

电气设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

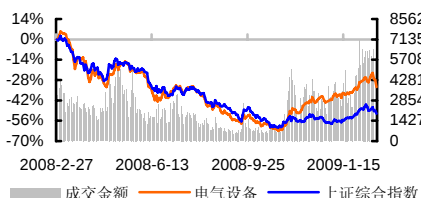
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	49
总市值(亿元)	2484
占A股比例(%)	0.60%
平均市盈率(倍)	65.84

行业表现

(%)	1M	3M	6M
电气设备	6.15	35.72	31.84
上证综合指数	6.56	11.77	-9.74



相关报告

电气设备与新能源行业 09 年 2 月月报 看好

估值水平相对趋于合理，关注政策导向明确的投资机会

投资要点:

- 行业观点: 长期看好, 估值水平相对趋于合理, 维持“看好”评级。

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。因此我们长期看好行业。

近期整个电力设备板块宽幅震荡, 走势较好的主要是消息面刺激型股票, 我们对于相关上市公司是否存在市场传闻的整合、注入等消息不做评论。仅从业绩支撑、基本面角度来看, 电力设备行业仍是逆经济周期中依然保持增长的最确定的行业之一。而从估值水平来看, 相对于其他板块的前期上涨, 整体电力设备估值已经趋于合理。而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。

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、特高压、区域投资明确的中低压配网设备。

行业动态:

国网主设备 09 年第一次集中招标中标结果公布。

两网公司获国资委注资百亿元。

中电联发布全国电力供需与经济运行形势分析预测报告, 预计全国 09 年基建新增发电设备容量 8000 万千瓦左右。

国网公司公布葛-沪直流改造、西北-华北直流工程主设备中标结果, 换流站设备市场格局有变。

全球风能协会: 08 年全球范围内新增风电装机容量较 07 年增长 28.8%。

甘肃敦煌 10 兆瓦光伏并网发电示范工程特许权招标。

重点上市公司分析:

国电南瑞(600406): 客户交货进度延缓 08 年收入确认, 不影响 09 年业绩增长。

荣信股份(002123): 靓丽年报显示公司高速增长性依然明确。

许继电气(000400): 看好直流业务以及平安入主以后带来的改善。

平高电气(600312): 特高压带动本部高速增长, 平高东芝增速放缓影响有限。

金风科技(002202)、思源电气(002028)公布 08 年业绩快报, 增长符合预期。

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	44.42	28.79	17.15	13.48	强烈推荐
002028	思源电气	1.03	1.26	1.45	2.06	29.46	24.11	20.95	14.75	强烈推荐
002123	荣信股份	0.70	1.02	1.55	2.32	52.73	35.93	23.65	15.80	强烈推荐
600406	国电南瑞	0.58	0.49	0.75	0.94	40.33	47.73	31.19	24.88	推荐
600312	平高电气	0.34	0.40	0.62	0.88	46.11	39.53	25.50	17.97	推荐
600517	置信电气	0.44	0.56	1.14	1.35	46.09	36.21	17.79	15.02	推荐
002202	金风科技	0.63	0.91	1.29	1.69	50.83	35.16	24.81	18.93	推荐
600875	东方电气	2.44	0.27	2.28	2.81	13.23	119.52	14.13	11.47	推荐
002074	东源电器	0.23	0.34	0.52	0.65	50.10	34.26	22.26	17.79	推荐
000400	许继电气	0.31	0.10	0.50	0.69	45.81	142.00	28.40	20.58	推荐
600268	国电南自	0.37	0.46	0.63	0.83	38.08	30.66	22.32	16.88	中性
600550	天威保变	0.39	0.80	1.06	1.43	59.49	28.46	21.60	16.06	推荐

1、行业观点：长期看好，估值水平相对趋于合理

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。因此我们长期看好行业。

延续我们前期判断，政策因素带来的行业确定性已经使得行业景气度远高市场平均，确定性溢价已得到较充分反映；而投资额的确定以及主要电力设备公司 08 年年报业绩低于预期等短期因素的存在，可能会使板块表现不尽理想。

近期整个电力设备板块宽幅震荡，走势较好的主要是消息面刺激型股票，我们对于相关上市公司是否存在市场传闻的整合、注入等消息不做评论。仅从业绩支撑、基本面角度来看，电力设备行业仍是逆经济周期中依然保持增长的最确定的行业之一。

而从估值水平来看，相对于其他板块的前期上涨，整体电力设备估值已经趋于合理。而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。

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）。

2、行业动态

国网主设备 09 年第一次集中招标中标结果公布

从本次招标的数量来看，500kV 以上增速相对较快。招标量按变电站工程进度来决定，变压器等按变电站设计存在一定的匹配。我们认为第一次招标并不能反映全年的招标情况，后续招标情况影响较大。不过通过与参与招标的设备商沟通，我们了解到 09 年按招标规划，依然是 500kV 级以上增速高于 220kV。

表 1：国网主设备统一招标 09 年与 08 年第一批招标数量比较（500kV 及以上）

500kV 及以上	变压器		隔离开关（组）	断路器（台）	组合电器	
	（台）	kVA			（套）	间隔
2008 年	18	5508000	20	11	2	15
2009 年	27	8154000	52	31	5	17
较 08 年同比增长 %	50%	48%	160%	182%	150%	13%

数据来源：国家电网公司、中投证券整理

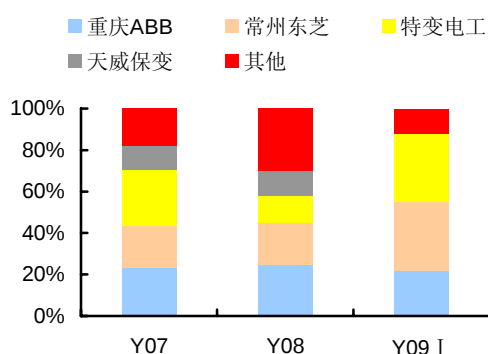
表 2: 国网主设备统一招标 09 年与 08 年第一批招标数量比较 (220kV)

220kV	变压器		隔离开关 (组)	断路器 (台)	组合电器	
	(台)	kVA			(套)	间隔
2008 年	74	12960000	692	207	13	106
2009 年	63	10760000	578	186	18	144
较 08 年同比增长 %	-15%	-17%	-16%	-10%	38%	36%

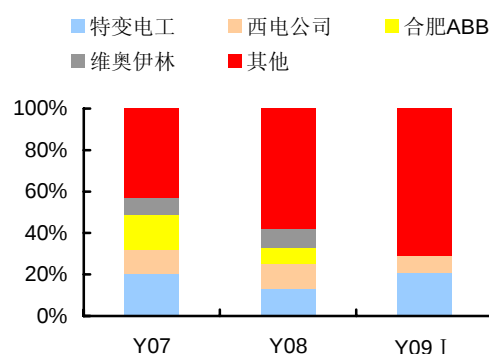
数据来源: 国家电网公司、中投证券整理

图 1: 国家电网公司招标设备商市场份额情况

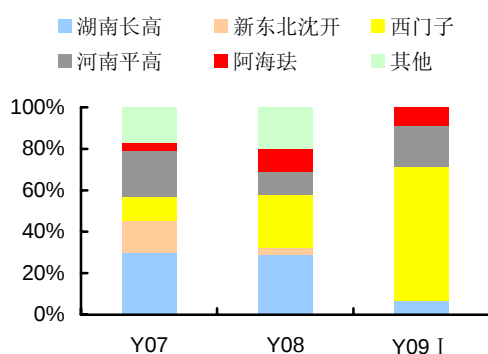
500kV 变压器



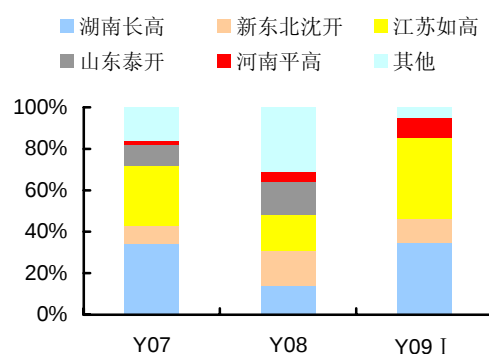
220kV 变压器



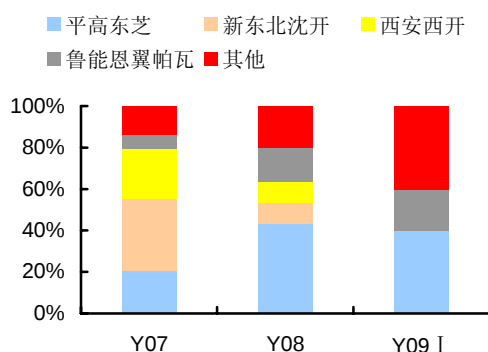
550kV 隔离开关



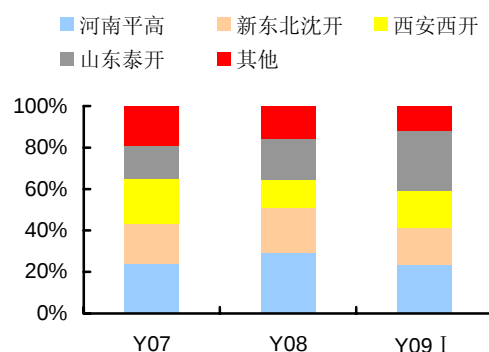
252kV 隔离开关



550kV 组合电器



252kV 组合电器



数据来源: 国家电网公司、中投证券研究所整理

从第一批招标中标厂商来看，还是原有的优势厂商中标，虽然可能第一次中标数量不同使得各自的市场份额有所变化，但是我们认为全年市场格局应该变化不大。延续我们前期的观点：从市场竞争格局来看，500kV 等级国内厂商较少，未来依然可以通过进口替代提升市场占有率。而 220kV 等级竞争日趋激烈，不过依然是 5-10 家行业龙头的游戏，新进入厂商依然存在一定难度。

此外，国网公司集中规模招标采购二次设备 09 年第一批项目也已发布招标公告。

表 3: 国网二次设备统一招标 09 年与 08 年第一批招标数量比较（保护类设备）

total	变压器保护中标 数量（套）	线路保护中标 数量（套）	断路器保护中 标数量（套）	母线保护中标 数量（套）	电抗器保 护（套）	母联、分段保护及 备自投装置（套）
08 第一次	28	77	56	61	3	10
09 第一次	176	569	132	192	35	127

数据来源：国家电网公司、中投证券研究所整理

表 4: 国网二次设备统一招标 09 年与 08 年第一批招标数量比较（变电站监控系统）

total	750kV（套）	500kV（套）	330kV（套）	220kV（套）
08 第一次		1	1	10
09 第一次	3	6	3	40

数据来源：国家电网公司、中投证券研究所整理

从招标数量来看，09 年国网公司二次设备第一批招标数量有了明显上升。08 年国网公司首次开始二次设备统一招标，共进行了两批，统一招标的数量较少。国网公司在 09 年工作会议上提出，09 年将推进二次设备统一招标工作，我们认为二次设备的招投标工作将更加规范化，价格恶性竞争态势会有所好转。而作为国网嫡系的国电南瑞（600406）则会受益明显。

两网公司获国资委注资百亿元

2 月 20 日，国资委宣布，根据国务院灾后重建文件精神，从去年国有资本经营预算中向部份中央电力企业提供 126.7 亿元人民币(下同)灾后重建资本性支出。126.7 亿元中，两大电网企业已占 95.264%，国家电网获 87.3 亿元、中国南方电网得到 33.4 亿元。

国资委指出，考虑到中央电力企业在低温雨雪及汶川地震两次自然灾害中损失较重，并承担抢修电力基础设施及恢复电力供应的重要任务，为抢险救援和抗震救灾工作提供有力保障，因此决定注资予 5 大电力集团，除此以外，去年未安排注资入其他中央电力企业。

此次注资的原因是考虑到中央电力企业在低温雨雪和汶川地震两次自然灾害中损失较重，主要用于受灾地区中央电力企业恢复生产。08 年两次自然灾害导致国网公司损失超过 220 亿元，南网公司损失超过 200 亿元，我们认为此次注资是在预期之中，对两网公司损失弥补有限。此次注资对于两网公司 09 年投资规划并无实质性影响，只是从资金面上部分缓解两网公司的经营压力。

中电联发布全国电力供需与经济运行形势分析预测报告， 预计全国 09 年基建新增发电设备容量 8000 万千瓦左右

中国电力企业联合会日前发布了 2009 年度全国电力供需与经济运行形势分析预测报告，该报告预测，今年我国电力生产能力将继续提高，预计全国基建新增发电设备容量 8000 万千瓦左右，除去全年全国预计将关停的小火电机组容量 1300 万千瓦，到 2009 年底，我国发电装机容量将达到 8.6 亿千瓦左右，相对于电力需求，电力供应能力充足。

报告指出，国家出台拉动投资各项措施后，电力企业也已经积极行动起来，确保国家促进经济平稳发展各项措施在电力行业落实到位。预计全年电源投资仍然在 3000 亿元左右，其中水电、核电、风电等可再生能源投资比例特别是核电投资比例将继续提高。电网投资规模继续扩大，全年电网投资(包括各类技改投资)预计在 3500 亿元左右。

此外，2009 年，电源结构调整力度将加大，水电建设规模仍然较大，火电向大容量、高参数方向发展，核电、风电等可再生能源及电网建设加速。2009 年，在解决好移民、环保问题的前提下，金沙江中下游、雅砻江、大渡河等水电建设步伐将加快；2009 年仍将是水电投产高峰期，全年将有一批大中型水电机组(包括抽水蓄能)集中投产。将在控制总建设规模的前提下，适度控制一般火电项目建设，主要支持热电联产、大型煤电基地等项目建设；新投产火电机组中，80%以上为 30 万千瓦以上机组。2009 年，将积极推进甘肃、内蒙古等大型风电基地建设；生物质发电将继续适度发展；浙江三门、山东海阳和广东台山等一批核电项目将尽快开工。

国网公司公布葛-沪直流改造、西北-华北直流工程主设备中标结果，换流站设备市场格局有变

葛-沪直流综合改造(三沪 II 回直流)工程中标情况：天威保变中标换流变压器 28 台，其中 4 台备用；中国电力科学研究院中标换流阀 2 套；许继集团中标直流控制保护装置 2 套，交货期均为 2010 年上半年。

西北-华北±660 千伏直流输电工程换流站中标情况：北京电力设备总厂中标平波电抗器 18 台，其中 2 台备用；中国电力科学研究院中标换流阀 2 套；许继集团中标直流控制保护装置 2 套，交货期均为 2010 年上半年。

换流阀方面，09 年以前一直是由国内企业许继集团、西整各占半壁江山，换流阀技术国内企业已经可以 100%自主生产，所以预计今后特高压换流阀市场将由国内企业一统天下。但值得注意的是，最近两条直流线路的招标中，均为电科院中标，行业新进入者已经出现。作为国家电网公司的嫡系，电科院在线路招标中必然受到优待，因此我们认为未来的项目招标中，电科院将成为行业的有力竞争者之一。不过由于行业进入时间、业绩积累少的关系，目前电科院尚不能进入±800kV 直流工程的竞争行列。许继集团凭借其西门子、ABB、AREVA 的技术合作，在换流阀制造领域的优势依然能够保持，不过随着行业内

其他企业的逐渐成长，公司市场份额将有所下降。

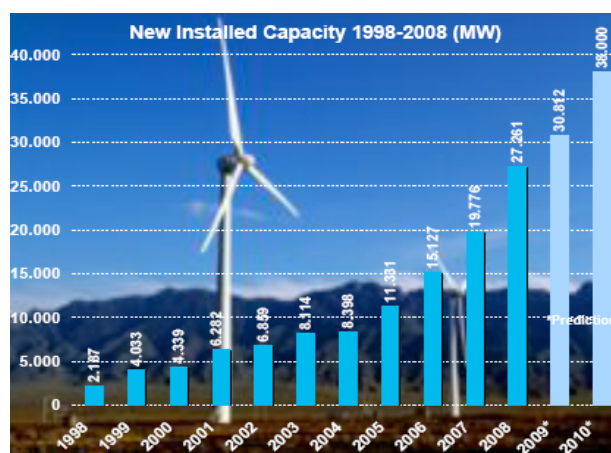
直流保护业务方面，同样由两家公司垄断：许继电气、南瑞继保。但是在 08 年招标的灵宝背靠背直流输电扩建工程中我们看到了四方继保的身影。预计未来市场可能出现三分天下的局面。

值得注意的是，按照许继电气的公告，此次直流控制保护的价格下降很明显，过去一条线路两套直流控制保护的价格在 2 亿元左右，而此次两条线路四套的价格也不过 2 亿元左右。我们通过其他厂商了解，换流阀价格也下降的较为明显。我们认为，随着竞争的加剧，直流换流站设备将会从暴利时期转向平稳，而充足的市场空间依然保证设备商收入的高速增长，受益公司许继电气（000400）。

全球风能协会：08 年全球范围内新增风电装机容量较 07 年增长 28.8%

全球风能协会发布最新一期全球风电的增长数据，2008 年全球整体风电装机容量保持快速增长。2008 年全球范围内新增风电装机容量 2705 万千瓦，这使得全球风电装机容量达到 1.20 亿千瓦，较 2007 年增长 28.8%。2008 年全球风力发电机组市场规模达到 475 亿美元。

图 2：全球风能累计与新增装机容量（1998-2010）



资料来源：WWEA

美国是 2008 年新增装机容量最多的国家，全年共新增风电装机容量 838 万千瓦，同比增长近 50%，其累计装机容量达到 2517 万千瓦，超越德国的 2390 万千瓦，成为全球风电装机容量最多的国家。美国 2008 年新增电力装机中风电贡献了 42% 的规模，美国风能协会首席执行官博德表示：风电领域在过去的一年为美国新增添 3.5 万个就业岗位，总雇用人数达到 8.5 万人，协会将会协助新一届美国政府以实现奥巴马总统的目标，即在三年内实现可再生能源装机容量再翻一番的目标。

中国风电装机容量再次实现翻番增长，2020 年规划目标或在 2010 年提前完成。2008 年中国新增风电装机容量 630 万千瓦，新增量位列全球第二，截

至 2008 年底总装机容量达到 1221 万千瓦，同比增长 106%，总装机容量位列全球第四。中国可再生能源专业委员会秘书长李俊峰表示：2009 年风电装机容量仍有望继续翻番增长。按照这一速度，中国或将在 2010 年提前实现 2020 年的风电 3000 万千瓦发展规划标。

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。

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。

甘肃敦煌 10 兆瓦光伏并网发电示范工程特许权招标

截至目前中国政府仅批准了三家太阳能电站示范项目：1 兆瓦的上海市崇明岛项目、255 千瓦的内蒙古鄂尔多斯项目、10 兆瓦敦煌并网发电项目。其中 10 兆瓦敦煌并网发电项目是中国最大的光伏发电项目，项目总投资约 5 亿元，年均发电 1637 万千瓦时。敦煌 10 兆瓦光伏并网发电示范工程采取特许权招标方式建设，特许经营期 25 年。敦煌市发改委能源处称，参与投标的 38 家企业，分为丹麦与德国 2 家国际企业与 36 家国内企业；国内企业之中，既有中电投、华能等五大发电集团，亦有无锡尚德等太阳能企业。

从政策面来看，中国电子信息产业振兴规划也明确提出，“出台鼓励光伏发电扶持政策，启动国内光伏发电市场，开展光伏并网发电应用示范”。国家相关部委正在酝酿出台太阳能光伏发电上网电价法，并对推广太阳能光伏发电予以财政补贴。

根据市场消息，近期光伏企业先后上书国家相关部委，提交“1 元/度”光伏发电方案，称 2012 年实现光伏发电 1 元/度完全可行。该方案由国内全太阳能行业性共同拟定，旨在推动该行业企业技术与市场的衔接，即要提高包括太阳能在内的新能源在国家能源领域的战略，又能极大推动中国光伏太阳能行业的发展。

我们认为，长远来看光伏发电依然是新能源发电的最优选择之一。虽然上半年全球信贷压力较大，光伏行业面临需求放缓和价格竞争加剧的双重打击，但是随着发电成本的下降，国内政策支持力度的不断提升，行业需求将会增长得很快。

3、重点上市公司动态

国电南瑞（600406）08 年年报：客户交货进度延缓 08 年收入确认，不影响 09 年业绩增长

2 月 17 日，国电南瑞公布 08 年年报，报告期营业收入同比增长 2.38%，归属母公司所有者的净利润同比下降 11.99%，08 年每股收益 0.49 元，业绩增长低于我们前期预期。

受特大自然灾害影响，部分客户交货进度延缓，造成全年业绩低于预期。按照公司 08 年的经营计划，计划 08 年实现收入 12.76 亿元、实现净利润 1.60 亿元，公司并未完成 08 年的经营计划。公司项目交货受工程线路建设进程影响较大，08 年包括自然灾害、北京奥运等原因影响工程，部分客户要求延迟交货，造成公司完工产品收入难以确认。公司存货增多，我们分析认为公司实际已经完成产品生产，但由于客户原因，低于计划的 1.7 亿元的收入确认则延至 09 年。实际上从公司 08 年前三季度的业绩来看，一直处于预期中的稳定增长，而 08 年的特殊原因属于偶然性因素，09 年国家加大工程建设力度，公司增长依然明确。

08 年新签订单增长明确，保证 09 年高速增长。从 09 年公司经营计划依然可以看出公司保持增长的信心。08 年公司新签订单增长 15%，09 年增长有所保证。09 年公司计划新增订单增长 16%，计划比 08 年实际完成额中收入增长 25%，净利润增长 33%。从公司经营计划来看，比 08 年制定的增长速度目标明显提升。

公司业务发展、毛利率变化符合预期。主导产品电网调度自动化继续保持优势，未来变电站自动化业务竞争优势明显，09 年轨道交通业务和农网自动化业务的利润贡献将更加明确。电网调度自动化产品在公司营业收入中的比重达到 33%，公司行业优势明显，由于产品结构调整使得毛利率提升 3 个点符合我们预期。变电站自动化竞争依然激烈，整个行业同质化竞争带来的价格战使得毛利率有所下降，不过我们认为随着国网二次设备统一招标的推进，公司凭借其强大的股东背景与技术实力，市场份额会逐步提升，毛利率企稳。09 年国家对于基础建设以及农网改造力度加大，公司轨道交通业务和农网自动化业务的利润贡献将更加明确。

后续资产整合是必然，但进程难以判断。我们对于集团资产整合相对乐观，从前期南自院合并武高所成立国网电力科学院，可以看出国网下属科研院所的整合已经相当明确；另一方面，我们认为国网公司清退下属企业职工股的进度不断推进，南瑞继保回归集团的预期更加明确。但是考虑到南瑞继保业已形成的规模和股东结构，我们认为其回归集团和进入上市公司的进程将存在时间上的不确定性。

根据公司 09 年经营计划，公司计划自筹资金 5080 万元，实施国电南瑞北京技术中心改造装修及配套实验、生产设施建设项目。加之公司前期计划增发

融资项目也一直有自有资金完成。我们认为公司可能依然存在融资需求。不过前期增发被否的原因在于公司与集团的关联交易的存在，因此我们认为公司必然会先解决关联交易，进行相关公司的整合。前期控股子公司国电南瑞（北京）控制系统有限公司和南京中德保护控制系统有限公司通过减资的方式转变为国电南瑞的全资子公司就是解决关联交易问题的一种方式。

维持公司“推荐”的投资评级。考虑到 09 年公司业绩增长依然可能受到客户工程进度的影响，调低前期预测，2009-2010 年 EPS 为 0.75 元、0.94 元，我们看好的是公司长期以来的技术优势和行业地位，而在未来资产注入预期更加明确的催化因素下，理应享有更高的估值水平，维持“推荐”评级。

荣信股份（002123）08 年年报：靓丽年报显示公司高速增长性依然明确

2 月 25 日，荣信股份公告 08 年年报，营业收入同比增长 58.69%，归属上市公司股东净利润同比增长 56.29%，每股收益 1.02 元，符合我们预期。

行业景气、新市场开拓顺利保证收入高速增长。在手订单充足，08 年新增订单增速达到 50%，订单结构有所调整，除冶金领域外其他领域比例上升。受益于节能减排政策行业需求不断扩大，08 年主导产品 SVC 依然有 44% 的高速增长。而其他产品 HVC、MABZ、VFS 则由于原有基数较低，增速超过 100%。公司结转至 09 年订单数达到 6.8 亿（含税），保证 09 年收入增长已无悬念。从行业订单结构来看，冶金领域比例有所下降，而其他发电、煤炭、铁路等领域的增长更加明确。我们判断，公司产品在冶金行业的需求来自新建和改造两个方面，因此宏观因素带来的冶金行业新增需求减少对于公司在该领域整体需求影响有限。而新领域的不断拓展，尤其是电网领域的进入，未来行业需求依然巨大，可以保证未来 3 年公司收入 50% 的增长。

原材料成本上升带来毛利率略有下降，未来虽然行业竞争逐渐加剧，但随着产品结构调整以及零部件配套能力提升，毛利率依然会保持在 50% 左右的较高水平。公司由冶金行业拓展到煤炭、电铁行业，相对而言新拓展行业的 SVC 单套容量相对冶金行业较小，销售价格也相对较低。另外，为提高产品性能公司开始采用光控晶闸管，而且主要零部件电抗器、电容器价格也有所上升，也使得成本一定程度上升。08 年下半年公司高毛利率订单的完成适当缓解了 SVC 毛利率的下降。我们认为，随着其他领域市场的不断拓展，由于产品结构的调整造成的毛利率下降可能还会持续。而且由于市场竞入者增多，产品价格下降也会使得毛利率有所降低。不过公司在成本控制方面不断加强，自有配套能力提升，如 09 年下半年新建电抗器产能达产，产品的利润水平依然可以稳定。而且随着产品性能的提升，公司销售议价能力也会提升，毛利率应该可以有效控制。

09 年高端新产品进展顺利，未来会加强公司持续竞争能力。公司一直依靠优越的研发实力，不断推出高端新品保证竞争优势。09 年将加快风电逆变装置、机车变频主传动系统、百 MVA 级 STATCOM、超大功率变频器等重大产品研发进度，可能带来新的利润增长点。

现金流状况依然值得关注。我们在前期的报告中指出，公司部分订单采用的节能还款方式，可能对现金流造成一定的压力。根据公司公告，90%的货款回款期在 6-12 个月，还有 10%的质保金要一年后才能收回。而随着公司订单增多，采购原材料垫付的资金也会增多。因此我们发现公司 08 年的现金流状况相对有所弱化。不过我们判断公司回款情况较好，主要原因在于客户质量较高，公司产品日渐得到市场认可。而且公司部分应收帐款投保中国出口信用保险公司，通过融信达业务可将应收帐款收回，保证了应收帐款的可回收性。另外按照公司战略发展，后续还会有项目投资，公司披露会通过利用自有资金、银行贷款以及再融资方式解决资金需求。

我们认为公司 09 年以后依然能够保持 50%以上的复合增长率，预计 2009-2011 年 EPS 为 1.55 元、2.32 元和 3.43 元，维持“强烈推荐”评级。

许继电气（000400）：看好直流业务以及平安入主以后带来的改善

我们于 09 年 2 月 12 日调研许继电气。

直流业务是公司产品中最具竞争力的部分。许继电气的直流业务包括换流阀设备和直流控制保护设备，根据 2020 年以前的直流项目规划，考虑到竞争加剧造成的市场份额下降以及价格下降，我们预计 2020 年以前许继电气的换流阀设备与直流控制保护设备的市场容量分别为 92 亿元和 24 亿元，平均每年直流业务收入贡献 10 亿元，以现有净利率及股本计算，将增厚 EPS 0.50 元。

行业新进入者增多导致公司市场份额下降值得关注。换流阀方面，国网嫡系电科院打破许继集团、西整两家企业平分市场的局面。直流保护业务方面，四方继保也开始参与许继电气、南瑞继保的竞争。预计未来产品利润率的下滑不可避免。

平安信托的进入给公司最直接的支持——资金。平安信托先期 20 个亿的资金已经到位集团，剩余 20 个亿的资金将在下半年到位。资金到位集团后 09 年我们判断至少节省出 6-8 千万的财务费用，直接增厚公司 EPS 0.15-0.20 元。平安信托入主许继集团以后，将继续支持集团输配电业务的整体上市，对于原有的管理层保持稳定，通过外部咨询公司对于集团发展战略、治理结构交易完善。我们认为平安信托入主以后可能带来的新的管理体制值得期待。

其他业务受益行业增长稳定增长。从目前公司订单增长情况以及国家依然对电网二次设备需求旺盛的现状来看，公司电网及发电系统业务的收入增长将保持 20%以上的增长速度。配网自动化、电气化铁道业务受益国家加大基础设施建设投资，未来高速增长趋时明确。

投资建议：不考虑资产注入，预计 2009-2010 年 EPS 为 0.50 元和 0.69 元，考虑 09 年完成资产注入，则 2009-2010 年 EPS 为 0.77 元和 1.01，维持评级为“推荐”。

平高电气 (600312): 特高压带动本部业绩高速增长, 平高东芝增速放缓影响有限

我们于 09 年 2 月 13 日调研平高电气。

本部特高压产品将是 2009 年以后的盈利增长点。我们认为 09 年开始国内特高压建设开始提速, 而平高电气作为国内特高压 GIS 的龙头, 必然享受较多的行业机会。我们预计未来几年公司百万千伏及 750kV 产品的销售收入可以达到每年 15 亿左右, 而特高压产品 20-25% 的毛利率必然能使公司业绩大幅提升。

订单饱满, 本部 GIS 销量毛利率同步提升。平高本部产品中, GIS 产品的比重在不断提升, 08 年中期在收入构成中的比重已经接近 70%。02 年以来公司 GIS 产量始终高速增长, 销量提高的同时, GIS 生产工艺、产品结构不断提高, 毛利率不断提升。我们预计未来三到五年, 本部 GIS 产量将维持 30%-50% 增长, 在销售收入所占比重将不断增加, 而毛利率仍有提升空间。

平高东芝受累竞争激烈及成本难以下降, 增速放缓。07 年以前平高东芝一直是上市公司的主要利润贡献者, 但是 08 年平高东芝由于行业竞争加剧, 为了保证市场份额不得不降价销售。加之日本的零件进口价格难以下调, 导致收入利润双双低于预期。我们认为平高东芝未来产品价格逐渐走低不可避免, 毛利率也将逐渐回到正常水平, 但是规模的扩大可以抵消毛利率的降低, 我们预计平高东芝未来可以在目前的盈利水平上保证稳定增长, 对于公司利润贡献的构成占比将逐步减少。

管理方面的改善值得期待, 再融资方案尚未确定。公司在成本控制方面采取的较多措施 (如集中招标采购、压缩中间代理费等), 随着公司销售问题的逐步解决, 营业费用率也会逐渐降低。公司新建产值 36 亿的新平高建设项目使得公司存在融资需求, 但融资具体方案尚未确定。

投资建议: 我们看好的是公司长期的发展趋势, 预计 2009-2010 年 EPS 为 0.62 元和 0.88 元, 维持评级为“推荐”。

金风科技(002202)、思源电气 (002028) 公布 08 年业绩快报, 增长符合预期

2 月 28 日金风科技公布 08 年业绩快报, 08 年营业收入增长 108.07%, 净利润增长 45.60%, 每股收益 0.92 元。我们在前期报告已经提出, 公司由于客户包括现场不具备条件以及由于银根紧缩而延迟确认收入, 销售风电整机所带来的收入低于预期, 不过公司全资子公司北京天润投资有限公司正式投入运营, 实现了两个自建风电场的销售, 通过出售风场使得整体业绩符合预期。我们判断 09 年公司依然会高速增长, 预计 2009-2010 年 EPS 为 1.29 元、1.69 元, 维持“推荐”评级。

2 月 28 日思源电气公布 08 年业绩快报, 08 年营业收入增长 27.70%, 净

利润增长 27.16%，扣除非经常性损益后的净利润增长 45.41%，每股收益 1.26 元。思源电气传统主业消弧线圈、高压开关、高压互感器的增长速度较前期已经放缓，09 年对于公司而言处于增速低谷，仅靠原有主业以及电容器、电抗器、油色谱在线检测仪的增长保持稳定增长，SVG 逐步开始贡献业绩，而 GIS 的业绩贡献则要体现在 2010 年。另外公司公告设立思源弘瑞自动化公司，新的战略储备又已形成。我们认为清晰的长期发展战略是公司未来业绩增长的驱动因素，而公司优秀的成本控制能力、较强的产品定价能力、新开拓的产能以及良好的市场拓展战略保证了公司长期发展不存在瓶颈。预计公司 2009-2010 年 EPS 为 1.45 元、2.06 元，维持“强烈推荐”评级。

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	28.79	17.15	13.48	23.32	强烈推荐	无
002028	思源电气	1.26	1.45	2.06	24.11	20.95	14.75	30.38	强烈推荐	无
002123	荣信股份	1.02	1.55	2.32	35.93	23.65	15.80	36.65	强烈推荐	无
600406	国电南瑞	0.49	0.75	0.94	47.73	31.19	24.88	23.39	推荐	无
600312	平高电气	0.40	0.62	0.88	39.53	25.50	17.97	15.81	推荐	无
600517	置信电气	0.56	1.14	1.35	36.21	17.79	15.02	20.28	推荐	无
002202	金风科技	0.91	1.29	1.69	35.16	24.81	18.93	32.00	推荐	无
600875	东方电气	0.27	2.28	2.81	119.5	14.13	11.47	32.27	推荐	无
002074	东源电器	0.34	0.52	0.65	34.26	22.26	17.79	11.65	推荐	无
000400	许继电气	0.10	0.50	0.69	142.0	28.40	20.58	14.20	推荐	无
600268	国电南自	0.46	0.63	0.83	30.66	22.32	16.88	14.09	中性	无
600550	天威保变	0.80	1.06	1.43	28.46	21.60	16.06	22.91	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