

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

估值压力成为短期制约因素

2009 年 03 月 27 日 何本虎 电力设备高级研究员 86-755-22622283 hebh@pasc.com.cn

1、一季度，电力设备平均涨幅为 37.3%，超越上证指数幅度 30.4%为 6.9 个百分点。3 月份，电力设备平均涨幅为 15.8%，超越上证指数幅度 14.8%为 1 个百分点。季度表现看，哈空调、湘电股份、天威保变、金风科技、卧龙电气、宝胜股份等个股表现不错。3 月份表现看，湘电股份、天威保变、科陆电子和奥特迅表现不错。

2、行业动向：(1) 全国能源工作会议宣布了 2009 年电力投资规划，总投资将达 5800 亿元，核电、风电等新能源建设将明显提速。同时，煤电基地建设将带动特高压和空冷设备发展。(2) 2009 年 2 月，国家电网和南方电网分别公布了 2009 年投资规划。国家电网低于预期，南方电网数据正常，总体增长 17%左右，属于可接受范围。(3) 《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》出台，将迎来太阳能发展的新时代。(4) 电站设备、一次设备等主要制造业看，铜、钢材和取向硅钢等关键原材料一季度的价格均没有明显上涨，总体较为有利。

3、一季度属于年报集中期，宝胜股份、国电南瑞、天威保变、哈空调、平高电气等一批公司公布了年报。我们也调研了部分公司，将部分公司的最新观点与大家分享。

4、投资策略：(1) **关注价值低估品种**。重点推荐哈空调和东方电气。哈空调作为空冷行业的龙头，公司具备持续成长能力，目前仍是估值最低的品种，价值回归空间最大，维持“强烈推荐”。我们测算分项估值表明，东方电气价值仍低估。传统业务按照 20 元计算，风电按照 18 元计算，核电业务按照 7 元计算，综合测算的单位价值为 45 元。即使给予 10%的风险折扣，目标价在 40 元附近，维持强烈推荐。

(2) **关注催化剂品种**。特变电工 2008 年报即将公布，预计数据不错。受益于原材料价格下降，预计一季度业绩也有较好表现，公司行业地位和成长性的市场认同度高，防御性良好。天威保变是太阳能龙头企业，上次调研后本拟下调业绩预测和评级，但我国最新出台的补贴政策改变了公司的发展预期，预计仍有持续活跃的机会。

(3) **短期估值合理的公司以持有为主**。我们认为，20 倍 PE 作为短期难以突破的心理关口对股价形成压力。我们认为，浙富股份具有成长为大公司的潜力，可以获得相对高的 PE。国电南瑞由于有整合预期存在，20 元附近将成为买点。另外，思源电气也有长线投资价值。

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		3.27	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
600202	哈空调	16.27	1.00	1.13	1.45	16.3	14.4	11.2	强烈推荐
600875	东方电气	35.95	0.44	2.07	2.54	81.7	17.4	14.2	强烈推荐
600089	特变电工	26.93	0.83	1.17	1.58	32.4	23.0	17.0	强烈推荐
600050	天威保变	31.28	0.81	1.13	1.38	38.6	27.7	22.7	推荐
002266	浙富股份	26.3	0.84	1.15	1.65	31.3	22.9	15.9	推荐
600406	国电南瑞	24.02	0.49	0.75	0.91	49.0	32.0	26.4	推荐
002202	金风科技	39.02	0.91	1.23	1.66	42.9	31.7	23.5	推荐
002028	思源电气	29.8	1.26	1.38	1.82	23.7	21.6	16.4	强烈推荐

目 录

一、二级市场表现回顾.....	3
二、行业动向.....	4
1、国家 2009 年电力投资规划出台	4
2、“两网”分别公布年度投资规划	6
3、我国太阳能补贴政策出台	7
4、原材料价格在有利区间波动	8
三、部分重点公司动态及平安观点	10
1、宝胜股份：公布超导电缆澄清公布及 2008 年报	10
2、东方电气：研究报告——从金风科技看东方电气，维持“强烈推荐”	10
3、国电南瑞：公布 2008 年报及股东大会	11
4、哈空调：公布 2008 年报	11
5、金风科技：公布 2008 年报	11
6、科陆电子：调研	12
7、平高电气：2008 年报及调研	12
8、思源电气：2008 年报	13
9、天威保变：2008 年报、中标葛沪直流及行业补贴政策	13
10、特变电工：中标“宁东——山东”10 台 660KV 换流变压器.....	14
四、行业投资策略.....	14
1、关注价值低估品种	14
2、关注催化剂品种	14
3、短期估值合理的公司以持有为主	15

图表目录

图表 1 电力设备主要公司 2007 年二级市场表现一览表.....	4
图表 2 电站建设年度变化对比图	5
图表 3 新投产火电年度变化对比图	5
图表 4 新投产风电年度变化对比图	6
图表 5 电网投资年度变化对比图	7
图表 6 多晶硅价格对发电成本比较分析表	8
图表 7 太阳能发电成本折算表	8
图表 8 LME 三月期铜走势图	9
图表 9 冷板价格走势图	9
图表 10 取向 30Q130 价格走势图	10
图表 11 低估品种主要财务数据一览表	14
图表 12 催化剂品种主要财务数据一览表	15
图表 13 电力设备气压企业主要财务数据一览表	15

一、二级市场表现回顾

总体表现略超越大盘

一季度，电力设备平均涨幅为 37.3%，超越上证指数幅度 30.4% 为 6.9 个百分点。3 月份，电力设备平均涨幅为 15.8%，超越上证指数幅度 14.8% 为 1 个百分点。

个股显著分化

季度表现看，哈空调、湘电股份、天威保变、金风科技、卧龙电气、宝胜股份等个股表现不错。除了天威保变和金风科技属于研究员广泛关注的品种外，哈空调、湘电股份、卧龙电气和宝胜股份也是平安证券重点跟踪的品种，并持续给予哈空调和卧龙电气“强烈推荐”投资评级。

湘电股份 08 年业绩低于预期，风电进程也低于预期，2009 年预计实现 150 套左右销售，成套将略有盈余，直驱电机对 EPS 影响预计超过 0.30 元，全年按照 0.60 元 EPS 计算，目前股价偏不低，我们维持“推荐”评级。

宝胜股份的上涨主要缘于超导电缆的题材，交易性成分较重，我们维持 0.78 元的每股收益预测，维持“中性”评级。

3 月份表现看，湘电股份、天威保变、科陆电子和奥特迅表现不错，天威保变主要缘于新能源补贴政策出台，科陆电子和奥特迅则显示小盘股的弹性。

几点启示

(1) 主流品种表现不好的原因

从主流品种的表现看，东方电气、国电南瑞、许继电气、平高电气、特变电工等龙头品种均落后于大盘。特别是 2008 年表现最好的电力设备股特变电工，在月度和季度都落后于大盘。

我们认为，主要有两方面的原因：一方面，电网投资数据低于预期，另一方面，经过 2008 年第四季度的良好表现后，面临估值压力。东方电气的表现一般除了上面的原因外，市场对行业的过分悲观和估值的理解偏差是主要原因，存在纠正的机会。

(2) 估值优势和成长潜力是核心

最为典型的是哈空调，2008 年的优秀年报数据打消了市场的怀疑，我们预计，2009 年仍存在超出预期的机会，估值仍有提升空间。

(3) 新能源持续看好

在新能源中，风电最为明确，增速快，业绩体现明显，可以享受相对高的估值。我国新出台的太阳能补贴政策对缓解行业压力有积极意义，也将提高市场的乐观预期。

图表 1 电力设备主要公司 2007 年二级市场表现一览表

代码	简称	行业	股本(万股)	3.27 收盘(元)	涨幅(%) (3.1-27)	涨幅(%) (1.1-3.27)
600875	东方电气	电站	88200	35.96	14.7	20.7
600202	哈空调	电站	31945	16.27	15.8	61.2
002266	浙富股份	电站	14319	26.3	11.7	26.0
601727	上海电气	电站	1250769	7.57	12.1	31.0
600268	国电南自	二次	18924	13.99	8.6	12.5
600406	国电南瑞	二次	25506	24.02	10.3	17.8
000400	许继电气	二次	37827	14.97	10.6	13.9
600416	湘电股份	新能源	23500	16.5	46.8	125.1
002009	天奇股份	新能源	22101	10.66	14.7	42.9
600550	天威保变	新能源	116800	31.28	37.9	55.1
002202	金风科技	新能源	100000	39.02	18.8	54.5
600580	卧龙电气	一次	28332	11.16	22.4	57.9
600089	特变电工	一次	119825	26.93	14.1	12.8
600312	平高电气	一次	51124	15.96	0.6	16.1
600973	宝胜股份	一次	15600	15.35	15.4	100.7
002123	荣信股份	一次	12800	39.6	3.9	14.2
002074	东源电器	一次	14076	11.5	9.0	21.1
002121	科陆电子	一次	12000	23.54	22.6	23.9
002227	奥特迅	一次	10858	17.4	23.7	31.8
002028	思源电气	一次	27480	29.8	2.9	6.4
平均					15.8	37.3
上证指数					14.8	30.4

资料来源：平安证券

二、行业动向

1、国家 2009 年电力投资规划出台

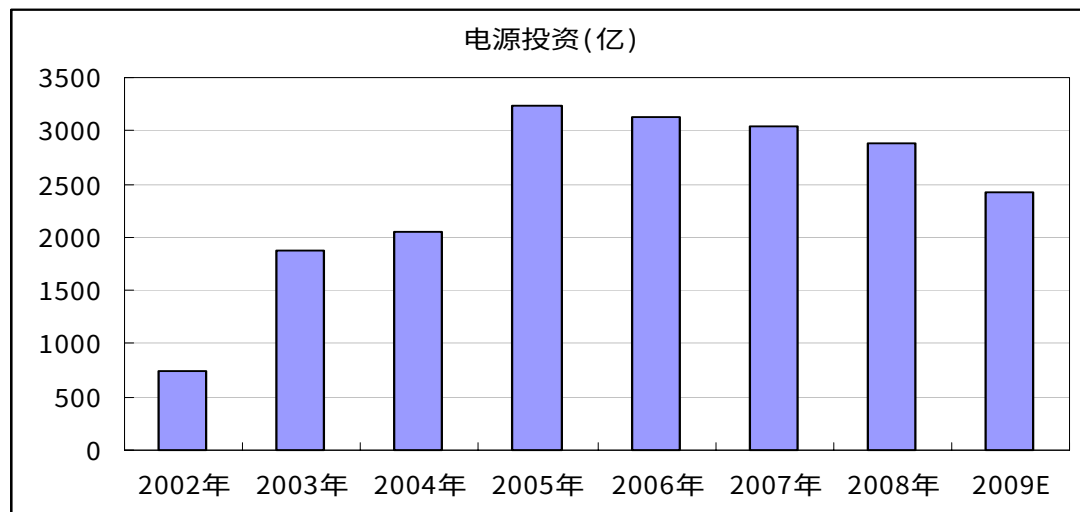
2 月 3 日召开的全国能源工作会议宣布，今年国家对电力的总投资将达 5800 亿元，核电、风电等新能源建设将明显提速。其中，按照规划，今年起国家将力争用 10 多年时间，在甘肃、内蒙古、河北和江苏等地建成几个上千万千瓦级风电基地。

看点一：电站投资继续下降，但并不悲观

依照电网规划，“两网”2009 年投资约 3380 亿，也就是说，电站为 2420 亿，较 2008 年下降 16%。2008 年下降幅度为 5%，2009 年幅度明显加大。

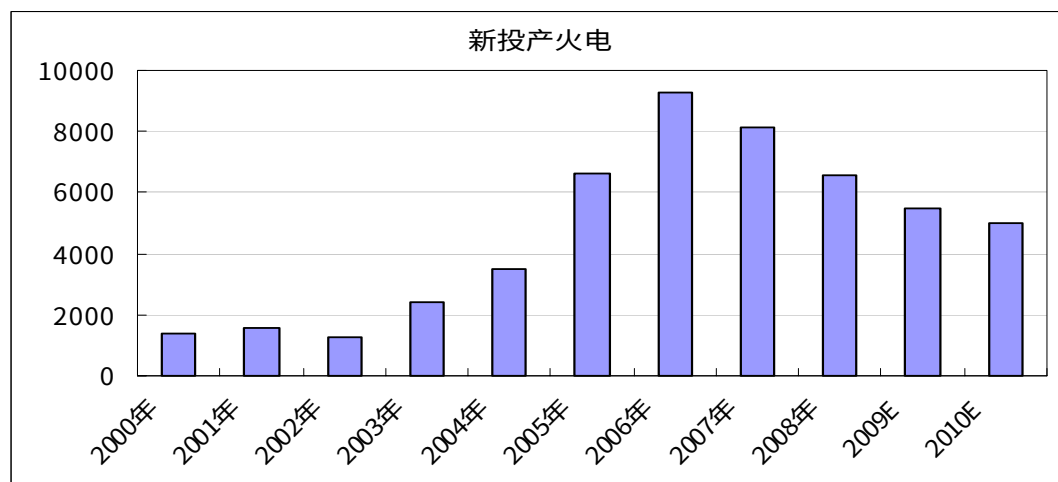
如果说电站投资下降属于预期之中的话，那么，电站下降幅度要好于市场预期。2008 年，考虑关停并转的 1669 万千瓦，实际投产为 6575 万千瓦，预计 2009 年不会低于 5500 万千瓦，实际下降幅度为 16%，数据好于市场悲观预期的下降 50%左右。对东方电气为代表的龙头企业而言，基本没有影响。

图表 2 电站建设年度变化对比图



资料来源：平安证券

图表 3 新投产火电年度变化对比图



资料来源：平安证券

看点二：新能源比例逐步提高

根据规划，2009 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。

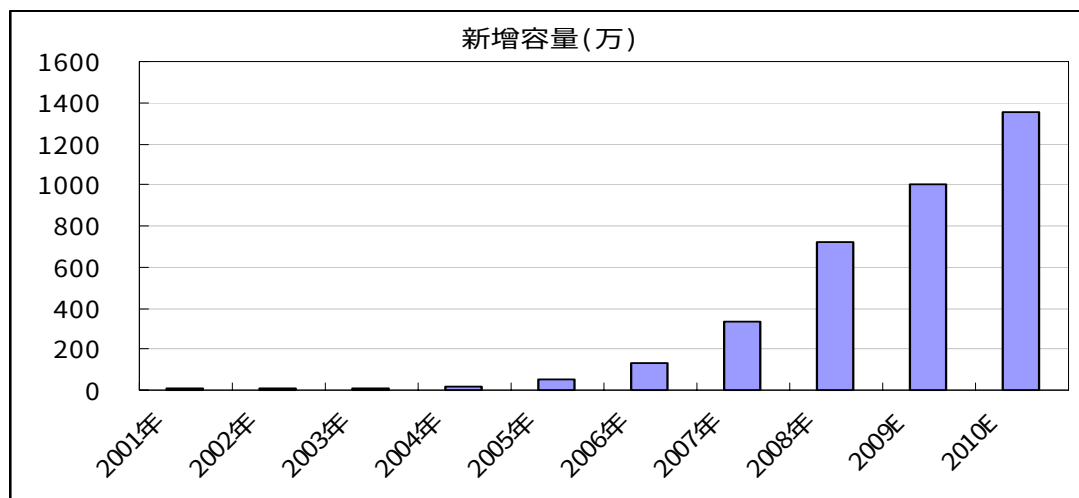
同时，从 2009 年起，力争用 10 多年时间在甘肃、内蒙古、河北和江苏等地建成几个上千万千瓦级风电基地。其中，甘肃地区 2010 的风电规划从原来的 120 万千瓦提高到了 500 万千瓦。

核电和风电作为可再生能源的重要组成部分，由于经济性接近火电，近年来发展明显提速，预计在能源结构中的比重将进一步提高。相对而言，风电由于建设周期短，对相关企业的影
响更为直接。

风电的发展速度一直在超预期中发展，2008 年的 720 万千瓦同比增长 118%，再次超出市场预期。我们认为，超出预期可能成为一种常态。

保守预计，2009 年将新增 1000 万千瓦，2010 年新增 1350 万千瓦，增速虽然有所下降，但幅度并不低。

图表 4 新投产风电年度变化对比图



资料来源：平安证券

看点三：坑口电厂成主要方向

在 2009 年的电力投资规划提到，大型煤电基地建设在 2009 年也将全面提速。年内国家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。

同时，国家还将加快关停技术落后、能耗高小火电、小煤矿和小炼油，加快建设大型能源基础设施和重大能源项目。今后三年分别计划关停 1300 万千瓦、1000 万千瓦和 800 万千瓦（小火电机组），相应建设大型高效清洁燃煤机组 5000 万千瓦。

应该说，上述规划完全符合我们一直以来的思路。国家以建设坑口电厂的发展思路带来两点效应：一方面，由于资源分布与电力需求的地区不平衡，坑口电厂将带动特高压的发展；另一方面，煤炭分布在缺水地区的特点将带动空冷设备的发展。

2、“两网”分别公布年度投资规划

2009 年 2 月，国家电网和南方电网分别公布了 2009 年投资规划。

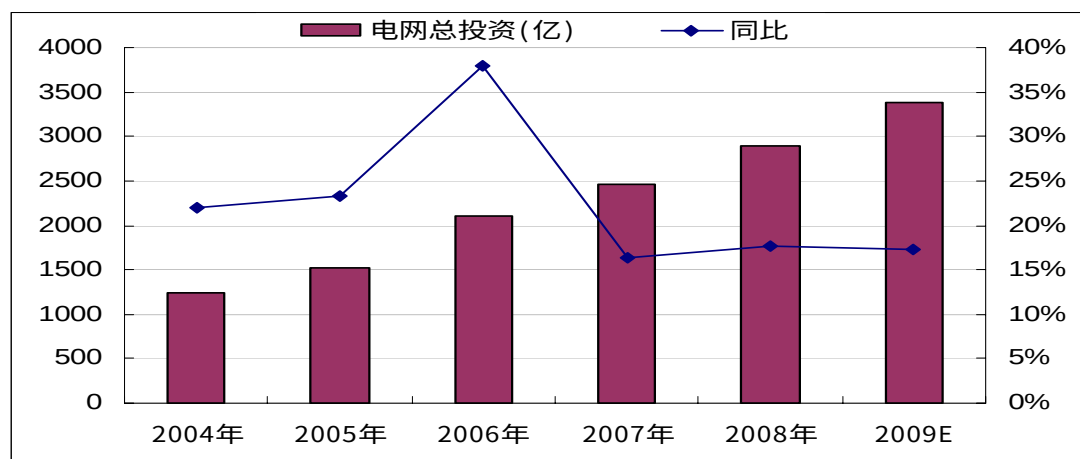
看点一：总体规模低于预期，但能够接受

2009 年，国家电网固定资产投资将达 2600 亿元，同比增加逾 100 亿元。其中，用于电网建设投资部分为 2500 亿，同比增加 100 亿。

南方电网计划在今年完成固定资产投资 1025 亿元人民币，较去年增加 20%。其中将斥资 880 亿元建设电力网，资金投入规模较去年增长 83%。

如果说国家电网投资低于预期的话，由于南方电网用于电网部分增长 83%，使得行业增长达到 17%，与 2008 年基本持平，仍在可以接受范围。

图表 5 电网投资年度变化对比图



资料来源：平安证券

看点二：国家电网仍有上调投资额度可能

经营上看，国家电网 2008 年盈利下降明显。2008 年由于上网电价上调，而销售电价未变动，2008 年国家电网利润总额仅为 96.6 亿元，相比 2007 年的 470.98 亿元大幅下降了 75.9%。有报道称，2009 年国家电网预计亏损将达 450 亿元。**逻辑上讲，资金压力对电网投资有一定影响。**

有消息称，国家电网正在申请 1700 亿元巨额融资以满足电网建设资金需求，虽然没有得到国家电网的确认。如果发债成功，将缓解资金压力，存在上调投资的可能。

在这里我们要强调一点，国家电网原先的 1.16 万亿投资，如果在两年内完成，即使资金充裕，在技术上也可能，我们按照 3 年的分配更合理。如果资金缓解后适当提高投资额度，仍有望保持 10%以上的增长。

如果说国家电网大大低于预期的话，我们认为，倒不如说是市场过分乐观了。虽然投资规划确实偏低，但幅度并不大。

看点三，结构性特征明显

国家电网看，高端是主要看点。根据国家电网规划，预计 2009-2010 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。这三大特高压交流工程包括：淮南—上海、锡盟—上海、陕北—长沙。国家电网今年还将全力抓紧向家坝—上海、锦屏—苏南两大特高压直流工程建设。

相对而言，南方电网则将重点放在城市和农村上，今明两年南方电网每年将增加电网建设投资 300 亿元左右，加快城市电网改造和完善农村电网。

3、我国太阳能补贴政策出台

为贯彻实施《可再生能源法》，落实国务院节能减排战略部署，加快太阳能光电技术在城乡建筑领域的应用，财政部制定了《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》（简称

《办法》》，于 3 月 26 日公布。

看点一：项目建设门槛并不高

《办法》要求，补助资金支持项目应满足以下条件：单项工程应用太阳能光电产品装机容量应不小于 50kWp；应用的太阳能光电产品发电效率应达到先进水平，其中单晶硅光电产品效率应超过 16%，多晶硅光电产品效率应超过 14%，非晶硅光电产品效率应超过 6%；

上述两项要求主要包括项目规模和发电效率，总体上看，两项要求并不算高。特别是技术水平的提高，目前的转化效率可以达到相关要求。

看点二：补贴标准并不低

《办法》规定，2009 年补助标准原则上定为 20 元/瓦，具体标准将根据与建筑结合程度、光电产品技术先进程度等因素分类确定，以后年度补助标准将根据产业发展状况予以适当调整。我们认为，20 元/瓦的标准将使太阳能电池的价格竞争优势迅速提高。

我们以多晶硅电池为例，从多晶硅到用户主要包括硅锭加工、硅片加工、电池加工、组件加工以及后续工程等系列过程。我们以多晶硅 120 美圆/公斤计算，对应的发电成本为 4.7 美圆/瓦，折合 32 元/瓦，扣除 20 元/瓦的补贴，实际支出为 12 元/瓦。

我们依照 20 年经济寿命和年发电小时 1000 小时计算，在不考虑时间价值的基础上，折合的单位发电成本为 0.6 元/度，较以往的 3 元左右大幅下降，也大大提高了太阳能电池的竞争能力。

我们如果按照 5%的折现率考虑时间价值，单位发电成本为 1.0 元/度，仍显得偏高。如果项目建设能够获得相应的低息贷款，那么经济性将明显提高。

图表 6 多晶硅价格对发电成本比较分析表 单位：美圆/瓦

	多晶硅	电池成本	组件成本	成套成本
120 美圆/公斤	1.0	1.8	2.2	4.7
200 美圆/公斤	1.6	2.4	2.8	5.3

资料来源：平安证券研究所

图表 7 太阳能发电成本折算表

指标	造价 (元/瓦)	机组寿命 (年)	发电时间 (小时)	发电成本 (元/度)
	12	20	1000	0.60

资料来源：平安证券

4、原材料价格在有利区间波动

电站设备、一次设备等主要制造业看，铜、钢材和取向硅钢是关键原材料，一季度的价格变化看，总体较为有利。

铜，平稳为主

伦敦三月期铜价格一季度基本在 4000 美圆附近，三月份曾出现一定幅度反弹，空间并不大。铜价上涨主要缘于库存消化，需求拉动不明显，后续以平稳或小幅反弹的概率大。

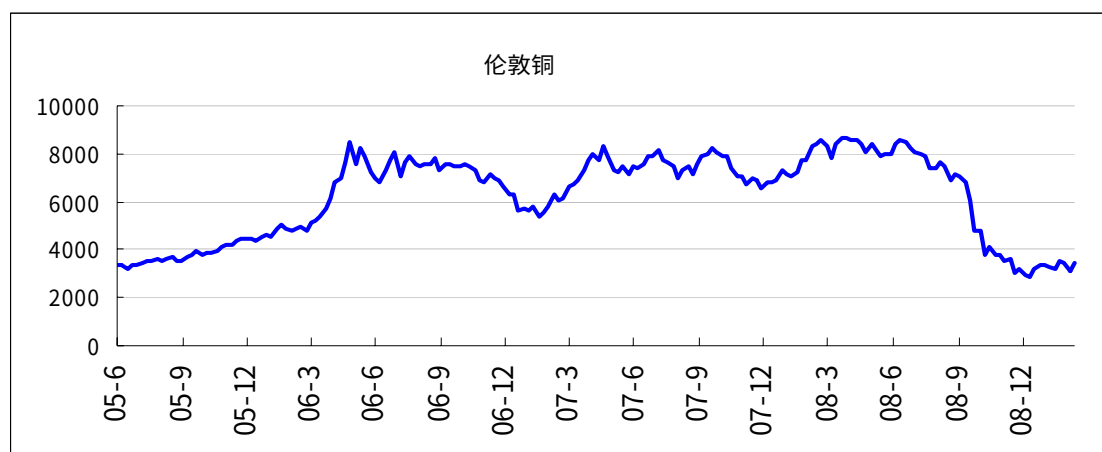
冷板，低位震荡

2 月的钢价再现跌势，主要原因是下游需求依然不理想，而中间需求已经提前反应，目前钢材社会库存已处于历史新高的水平，短期难有好的表现。

取向硅钢，大幅调整

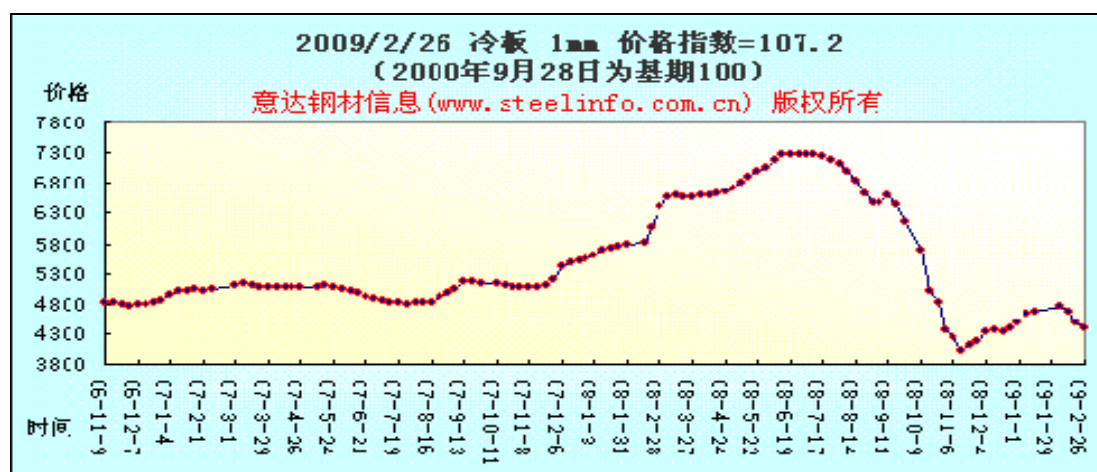
一季度，取向硅钢出现跳水走势，取向 30Q130 下跌超过 1 万元/吨，幅度达到 30%，变压器成为直接受益者。不过，由于采购有一定提前期，原材料价格下降的影响在二季度才能反映。

图表 8 LME 三月期铜走势图



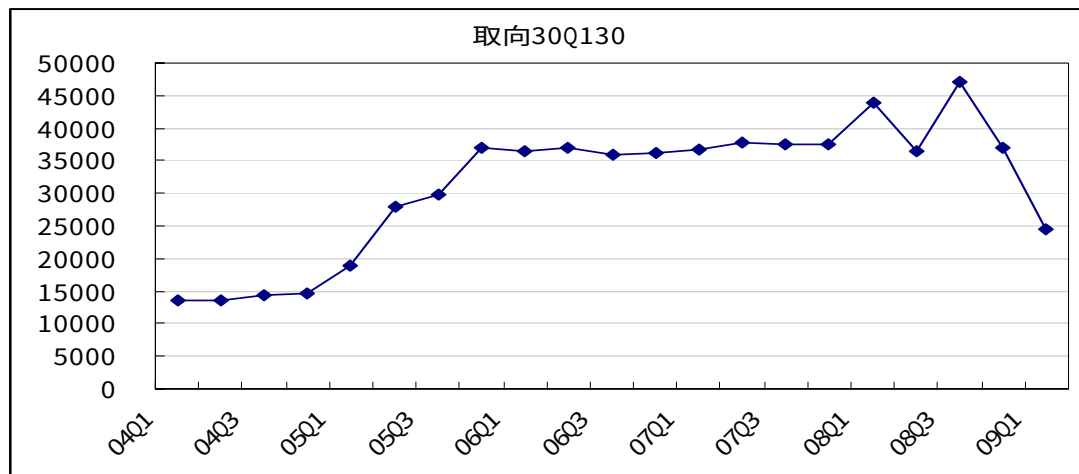
资料来源：平安证券

图表 9 冷板价格走势



资料来源：平安证券

图表 10 取向 30Q130 价格走势



资料来源：平安证券

三、部分重点公司动态及平安观点

1、宝胜股份：公布超导电缆澄清公布及 2008 年报

平安观点：

(1) 超导电缆

公司的超导电缆虽然突破了技术上的瓶颈，但产业化才刚刚开始，目前在手订单主要集中在科研机构，正在逐步向核电领域推广。我们预计，该项产品 2009 年实现收入超过 1 亿元的可能性很小，对业绩的影响有限。

(2) 2008 年报

铜价下跌对公司利润的影响主要体现为两个层面：其一是期货的移仓损失，其二是存货的跌价损失。期货的移仓损失在订单没有取消的情况下，2009 年将冲回，体现为毛利率的提高。存货跌价损失在 2008 年报里体现不明显，不会影响 2009 年业绩。

预计 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.76 元和 0.95 元，我们给予 2009 年市盈率为 15~18 倍，2010 年市盈率为 12~15 倍，合理目标价在 11~14 元。目前股价已经有所偏高，我们维持“中性”评级。

2、东方电气：研究报告——从金风科技看东方电气，维持“强烈推荐”

平安观点：

火电的周期将延续，由于电力需求增速低于预期，我们在业绩预测中进行了充分考虑。同时认为，毛利率回升仍是最大看点。

水电业务，由于海外市场的不断拓展，未来 3~5 年内维持 15%左右的年增长速度没有疑义。

风电业务，由于部分零部件的暂时性短缺，使得产能释放是渐进式的。2008 年属于跨越式增长，2009 年和 2010 年增速均超过 40%。

核电业务，常规岛部分技术基本成熟，核岛部分仍处于技术消化阶段，预计 2009 年可以实现盈亏平衡，2010 年则形成盈利增长点。

依据预测，2008 年 EPS 为 0.44 元，2009 年 EPS 为 2.07 元，2010 年 EPS 为 2.54 元。**传统业务按照 20 元计算，风电按照 18 元计算，核电业务按照 7 元计算，综合测算的单位价值为 45 元。我们给予 10% 的风险折扣，目标价在 40 元附近，维持强烈推荐。**

3、国电南瑞：公布 2008 年报及股东大会

平安观点：

2008 年，公司实现收入 110662 万元，同比增长 2.3%，显著低于市场预期。其中，变电站自动化有 1.7 亿左右延期确认是主要原因。

2008 年，公司新增定单 19 亿，同比增长 16%，从二次设备相关公司看，国电南瑞的数据有一定优势，公司的行业地位仍然延续。

股东大会再次进行了董事会的改选，肖世杰先生当选为上市公司新的董事长颇引市场关注，肖世杰先生之前为电网北京电力建设研究院院长，与以往的南瑞集团内部调整有明显变化。另外，武高所与院南京自动化研究院的整合也给了市场良好的预期。虽然我们难以判断准确的整合时间，但系列动作表明了预期仍有效，这也是蜕变的预期动力。

预计 2009 年 EPS 为 0.754 元，2010 年 EPS 为 0.913 元。我们预期的 09 年目标市盈率为 30~35 倍，2009 年目标市盈率为 25~30 倍，合理股价应该在 23.00~27.00 元附近，短期股价偏低幅度不大。鉴于公司的行业地位，我们仍维持“推荐”投资级别。

4、哈空调：公布 2008 年报

平安观点：

公司全年实现收入 150441 万元，同比增长 22.4%，实现净利润 31870 万元，同比增长 35.3%，每股收益为 1.00 元。如果扣除资产减值损失和营业外收入两项因素，2008 年净利润为 24904 万元，同比增长 42%。

2008 年，公司新增电站空冷定单 118785 万元，同比增长 142%，体现出公司的逆周期特征。截止目前，2008 年交货的电站空冷已经超过 7 亿，2009 年的电站空冷保持增长没有悬念。

预计公司 2009 年每股收益为 1.13 元，2010 年为 1.45 元。如果扣除政府补贴收入，09 年同比增长 30%。**预期的目标价为 22~23 元，目前股价仍有 30% 的上涨空间，我们维持“强烈推荐”投资评级**

5、金风科技：公布 2008 年报

平安观点：

2008 年，公司实现收入 645781 万元，同比增长 108%。其中，750KW 产品同比增长 29%，要好于市场预期。兆瓦级产品收入同比增长 462%，大约为 314 台，略低于市场预期。

以公司目前在手订单看，750 产品为 170 兆瓦，兆瓦产品为 1371 兆瓦，分别为 230 台和 920 台，相对于华锐和东电而言，并不具备优势。

750 产品全年毛利率 27.9%，同比下降 4.1 个百分点，与 2008 年中期的 28% 基本持平。兆瓦产品看，中期在实现销售 28 台的情况下的毛利率为 14.8%，全年销售为 314 台，毛利率达到 19%，还是较为乐观。

预计 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 1.23 元和 1.66 元，对应的 2009 年和 2010 年市盈率分别为 30 倍和 23 倍。**目前股价并不便宜，我们下调评级至“推荐”。**

6、科陆电子：调研

平安观点：

国家电网未来三年用于电表购置费用为 380 亿左右，年均为 125 亿，预计南方电网年均规模为 40 亿。初步测算，2008 年，电网用于购置电表（电子式电能表）的费用为 90 亿左右，预计未来三年的复合增长率为 30%。

公司目前的电能表主要集中在多功能电表和载波表，其中，多功能电表的比重接近 60%。公司在多功能电表的市场占有率为 2% 左右，而载波表在黑龙江获得 10% 的份额，保守预计，未来能保证 5% 左右的占有率。

预计载波表在电子电能表中的比例从不足 10% 提高到 40% 以上，而公司在载波表的市场占有率要高于多功能表，因此，公司在行业发展过程中的受益程度更大。

预计 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.94 元和 1.57 元。按照 2009 年 20 倍 PE 和 2010 年 15 倍 PE 计算，对应的股价分别为 19 元和 23.5 元。目前的股价已进入价值区域，考虑到快速成长性，给予“推荐”投资级别

7、平高电气：2008 年报及调研

平安观点：

2008 年，公司实现收入 262016 万元，同比增长 50%。细分产品看，除了隔离开关外，断路器和组合电器都有很好表现。其中，组合电器增长 88% 颇受市场关注。

从全年的期间费用率看，虽然 2008 年的 17.3% 较 2007 年的 18.0% 有一定幅度下降，而且，营业费用率和管理费用率都有不同程度的下降，但总体情况并不乐观。

平高东芝在公司的地位可能较 2008 年前会发生微妙变化。由于平高东芝的增速下降，再加上本部的逐步改善，预计平高东芝对公司的利润贡献比例会逐步降低，虽然仍很重要。

预计 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.59 元和 0.76 元。我们给予 2009 年市盈率为 25~30 倍，2010 年市盈率为 20 倍，合理目标价在 15~18 元。目前股价已经进入估值区间，考虑到公司的行业地位，我们维持“推荐”评级。

另外，市场有关国家电网收购平高集团的传闻。我们认为，即使实施，实际影响有限。平高

目前并不缺定单，而在于效率。

8、思源电气：2008 年报

平安观点：

2008 年，公司实现收入 152971 万元，同比增长 28%，总体符合预期。综合毛利率下降 4.1 个百分点，体现行业竞争激烈。作为管理优良的民营企业，预计毛利率持续下降的可能性不大，后期以平稳为主。

2008 年，公司新增定单 22.8 亿，同比增长 32%。同时，新增定单超过当年收入的 40%左右，作为定单周期不足半年的企业，能够保持这么高的定单量，奠定了公司成长的基础。

不考虑非经常性因素，预计 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 1.38 元和 1.82 元，我们给予 2009 年市盈率为 25 倍，2010 年市盈率为 20 倍，合理目标价在 35~38 元。目前股价已经进入估值区间，考虑到公司的持续高成长性，我们维持“强烈推荐”评级。

9、天威保变：2008 年报、中标葛沪直流及行业补贴政策

平安观点：

(1) 公司 2008 年变压器收入 374634 万元，同比增长达到 50%。毛利率看，2008 年的 22.9% 较上年有 4.5 个百分点的提高。

持股 36%股权的新光硅实现收入 160115 万元，对公司利润贡献 28774 万元，持股 26%股权的天威英利对公司利润贡献 30125 万元，均符合预期。

受到全球经济环境变化的影响，新能源产业在 2008 年第四季度的表现并不理想，也成为 2009 年公司业绩的一大不确定因素。

预计 2009 年 EPS 为 1.13 元，2010 年 EPS 为 1.38 元。目前 31 元附近的股价对应的 PE 分别为 28 倍和 23 倍，估值不便宜。考虑到公司的持续成长性和行业地位，我们维持“推荐”投资级别。

(2) 天威保变获得葛沪项目全部 9.4 亿元人民币定单，这次中标是公司继“向家坝——上海”（8 台）和云广项目（9 台）后的第三次获得直流业务定单，而且是全部中标，表明了公司的行业地位并没有丧失。

公司的变压器业务主要集中在电厂领域，比例应超过 60%。在火电投资增速下降的背景下，公司所受的影响应较为明显。另外，2008 年国家电网招标数据中，天威的绝对数量和市场占有率都明显下降。

我们初步预测的 2009 年和 2010 年的变压器收入分别为 33 亿和 42 亿，9.4 亿定单占 2009 年和 2010 年变压器合计收入的比例达到 13%，对业绩实现有积极影响。

(3) 行业补贴政策：20 元/瓦的补贴不低，对于缓解海外市场压力有积极意义，虽然具体幅度不确定。

10、特变电工：中标“宁东——山东”10台660KV换流变压器

平安观点：公司是变压器龙头，在直流领域优势明显，在已经公布的中标中，公司市场占有率最高，这次中标没有特别意外。

预计2008年、2009年和2010年的每股收益分别为0.83元、1.17元和1.58元，对应的PE分别为28倍、20倍和15倍。从PE角度看，如果按照目前市场对电力设备普遍的09年20倍PE计算，短期的相对估值优势并不明显。由于公司的行业地位突出，增长趋势确定，我们维持“强烈推荐”投资级别。

四、行业投资策略

1、关注价值低估品种

目前市场对电力设备的估值，基本按照09年20倍作为标准。既有特变电工为代表的大盘蓝筹，也包括部分小盘股。由于市场预期较为一致，价值性投资机会明显下降。

哈空调作为空冷行业的龙头，由于业务主要集中在火电领域，市场的认识一直存在偏差。依据我们研究的数据，公司具备持续成长能力，目前仍是估值最低的品种，价值回归空间最大，维持“强烈推荐”。

东方电气作为火电的代表，市场的理解较为片面。我们测算分项估值表明，公司价值仍低估。传统业务按照20元计算，风电按照18元计算，核电业务按照7元计算，综合测算的单位价值为45元。即使给予10%的风险折扣，目标价在40元附近，维持强烈推荐。

图表 11 低估品种主要财务数据一览表

代码	证券简称	3.27 收盘 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	
600202	哈空调	16.27	1.00	1.13	1.45	16.3	14.4	11.2	强烈推荐
600875	东方电气	35.95	0.44	2.07	2.54	81.7	17.4	14.2	强烈推荐

资料来源：平安证券

2、关注催化剂品种

特变电工2008年报即将公布，预计数据不错。受益于原材料价格下降，预计一季度业绩也有较好表现，公司行业地位和成长性的市场认同度高，防御性良好。

天威保变是太阳能龙头企业，上次调研后本拟下调业绩预测和评级，但我国最新出台的补贴政策改变了公司的发展预期，预计仍有持续活跃的机会。

图表 12 催化剂品种主要财务数据一览表

代码	证券简称	3.27 收盘 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	
600089	特变电工	26.93	0.83	1.17	1.58	32.4	23.0	17.0	强烈推荐
600050	天威保变	31.28	0.81	1.13	1.38	38.6	27.7	22.7	推荐

资料来源：平安证券

3、短期估值合理的公司以持有为主

从图表 13 可以看出，2009 年 PE 小于 20 倍的公司数量不多。我们认为，20 倍 PE 作为短期难以突破的心理关口对股价形成压力。

我们认为，浙富股份具有成长为大公司的潜力，可以获得相对高的 PE。国电南瑞由于有整合预期存在，20 元附近将成为买点。另外，思源电气也有长线投资价值。

图表 13 电力设备气压企业主要财务数据一览表

代码	证券简称	3.27 收盘 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	
600580	卧龙电气	11.16	0.46	0.58	0.70	24.3	19.2	15.9	推荐
600416	湘电股份	16.5	0.25	0.50	0.70	66.0	33.0	23.6	推荐
002266	浙富股份	26.3	0.84	1.15	1.65	31.3	22.9	15.9	推荐
600268	国电南自	13.99	0.42	0.46	0.52	33.3	30.4	26.9	中性
600406	国电南瑞	24.02	0.49	0.75	0.91	49.0	32.0	26.4	推荐
000400	许继电气	14.97	0.10	0.80	1.05	149.7	18.7	14.3	推荐
002009	天奇股份	10.66	0.25	0.40	0.55	42.6	26.7	19.4	推荐
002202	金风科技	39.02	0.91	1.23	1.66	42.9	31.7	23.5	推荐
600312	平高电气	15.96	0.41	0.59	0.76	38.9	27.1	21.0	推荐
600973	宝胜股份	15.35	0.03	0.78	0.95	511.7	19.7	16.2	中性
002123	荣信股份	39.6	1.02	1.36	1.97	38.8	29.1	20.1	推荐
002074	东源电器	11.5	0.32	0.55	0.75	35.9	20.9	15.3	推荐
002121	科陆电子	23.54	0.54	0.95	1.57	43.6	24.8	15.0	推荐
002028	思源电气	29.8	1.26	1.38	1.82	23.7	21.6	16.4	强烈推荐

资料来源：平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257