

看好

输配电设备行业

2006年9月24日

行业分析师

熊琳

xionglin@cjis.cn

0755-82026734

“十一五”延续行业景气度

投资要点:

“十一五”期间我国电网的总投资规模将达到 1.08 万亿元，行业景气度将延续。前三季度行业保持快速增长态势，产销同比大幅提升，新产品产值明显上升。

原材料涨价造成产品成本上升，一次设备由于金属原材料比重大，成本上升较二次设备明显，行业龙头由于较强的自主创新能力和较高的市场占有率，议价能力强，因此行业利润率较为稳定，利润向行业龙头集中。

“十一五”期间主要设备国产化要求以及特高压、直流输电项目启动使得行业内具有自主创新能力的龙头企业和新能源、节能题材企业大受裨益，行业技术水平得以提高。

“十一五”国家电网建设必然会延续输配电设备行业的景气度，我们对行业总体投资评级为“看好”。但是从输配电设备板块估值水平分析，高于市场平均的市盈率和市净率水平是投资该板块的障碍。目前在技术领先、生产规模和市场占有率方面具有一定的优势的行业龙头，可以作为投资的关注重点，逢低吸纳，长线投资。

52 周行业指数表现



行业基本数据

上市公司家数	18
总市值(百万元)	48214
占A股比例(%)	0.87
平均每股收益(元)	0.10
平均市盈率(倍)	48.32

相关研究报告

行业重点公司盈利预测与投资评级

	2005A	2006E	2007E	2008E	市盈率	评级
G 许继	0.31	0.43	0.50	0.66	23.56	推荐
G 特变	0.32	0.55	0.66	0.77	22.11	推荐
G 平高	0.34	0.46	0.58	0.81	30.54	观望
G 置信	0.10	0.25	0.43	0.80	53.20	观望
G 南自	0.41	0.37	0.49	0.64	41.08	观望

资料来源：公司年报 中投证券研究所

目 录

1. 输配电设备行业 06 年前三季度运行情况:	4
1.1 “十一五”电网建设投资延续行业景气度	4
1.2 2006 年前三季度行业产销同比大幅增长	4
1.3 06 年前三季度行业盈利情况	5
1.3.1 原材料成本上升, 子行业存在差异	5
1.3.2 自主创新企业的议价能力提升产品价格	6
1.3.3 行业利润率较为稳定, 利润向行业龙头集中	7
2. 四季度延续行业景气, “十一五”带来发展新机遇	8
2.1 设备国产化率的要求促使产品竞争力提升	8
2.2 “十一五”电网建设带来发展新方向	9
2.2.1 特高压技术国产化	9
2.2.2 直流输电即将高速发展	11
2.2.3 配网建设竞争激烈	11
2.3 四季度行业投资策略	12
2.3.1 关注自主创新能力强的行业龙头。	12
2.3.2 关注新能源、节能题材。	12
3. 行业内上市公司:	13
结论: 景气延续, 行业“看好”	18

图表目录

图表 1 2006 年 1-7 月输配电设备行业综合效益	4
图表 2 2002 年至 2006 年前 7 月行业新品产值	4
图表 3 行业主要产品成本构成	5
图表 4 一次设备主要产品单位成本变化情况	6
图表 5 一次设备主要产品单位成本变化情况	6
图表 6 输配电设备行业利润率历年变化情况	7
图表 7 子行业 06 年前 7 月行业利润构成	8
图表 8 部分输配电行业上市公司与外商合资公司	9
图表 9 “十一五”期间特高压投资规划	10
图表 10 特高压规划图	10
图表 11 2010 年以前规划投产的直流工程	11
图表 12 行业主要上市公司 06 年 1-7 月新产品占工业总产值比例	12
图表 13 国际同业上市公司估值比较	13

1. 输配电设备行业 06 年前三季度运行情况:

1.1 “十一五”电网建设投资延续行业景气度

根据国家电网公司上报的“十一五”规划，国家电网公司将在“十一五”期间，投资 8500 亿元用于电网建设。南方电网公司计划投资 2340 亿元进行电网建设。两者相加，“十一五”期间我国电网的总投资规模将达到 1.08 万亿元，接近“十五”期间国内电网总投资的两倍。“十一五”前两三年是规划项目集中招标期，因此 2006-2008 年将是输变电行业增速最快的时期。

据国家电网公司最新统计数据，2006 年上半年电网投资和开工规模均创历史新高，累计完成固定资产投资 656 亿元，同比增长 40.80%。虽然投资额度增长较快，但是绝对额相对于 2006 年国家电网公司 1600 亿元的计划投资，后续的投资增加额还会提高。

2006 年前三季度行业保持快速增长态势，产销同比大幅提升。新产品产值明显上升。

1.2 2006 年前三季度行业产销同比大幅增长

06 年前 7 月数据显示，输变电行业依旧保持了快速增长的态势。行业总产值、新产品产值、收入、利润的同比增长幅度均较 05 年同期大幅提高。

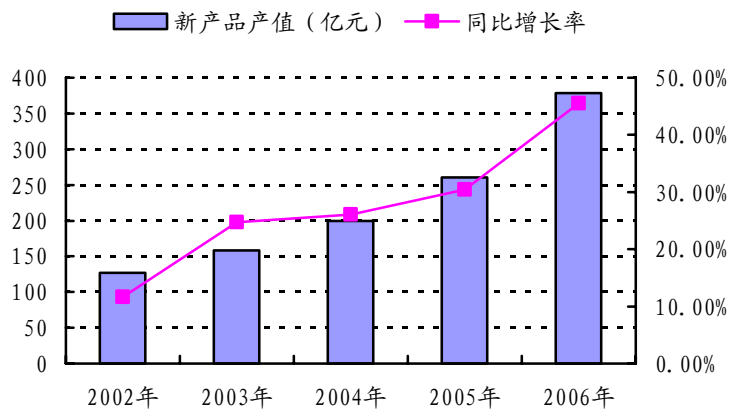
图表 1 2006 年 1-7 月输配电设备行业综合效益

	06 年前 7 月 (亿元)	05 年前 7 月 (亿元)	同比增幅
工业总产值	3687.06	2665.54	38.32%
新产品产值	378.47	260.03	45.55%
销售收入	3490.92	2512.48	38.94%
利润	189.49	134.02	41.39%

数据来源：中国机经网、中投证券研究所

新产品的产值增长是输配电设备行业增长的重要来源。随着行业的发展，新一轮电网建设将会采用一大批新型设备，因此，具有自主创新能力、技术水平较高的企业显然更具竞争力。2002 年到 2006 年新产品产值同比增幅明显，2006 年已经达到 45%。

图表 2 2002 年至 2006 年前 7 月行业新品产值



数据来源：中国机经网、中投证券研究所

1.3 06 年前三季度行业盈利情况

1.3.1 原材料成本上升，子行业存在差异

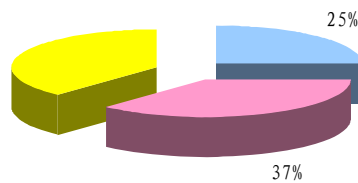
原材料涨价造成产品成本上升，一次设备由于金属原材料比重大，成本上升较二次设备明显。

在输配电设备的原材料构成中，有色金属和黑色金属是主导。由于不同子行业在原材料的需求上存在差异，原材料价格变化产生的影响也不同。

图表 3 行业主要产品成本构成

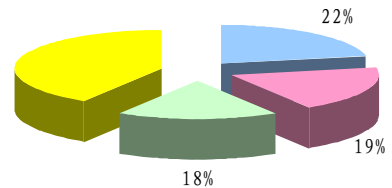
变压器成本构成

■ 铜材 ■ 硅钢片 ■ 其它



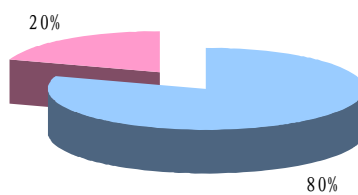
开关设备成本构成

■ 铜 ■ 钢 ■ 电解铝 ■ 其它



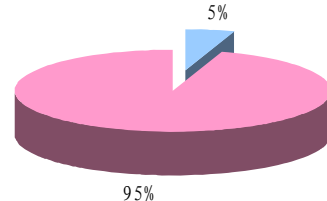
电线电缆成本构成

■ 铜、铝 ■ 其它



输配电及控制二次设备成本构成

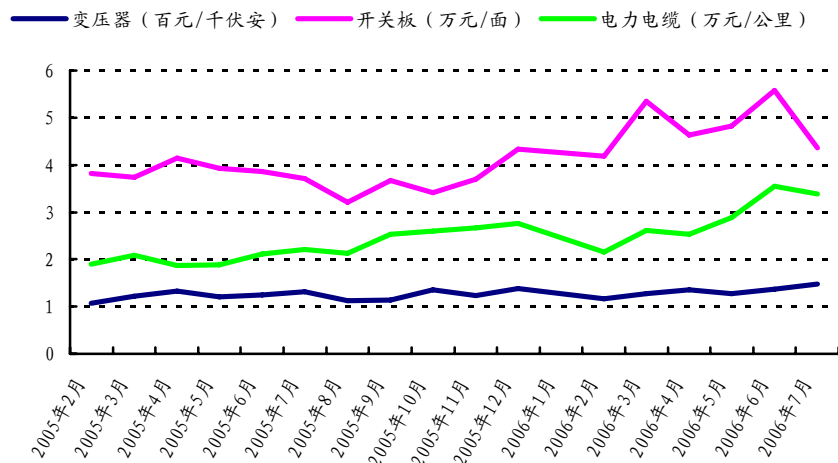
■ 铜、钢材 ■ 其它



数据来源：中投证券研究所

06年上半年，输配电设备的主要原材料铜、铝价格延续05年的上涨趋势，而硅钢片的价格则在高位盘整。一次设备中，电解铝、铜、取向硅钢片等原材料所占的成本比重较高，随着原材料成本的上升，产品成本呈上升趋势。进入三季度，有色金属价格开始出现回落，金属价格下跌对变压器、开关、电缆等行业无疑是重大利好，相关公司的成本压力极大地缓解，盈利能力在一定程度上得到提升。

图表4 一次设备主要产品单位成本变化情况



数据来源：中国机经网、中经网、中投证券研究所

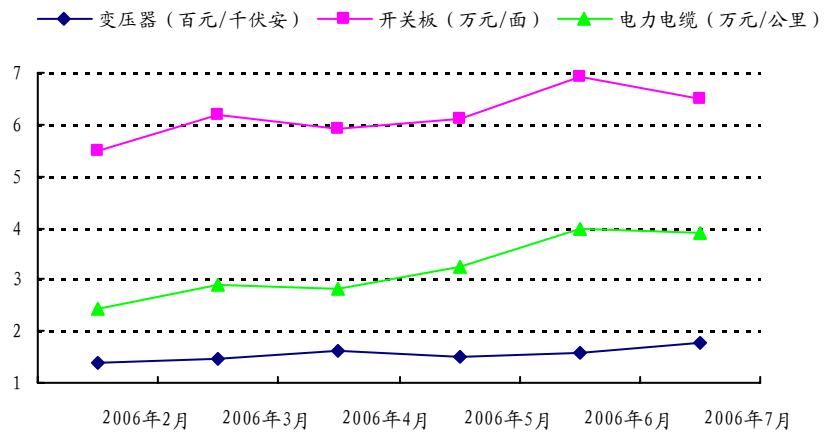
而二次设备是基于软件开发的系统集成，成本主要由计算机、接线柱和电子元器件组成，原材料如钢材、铜等所占的比例不足5%，因此成本变化不大。

行业龙头由于较强的自主创新能力和较高的市场占有率，议价能力强。

1.3.2 自主创新企业的议价能力提升产品价格

输配电设备行业存在一些技术创新的龙头企业，在产品市场占有率方面遥遥领先，因此企业定价能力较强。而这些企业的自主创新能力使得高端市场新品层出不穷，新品大量应用势必会提升整个行业的产品价格水平。06年前三季度这一点在一次设备行业得到了完全的体现，原材料涨价引发成本上升，行业产品平均价格随成本变化也有一定幅度的上升。

图表5 一次设备主要产品单位成本变化情况



数据来源：中国机经网、中经网、中投证券研究所

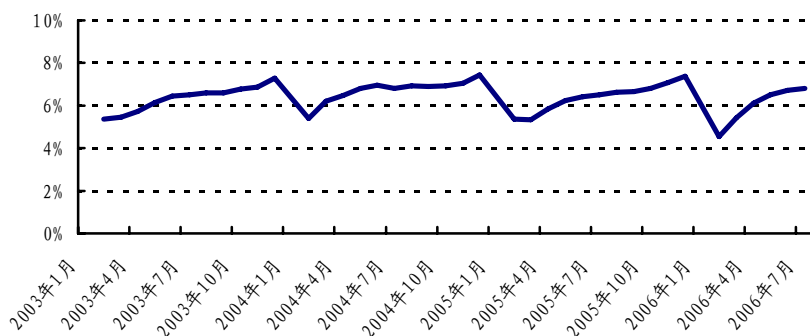
2006年上半年，二次设备由于技术水平成熟且新品尚未推出，出现价格战。三季度由于行业龙头逐渐向产品高端化发展，行业平均价格已经略有回升，预计这种趋势还将延续。

1.3.3 行业利润率较为稳定，利润向行业龙头集中

行业龙头较强的议价能力缓解了原材料成本上升的压力，行业利润率为稳定。近几年行业利润率一直保持在5.5%至7%之间。受电力行业投资特性影响，行业经营仍呈周期性特征，即每年第一季度、第二季度呈现淡季特征，第三季、第四季呈现旺季特征。行业利润率也随之波动，每年四季度有所上升，12月份达到行业最高点。06年三季度行业利润率已经有明显上升趋势，7月份已经达到6.82%，根据行业发展规律，四季度应该还会有所上升。

行业利润率稳定，一直保持在5.5%至7%之间，行业利润逐渐向具有自主创新能力的行业龙头集中。

图表6 输配电设备行业利润率历年变化情况

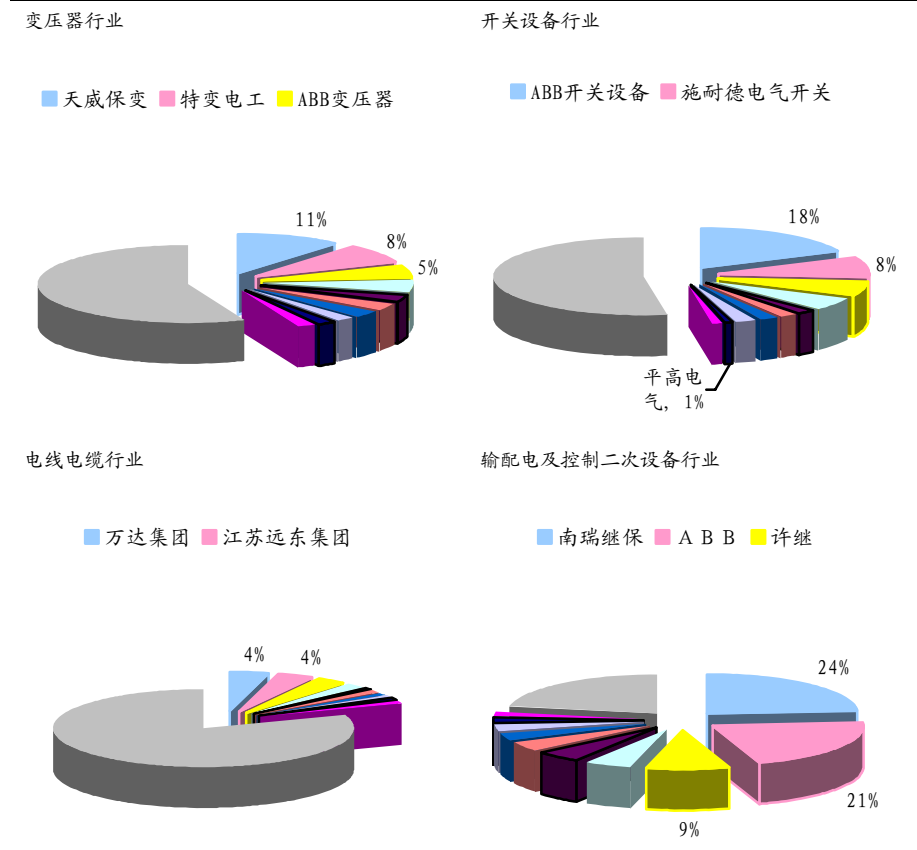


数据来源：中经网，中投证券研究所

随着产业升级，行业利润逐渐向具有自主创新能力的行业龙头集中。变压器、开关设备、输配电及控制设备各子行业的重点企业由于市场分额大、研发能力强，在整个行业高速发展的大环境下受益匪浅。但是电线电缆行业

由于技术水平较低，行业竞争激烈，行业利润相对较低而且较为分散。

图表 7 子行业 06 年前 7 月行业利润构成



数据来源：中国机经网、中投证券研究所

2. 四季度延续行业景气，“十一五”带来发展新机遇

2.1 设备国产化率的要求促使产品竞争力提升

“十一五”规划中，国家提出对电力主要设备国产化率的要求使得行业整体技术水平得以提升。

输配电设备行业是一个技术和资金密集型较高的行业，品种优势和综合实力是决定企业市场竞争力的重要因素。我国的输配电设备行业虽然得到了快速的发展，不仅在规模上，还是技术上都得到了显著提高，但相对于国际优势企业而言，仍存在较大的差距。

一直以来，我国输配电设备企业在与国际巨头的竞争中多处于劣势地位，究其原因，是企业的自主创新能力不强，缺乏有竞争力的产品和技术。国外输变电设备注重可靠性和系统配合，电网设备向超高压、大容量方向发展，城网设备向紧凑型、无污染、高可靠、智能化、组合化方向发展。而我国超高压、特高压、高技术含量输变电关键设备对市场满足度低，导致超高压交直流输变电设备的进口量较大，如三峡电站用大容量变压器、GIS 和直流输变电设备等目前仍依靠同国外合作生产提供，SF6 气体绝缘变压器、高可靠性隔离开关、智能化开关成套设备等国内尚不能满足市场需求。目前国

际一流输变电企业大举进入中国市场，其主要竞争优势是技术水平高、产品质量精。他们的进入，在一定程度上带动了国内企业的新产品开发。但是这些国外企业在与国内企业合作或合资时，往往在高电压等级产品等关键技术上设置障碍，形成技术壁垒，以保持其技术优势。因此，如何大幅度提升国内企业的技术水平成为有待解决的问题。

图表 8 部分输配电行业上市公司与外商合资公司

公司	主要产品	外方投资商	中方投资商
河南平高东芝高压开关有限公司	高压开关	东芝	平高电气
上海西门子高压开关有限公司	高压开关	西门子	上电股份
许继日立电气有限公司	发变组保护装置	日立	许继电气
西门子许继输电系统有限公司	高压直流输电 (HVDC) 设备 电网稳定系统及设备	西门子	许继电气
珠海许继东芝电网自动化公司	配网自动化的应用软件和硬件产品	东芝	许继电气

资料来源：中投证券研究所

由于考虑到国家电网安全性，输配电行业从一开始就是强调自主研发技术，在引进后吸收为我所用，而且所研制出的电网技术更适合中国国情。在“十一五”规划中，国家提出要提高电力主要设备国产化程度，预计综合国产化率将从“十五”的不足 50% 提高到“十一五”的 70%。国内输配电设备重点企业将有机会依托国家重点项目，通过对国外先进技术的引进、消化、吸收，并在此基础上提高自主创新能力，成为“十一五”期间市场的主力，国内电力装备制造业整体水平也将会得以提升。如 G 平高，通过这次国产化的限制，从合作方东芝那里得到 750 千伏和 1000 千伏 GIS 高压开关的技术资料，公司技术水平得到实质性飞跃。

2.2 “十一五”电网建设带来发展新方向

国家“十一五”规划将建设以特高压为核心的坚强的国家电网，推进西电东输，南北互供和全国联网，实现更大范围的资源优化配置，同时新农村建设也将带来电网设备的更新改造，以及新建大容量输电线路和城市电网改造将继续进行。由此引发对输变电设备的需求量急剧增加，未来输变电设备行业将向以下几个方向发展：

2.2.1 特高压技术国产化

特高压电网指由 1000 千伏交流和 ± 800 千伏直流系统构成的高压电网。包括我国在内，目前世界各国普遍采用 500 千伏和 220 千伏电网进行输电。与现有电网相比，特高压电网具有容量大、距离长、损耗低等明显优势，但其技术尚不完全成熟，且耗资巨大。其主要设备包括变压器、可控电抗器、开关设备、套管、输电线路、晶匣管、换流变等一次设备，以及继电保护、电网自动化等二次设备。根据公开数据，在我国未来 15 年总计 4060 亿元的

特高压技术国产化，具有自主创新功能，在高压领域具有明显的技术优势的国有龙头企业将会分享到较多的份额。

特高压电网建设投资上，设备投入约为 2500 亿元。“十一五”期间，三条特高压示范工程，分别是国家电网公司的“晋东南-南阳-荆门”1000 千伏交流特高压、“溪洛渡-向家坝”800 千伏直流特高压和南方电网公司的“云南楚雄-广州穗东”800 千伏直流特高压将会启动。

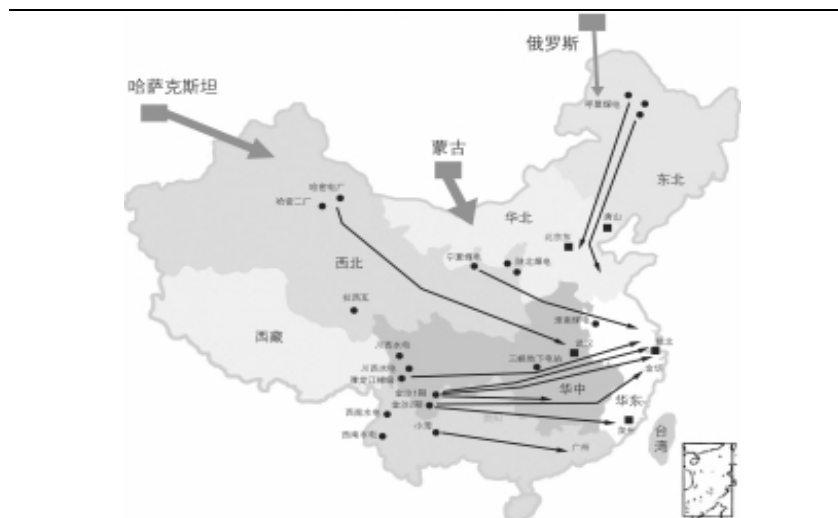
图表 9 “十一五”期间特高压投资规划

项目	类别	容量	投资
晋东南-南阳-荆门	1000kV 交流	900 万 kVA	62 亿
溪洛渡-向家坝	±800kV 直流	3200 MW	170 亿
云南楚雄-广州穗东	±800kV 直流	5000 MW	140 亿

资料来源：国家电网公司规划

2010 年以后，除金沙江送出工程和云南小湾送出的 7 条特高压直流外，特高压直流工程还将在金沙江流域雅砻江上的锦屏水电站配套建设，以上工程计划在 2011-2014 年全部建成投产。在未来的 15 年间，围绕大型水电和煤电基地的开发，以及与俄罗斯、中亚国家的能源合作，中国的特高压直流估计将达到 10-15 条的水平。

图表 10 特高压规划图



资料来源：中国证券报

为了扶持国内企业，国家发改委表示，特高压设备要全面实现自主研发、国内生产。目前已经明确的政策是，除部分关键技术可由外方提供支持外，不允许外资及其控股的合资企业参与设备的研制和投标。这样，具有自主创新功能、在高压领域具有明显的技术优势的国有龙头企业将会分享到较多的份额。

在变压器方面，G 特变、G 天威和西安变压器厂已经具备了特高压变压器的设计和制造能力，可实现国产化供货目标。结合变压器的研发并考虑电抗器磁路设计等特殊性的，三大厂制造 1000 千伏级固定式并联电抗器不存在难以跨越的障碍。

在开关设备方面，国内沈高、西开和 G 平高从上世纪七八十年代开始就

陆续引进国外六氟化硫开关和 GIS 制造技术，已形成 500 千伏 GIS、AIS 的批量生产能力。目前，国内三大开关厂已具备自主开发特高压 AIS 开关的能力。平高的特高压瓷柱式断路器已开始样机试验。

2.2.2 直流输电即将高速发展

直流输电最核心的技术集中于换流站设备，包括换流阀、换流变压器、平滑电抗器、高压开关设备以及控制保护系统。国家电网公司规划 2010 年前共有 7 条直流项目建设，直流输电市场的需求旺盛，预计直流控制保护、换流阀总容量分别为 15.17 亿元和 59 亿元左右。“十一五”期间，平均每年有 1-2 条线路开工，总投资将在 1000-1500 亿左右，对应的设备投入约为 500 亿元。

高端技术、国产化率的要求使得掌握直流关键设备核心技术的国有企业大受裨益。

图表 11 2010 年以前规划投产的直流工程

项目名称	电压等级	输送功率	开工投产时间	换流阀 (亿元)	控制保护 (亿元)
贵广二回(贵州-广东)	±500	3000MW	2005.6-2007.12	8.4	2.37
高岭背靠背(东北-华北)	±500	1500MW	2006.8-2008.10	4.2	1.1
灵宝背靠背扩建(西北-华中)	±500	1500MW	2006-2008	4.2	1.1
云南-广东	±800	5000MW	2006-2009	17	4
宝鸡-德阳(西北-西南)	±500	3000MW	2007-2010	8.4	2.2
呼伦贝尔-辽东(内蒙-辽东)	±500	3000MW	2007-2010	8.4	2.2
宁夏-天津(西北-华北)	±500	3000MW	2008-2010	8.4	2.2

资料来源：国家电网公司规划

“十一五”期间，国家对直流输电的总体政策是国产化率达到 70%，“控制保护设备”和“换流阀体设备”基本由国内完成。高端技术、国产化率的要求使得掌握直流关键设备核心技术的国有企业大受裨益。

2.2.3 配网建设竞争激烈

“十一五”期间，配网建设合计将投入资金 6000 亿元，接近电网总投资规模的 50%。为适应建设社会主义新农村的任务，也将对新型农网进行科学规划，提升装备科技含量，形成结构优化、布局合理、技术实用、供电质量高，电能损耗低的农村电网。到 2010 年，将规划在 26 个省市自治区形成 140 万无电户中实施户户通电，并计划要建约一百个电气化县，一千个电气化镇和一万个电气化村。配网建设的一次设备以中低压为主，因此行业技术水平较为成熟，竞争激烈。这样，一方面，市场占有率高的公司具备一定优势；另一方面，降低电网损耗的节能型电力设备也将广泛推广。另外，配网建设对二次设备需求极大，主要包括配网自动化主站系统。“十一五”期间与配网相关的二次设备投资将在 50-60 亿左右，比“十五”期间增长了 3 倍以上。

2.3 四季度行业投资策略

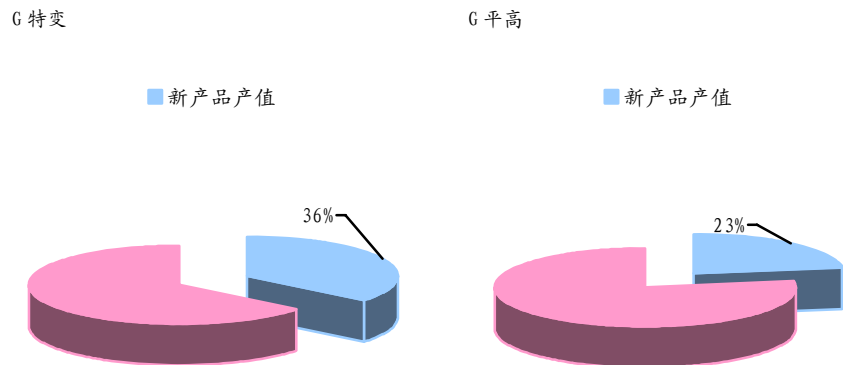
“十一五”国家电网建设必然会延续输配电设备行业的景气度，四季度我们对行业总体投资评级为“看好”。具体来说，主要关注以下两类机会：

2.3.1 关注自主创新能力强的行业龙头。

受益于“十一五”规划，一次设备和二次设备行业将保持较快的增长速度。行业龙头的市场占有率以及高端技术水平保证了绝对的竞争优势，行业利润集中于龙头企业。

企业竞争的关键是产品及产品开发能力的竞争，一旦技术或产品开发有突破性创新，必然会赢来广阔的市场。近几年行业龙头均加大了新产品研发方面的投资，产品创新能力显著提升。

图表 12 行业主要上市公司 06 年 1-7 月新产品占工业总产值比例



数据来源：中国机经网、中投证券研究所

2006 年上半年，龙头企业的主营业务利润同比增长都在 10% 以上。代表公司：G 特变(600089)、G 平高(600312)、G 许继(000400)、G 南自(600268)。

2.3.2 关注新能源、节能题材。

近几年能源短缺问题已经引起国家高度重视，大力扶持新能源开发、新技术应用已成为一项重要国策。随着技术的进步、生产规模的扩大以及政策机制的不断完善，在今后 15 年时间内，太阳能、风力发电、地热采暖和地热发电、生物质能利用技术等，将逐步具备与常规能源竞争的能力，成为有效清洁的替代能源。新能源作为旧能源的有效补充和未来的替代产品得到前所未有的重视，具有广阔前景，因此得到市场长期的看好。

目前新能源的利用还处于起步阶段，对于我国这样的高能耗国家而言，现阶段“节流”比“开源”作用更为明显，因此国家对节能产业也给予了充分的扶持。06 年 8 月份，国务院发布了《国务院关于加强节能工作的决定》，

“十一五”期间输配电行业将整体受益，关注自主创新行业龙头和新能源、节能题材。

明确提出实行节能税收优惠政策,节能项目有望在税收和信贷方面获得国家政策支持。

输变电行业中,涉及“新能源”、“节能”题材的公司,2006年上半年主营业务利润均高速增长,同比增幅80%以上。代表公司:G天威(600550)、G置信(600517)。

3. 行业内上市公司:

2006年作为“十一五”电网投资大发展的开局之年,国家投资相对较高,行业未来五年的景气度都将持续,长期投资价值显而易见。

图表 13 国际同业上市公司估值比较

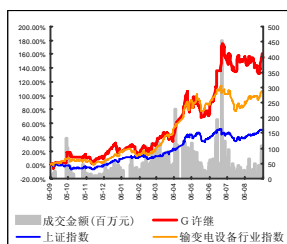
公司名称	货币	市盈率	EPS 2005A	EPS 2006E	EPS 2007E	EPS 2008E
欧洲市场						
Schneider Electric SA	EUR	15.99	4.56	5.73	6.30	N.A.
AREVA SA.	EUR	38.81	29.60	14.49	17.41	N.A.
Siemens AG	EUR	19.73	2.52	3.68	5.21	N.A.
ABB LTD-REG	CHF	22.97	0.36	0.64	0.80	N.A.
北美市场						
General Electric Co.	USD	18.59	1.55	1.98	2.26	N.A.
亚洲市场						
Toshiba Plant Systems & Services .	JPY	26.58	20.54	N.A.	N.A.	N.A.
HITACHI Plant Technologies LTD	JPY	32.85	18.57	22.70	29.90	N.A.
NGK Insulators LTD	JPY	33.32	45.34	67.27	78.67	N.A.
Mitsubishi Electric Corp	JPY	42.70	22.66	54.11	57.57	N.A.
国内市场						
G许继	CNY	23.56	0.31	0.43	0.50	0.66
G特变	CNY	22.11	0.32	0.55	0.66	0.77
G平高	CNY	30.54	0.34	0.46	0.58	0.81
G置信	CNY	53.20	0.10	0.25	0.43	0.80
G南自	CNY	41.08	0.41	0.37	0.49	0.64

数据来源: Bloomberg、中投证券研究所

3.1 G许继(000400)

公司是电力设备上市公司中产业链最完整的企业,产品包括一次设备中的变压器,二次设备中的电厂保护及自动化、电网调度、变电站自动化、配电网自动化等。

经营状况转好。



2006年上半年公司实现主营业务收入705,427,798.43元,比上年同期下降5.32%;实现主营业务利润254,098,573.40元,同比增长11.27%,净利润68,198,880.95元,比上年同期增长7.01%,实现每股收益0.18元,基本符合市场预期。虽然公司上半年的主营业务收入略有下降,但产品收入结构有所调整,公司所有产品的毛利率比去年同期均有不同程度的提高。特别是变压器业务由于提价10%以上,毛利率大幅上升,同时直流保护业务带动了公司综合毛利大幅度提升,显示公司盈利能力转强。

直流换流业务保证公司未来业绩快速增长。

许继是国家扶持直流控制保护系统国产化的两家厂商之一。直流二次系统包括直流控制保护、换流阀两大块业务,国家发改委在这两个领域分别扶持了两家制造商(控制保护:许继和南瑞;换流阀:许继和西整),目前公司是国内能够全部参与以上两大业务唯一的厂家,预计未来公司能够占领直流二次系统一半以上的市场份额。目前公司已经在贵广二回的换流阀、控制保护分别中标4.2亿元和2.37亿元,在8月份又承接高岭项目换流阀订单1.5亿,保护系统0.7亿,以目前公司的行业地位及技术水平,未来竞争力得以保障。而且,直流输电设备的利润率要高于目前公司二次设备的盈利水平,毛利率达到30%-40%,净利率在15%左右。可以说,直流设备是未来公司业绩快速增长的绝对动力。

风险提示:

公司现金流存在一定问题,资产注入是业绩实现跨越式增长的关键,但其进度仍具有一定的不确定性。

盈利预测:

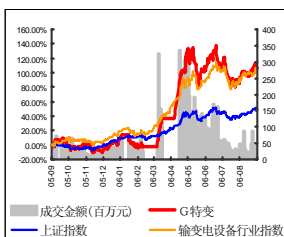
相对于行业内主要上市公司,我们发现G许继的股价较低,06年预计市盈率也相对较为合理。公司未来改善空间巨大,价值明显低估,一旦市场认识到公司治理结构发生重大转变,消除对过去治理问题折价,后市仍有上涨空间。预计2006-2008年每股收益为0.43元、0.50元和0.66元,按2006年25倍动态市盈率,目标价格区间为10.75元。给予“推荐”评级。

3.2 G特变(600089)

公司是中国变压器行业首家上市公司,在变压器领域的龙头地位十分突出。“十一五”期间,国家将投资2200亿元,对国家电网公司系统31个直辖市、省会城市和计划单列市的电网进行建设和改造,这将会明显增加变压器的需求。

盈利稳定,发展势头良好。

2006年上半年,公司实现主营业务收入240652.02万元,实现主营业务利润45670.61万元,实现净利润11466.36万元,较去年同期分别增长了25.04%、21.49%、101.50%。其中变压器业务收入同比增长39.16%,对公司主营业务利润的贡献率达到70.06%。



四季度，一方面原材料铜、取向硅钢等价格逐渐稳定甚至下降，另一方面公司产品结构调整，高电压等级产品和特种产品比例的上升，而且新签订的塔吉克斯坦项目收入逐渐确认，2007年起公司主营综合毛利率将呈现持续走高趋势。此外，一些政策的实施和变化如内外资所得税统一、国家电网建设的国产化率要求以及新业务如互感器的开展都将对公司盈利产生积极影响。

技术优势增强主业竞争力。

公司拥有国家电网公司西北电网首条750KV最高电压等级“官亭—兰州东”示范工程线路，包括青海官亭—兰州东750KV输电示范工程，线路全长146km，是我国首条电压等级最高、世界海拔最高的输变电工程。公司设计制造的500kV单相自耦、旁柱无励磁调压变压器是我国第一台自然油循环500kV级变压器，公司还研制开发了三峡输变电工程用变压器、贵广500kV直流换流变、750kV电抗器及扩径导线等集成创新产品，在核心关键技术上实现突破，形成一批国际竞争力强的技术成果。

近期公司增持特变电工沈阳变压器集团有限责任公司12.5%股权。沈变公司是中国特高电压变压器类产品制造、研发和出口的基地；还是国内极少数拥有直流换流变技术的企业。公司增持沈变公司股权将取得良好的收益，有利于公司做大做强输变电产业，有利于公司的持续经营。

风险提示：

原材料价格变动影响公司成本，但是公司具有较强的定价能力，盈利能力不会受到太大干扰。

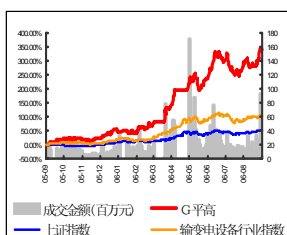
公司风险主要体现在财务结构上，流动性不强，随着公司盈利能力的提升，这种状况应该会有所改善。

盈利预测：

近年来由于整个电力设备行业的发展，行业内上市公司普遍得以高速发展，市盈率水平也相对较高。G特变作为业绩优良、成长稳定的行业龙头股，后市仍有上涨空间。预计2006-2008年每股收益为0.55元、0.66元和0.77元，按2006年25倍动态市盈率，目标价格区间为13.75元。给予“推荐”评级。

3.3 G 平高（600312）

公司产品具有较高的市场认同度，产品分布较广，市场占有率高，其主导产品63-550kV高压开关设备在国内市场占有率达30%以上，公司产品单一均为开关类产品，产品属于高端领域，可以在“十一五”电网建设中迅速爆发。2006年上半年，公司实现主营业务收入84,106万元，同比增长34.01%，净利润7,381万元，同比增长103.62%，中期每股收益达到0.20元。并且，公司预计06前三季度的累计净利润同比增幅将超过50%。



产品技术领先，市场占有率高。

G 平高与东芝合作方式引进技术，合作方式引进技术不存在技术消化过

程，在三大开关厂（西开、沈开、平高）中，平高电气拥有先发优势。平高电气产品的市场占有率逐步提高，在特高压领域具备占据1/3 市场实力。2006-2007 年将是“十一五”项目招标集中期，公司会通过充分挖掘潜能以扩大产能满足需求。2007 年平高东芝扩产完成后，产能将扩张一倍。

高毛利率的GIS产品比重上升。

2006 年上半年公司利润同比增长超过一倍，高毛利的组合式电器GIS 收入占比超过50%，是利润高增长的主要原因，占据了新增利润的70%以上，尤其是平高东芝的GIS 产品价格比本部同级别的GIS 产品价格高50%以上，这种产品结构的调整提高公司毛利率水平。

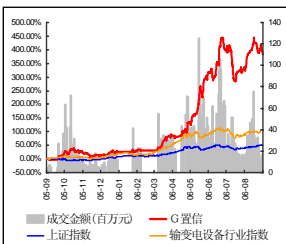
风险提示：

现金流问题依然是公司的主要风险，影响短期偿债能力。

盈利预测：

公司未来3-5 年公司仍然具备高成长动力，预计2006-2008年每股收益为0.46元、0.58元和0.81元，考虑到目前已经较高的市盈率，给予“观望”评级，可长期关注。

3.4 G 置信（600517）



公司主要生产销售变压器以及母线槽、铁芯等产品，属于输变电一次设备生产企业。公司产品含节能概念。公司引进美国通用电气公司（GE）的设计原理，自主开发生产具有国际先进水平的非晶合金配电变压器和非晶合金组合式变压器，成为中国唯一获得美国GE公司非晶合金变压器技术许可，生产、销售该类产品的公司。目前公司基本垄断国内非晶合金变压器市场，05 年市场占有率为80%左右，是当之无愧非晶合金变压器行业龙头。2006 年上半年，公司主营业务收入达到22,893.88 万元，同比增长119.44%，净利润3,006.04 万元，同比增长330.61%，中期每股收益达到0.15 元。

非晶合金变压器市场空间巨大。

国内电力生产大约有10%消耗在变压器环节，而非晶合金变压器比硅钢变压器节能70%以上，从国家节能政策导向来看，综合使用成本低、可节约大量电力的非晶合金变压器应该是中低压电网设备的首选。未来五年非晶合金变压器需求将高速增长，其速度将远远超过电网投资增速，估计年增速至少在50%以上，非晶合金变压器将成为电网设备中增长最快的品种之一。

风险提示：

非晶合金变压器价格昂贵，几乎是硅钢变压器价格的2倍，造成推广困难。而主要材料非晶铁芯价格一直相对稳定在3.6万元/吨上下，成本下降空间不大。

此外，公司收入来源仍集中于上海、江苏等地，存在市场拓展风险。

盈利预测:

根据对非晶合金变压器市场高速增长的预期和公司遥遥领先的行业地位,我们保守预计公司2006-2008年每股收益为0.25元、0.43元和0.80元,考虑到公司目前较高的市盈率,给予其“观望”评级,可长期关注。

3.5 G南自(600268)



公司主要生产销售变电站自动化系统、电网调度自动化系统以及轨道交通电气、保护自动化系统等,属于输变点二次设备厂商。2006年上半年,公司运营状况良好,经营业绩高速增长。实现主营业务收入48847.18万元,较上年同期增长23.39%,其中电网业务和电厂业务分别同比增长29.11%和12.07%,成为主营业务收入增长的关键。

新的利润增长点不断涌现。

铁路自动化保护系统利润不断增强。2006年上半年,铁路自动化保护系统收入增长67.70%,主营业务利润率45.08%,对公司利润的贡献不断加大。借“十一五”铁路电气化建设的契机,公司再次凭借其自主技术的领先优势,分别在城市轨道交通自动化和铁路电气自动化领域重新占据相应的市场份额。

脱硫除尘业务前景广阔。2006年上半年电厂脱硫业务在手合同达到1个亿,项目开展顺利。国家对环保的重视程度加大,今后火电厂的排污费用进一步上升,必将直接导致脱硫除尘项目的广泛推广。

高端产品市场竞争力增强。公司上半年中标中国南方电网公司3个500KV变电站自动化项目,其中包括国内第一个基于IEC 61850标准的500KV变电站自动化项目。在高端变电站自动化领域继续与南瑞继保、国电南瑞在技术和市场占有率上形成鼎立之势。公司新近成功通过母线保护的动模试验和电力信息软件的测试,在电网全套保护技术方面位居市场第二,与南瑞继保共同占据高端市场70-80%以上的份额。公司较强的技术实力使得产品在高端市场的竞争力加强。

稳定发展持续,未来走势看好

近五年公司一直保持持续发展的趋势,自2003年起主营业务收入增长率一直保持在20%以上。作为继电保护的龙头企业之一,公司拥有25%的市场占有率,有理由在“十一五”期间获得充足的订单,未来3-5年内,公司销售收入复合增长率预计在20%以上。

此外,今年6月17日,华电集团的技术研究机构——中国华电集团公司电气及热控技术研究中心在国电南自科技园正式成立,意味着今后G南自将承接大部分华电集团内部电厂的相关业务,也表明了华电集团对G南自经营业务的支持,相信未来公司的电厂业务将会得到大力发展。

风险提示:

电厂脱硫工程项目由于与华电工程集团环保工程部存在同业竞争,与其共同研发的“可资源化活性焦烟气脱硫技术”未能直接落入南自脱硫事业部。

这样，公司的脱硫工程项目只能在一些小电厂开展，未来能否扩大业务量存在不确定性。

盈利预测：

作为国内电力系统自动化设备研发和制造的龙头企业，G南自未来的经营业绩将会有稳定的发展。考虑到2006年中期公司资本公积转增股本，预计2006年、2007年、2008年摊薄后EPS分别为0.37元、0.49元、0.64元。近期该股上涨幅度较大，目前价格已经处于合理预期区间，上涨空间不大，给予评级为“观望”。但是作为业绩优良、成长稳定的行业龙头股，建议后期适当关注。

结论：景气延续，行业“看好”

四季度受益于“十一五”电网建设，输配电设备行业景气还将延续，给予行业“看好”评级，行业内的重点企业绝对是最大的受益者。但是从输配电设备板块估值水平分析，高于市场平均的市盈率和市净率水平是投资该板块的障碍。目前在技术领先、生产规模和市场占有率方面具有一定的优势的龙头企业，可以作为投资的关注重点，逢低吸纳，长线投资。

中投证券评级标准

股票评级

强烈推荐：预期未来6个月内股价升幅30%以上
推 荐：预期未来6个月内股价升幅15%以上
观 望：预期未来6个月内股价随大盘波动
减 持：当前股价已被高估

行业评级

看 好：预期未来6个月内行业指数表现优于市场指数5%以上
中 性：预期未来6个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来6个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

免责条款

本报告旨为发给中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）的特定客户及其他专业人士，未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。

本报告所载资料均来自中投证券认为可靠的来源资料，但中投证券不能保证任何资料或数据的准确性、完整性和正确性。中投证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定，客户并不能尽依赖此报告而取代行使独立判断。

本报告仅作提供资料之用，其所包含或表达的一切资料或意见，如有任何变更恕不预先通知。就本报告内容及其中可能出现的任何错误、疏忽、误解或其他不确之处，中投证券不承担任何法律责任。