

工业品 - 电力设备
Industrial-Electrical
Equipment

2009 年 1 月 13 日

发电设备周期见顶，输变电设备确定性增长
——2009 年电力设备行业投资策略

评级：短期中性 长期增持

摘要

利润和产销同步增长：电工行业 08 年全年将完成工业总产值（现价）24000 亿元，同比增长 23%；完成工业销售产值 23500 亿元，同比增长 23%；完成主营业务收入 23000 亿元，同比增长 23%；完成利润总额 1380 亿元，同比增长 25%；完成进出口总额 1120 亿美元，同比增长 25%。

电源投资和电网投资比重发生逆转，输变电设备长期投资价值显现：从电源投资和电网投资占电力总投资比重来看，电网投资比重是逐步提高的趋势，2008 年达到 2885 亿元。首次超过电源投资 6 亿元。这是一个标志性的时点，这一轮电源投资高潮过后，未来电网投资可以持续更长的景气周期。电网投资：电源投资将从 4:6 增长到 6:4。

常规火力发电设备周期到顶，风电等新能源发电设备是增长亮点：发电设备产量 2008 年见顶，2009 年即将回落。常规火电设备没有投资机会。由于核心零部件的紧缺以及整机的竞争加剧，造成此一轮发展风电产业的利润向核心零部件公司集中，风电整机沦为了装配车间，风电整机行业利润率不高，赢利能力有待提高。

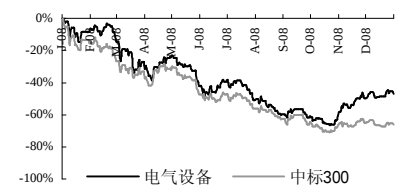
原材料价格跳水提升盈利水平：08 年下半年原材料价格出现急剧跳水，缓解成本压力。

发电设备宜逢高卖出：我们调低常规发电设备和风电整机的评级，建议东方电气（1072.HK/600875.SH）、上海电气（2727.HK/601727.SH）、哈尔滨动力（1133.HK）、金风科技（002202.SZ）逢高卖出。

输变电设备具备长期投资价值：高压和特高压比重投资比重上升，行业领军企业有更好成长性。长期关注平高电气（600312.SH）、特变电工（600089.SH）、天威保变（600550.SH）、许继电气（000400.SZ）、国电南自（600268.SH）、国电南瑞（600406.SH）等领军企业的投资价值，由于短期涨幅过高，注意短期调整风险，调整后是买入机会。

节能降耗：永恒的投资主题：置信电气（600517）、荣信股份（002123）、智光电气（002169.SZ）为细分行业具有特色的公司，值得长期关注。

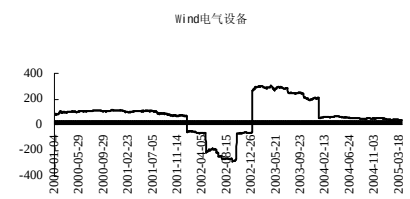
行业相对中标 300 表现



表现	1m	3m	12m
电气设备	4.9%	37.2%	-47.0%
中标 300	-3.6%	-1.3%	-66.2%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
东方电气	2.0%	-68.2%	中性
上海电气	-	-	减持
金风科技	-27.0%	-79.0%	中性
哈空调	-0.4%	-54.2%	增持
特变电工	26.7%	-32.5%	增持
天威保变	-35.1%	-63.5%	增持
平高电气	20.7%	-45.2%	增持
置信电气	-1.8%	-59.6%	增持
许继电气	37.5%	-52.0%	中性
国电南自	-9.6%	-50.0%	中性
国电南瑞	13.1%	-35.2%	中性
思源电气	27.6%	-52.2%	增持

行业 PE 趋势图



行业 PB 趋势图



相关报告

平高电气公司研究报告

特变电工公司研究报告

罗杰

+86 755 83025660

luojie@jyzq.cn

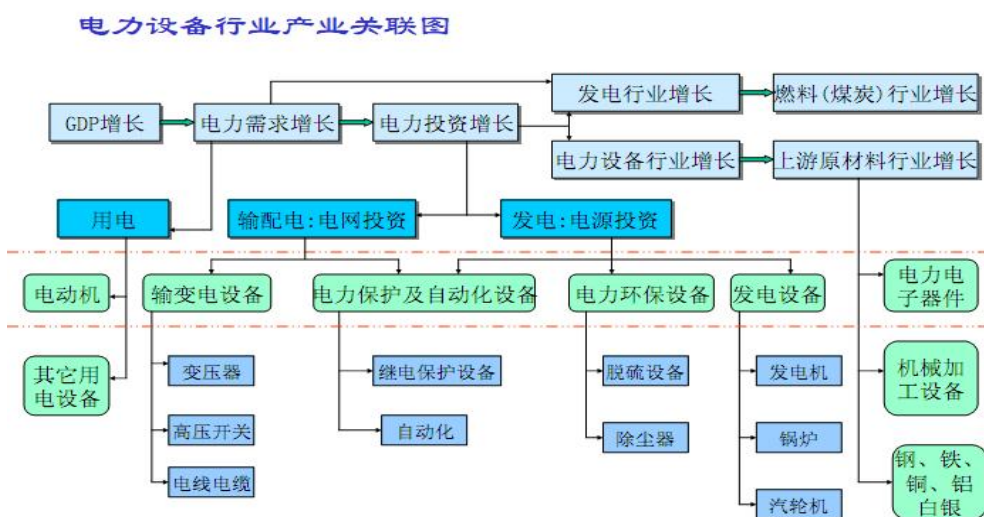
一、订单大幅增长，效益与产销增长同步

08 年下半年，电工行业任务饱满，订单大幅度增加。国内宏观经济环境对电工行业发展仍非常有利，行业将获得持续快速发展，全年增长幅度有望达 25%。

行业最新统计数据显示，97%以上的企业订货量比上年同期有所增长，其中 75%的企业订货量增长超过了 20%。33 家大型电工企业订货量均有不同程度增长，其中同比增长 10%的有 2 家，同比增长 10%~20%的有 5 家，同比增长 20%~30%的有 6 家，同比增长 30%~40%的有 3 家，同比增长 40%~50%的有 2 家，同比增长高于 50%的有 12 家。

电工行业 08 年全年将完成工业总产值（现价）24000 亿元，同比增长 23%；完成工业销售产值 23500 亿元，同比增长 23%；完成主营业务收入 23000 亿元，同比增长 23%；完成利润总额 1380 亿元，同比增长 25%；完成进出口总额 1120 亿美元，同比增长 25%。

图 1 电力设备行业产业关联图



数据来源：金元证券研究所

其中，主要产品产量将完成发电设备约 1.2 亿千瓦，完成电站锅炉约 35 万蒸吨，完成交流电动机 21500 万千瓦，完成变压器约 11 亿千伏安，完成高压开关板约 47 万面，完成电力电缆约 1650 万千米，完成钢芯铝绞线 115 万吨。

二、08 年电网投资首次超过电源投资，输变电设备长期投资价值凸显，特高压和直流输电成为龙头公司竞技场

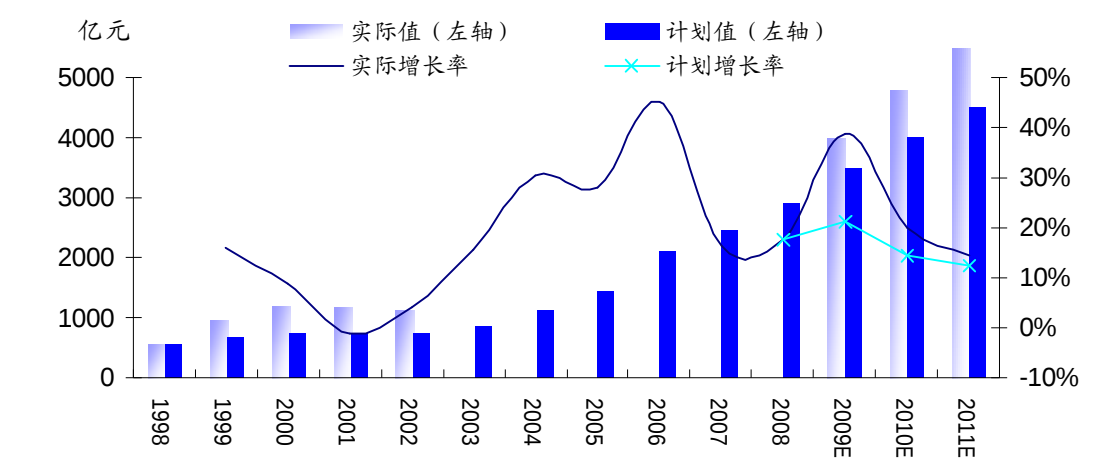
2.1 电网投资持续增长

1999 年开始，受三年城乡电网改造推动，电网投资曾经获得较好发展，从 03 年开始，随着总装机容量的扩大和西电东送、三峡投产和大区域联网影响，电网投资开始一轮新的增长。

根据《国家电网“十一五”电网规划及 2020 年展望》以及南方电网“十一五”规划，十一五期间电网投资规模在 15000 亿水平，较十五期间有较大增长。特高压建设和跨区电网建

设成为重点投资方向。

图 2 持续增长的电网投资（1998-2010）



数据来源：中电联，国家电网公司，南方电网公司，金元证券研究所

按 4 万亿新增投资拉动内需计划，国家电网公司 09 年将加大电网建设投资力度。预计在今后 2 至 3 年中投资规模将超过 1 万亿元，其中，城农网及主网架建设与改造投资 7 9 0 0 亿元。

国家电网投资将主要用于增加城市中心区和农村变电站布点，解决供电瓶颈问题，提高供电可靠性；推广应用节能技术，逐步淘汰高耗能和陈旧设备，提高电网安全经济运行水平；加快小火电机组关停地区配套电网建设；加快中低压城市配电网更新改造，尽快形成环路供电或双电源供电；加大农村排灌供电设施改造力度，服务现代农业发展。

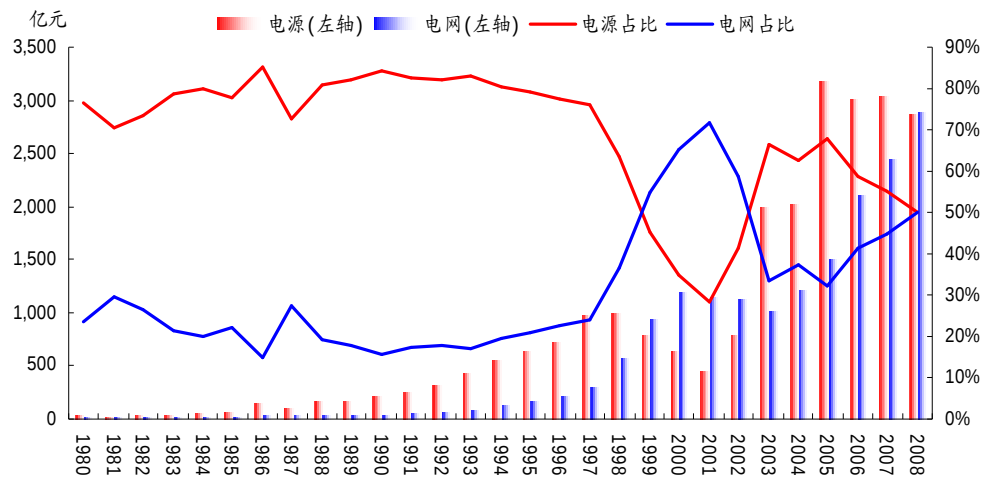
南方电网公司今明两年也将进一步加大城网改造和农网完善的投资力度，初步计划每年新增投资约 3 0 0 亿元用于城网改造和农网完善，全网建设投资规模达到 9 0 0 亿元左右。

根据我们的测算，新增投资将显著拉动电网投资增速，09、10 年投资增速分别从原计划的 21%、14% 增长到 38% 到 20%。

2.2 2008 年电网投资规模首次超过电源投资 6 亿元，具有标志性意义。

近年来，我国电网建设开始提速，电源投资占电力投资主导地位的格局慢慢发生逆转，电网建设投资的比例逐年增加。2006 年电网投资达到 2107 亿元，2007 年电网投资达到 2451 亿元，2008 年达到 2885 亿元。2008 年，我国电力基本建设总投资额为 5 7 6 3. 2 9 亿元，其中电源、电网投资额分别为 2 8 7 8. 7 3 亿元和 2 8 8 4. 5 6 亿元，同比分别下降 1 0. 7 8 % 和增长 1 7. 6 9 %。电网基本建设投资占电力投资的比例已达到 5 0. 0 5 %。我们要特别强调的是，2008 年电网投资首次超过电源投资 6 亿元。

图 3 电力投资的结构比重



数据来源：金元证券研究所

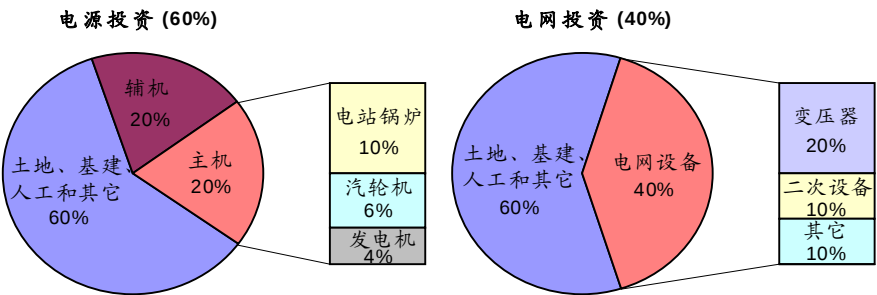
注：98-2002 年有上一轮经济周期为了拉动内需加大农网改造的投资异常波动。

在 09 年电力需求继续走低的情况下，我国电网发展有望进一步弥补历史欠账，电网建设将主要集中于配合大水电、大火电基地建设实施跨区、跨省联网和重点送端、受端电网建设以及主要城市电网改造升级，预计电网基本建设投资占电力投资比例年内将超过 60 %。

2.3 电源投资：电网投资将从前两年的 6：4 逐步过度到两年后的 4：6

发达国家电网和电源投资比重为 6：4 较为合理，而我国前两年情况刚好相反。这是由于发达国家目前经济增长较为平缓，产业结构决定了用电量需求增长有限，而在经济起飞和快速发展阶段已经提前完成了大规模电源建设，电网投资相对比重较大。而我国经济正处于高速发展阶段，重工业化导致用电量高增长，历年以来我国缺电的年份相对较多，以致投资导向向电源倾斜，相信随着电力供求逐步趋向平衡，长期来看，我国电网投资比重将逐步提高。电力设备占电力投资的比重在 40%左右。

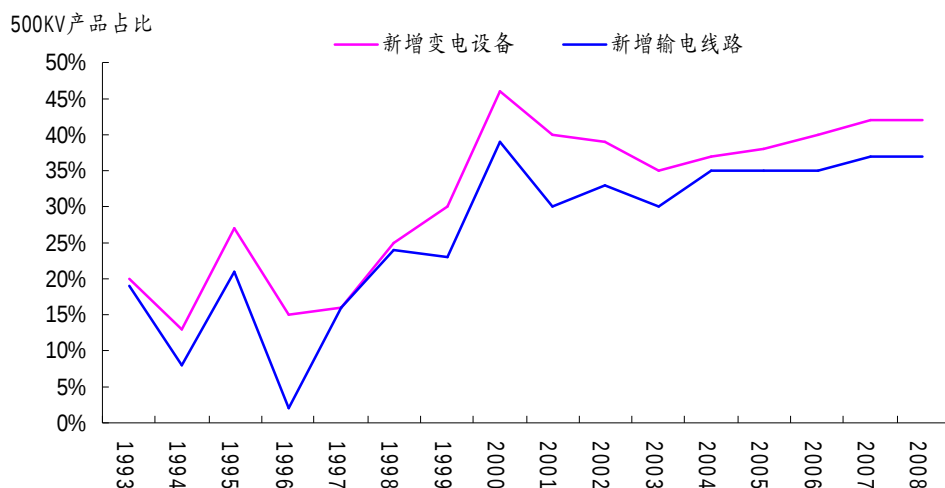
图 4 电力投资的结构比重（电源：电网=6：4 到 4：6 转变）



数据来源：金元证券研究所

2.4 高压和特高压比重投资比重上升，行业领军企业有更好成长性

图 5 500KV 产品占比平稳上升



数据来源：金元证券研究所

我们可以看到，在电网投资比例中，500KV 产品占总投资比重平稳上升，由于 500KV 以上电压等级技术壁垒相对较高，竞争远不及中低压产品激烈，毛利率保持在相对较高水平。行业领军企业抓住此一轮电力投资设备国产化机遇，通过引进消化吸收再创新，获得了较快的发展。

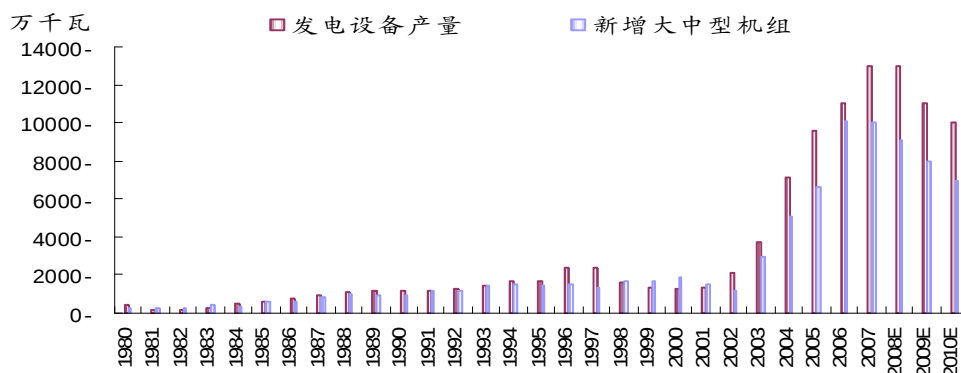
三、电源投资增速减缓，常规火力发电设备周期即将见顶，风力发电持续高增长

3.1 发电设备产量周期见顶

2003 年，发电设备累计产量 3700.62 万千瓦，同比增长 74.9%，新增大容量机组 3000 万千瓦；2004 年，发电设备产量达到了 7137.88 万千瓦，同比增长 92.9%，当年新增大中型机组 5100 万千瓦。2005 年发电设备产量 9640.23 万千瓦，同比增长 30.2%，当年新增大中型机组 6700 万千瓦；2006 年全年发电设备产量 11000 万千瓦，同比增长 24.5%，当年新增发电机组容量超过 10117 万千瓦。2007 年全年发电设备产量 12991 万千瓦，同比增长 11.09%，当年新增发电机组容量 10009 万千瓦。

预计 08 年发电设备产量略超过 13000 万千瓦水平，新增发电机组容量超过 9000 万千瓦；09-10 年发电设备产量和新增机组将逐步回落，预计发改委将吸取上一轮电力调控的深刻教训，年均新增装机将保持在 8000 万千瓦的水平，否则会导致新一轮电力紧缺。

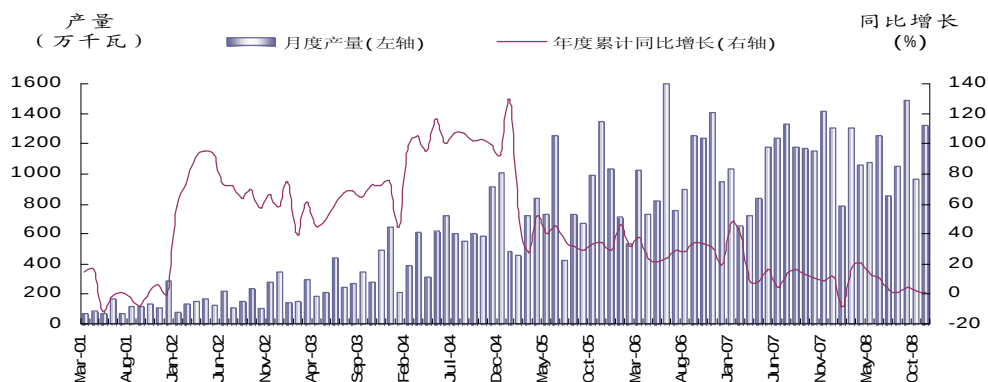
图 6 发电设备产量和基本建设新增机组年度增长趋势（1980-2010）



数据来源：国家统计局，金元证券研究所（2008 年后数据为预测值）

2008 年月度产量增幅回落到 1%。从 04 年 2 月开始，发电设备月度产量连续 12 个月维持在 90% 以上的高增长，05 年 1 月达到了创记录的 129.4%，与去年春节因素和产量基数较低有关系。05 年月度数据显示增速出现整体回落，但回落的趋势比较平稳，30% 到 40% 的增速仍然是一个相对较高的增长速度。06 年 6 月产量创历史新高，当月产量超过 1600 万千瓦。此后一直未能突破。07 年月度产量呈均衡发展，大幅回落到 12 月份的 11%。2008 年发电产量维持在个位数的增长，到 11 月份累计增长降低到 1%。

图 7 发电设备月度产量



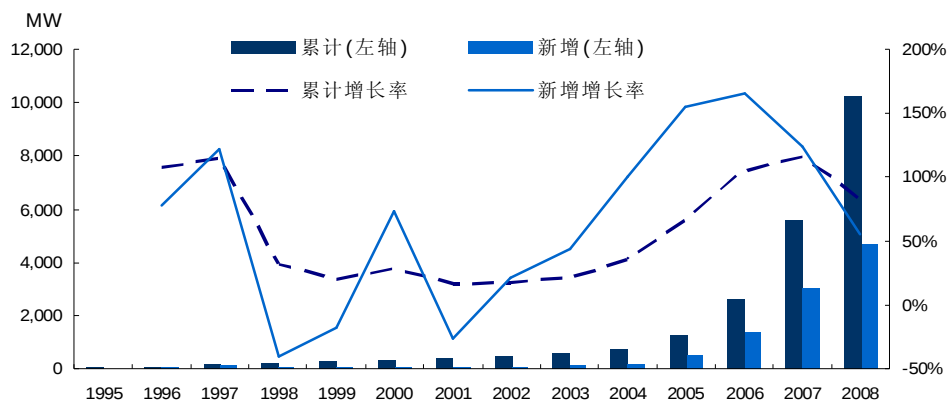
数据来源：国家统计局，金元证券研究所

3.2 风力发电处于爆发性增长的末期，利润向零部件企业集中，整机赢利能力有待提升

《可再生能源法》颁布实施，我国风电建设从 2005 年开始走上了快速发展的轨道，风电装机容量连续翻番。2006 年我国累计风电装机容量达到 2600 兆瓦，比 2005 年增长了 105%；2007 年累计装机容量比上年增长 127%，达到 5906 兆瓦，提前三年实现了中国《可再生能源中长期发展规划》中到 2010 年风电装机达到 5000 兆瓦的目标。08 年国内的风电继续保持了快速增长的态势，08 年全年增加 4660 兆瓦。国内的风电装机容量有望达到 1 万兆瓦，

我国已成为世界上风电产业发展最快的国家之一。

图 8 中国风电装机容量高速增长



数据来源：国家统计局，金元证券研究所

我国近年来风电发展很快,2004 年新增装机 30 万千瓦,2005 年 50 万千瓦,2006 年 134.7 万千瓦,2007 年新增装机 345 万千瓦,2008 年新增装机 466 万千瓦;每年的新增装机数接近上年末的总装机水平。

风机制造业高速发展

通过技术引入、联合开发以及自主开发,750 千瓦、1.5 兆瓦风电机组已实现了规模化生产,2 兆瓦风电机组也开始了小批量生产。2007 年我国内资企业的风电机组占当年新增市场容量的 55.9%,累计市场占有率已达 45%。其中,新疆金风科技股份有限公司和华锐风电科技有限公司已进入世界十大风电设备制造商之列。

2004 年以前我国仅有 6 家整机制造企业,而 2004 年以后国内制造领域的大型重机企业纷纷涉足风电机组研制。与此同时,维斯塔斯等一批国外风电机组制造企业也积极在中国设厂。2008 年以来,我国又有 20 多家风电机组制造企业首次推出样机,也涌现了一批风电零部件制造企业。目前,除了电控系统、风电主轴和齿轮箱主轴仍需进口外,风电齿轮箱、叶片、发电机已基本能满足当前整机制造的需求。

服务体系待完善,

虽然国内的风电发展取得了较大成绩,但也面临着电网建设滞后、机组可利用率不高、配套体系不完善等矛盾和问题。大型兆瓦级风电机组的总体设计技术和重要零部件的设计制造技术还没有掌握。近年来在风电整机生产能力急速扩张的同时,产品质量问题也越来越突出。

利润向零部件公司集中,整机盈利能力有待提高

由于核心零部件的紧缺以及整机的竞争加剧,造成此一轮发展风电产业的利润向核心零部件公司集中,整机沦为了装配车间,整机行业利润率不高,赢利能力有待提高。

3.3 核电即将迎来大规模发展,建设周期相对较长

发展核电是我国调整能源结构的重要方向，今年，我国在发展核电方面的投入将继续加大。2007 年我国核电装机占总发电装机比例仅为 1.27%，我国大陆核电消费 626 亿千瓦时，占一次能源消费量仅为 0.77%。今年，我国将继续加快研究调整核电中长期发展规划，核电中长期规划将从 2020 年 4000 万装机调整到 6000 万千瓦，加强核电装备制造能力建设，制定核电管理的法规，年内将新开工建设浙江三门、山东海阳、广东台山腰古和山东荣成等沿海核电站。内陆第一家核电项目也将启动项目建设。

四、08 年下半年原材料价格暴跌即将带动毛利率提升

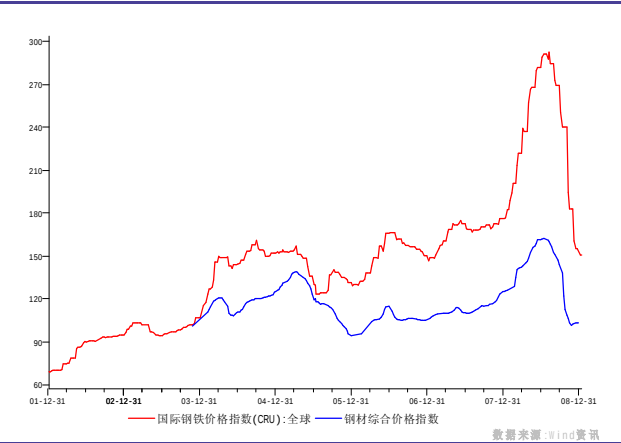
表 1 电力设备主要原材料成本构成

子行业	钢材	铜	铝	硅钢	绝缘材料	原材料成本合计
发电机	55%	20%	-	-	10%	85%
锅炉、汽轮机	70-80%	-	-	-	-	70-80%
变压器	10%	25%	-	30%	7%	75%
高压开关	25%	20%	25%	-	10%	70%
电线电缆	-	40%	30%	-	15%	85-90%
控制保护	5%	35%	-	-	-	40%

数据来源：金元证券研究所

在电力设备的成本构成中，除控制设备材料成本占 40%外，原材料占比 70-80%。

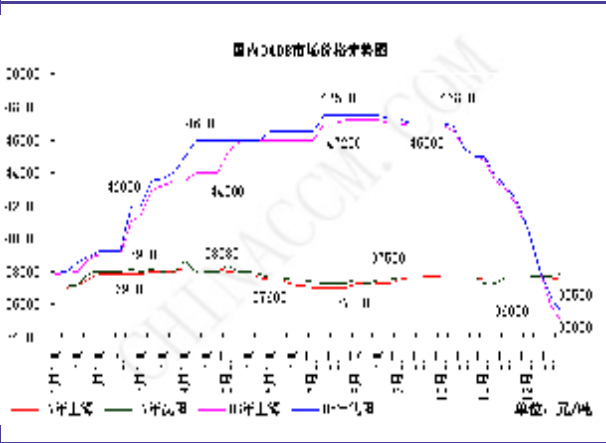
图 9 钢材价格指数



数据来源：国家统计局，金元证券研究所

国际钢材价格指数（CRU）从 2008 年 8 月初的 293 直线跳水到 2009 年 1 月初的 150，跌幅接近 50%；国内钢材价格指数（中钢协）从 2008 年 7 月上旬 162 跳水到 2009 年 1 月初的 103，跌幅接近 40%。

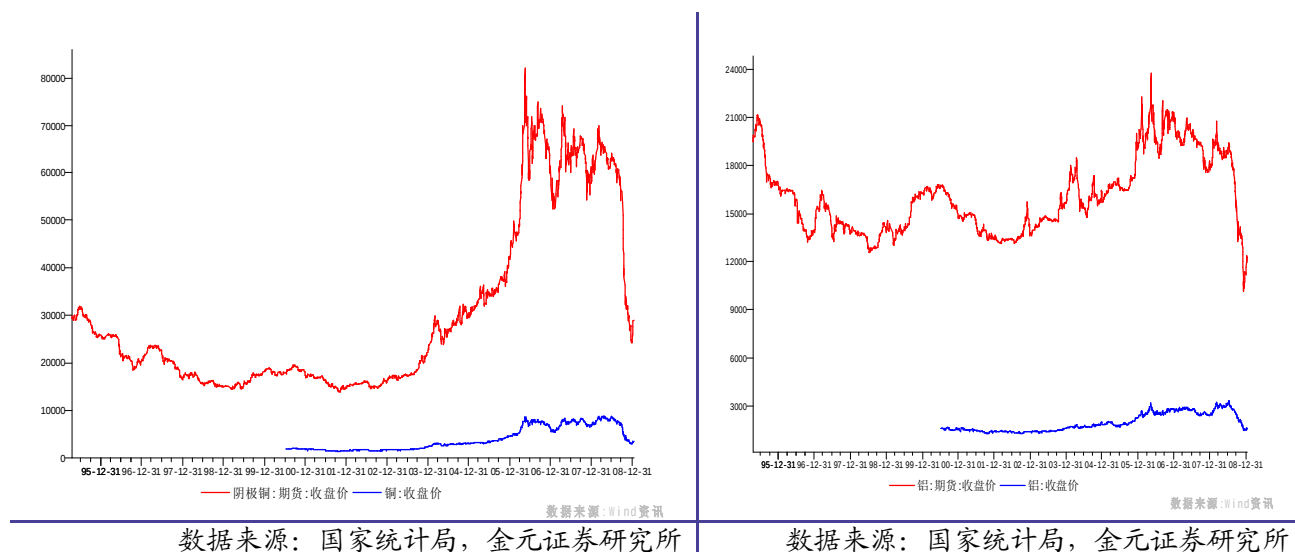
图 10 取向硅钢价格走势



数据来源：国家统计局，金元证券研究所

图 11 期铜价格走势

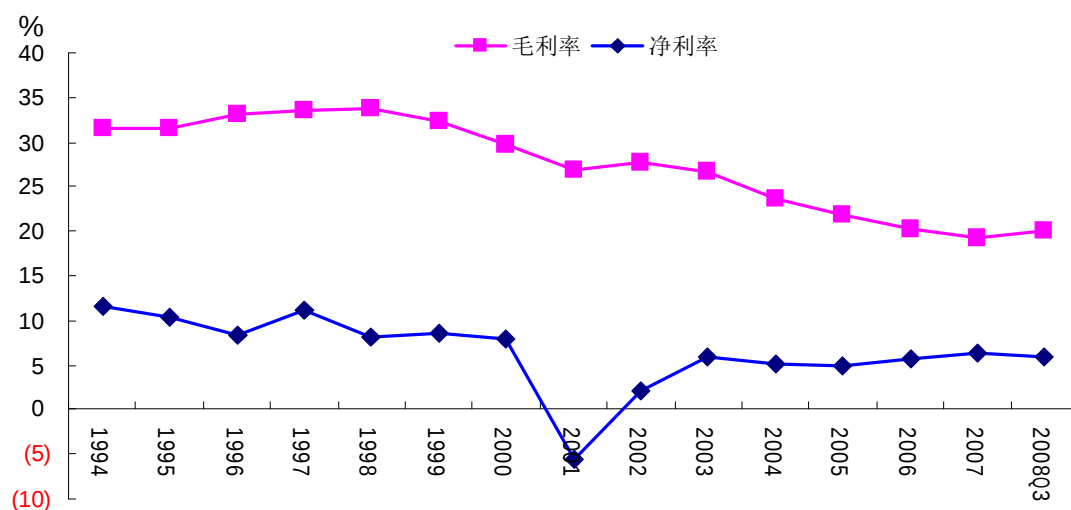
图 12 期铝价格走势



2008 年国内阴极铜期货收盘价从 3 月 4 日的 68750 元/吨跌到 12 月底的 24140 元/吨，最高跌幅接近 65%；LME 期铜从 3 月 3 日的 8579 美元/吨跌到 12 月底的 2825 美元/吨，最高跌幅超过 67%。回到了 2003 年底和 2004 年初的水平。

2008 年 LME 期铝从 3 月 7 日的 3221 美元/吨跌到 12 月份的 1470 美元/吨，最高跌幅接近 55%，回到了 2003 年底 2004 年初的价格水平，至今没有反弹迹象。国内期铝收盘价从 3 月初的 20740 元/吨跌到 12 月的 10130 元/吨，最高跌幅超过了 50%，甚至跌破了 95 年来的最低水平，虽然最近一个月有将近 10% 的反弹，有企稳的迹象，但长期趋势仍不乐观。

图 13 1994-2008 年电力设备上市公司毛利率、净利率趋势

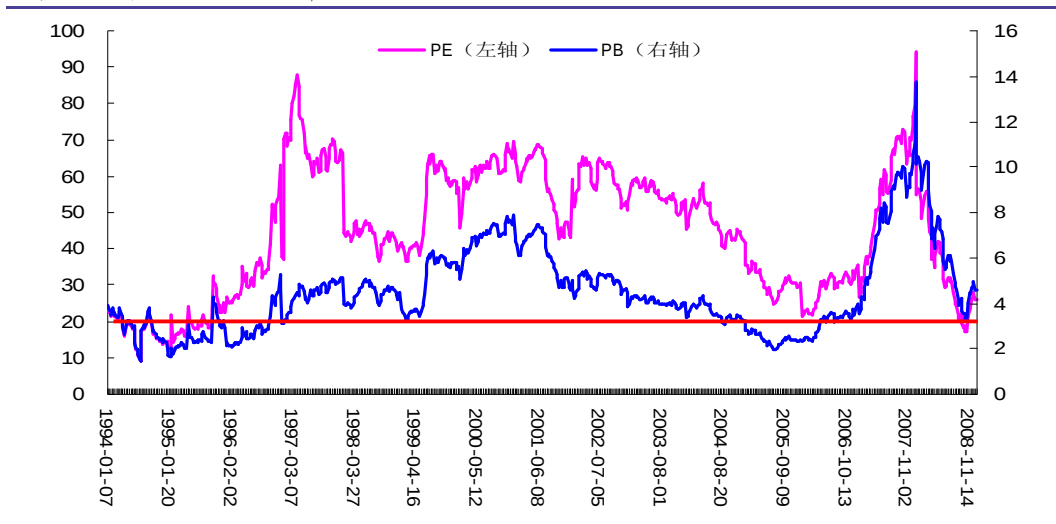


从 1994 年来看电力设备行业的毛利率，最近十年来从 30% 逐步下降到 20% 的水平，但随着主营收入规模的扩大，费用比例的降低，销售净利润率最近五年却保持相对稳定，甚至略有提升。

五、投资策略:新能源发电设备、特高压和直流输变电设备、节能减排、行业整合与资产注入是未来较长一段时期电力设备行业最重要的投资主题

6.1 电力设备行业上市公司估值接近历史底部，短期全面反弹超过 50%

图 14 估值接近历史底部



数据来源：国家统计局，金元证券研究所

电力设备行业上市公司整体 PE 和 PB 在 2008 年 11 月初分别到了 17 倍和 3.2 倍的历史较低水平；开始了一轮较为强劲的反弹，整体反弹幅度接近 50%，许多细分行业龙头公司和小市值公司股价翻番，演绎了一个月的阶段性牛市行情，2008 年 12 月底到了 26 倍和 4.6 倍的水平。

6.2 在发电设备领域新能源设备是投资重点，但估值没有明显优势，泡沫迹象逐步显现，宜逢高减持为宜。

水电设备加快发展

东方电气（600875.SH）、哈动力（1133.HK）：三峡工程证明了东方电气和哈动力在大型水轮发电机上世界级的竞争优势。

浙富股份（002266.SZ）：是唯一专注于水轮发电机研发制造的上市公司，近三年研发和制造能力快速提升。

风力发电设备将从爆发性增长（100%）转入高速增长（50%），金风科技（002202）仍然存在泡沫。

金风科技（002202）、大连华锐、东方电气（600875.SH）：为风电整机的第一阵营。三大动力其余两家上海电气（601727.SH）、哈尔滨动力（1133.HK）开始加大风机投入。金风科技有长达十余年的 750 机组技术积累，但在兆瓦级以上机组领先优势并不突出。市值超过了水、火、风、核、太阳能五电并举的东方电气，如果认为金风科技市值合理，那么东方电气就相对低估。

湘电股份(600416.SH):最有技术积累的二线风电整机企业,最有可能跻身于一线阵营。

天马股份(002122.SZ)、中国高速传动(0658.HK,齿轮)、保定惠腾(叶片)、重齿(齿轮)为代表的零部件公司。

风机零部件供应相对前几年有缓和,但关键零部件仍然处于短缺阶段,投资整机企业不如投资零部件公司。整机企业中看好东方电气(600875.SH)风电业务的长期发展,但受常规火电设备业务下降拖累,未来三年业绩成长性不足。

核电项目利润释放要到 2011 年后,缺乏好的投资标的。

东方电气(600875.SH)、上海电气(601727.SH/2727.HK)、哈动力(1133.HK)几年前就开始加大核电制造项目的投资,08 年陆续接到核电项目订单,但由于核电项目建设周期长,短时间内还无法体现利润。

6.3 在输变电设备领域:特高压和直流输变电设备是重点投资方向,宜逢低买入,长期投资价值显著。

500KV 交直流超高压输变电成套设备已实现国产化,GIS 等产品的生产能力也在不断提高,目前正在向 1000KV 交流和 ± 800 KV 直流特高压输变电设备挺进。

西安西变、特变电工(600089.SH)、天威保变(600550.SH):变压器行业领军企业,高压变压器三强。

平高电气(600312.SH):高压开关领军企业,产品结构改善,产能扩张,管理层调整促进业绩持续增长。

许继电气(000400.SZ)、国电南自(600268.SZ)、国电南瑞(600406.SH):电力二次设备领军企业。

上述输变电设备制造商都中标获得特高压和直流输电研制任务;随着特高压和直流输电工程的大规模建设,未来三到五年将有良好的发展。

6.4 节能降耗是永远的投资主题,逢低买入。

置信电气(600517)的非晶合金变压器节能效果显著,在配电网市场有广阔市场空间。

荣信股份(002123)的大功率电力电子设备在节能和煤矿安全领域有非常强的前景。

哈空调(600202)的产品在电站空冷和石化空冷领域节水效果显著,跻身于全球三强

智光电气(002169.SZ) 高压变频器,工业(电气)节能

泰豪科技(600590.SH)建筑节能

6.5 行业整合与资产注入,2009 年最大的悬念:许继电气(000400.SZ)直流业务资产注入、国电南瑞(600406.SH)是否会最终注入继电保护类资产、哈尔滨动力(1133.HK)的回归 A 股之路、西电电气整体上市的路径选择。

天威保变(600550.SH)的控股股东保定天威集团被河北省国资委无偿划转给中国兵装

集团，为 2007 年的行业重大事件，开创了电力设备行业地方国资委和央企合作的首例。

国电南自（600268.SH）于 2008 年 4 月完成非公开发行，收购南自总厂下属 13 家子公司股权。未来仍可以期待的是实际控制人华电工程集团仍有可能择机注入制造类业务，打造成华电集团设备制造类业务整体上市平台。

许继电气（000400.SZ）的控股股东许继集团被平安信托收购，是 2008 年电力设备行业最典型的收购重组案例，我们期待许继集团输变电产业借助许继电气整体上市，成为 2009 年的行业重大事件。在业内期待了许多年之后，国电南瑞（600406.SH）是否会如市场期待考虑继电保护类资产的注入，也是留给 2009 年最大的疑问。

2007 年接近年底东方电气（600875.SH/1072.HK）最终完成了整体上市，2008 年同样接近年底上海电气（601727.SH/2727.HK）完成了 A 股回归，哈尔滨动力（1133.HK）回归 A 股之路能否在 2009 年完成，实现三大动力在 A 股的会师，是 2009 年最大的悬念。

西电电气作为央企唯一的输变电设备公司，其整体上市以及路径选择，也是 2009 年值得期待的。

六、重点公司股票池及估值

表 2 电力设备重点公司股票池

股票代码	公司名称	评级	收盘价	目标价	目标涨幅	历史涨幅 %(12月)	EPS				P/E				P/B
			090113				07	08	09	10	07	08	09	10	
600875	东方电气	中性	29.3	25	-15%	-69%	2.26	1.21	2.26	2.03	13.0	24.2	13.0	14.4	17.1
601727	上海电气	减持	6.0	3	-50%	-	0.23	0.21	0.15	0.13	25.9	28.1	40.1	44.6	3.7
002202	金风科技	中性	27.8	25	-10%	-58%	0.63	0.94	1.23	1.47	44.2	29.4	22.6	18.9	9.1
600202	哈空调	增持	11.4	14	23%	-43%	0.74	0.89	0.93	1.06	15.4	12.8	12.2	10.7	4.4
600089	特变电工	增持	22.4	30	34%	-7%	0.45	0.79	1.08	1.34	49.8	28.5	20.6	16.7	5.6
600550	天威保变	增持	20.8	25	20%	-45%	0.39	0.81	0.96	1.05	54.0	25.8	21.7	19.7	6.8
600312	平高电气	增持	12.6	15	19%	-29%	0.34	0.50	0.66	0.86	36.6	25.2	19.0	14.7	4.5
600517	置信电气	增持	22.2	30	35%	-23%	0.43	0.68	1.15	1.43	51.6	32.6	19.2	15.5	10.4
000400	许继电气	中性	12.6	12	-5%	-48%	0.31	0.32	0.56	0.71	41.0	39.6	22.6	17.6	2.2
600268	国电南自	中性	12.2	12	-1%	-51%	0.37	0.41	0.54	0.71	32.7	29.5	22.5	17.0	2.8
600406	国电南瑞	中性	22.0	20	-9%	-38%	0.56	0.67	0.79	0.96	39.4	33.0	27.9	22.9	5.9
002028	思源电气	增持	31.2	35	12%	-23%	0.99	1.31	1.43	1.89	31.5	23.8	21.9	16.5	5.1

数据来源：金元证券研究所

注：股票池公司短期涨幅较大，我们最近调低发电设备和输变电二次设备的评级，维持输变电一次设备增持评级，但要注意短期调整风险。09 年我们将根据市场整体形势和公司动态调整评级，请关注我们的报告。

平高电气（600312）：公司即将进入快速增长期，长期增持

现状

- 我国研发和制造高压、超高压开关设备的三大基地之一；
- 2008年上半年，公司产品结构调整，收入中252kV GIS占比上升，特高压产品800kV GIS和800kV罐式断路器开始凸显较强的赢利能力；
- 管理层有较大调整

投资亮点

- 电网投资保持年均20%持续稳定增长，
- “自主创新”的政策倾斜下公司新增合同（本部）17亿元（尚有超过两亿元的已中标尚未签订合同），同比增长70.20%，
- 本部业绩开始释放

动态

- 公司自2007年至2010年，主营收入年复合增长率为30%；净利润复合增长率为35%，成长显著加快。
- 公司550kV单断口罐式断路器、800kV GIS及罐式断路器产品开始批量投入市场，1100kV GIS也已经下线向晋东南变电站供货
- 有融资需求；

投资风险

- 激励机制不足；
- 管理能力能否提高；
- 短期股价上涨较快；

特变电工（600089）：产品结构改善提升业绩，长期增持

现状

- 变压器行业龙头，国内市场占有率16%，550KV超高压市场占有率28%；
- 董事长张新为实际控制人，机械工业协会副会长；
- 同时介入电缆、光伏（硅片、电池组件、单晶硅）和高纯铝相关产业；

投资亮点

- 电网投资保持年均20%持续稳定增长；
- 变压器订单充裕，08年6月底手持135亿订单，沈变08-09年100%订单保障；
- 变压器毛利率上升原因：1、高端产品（550KV以上交流变+换流变）比例上升；2、产品提价；
- 民营企业，公司治理良好

动态

- 公开增发完成，募集资金15亿；
- 1H08年净利润同比增长119%，1-3Q预增100%；
- 自2007年至2010年，主营收入年复合增长率为23.30%；净利润复合增长率为43.44%；
- 完成收购沈变10.9%股权，增加09-10年每股收益3%；

投资风险

- 取向硅钢价格虽然近期出现调整，但存在反弹可能
- 短期股价上涨较快

置信电气（600517）：节能降耗推动长期增长，长期增持

现状

- 非晶合金变压器行业龙头，国内市场垄断地位；
- 和传统硅钢变压器相比，节能效果突出，但成本高30%；
- 相继在上海、江苏、福建、山东、山西等市场获得突破；

投资亮点

- 电网投资保持年均20%持续稳定增长；
- 国家对配网市场投资力度加大；
- 国家加大节能减排投资力度,推动非晶合金变压器的应用；

动态

- 1H08年净利润同比增长23%，1-3Q36%；
- 完成收购日港置信60%股权，产业链完整；
- 09年元旦获得江苏配网10亿元订单，占07年营业收入80%；

投资风险

- 特变电工、天威保变、顺特电气、中电等变压器厂商加大非晶合金变压器研发和市场推广力度，市场竞争可能加剧；

金元证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%－10%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSS Securities Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSS is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSS.