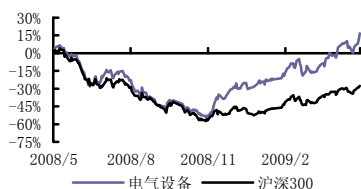


投资品 - 电气设备

Electrical Equipment

2009 年 5 月 7 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电气设备	19.28%	40.21%	12.32%
沪深 300	7.57%	23.59%	-31.06%

细分行业	评级
发电设备	中性
一次设备	增持
二次设备	增持
新能源设备	增持

代码	名称	6m%	YTD	评级
002028	思源电气	79.4	7.3	买入
600517	置信电气	93.7	-12.6	买入
600312	平高电气	59.2	60.4	增持
002123	荣信股份	88.7	28.2	增持
600089	特变电工	95.9	79.2	增持
600550	天威保变	203.2	-3.6	增持
002202	金风科技	213.5	-2.2	买入
600406	国电南瑞	75.0	33.9	增持
600416	湘电股份	242.8	25.2	增持
600875	东方电气	180.6	17.2	增持

颜彪

+86 755 83199427

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

本人，颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人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。

子行业分化中寻找估值支撑

——电力设备 08 年年报及 09 年 1 季报综述

评级： 强于大市

■ 通过分析电力设备 08 年年报和 09 年一季报，发现营业收入同比正增长、净利润同比负增长，净利润增速低于营收增速；销售毛利率和销售净利率均下降，ROA 和 ROE 也小幅下降；期间费用率略有上升；偿债能力没有明显改善；资产管理能力普遍下降。同时电力设备经营绩效强于整个 A 股市场。

■ 电力设备细分行业分化明显。从盈利能力看，一次设备和新能源设备明显占优。从经营能力看，二次设备毛利率最高，但二次设备期间费用率也较高；发电设备毛利率低于一次设备和新能源设备。新能源设备和发电设备的 ROE 普遍高于输变电设备，而各子行业的 ROA 相差不大。从偿债能力看，发电设备的资产负债率偏高，而流动比率偏低；二次设备的偿债能力强于一次设备和新能源设备，总的来看细分行业龙头的偿债能力普遍较高。从现金流角度看，一次设备经营活动产生现金流量明显好于其他细分板块，而且从该指标的同比增长率看，也是一次设备表现较好；发电设备和一次设备的每股现金流量净额强于二次设备和新能源设备。

■ 在电力设备细分行业景气分化中寻找估值支撑。发电设备具有强经济周期，在社会需求下降、国家趁机调整电力结构之时，发电设备景气周期下滑明显。输变电设备具有弱周期特征，在目前国家保增长目标下，电网投资仍保持较快增速，支撑输变电设备高估值；整个细分行业估值水平明显高于发电设备，而且一次设备估值水平低于二次设备的估值水平。新能源行业（风电设备）处于高速发展的初期，应该获得高于输变电设备的估值水平；因此，从未来发展趋势看，新能源设备的走势会强于输变电设备，应该享受高成长阶段的高估值。

■ 我们给予电力设备行业“强于大市”评级，考虑到细分行业所处景气周期以及估值水平，我们给予思源电气、置信电气、金风科技“买入”评级；给予平高电气、荣信股份、特变电工、天威保变、国电南瑞、湘电股份和东方电气“增持”评级。注意需求下降带来收入增速减缓的风险、电力设备估值压力释放的风险。

电力设备经营绩效强于整个 A 股市场

2008 年电力设备行业与 A 股整体相比各项经营数据明显占优, 显示出电力设备板块高景气的持续性。营业收入同比正增长、净利润同比负增长; 销售毛利率和销售净利率均下降, ROA 和 ROE 也小幅下降; 期间费用率略有上升, 而 A 股整体出现下降; 偿债能力没有明显改善; 资产管理能力普遍下降。

但从电力设备子行业来看, 内部出现较大分化。主要表现在一次设备和新能源电力设备的表现明显好于发电设备和二次设备。

Figure 1 电力设备行业与 A 股市场 08 年经营指标比较

		全部A股	电力设备	发电设备	一次设备	二次设备	新能源设备
营收同比增长		18.36%	16.08%	7.74%	22.07%	15.56%	66.48%
净利润同比增长		-14.52%	-3.45%	-37.12%	50.31%	-17.56%	48.14%
ROE	2007	16.96%	18.69%	22.77%	13.96%	11.95%	24.32%
	2008	12.08%	14.72%	13.35%	15.89%	8.06%	22.14%
ROA	2007	2.70%	6.54%	6.47%	5.60%	6.64%	10.64%
	2008	1.93%	4.94%	3.46%	6.55%	4.86%	9.59%
销售毛利率	2007	21.09%	20.14%	18.43%	20.12%	30.48%	26.67%
	2008	18.15%	19.83%	17.89%	20.00%	29.94%	24.54%
销售净利率	2007	10.73%	8.33%	8.33%	6.59%	10.68%	13.46%
	2008	7.75%	6.84%	5.00%	8.06%	7.94%	13.16%
期间费用	2007	11.96%	11.20%	9.50%	12.79%	20.77%	11.72%
	2008	11.52%	11.74%	10.44%	12.32%	21.98%	11.43%
资产负债率	2007	83.56%	65.45%	72.27%	58.92%	44.63%	55.01%
	2008	84.17%	68.11%	77.18%	57.38%	43.63%	60.03%
流动比率	2007	1.0702	1.2734	1.2052	1.3006	1.8851	1.3906
	2008	1.0287	1.2651	1.1547	1.4965	1.886	1.2886
存货周转率	2007	4.968	2.5747	2.3533	3.1681	2.5788	2.841
	2008	4.9107	2.2962	1.9694	3.1914	2.4493	2.5855
应收账款周转率	2007	16.1316	4.5732	5.0728	4.5315	2.2677	4.688
	2008	17.0247	4.2634	4.4688	4.763	2.1727	4.2079
每股经营活动现金流	2007	0.8961	0.1092	-0.2011	0.1012	0.2817	0.1983
	2008	1.0779	0.5968	0.7207	0.5542	0.1835	0.4341

数据来源: wind、世纪证券研究所

从 2009 年 1 季度经营数据可以看出, 整个 A 股市场营业收入和净利润增速均出现负增长, 金融危机对实体经济的影响开始显现。但电力设备依然表现抢眼, 虽然营业收入同比正增长、净利润同比负增长, 但好于整个 A 股市场; 盈利能力指标均下滑; 期间费用略有上升; 偿债能力指标没有明显改善; 资产管理能力略微下降。

电力设备行业内部也出现分化, 即新能源设备子行业表现强于其他子行业。

Figure 2 电力设备行业与 A 股市场 09 年 1 季度经营指标比较

		全部A股	电力设备	发电设备	一次设备	二次设备	新能源设备
营收同比增长		-12.43%	5.87%	2.21%	3.90%	12.41%	41.87%
净利润同比增长		-25.07%	-5.86%	-16.96%	-3.83%	-15.26%	47.08%
ROE	08Q1	4.12%	4.34%	13.06%	4.23%	1.18%	3.26%
	09Q1	2.81%	3.19%	3.92%	3.09%	0.90%	3.46%
ROA	08Q1	0.67%	1.37%	1.16%	1.70%	0.65%	1.53%
	09Q1	0.42%	1.01%	0.88%	1.23%	0.50%	1.49%
销售毛利率	08Q1	19.62%	21.38%	17.60%	21.03%	34.41%	25.84%
	09Q1	20.40%	19.75%	16.21%	22.77%	33.47%	26.09%
销售净利率	08Q1	10.91%	8.42%	7.77%	9.50%	6.30%	11.11%
	09Q1	9.26%	7.25%	6.18%	8.35%	4.89%	11.96%
期间费用	08Q1	10.01%	11.07%	8.45%	13.11%	29.25%	14.16%
	09Q1	12.78%	11.79%	9.16%	13.96%	30.14%	12.75%
资产负债率	08Q1	83.74%	67.90%	92.56%	58.79%	44.73%	51.10%
	09Q1	85.16%	67.68%	77.55%	57.05%	44.59%	53.73%
流动比率	08Q1	1.1323	1.2783	1.0809	1.3372	1.8918	1.5127
	09Q1	1.0598	1.2835	1.154	1.5196	1.8305	1.5227
存货周转率	08Q1	1.1417	0.4937	0.3848	0.6625	0.3897	0.4892
	09Q1	0.8406	0.425	0.3879	0.586	0.3618	0.3899
应收账款周转率	08Q1	3.7666	0.7806	0.7386	0.9705	0.3651	0.8706
	09Q1	3.0835	0.8172	0.9036	0.8917	0.3566	0.6821
每股经营活动现金流	08Q1	0.1164	-0.2363	-0.3331	-0.1396	-0.3412	-0.3867
	09Q1	0.0941	-0.1811	-0.0983	-0.0973	-0.2475	-0.9086

数据来源: wind、世纪证券研究所

比较 08 年度数据和 09 年 1 季度数据, 我们发现 09 年 1 季度不管是 A 股市场还是电力设备, 营收和净利润同比增速出现较大程度下降。主要原因在于金融危机对实体经济的影响开始显现, 市场需求急剧下降带来收入和利润的大幅下降。

净利润增速低于营业收入增速

2008 年电力设备营收同比增长 16.08%; 净利润同比减少 3.45%; 同 A 股市场比较, 营收增速低于 A 股市场 3.28 个百分点, 但净利润增速高出后者 11.07 个百分点。2009 年 1 季度电力设备营收增速趋缓, 而 A 股市场出现负增长。整体来看, 净利润增速低于营收增速, 且 09 年 1 季度数据明显弱于 08 年年度数据。

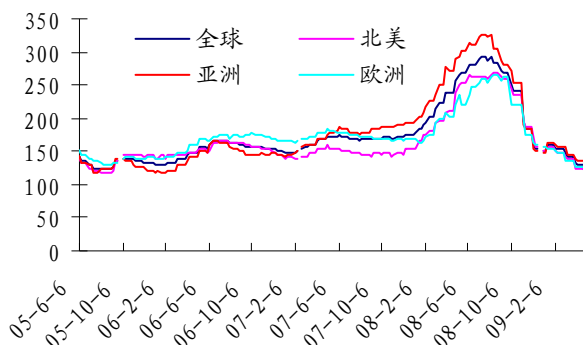
Figure 3 营业收入和净利润同比增速比较

	同比增长	全部A股	电力设备	发电设备	一次设备	二次设备	新能源设备
08年	营业收入	18.36%	16.08%	7.74%	22.07%	15.56%	66.48%
	净利润	-14.52%	-3.45%	-37.12%	50.31%	-17.56%	48.14%
09Q1	营业收入	-12.43%	5.87%	2.21%	3.90%	12.41%	41.87%
	净利润	-25.07%	-5.86%	-16.96%	-3.83%	-15.26%	47.08%

数据来源: wind、世纪证券研究所

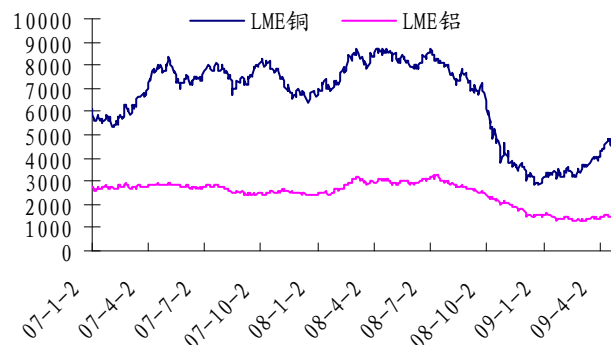
之所以出现净利润增速低于营收增速，且为负增长，主要原因是 08 年原材料价格高位运行，对企业的盈利能力有较大影响。而 08 年 10 月份后虽然原材料价格高位回落，但考虑到电力设备的制造周期以及原材料存货的消耗，净利润增速低于营收增速的趋势可能要持续到 09 年下半年。

Figure 4 全球钢材价格指数



数据来源：数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 5 LME 铜、LME 铝价格走势



数据来源：wind、世纪证券研究所

从细分行业看，一次设备和新能源设备表现抢眼。除了 09 年 1 季度一次设备净利润小幅负增长外，营收和净利润增速均为正，显示出一次输变电设备和新能源设备快速的成长性。这和 08 年电网设备投资加速以及新能源建设进程加快密切相关。

二次设备营收和净利润增速弱于一次设备。二次设备的建设周期一般较一次设备晚 6-12 个月，因此我们预计 09 年下半年二次设备营收和净利润增速开始走强，其实在 09 年 1 季度就开始显现。

发电设备 08 年营收和净利润增速明显弱于整个 A 股市场，但 09 年 1 季度开始好转。这与国家对电力结构调整有关，在“节能减排”和“上大压小”的政策下，火电设备景气下行，而水电设备表现正常。整体来看，09 年电源建设的重点依旧是优化电源结构，电网投资增速快于电源投资增速，发电设备景气低于输变电设备。

盈利能力指标均有所下降

不管是 08 年还是 09 年 1 季度，电力设备和 A 股市场的盈利能力均同比下降。电力设备的 ROE、销售毛利率和销售净利率的降幅均低于 A 股市场，而 ROA 的降幅则高于 A 股市场。

从细分行业看，一次设备盈利能力最强。08 年销售净利率仍保持正增长，09 年 1 季度毛利率也同比正增长。新能源设备的盈利能力也较强，08 年毛利率和净利率分别下降 2.13 和 0.3 个百分点，但 09 年 1 季度又同比上涨 0.25 和 0.85 个百分点。发电设备的盈利能力仍然有待提高，

净利率同比下降幅度最大；二次设备的盈利能力也稍弱。

Figure 6 盈利能力指标同比增速比较

	同比增长	全部A股	电力设备	发电设备	一次设备	二次设备	新能源设备
08年	ROE	-4.88%	-3.97%	-9.42%	1.93%	-3.89%	-2.18%
	ROA	-0.77%	-1.60%	-3.01%	0.95%	-1.78%	-1.05%
	销售毛利率	-2.94%	-0.31%	-0.54%	-0.12%	-0.54%	-2.13%
	销售净利率	-2.98%	-1.49%	-3.33%	1.47%	-2.74%	-0.30%
09Q1	ROE	-1.31%	-1.15%	-9.14%	-1.14%	-0.28%	0.20%
	ROA	-0.25%	-0.36%	-0.28%	-0.47%	-0.15%	-0.04%
	销售毛利率	0.78%	-1.63%	-1.39%	1.74%	-0.94%	0.25%
	销售净利率	-1.65%	-1.17%	-1.59%	-1.15%	-1.41%	0.85%

数据来源：wind、世纪证券研究所

期间费用率略有上升

电力设备 08 年和 09 年 1 季度期间费用率均略有上升。仔细分析三大费用率，我们发现一次设备 08 年期间费用率同比下降主要原因是销售费用率的下降；而新能源设备 08 年和 09 年 1 季度期间费用率均下降，管理费用率和销售费用率下降是主要原因。可见一次设备和新能源设备企业在 08 年到 09 年 1 季度期间的期间费用控制能力比发电设备和二次设备要强。发电设备的各项费用率均出现同比上升，期间费用控制有待加强。

Figure 7 期间费用同比增速比较

	同比增长	全部A股	电力设备	发电设备	一次设备	二次设备	新能源设备
期间费用率	08年	-0.44%	0.54%	0.94%	-0.47%	1.20%	-0.28%
	09Q1	1.79%	0.72%	0.71%	0.85%	0.89%	-1.41%
销售费用率	08年	-0.21%	0.11%	0.27%	-0.66%	0.52%	0.23%
	09Q1	0.40%	0.38%	0.31%	0.46%	1.28%	-0.55%
管理费用率	08年	-0.44%	0.16%	0.37%	0.02%	0.93%	-0.69%
	09Q1	0.99%	0.24%	0.14%	0.59%	0.02%	-0.77%
财务费用率	08年	0.20%	0.27%	0.29%	0.18%	-0.25%	0.18%
	09Q1	0.41%	0.10%	0.26%	-0.21%	-0.41%	-0.09%

数据来源：wind、世纪证券研究所

偿债能力没有明显改善

整个 A 股市场的偿债能力减弱，电力设备虽然 08 年的资产负债率上涨 2.66%，但 09 年 1 季度却同比下降 0.22%，电力设备偿债能力有转好的趋势。其中一次设备和二次设备的偿债能力均有所提高，资产负债率同比下降，而流动比率上升。值得一提的是发电设备 09 年 1 季度的资产负债率同比下降 15.01%，从 92.56% 下降到 77.55%，但是仍然比其他细分板块的负债水平高。新能源发电设备的偿债能力转弱，主要由于固定资产投资需要高负债融资，以及存货占用资金数额比例较大。

Figure 8 偿债能力指标同比增速比较

	同比增长	全部A股	电力设备	发电设备	一次设备	二次设备	新能源设备
08年	资产负债率	0.61%	2.66%	4.91%	-1.54%	-1.00%	5.02%
	流动比率	-0.0415	-0.0083	-0.0505	0.1959	0.0009	-0.102
09Q1	资产负债率	1.42%	-0.22%	-15.01%	-1.74%	-0.14%	2.63%
	流动比率	-0.0725	0.0052	0.0731	0.1824	-0.0613	0.01

数据来源: wind、世纪证券研究所

资产管理能力下降

电力设备板块 08 年-09 年 1 季度的存货周转率以及应收账款周转率均下降,这与市场需求、下游客户的运营状况有关。从细分行业看,新能源设备的资产管理能力下降幅度最大,发电设备 08 年的资产管理能力降幅也很大。相比而言,一次设备和二次设备的资产管理能力只是略微下降。

Figure 9 营运能力指标同比增速比较

	同比增长	全部A股	电力设备	发电设备	一次设备	二次设备	新能源设备
08年	存货周转率	-0.0573	-0.2785	-0.3839	0.0233	-0.1295	-0.2555
	应收账款周转率	0.8931	-0.3098	-0.604	0.2315	-0.095	-0.4801
09Q1	存货周转率	-0.3011	-0.0687	0.0031	-0.0765	-0.0279	-0.0993
	应收账款周转率	-0.6831	0.0366	0.165	-0.0788	-0.0085	-0.1885

数据来源: wind、世纪证券研究所

综合来看,发电设备行业处于景气调整阶段,火电设备景气下降,而水电设备平稳发展。营收、净利润增速仍将拖累整个电力设备,毛利率仍可能小幅下滑,而期间费用率有可能微幅上涨。

一次设备由于国网投资力度低于之前预期,09 年 1 季度收入和净利润的增速开始放缓。受原材料价格回落影响,考虑到一次设备的交货周期,我们认为其毛利率在 09 年下半年会同比正增长。

二次设备建设周期滞后于一次设备半年左右,因此前期一次设备的高速增长将带来 09 年下半年二次设备的巨大市场需求。虽然原材料价格对二次设备毛利率影响较小,但行业内竞争激烈的加剧会使毛利率有下行趋势。

新能源设备表现抢眼,收入和净利润大幅上涨,而毛利率在 09 年 1 季度明显有转好趋势。我们认为国家在对新能源发展目标重新规划,并制定行业发展的相关的政策,对于相应新能源设备的发展提供更大的市场空间,09 年全年将延续这种发展趋势。

上市公司业绩分化明显

盈利能力: 一次设备和新能源设备明显占优

从细分行业看,一次设备收入和净利润 08 年和 09 年 1 季度增幅超过 20%

Figure 10 部分电力设备上市公司营业收入及净利润比较

	证券代码	证券简称	08年营收 同比增长	09Q1营收 同比增长	08年营业利 润同比增长	09Q1营业利 润同比增长	08年净利润 同比增长	09Q1净利润 同比增长
发电 设备	002266.SZ	浙富股份	56.35%	-9.92%	39.66%	19.75%	48.77%	22.09%
	600202.SH	哈空调	22.36%	13.93%	7.79%	6.36%	35.28%	15.90%
	002255.SZ	海陆重工	13.87%	12.66%	-6.18%	1.62%	30.89%	17.63%
	600875.SH	东方电气	12.30%	21.17%	-36.41%	-19.70%	-91.16%	-25.03%
	600475.SH	华光股份	5.52%	-13.94%	-45.33%	-28.14%	-40.13%	-10.03%
	601727.SH	上海电气	5.01%	-5.37%	-28.83%	-23.46%	-9.43%	-16.52%
一次 设备	002009.SZ	天奇股份	100.10%	-64.24%	45.69%	-98.91%	18.74%	-95.13%
	600312.SH	平高电气	49.79%	-8.84%	59.08%	-85.85%	17.76%	-79.28%
	600089.SH	特变电工	40.17%	39.54%	98.66%	39.24%	78.74%	58.49%
	600550.SH	天威保变	38.41%	60.54%	102.86%	-23.95%	109.70%	-24.15%
	002168.SZ	深圳惠程	31.44%	42.52%	35.50%	-31.33%	20.58%	28.53%
	002028.SZ	思源电气	27.70%	27.24%	17.79%	18.37%	27.16%	24.27%
	600388.SH	龙净环保	27.39%	34.82%	15.94%	47.01%	40.39%	59.98%
	600517.SH	置信电气	26.82%	-23.19%	27.11%	10.33%	19.26%	20.67%
	002176.SZ	江特电机	19.84%	-28.87%	-43.13%	-131.90%	-22.34%	-71.33%
	002212.SZ	南洋股份	18.48%	-13.20%	39.36%	51.11%	34.18%	36.33%
	600526.SH	菲达环保	16.77%	4.54%	-52.71%	-8.75%	-20.57%	2.90%
	002112.SZ	三变科技	16.09%	-5.51%	-15.56%	-7.31%	-11.11%	12.78%
	000969.SZ	安泰科技	15.31%	-15.87%	0.18%	-51.38%	7.30%	-27.37%
	000862.SZ	银星能源	15.31%	-5.63%	37.14%	-102.15%	51.52%	-98.67%
	600973.SH	宝胜股份	15.29%	-39.20%	-89.02%	-53.03%	-96.23%	-46.33%
	600112.SH	长征电气	13.89%	-49.88%	67.45%	-73.25%	94.12%	-68.83%
	002249.SZ	大洋电机	0.16%	-24.56%	-13.50%	26.84%	-3.44%	32.99%
	600192.SH	长城电工	-1.90%	-21.04%	-93.33%	-95.98%	-45.24%	-59.59%
	000533.SZ	万家乐	-10.84%	-5.54%	-60.91%	11.76%	-49.13%	34.88%
	600468.SH	百利电气	-23.07%	-28.50%	-48.29%	-107.44%	-27.44%	-22.62%
	002196.SZ	方正电机	-23.75%	-33.61%	-73.62%	-63.46%	-44.90%	-56.03%
二次 设备	002123.SZ	荣信股份	58.69%	59.53%	85.24%	75.60%	56.29%	64.47%
	002074.SZ	东源电器	37.46%	-21.58%	10.58%	-42.07%	20.43%	-29.38%
	002169.SZ	智光电气	32.42%	19.46%	-9.40%	-73.09%	-6.70%	-41.58%
	002121.SZ	科陆电子	23.46%	10.74%	-19.76%	-140.74%	-18.16%	48.24%
	002184.SZ	海得控制	14.12%	2.82%	-2.44%	0.14%	4.44%	-23.66%
	600268.SH	国电南自	12.80%	32.06%	-29.46%	-11.93%	1.21%	-88.58%
	002090.SZ	金智科技	10.80%	-7.12%	9.14%	-22.09%	1.48%	-6.81%
	002180.SZ	万力达	10.01%	-12.82%	-48.63%	-72.28%	-29.45%	-40.29%
	000400.SZ	许继电气	5.98%	11.30%	-39.28%	-43.81%	-67.06%	-25.72%
	600406.SH	国电南瑞	2.38%	16.12%	-28.21%	-62.13%	-11.99%	-7.36%
新能 源设备	000611.SZ	时代科技	-3.88%	-31.52%	-51.42%	-6.10%	-38.90%	-54.83%
	002227.SZ	奥特迅	-9.92%	-37.06%	-24.84%	-71.40%	-14.23%	-47.53%
	002122.SZ	天马股份	137.49%	0.75%	101.54%	22.50%	101.38%	1.26%
	002202.SZ	金风科技	108.11%	94.97%	87.31%	293.00%	45.26%	155.66%
	002204.SZ	华锐铸钢	25.91%	56.17%	42.87%	38.61%	66.19%	2.06%
	600416.SH	湘电股份	25.84%	48.54%	-123.77%	159.26%	-19.06%	146.24%
	002080.SZ	中材科技	21.43%	38.31%	78.89%	3713.26%	25.34%	-10.21%
	600290.SH	华仪电气	6.39%	-5.32%	-23.57%	-45.74%	-0.78%	-27.50%

数据来源: wind、世纪证券研究所

的有 5 家，其中净利润增幅超过收入增幅的有特变电工、天威保变、和龙净环保。新能源设备中天马股份和金风科技 08 年的收入和净利润增幅均超过 100%，而金风科技和湘电股份 09 年 1 季度的净利润增幅也超过 100%，分别达到 155%和 146%，显示出公司在风电设备上的优势。

发电设备中浙富股份和哈空调尚可，东方电气由于受地震灾害，计提大额减值损失；二次设备中荣信股份、国电南瑞和科陆电子盈利表现较强。

经营能力：二次设备和新能源设备崭露头角

从销售毛利率看，二次设备毛利率最高，毛利率超过 40%的有 4 家，但二次设备期间费用率也很高，导致净利率相对较低，其中奥特迅期间费用控制能力出色；发电设备毛利率低于一次设备和新能源设备。

Figure 11 部分电力设备上市公司 08 年相关经营能力指标比较

	证券代码	证券简称	ROA	ROE	销售毛利率	销售净利率	期间费用率
发电设备	002266.SZ	浙富股份	12.51%	23.08%	26.37%	15.93%	10.14%
	600202.SH	哈空调	19.73%	40.53%	26.02%	21.18%	8.73%
	002255.SZ	海陆重工	9.56%	22.30%	23.35%	11.75%	10.91%
	600875.SH	东方电气	0.44%	6.70%	16.31%	0.75%	8.34%
一次设备	002168.SZ	深圳惠程	9.71%	9.57%	44.63%	19.02%	20.93%
	002028.SZ	思源电气	14.04%	17.62%	42.28%	23.87%	21.85%
	600112.SH	长征电气	9.63%	13.95%	37.08%	14.41%	21.82%
	000862.SZ	银星能源	5.96%	14.91%	35.73%	7.90%	33.69%
	002009.SZ	天奇股份	7.48%	13.31%	22.99%	7.14%	11.24%
	600312.SH	平高电气	8.47%	14.99%	22.63%	7.96%	17.27%
	600550.SH	天威保变	12.65%	30.09%	22.47%	22.00%	12.43%
	600517.SH	置信电气	19.26%	25.08%	22.34%	15.42%	6.50%
	002176.SZ	江特电机	6.12%	7.23%	21.40%	5.89%	14.53%
	600089.SH	特变电工	10.77%	25.07%	20.48%	8.62%	10.98%
	600973.SH	宝胜股份	4.37%	0.65%	9.16%	0.11%	8.00%
	002180.SZ	万力达	7.05%	8.63%	56.76%	22.70%	41.36%
二次设备	002123.SZ	荣信股份	15.70%	22.39%	49.51%	22.53%	30.11%
	002227.SZ	奥特迅	9.77%	12.80%	43.82%	28.31%	18.79%
	002121.SZ	科陆电子	9.86%	13.64%	40.79%	14.03%	23.94%
	002090.SZ	金智科技	7.93%	11.75%	30.60%	12.53%	22.12%
	600406.SH	国电南瑞	6.97%	13.18%	29.65%	11.80%	20.38%
	600268.SH	国电南自	7.86%	10.60%	24.89%	6.14%	21.27%
	002184.SZ	海得控制	6.53%	8.81%	17.39%	4.80%	11.05%
	002122.SZ	天马股份	13.75%	28.02%	30.95%	18.82%	11.16%
新能源设备	002080.SZ	中材科技	10.27%	13.85%	28.74%	11.30%	19.88%
	600290.SH	华仪电气	11.54%	20.09%	26.89%	10.06%	13.39%
	002202.SZ	金风科技	14.34%	27.66%	24.54%	16.05%	8.63%
	002204.SZ	华锐铸钢	11.87%	21.18%	23.87%	14.93%	7.38%
	600416.SH	湘电股份	3.63%	5.07%	15.72%	2.03%	15.34%

数据来源：wind、世纪证券研究所

从 ROA 和 ROE 来看, 新能源设备和发电设备的 ROE 普遍高于输变电设备, 而各子行业的 ROA 相差不大。其中哈空调的 ROA 和 ROE 分别达到 19.73% 和 40.53%, 天威保变的 ROA 和 ROE 也分别达到 12.65% 和 30.09%。

偿债能力和资产管理能力: 细分行业龙头表现突出

从偿债能力看, 发电设备的资产负债率偏高, 而流动比率偏低, 但哈空调和浙富股份的偿债能力相对较好; 二次设备的偿债能力强于一次设备和新能源设备, 其中国电南瑞、荣信股份、思源电气、深圳惠程、特变电工、天威保变、金风科技、华锐铸钢等偿债能力较强。总的来看, 细分行业龙头的偿债能力普遍较高。

Figure 12 部分电力设备上市公司偿债能力和资产管理能力比较

	证券代码	证券简称	资产负债率	流动比率	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
发电设备	600875.SH	东方电气	95.69%	1.04	1.34	3.27	0.60
	600475.SH	华光股份	76.71%	1.03	1.78	5.86	0.59
	601727.SH	上海电气	65.91%	1.26	2.51	5.56	0.75
	002255.SZ	海陆重工	60.42%	1.35	1.40	5.37	0.71
	600202.SH	哈空调	53.33%	1.34	8.57	1.86	0.81
	002266.SZ	浙富股份	40.22%	1.90	4.25	4.41	0.71
一次设备	000862.SZ	银星能源	82.20%	0.79	1.89	2.53	0.29
	000533.SZ	万家乐	76.41%	1.08	3.35	3.34	1.04
	600526.SH	菲达环保	74.89%	1.16	1.67	5.50	0.82
	600388.SH	龙净环保	72.73%	1.24	1.43	5.98	0.76
	600873.SH	五洲明珠	68.10%	1.05	2.12	8.19	1.04
	600973.SH	宝胜股份	67.70%	1.23	17.61	4.08	1.96
	002112.SZ	三变科技	65.17%	1.14	3.11	3.57	1.10
	002009.SZ	天奇股份	64.13%	1.29	1.71	4.53	0.72
	600550.SH	天威保变	63.84%	1.65	2.16	4.58	0.44
	600312.SH	平高电气	62.12%	1.29	3.12	2.25	0.74
	600089.SH	特变电工	60.89%	1.52	4.32	7.97	0.99
	600192.SH	长城电工	57.91%	1.45	2.60	2.32	0.56
	600517.SH	置信电气	41.69%	1.82	4.58	6.31	1.05
	600112.SH	长征电气	41.43%	1.80	2.04	2.68	0.58
	002028.SZ	思源电气	25.29%	2.38	2.70	3.45	0.52
	002249.SZ	大洋电机	20.97%	4.17	6.12	9.81	1.34
	002168.SZ	深圳惠程	17.10%	3.93	3.09	2.14	0.43
	002212.SZ	南洋股份	9.99%	8.14	7.42	5.06	1.44
二次设备	600268.SH	国电南自	62.95%	1.52	3.85	1.58	0.76
	000400.SZ	许继电气	50.23%	1.63	1.69	1.92	0.55
	600406.SH	国电南瑞	49.71%	1.64	2.10	2.20	0.59
	002169.SZ	智光电气	49.50%	1.41	2.54	1.87	0.62
	002074.SZ	东源电器	45.68%	1.51	4.65	2.17	0.67
	002123.SZ	荣信股份	38.01%	2.05	2.55	2.17	0.65
	002121.SZ	科陆电子	36.82%	2.18	2.68	1.79	0.63
	002184.SZ	海得控制	18.12%	5.13	5.34	7.42	1.21
	002180.SZ	万力达	13.79%	6.22	1.16	2.28	0.33
	000611.SZ	时代科技	13.64%	4.06	1.84	7.27	0.31
新能源设备	002227.SZ	奥特迅	7.69%	12.18	1.61	1.37	0.38
	600416.SH	湘电股份	71.70%	1.00	2.83	3.76	0.77
	002202.SZ	金风科技	63.02%	1.62	3.15	3.86	0.78
	600290.SH	华仪电气	61.63%	1.33	2.49	2.15	0.78
	002122.SZ	天马股份	54.93%	0.96	1.59	5.63	0.65
	002204.SZ	华锐铸钢	53.68%	0.96	2.69	8.84	0.63
	002080.SZ	中材科技	51.05%	1.26	4.29	5.66	0.68

数据来源: wind、世纪证券研究所

从资产管理能力看，新能源设备和一次设备的存货周转率、应收账款周转率以及总资产周转率整体强于发电设备和二次设备，但仍体现细分行业龙头较强的资产管理能力。哈空调、浙富股份、置信电气、特变电工、金风科技、华锐铸钢和中材科技表现较好。

现金流量指标：关注现金流

从经营活动产生现金流量角度看，一次设备的表现明显好于其他细分板块，而且从该指标的同比增长率看，也是一次设备表现较好；从每股现金流量净额看，发电设备和一次设备强于二次设备和新能源设备。

Figure 13 部分电力设备上市公司 08 年现金流量指标比较

	证券代码	证券简称	每股现金流量净额	每股经营活动产生的现金流量净额	每股经营活动产生的现金流量净额(同比增长率)	经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入
发电设备	600875.SH	东方电气	7.35	7.94	1492.98%	25.06
	600202.SH	哈空调	0.31	0.99	37.99%	20.97
	601727.SH	上海电气	-0.03	0.25	-16.70%	5.14
	002255.SZ	海陆重工	1.87	0.18	-90.06%	2.65
	002266.SZ	浙富股份	2.05	0.01	-95.48%	0.26
一次设备	600526.SH	菲达环保	1.08	1.31	1737.50%	11.37
	000969.SZ	安泰科技	0.38	0.68	389.94%	10.07
	000533.SZ	万家乐	0.13	0.20	359.40%	4.12
	600192.SH	长城电工	0.60	0.32	310.66%	6.45
	600312.SH	平高电气	0.30	0.58	174.36%	11.41
	002112.SZ	三变科技	0.12	0.81	172.32%	5.87
	600089.SH	特变电工	1.20	1.98	144.44%	18.93
	000862.SZ	银星能源	0.69	0.49	83.68%	28.95
	600517.SH	置信电气	0.57	0.75	74.42%	19.41
	002212.SZ	南洋股份	2.80	0.70	66.67%	7.73
	600353.SH	旭光股份	0.25	0.31	50.87%	11.35
	002028.SZ	思源电气	-0.45	0.69	16.95%	12.46
	600550.SH	天威保变	1.43	0.24	-11.11%	6.29
	002168.SZ	深圳惠程	0.00	0.14	-48.15%	5.91
	600112.SH	长征电气	0.02	0.03	-74.67%	1.76
二次设备	002249.SZ	大洋电机	4.04	-0.89	-149.44%	-7.16
	002074.SZ	东源电器	0.05	0.27	204.17%	8.11
	000400.SZ	许继电气	-0.14	0.73	17.00%	10.60
	600406.SH	国电南瑞	0.06	0.57	3.64%	13.03
	600268.SH	国电南自	-0.25	0.13	-79.20%	1.44
新能源设备	002123.SZ	荣信股份	-1.07	0.04	-80.00%	0.81
	002227.SZ	奥特迅	0.11	-0.14	-132.56%	-8.79
	002080.SZ	中材科技	-0.72	0.47	2250.00%	6.57
	600416.SH	湘电股份	0.72	0.36	145.57%	2.53
	600290.SH	华仪电气	-0.07	-0.25	-19.05%	-7.99
	002202.SZ	金风科技	0.61	0.86	-21.10%	13.37
	002204.SZ	华锐铸钢	0.98	0.05	-94.38%	1.28

数据来源：wind、世纪证券研究所

东方电气、特变电工、置信电气、思源电气、天威保变、国电南瑞、

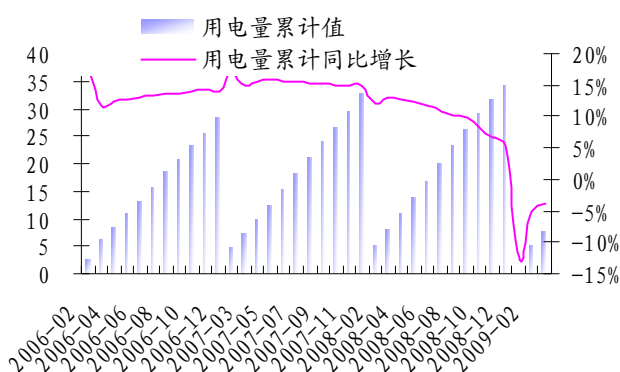
湘电股份以及金风科技的现金流量相关指标表现稳健。一方面与公司强大的市场地位有关，另外也表现公司较为严格的收款政策，经营活动产生现金流的能力较强。在“现金为王”的时代，我们特别关注公司产生现金流的能力。

在景气分化中寻找估值支撑

发电设备：强周期下需求减弱带来景气下滑

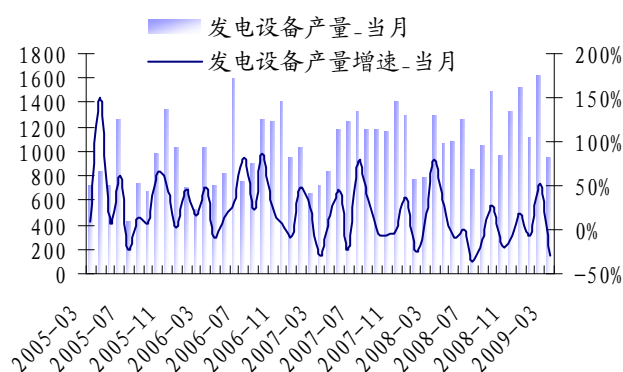
国家电网统调数据显示，09 年 4 月份的发电量同比下滑 3.55%，而 3 月份发电量同比下滑 0.71%，可见，4 月整月发电量与 3 月份环比，降幅呈拉大趋势。4 月份用电量同比降幅有望超过 3%，可能落在 3% - 3.5% 之间。09 年 3 月份用电量同比下降 2.02%，因此，4 月当月的用电量降幅环比 3 月份也有所扩大，而 1、2 月份累计全社会用电量同比下降 5.22%。

Figure 14 全社会用电量趋势（单位：千万千瓦）



数据来源：wind、世纪证券研究所

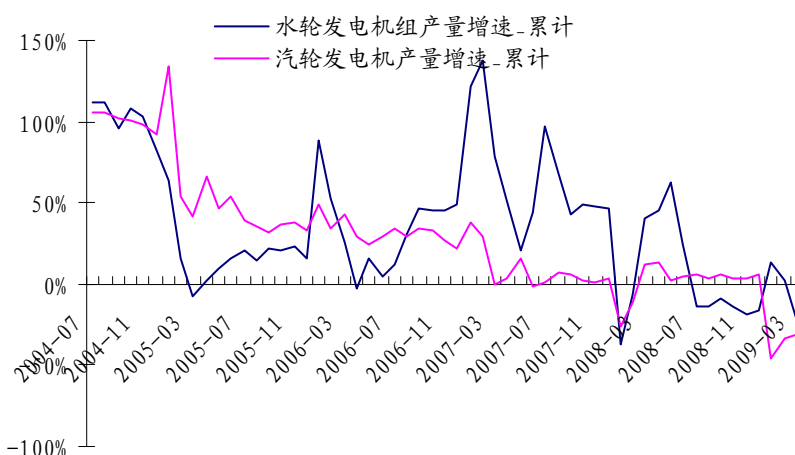
Figure 15 发电设备产量变化（单位：万千瓦）



数据来源：中经网、世纪证券研究所

用电需求持续下降带来发电设备产量下滑幅度明显。09 年 3 月份发电设备产量为 955.96 万千瓦，接近 13 个月来最低值，同比减少 28.58%。其中火电设备年初以来累计增速出现负增长，降幅分别达到 45.87%、

Figure 16 水电和火电设备降幅明显



数据来源：中经网、世纪证券研究所

33.86%和 31.61%，虽然降幅有所收窄，但降幅依然较大。而且 09 年对火电机组“上大压小”的任务艰巨，火电设备景气周期持续下滑。水电设备自 08 年 7 月份以来步入负增长通道，但降幅较低。

从整体上看，发电设备具有强经济周期，在社会需求下降、国家趁机调整电力结构之时，发电设备景气周期下滑明显，但水电设备情况好于火电设备。比较 PB 值发现发电设备估值超过市场对其 09 年 PB 估计最大值；而从 PEG 指标看，东方电气、浙富股份具有较快的成长速度，虽然东方电气目前 PB 较高，但考虑到 08 年地震灾害导致对净利润的影响以及其快速恢复能力，我们认为未来其股价具有稳定的业绩支撑。

Figure 17 发电设备估值比较

证券代码	证券简称	PE 预测			PEG 预测			PB 预测		
		PE (TTM)	最小值	最大值	2009PE	2009PEG	2010PEG	最新	最小值	最大值
600202.SH	哈空调	18.64	15.93	19.05	17.50	1.82	1.03	6.15	4.82	4.85
600875.SH	东方电气	601.01	19.39	33.49	24.27	0.03	0.85	16.35	8.21	10.89
002255.SZ	海陆重工	34.72	21.58	28.95	25.63	0.66	0.88	5.11	4.13	4.88
002266.SZ	浙富股份	32.07	21.09	32.01	24.82	0.75	0.69	5.01	3.92	4.29

数据来源：wind、世纪证券研究所

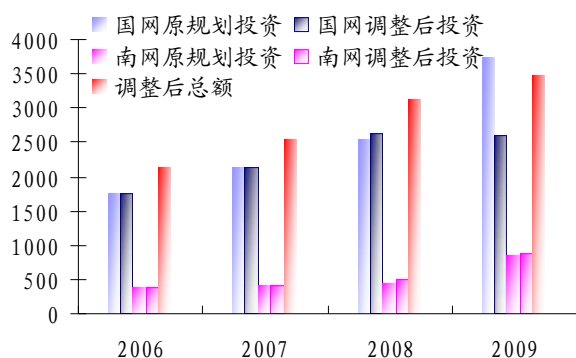
输变电设备：弱周期下的投资支撑景气依旧

输变电设备具有较弱经济周期，近几年国家对电网建设加快，加大投资力度，一次设备和二次设备都处于高景气周期阶段。

国网 2009 年电网投资 2500 亿元，同比仅增长 0.81%，与之前计划 2009-2011 年投资 1.16 万亿相差较大。但南网 09 年投资计划基本没有改变，09 年计划完成电网投资 879.9 亿元，同比增长 83%。09 年整个电网投资预计同比增长 17.17%。

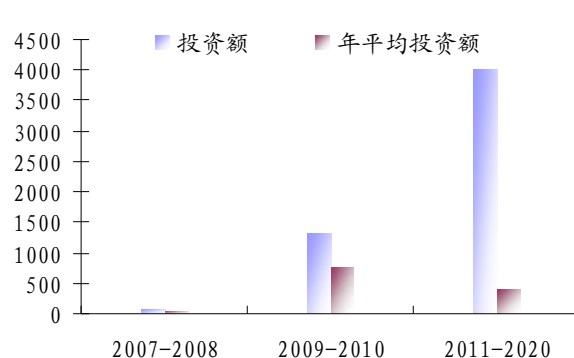
特高压和城农网改造在电网投资中比重将上升。国网 2009-2010 年特高压电网的投资金额将达到约 830 亿元，09 年特高压投资占 09 年电网计划投资的 15%。特高压和城农网投资占电网投资的比例将超过 60%。特高压和中低压(220KV 以下)相关电力设备将面临巨大市场。

Figure 18 电网投资规划



数据来源：世纪证券研究所

Figure 19 特高压投资规划



数据来源：世纪证券研究所

由于输变电设备具有弱周期特征，在目前国家保增长目标下，电网投资仍保持较快增速，整个细分行业估值水平明显高于发电设备，而且一次设备估值水平低于二次设备的估值水平。

Figure 20 输变电设备估值比较

证券代码	证券简称	PE预测			PEG预测			PB预测		
		PE (TTM)	最小值	最大值	2009PE	2009PEG	2010PEG	最新	最小值	最大值
600388.SH	龙净环保	18.98	15.14	19.18	16.38	0.70	0.64	3.46	2.67	2.85
002212.SZ	南洋股份	33.17	28.25	40.42	33.04	5.50	0.78	4.17	3.54	3.99
002028.SZ	思源电气	23.46	17.47	24.10	21.06	1.22	0.61	3.69	2.08	3.42
002112.SZ	三变科技	50.87	24.25	41.22	30.61	0.43	3.19	3.07	2.75	2.75
000969.SZ	安泰科技	77.49	49.21	61.51	54.94	1.53	0.42	5.58	4.95	5.12
600089.SH	特变电工	35.42	22.77	32.33	27.03	0.58	0.77	6.81	4.59	7.54
600550.SH	天威保变	53.88	32.66	51.04	38.91	1.30	1.21	12.81	9.56	10.39
600312.SH	平高电气	40.33	19.60	39.10	27.37	0.70	0.65	5.32	4.34	4.78
600517.SH	置信电气	42.10	18.45	33.75	25.20	0.34	0.58	9.33	6.84	7.55
002009.SZ	天奇股份	111.23	22.37	33.53	26.94	0.37	0.50	5.71	4.66	4.66
600112.SH	长征电气	120.67	34.81	80.25	48.78	0.97	0.43	9.57	6.75	6.75
000400.SZ	许继电气	154.26	23.74	42.35	30.42	0.08	0.89	2.56	2.13	2.39
002227.SZ	奥特迅	59.54	30.79	49.07	40.24	1.15	1.03	4.40	4.09	4.32
600268.SH	国电南自	37.90	25.75	32.65	29.00	1.11	1.11	3.40	2.71	3.04
002121.SZ	科陆电子	58.04	17.80	37.61	22.77	0.14	0.37	7.72	5.99	6.31
002123.SZ	荣信股份	41.11	29.64	33.98	31.49	0.72	0.62	9.03	4.37	6.87
600406.SH	国电南瑞	60.32	32.03	49.12	39.36	0.75	1.66	7.81	6.01	7.07
002074.SZ	东源电器	43.10	21.21	32.73	24.99	0.41	0.72	4.35	3.60	4.11
002169.SZ	智光电气	96.26	34.87	63.48	44.12	0.42	1.09	8.13	2.98	7.32

数据来源: wind、世纪证券研究所

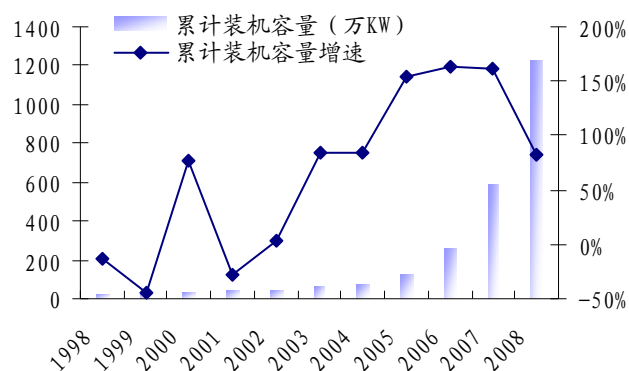
从 PE 和 PEG 来看，思源电气、特变电工、平高电气、置信电气、国电南瑞、荣信股份估值相对较低。

新能源设备：享受高成长阶段的高估值

电力设备包含的新能源设备主要是风电设备，由于我国风电正处于快速发展阶段。风电规划不断改写，随着整机制造商技术越来越成熟、零部件厂商配套能力的增强，风电作为可再生新能源电力的规模化发展具备产业基础。

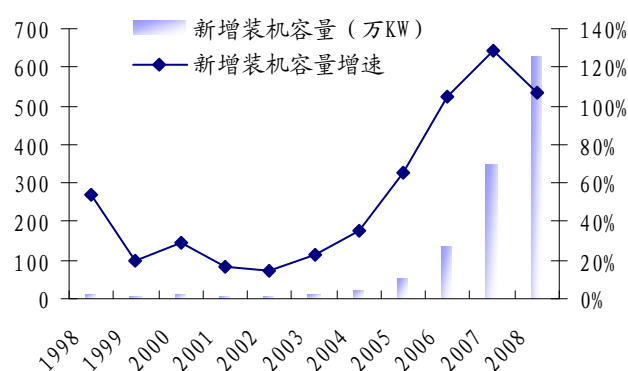
根据世界风能理事会统计，2008 年中国新装机容量 6300 MW，同比增幅 82.66%；2008 年总装机容量达 12200 MW，同比增长 106.6%，2003 年-2008 年复合增长率为 84.77%。

Figure 21 我国近几年风电累计装机容量及增速



数据来源: GWEC、世纪证券研究所

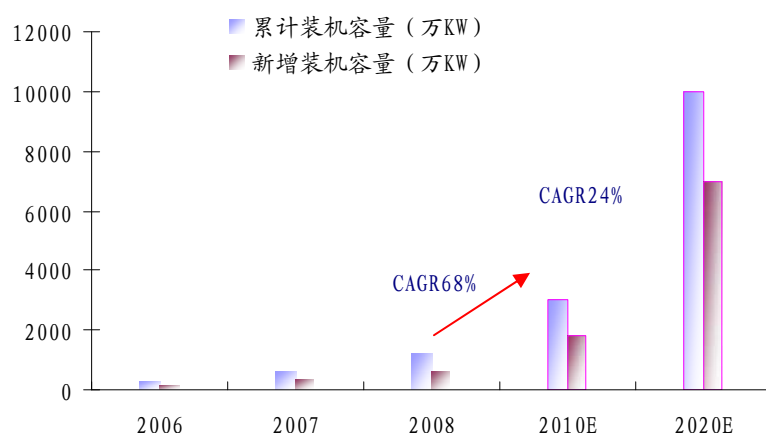
Figure 22 我国近几年新增装机容量及增速



数据来源: GWEC、世纪证券研究所

目前国家能源局正在制定有关新能源产业振兴规划,发展的重点是风电。原来《可再生能源中长期发展规划》对风电到 2020 年的总装机容量定的是 3000 万千瓦,而现在这一目标有可能调整为 1 亿到 1.5 亿千瓦,而 3000 万千瓦的目标可能在 2011 年就能实现。按保守的 1 亿千瓦的目标计算,以目前装机速度,2009-2010 年新增装机复合增长率将达到 68%,累计装机复合增长率达到 57%。风电设备商面临巨大的发展机会。

Figure 23 我国风电装机容量预测



数据来源: 世纪证券研究所

对于成长性企业,我们更愿意用 PEG 指标来衡量企业的估值水平。湘电股份、中材科技和华锐铸钢的估值水平较低;金风科技的估值较高,但作为风电行业龙头,高估值也有业绩支撑。

与发电设备和输变电设备相比较,新能源设备板块总体估值偏低,这和我国新能源设备(风电设备)所处的发展周期有关。新能源行业处于高速发展的初期,应该获得高于输变电设备的估值水平。因此,从未来走势来看,新能源设备的走势会强于输变电设备,应该享受高成长阶段的高估值。

Figure 24 新能源设备估值比较

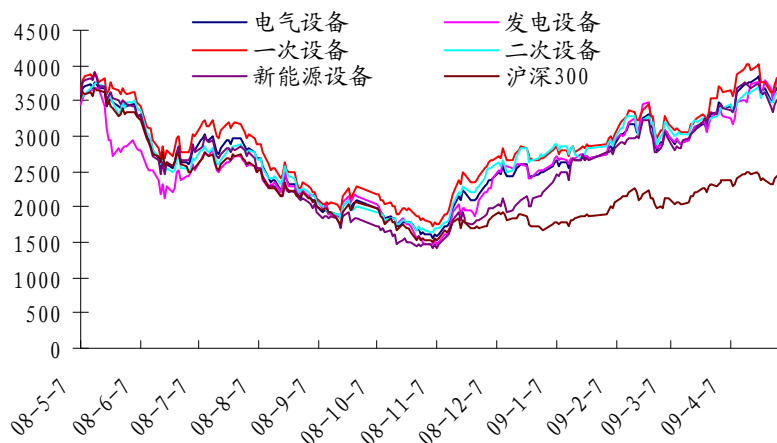
证券代码	证券简称	PE预测			PEG预测			PB预测		
		PE (TTM)	最小值	最大值	2009PE	2009PEG	2010PEG	最新	最小值	最大值
600416.SH	湘电股份	73.61	28.19	50.85	39.44	0.36	0.39	4.03	3.06	3.73
002080.SZ	中材科技	46.01	23.83	36.55	28.55	0.47	0.50	6.12	4.83	5.41
002122.SZ	天马股份	37.20	21.47	32.43	25.39	0.54	0.79	5.83	2.17	4.70
002202.SZ	金风科技	47.48	26.30	48.18	37.32	0.85	0.91	13.47	6.36	9.50
002204.SZ	华锐铸钢	45.43	27.02	61.93	31.61	0.71	0.64	6.08	4.68	5.50

数据来源: wind、世纪证券研究所

投资建议

从电力设备所处的周期来看,发电设备处于强周期的下降阶段,一次设备和二次设备处于弱周期的平稳上升阶段,新能源设备处于成长期的高速增长阶段;从估值水平看,二次设备估值水平最高、一次设备次之、发电设备再次之,最后是新能源设备。因此相比较而言,新能源设备和一次设备的投资机会大于二次设备和发电设备。从二级市场的表现可以看出,在 08 年 11 月份以来,电力设备板块走出了一波独立的行情;细分行业也出现分化,一次设备走势强于二次设备、发电设备和新能源设备。

Figure 25 近 1 年电力设备及细分行业走势



数据来源: wind、世纪证券研究所

目前 A 股市场业绩不能支持目前的高估值,在宏观经济形式没有明显反弹之前,市场估值即将面临调整。经过前面分析,即使整体市场调整,处于强周期高景气的一次设备和处于成长期的新能源设备,相对面临较小估值调整压力。我们重点选择估值压力相对较小的一次设备和新能源设备,对于有业绩支撑的发电设备和二次设备也进行选择。我们给予整个电力设备行业“强于大市”的评级。

重点关注的上市公司有思源电气 (002028)、置信电气 (600517)、

金风科技（002202）、平高电气（600312）、荣信股份（002123）、特变电工（600089）、天威保变（600550）、国电南瑞（600406）、湘电股份（600416）以及东方电气（600875）。

Figure 26 重点上市公司估值及评级

证券代码	证券简称	EPS				PE				投资评级
		2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	
002028.SZ	思源电气	1.26	0.90	1.15	1.40	25.17	22.03	17.24	14.16	买入
600517.SH	置信电气	0.51	0.83	1.11	1.34	46.01	28.42	21.25	17.60	买入
600312.SH	平高电气	0.41	0.58	0.65	0.79	37.06	25.91	23.12	19.03	增持
002123.SZ	荣信股份	1.02	0.94	1.21	1.66	44.68	30.22	23.48	17.11	增持
600089.SH	特变电工	0.84	1.27	1.56	1.91	38.41	24.30	19.78	16.16	增持
600550.SH	天威保变	0.81	0.99	1.32	1.55	49.30	40.21	30.16	25.68	增持
002202.SZ	金风科技	0.91	1.38	1.84	2.18	55.34	26.20	19.65	16.58	买入
600406.SH	国电南瑞	0.49	0.72	0.86	1.05	57.60	39.31	32.91	26.95	增持
600416.SH	湘电股份	0.25	0.53	0.80	1.15	85.08	40.17	26.61	18.51	增持
600875.SH	东方电气	0.21	2.01	2.27	2.75	246.96	24.52	21.71	17.92	增持

数据来源：世纪证券研究所

风险提示

（1）需求下降带来收入增速减缓。电力需求目前还没有转暖迹象，对火电设备和水电设备的需求下降导致发电设备收入增速大幅减缓。输变电设备出现延迟交货导致收入的确认受到影响。

（2）电力设备估值压力释放的风险。目前整个电力设备行业估值偏高，存在调整的压力。注意避免前期估值压力偏高的上市公司。

世纪证券投资评级标准:

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。

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。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.