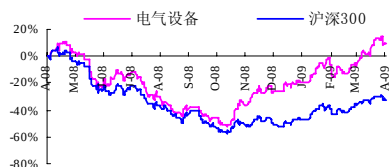


电气设备

首次评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电气设备	18.7%	35.6%	9.8%
沪深 300	7.1%	26.6%	-32.3%

重点公司	6m%	YTD%	评级
东方电气	121.3%	-0.2%	增持
特变电工	73.8%	60.0%	增持
许继电气	149.7%	-44.3%	增持

联系人

孙林

电话：0755-83716909

邮件：sunl@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

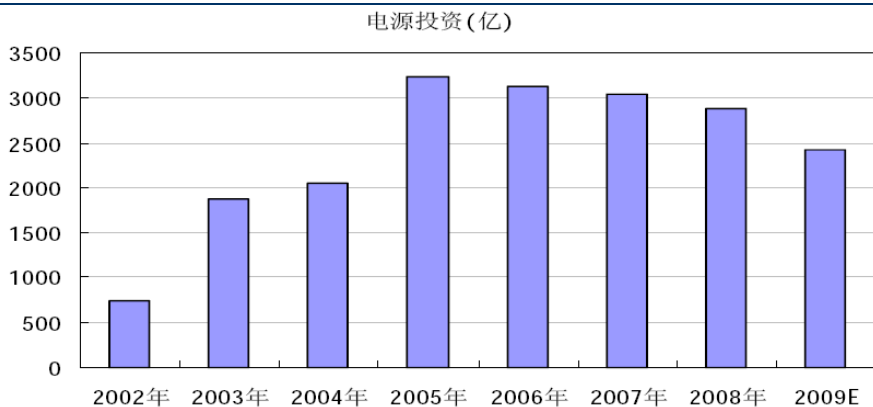
- 发电量和设备装机量持续放缓。3 月份的发电设备产量为 2155.02 万千瓦，与去年同比下降 25.52%，而今年 3 月份累计发电量为 7797 亿千瓦时，同比下降 2.03%，月度数据则延续了 5 个月的同比下跌，我们判断，未来的发电设备受下游发电量低迷仍将会延续下跌。
- 火电下滑明显，水电保持增长。分发电方式来看，1-3 月，火电发电 6544 亿千瓦时，同比下降 6.07%，而水电发电量 961 亿千瓦时，同比增长 24.04%。由于在我国的装机比重仍以火电为主，2008 年占比 76.1%。从发电量和设备装机量的情况来看，下滑的速度还是比较明显的。未来火电设备制造仍旧有较大下滑压力。
- 作为输变电主设备的变压器仍维持高景气。2008 年底，全国变压器产量为 11.60 亿千伏安，同比增长 27.78%，而今年 1-3 月，累计产量 3.11 亿千伏安，同比 18.82%；电力电缆方面，2008 年生产 2094 万千米，同比 38.92%。今年 1-3 月，累计 449 万千米，同比仍增长 6.44%。整体上看，增速仍保持较快发展。
- 电站设备、变压器等主要制造业看，铜、钢材和取向硅钢等比重较大的原材料目前仍处于近年低位。我们认为以钢材为代表的主要工业原材料在 2009 年将维持低位盘整的态势，这对于电气设备类产品的毛利率的提升将有明显受益。
- 从行业估值的角度来看，本月电气设备行业整体涨幅 24.64%，较沪深 300 指数 10.11% 多出 14 个百分点。板块 P/E, P/B 分别为 46.65, 6.48 倍，较历史平均水平的 45, 4.73 倍而言，目前的估值处于一个相对高位，我们给予整个电气设备行业首次“中性”评级。个股推荐东方电气、特变电工、许继电气。

发电量和装机量持续下滑

2008 年电源投资为 2878.7 亿元，同比下降 10.78%，电网工程投资 2884.6 亿元，同比增长 17.69%。电网基本建设投资在电力投资中所占比重达到了 50%，近几年首次超过了电源投资。长期以来我国电力投资严重失衡，电源投资过剩，电网投资不足，投资短板成为制约电力工业发展的瓶颈。“八五”、“九五”期间，我国电网投资仅占电力投资的 13.7% 和 37.3%。“十五”期间电网投资只占电力投资约 30%，远远低于发达国家电网投资占 50% 以上比重的平均水平。

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。今年预计电网投资大约为 3380 亿元，较去年增长 27.4%，电站为 2420 亿元，较 2008 年下降 8.4%。电网电源分别为 6: 4，基本和发达国家电力投资配比相当。

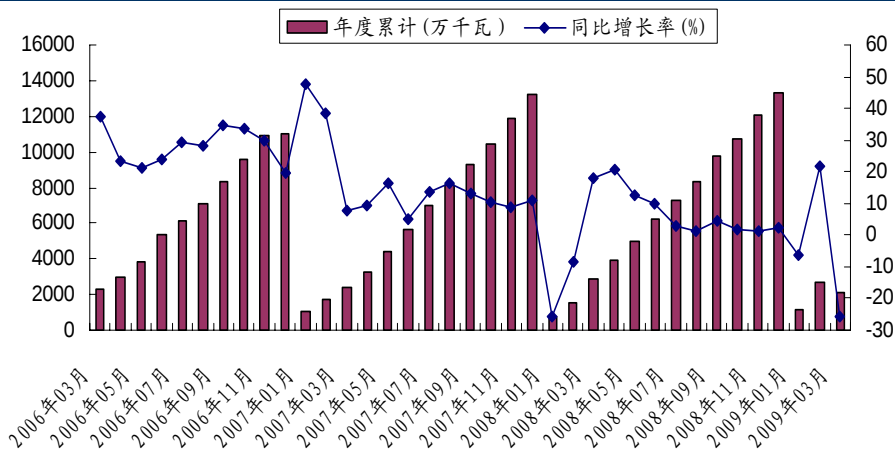
图 1 电源投资



资料来源：国海证券研究所

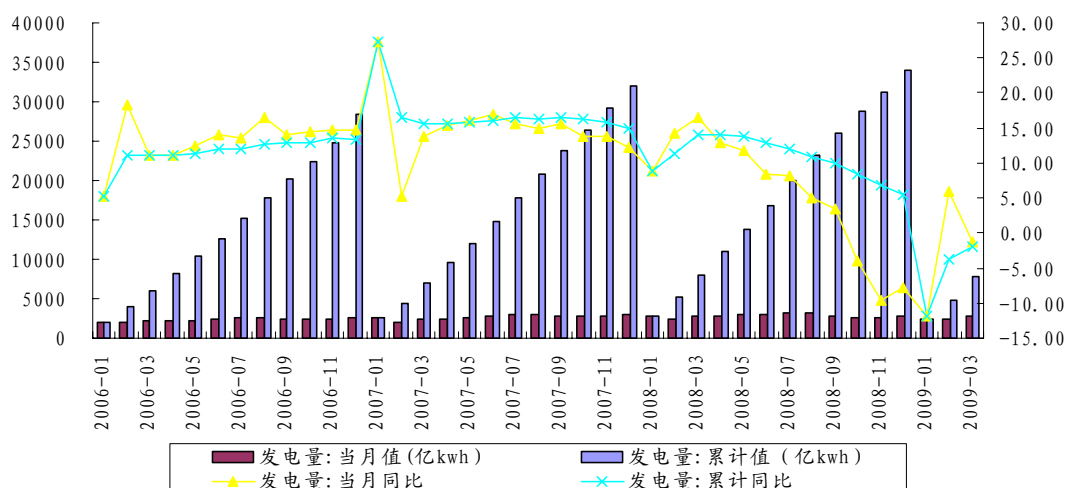
3 月份的发电设备产量为 2155.02 万千瓦，与去年同比下降 25.52%，而今年 3 月份累计发电量为 7797 亿千瓦时，同比下降 2.03%，月度数据则延续了 5 个月的同比下跌，我们判断，未来的发电设备受下游发电量低迷仍将会延续下跌。

图 2 发电设备年度产量和增速



资料来源：wind

图 3 近年来月度发电量及增速

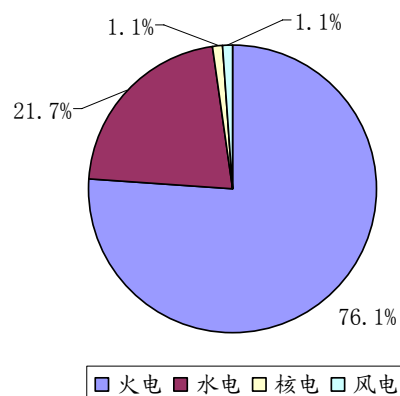


资料来源: wind

火电设备下滑明显 水电设备保持增长

分发电方式来看, 其中火电发电 6544 亿千瓦时, 同比下降 6.07%, 而水电发电量 961 亿千瓦时, 同比增长 24.04%。由于在我国的装机比重仍以火电为主, 2008 年占比 76.1%。从发电量和设备装机量的情况来看, 下滑的速度还是比较明显的。未来火电设备制造仍旧有较大下滑压力。

图 4 电力装机容量 (2008 年)



资料来源: 中电联

图 5 火电发电量及同比

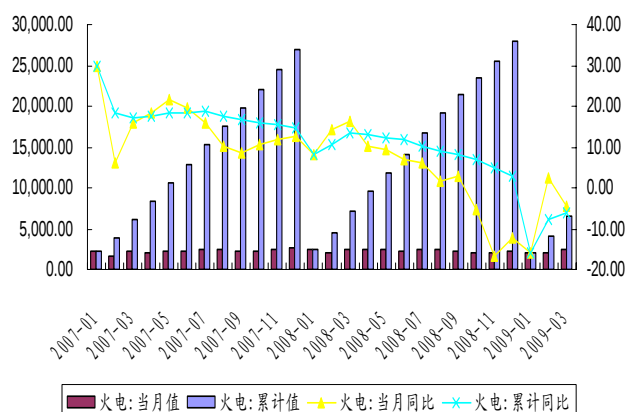
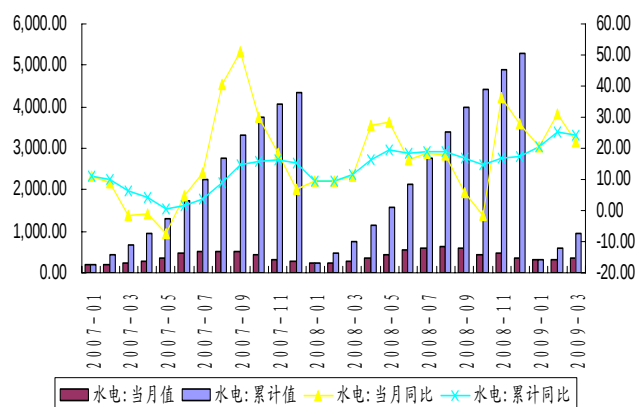


图 6 水电发电量及同比



资料来源: wind

从分产品类别来看,今年 1-3 月,电站汽轮机、汽轮发电机、电站水轮机、水轮发电机、电站锅炉同比增长 5.85%, -31.6%, 15.32%, -22.9%, -31.26%。未来的火电装机规模将继续下滑。

而水电设备增长则有望保持平稳增长。截至 2008 年底,中国水电装机容量达到 1.72 亿千瓦,稳居世界第一位。水电能源开发利用也从改革开放前的技术可开发量不足 10% 提高到 27%。西电东送、南北互供、全国联网的发展战略为中国水力发电技术的发展带来了机遇。2008 年至 2015 年,中国将在金沙江、大渡河、雅砻江、澜沧江、乌江、黄河上游开发多个梯级水电站,约 150 台 70 万千瓦的巨型水轮发电机将投产发电。目前,有 10 个抽水蓄能电站正在建设中,可新增装机容量达 3000 万千瓦。今后,水电开发蓄能电站将占较大比例。

图 7 电站汽轮机产量和增速

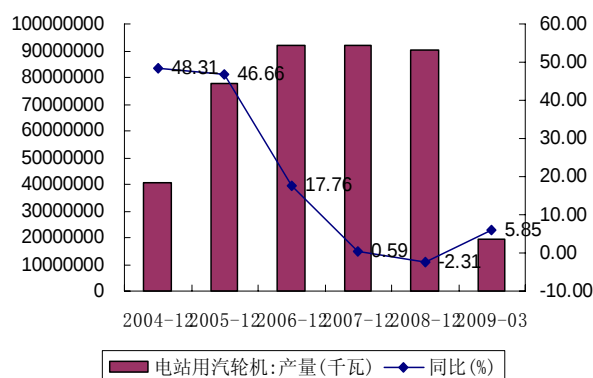
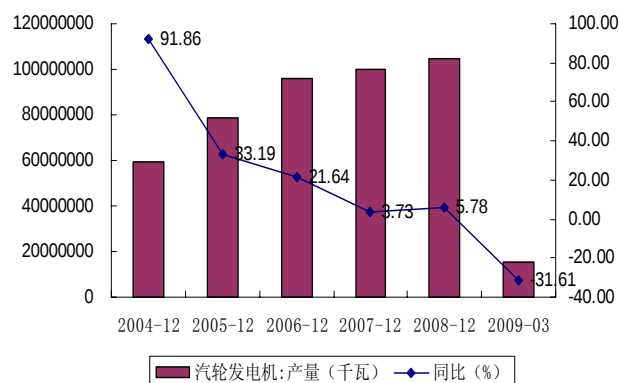


图 8 汽轮发电机产量和增速



资料来源: wind

图9 电站水轮机产量和增速

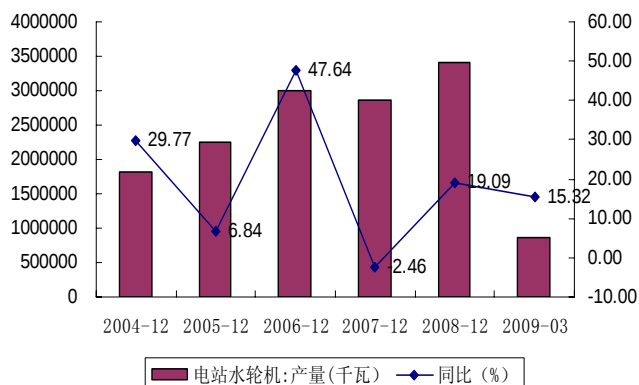
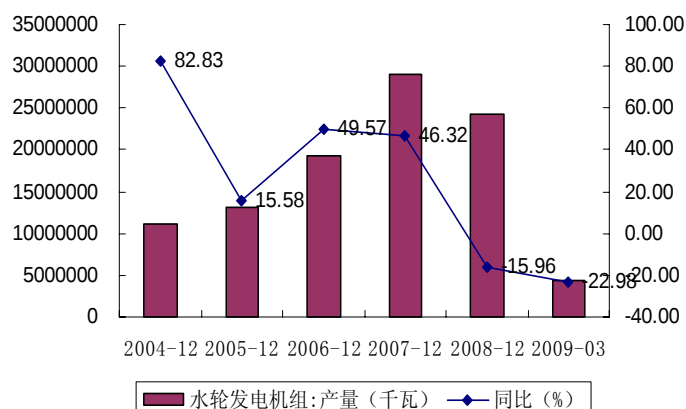
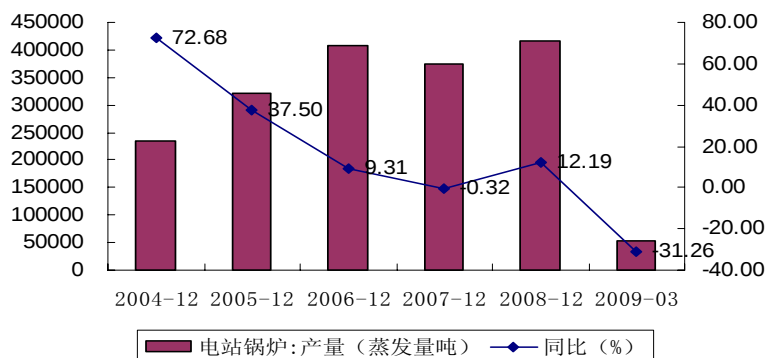


图10 水轮发电机产量和增速



资料来源: wind

图11 电站锅炉产量和增速

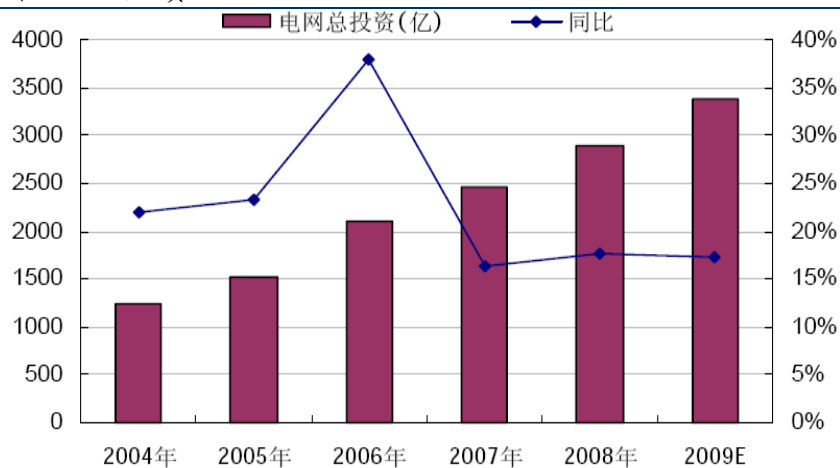


资料来源: wind

输配电行业仍维持高景气

在今年的全国能源工作会议中，今年国家对电力投资将达到 5800 亿元，核电、风电等新能源建设将明显提速。电网投资为 3380 元，其中国网投资 2600 亿，南方电网为 879.9 亿元。合计较 2008 年电网投资增长 14.4%，作为输变电主设备的变压器仍维持高景气。

图12 电网投资



资料来源: 国海证券研究所

2008 年底, 全国变压器产量为 11.60 亿千伏安, 同比增长 27.78%, 而今年 1-3 月, 累计产量 3.11 亿千伏安, 同比 18.82%; 电力电缆方面, 2008 年生产 2094 万千米, 同比 38.92%。今年 1-3 月, 累计 449 万千米, 同比仍增长 6.44%。整体上看, 增速仍保持较快发展。

图 13 变压器产量 (单位: 百万 KVA)

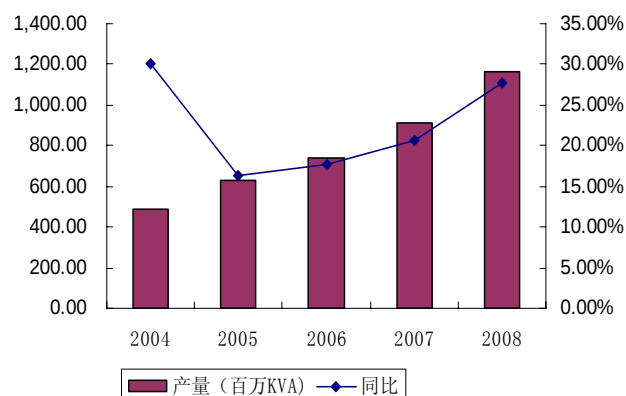
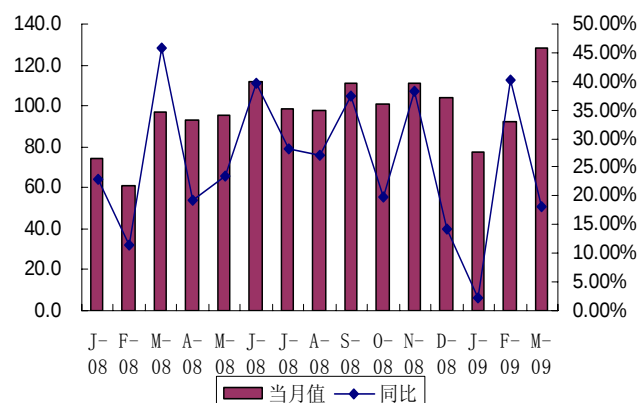


图 14 变压器产量 (单位: 百万 KVA)



资料来源: wind

图 15 电力电缆产量 (单位: 百万 Km)

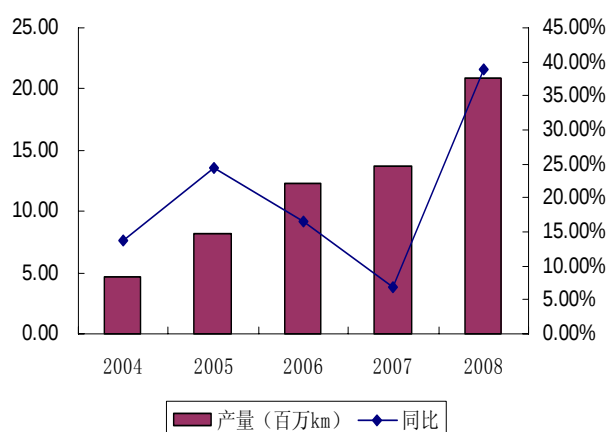
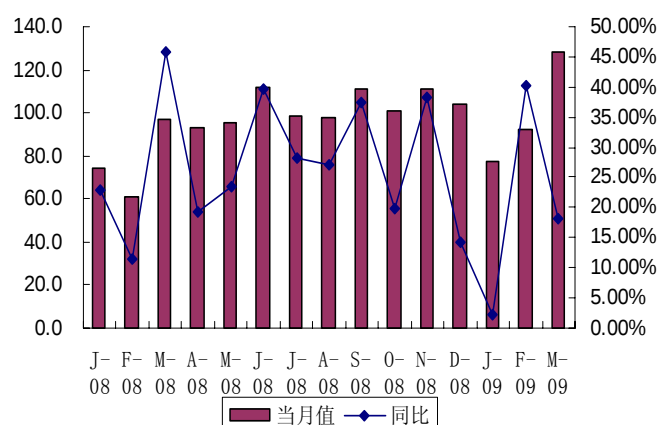
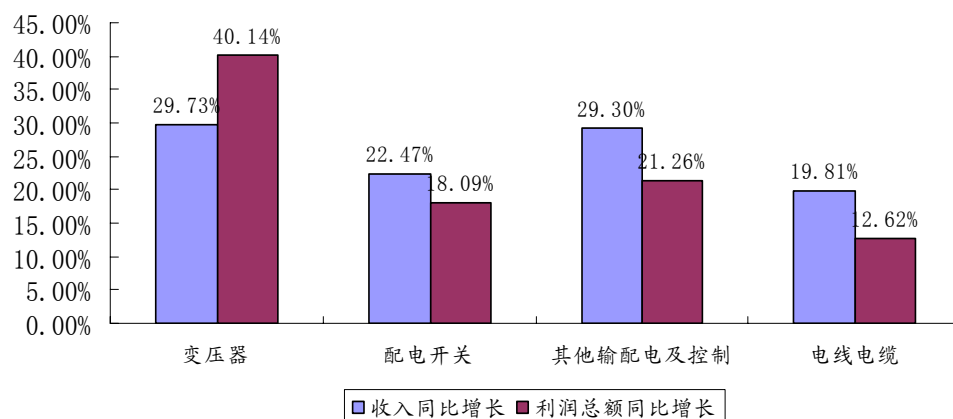


图 16 电力电缆产量 (单位: 万 Km)



资料来源: wind

图 17 输配电子行业 2008-11 月经营情况



资料来源: wind

特高压是投资重点

特高压电网建设仍是电网投资的重要方向。国网公司以特高压交流等重要电网项目、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。国家电网在年度工作会议上明确指出，电网发展的重点是实现特高压整体推进，落实“一特四大”，即特高压电网、大煤电基地、大水电基地、大核电基地以及大型可再生能源基地的电力发展战略。国网公司2009-2010年特高压电网的投资金额将达到约830亿元，其中特高压交流570亿元，特高压直流投资约为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疑开始加速，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。

随着晋东南-荆门1000千伏特高压交流试验示范工程试运行，08年新增特高压容量525万KW。08年开工建设的特高压工程还有四川向家坝-上海奉贤±800千伏直流示范工程，四川锦屏-江苏苏南±800千伏直流工程于2008年11月通过国家核准。

到2020年，我国要建成特高压交流变电站53座，特高压及跨区电网输送容量达到2.5亿千瓦以上，约占全国装机容量容量的25%；建成直流输电工程38项，线路总长度9.68万公里。预计特高压输变电未来仍会持续景气。

原材料价格在低位盘整

电站设备、变压器等主要制造业看，铜、钢材和取向硅钢是比重较大的原材料。

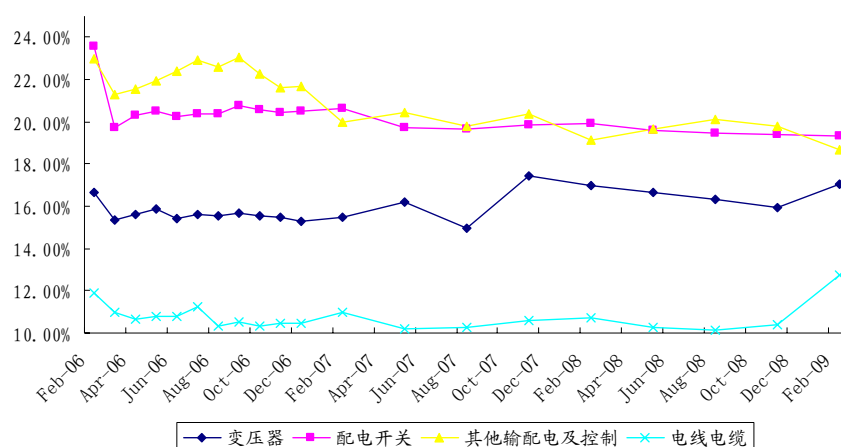
而受金融危机影响，大宗商品铜、铝等金属在去年下半年急剧下跌，去年12月，取向硅钢出现跳水走势，取向30Q130从去年高位的46000元/吨下跌至目前的24000元/吨，幅度达到52%，我们认为以钢材为代表的主要工业原材料在2009年很可能维持一种低位盘整的态势。这对于产品的毛利率的提升将有明显受益。尤其是订货周期较长的产品，成本压力有望缓解。

表 1 电力设备原材料构成情况

产品类别	钢材	铜	铝	硅钢	绝缘材料	其他
发电机	60%	20%			10%	10%
电站锅炉、汽轮机	75%					25%
变压器	10%	30%		35%	5%	20%
高压开关	25%	20%	25%		10%	20%
电线电缆		40%	30%		15%	15%

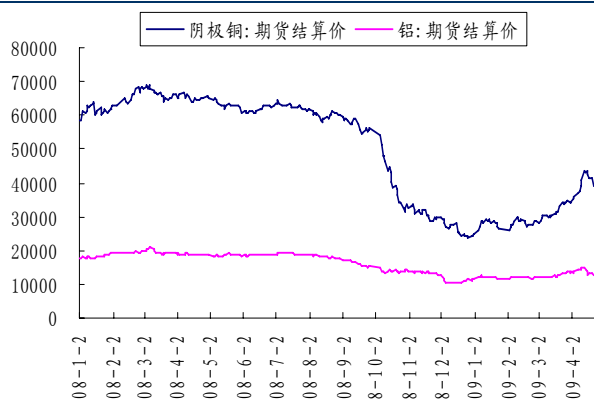
资料来源：国海证券研究所

图 18 输配电子行业的销售利润率



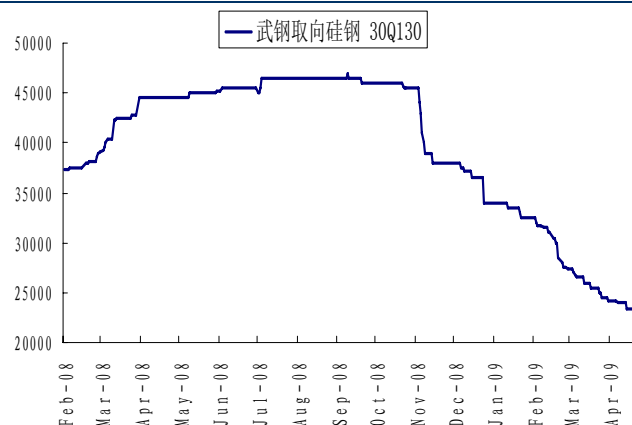
资料来源：国海证券研究所

图 19 铜价格走势



资料来源：wind

图 20 取向硅钢走势

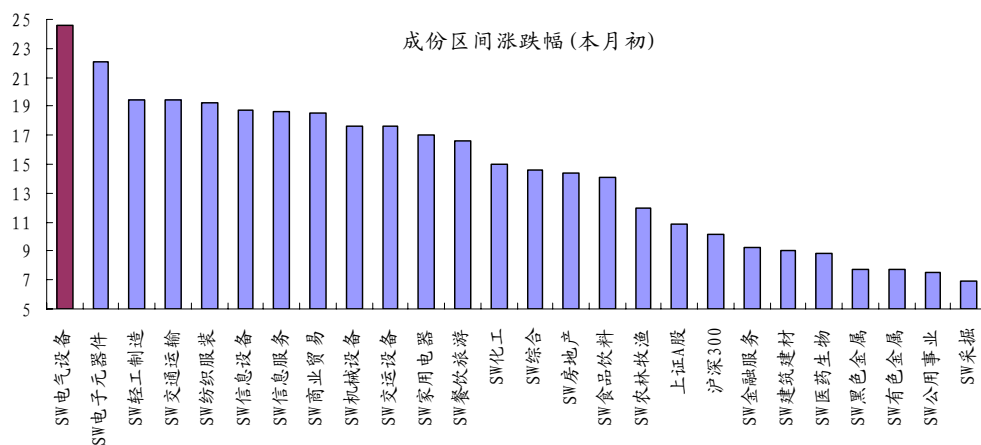


估值及投资评级

从行业估值的角度来看，本月SW电气设备板块整体涨幅24.64%，较沪深300指数10.11%多出14个百分点，远远跑赢大市。P/E、P/B分别为46.65、6.48倍，相对沪深300指数为2.51和2.42倍。较历史平均水平的P/E、P/B的45、4.73倍；对HS300比率的1.82倍和1.45倍而言，目前的估

值处于一个相对高位，市场已经给予了行业景气度的一定溢价，因此我们给予整个电力设备行业首次“中性”评级。

图 21 成分区间涨跌幅（总市值加权平均）（4.1 至 4.22）



资料来源：wind

图 22 SW 电气设备行业历史 PE

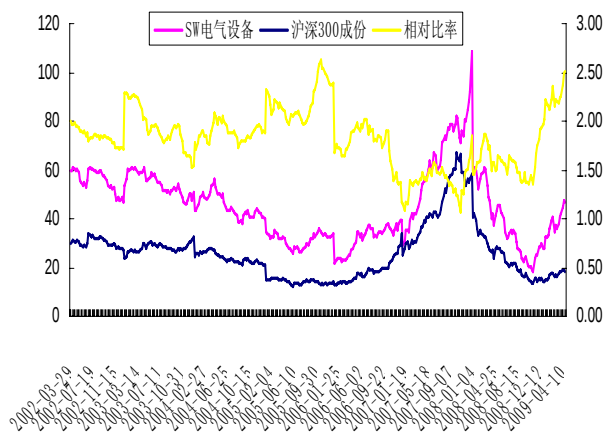
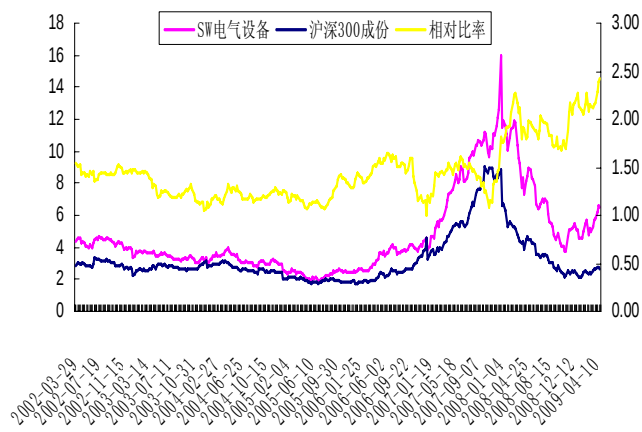


图 23 SW 电气设备历史 PB



资料来源：wind 国海证券研究所

重点关注公司简评

东方电气（600875）

在手订单仍有1200亿，在新签合同中，火电站45.1%，核电站23.5%，风电站14.8%，水电8.2%，燃机占7.9%。核电订单比例增加显著，火电、风电、水电等比例更趋合理。风电产品在08年实现了374.09%的增长，营业收入达到26.17亿元，风电市场占有率达到了16.84%。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。2009、2010年EPS分别为2.16和2.49元，我们给予“增持”评级。

特变电工（600089）

2008 年度，公司实现营业收入 125.19 亿元，营业利润 11.88 亿

元，利润总额 12.15 亿元，净利润 10.79 亿元，归属于上市公司股东的净利润 9.63 亿元，扣除非经常性损益归属于上市公司股东的净利润 8.76 亿元；与 2007 年度相比分别增长 40.17%、98.66%、74.24%、76.71%、78.74%，113.47%。受益于电网投资的持续增加和公司产能的释放，公司变压器产品收入达 74.22 亿元，同比上升 41.31%，电线电缆收入 25.58 亿元，增幅达 19.91%。

公司产品结构高端化明显，高端变压器产品占比提高，中标多项超高压直交流、核电主机、大型水电、超超临界大型火电机组等项目，产品高端化提升毛利率水平。电线电缆产品向高压、超特高压领域推进，毛利率水平从连续三年稳定在 11.6% 左右大幅提升到 14.09%，比较 07 年提升 2.47%。

公司目前在手订单 170 亿元，生产任务饱满。09 年国网公司电网建设投资约 2600 亿元，南网公司电网建设投资约 1134 亿元，全国电网总投资达到 3734 亿元，比上年增长了 29%。预计在国网通过各种融资手段解决建设资金问题后，电力设备市场需求将迅速提高。特高压项目投资会加快。此外 2008 年公司的塔吉克斯坦 500kV 输变电项目 2008 年确认收入人民币 7.52 亿元，预计 09 年项目将完工，确认收入约 11 亿元左右。

公司 2008、2009 年 EPS 分别至 1.15 和 1.47 元，给予“增持”投资评级。

许继电气 (000400)

平安信托投资有限公司拥有了许继集团 100% 的股权，间接控制许继电气 29.9% 的股权。平安入主的好处是能够带来雄厚的资金支持和未来激励机制的完善，提升公司的管理水平。平安承诺对许继集团的未来发展提供强有力的资金支持和全方位的金融服务，提供不小于 40 亿元的五年期无息资金支持，这将有助于大幅降低公司财务费用。

资产注入值得期待。平安信托承诺在完成许继集团股权受让之后，集团的输变电资产整体上市进程将加快，可显著增厚业绩；同时可以减少与集团公司关联交易和消除同业竞争问题。

我们对未来国内的特高压输电特别是直流输电业务看好，集团公司的直流换流阀业务具有较强的竞争实力，我们重新调整对公司盈利预测，不考虑资产注入，预计 2009-2010 年 EPS 为 0.52 元和 0.66 元，考虑 09 年完成资产注入，09 年和 10 元每股收益为 0.74 元，0.84 元，维持评级为“增持”。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归国海证券所有。