

电气设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

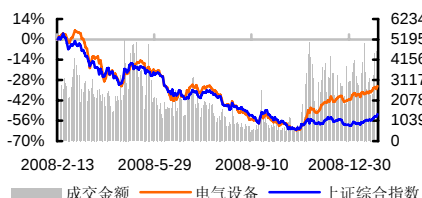
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	49
总市值(亿元)	2495
占A股比例(%)	0.60%
平均市盈率(倍)	61.42

行业表现

(%)	1M	3M	6M
电气设备	8.21	78.81	10.20
上证综合指数	12.60	26.98	-19.79



相关报告

《电力设备行业 09 年 1 月月度报告-09 年的超预期在哪里?》2009-1-20

电气设备 & 新能源行业

看好

短期表现平稳, 长期关注政策导向明确的投资方向

投资要点:

■ **确定性溢价已得到较充分反映, 板块短期表现一般。**前期预期电网公司加大投资等因素带来的行业确定性溢价已得到较充分反映, 而由于两网公司投资额的明确使得前期市场高预期逐步回归, 主要电力设备公司 08 年年报业绩低于预期等因素, 可能会使板块短期表现一般, 行业超预期要等到一季报才会体现。

■ **长期看好行业, 关注政策导向明确的投资方向。**近期随着全国能源会议的召开以及两网公司 09 年投资规划的相继出台, 电力设备行业的投资重点更加确定。关注三类公司: 新能源、特高压、区域投资明确的中低压配网设备。

■ **全国能源工作会议召开, 新能源建设将明显提速, 结构调整火电投资依然下降。**

电力投资额整体并未显著增长, 电源、电网投资结构逐步优化。09 年电源投资下降幅度依然会超过 10%, 火电投资额下降超过 20%。

发展可再生能源和新能源, 风电、核电再次成为行业亮点。

大型煤电基地、核电基地、风电基地和水电基地的建设需要与之相匹配的电力送出工程, 国网公司从电力输送能力和自身的需要将优先发展特高压。

■ **09 年两网公司规划出台, 特高压电网建设提速, 南网、华东区域城农网投资明确。**

国网公司 08 年社会责任报告出台, 09 年电网总体投资增长 17%, 国网投资规划额及新建电网容量并没有增长, 不过考虑到目前工程造价成本较低以及国网公司经营压力的缓解, 依然有上调规划的可能性。

国网公司的投资重点依然是特高压电网建设, 特高压投资长期增长更为明确。09 年依然按原有规划进行, 开始预期中的爆发性增长。特高压设备商受益主要体现在未来几年的持续性需求增长。

国网投资规划并不包括中低压 (110kV 以下) 设备, 华东区域城农网改造依然明确; 南网投资规划的上调增长点在于城网和农网的建设增长。关注华东区域、南网区域等投资明确的中低压配网产品设备商。

■ **投资策略: 维持行业“看好”评级, 一季报的超预期可能成为行业催化剂。**

股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
600089	特变电工	0.53	0.81	1.36	1.73	44.23	28.67	17.07	13.42	强烈推荐
002028	思源电气	1.03	1.29	1.50	2.17	31.62	25.30	21.73	15.01	强烈推荐
002123	荣信股份	0.70	1.04	1.68	2.47	51.28	34.27	21.21	14.43	强烈推荐
600406	国电南瑞	0.58	0.67	0.91	1.18	42.33	36.64	27.09	20.77	推荐
600312	平高电气	0.34	0.43	0.65	0.85	38.12	30.24	20.11	15.38	推荐
600517	置信电气	0.44	0.56	1.14	1.35	52.25	41.05	20.17	17.03	推荐
002202	金风科技	0.63	0.90	1.29	1.69	53.13	37.17	25.93	19.79	推荐
600875	东方电气	2.44	0.35	2.28	2.81	13.47	93.94	14.39	11.68	推荐
002074	东源电器	0.23	0.34	0.52	0.65	44.51	30.44	19.77	15.80	推荐
000400	许继电气	0.31	0.10	0.66	0.97	41.87	129.80	19.67	13.38	推荐
600268	国电南自	0.37	0.46	0.63	0.83	35.19	28.33	20.63	15.60	中性
600550	天威保变	0.39	0.80	1.06	1.43	63.98	30.61	23.24	17.27	推荐

确定性溢价已得到较充分反映，板块短期表现一般，一季报的超预期可能成为行业催化剂。

前期预期电网公司加大投资等因素带来的行业确定性溢价已得到较充分反映；而如下因素可能会使板块短期表现不尽理想。

第一：两网公司投资额的明确使得前期市场高预期逐步回归。

前期两大电网公司对外公布未来 2-3 年的投资规划。国家电网未来两年除了正常电网投资建设将加大力度，初步预计 3 年内投资规模将达到 1.16 万亿。南方电网今明两年进一步加大城网改造和农网完善的投资力度，初步计划每年新增加投资约 300 亿元用于城网改造和农网完善。市场普遍预期 09 年电网投资额大幅上升。

随着近期两网公司 09 年投资额相继出台，国网公司 09 年计划完成电网投资计划 2500 亿元，与市场预期差距较大。南网公司 09 年计划完成电网投资计划 880 亿元，符合前期市场预期。整体电网投资 09 年增速 17%，低于前期市场高预期。

第二：主要电力设备公司 08 年年报业绩低于预期。

表 1：行业主要上市公司 08 年业绩状况

上市公司	08 年业绩预测 EPS		是否低于预期	低于预期的原因
	调整后	前期市场普遍预期		
特变电工(600089)	0.81 元	0.74-0.85 元	否	
荣信股份(002123)	1.04 元	0.95-1.07 元	否	
思源电气(002028)	1.29 元	1.24-1.31 元	否	
国电南瑞(600406)	0.67 元	0.70-0.75 元	是	北京变电站的订单受到奥运会的影响推迟至 09 年交货，收入增长低于预期。
置信电气(600517)	0.56 元	0.64-0.72 元	是	四季度用电量下滑，配网订单减少影响收入。
平高电气(600312)	0.43 元	0.45-0.50 元	是	四季度出现订单延迟现象
许继电气(000400)	0.10 元	0.30-0.40 元	是	增加坏账准备的计提，核销了部分高风险应收账款。

数据来源：中投证券研究所

我们认为，短期来看电力设备行业表现可能不会特别理想。不过我们了解到主要设备商 09 年一季度情况良好，一季报的超预期可能成为行业催化剂。

新能源依然是行业亮点,传统电力设备关注特高压及区域投资明确的中低压配网产品

近期随着全国能源会议的召开以及两网公司 09 年投资规划的相继出台,电力设备行业的投资重点更加确定。关注三类公司:新能源、特高压、区域投资明确的中低压配网设备。

全国能源工作会议召开,新能源建设将明显提速

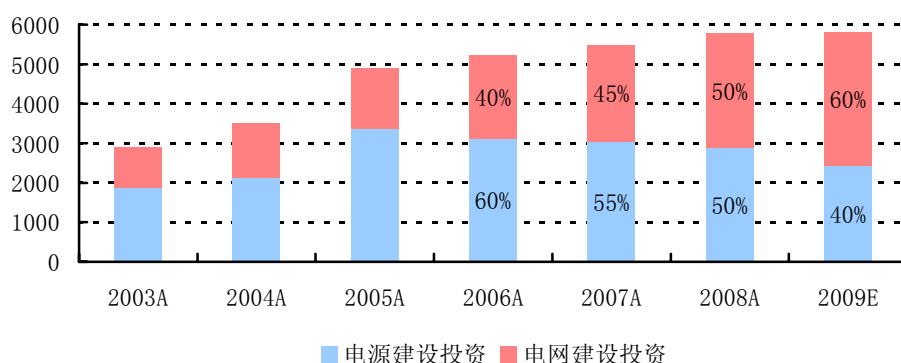
2月3日全国能源工作会议在京召开,国家能源局有关负责人正式对外宣布,2009年国家对于电力的总投资将达到5800亿元,核电、风电等新能源的建设也将要明显提速。

关注点之一:电力投资额整体并未显著增长,电源、电网投资结构逐步优化。09年电源投资下降幅度依然会超过10%,火电投资额下降超过20%。

根据中电联发布的2008年全国电力工业统计快报,08年全国电力基本建设投资完成额达到5763.29亿元,同比增长1.52%。而09年计划电力总投资5800亿元,总体并未显著增长。

08年电源、电网分别完成投资2878.73亿元和2884.56亿元,同比分别下降10.78%和增长17.69%,电网投资已经占电力基本建设投资的50.05%。2003-2006年,我国电源建设投资额度一直占到了电力工业固定资产投资的60%以上,电网建设远落后于电源建设。2007-2008年的数据显示目前我国电源和电网建设逐步实现了协调发展,而从2009年的电力投资计划来看,电网建设投资比例将达到60%,表明我国电力系统建设投资结构日益合理。

图 1: 我国电力体制改革后电源与电网投资结构图



数据来源: 电力统计年鉴、中投证券研究所整理

09年电源投资下降幅度依然会超过10%,火电投资额下降超过20%。从电源投资细分行业来看,08年国家在新能源建设方面投资增长明确,核电、风

电基本建设投资完成额分别增长 71.85%和 88.10%，火电基本建设投资完成额下降 21.99%。09 年国家依然会加大水电、风电、核电的投资增长，因此火电在 09 年的投资将比 08 年下降的幅度更大。

电源设备制造商中，相关火电设备制造商可能会发生订单延迟现象。火电发电小时数下降，发电集团对未来的电力市场预期降低，电力需求下滑；发电集团效益下滑，投资热情降低。火电新建项目减少的同时，预计在手订单项目延迟的情况将会在 09 年发生。上市公司东方电气（600875）、上海电气（601727）的火电业务都会受到影响。

关注点之二：发展可再生能源和新能源，不断提高清洁能源在我国一次能源消费中的比重，新能源建设进程加快。

近期政策不断强调，从长期看，改善我国能源结构，必须积极发展可再生能源和新能源，提高清洁能源在我国一次能源消费中的比重。

风电方面，国家强调要促进我国风电健康发展，加强风电建设管理，不断完善政策，坚持以风电特许权方式建设大型风电场，推动风电设备国产化，逐步建立我国的风电产业体系。按照“融入大电网，建设大基地”的要求，力争用 10 多年时间在甘肃、内蒙古、河北、江苏等地形成几个上千万千瓦级的风电基地。

风电未来发展的国内外宏观政策环境比较清晰和稳定，影响风电市场规模和速度的因素主要在于近中期产业政策的力度，包括电价水平、电网建设以及诸如海上风电发展的起步时间等，这些对远期风能可能达到的规模有着较大影响。

至 08 年底，全国风电装机已超过 1000 万千瓦。其中，08 年新增风电装机 466 万千瓦，中国风电装机总量已位居世界第五。作为最具大规模产业化条件的新能源，09 年风电新增装机增长速度依然会较快。根据可再生能源专业委员会《2008 中国风电发展报告》的判断，2010 年风电装机很有可能达到 2500 万千瓦，国家制定的 2020 年风电装机 3000 万千瓦的目标，有可能在 2011 年实现。2020 年中国风电装机的最保守估计是 8000 万千瓦。2012 年中国风电装机制造能力将达到 1000-1500 万千瓦，有可能成为世界主要的风电装备制造基地。

制约行业发展的不确定因素正在逐步好转。零部件方面，近几年国内风电产业链各环节基本均有企业布局。尤其是关键零部件叶片、轴承等领域，配套能力在迅速增强，预计到 2010 年零部件瓶颈问题将逐步解决。风电并网方面，国家电网公司已经对风电并网问题加以重视，积极转变战略，在原来“一特三大”基础上，提出“一特四大”战略思想，将特高压电网与大型可再生能源基地开发相结合，我们认为必将大大促进我国可再生能源的发展。随着问题的逐步解决，风电行业的确定性将会日益增强，因此我们长期看好风电行业。

风电设备整机相关上市公司金风科技（002202）、东方电气（600875），目前的行业竞争优势已经相当明显，在行业发展中将会受益明显。

核电方面，根据规划 09 年国家将开工建设浙江三门、山东海阳和广东台山等核电站，新核准开工规模 840 万千瓦，从政策导向上确认核电项目属于受

国家支持的重点项目。近期国家发改委领导多次公开表示到 2020 年的核电比例要超过《核电中长期发展规划（2005-2020）》中的 4%，到 2020 年核电装机容量可能达到 7000 万千瓦。

我们大致估算一下市场容量，按照 2020 年核电装机容量可能达到 7000 万千瓦计算，在今后的十二年内，我国平均每年要建成五台百万千瓦级的核电机组。到 2020 年，核电建设总投资将达到约 6000 亿元，按照 55% 的设备投资，其中设备投资约 3300 亿元。如果设备国产化率达到 75%，那么中国核电设备制造企业在未来十二年内将面临超 2500 亿元商机。不过我们需要指出的是，核电项目建设周期较长，从开工到建成发电至少需要五年，短期内设备商业绩增长并不明显，明确的业绩贡献要到 2010 年以后。

近期由于政策刺激因素，核电相关概念公司走势较强。我们认为，相关大型核岛、常规岛国内龙头东方电气（600875）、上海电气（601727）长期受益明显。

关注点之三：大型煤电基地、核电基地、风电基地和水电基地的建设，关注特高压电网建设。

在大力发展新能源建设的同时，大型煤电基地建设今年也将全面提速，年内将启动锡林郭勒盟煤电一体化和山西煤电基地项目建设，同时逐步形成向辽宁 300 万千瓦、山东 400 万千瓦的送电能力。大型煤电基地、核电基地、风电基地和水电基地的建设需要与之相匹配的电力送出工程，国网公司从电力输送能力和自身的需要将优先发展特高压。

09 年两网公司规划出台，特高压电网建设提速，南网、华东区域城农网投资明确

关注点之一：09 年电网总体投资增长 17%，国网投资规划额及新建电网容量并没有增长，不过考虑到目前工程造价成本较低以及国网公司经营压力的缓解，依然有上调规划的可能性。

09 年 1 月 20 日国家电网发布的 08 年社会责任报告显示，国家电网公司计划完成电网投资计划 2500 亿元，较 08 年国网公司实际完成电网投资 2475 亿元并没有显著增长。而从国家电网公司 09 年的线路投资规划来看，计划投产的 110（66）千伏及以上输电线路的长度以及变电容量较 08 年略有下降。

表 2：国家电网公司 08-09 年计划投资及实际投资情况

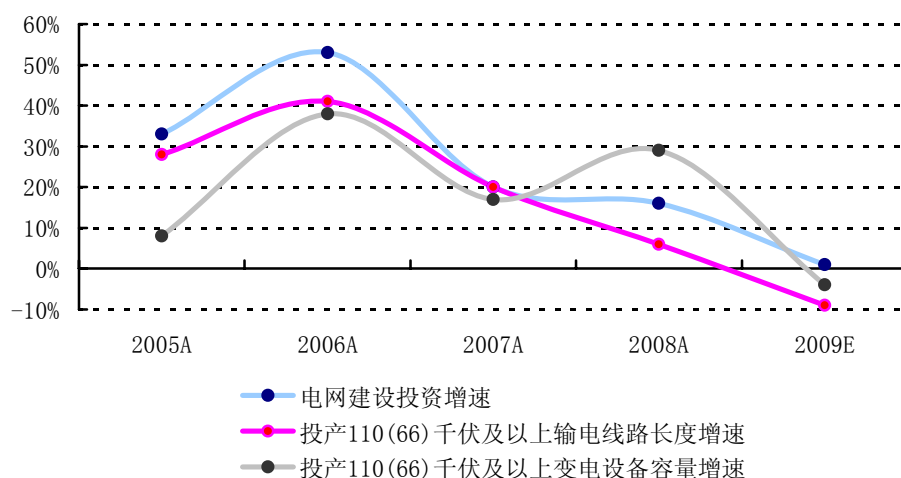
	投资额	投产的 110（66）千伏及以上输电线路	
		投产线路长度	投产变电容量
2008 年计划	2532 亿元	6.2 万千米	2.6 亿 kVA
2008 年实际	2475 亿元	5.7 万千米	2.7 亿 kVA
2009 年计划	2500 亿元	5.2 万千米	2.6 亿 kVA

数据来源：国家电网公司社会责任报告

从上述数据我们可以看出，按照规划数字，不仅投资额没有增长，规划线路的线路长度以及变电容量也没有增长，即新建电网容量没有显著增长，因此

我们认为如果按照规划数字来看，设备需求量也不会有显著增长。

图 2：国家电网公司近几年投资增速情况



数据来源：国家电网公司社会责任报告

我们判断 09 年的投资额增速的下降，和国网公司 08 年以及 09 年的压力较大有关，电网建设与改造需要大量资金的支撑，而电网快速发展也使运行维护成本呈刚性增长。据统计，电网投资每增加 1000 亿元，相应增加折旧、财务费用和运行维护成本 160 亿元。而国家电网公司屡次提出要稳健经营，从自身目前状况下也不会倾向于在 09 年太冒进。

表 3：国家电网公司 07-08 年经营业绩情况

	收入总额 (亿元)	利润总额 (亿元)	上缴利税 (亿元)
2007 年	10107.3	470.98	1140.98
2008 年	11556	96.6	855.5
增长幅度	14%	-80%	-25%

数据来源：国家电网公司社会责任报告

国网公司经营压力的缓解可能促进上调投资规划。利润下滑主要是受 08 年冰雪灾害和地震影响。国家电网数据显示，这两场自然灾害对公司造成的直接经济损失超过 220 亿元。此外 08 年 8 月 20 日发改委上调上网电价，平均每千瓦时提高 2 分钱，但电网经营企业对电力用户的销售电价未作调整，电网运营成本增加也是利润下滑的重要原因。我们估计 3 月份之后国网公司可能因为冰雪灾害损失获得部分国有资本预算拨款，而如果 09 年年中上调了销售电价或降低了上网电价，则不排除到年中上调 09 年投资规模的可能性。

另外工程造价的下滑也构成国网上调投资规划的可能性之一。由于 08 年原材料价格持续下滑，实际上目前 220kV 及以下产品的招投标价格已经下滑了 10-30%。在量的增长与价的下降同存在的条件下，国家电网公司实际并不需要新增太多的投资额就可以完成新增的线路建设。因此在建设成本相对较低的时候，国网公司加大线路建设的可能性较高。

关注点之二：国网公司的投资重点依然是特高压电网建设，特高压投资长期增长更为明确。09 年依然按原有规划进行，开始预期中的爆发性增长。

国网公司以特高压交直流等重要电网项目、大型电源基地送出、500 千伏主网架建设和新疆、西藏联网工程为投资重点。根据国家电网公司作出的相关规划，预计今明两年，特高压电网投资将达到 830 亿元左右，其中特高压交流 570 亿元，特高压直流投资 260 亿元。到“十二五”初期，将初步建成“两纵两横”特高压骨干电网。09 年将开工建设三大特高压交流输变电工程（淮南-上海、锡盟-上海、陕北-长沙）和抓紧两大特高压直流工程（向家坝-上海、锦屏-苏南）建设。

随着晋东南-荆门 1000kV 交流试验线路已经投运，特高压电网的建设无以开始加速，预计今年四季度，国网公司还会启动特高压工程的招标工作。

特高压电网建设是我国电网建设的长期发展方向，是国网公司 09 年乃至“十二五”阶段工作的重中之重。对于 09 年，我们认为特高压的建设依然是预期中的爆发性增长时期，对于设备商而言，09 年不会有特高压超预期新增设备业绩贡献。对于行业相关上市公司，特高压设备商特变电工（600089）、天威保变（600550）、平高电气（600312）、许继电气（000400）、国电南瑞（600406）优势明显，受益主要体现在未来几年的持续性需求增长。

关注点之三：国网投资规划不包括中低压（110kV 以下）设备，华东区域城农网改造依然明确；南网投资规划的上调增长点在于城网和农网的建设增长。关注华东区域、南网区域等投资明确的中低压配网产品设备商。

需要指出的是，国网规划投资并不包含中低压（110kV 以下）配电设备，中低压配电设备大部分是电力公司代客户采购，并不占用规划中的电网投资额。因此中低压配电设备的市场需求并不完全依托于电网公司投资，跟全社会的用电需求增长相关度较高。

根据中国电力企业联合会 2 月 4 日发布的《全国电力供需与经济运行形势分析预测报告》，09 年全国电力供需形势将继续延续 08 年下半年供大于求态势。其中，华东、南方电网供需将基本平衡，而华北、华中、东北、西北电网则电力富裕，个别省份在电力负荷高峰时段仍可能存在一定电力供需缺口。

华东区域一直在配网建设方面需求较大，而从华东电网各电力公司 09 年规划来看（尤其是江苏省电力公司），09 年区域的城农网改造已经相当明确。从设备商销售部门的反馈来看，各省电力公司对于 09 年均相当乐观，已经开始上报需求，预计二季度增长就可以体现。因此单看 09 年，110kV 以下部分依然可能超预期。

南方电网今明两年进一步加大城网改造和农网完善的投资力度，初步计划每年新增加投资约 300 亿元用于城网改造和农网完善。09 年南方电网投资规模约 880 亿元，较 08 年 480 亿元同比增长高达 72.6%，其投资重点则在 220kV、110kV 和 35/10kV 配网改造。

投资标的选择建议关注华东区域、南网区域等投资明确的中低压配网产品设备商。

投资建议：长期看好，关注个股投资机会。

电力设备行业 09 年的持续增长已经非常确定，未来 2-3 年受益于电网建设、改造需求的依然存在，依然可以保证增长。从电网建设需求角度而言，我们认为电网建设依然会有新增需求，一方面配网建设取决于用户需求，随宏观经济的变化而变化，随着城市化进程的加快，产业结构调整、人均用电量的提升都会使得用户需求提升，因此我们认为需求依然存在。另一方面，从电网的运行经济性而言，建设特高压电网是必然选择。因此我们长期看好行业。

整体看行业属于防御性品种，进攻性则要看公司自身催化剂的体现。关注三类公司：新能源（东方电气、金风科技）、特高压（特变电工、平高电气、国电南瑞、许继电气）、区域投资明确的中低压配网设备（思源电气、置信电气、东源电器）。

股票代码	重点公司	EPS 08	EPS 09E	EPS 10E	PE08	PE09E	PE10E	最新价	投资评级	变化
600089	特变电工	0.81	1.36	1.73	28.67	17.07	13.42	23.22	强烈推荐	无
002028	思源电气	1.29	1.50	2.17	25.30	21.73	15.01	32.61	强烈推荐	无
002123	荣信股份	1.04	1.68	2.47	34.27	21.21	14.43	35.64	强烈推荐	无
600406	国电南瑞	0.67	0.91	1.18	36.64	27.09	20.77	24.55	推荐	下调
600312	平高电气	0.43	0.65	0.85	30.24	20.11	15.38	13.07	推荐	无
600517	置信电气	0.56	1.14	1.35	41.05	20.17	17.03	22.99	推荐	无
002202	金风科技	0.90	1.29	1.69	37.17	25.93	19.79	33.45	推荐	无
600875	东方电气	0.35	2.28	2.81	93.94	14.39	11.68	32.86	推荐	无
002074	东源电器	0.34	0.52	0.65	30.44	19.77	15.80	10.35	推荐	无
000400	许继电气	0.10	0.66	0.97	129.8	19.67	13.38	12.98	推荐	无
600268	国电南自	0.46	0.63	0.83	28.33	20.63	15.60	13.02	中性	无
600550	天威保变	0.80	1.06	1.43	30.61	23.24	17.27	24.64	推荐	无

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。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。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434