

深度报告

电力设备行业

2009 年二季度投资策略

推荐

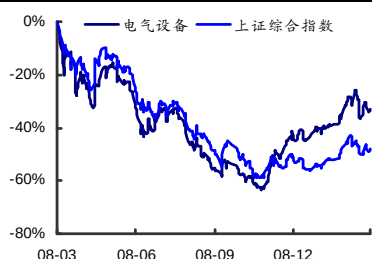
(维持评级)

2009 年 3 月 20 日

本报告的独到之处

- 分析了国网公司投资未达预期的影响。
- 对近期取向硅钢的趋势进行了分析。
- 对近期水电的发展趋势机型进行了讨论。

一年收益率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《电力设备行业投资策略: 输变电行业——持续繁荣仍可期待》

——2008 年 12 月 9 日

《行业深度研究报告: 高端电力变压器制造业——依然是稳健前行》

——2008 年 10 月 13 日

《电力设备行业投资策略: 行业景气不因宏观经济减速而改变》

——2008 年 06 月 13 日

电力设备行业首席分析师: 彭继忠

电话: 021-68866203

Email: pengjz@guosen.com.cn

电力设备行业助理分析师: 皮家银

电话: 021-68866205

Email: pijy@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

季度投资策略

中长期仍具长期投资价值

● 行业整体短期估值较为充分, 关注中长期价值

当前电力设备行业主要公司 2009 年预测的 PE 大部分都在 20~30 倍之间, 与其他行业估值相比我们认为短期内估值已较为充分, 但对于其中具备核心竞争优势的企业而言, 我们认为仍具备中长期投资价值。

我们仍然看好如下公司: 特变电工、东方电气、平高电气、国电南瑞、浙富股份、思源电气、荣信股份、东源电器。

● 2009 年国网公司投资力度未达预期影响并不严重

过去三个月中, 国网公司 2009 年的投资力度低于之前的计划可认为是一个重大事件。不过我们认为影响并不严重: 1、国网和南网两家公司投资总和仍较 2008 年增长了 14.4%; 2、超高压、特高压的投资力度仍是在增强; 3、稳健增长而非“大起大落”实际上更有利于输变电产业的健康发展。

● 2009 年取向硅钢价格将会持续低迷, 有利于变压器行业

过去三个月中, 取向硅钢价格的大幅下降是另一个重大事件。我们认为价格下滑的主要原因在于: 1、由于全球经济形势的低迷所导致的国外钢企加大对中国市场的出口; 2、内资企业产量的增加; 3、钢铁行业整体的不景气。这些因素我们认为在 2009 年将继续产生影响, 对变压器行业较为有利。

● 水电项目核准可能加速

2007、2008 年国内水电核准的进度显著放缓, 两年中每年核准的水电项目规模低于一般性认为正常所需要的 1,200 万千瓦。我们认为这将导致自 2009 年起可能形成一个水电项目核准的小高潮, 对于大中型水电设备制造商而言将面临阶段性的繁荣机会。

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	090306 收盘价	P/B(X)		EPS (人民币)		P/E (X)			投资评级
		2008E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
特变电工	25.0	5.3	0.45	0.84	1.21	56	30	21	推荐
浙富股份	27.6	2.5	0.56	0.84	1.12	49	33	25	推荐
东方电气	32.5	14.7	2.26	0.04	2.12	14	-	15	推荐
平高电气	15.9	4.8	0.34	0.42	0.50	47	38	32	推荐

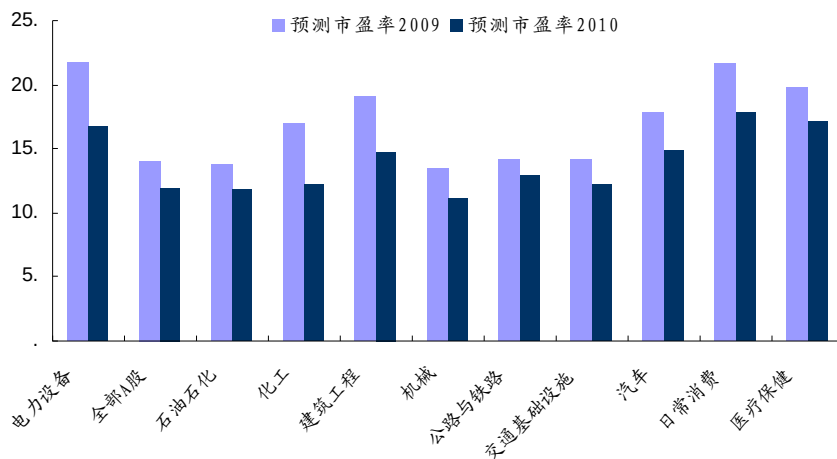
资料来源: 国信证券经济研究所预测

电力设备行业：明确的业绩是估值的保障

我们统计了电力设备行业及其他一些类似的制造业以及一些消费类行业的相关数据，并计算了以 2009、2010 年业绩预测的估值比率结果如下图。

从 2009、2010 年预测的 PE 来看，电力设备行业整体估值高于市场全部 A 股的估值水平，但是并非格外突出，与另外一些行业如消费、医疗、工程建筑板块估值则较为接近。我们认为，电力设备板块目前的估值水平虽略显偏高，但仍属合理水平，尤其是其中的一些具有中长期内在价值的公司其估值风险更小。

图 1：电力设备行业的估值偏高但仍属合理水平



资料来源：国信证券经济研究所

表1：重点公司盈利预测及估值表

公司名称	公司代码	收盘价		EPS			P/E			P/B		评级
		2009-03-06	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
特变电工	600089	25.0	0.84	1.21	1.46	30	21	17	5.3	4.1	3.2	推荐
浙富股份	002266	27.6	0.84	1.12	1.4	33	25	20	2.5	2.2	1.8	推荐
平高电气	600312	15.9	0.42	0.50	0.60	38	32	27	4.8	4	3.3	推荐
东方电气	600875	32.5	0.04	2.12	3.28	-	15	10	14.7	6.6	3.5	推荐
国电南瑞	600406	23.1	0.49	0.66	0.76	47	35	30	6.6	6	5.5	推荐
思源电气	002028	30.7	1.25	1.48	1.7	25	21	18	4.3	3.7	3.2	推荐
荣信股份	002123	38.6	1.02	1.40	1.82	38	28	21	6.2	4.9	4	推荐
东源电器	002074	11.1	0.36	0.47	0.59	31	24	19	2.8	2.4	2	推荐
天威保变	600550	23.4	0.81	0.91	1.0	29	26	23	7	5.8	4.8	谨慎推荐
金风科技	002202	34.4	0.92	1.21	1.4	37	28	25	6.5	4.7	3.5	谨慎推荐
三变科技	002112	10.9	0.35	0.4	0.45	31	27	24	1.5	1.4	1.3	谨慎推荐
哈空调	600202	15.1	1.0	1.01	0.91	15	15	17	5.7	4.8	4.2	谨慎推荐
智光电气	002169	14.3	0.31	0.47	0.64	46	30	22	2.5	2.2	1.9	谨慎推荐
宝胜股份	600973	15.8	0.85	1.07	1.31	19	15	12	1.4	1.2	1	谨慎推荐

数据来源：国信证券经济研究所

电网建设投资力度仍可接受

今年初国家电网公司提出的电网投资计划可能让所有投资者大跌眼镜——2009 年国网公司计划完成固定资产投资 2,600 亿元, 其中电网投资 2,500 亿元。根据国网公司公布的 2008 年数据, 去年完成固定资产投资 2,579 亿元, 相比 2007 年增长 14.2%, 其中电网投资 2,475 亿元, 同比增长 15.9%。也就是说, 2009 年的国网公司的电网投资力度几乎没有增长。

投资者之所以会对国网公司 2009 年电网建设力度判断失误, 主要是因为公布 2009 年投资计划 2 个月之前即 2008 年 11 月, 国网公司高调宣布 3 年内要投资 1.16 万亿元用于电网建设, 而且言之凿凿地披露了这些投资的大致投向, 如称“跨国、跨地区联网工程 2,400 亿元、大型水电、煤电、风电送出工程 3,100 亿元、城市电网改造 3,000 亿元、农村电网 2,500 亿元、提高抗灾能力 200 亿元、水电建设 400 亿元”。

相比之下, 南方电网公司的投资力度则与之前的预期较为符合。2009 年南网公司计划完成固定资产投资 1025 亿元, 其中电网建设投资 879.9 亿元, 两者分别计划实现 58%和 83%的增长。

国网公司的计划为何在短短 2 个月的时间内出现如此大的落差? 我们认为财力限制可能是一个重要原因。事实上, 在我们于 2008 年 12 月初完成的电力设备行业 2009 年度策略报告(《输变电行业: 持续繁荣仍可期待》, 2008.12.09)中, 我们当时就对国网公司所谓 1.16 万亿的投资计划有所怀疑, 并且估计最后可以实现的额度大约是计划的 70%。

我们当时做出判断的依据主要是在于对国网公司财务能力的怀疑。国网公司在过去数年中依靠固定资产折旧以及经营性应收项目的减少、应付项目的增加维持了庞大的投资性现金流, 但我们估计通过这种方式支持的投资性现金流规模最多只能达到 2,200 亿元。如果其资产负债率到 2011 年提高到 72%, 其支持的年均投资规模最多可以达到 3,000 亿元,

2008 年国网公司因受灾、电价调整等因素影响, 仅完成利润总额 96.6 亿元, 较 2007 年的 471 亿元同比下降 79.5%。2009 年国网公司的经营形势更不乐观: 由于经济减速, 2009 年全国全社会用电量增速预计很可能低于 5%, 不排除更低增长的可能, 这将给国网公司的盈利施加更大的压力。我们认为, **2009 年国网公司投资力度没有达到之前计划的根本原因是财务压力所致而并非是投资意愿下降。**

在上述判断的基础上, 我们对电网投资及对输变电行业影响有如下观点:

1、虽然国网公司 2009 年的投资力度未能达到预期, 但是两大电网公司 2009 年电网建设总投资仍有 3,380 亿元, 较 2008 年仍是增长了 14.4%, 这也为输变电设备行业的持续景气奠定了基调。

2、特高压电网建设仍是电网投资的重要方向。据相关数据, 国网公司 2009、2010 两年特高压电网的投资金额将达到约 830 亿元, 而 2008 年包含 750kV 在内国网公司的特高压投资仅为 108 亿元。可以看出, 尽管国网的电网投资整体上增长不明显, 但对超高压、特高压电网的建设并未放缓, 相关上市公司的订单仍值得期待。

3、国网公司 2009 年投资力度未达预期也并非坏事，不论如何，我们还是认为“细水长流”对输变电行业而言仍是个不错的选择。投资力度的“大起大落”实际上不利于输变电设备行业的健康发展，火电发电设备行业可谓“前车之鉴”。

4、输变电设备企业 2009 年的订单数量整体上增速将有所放缓，但较其他行业而言已经好很多。

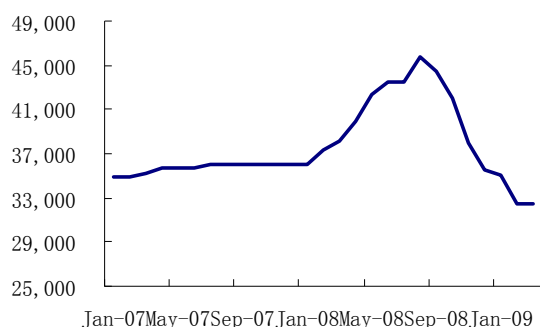
在当前管理层实施积极的财政政策拉动内需的方针指导下，我们认为电网投资仍是一个实施政策的有效方向。以 500kV 输电工程为例，每百公里输电线路分别需要钢材 5,000 吨、铝材 2,000 吨、混凝土 7,000 立方米，产业拉动作用较为突出。从这个角度出发，我们觉得未来国内电网投资力度或出现意料之外的变化也未尝可知。

原材料价格形势如期发展，有利于行业

2009 年的前 3 个月钢材价格有所上涨，但幅度并不大，而一些龙头企业 4 月份出厂价格的下调表明钢材价格的上涨还是缺乏足够的经济基础。考虑到全球及国内的经济形势，我们认为以钢材为代表的主要工业原材料在 2009 年很可能维持一种低位盘整的态势。

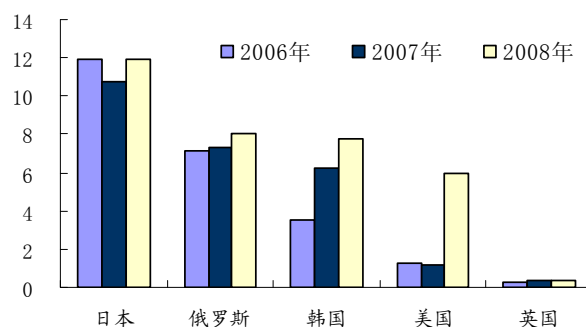
作为变压器行业最主要原材料的取向硅钢在过去 3 个月的发展态势与我们在 2009 年年度策略报告中的判断完全吻合。2008 年国内取向硅钢进口达到 35.3 万吨，同比增加 31.7%，进口数量大幅增加对国内市场价格产生了重要影响。

图 2：取向硅钢价格下降—武钢 30Q130（单位：元/吨，含税）



资料来源：国信证券经济研究所

图 3：2008 年国外钢企对中国出口增加（单位：万吨）



资料来源：国信证券经济研究所

显然，我们之前判定取向硅钢价格下降的因素仍然存在，并且继续在 2009 乃至 2010 年发挥作用。这些因素包括：

- 1、国内产能增加。2009 年宝钢 7 万吨的产量将达到武钢产量的近 20%，两者总量将超过 42 万吨。
- 2、进口数量增加。国外需求的不景气促使国外钢企加大对中国的出口，为此这些企业的产品价格有较大幅度的下降，如一个多月前部分俄罗斯的产品价格甚至比武钢还要低 20%。此外由于 2008 年以来韩币的大幅贬值韩国浦项的产品也有大幅下降。不过需要注意的是，日本钢企的产品

价格较为稳定。主要原因在于日本产品牌号最高，且日币较坚挺的缘故。这对一些主要依赖日本钢企的国内变压器企业如天威保变并不能享受到价格下跌的好处。

- 3、鞍钢等企业的取向硅钢可能会在今年年底获得突破，对 2010 年及之后的供应格局也会产生影响。

取向硅钢价格低位徘徊将有利于所有的变压器制造类上市公司，尤其是那些握有巨额订单的企业，其变压器订单价格与实际生产时取向硅钢价格之间的“时间差”为提升公司盈利创造了很好的条件。

水电项目核准可能加速

根据中电联公布的数据，2008 年国内水电新增装机达到 2,010 万千瓦，是近年来最高的数字。但从水电制造设备的投资标的出发，我们更关心的是未来水电建设规模的增长。

从中长期看，可以依靠的数据是国家的水电开发计划。由于大中型水电的投资金额大、影响范围广、建设周期长，因此一般需要提前很长时间进行项目的可行性论证。据统计，截至 2007 年下半年大中型水电站正在开展预可行性研究的约 8,200 万千瓦，此外还有开展可行性研究或已经完成可行性研究待核准的约 5,100 万千瓦。

与此同时，国家核准的进度却在放缓。2006 年水电项目的核准规模是一个小高峰，当年核准水电项目总计 13 个，总规模达到 1,951 万千瓦。但在随后的 2007、2008 年核准项目显著减少，尤其是 2008 年仅仅核准了几百万千瓦装机容量，其中由于四川地震影响而对水电项目的安全性提出更高要求也是影响因素之一。

一般认为，为了保持“十二五”及 2020 年水电建设项目持续稳定发展，我国每年核准开工的水电建设项目需要保持在 1,200 万千瓦以上，2007、2008 两年的核准低潮无疑需要进行事后的弥补。事实上，据有关数据 2009 年等待核准的水电项目总装机量超过 5,000 万千瓦。我们认为，在经过两年的谨慎核准后，2009 年有可能迎来一个水电项目核准的新高潮。

不过需要注意的是，一部分水电项目在发改委正式核准之前就可能已经开始动工甚至进行了设备招标，这在 2004、2005 年的火电建设狂潮中屡见不鲜——当年情况如此失控以至于发改委不得不强行缓建和停建了一批违规的火电项目。

即便如此，我们的基本判断是当前水电建设进入新一轮的高峰期，也就是我们之前所说的“后三峡”时代已经拉开了帷幕，而具备大中型水电设备制造能力的企业将迎来一个阶段性的繁荣期。

重点关注公司简评

特变电工（600089）

公司未来业绩的稳定增长，主要源于以下因素：

1、高端产能扩张。公司产能扩张完成后将可能达到 1.8 亿 KVA，而且主要是 220kV 以上产品，是业绩高速增长的主要动力。

2、主要原材料价格低位维持。目前取向硅钢、铜、铝价格从高位显著回落，而公司在手约 160 亿元订单无疑在原材料价格回落时对毛利率提升有重要影响。

3、规模效应越发明显。公司营业费用、管理费用随收入的快速增长被迅速摊薄，这种规模效应预计在 09、10 年还将继续体现。

我们维持公司 2008、2009 年 EPS 分别至 0.84 和 1.21 元，维持 30 元的目标价和“推荐”投资建议不变。

浙富股份（002266）

公司视国内大中型水电机组制造商中唯一的民营企业，有成为国内水电机组领先制造商的潜力。公司未来业绩的支撑因素在于：

1、技术实力不断提升，已经获取 25 万千瓦混流式水电机组订单，并正在争取更高技术水平的项目。

2、公司通过与外商合作在抽水蓄能机组方面有一定优势，而未来我国抽水蓄能有望获得快速发展，我们估计每年设备需求大约有 30 亿元。

3、2009-2010 业绩刺激因素：产能扩张带来收入扩张，钢材价格下跌提升产品毛利率水平。

公司 2008 年 EPS 为 0.84 元。我们预计公司 2009、2010 全年 EPS 分别为 1.12 和 1.40 元，维持公司“推荐”投资建议。

东方电气（600875）

2008 年由于地震以及受原材料价格冲击的影响公司业绩表现不佳，2009 年传统的火电设备业务也面临订单下降以及交货推迟的考验。尽管如此，我们仍然认为仍有一些积极的因素支持业绩的回升，如当前部分原材料如钢材的价格下行将有助于毛利率的提升。

虽然火电业务的衰退短期内难于避免，但公司的风电业务对业绩将产生足够支撑。2009 年生产有望完成 1,200 台，收入确认可能达到 800 台，相应收入将超过 70 亿元，较 2008 年有显著增长。从长期增长潜力看，我们认为公司的风电业务行业龙头的地位将日趋稳固，在风电装机仍在持续快速增长的情况下，公司风电业务的内在价值不言而喻。

我们暂时维持 2008、2009 年 EPS 分别为 0.04 和 2.12 元预测不变，同时将视公司订单推迟程度和比例进行适当的调整。

平高电气（600312）

公司订单依然饱满，产能不足及零部件供应是主要的瓶颈。原材料的价格下跌、750kV 及特高压产品比重的上升对 2008 年业绩已经产生了积极影响。2009 年这些积极影响因素有所减弱，但 2010 年有可能再次产生重大贡献。

公司在管理效率提升方面也有所成效，其在成本和费用控制方面的努力对于盈利有正面贡献。

近期关于国网公司整合的传闻我们认为市场可能对其正面影响过于高估，已经隶属国网公司的国电南瑞的业绩表现或许能说明一些问题。

我们预测公司 2008、2009 年 EPS 分别为 0.42 和 0.50 元，维持“推荐”投资建议不变。

荣信股份（002123）

公司已经明确了 SVC、大容量高压变频、风电变流器三项核心业务，我们认为公司的未来发展前景更为坚实。

1、截至 2008 年末公司在手订单仍有 6.8 亿元，而新产能预计将在 2009 年中期开始释放，届时包括 SVC 以及高压变频产品的销售收入将会大幅提高。

2、公司在高端大容量变频器方面已经有所成果，2009 年业务收入有可能维持 100% 的增长。风电变流器方面 2009 年也会有所突破。

3、从竞争格局看，会有更多的企业参与到 SVC 领域中来，但我们认为未来 2~3 年这些竞争对手并不会对公司产生实质性的影响。

公司 2008 年 EPS 为 1.02 元，我们预计公司 2009、2010 全年 EPS 分别为 1.40 和 1.82 元，维持“推荐”投资建议不变。

思源电气（002028）

基于输变电行业的高度景气和公司较好的管理团队，我们认为公司仍可保持较快的成长步伐，其中关键因素在于：

1、公司毛利率稳定高位运行。公司在高压开关、消弧线圈等领域领先地位及在产品价格和原材料成本上较好的控制能力，有助于公司保持高毛利。

2、GIS 产品在 2009 年下半年开始对业绩有所贡献。我们估计 GIS 产品在 2009 年的下半年或更晚一些开始逐渐放量，在完全达产后 GIS 产品给公司带来新增收入有可能超过 8 亿元。

3、公司业务多元化进展顺利。公司积极布置了新业务增长点，包括 GIS，SVG，数字化继电保护装置，以及中压电抗器。这些产品均受益于电网改造和设备升级，市场前景较好。

公司 2008 年 EPS 为 1.26 元我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 1.48 和 1.80 元，维持“推荐”建议不变。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿軻	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煊	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456