

浙富控股 (002266.SZ) 发电设备行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

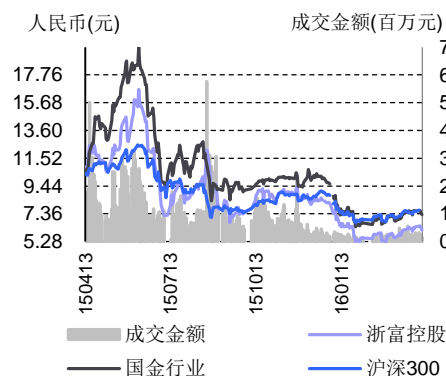
市场价格 (人民币): 6.16 元
目标价格 (人民币): 7.53-7.53 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

三代核电控制棒驱动机构供应商, 核电业务有望放量

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,425.35
总市值(百万元)	12,188.91
年内股价最高最低(元)	16.66/5.28
沪深 300 指数	3264.49
深证成指	10640.27



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.064	0.066	0.037	0.105	0.136
每股净资产(元)	1.57	1.88	1.93	2.07	2.25
每股经营性现金流(元)	-0.07	-0.05	0.01	-0.22	-0.15
市盈率(倍)	144.26	127.08	220.57	59.44	46.11
行业优化市盈率(倍)	13.70	24.90	54.51	54.51	54.51
净利润增长率(%)	-28.38%	10.66%	-27.85%	185.85%	28.91%
净资产收益率(%)	4.08%	3.54%	2.48%	6.63%	7.87%
总股本(百万股)	1,426.43	1,522.09	1,978.72	1,978.72	1,978.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **水力发电设备频发订单, 情况逐步好转。**由于近年来国内经济增长乏力, 水电新装机增速放缓, 新建项目大型化趋势明显, 公司作为大中型水电设备生产商, 水电业务受到较大影响, 收入、收入占比在逐年下滑。为了应对激烈的竞争环境, 公司随着国家“一带一路”战略, 逐步加大了水电业务海外市场的开拓力度, 目前海外订单已约占公司水电总订单七成。根据公司目前的订单情况, 我们预计 2015-2017 年浙富水电业务将有好转, 有望扭亏为盈。
- **依靠四川华都的先进技术和中核的股东背景, 核电业务有望放量。**浙富子公司四川华都, 中国核动力研究设计院持股 1/3, 目前是华龙一号核反应堆控制棒驱动机构的独家供应商。根据规划测算, 到 2020 年, 国内每年新建核电站在 6-8 个, 控制棒驱动机构未来的国内年均市场容量约为 7.68-10.24 亿元。随着核电出口, “华龙一号”作为核电出口的主力, 海外市场空间也值得期待。目前公司公告的在手核电订单 5 亿, 新研发产品控制棒组件等也逐步问世, 后续核电业务有望放量。
- **进入节能环保行业, 迎来新的利润增长点。**控股子公司西安格睿为客户提供循环水系统整体优化方案, 公司与客户签订能源管理合同, 收入来源是节电收入分成。目前订单状况良好, 2015 年—2019 年的业绩承诺分别为净利润 0.4 亿、1 亿、1.3 亿、1.3 亿和 1.3 亿元。
- **财务投资利润显著。**公司目前持有二三四五 15.02% 股份。2015 年转让梦想强音 40% 股权, 净利润共计 0.76 亿元。2016 年 3 月公司又投资认购灿星文化 6.0698% 股权。我们预计公司 2015-2017 年的投资收益约为 2.3、1.5、2.0 亿元。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

吴行健 联系人
(8621)60935389
wuxingjian@gjzq.com.cn

投资建议

- 我们预计公司水电主业有望扭亏为盈, 节能环保业务将实现高增长, 核电新产品如控制棒组件、核泵等的面世使公司核电业务有超预期的可能。预计 2015-2017 年的公司 EPS 为 0.04、0.11、0.14 元, 给予“买入”评级。

风险

- 核电订单不如预期, 应收账款风险。

内容目录

水电业务基本维稳	3
“华龙一号”控制棒驱动结构供应商，核电业务有望放量	4
“华龙一号”有望成为国内核电站主流	4
“华龙一号”是核电出口的旗舰产品	6
公司作为“华龙一号”控制棒驱动结构供应商将充分受益	7
依靠中核出众研发能力，新产品有望打开后续增长空间	8
高起点进入节能环保行业，迎来新的利润增长点	10
财务投资利润显著	11
盈利预测	11

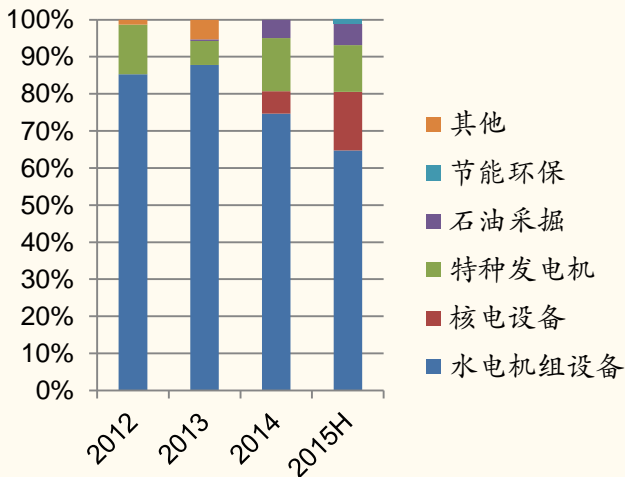
图表目录

图表 1：分产品占比	3
图表 2：营收	3
图表 3：水电业务收入	4
图表 4：水电订单情况	4
图表 5：华龙一号研发过程	5
图表 6：中国在运核电站	6
图表 7：中国在建核电站	6
图表 8：中国待建核电站	6
图表 9：内陆核电站	6
图表 10：链式裂变反应示意图	7
图表 11：ACP1000 控制棒驱动机构密封壳组件	8
图表 12：控制棒驱动结构订单情况	8
图表 13：ML-B 型 ACP100 小堆控制棒驱动机构密封壳	9
图表 14：600MW 示范堆	9
图表 15：燃料组件	10
图表 16：移动式废树脂接收罐	10
图表 17：西安格睿股权结构	10
图表 18：灿星文化	11
图表 19：可比公司	12
图表 20：主要分项收入预测	12

水电业务基本维稳

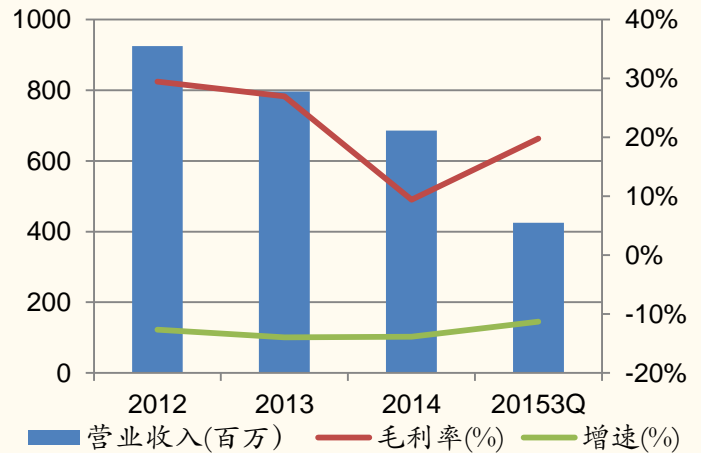
- 浙富目前的主营业务为成套水轮发电机组的研制、生产及销售，过去三年水电收入占比在七成以上。水轮发电机组主要由水轮机、发电机两部分构成。水轮发电机组的基本工作原理为：水经由水渠流入水力发电站，将储存的水的势能转变为动能；之后导水管引导水流进入水轮机，水流驱动水轮机的转轮旋转，从而将动能转化为机械能量；进而带动发电机的转子围绕定子旋转，将机械能量转化为电能，实现发电。公司当前产品涵盖贯流式水轮发电机组、轴流式水轮发电机组、混流式水轮发电机组。一般生产单机容量 50MW 以上或水轮机转轮直径大于 4m 的大中型水轮发电机组。
- 由于近年来国内经济增长乏力，水电新装机增速放缓，且新建项目大型化趋势明显，公司的水电业务收入受到较大影响，水电业务收入、收入占比在逐年下滑。水电收入从 2012 年的 7.8 亿元下降到了 2014 年 5.1 亿元，水电收入占比也从 2012 年 85% 下降到 2015H 的 66%。为了应对激烈的竞争环境，公司随着国家“一带一路”战略，逐步加大了水电业务海外市场的开拓力度，根据公司 2014 年以来的公告，目前累计水电业务订单约为 27.1 亿元，其中海外订单为 18.3 亿，占水电总订单的 67.3%。根据目前订单情况，同时考虑到水电项目交货周期长，一般需要 3-4 年，公司将按照交货进度确认收入，预计公司水电业务有望扭亏为盈。

图表 1：分产品占比



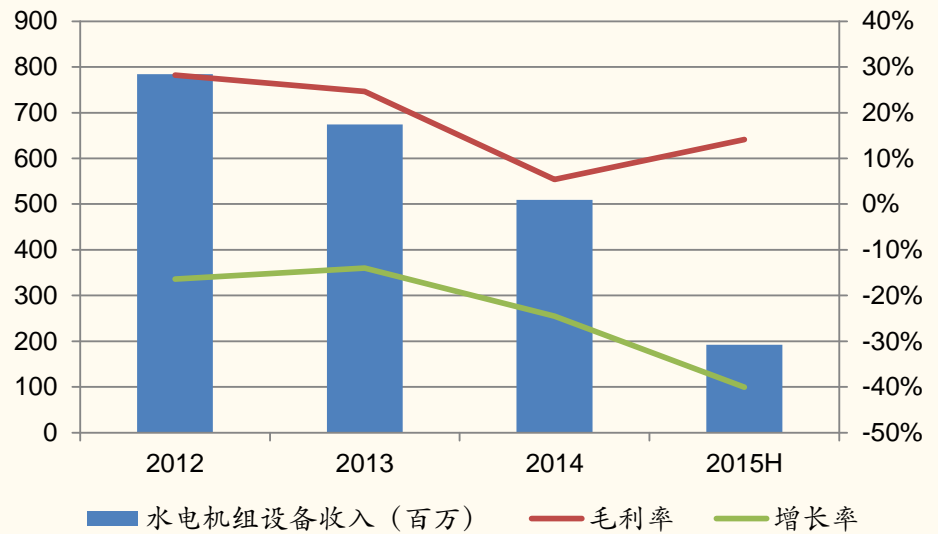
来源：国金证券研究所，公司公告

图表 2：营收



来源：国金证券研究所，公司公告

图表 3: 水电业务收入



来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表 4: 水电订单情况

订单公告时间	产品	中标金额 (百万)	项目地点	交货时间
2014.06.03	4台套轴流转浆式水轮发电机	214	乌干达伊辛巴	201702交货完毕
2014.07.08	水电站机电设备总承包	460.97	老挝	2018年底交货完毕
2014.12.11	水轮发电机组及其辅助设备	241.54	土耳其	交货期48个月
2015.02.11	2*22.5MW贯流式水轮发电机组	115.72	越南	2017年6月30日交货完毕
2015.05.12	3*56MW混流式水轮发电机组及其附属设备	68.82	老挝	2017年4月30日交付完毕
2015.07.13	亚的斯亚贝巴城配网改造供货和施工	160.66	埃塞俄比亚	2016年9月交货完毕
2015.10.21	马里古伊纳水电站3台套水轮发电机组	115	马里	2017年11月交货完毕
2015.11.26	5台套120MW轴流式水轮发电机组	453.9	阿根廷	2016年6月开始交货, 预计到2018年2月交货完毕
2016.01.08	4台套140MW水轮发电机及其附属设备等	228	中国四川	2017年6月开始交货, 预计到2020年12月交货完毕
2016.03.15	8台套单机容量30MW灯泡贯流式水轮发电机组及其电站附属机电设备	656.8	中国江西龙头山	2016年4月30日开始交货, 预计到2018年6月15日交货完毕
小计		2715.41		

来源: 国金证券研究所, 公司公告

“华龙一号”控制棒驱动结构供应商, 核电业务有望放量

“华龙一号”有望成为国内核电站主流

- 根据《能源发展战略行动计划(2014~2020年)》, 到2020年, 核电装机容量计划达到5800万千瓦, 在建容量达到3000万千瓦以上。由此估计未来6年年均新开工和完成装机量大约在660万千瓦左右, 开工机组预计6-8台/年, 按照15000元/千瓦的单位投资估算, 每年的国内核电投资将达到990亿元, 核电设备640亿元/年, 将带动全产业链受益。

- 我国将按国际最高标准新建核电站。2014年6月主席习近平在领导人会议上指出要在采取国际最高安全标准、确保安全的前提下，抓紧启动东部沿海地区新的核电项目建设。国内核电重启之后，除了之前已经确定技术类型的堆型之外，我国核电将按三代技术标准新建核电站。
- 我国核电引进及自主研发的、符合三代技术标准的技术类型有“华龙一号”、从美国引进的 AP1000、AP1000 基础上改进的 CAP1400、法国的 EPR 和俄罗斯的 VVER-91。其中 EPR 及 VVER 基本确定不会再在国内新建。
- “华龙一号”是中核 ACP1000 和中广核 ACPR1000+两种技术的融合，提出“能动和非能动相结合”的安全设计理念，安全和性能指标达到了国际三代核电技术的先进水平；堆芯选用中核 ACP1000 技术的 177 堆芯，单堆布置，核燃料采用中核开发的 CF 自主品牌；华龙一号首台国产化率即可达到 90%，基准造价低于 2500 美元/千瓦，与当前三代主流机型相比具有明显的经济竞争力（中广核官网）。在具体的项目上，可根据需求，配上不同个性化的辅助安全系统（中广核采用“3 系列”，即三套非能动安全装置；中核“2 加 1 系列”，即 2 套能动安全装置加一套非能动安全装置）。

图表 5：华龙一号研发过程



来源：国金证券研究所,中广核官网

- AP1000 是美国西屋公司研发的一种先进的“非能动型压水堆核电技术”，电功率 125 万千瓦，设计寿命 60 年。该技术在理论上被称为国际上最先进的核电技术之一，由国家核电技术公司负责消化和吸收，且曾被核电决策层确认为日后中国主流的核电技术路线。但之前 AP1000 由于主泵等关键设备制造问题原因拖延了工期，逐步丧失了先发优势。从目前规划和在建的利用 AP1000 技术的核电站来看，我们认为三门和海阳核电站将是 AP1000 中国实践的主要检验点。通过三阳和海门中国核电装备制造将完成对 AP1000 的技术吸收为今后内陆核电铺开建设奠定基础，也为在此基础上改进得拥有中国自主知识产权的 CAP1400 开工建设奠定基础。
- 2015 年核电重启之后，国务院一共批复了 8 台百万千瓦级机组，其中四台是早已定下技术类型的二代加机组，剩余四台均为三代核电技术“华龙一号”。我们认为，在中核和中广核的推动下，“华龙一号”有望成为国内核电站主流。

图表 6: 中国在运核电站

省份	机组	功率 (MW)	技术	运营商
泰山一期	浙江	1	310	CNP300 中核
泰山二期	浙江	2	1,300	CNP650 中核
泰山三期	浙江	2	1,320	CNP650 中核
秦山三期	浙江	2	1,456	CANDU6 中核
太亚湾	广东	2	1,968	M310 中广核电力
岭澳	广东	2	1,980	M310 中广核电力
岭东	广东	2	2,172	CPR1000 中广核电力
田湾一期	江苏	2	2,120	AES-91 中核
红沿河	辽宁	3	3,357	CPR1000 中广核电力
宁德	福建	3	3,267	CPR1000 中广核电力
阳江	广东	2	2,172	CPR1000 中广核电力
福清	福建	2	2,178	CPR1000 中核
方家山	浙江	2	2,160	CPR1000 中核
昌江	海南	1	650	CNP650 中核
合计		28	26,410	

来源: 国金证券研究所, 中国核能行业协会

图表 8: 中国待建核电站

省份	机组	功率 (MW)	技术	运营商
石湾岛	山东	2 (#2-#3)	2,800	CAP1400 国家核电、华能
宁德	福建	2 (#5, #6)	2,178	华龙一号 中广核电力
三门	浙江	2	2,500	AP1000 中核集团
防城港	广西	1	1,000	华龙一号 中广核
田湾三期	江苏	1 (#6)	1,126	CPR1000 中核集团
海阳二期	山东	2	2,500	AP1000 中电投集团
徐大堡	辽宁	2	2,500	AP1000 中核, 大唐
陆丰	广东	2	2,500	AP1000 中广核
漳州	福建	4	5,000	AP1000 中核、国电
昌江二期	海南	2	1,300	CNP650 中核集团
白龙	广西	2	2,500	AP1000 中广核
惠州	广东	2	2,500	AP1000 中电投
三明	福建	2	1,760	快堆 BN-800 中核
合计		26	30,164	

来源: 国金证券研究所, WNA, 中国核能行业协会

图表 7: 中国在建核电站

省份	机组	功率 (MW)	技术	运营商
阳江	广东	2 (#3-#4)	2,172	CPR1000 中广核电力
		2 (#5-#6)	2,172	ACP1000 中广核电力
宁德	福建	1 (#4)	1,089	CPR1000 中广核电力
红沿河	辽宁	3	3,357	CPR1000 中广核电力
		2 (#3-#4)	2,160	CPR1000 中核集团
福清	福建	2 (#5-6)	2,160	华龙一号 中核集团
三门	浙江	2	2,500	AP1000 中核集团
台山	广东	2	3,500	EPR 中广核电力
石湾岛	山东	1	211	HTGR 华能, 中核
防城港	广西	2 (#1-#2)	2,160	CPR1000 中广核
		1 (#3)	1,080	华龙一号 中核集团
田湾	江苏	2 (#3-#4)	2,252	VVER1000 中核集团
		1 (#5)	1,126	CPR1000 中核集团
海阳	山东	2	2,500	AP1000 中电投集团
昌江	海南	1	650	CNP650 中核集团
合计		26	29,089	

来源: 国金证券研究所, WNA, 中国核能行业协会

图表 9: 内陆核电站

省份	机组	功率 (MW)	技术	运营商
芜湖	安徽	2	2500	AP1000 中广核
咸宁	湖北	2	2500	AP1000 中广核
桃花江	湖南	4	5000	AP1000 中核
彭泽	江西	2	2500	AP1000 中电投
恒丰	江西	2	2500	ACP1000 中核、国电
宁都	江西	2	2500	ACP1000 中核、国电
小墨山	湖南	2	2500	AP1000 中电投
龙游	浙江	2	2500	AP1000 中核
烟家山	江西	2	2500	AP1000 中核
韶关	广东	4	5000	AP1000 中广核
霞浦	福建	1	600	快堆 中核
合计		25	30,600	

来源: 国金证券研究所, WNA, 中国核能行业协会

“华龙一号”是核电出口的旗舰产品

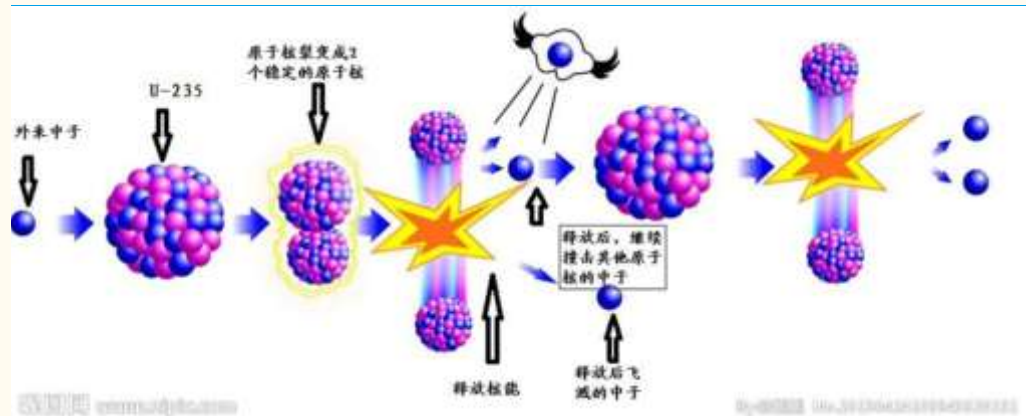
- 我国现有核电技术中, 三代技术“华龙一号”与 CAP1400 和四代技术高温气冷堆具有自主知识产权, 享有出口资质。CAP1400 的示范电站位于山东威海市荣成石岛湾厂址, 拟建设 2 台 CAP1400 型压水堆核电机组, 设计寿命 60 年, 单机容量 140 万千瓦。到目前为止, 国内 CAP1400 示范堆还未被核准开工, 我们预计示范堆有望在 2016 年获得核准开工, 总体来说 CAP1400 示范堆推进进度慢于“华龙一号”。“华龙一号”国内示范堆已经开建, 并且成功出口 5 台机组至巴基斯坦, 出口机组巴基斯坦的 K2、K3 号也已经在 2015 年 8 月 20 日开工建设。
- 中核与中广核成立“华龙一号”合资公司, 助力核电出海: 为了进一步融合中核集团和中广核集团掌握的第三代核电技术“华龙一号”, 在核电出口竞标中统一主体, 减少内耗, 国家拟成立华龙一号合资公司。目前由国家能源局牵头, 中广核和中核集团协商, 中国核工业集团和中国广核集团于 2015 年 12 月 30 日签订协议, 共同投资设立华龙国际核电技术有限公司。根据协议, 华龙公司将积极实施国家核电发展战略, 致力于持续融合与发展“华龙一号”自主三代核电技术, 统一管理并实施华龙技术、品牌、知识产权等相关资产在国内外经营, 推动“华龙一号”成为中国核电“走出去”的主力品牌。该合资公司注册资本为 5 亿元人民币, 中核集团和中广核集团各占 50% 股权。中核和中广核都曾自主研发各自的三代核电技术, 为了避免内部竞争, 在国家能源局的撮合下, 中核 ACP1000 和中广核 ACP1000+ 两种技术进行合并, 统称为“华龙一号”。但实际上华龙一号”

技术并未实现中核和中广核的真正技术融合，双方仍然各做各的技术，只是在名字上进行了统一，在出口上也是各自为政。此次成立合资公司，行政推动的力量无处不在，相信通过进一步的顶层设计，若“华龙一号”真正融合，我国将融合两大核电集团的实力，华龙公司将发挥更大的价值，核电走出去的竞争力将进一步增强。

公司作为“华龙一号”控制棒驱动结构供应商将充分受益

- **浙富子公司背靠中核，有望迅速取得较高的市场份额。**浙富子公司四川华都是一家主营核反应堆控制棒驱动机构设备的研发、制造、销售的公司。浙富控股占股 2/3，中国核动力研究设计院占股 1/3。中核动力研究设计院是中国核工业集团直属科研单位，是集核反应堆工程研究、设计、试验、运行和小批量生产为一体的大型综合性科研基地。自 1965 年建院以来，已经形成包括核动力工程设计、核蒸汽供应系统集成供应、反应堆运行和应用研究、反应堆工程实验研究、核燃料和材料研究、同位素生产和核技术应用研究等完整的科研生产体系，是军民结合的国家战略高科技研究设计院。我们认为依靠四川华都先进的技术和中核的股东背景，公司将迅速在核电设备供应方面取得较高市场份额。
- **控制棒驱动机构是核岛的核心部件之一。**在核反应堆中，铀或钚原子核裂变反应会产生中子，中子再去撞击其他原子，从而形成链式反应。为了控制核反应的速度，必须使用控制棒吸收中子，通过控制棒插入堆芯的深度来控制反应堆中子的数目，从而调节控制反应堆功率。**反应堆控制棒驱动机构是装在反应堆压力容器顶盖管座上，用来升降或保持控制棒，以达到调节反应堆功率、安全起堆或停堆的目的。**2013 年 5 月四川华都取得了控制棒驱动机构（CRDM）民用核安全设备制造许可证，之后成为了“华龙一号”反应堆控制棒驱动机构的首家供应商，并成功出口至巴基斯坦。
- **2015 年，华都公司新的改进型 CRDM 顺利完成 650 万步热态寿命试验，经检测全部性能参数合格。**此次公司新的改进型 CRDM 在行业内首次采用了“耐 430℃ 高温磁轨线圈”、“无对接焊缝一体化密封壳”、“耐高温高可靠性棒位探测器”、“导磁片防碎型抗磨损钩爪部件”等多项新的专利技术，目标是在年内完成 2000 万步热态极限寿命考验，使之成为能够适应未来核电站调峰发电需要且无需强制风冷的新型压水堆控制棒驱动机构。

图表 10：链式裂变反应示意图



来源：国金证券研究所，公开资料

- **具有高壁垒和高安全敏感性的特点。**我国对于核电设备实施许可证制度，使核电设备制造业的新进入者会面临较大的政策壁垒，提高了行业准入门槛。核电站建设的特殊性要求核电专用设备必须达到非常高的质量标准和安全性能，行业具备很高的技术壁垒。而**控制棒驱动机构是核岛关键设备，运行**

的稳定性关系到整个核反应堆的安全，具有极高的安全敏感度，因而对供应商的制造经验和供货历史具有严格要求。

- **市场集中度高。**从供货资质上来看，除了四川华都以外，目前国内能够生产控制棒驱动机构的仅有上海电气下的上海机床厂和东方电气下的武重。从供应经验来看，三代技术核电站中供货经验是上海电气和四川华都占优。从技术上能力上来看，华都拥有 ML-B 型控制棒驱动机构的专利，是目前唯一通过八级抗震试验和满足 60 年使用寿命的“华龙一号”核电技术。2014 年其控制棒驱动机构热态试验、抗震实验运行数据创造了世界纪录。驱动机构试验步数达到了 1500 万步，落棒 1200 次，是目前唯一通过试验的“华龙一号”控制棒驱动结构。
- **盈利能力强。**核电设备特别是核岛设备的安全性要求严格，在高度集中的市场中通常产品具备较高的盈利能力，一般控制棒驱动机构的毛利率在 50% 以上。
- 根据规划测算，到 2020 年，国内每年新建核电站在 6-8 个，控制棒驱动机构未来的国内年均市场容量约为 7.68-10.24 亿元。随着核电出口，“华龙一号”作为核电出口的主力，海外市场前景也值得期待。目前，浙富在福清核电站和核电出口机组巴基斯坦卡拉奇 2、3 号中以**独家议标**方式拿到了 5 亿订单。后续在中核主导出口的核电站中如阿根廷的核电站，公司也有望斩获订单。

图表 11: ACP1000 控制棒驱动机构密封壳组件



来源：国金证券研究所，

图表 12: 控制棒驱动结构订单情况

签约时间	2014.11.26	2014.12.30
签约方	中国中原对外工程有限公司	中国核动力研究设计院
签约金额	25,776.00万	25,641.00万
对应机组	巴基斯坦卡拉奇2、3号机组	福清二期5、6号机组
技术路线	华龙一号	华龙一号
签约方式	独家议标	独家议标

来源：国金证券研究所，公司公告

依靠中核出众研发能力，新产品有望打开后续增长空间

- 除了“华龙一号”控制棒驱动机构之外，华都公司依靠中核出众研发能力，还陆续推出了新产品，如 **ACP100 模块式小堆控制棒驱动机构、600MW 示范快堆的控制棒驱动机构**等。
- **核电小堆**可分为两个类型，陆上小型堆和海上浮动堆。小堆的堆芯容量较小，对水文、地质、人口密度等要求没有大型核电站苛刻，所以选择沿海或内陆并不是主要的问题。同时由于单堆功率小、放射性源项少、不存在大的失水事故。核电小堆可以解决偏远海岛等的能源和淡水供应问题；有效推进舰船核动力技术的创新发展，增强国防实力。目前，海上浮动核电站 ACP100S 已纳入能源创新“十三五”规划，应用前景广阔。
- **快堆**是我国未来核电必不可少的发展方向之一。压水堆中铀燃料的利用率很低，一般不到 1%，乏燃料怎么处理一直是研究的课题。目前，乏燃料

的处理办法主要有三种，分别是“一次通过”、“观望等着瞧的(See and Wait)”战略和“后处理”。

- “一次通过”战略，让乏燃料先暂时贮存，然后将其直接处置，不再做处理。核燃料仅在反应堆中使用一次，不被回收与再使用，实质上未构成“循环”（开路循环）。
- 观望等着瞧的(See and Wait)”战略，当前将乏燃料长期贮存，等时机成熟时再做抉择，将当代人的职责留给后代人承担。
- “后处理”战略，将反应堆中烧“乏”的燃料通过化工处理过程将残留的和新生的燃料提取出来，经加工后再制成元件，返回堆中使用，构成完整的核燃料循环（闭路循环）。早在 1983 年，国务院科技领导小组召开论证会，已确立我国“发展核电必须相应发展后处理”的战略，明确了后处理在提升核燃料利用率和减少废物方面的重要作用。通过后处理可从乏燃料中回收有用的铀和钚，再制成 UO₂ 或 MOX 燃料返回热堆或快堆使用，大大提高铀资源的利用率。如果能实现快堆和后处理的核燃料闭式循环，铀资源利用率可提高 60 倍左右。福建霞浦快堆核电示范工程项目功率为 60 万千瓦，预计公司能在快堆核电站招标中有所斩获。
- 公司还研发了控制棒组件。公司通过竞标获得某反应堆工程项目所需全部控制棒组件制造合同，由此华都公司将首次进行反应堆控制棒组件的生产。反应堆控制棒组件对于质量控制及产品安全性能的要求很高，国内外有能力的制造厂家极少。此次公司进行控制棒组件的批产，预示着华都公司同时具备了同一堆型控制棒组件、控制棒驱动机构的制造技术与批产能力。

图表 13: ML-B 型 ACP100 小堆控制棒驱动机构密封壳



来源：国金证券研究所，四川华都官网

图表 14: 600MW 示范堆



来源：国金证券研究所，四川华都官网

- 除此之外，公司在 2016 年 3 月 31 日，公告出资 5 千万成立全资孙公司杭州浙富核电设备有限公司，经营范围是民用核安全设备（仅限核泵）、其他通用机电设备的研发、生产销售。未来浙富在其他核电产品如核泵上的研发及销售前景也值得期待。

图表 15: 燃料组件



来源: 国金证券研究所, 四川华都官网

图表 16: 移动式废树脂接收罐

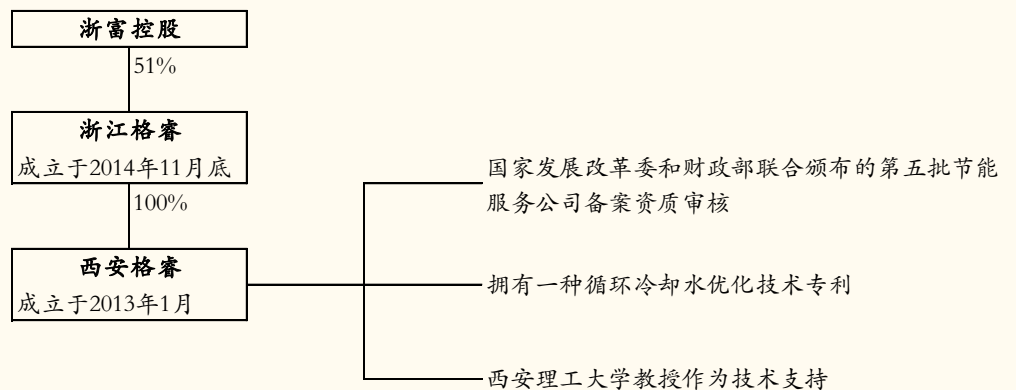


来源: 国金证券研究所, 四川华都官网

高起点进入节能环保行业，迎来新的利润增长点

- 公司在 2014 年收购了浙江格睿能源动力科技有限公司 51% 的股权，旗下西安格睿是一家高耗能企业循环水系统专业节能服务公司，该公司已通过国家发展改革委和财政部联合颁布的第五批节能服务公司备案资质审核。西安格睿为客户提供的**循环水系统整体优化技术**是解决节能节水问题的整体优化方案，有别于其他公司提供的节能方案，比如单一的水泵改良、阀门改良，西安格睿提供的是多科学的整体优化方案。
- 由于目前尚不能在循环水系统正式投运前精准测算用水设备的最佳用水量，为了安全起见就增加系统的供水压力和流量从而导致了系统能耗偏高，造成能量浪费。西安格睿提供循环水系统的在线压力、流量、温度的调整方法及整体的优化技术，为公司节省电力。
- 公司的收入来源是节电收入分成。公司与客户签订能源管理合同，一般合同期为五年左右，每年根据节电收入按比例分成，合同期结束后，优化项目的相关设备将归客户所有。西安格睿拥有优质的客户资源，如中石化资产管理经营有限公司荆门分公司、武汉分公司，中石化镇海炼化分公司等。
- 业绩承诺：2015 年—2019 年的业绩承诺分别为净利润 0.4 亿、1 亿、1.3 亿、1.3 亿和 1.3 亿元。

图表 17: 西安格睿股权结构



来源: 国金证券研究所, 公司公告

财务投资利润显著

- 公司目前持有二三四五 15.02%股份。根据业绩快报，二三四五 2015 年归属于母公司的净利是 4.2 亿元，预计 2016-2017 年的净利润是 5.5 亿、7.8 亿元，按照持股比例，预计 2015 年-2017 年归属于浙富控股的净利润为 0.63、0.83、1.17 亿元。
- 由于公司考虑到梦响强音的证券化路径有所调整，而灿星文化或将进一步整合梦响强音，为较快实现公司投资收益，2015 年公司分两次在 9 月底、11 月底转让了梦响强音 40%股权，根据转让协议，公司 2015-2017 年将收到转让对价共计 9.16 亿元。公司 2014 年收购时转让对价为 8.4 亿元，公司净利 0.76 亿元。同时根据业绩承诺，梦响强音 2015 年实现净利润不低于人民币 2.8 亿元，预计公司 2015 年还约有 0.9 亿元的投资收益。
- 同时浙富还与《中国好声音》等系列节目制作方上海灿星文化传播有限公司同步签署了投资入股框架协议意向协议。2016 年 3 月 30 日，浙富全资子公司西藏源合以 3 亿现金增资上海灿星文化传播有限公司 6.0698%股权。灿星文化主要从事电视节目制作业务，是《中国好声音》、《中国达人秀》、《舞林大会》、《了不起的挑战》、《中国好歌曲》、《出彩中国人》等一线卫视的大热综艺节目的制作公司，其节目制作能力受到业内的广泛认可，2015 年的灿星净利润为 7.3 亿元。
- 我们预计公司 2015-2017 年公司的投资收益为 2.3、1.5、2 亿元。

图表 18：灿星文化



来源：国金证券研究所

盈利预测

- 公司水电业务开始逐步回升，2016 年 3 月中标江西龙头山 8 台套单机容量 30MW 灯泡贯流式水电机组共计 6.57 亿元。自 2014 年 6 月开始计算，水电订单总计 27.15 亿元，水电项目交货周期长，一般需要 3-4 年，公司将按照交货进度确认收入，我们预计公司 2016、2017 年的水电收入分别为 6 亿、7 亿元。
- 公司财务投资利润显著，根据公司二三四五、灿星文化的持股比例，和梦响强音的转让对价，我们预计公司 2015-2017 年的投资收益约为 2.3、1.5、2 亿元。
- 我们预计公司水电主业有望扭亏为盈，节能环保业务将实现高增长，核电新产品例如控制棒组件、核泵等的陆续推出使公司核电业务有超预期的可能。预计 2015-2017 年的公司 EPS 为 0.04、0.11、0.14 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 19: 可比公司

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2015 (E)	2016E	2017E	2015 (E)	2016E	2017E
000777.SZ	中核科技	25.30	0.23	0.25	0.30	111.95	100.00	83.55
002011.SZ	盾安环境	12.88	0.10	0.21	0.32	128.80	61.07	40.39
002366.SZ	台海核电	49.36	0.76	1.28	1.53	64.71	38.62	32.32
002438.SZ	江苏神通	18.66	0.08	0.35	0.48	233.25	53.07	39.17
300004.SZ	南风股份	17.33	0.09	0.32	0.41	192.56	54.12	42.66
	平均					146.25	61.38	47.62
002266.SZ	浙富控股	6.27	0.04	0.11	0.14	156.75	59.44	46.11

来源: 国金证券研究所, Wind

图表 20: 主要分项收入预测

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
水轮发电机组					
销售收入 (百万元)	674.44	509.25	432.86	600.00	700.00
增长率 (YOY)	-14.02%	-24.49%	-15.00%	20.00%	3.00%
毛利率	24.68%	5.43%	12.00%	20.00%	21.00%
销售成本 (百万元)	507.96	481.62	380.92	480.00	553.00
增长率 (YOY)	-9.83%	-5.19%	-20.91%	26.01%	15.21%
毛利 (百万元)	166.48	27.63	51.94	120.00	147.00
石油采掘					
销售收入 (百万元)	2.79	34.01	10.20	12.55	16.31
增长率 (YOY)	#DIV/0!	1120.37%	-70.00%	23.00%	30.00%
毛利率	19.52%	22.26%	13.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	2.24	26.44	8.88	10.04	13.05
增长率 (YOY)	-	1078.74%	-66.43%	13.10%	30.00%
毛利 (百万元)	0.54	7.57	1.33	2.51	3.26
特种发电机					
销售收入 (百万元)	49.61	97.30	38.92	42.03	45.39
增长率 (YOY)	-59.73%	96.13%	-60.00%	8.00%	8.00%
毛利率	20.99%	14.16%	13.00%	19.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	39.20	83.52	33.86	34.05	36.32
增长率 (YOY)	-49.68%	113.09%	-59.46%	0.55%	6.67%
毛利 (百万元)	10.41	13.78	5.06	7.99	9.08
核电					
销售收入 (百万元)	40.70	41.70	50.00	260.00	350.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	2.45%	19.90%	420.00%	34.62%
毛利率	32.83%	30.53%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	27.34	28.97	25.00	130.00	175.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	5.96%	-13.71%	420.00%	34.62%
毛利 (百万元)	13.36	12.73	25.00	130.00	175.00
西安格睿					
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	150.00	450.00	650.00
增长率 (YOY)				200.00%	44.44%
毛利率	0.00%	0.00%	30.00%	36.00%	37.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	105.00	288.00	409.50
增长率 (YOY)				174.29%	42.19%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	45.00	162.00	240.50
其他					
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	16.21	40.00	45.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	146.76%	12.50%
毛利率	#DIV/0!	#DIV/0!	33.00%	32.00%	33.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	10.86	27.20	30.15
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	150.44%	10.85%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	5.35	12.80	14.85

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	925	796	686	698	1,405	1,807	货币资金	203	726	290	350	380	450
增长率		-13.9%	-13.8%	1.8%	101.2%	28.6%	应收款项	571	457	386	520	931	1,148
主营业务成本	-653	-581	-622	-565	-969	-1,217	存货	682	995	967	820	1,407	1,767
%销售收入	70.5%	73.0%	90.6%	80.9%	69.0%	67.4%	其他流动资产	124	40	175	58	99	124
毛利	273	215	64	134	435	590	流动资产	1,580	2,219	1,818	1,748	2,817	3,489
%销售收入	29.5%	27.0%	9.4%	19.1%	31.0%	32.6%	%总资产	63.2%	52.3%	36.0%	38.7%	47.7%	52.8%
营业税金及附加	-9	-3	-2	-5	-7	-9	长期投资	17	848	1,903	1,004	1,303	1,303
%销售收入	1.0%	0.4%	0.3%	0.7%	0.5%	0.5%	固定资产	608	821	911	931	953	977
营业费用	-25	-26	-37	-46	-70	-94	%总资产	24.3%	19.3%	18.0%	20.6%	16.1%	14.8%
%销售收入	2.6%	3.3%	5.3%	6.6%	5.0%	5.2%	无形资产	284	345	372	834	835	836
管理费用	-131	-115	-169	-189	-225	-307	非流动资产	921	2,026	3,231	2,771	3,093	3,118
%销售收入	14.1%	14.4%	24.6%	27.0%	16.0%	17.0%	%总资产	36.8%	47.7%	64.0%	61.3%	52.3%	47.2%
息税前利润 (EBIT)	108	71	-143	-106	133	180	资产总计	2,501	4,244	5,050	4,519	5,910	6,607
%销售收入	11.7%	8.9%	n.a	n.a	9.5%	9.9%	短期借款	298	916	660	170	807	1,030
财务费用	-14	-16	-58	-45	-48	-70	应付款项	600	618	799	746	1,265	1,439
%销售收入	1.5%	2.1%	8.5%	6.5%	3.4%	3.9%	其他流动负债	52	53	28	27	43	55
资产减值损失	27	16	-2	-4	-3	-2	流动负债	950	1,587	1,487	943	2,115	2,524
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	100	430	430	430	431
投资收益	1	16	320	230	150	200	其他长期负债	0	6	80	7	7	7
%税前利润	0.8%	15.6%	258.8%	249.7%	58.4%	59.2%	负债	950	1,693	1,997	1,380	2,552	2,962
营业利润	122	86	117	74	232	308	普通股股东权益	1,351	2,244	2,860	2,941	3,150	3,419
营业利润率	13.2%	10.8%	17.1%	10.6%	16.5%	17.0%	少数股东权益	199	308	192	198	208	226
营业外收支	25	15	6	18	25	30	负债股东权益合计	2,501	4,244	5,050	4,519	5,910	6,607
税前利润	147	101	124	92	257	338							
利润率	15.9%	12.7%	18.0%	13.2%	18.3%	18.7%	比率分析						
所得税	-15	-12	-19	-13	-38	-51		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	10.1%	11.5%	15.2%	14.5%	14.8%	15.0%	每股指标						
净利润	132	90	105	79	219	287	每股收益	0.213	0.064	0.066	0.037	0.105	0.136
少数股东损益	4	-2	4	6	10	18	每股净资产	2.258	1.573	1.879	1.932	2.070	2.246
归属于母公司的净利润	128	91	101	73	209	269	每股经营现金净流	0.137	-0.071	-0.054	0.011	-0.225	-0.145
净利率	13.8%	11.5%	14.8%	10.5%	14.9%	14.9%	每股股利	0.130	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	9.45%	4.08%	3.54%	2.48%	6.63%	7.87%
							总资产收益率	5.11%	2.15%	2.00%	1.62%	3.53%	4.07%
							投入资本收益率	5.27%	1.75%	-2.88%	-2.41%	2.47%	2.99%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-12.68%	-13.95%	-13.83%	1.77%	101.17%	28.63%
							EBIT增长率	-41.18%	-34.87%	-302.14%	-25.89%	-226.00%	34.70%
							净利润增长率	-17.33%	-28.38%	10.66%	-27.85%	185.85%	28.91%
							总资产增长率	16.51%	69.71%	18.97%	-10.51%	30.78%	11.79%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	251.7	208.6	184.2	230.0	200.0	190.0
							存货周转天数	275.0	526.5	576.3	530.0	530.0	530.0
							应付账款周转天数	249.5	265.6	240.8	200.0	200.0	200.0
							固定资产周转天数	199.3	283.8	319.5	271.7	114.6	73.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	6.10%	11.60%	26.44%	8.19%	25.73%	27.93%
							EBIT利息保障倍数	7.6	4.3	-2.5	-2.3	2.8	2.6
							资产负债率	38.00%	39.89%	39.55%	30.53%	43.18%	44.83%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	132	90	105	79	219	287
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	44	86	69	66	62
非经营收益	14	3	-237	-204	-119	-152
营运资金变动	-90	-238	-35	73	-507	-418
经营活动现金净流	82	-101	-82	17	-342	-221
资本开支	-243	-283	-143	-531	-59	-55
投资	0	325	1,151	899	-300	0
其他	-81	25	-28	230	150	200
投资活动现金净流	-324	66	980	597	-209	145
股权募资	0	862	557	0	0	0
债权募资	238	718	74	-511	637	224
其他	-52	-123	-83	-43	-56	-78
筹资活动现金净流	186	1,457	549	-554	581	146
现金净流量	-56	1,423	1,447	60	30	70

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD