

2009 年 04 月 26 日

电气设备行业研究简报

——电气设备行业 2009 年 3 月月报

市场数据

行业优化平均市盈率	31.77
市场优化平均市盈率	20.60
国金电气设备指数	8975.38
沪深 300 指数	2572.89
上证指数	2448.60
深证成指	9315.21
中小板指数	3969.04



相关报告

- 1 《2008 年 12 月电气设备产量数据点评》，2009.2.6
- 2 《2008年11月电气设备产量数据点评》，2008.12.22
- 3 《科技与投资推动产业升级 输变电+电力电子是最完美的组合》，2008.12.18

刘江啸

(8621)61038216
liujx@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

减持

持有

增持

投资要点

- 2009 年 1-3 月全国电力基本建设投资完成额达到 921.40 亿元，比去年同期增长 7.26%。其中电源投资 449.06 亿元，同比下降 11.38%；电网投资 472.34 亿元，同比增长 34.09%。
- 1-3 月新投产火电机组 821.40 万千瓦，同比下降 22.72%；新投产水电机组 37.73 万千瓦，同比增长 39%；新投产风电机组 50.23 万千瓦，同比下降 32.26%。我们认为火电新增装机容量同比下降的趋势不会改变，而水电风电未来仍将保持增长。
- 2009 年 1-3 月电网建设新增 220KV 及以上变电容量 2602 万千伏安，同比增长 47.51%；新增 220KV 及以上线路长度 2832 公里，同比增长 89.56%；电网建设依旧保持旺盛增长。
- 从电气设备产量及效益数据来看：发电设备产量继续下滑，经济效益不容乐观；输变电设备产量及效益继续保持较好增长势头。
 - ◆ 火电建设方面，西北坑口电站建设及核电站建设或将在中长期形成对汽轮发电机组的新增需求，一定程度上缓解了火电设备制造量下降的局面，从而平滑火电需求下滑造成的不利影响。
 - ◆ 核电的陆续开工及未来的大规模建设使得几乎所有核电相关企业中长期受益。
 - ◆ 两网公司对电网建设的巨量投资支撑输变电设备旺盛的市场需求，维持输变电设备制造的高景气度。
 - ◆ 如特高压电网建设能够在近两年全面铺开，具备特高压设备设计制造能力的输变电龙头企业将全面受益。
- 我们建议关注以下上市公司：核岛设备和常规岛设备制造商东方电气 (600875.sh、1072.hk)、上海电气 (601727.sh)、哈电集团 (1133.hk)；变压器制造龙头天威保变 (600550.sh)、特变电工 (600089.sh)；位列三大开之一的开关制造龙头平高电气 (600312.sh)；在控制保护设备领域国际领先的南瑞集团——国电南瑞 (600406.sh)、国电南自 (600268.sh)；直流输电领域换流阀及控制保护设备龙头 许继集团及许继电气 (000400.sz)、以及即将形成大直径晶闸管产能的南车时代电气 (3898.hk)。
- 需要提醒投资者注意的是核电站建设周期对相关设备制造商业绩表现的影响。或许短期内业绩无法表现，但从中长期来看，特高压及核电站建设必将使得国内龙头电力设备制造企业充分受益。

中电联：数据显示基本面有转好迹象，电网建设投资仍然好于电源；水电、风电仍处于景气周期；火电继续下滑，但下滑幅度收窄。

- 2009 年 1-3 月全国电力基本建设投资完成额达到 921.40 亿元，比去年同期增长 7.26%。
 - ◆ 电源基本建设完成投资 449.06 亿元，同比下降 11.38%。
 - ◆ 电网基本建设完成投资 472.34 亿元，同比增长 34.09%。
 - ◆ 电源建设投资继续保持下滑趋势，电网投资高速增长趋势不变，继 08 年以来电网投资已连续数月超过电源投资。
- 2009 年 1-3 月新增装机容量 1011.45 万千瓦，同比下降 18.83%。
 - ◆ 水电装机新增 137.73 万千瓦，同比增长 39%，上月水电新增装机容量同比下降 30%。我们认为两月差异较大的原因主要是本月集中交货以及跨月统计的影响。
 - ◆ 火电装机新增 821.40 万千瓦，同比下降 22.72%。
 - ◆ 风电装机新增 50.23 万千瓦，同比下降 32.26%。
- 截止 2009 年 3 月底，国内 6000 千瓦及以上发电设备装机容量 76609 万千瓦，同比增长 10.6%。同比基数扩大成为装机容量同比增幅下滑的原因之一。
 - ◆ 6000 千瓦及以上水电装机容量为 14551 万千瓦，同比增长 19.3%，高于去年同期增幅水平。
 - ◆ 6000 千瓦及以上火电装机容量为 60121 万千瓦，同比增长 8.2%，同比增幅继续下降。
- 2009 年 1-3 月全社会用电量为 7809.90 亿千瓦时，同比下降 4.02%，下降幅度较 2 月份有所收窄；其中工业用电量为 5507.80 亿千瓦时，同比下降 8.38%，较 2009 年前两个月下降幅度 10.37%有明显回落。如果这一趋势能够持续，或将改变对火电建设投资的消极态度。
- 2009 年 1-3 月份，6000 千瓦及以上发电设备平均利用小时数为 1009 小时，比去年同期减少 151 个小时，相对于 1-2 月份减少 103 个小时，发电利用小时数下降趋势放缓。
 - ◆ 水电平均利用小时数为 601 小时，同比增长 44 小时。
 - ◆ 火电平均利用小时数为 1100 小时，同比较少 186 小时，3 月份单月同期减少 57 个小时，减少数有所下降。
- 电网投资继续保持较高规模，新增变电容量及输电线路里程增长迅速。
 - ◆ 2009 年 1-3 月电网建设新增 220KV 及以上变电容量 2602 万千伏安，同比增长 47.51%。
 - ◆ 2009 年 1-3 月新增 220KV 及以上线路长度 2832 公里，同比增长 89.56%。
 - ◆ 输配电网电压等级的提高使得线路长度增幅继续高于变电容量增幅，我们判断这一趋势仍将继续。
 - ◆ 两网公司本年度增量投资规划开始在设备制造端有所体现，输配电设备制造的高景气度继续延续。

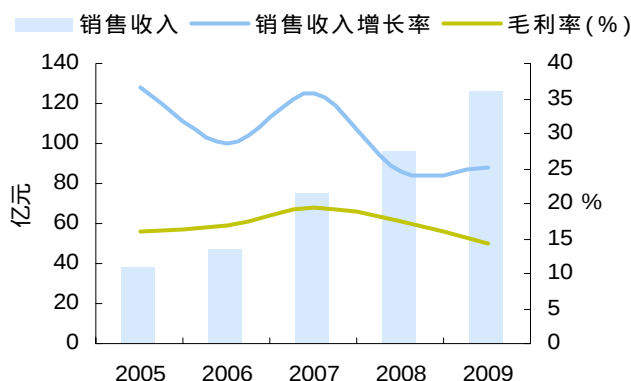
电气设备产量及效益数据显示发电设备产量出现下滑，企业经济效益趋势不明；输变电设备继续高歌猛进。

发电设备：产量继续下滑，未来趋势仍有待观察。

- 2009 年 1-3 月全国完成发电设备制造量 2155.02 万千瓦，同比下降 25.52%。

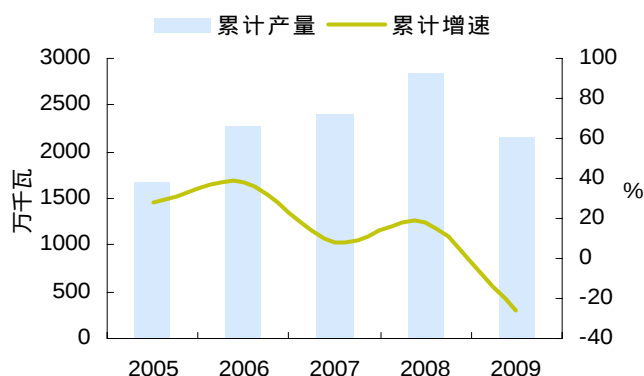
- ◆ 2009 年 1-2 月发电设备产量 2728.02 万千瓦，同比增长 21.69%，而 1-3 月份制造量数据反而低于 1-2 月份，我们对异常产量数据的解释是不排除统计口径不同及统计失误的可能。
- ◆ 本月发电设备产量降幅有扩大的趋势。短期内发电设备全口径统计数据增幅回落甚至负增长的态势不会改变，但增幅下降的程度或将有所收窄。
- 观察企业经济效益数据，1-2 月份发电机及发电机组制造产品销售收入同比增长 25.03%。
 - ◆ 需要提醒投资者注意的是，主要原材料钢材价格的下降并没有带来产品毛利率的提升，反而出现了明显下降的趋势。我们认为或许是各主力制造商的平滑调节意愿有关。
 - ◆ 2009 年 1-2 月，发电机及发电机组制造亏损企业比例与前几年持平，但略高于 08 年 1 个百分点。我们认为火电设备需求侧的下滑对设备制造商，尤其是中小制造商的收入和毛利率影响会较为明显。
- 总体上，我们判断 2009 年剩余月份发电设备制造和销售增速将出现下滑，主要表现火电增速下滑甚至是负增长。

图表1：发电设备近年来1-2 月份经济效益数据



来源：中经在线 国金证券研究所

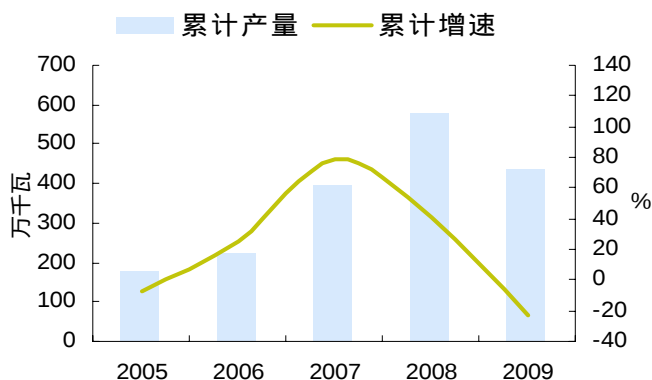
图表2：发电设备近年来1-3 月累计产量及增速



水轮发电机组：维持增长。

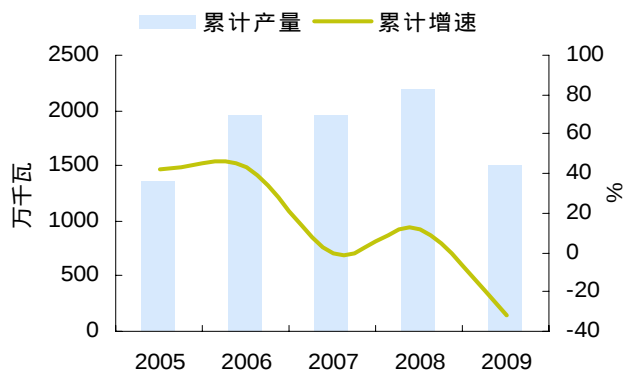
- 2009 年 1-3 月全国完成水电机组制造 438 万千瓦，累计产量同比下降 22.98%。
 - ◆ 2007 年下半年和 2008 年上半年产量的大幅提升导致的同比基数扩大使得本年度上半年产量同比下降较为明显。
 - ◆ 我们认为，未来水电机组制造量将保持温和上升态势。
- 从累计产量对比上看，2007、2008 年全行业产能获得较大提升；考虑到水电机组制造周期较长的特性，加上未来国内明确的水电发展计划，以及对抽水蓄能电站的需求，使得我们有理由相信今后国内水电机组制造业仍将保持长期增长态势。

图表3：水轮发电机组近年来1-3月累计产量及增速



来源：中经在线 国金证券研究所

图表4：汽轮发电机组近年来1-3月累计产量及增速



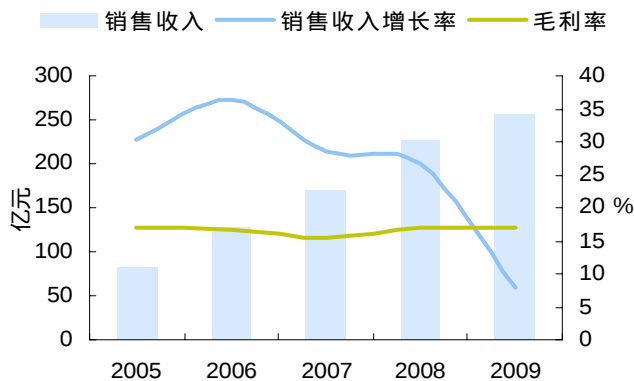
汽轮发电机：制造量增幅延续上个月负增长态势。

- 2009年1-3月国内完成汽轮发电机组产量1502.22万千瓦，同比下降31.61%，延续前两个月的下降趋势。未来同比增速下滑趋势不变。
- ◆ 火电设备需求下滑导致主机厂将产能转向需求较为旺盛的水电及风电机组制造。
- ◆ 核电投资的大幅增长短期内对汽轮发电机组制造不会形成实质性利好；长期来看，核电常规岛设备、坑口电站建设或将在一定程度上缓解火电设备制造量下滑趋势；在分项产品上，大机组制造会有较大程度缓解。

变压器制造量继续保持较快增长，销售收入增幅有所回落。

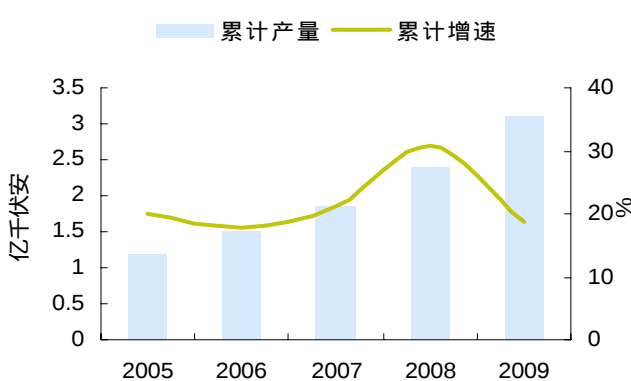
- 2009年1-3月共完成变压器产量31143.33万千瓦安，同比增长18.82%，同比有所增加，但相对前两个月19.26%的同比增幅有所回落。
- 2009年1-2月变压器、整流器和电感器制造产品实现销售收入257亿元，同比增加7.88%，增幅与去年相比有所回落。
- ◆ 产量与销售收入增幅回落不排除去年同比基数扩大的影响。
- ◆ 我们仍然认为随着两网公司投资，尤其是城农网建设与改造投资力度的加大，总体上变压器产量增幅仍然会保持较高的水平。
- 2009年1-2月份变压器毛利率与去年持平。硅钢等原材料价格的下降并没有使得变压器毛利率出现大幅提升，这与需求方两网公司及各地电力局较强的侃价能力有一定关系。

图表5：变压器近年来1-2月份经济效益数据



来源：中经在线 国金证券研究所

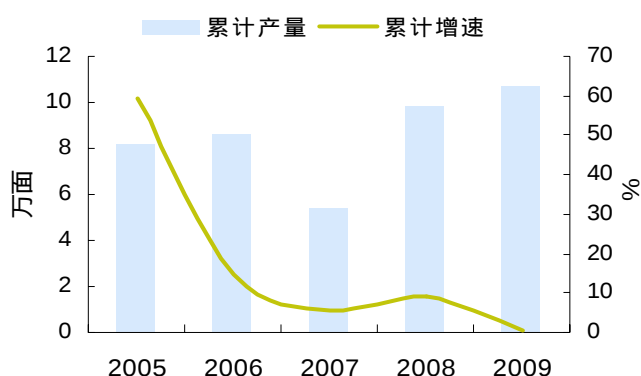
图表6：变压器近年来1-3月累计产量及增速



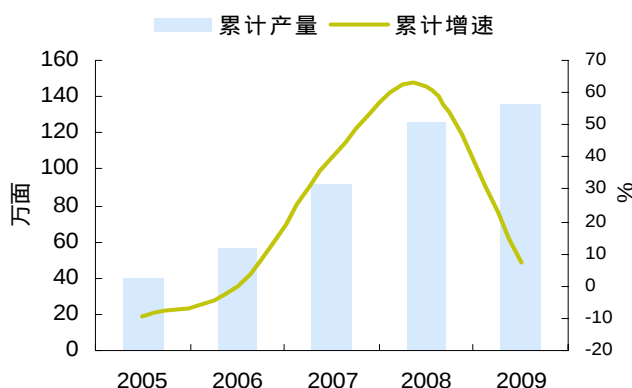
开关（板）：对未来充满信心，GIS 是高压开关、超高压开关未来发展的方向。

- 2009 年 1-3 月国内完成高压开关板 10.71 万面，累计产量同比增长 0.37%；完成低压开关板 135.43 万面，累计产量同比增长 7.31%。
- 2009 年 1-2 月高低压开关总销售收入为 315 亿元，同比增长 6.24%，增幅同比去年有所回落。
- 在高端高压开关产品领域内：国内主力开关制造企业正在形成 550KV 高压组合开关（GIS）本土化规模制造能力；126KV/252KV GIS 产能未来或将呈现快速上升情形。由于技术的提升，使得高压开关的集成度越来越高，虽然高压开关产量或将出现回落态势，但经济效益指标仍将维持高位。
- 低压开关制造量增速在巨大的同比基数映衬下，将趋于回落。

图表7：高压开关板近年来1-3月累计产量及增速

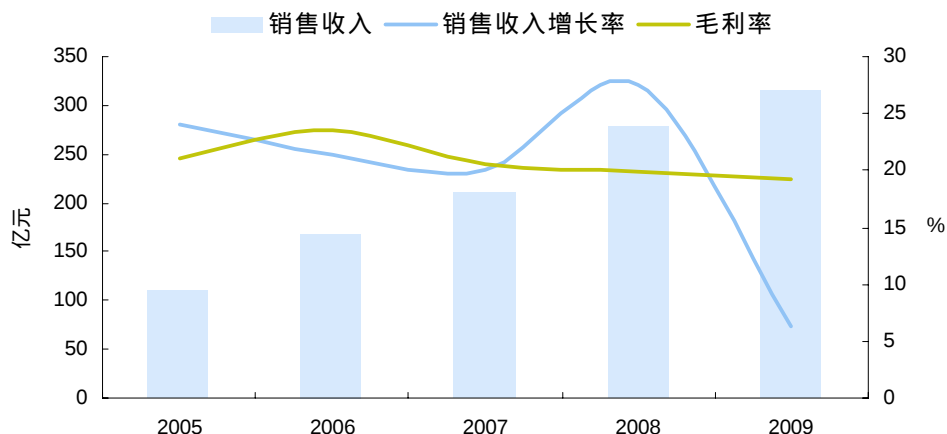


图表8：低压开关板近年来1-3月累计产量及增速



来源：中经在线 国金证券研究所

图表9：开关产品近年1-2月份累计经济效益数据



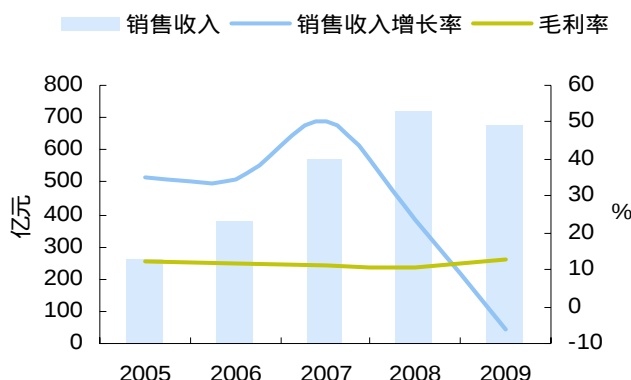
来源：国金证券研究所

电力电缆：同比增幅继续回落，预计未来各子产品将表现为不同的发展态势。

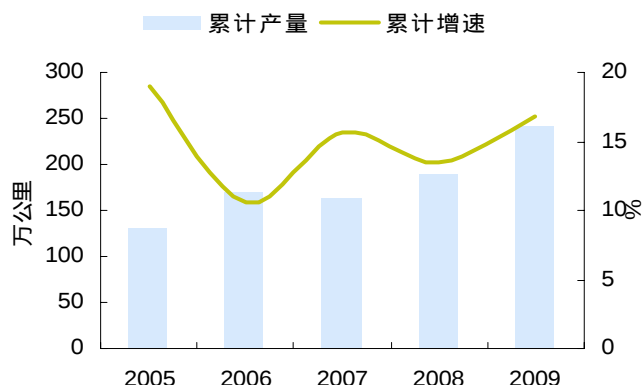
- 2009 年 1-3 月国内完成电力电缆产量 449.61 万公里，同比增长 6.45%，增幅继续回落。
- 2009 年 1-2 月份电线电缆产品实现销售收入 677 亿元，同比下降 6.26%，亏损企业比例由 2008 年同期的 22.48% 上升到 28.33%，总体运营态势不容乐观。

- 未来城农网改造的加速将会对配电电缆产生一定的增量需求。但房地产行业不景气导致的建筑新开工量不足状况如果持续，将会对用于房地产建设的电缆需求造成一定抑制。由此，我们预计，电缆的需求放缓趋势将会继续。
- 我们认为，未来国内中高压电缆行业将维持高景气度，但行业内竞争烈度加剧，具备高生产效率和管理优势、能够生产高端电力电缆的厂家将是最终的胜出者。
- 受益于有色金属价格，尤其是铜价的回落，今年以来电缆毛利率出现小幅回升。未来毛利率状况将取决于原材料价格与产品价格变动幅度的对比以及所签合同性质。总体上我们认为本年度电缆毛利率将会要低于去年。

图表10：电力电缆近几年1-2月份经济效益数据



图表11：电力电缆近几年1-2月份累计产量及增幅



来源：中经在线 国金证券研究所

核电站建设陆续开工，持续建设的高潮已经涨起。

- 在建的秦山二期扩建、辽宁红沿河、福建宁德、福建福清、浙江方家山、广东阳江等核电工程进展顺利，各自一期工程将分别于 2011~2014 年投产。在建工程共有 24 个百万千瓦级核电机组，总装机容量达到 2500 万千瓦。另有 9 个核电机组建设的前期工作正紧锣密鼓地开展。
- 国家能源局副局长孙勤在近期举行的“面向二十一世纪核能部长级会议”上透露，年内将安排 5 个新的核电项目开工建设。这 5 个核电项目包括：浙江三门、山东海阳、广东台山、海南昌江和山东荣成。其中浙江三门已与 4 月 19 日开工，其他的将于年内陆续开工。
- 2009 年 4 月 18 日，首个由央企发起并经国务院批准设立的产业基金——总规模为 100 亿元的中广核产业投资基金一期募集协议在京签署。募集资金 70 亿元将主要投资于岭澳核电站二期、红沿河核电站、宁德核电站和阳江核电站。
- 2009 年 4 月 19 日，世界上第一座采用三代压水堆 AP1000 技术的三门核电站正式开工建设。

特高压交流试验示范工程的成功运行为特高压电网建设的全面铺开打下了基础。

- 未来 2~3 年，特高压建设或将迎来建设高峰期。
 - ◆ 根据国家电网规划，“十一五”期间将全面建成特高压交流试验示范和特高压直流示范工程。“十二五”、“十三五”期间，特高压将得到全面发展。到 2020 年，建成特高压交流变电站 53 座，变电容量 3.36 亿千伏安，线路长度 4.45 万公里；建成直流输电工程 38 项，输电容量 1.91 亿千瓦，线路总长 5.23 万公里，特高压及跨区、跨国电网输送容量达到 3.73 亿千瓦。
 - ◆ 2020 年之前，特高压和直流输电工程投资规模或将达到 4000 亿元左右。在国家电网公司规划发展特高压输电的形势下，目前已经明确的

特高压工程包括晋东南—南阳—荆门和淮南—上海交流试验示范工程。

- ◆ 2008 年 12 月，晋东南—南阳—荆门特高压试验示范工程开始通电试运行并试运行成功，未来特高压交流工程建设或将进入全面实施阶段。
- ◆ 我们估计，伴随着试验示范工程的成功试运行，未来特高压建设的进程将会有所加快，未来 2~3 年国内将迎来特高压建设的高峰期。
- 大型坑口电站建设对大型火电机组形成额外的市场需求，一定程度上平滑了火电站投资萎缩带来的需求下滑。
 - ◆ 在“一特四大”战略思想指引下，未来几年除特高压建设之外，“大煤电、大水电、大核电、大可再生能源基地”建设将步入快车道。
 - ◆ 我们认为，未来能与特高压电网配套的除一部分为大型水电站之外，大部分仍将是大型煤电坑口电站为主。

相关上市公司

- 特高压建设的全面铺开将惠及具备特高压设备制造能力的龙头企业，其中上市公司包括：变压器制造龙头天威保变（600550.sh）、特变电工（600089.sh）；位列三大开之一的开关制造龙头平高电气（600312.sh）；在控制保护设备领域国际领先的南瑞集团及国电南瑞（600406.sh）、国电南自（600268.sh）；直流输电领域换流阀及控制保护设备龙头许继电气（000400.sz），以及，即将形成大直径晶闸管产能的南车时代电气（3898.hk）。
- 核电的大规模开发建设对常规岛设备制造商形成利好，在发电设备制造方面，东方电气（600875.sh、1072.hk）、上海电气（601727.sh）、哈电集团（1133.hk）将切得核电常规岛及辅助设备的蛋糕。
- 大型坑口电站的建设将在一定程度上弥补国内发电设备主力制造商火电业务下滑的影响。这些企业包括：东方电气（600875.sh、1072.hk）、上海电气（601727.sh）、哈电集团（1133.hk）；我们建议重点关注空冷设备制造商——哈空调（600202.sh），坑口缺水将使得大量坑口电站不得不采用空冷方式。
- 需要提醒投资者注意的是核电站建设周期对相关设备制造商业绩表现的影响。或许短期内业绩无法表现，但从中长期来看，特高压及核电站建设必将使得国内龙头电力设备制造企业充分受益。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。