

低碳旋律奏响 成长预期向好

——电力设备与新能源行业 2009 年下半年投资策略

产业部门/行业

投资要点:

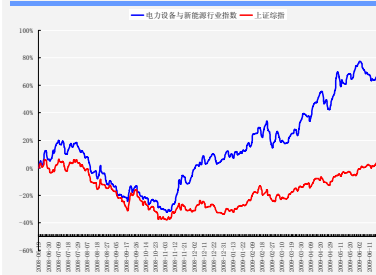
- 2009 年上半年,我国发电设备利用效率明显下滑;发电结构,核电(占比为 2.11%)、风电(占比 0.77%)在一次能源构成中的比例较 2008 年底上升了 0.11 和 0.59 个百分点,发电结构优化并注重可再生能源权益比例提高已成为 2009 年上半年能源领域的主旋律。
- 国家电网前三次招投标数据中部分电力设备产品实物量增长低于预期,但仅是结构性分化;2009 年下半年行业实物量随着投资项目落实会有明显回升的迹象
- 2009 年涵盖风电、太阳能、核电在内的新能源产业政策密集出台,投资规划覆盖至 2020 年;智能电网三阶段发展规划为可再生能源吸纳和分布式能源系统建设提供了远景平台;市场预期的环境税(或称为碳税)开征与 2009 年底联合国全球气候大会即将讨论的碳排放交易价格机制调整;以上四类因素都预示着全球范围内低碳经济形态的初步确立。
- 电力设备与新能源各子行业板块中,输配电二次设备与光伏设备两个板块当前 PE 达到 70 倍以上,主要受智能电网题材和光伏补贴政策刺激题材推动,泡沫化特征比较明显;风电设备板块作为唯一具备业绩支撑的新能源产业,备受市场追捧,二线风电厂商技术与规模化、长期装机容量调升以及政策面向好都推升板块估值快速上扬,但市场竞争激烈导致风电设备企业盈利水平较难突破预期;核电发展早已甚嚣尘上,业绩波动幅度大的特点注定市场追捧相对理性,估值水平处于行业下端。
- **投资策略:**宏观经济向好预期与通胀因素推动电力设备板块下半年盈利水平回暖,估值压力得以释放后呈现中线价值投资机遇;看好一次设备板块(原材料价格敏感度高,通胀因素与盈利水平相关度高,业绩弹性较大)中的特变电工、平高电气、思源电气、宝胜股份、三变科技等个股;受清洁能源大力发展及电子信息业回暖预期影响,传统发电设备端的大型清洁发电设备(水电、煤气化循环硫化系统)和大功率电力电子设备板块的投资机会值得关注。此外,关注市场预期的新能源产业振兴规划、智能电网试点建设以及光伏建筑一体化申报工程等诸多因素,均会在核电、光伏、输配电二次设备(智能电表、数字化变电站)等领域产生众多交易性投资机会。

优于大势

维持评级

2009 年 6 月 19 日

走势图



子行业

评级

发电设备	优于大势
输配电设备	优于大势
风电设备	优于大势
光伏设备	优于大势
核电设备	优于大势

重要公司

评级

东方电气	推荐
思源电气	推荐
特变电工	推荐
宝胜股份	推荐
华仪电气	推荐

分析师: 陈鹏

TEL: (8621)6336 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: chenpeng_nesc@163.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20

楼 (邮编 200002)

正文目录

一、行业运行状况与景气度研究	2
1、09 年电力供需平衡点下移，电力总需求恢复趋势不明朗对装机新增规模形成抑制效应....	4
2、电力设备：低碳能源建设加速，有效弥补传统能源需求颓势，景气曲线得以延伸	6
2.1、近期电力设备行业运行特征简析	6
2.2、当期部分电力设备实物量增长略低于预期，外生因素趋势向好有助于下半年回升 ..	9
2.3、通胀因素与投资因素并存，行业整体业绩将明显回暖	10
3、新能源行业：经历泡沫化初期阶段，能源领域的主旋律已然奏响	11
3.1、超预期发展的风电市场竞争趋向激烈，产业格局在成长中整合分化	12
3.2、光伏产业国内市场的启动终现曙光，“BIPV、大型并网工程”双车道齐头并进	14
3.3、核电产业进入跨越式发展阶段，成长性与投资价值并存	16
二、电力设备与新能源行业盈利水平分析、估值比较与投资策略	18
1、传统发电设备子行业：去杠杆化缓解财务风险，新能源业务抬升估值基础	20
3、风电设备子行业：烦恼总伴随着成长，有待业绩释放化解当前较高的估值水平	23
4、光伏设备子行业：高估值依赖高政策预期，短期内泡沫化特征明显	24
5、核电设备子行业：盈利波动性特征明显，暂处估值中枢上沿	25
6、投资方向：中线价值投资与交易性机会两条主线并存	29
三、重点上市公司	错误！未定义书签。

图表目录

图表 1、1998-2008 年电力供需的基本趋势	2
图表 2、2008 年我国发电量比例构成	2
图表 3、(2008/02-2009/05) 我国单月发电量环比与同比增速比较	4
图表 4、(2008/01-2009/05) 我国发电设备利用效率比较	4
图表 5、2009 年 1-5 月我国发电量比例构成	4
图表 6、(1998-2008) 我国电源装机容量规模与增速	5
图表 7、我国电源装机与变电容量配比趋向合理化	5
图表 8、2008 年电网投资规模终与电源投资持平	5
图表 9、2009 年 1-4 月发电装机容量延续回落态势	5
图表 10、主要电力设备产品的月度产量与增速比较(截止 2009 年 3 月)	7
图表 11、主要原材料价格走势(取向硅钢、铜、铝、钢材)	10
图表 12、(1996-2008) 我国风电产业超预期发展(全球范围内比较)	11
图表 13、(第六期风电特许权招标)风电设备竞标方投标价格比较	12
图表 14、核电站系统运行简易原理图	15
图表 15、(4Q2007-1Q2009) 行业单季度经营业绩环比	17
图表 16、(4Q2007-1Q2009) 输配电设备行业单季度经营业绩环比	19
图表 17、(4Q2007-1Q2009) 风电设备行业单季度经营业绩环比	22
图表 18、(4Q2007-1Q2009) 光伏设备行业单季度经营业绩环比	23
图表 19、(4Q2007-1Q2009) 核电设备行业单季度经营业绩环比	24

图表 20、行业市盈率 PE (TTM) 比较.....	28
图表 21、能源类行业市净率 PB-Band.....	28
图表 22、电力设备与新能源子板块市盈率 PE (TTM)	28
图表 23、电力设备与新能源子板块市净率 PB-Band.....	28
图表 24、电力设备与新能源板块投资机会预判.....	30

表格目录

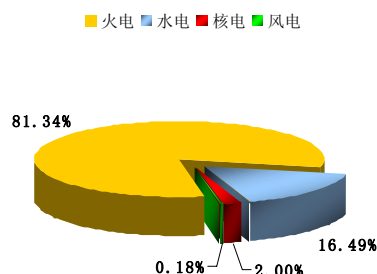
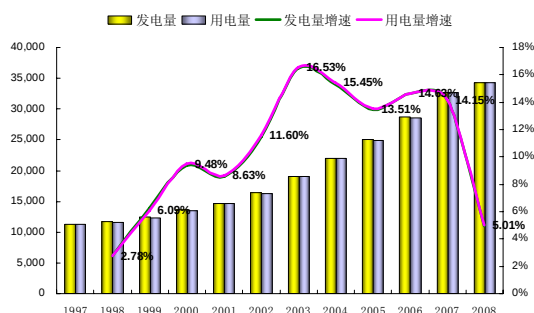
表格 1、2008 年我国电力平衡数据汇总	2
表格 2、我国 220KV 及以上变电容量建设规模与结构(电压等级).....	5
表格 3、我国发电设备容量新增投产规模预测(1996-2011E).....	7
表格 4、国网南网 09 年前三次电力设备产品招标统计比较(部分产品).....	8
表格 5、电力设备行业周期演变的阶段特征.....	9
表格 6、可再生能源发展规划逐年调升.....	10
表格 7、我国风电投资发展规划历次调整情况.....	11
表格 8、历次风电特许权招标一览(2003-2009).....	12
表格 9、“可再生能源十一五规划”中光伏发电重点领域与重点工程.....	13
表格 10、我国原光伏发电规划与 09 年 3 月财政部颁布的“新财政补贴政策”.....	13
表格 11、目前国内已批(待批)的光伏并网发电示范项目.....	14
表格 12、核电产业链分类与构成.....	16
表格 13、目前国内已建(援建)核电站的锆金属消耗情况.....	16
表格 14、电力设备行业(上市公司)08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览.....	17
表格 15、传统发电设备板块(上市公司)08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览.....	18
表格 16、输配电设备板块(上市公司)08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览.....	19
表格 17、(08-1Q09)发电及输配电设备上市公司盈利水平比较.....	19
表格 18、(08-1Q09)发电及输配电设备上市公司资产运营能力比较.....	20
表格 19、(08-1Q09)发电及输配电设备上市公司估值水平比较.....	20
表格 20、风电设备板块(上市公司)08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览.....	21
表格 21、光伏设备板块(上市公司)08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览.....	22
表格 22、核电设备板块(上市公司)08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览.....	23
表格 23、(08-1Q09)新能源行业上市公司盈利水平比较.....	24
表格 24、(08-1Q09)新能源行业上市公司资产运营能力比较.....	25
表格 25、(08-1Q09)新能源行业上市公司估值水平比较.....	26
表格 26、电力设备与新能源行业上市公司相对估值比较与投资评级.....	31

一、行业运行状况与景气度研究

1、2009 年电力供需平衡点下移，电力总需求恢复趋势不明朗对装机新增规模形成抑制效应

图表 1、1998~2008 年电力供需的基本趋势（左）

图表 2、2008 年我国发电量比例构成 单位：亿 KWH，%



数据来源：中电联，东北证券金融与产业研究所

表格 1、2008 年我国电力平衡数据汇总

单位：亿 KWH，%

2008 年电力平衡表													
		1-2 月		1-3 月	1-4 月	1-5 月	1-6 月	1-7 月	1-8 月	1-9 月	1-10 月	1-11 月	1-12 月
发电量		2,882	2,280	8,051	10,910	13,882	16,803	20,063	23,229	26,072	28,705	31,293	34,334
发电 结构	火电	4,527		7,073	9,498	11,921	14,150	16,800	19,202	21,426	23,548	25,583	27,793
	水电	479		751	1,125	1,598	2,149	2,761	3,399	3,984	4,427	4,904	5,633
	核电	105		164	224	279	329	389	454	510	574	627	684
	风电	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	60
用电量		2,892	2,347	8,134	10,998	13,956	16,909	20,127	23,324	26,270	28,969	31,531	34,268
用电 结构	一产	106		165	240	320	413	508	604	681	749	827	879
	二产	3,893		6,107	8,316	10,642	12,930	15,409	17,756	19,889	21,868	23,755	25,863
	三产	581		850	1,110	1,365	1,640	1,951	2,305	2,639	2,933	3,225	3,493
	民用	660		1,012	1,332	1,629	1,926	2,258	2,659	3,061	3,418	3,724	4,035
		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
单月用电量		2,892	2,347	2,895	2,864	2,959	2,952	3,218	3,198	2,946	2,699	2,562	2,737
单月发电量		2,882	2,280	2,889	2,858	2,972	2,921	3,260	3,166	2,843	2,633	2,588	2,740
电力缺口		-10.27	-67.18	-5.26	-5.18	13.63	-31.18	41.44	-31.04	-102.77	-65.95	25.57	304.19
用电环比增速		-	-18.83%	23.31%	-1.07%	3.31%	-0.21%	9.00%	-0.64%	-7.88%	-8.39%	-5.04%	6.82%
发电环比增速		-2.21%	-20.87%	26.71%	-1.07%	3.98%	-1.71%	11.58%	-2.86%	-10.22%	-7.40%	-1.69%	17.52%

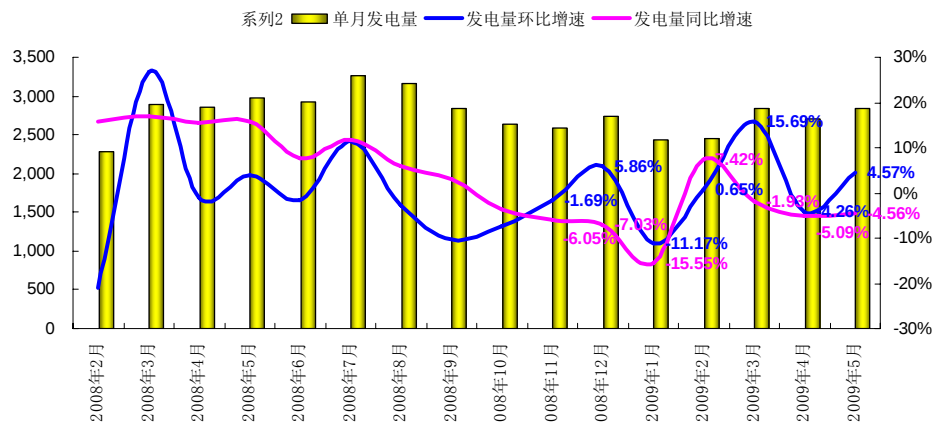
数据来源：中电联，东北证券金融与产业研究所

2008 年，我国全社会用电量 3.43 万亿 KWH，同比增速 5.01%，较 07 年增幅下滑近 9 个百分点；电力供需平衡点回落至 1999 年水平，显著表明经济危机背景之下我国产业经济萎缩、开工率下降的特征。电力需求结构中，二产用量 2.59 万亿 KWH，同比增速 3.83%，增幅下滑近 12 个百分点；发电平均利用小时数为 4677 个小时，同比下降 334 个小时。社会总需求下降明显在电力供需平衡中显现无遗。值得关注的是，一次能源结构中，核电（发电量占比 2%）和风电（0.18%）等新

能源发电占比较 07 年有效提升，发展态势并未随经济下行而受波及。

图表 3、(2008/02~2009/05) 我国单月发电量环比与同比增速比较

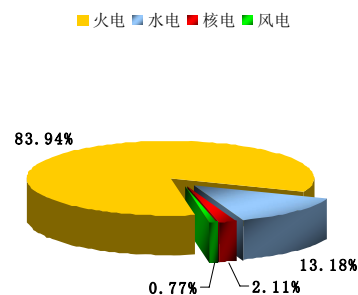
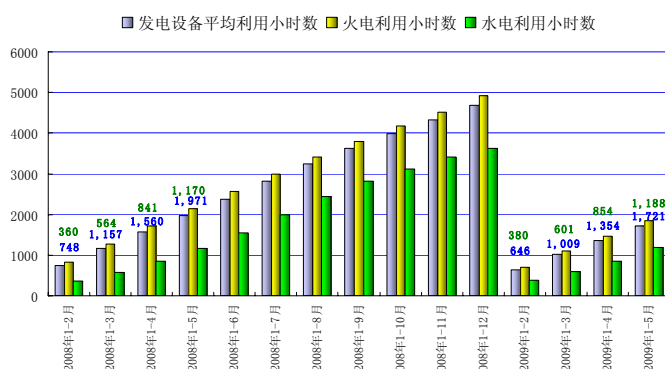
亿 KWH, %



数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所

图表 4、(2008/01~2009/05) 我国发电设备利用效率比较

图表 5、2009 年 1~5 月我国发电量比例构成 %



数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所

2009 年 1~5 月 (见图表 3), 尽管新增投资项目上马较快, 且单月电力供需基本平衡, 但全社会发电量单月同比数据仍不乐观, 除 2 月份其他月度发电同比增速则出现负增长 (-15.55%、7.42%、-1.93%、-5.09%和-4.56%), 单月环比数据表现略好, 但经济意义并不显著。据国家电力调度通信中心数据, 6 月上旬全国统调发电量同比下降 0.17%, 降幅收窄迹象初显, 日均发电量上升为 97.64 亿千瓦时, 为近半年来最高; 但是否意味着经济回暖仍有待进一步观察分析。

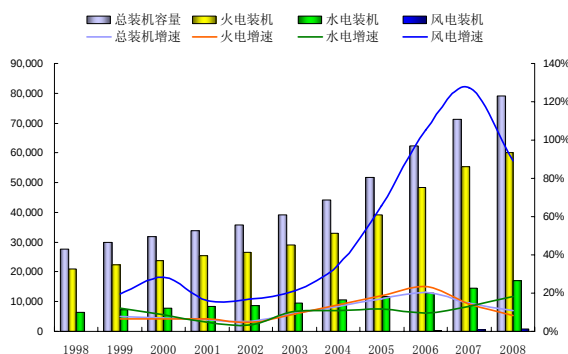
1~5 月份我国发电设备利用效率明显下滑 (见图表 4), 截至 5 月, 发电平均利用小时数为 1721, 较同期下滑 250 小时, 火电利用下降 298 小时, 水电利用则上升了 18 小时, 设备利用率下滑也是电力总需求萎缩的重要佐证; 但从 2009 年以来的发电构成分析, 核电 (占比为 2.11%)、风电 (占比 0.77%) 在一次能源构成中的比例较 2008 年底上升了 0.11 和 0.59 个百分点, 发电结构优化并注重可再生能

源权益比例提高已成为 2009 年上半年能源领域的主旋律。

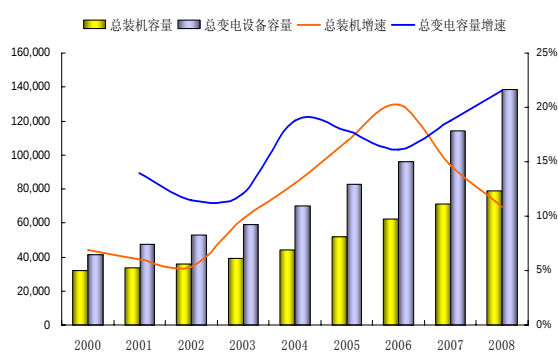
2、电力设备：低碳能源建设加速，有效弥补传统能源需求颓势，景气曲线得以延伸

2.1、近期电力设备行业运行特征简析

图表 6、(1998~2008) 我国电源装机容量规模与增速

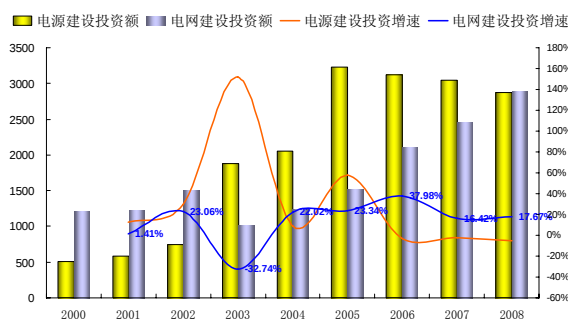


图表 7、我国电源装机与变电容量配比趋向合理化

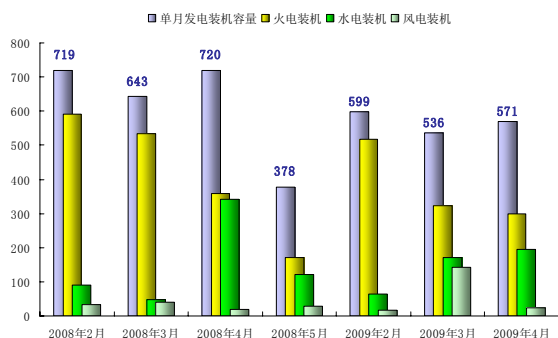


数据来源：东北证券金融与产业研究所

图表 8、2008 年电网投资规模终与电源投资持平



图表 9、2009 年 1~4 月发电装机容量延续回落态势



数据来源：东北证券金融与产业研究所

表格 2、我国 220KV 及以上变电容量建设规模与结构（电压等级）

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
220KV	220KV 输电线路长度(公里)	128,114	135,935	142,362	147,260	161,010	176,590	195,385	220,590	236,712
	YOY(%)		6.10%	4.73%	3.44%	9.34%	9.68%	10.64%	12.90%	7.31%
	220KV 长度占比(%)	78.30%	77.00%	75.40%	73.10%	71.00%	68.90%	68.30%	67.50%	64.89%
	220KV 变电容量(万 KVA)	30,632	34,026	37,209	40,800	46,454	52,354	62,700	73,296	82,721
	YOY(%)		11.08%	9.35%	9.65%	13.86%	12.70%	19.76%	16.90%	12.86%
	220KV 容量占比(%)	73.80%	72.00%	70.60%	69.00%	66.20%	63.30%	65.30%	64.20%	59.63%
330KV	330KV 输电线路长度(公里)	-	-	-	-	-	-	-	15,492	17,906
	YOY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	15.58%
	330KV 长度占比(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	4.91%
	330KV 变电容量(万 KVA)	-	-	-	-	-	-	-	3,797	4,493

	YOY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	18.33%
	330KV 容量占比(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	3.24%
500KV	500KV 输电线路长度(公里)	26,837	31,486	36,745	43,616	54,705	68,205	77,090	90,426	109,642
	YOY(%)		17.32%	16.70%	18.70%	25.42%	24.68%	13.03%	17.30%	21.25%
	500KV 长度占比(%)	16.40%	17.80%	19.50%	21.70%	24.10%	26.60%	26.90%	27.70%	30.06%
	500KV 变电容量(万 KVA)	9,447	11,731	13,750	16,350	21,602	28,102	30,301	36,876	50,840
	YOY(%)		24.18%	17.21%	18.91%	32.12%	30.09%	7.83%	21.70%	37.87%
	500KV 容量占比(%)	22.80%	24.80%	26.10%	27.70%	30.80%	34.00%	31.50%	32.30%	36.65%
750KV	750KV 输电线路长度(公里)	-	-	-	-	-	-	-	141.02	536.00
	YOY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	280.08%
	750KV 长度占比(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	0.15%
	750KV 变电容量(万 KVA)	-	-	-	-	-	-	-	300.00	660.00
	YOY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	120.00%
	750KV 容量占比(%)									0.48%
合计	总输电线路长度(公里)	163,620	176,598	188,719	201,391	226,776	256,406	286,235	326,937	364,796
	YOY(%)		7.93%	6.86%	6.71%	12.60%	13.07%	11.63%	14.22%	11.58%
	总变电容量(万 KVA)	41,489	47,284	52,714	59,097	70,186	82,736	96,083	114,145	138,714
	YOY(%)		13.97%	11.48%	12.11%	18.76%	17.88%	16.13%	18.80%	21.52%

数据来源：国家电网，南方电网，东北证券金融与产业研究所

结合图表 6~9 和表格 2 的实证数据，我们将目前电力设备行业运行特征分析如下：

- 2008 年是传统发电设备行业建设周期的拐点年，而一次能源结构优化和可再生能源权益装机比例提升成为产业焦点，全社会总装机容量达到 7.9 亿 KW，同比增速 10.84%，增速较 07 年下滑近 4 个百分点；其中火电设备装机同比增速 8.46%（增幅下滑 6 个百分点），而作为可再生能源的重要主体，水电（同比增速 18.08%，增幅上升 5 个百分点）和风电（同比增速 89%）快速成长的特点延续至今。
- 电网投资规模大幅提升，发输容量比例明显优化：2008 年电力总投资 5763.29 亿元，其中电源投资规模 2878.73 亿元（同比增速-5.35%），电网投资规模 2884.56 亿元（同比增速 17.67%），电网投资规模首超电源投资；2008 年 11 月四万亿投资计划出台后，国网与南网公司更新十一五投资规划，预计 2009 年新增电网投资 1300 亿元，从目前两网财务及运营情况分析，受上网电价调升和终端电网不变之间的差额收窄等因素的影响，2009 年两网自身财务状况和赢利水平回落已成共识，而中央划拨预算与资金注入的规模则在一定程度上可以保障两网公司在 2009 年投资预算，上半年国网投资略低于市场预期；电网设备行业近期投资项目进一步落实、银行渠道融资比例提升都有助于下半年电网投资形势转暖的良好预期。
- 2008 年底，我国 220KV 及以上变电设备总容量达到 13.87 亿 KVA，同比增长

21.52%；值得关注的是，我国发电与输配电容量比达到了 1:3.05（35KV 及以上），220KV 及以上等级的发变容量比为 1:1.75，较往年有大幅改善，但较之发达国家平均 1:5~12 的发变结构还有很大的提升空间；输变电领域的投资与建设重点明显向超高压（交流 500~700KV，直流±500~660KV）、特高压（交流 750~1000KV，直流±800KV）倾斜，目前 500KV 及以上输变电回路长度达到了 11 万公里，占比 30.20%，同比增幅上升 2.5 个百分点，输变电容量 51500 万 KVA，占比达到 37.13%，同比增幅上升近 5 个百分点；超特高压设备行业的特点是资金技术密集型，市场容量提升空间大，行业集中度与企业盈利水平都处于行业高端，2008 年特变电工、西电集团、平高电气等企业受益于超特高压市场提供了良好的佐证；2009 年以来，主干电网建设、缓解煤电价格之争、智能电网规划和可再生能源吸纳等诸多产业焦点最后都集中于超特高压坚强主干网架的构建，2009 年国网与南网公司有 7 条特高压线路进入建设阶段，我们预计超特高压行业的景气程度将长期延续。

- 低碳经济形态初步确定，可再生能源建设将是长期投资主题：2009 年涵盖风电、太阳能、核电在内的新能源产业政策密集出台，投资规划覆盖至 2020 年；智能电网三阶段发展规划为可再生能源吸纳和分布式能源系统建设提供了远景平台；市场预期的环境税（或称为碳税）开征与 2009 年底联合国全球气候大会即将讨论的碳排放交易价格机制调整；以上四类因素都预示着全球范围内低碳经济形态的初步确立。就投资而言，低碳产业有望面临价值重估的重大机遇。

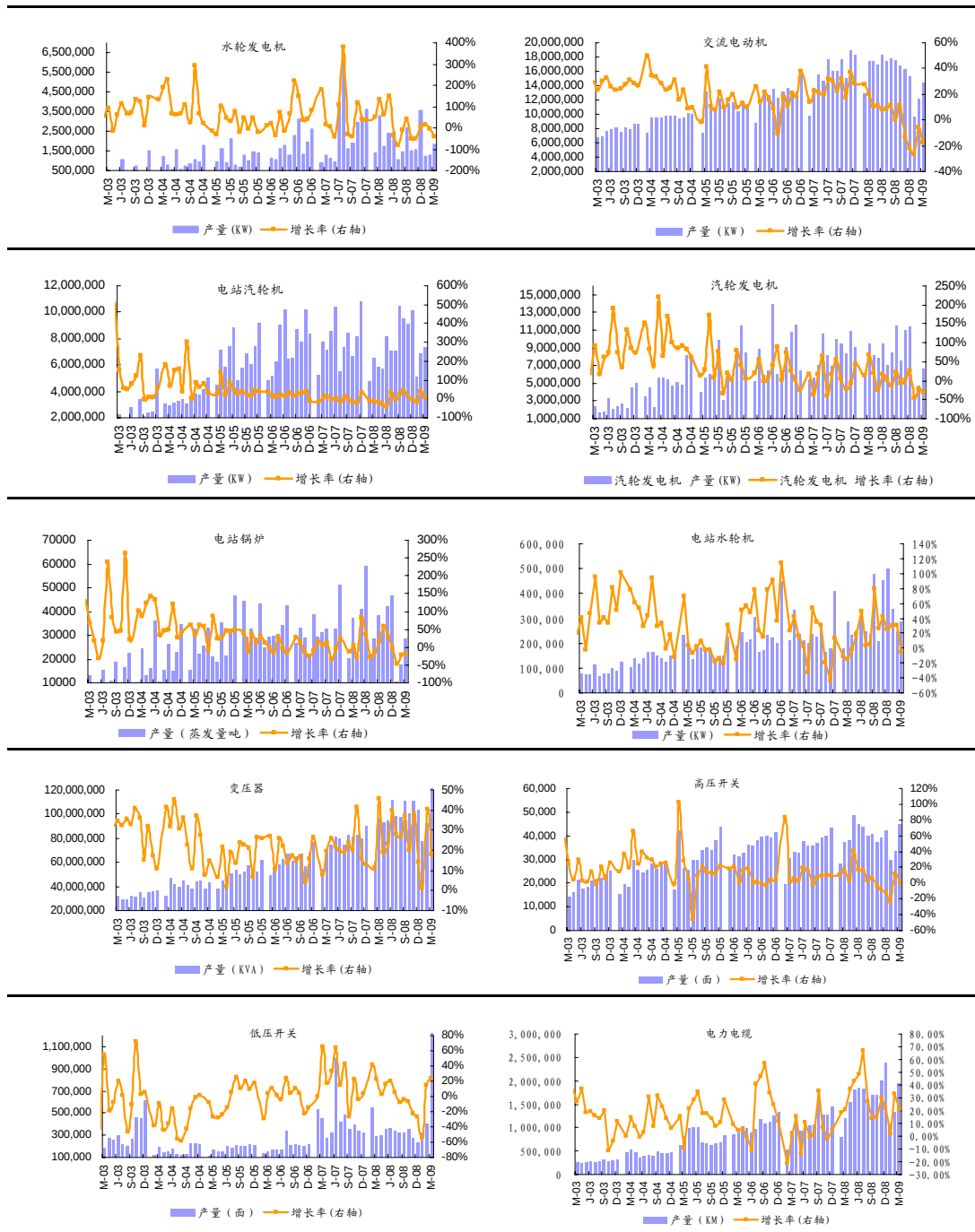
表格 3、我国发电设备容量新增投产规模预测（1996~2011E）

时间	GDP 增速 (%)	电力弹性系数	发电量 (亿 KWH)	YOY (%)	利用小时数	累计装机容量 (万 KW)	关闭小机组容量 (万 KW)	新增装机容量 (万 KW)	YOY (%)
1996	10.00%	0.72	10,800.55	7.20%	5033	23,654.00	-	1025	-
1997	9.30%	0.54	11,344.70	5.00%	4765	25,424.00	-	1770	72.68%
1998	7.80%	0.36	11,662.00	2.80%	4501	27,729.00	-	2305	30.23%
1999	7.60%	0.82	12,393.00	6.27%	4393	29,877.00	-	2148	-6.81%
2000	8.40%	1.12	13,556.00	9.38%	4517	31,932.00	-	2055	-4.33%
2001	8.30%	1.11	14,716.60	8.56%	4588	33,849.00	-	1929	-6.13%
2002	9.10%	1.29	16,404.70	11.47%	4860	35,657.00	-	1796	-6.89%
2003	10.00%	1.55	19,105.80	16.47%	5245	39,141.00	-	3484	93.99%
2004	10.10%	1.52	22,033.10	15.32%	5455	44,239.00	-	5098	46.33%
2005	9.90%	1.36	25,002.60	13.48%	5425	51,718.00	-	7480	46.72%
2006	10.50%	1.27	28,657.30	14.62%	5221	62,200.00	442.00	10,924.00	46.04%
2007	11.90%	1.25	32,715.00	14.16%	5020	71,329.00	1,438.00	10,567.00	-3.27%
2008	9.00%	1.16	34,334.00	4.95%	4677	79,063.00	1,669.00	9,403.00	-11.02%
2009E	8.00%	0.69	36,222.37	5.50%	4450	83,411.47	1,800.00	6,148.47	-34.61%
2010E	8.50%	0.85	38,830.38	7.20%	4620	89,417.09	1,500.00	7,505.63	22.07%
2011E	9.00%	0.89	41,936.81	8.00%	4715	96,570.46	1,500.00	8,653.37	15.29%

数据来源：东北证券金融与产业研究所

2.2、当期部分电力设备实物量增长略低于预期，外生因素趋势向好有助于下半年回升

图表 10、主要电力设备产品的月度产量与增速比较（截止 2009 年 3 月）



数据来源：中经网产业数据库，东北证券金融与产业研究所

图表 10 为 2009 年一季度电力设备各类产品的月度出货量统计数据，其中传统发电设备产品继续维持下滑趋势，其中电站锅炉 3 月同比增速分别达到-20.48%，汽轮发电机为-30.81%，电站汽轮机同比增速为 5.13%，环比下降 20 个百分点；水电机组产量增速收窄；输配电一次设备行业出货量有所下降，其中变压器类产品 3

月同比增速 18.07%，环比下降 20 个百分点；开关电器增速略低，高压开关同比增速为-0.1%，低压开关同比增速 24.63%。

表格 4、国网南网 09 年前三次电力设备产品招标统计比较（部分产品）

国网、南网电力设备招标统计（中标）				
变 压 器	单位：万 KVA	2008 年前三次	2009 年前三次	同比增幅（%）
	220KV	4,761.00	3,495.40	-26.58%
	330KV	504.00	360.00	-28.57%
	500KV	1,551.60	1,954.20	25.95%
	合计	6,816.60	5,809.60	-14.77%
断 路 器	单位：台	2008 年前三次	2009 年前三次	同比增幅（%）
	252KV	279.00	553.00	98.21%
	363KV	40.00	116.00	190.00%
	550KV	58.00	74.00	27.59%
	800KV	6.00	10.00	66.67%
	合计	383.00	753.00	96.61%
隔 离 开 关	单位：台	2008 年前三次	2009 年前三次	同比增幅（%）
	252KV	1,036.00	2,000.00	93.05%
	363KV	78.00	279.00	257.69%
	550KV	112.00	233.00	108.04%
	800KV	13.00	41.00	215.38%
	合计	1,239.00	2,553.00	106.05%

数据来源：国家电网，南方电网，东北证券金融与产业研究所

通过对国网南网前三次招投标数据的统计（已中标），基本吻合并验证了图表 10 中电力设备产品出货实物量的增长状况，变压类设备招标同比下降了 14.77%，但 500KV 以上电压等级产品实物量增长符合预期；开关类设备同比增长态势良好，表明城乡配电网投资增速稳定，但统计数据实际涵盖了部分 2008 年 11~12 月国网南两网响应政策号召提前招标的标案。因此，尽管部分电力设备产品实物量增长略低于预期，但仅是结构性因素为主；我们认为，2009 年下半年行业实物量随着投资项目落实会有明显回升的迹象。

2.3、通胀因素与投资因素并存，行业整体业绩将明显回暖

一季度至今，行业整体盈利状况明显低于预期，原因分析如下：可以将电力设备行业营收与盈利规模下行的原因归结为两类，第一类是周期类因素，如发电设备周期性下行、成本下跌引发的电网设备跌价、企业费用刚性进入适应周期等，第二类为非周期类因素，如电网投资和招投标进程与执行效率低于预期，货币及财政政策的部分挤出效应；然而，究其根本，电网投资和项目建设落后于预期也存在电网企业自身杠杆过重、现金流短缺等内生性因素（受电力总需求和大周期影响），而货币及财政政策的转变也体现了应对宏观经济大周期变化的特征，因此，我们认为作为防御性行业的电力设备产业，其周期规律与内生性下行因素在一季度表现明显。见表格 4 所示。

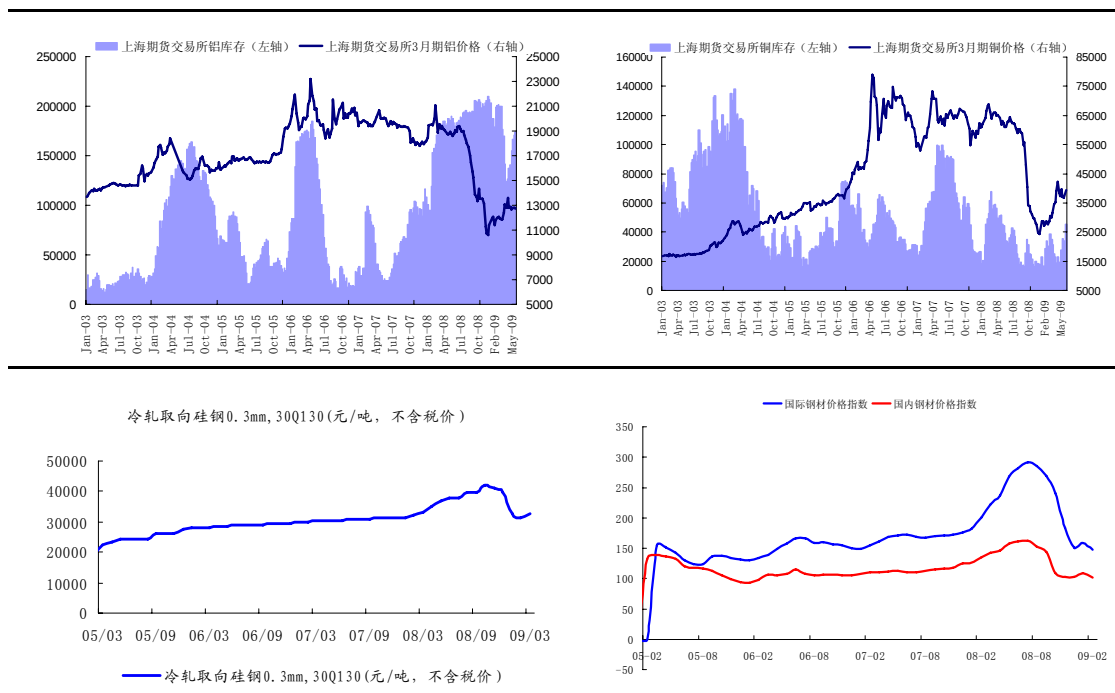
表格 5、电力设备行业周期演变的阶段特征

变量	I	II	III	产业运行特征
电力总需求	下行周期	平衡周期	上行周期	1、投资景气维系出货量增速； 2、原材料下降引发产品跌价； 3、电力企业规模与性质决定目前处于期间费用适应初期； 4、初期特征：营收规模持续增长，盈利规模与增速持平或下降；
电网投资	低于预期	符合预期	超预期	
产品（原材料）价格变化	下跌	持平	上涨	
企业期间费用	富于刚性	正常	富于弹性	
货币政策	宽松	正常	紧缩	
财政政策	扩张	正常	收缩	

数据来源：东北证券金融与产业研究所 注：绿色标注的为行业变量当前适用阶段

根据东北证券有色金属行业研究员的研究结果，下半年周期性经济变量会缓慢进入上升期；我们预期，通胀因素将有助于推升原材料价格，从而引发电力设备产品价格变量上行，毛利率或将略降，但实际营收与盈利水平的正面影响更显著；其他外生性因素不变或趋向宽松，因此行业盈利曲线将逐渐上抬。

图表 11、主要原材料价格走势（取向硅钢、铜、铝、钢材）



数据来源：彭博数据，中经网产业数据库，东北证券金融与产业研究所

3、新能源行业：经历泡沫化初期阶段，能源领域的主旋律已然奏响

2009 年以来，以风电、太阳能为代表的新能源产业倍受政策扶持与呵护，新能源（包括风电、太阳能和核电）第一次作为完整的产业发展形态进入到国家产业发展决策层的视野，作为优化能源格局的绿色经济形态，其广阔的市场应用前景和发展空间受到资本市场的持续关注，上半年在投资市场的表现演化得淋漓尽致。

表格 6、可再生能源发展规划逐年调升

万 KW	可再生能源中长期规划（2007-8）		可再生能源“十一五”规划（2008-3）		新能源产业振兴计划（预期）
	2010	2020E	新增装机	累计装机	2020E
风电	500	3000	900	1000	10000~15000
太阳能	30	180	28.5	30	1000
核电	4000 万（在建规模 1800 万）		到 2020 年，6000 万（在建规模 3000 万）		7000 万（在建规模 3000 万）

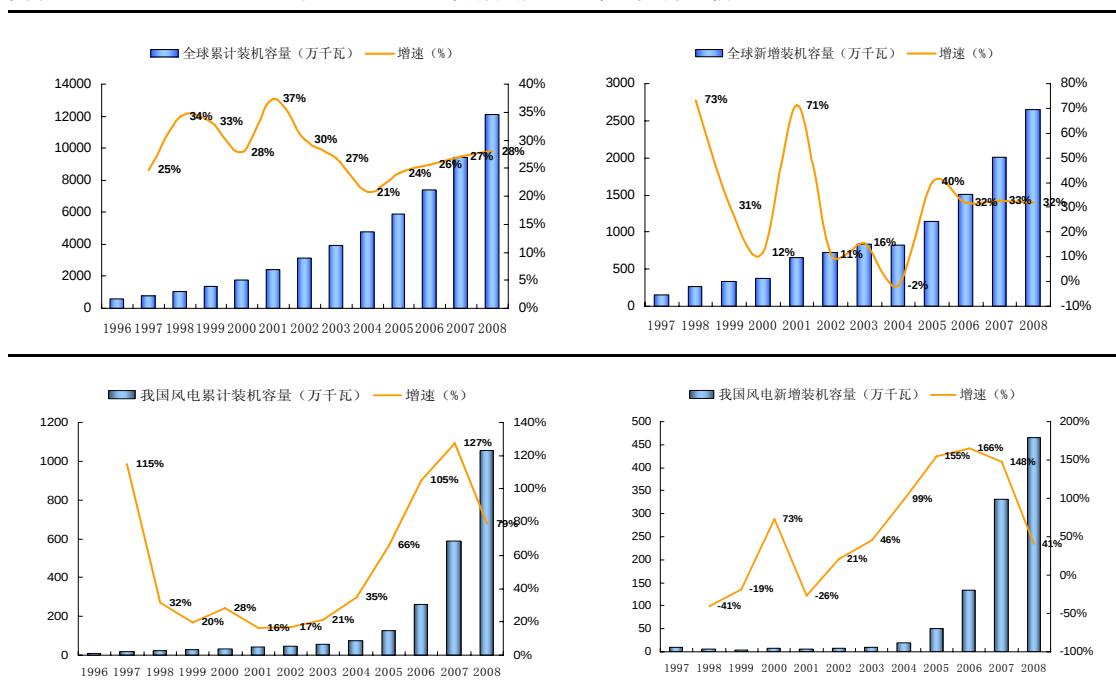
数据来源：东北证券金融与产业研究所

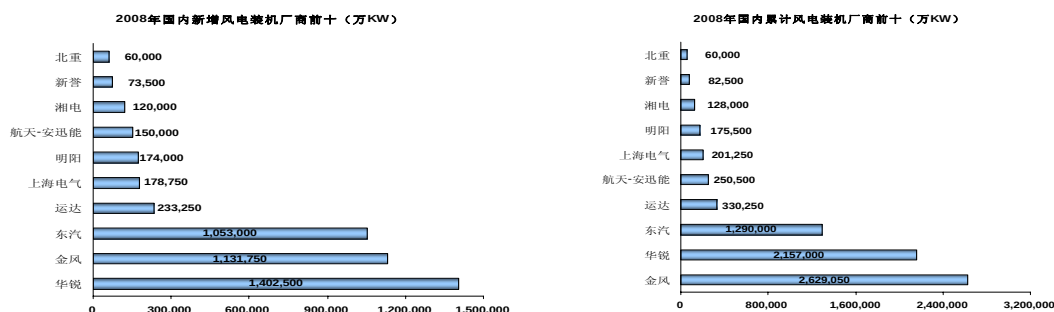
3.1、超预期发展的风电市场竞争趋向激烈，产业格局在成长中整合分化

自 2003 年起由政府主导的风电场特许权招标，是我国风电走向产业化的政策基础，它通过风电上网电价强制分摊和补贴措施，激活了风电投资市场，引导一批国有/外资/民间资本有序介入风电产业，禀承设备国产化率（70%）的指标约束，推动技术研发自主化和设备国产化的进程，目前已培育出若干 MW 级风电整机和关键零部件装备企业；可以说，正是特许权招标机制的建立，带动了地方自主投资风电的热潮，风电产业链条运行日趋成熟。

2009 年以来我国风电产业投资加速，尤以风电关键零部件及整机设备制造为甚，中国丰富的内陆和沿海风力资源（尤其是确立 6 大千万 KW 级风电基地的建设）吸引了众多海外和国内知名装备制造企业的持续投入；VESTAS、苏司兰等一线国际风电厂商持续在国内扩张产能，华锐风电、东方电气和金风科技也加快步伐；目前国内能够制造 MW 级风机的厂商近 70 家，具备规模化量产能力的近 10 家，梯队层次分明。

图表 12、（1996~2008）我国风电产业超预期发展（全球范围内比较）





数据来源：东北证券金融与产业研究所

表格 7、我国风电投资发展规划历次调整情况

时间	规划	2020 年风电累计装机容量 (KW)	未来 10 年 CAGR	2020 年风力年发电总量 (KWH)	2020 年风电占全社会发电总量的比例 (%)
2007 年 8 月	可再生能源发展中长期规划	3000 万 KW	11.61%	600 亿 KWH	1.71%
2008 年 3 月	可再生能源发展“十一五规划”	调高 2010 年新增装机容量至 1000 万 KW (原规划为 500 万 KW)			
市场预期	风电中长期规划重新调整	1 亿 KW	25.89%	2000 亿 KWH	4.45%

数据来源：东北证券金融与产业研究所

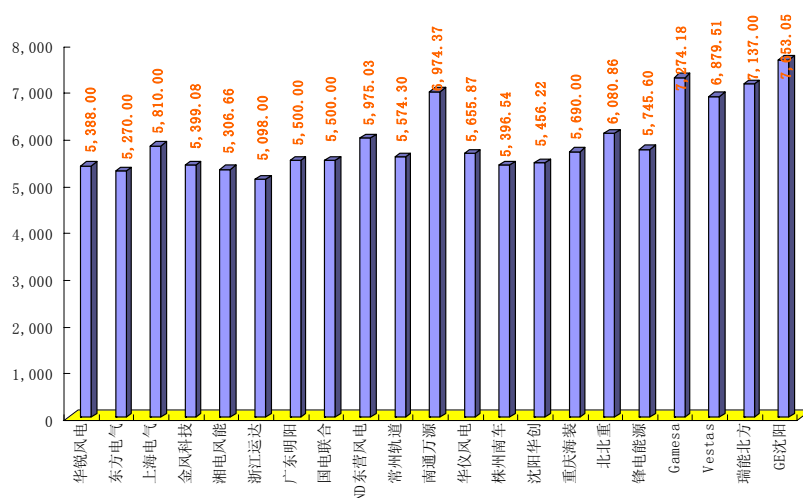
表格 8、历次风电特许权招标一览 (2003~2009)

时间	特许权招标 (期)	招标风电场	招标总容量 (MW)	中标电价 (元/KWH)
2003 年 9 月	第一期	江苏如东风电场	100	0.4365
		广东惠来石碑山风电场	100	0.5013
2004 年 9 月	第二期	江苏如东第二风电场	100	0.5190
		内蒙古辉腾锡勒风电场	100	---
		吉林通榆团结风电场	100	0.5090
2005 年 8 月	第三期	江苏东台风电场	200	0.5190
		甘肃安西风电场	100	0.4616
		山东即墨玉村风电场	150	0.6000
2006 年 8 月	第四期	内蒙古锡盟灰腾风电场	300	0.4056
		内蒙古包头巴音风电场	200	0.4656
		河北张北单晶河风电场	200	0.5006
2007 年 9 月	第五期	内蒙古乌兰伊力更风电场	300	0.4680
		内蒙古通辽北清河风场	300	0.5216
		河北承德御道口风电场	150	0.5510
2008 年 5 月	第六期	甘肃玉门昌马风电场	200	0.5206
		内蒙及河北共 25 个风电场	5250	---

数据来源：东北证券金融与产业研究所整理

图表 13、（第六期风电特许权招标）风电设备竞标方投标价格比较

单位：元/KW



数据来源：东北证券金融与产业研究所

➤ 2009年4~5月，第六期特许权招标（内蒙古达茂旗和巴旗共25个风电场，总容量525万KW，超过2008年全年新增风电装机容量10%）开标，本次招投标与往届不同的是，不再设置风电运营商与设备供应商捆绑招标模式，而以先确立风电业主后进行设备专项招标的模式。此次招标，广东明阳、浙江运达、湖南湘电等具备规模量产能力的二线风电设备企业也积极参与，1.5MW和2MW等级风电整机国产配套能力的迅速提高增强了二线企业的竞争力，浙江运达和湘电风能均在招标中斩获颇丰；第六期特许权招标中报价最低的是浙江运达（投标均价5098元/KW），报价最高的是外资厂商GE（沈阳），投标价达到7653.05元/KW。全面竞争带来的效应必然是投标价格的下跌，技术扩散也将导致行业速度的加快，预计2010年左右风电整机厂商将经历市场洗牌，一线厂商梯队中约有近10家成为整合后的赢家，届时风电机组的合理利润率将有明显提升（2007、2008年东气、金风的MW机毛利率也仅为15~17%）。

➤ 值得关注的是，5月13日国务院发布《装备制造业调整和振兴规划》，提到将“以东北、西北、华北北部和沿海地区大型风电场工程为依托，推进风电设备自主化，重点实现变频控制系统、风电轴承、碳纤维叶片等产品的国内制造”，掣肘风电国产化的关键零部件如主轴承、电控系统的研发制造终于明确得以政策支持，而取代传统玻璃纤维风电叶片材料的碳纤维技术的发展也提上日程，而这两块技术壁垒高筑的零部件环节必将在投资市场挖掘出价值型品种，其前景令人期待。

3.2、光伏产业国内市场的启动终现曙光，“BIPV、大型并网工程”双车道齐头并进

从2007年/2008年400美元/KG的多晶硅价格，在遇袭2008年下半年的金融危机之后，过度依赖国外需求（主要需求市场为德国、美国、西班牙和意大利）的达摩克利斯之剑终于落下，国内若干多晶硅项目纷纷停顿，金融危机导致国外需求

迅速疲软，光伏组件价格一落千丈，高价多晶硅库存压垮了众多光伏组件厂商的盈利预期，多晶硅价格随之快速回落；据不完全统计，国内近 300 家光伏企业近 60% 以上陷入产能过剩、经营惨淡的局面，面临国外需求重新启动的不确定性和国内企业举步维艰的处境，是我国提前出台光伏产业扶持政策的内在压力和现实要求。

表格 9、“可再生能源十一五规划”中光伏发电重点领域与重点工程

应用领域	规划目标 (万 KW)	重点地区
1、并网光伏发电		
➢ 城市屋顶系统和大型标志建筑	5	北京、上海、广东、江苏和山东等
➢ 并网光伏电站	5	拉萨、敦煌和鄂尔多斯等
2、边远地区离网式供电	15	西藏、青海、甘肃、新疆、云南、四川等地
3、太阳能热发电	5	内蒙古等
合计	30	
重点工程	内 容	
1、太阳能热水器普及计划	在太阳能资源优良的地区，推广普及太阳热水器。对国家投资建设的学校、医院和其他热水需求量较大的建筑、旅馆饭店等热水需求量大的商业建筑，逐步实行强制安装太阳能热水器的政策措施，新建住宅应安装太阳能热水器或预留太阳能热水器安装位置和管线通道。	
2、启动城市光伏屋顶计划	在上海、北京、广东、江苏、山东等地开展光伏屋顶计划，重点是大城市。到 2010 年，全国光伏发电屋顶系统总容量达到 5 万千瓦。	
3、大型并网光伏电站	在西藏羊八井、阿里狮泉河、内蒙古鄂尔多斯、甘肃敦煌等太阳能资源丰富地区建设大型并网光伏电站，总容量约 5 万千瓦。	
4、太阳能热发电试验项目	在内蒙古、甘肃河西走廊、西藏拉萨的开阔地，选择合适地点建立万千瓦级别的太阳能热发电试验电站	

资料来源：《可再生能源发展“十一五”规划》，东北证券金融与产业研究所

表格 10、我国原光伏发电规划与 09 年 3 月财政部颁布的“新财政补贴政策”

产业规划	2004	2010E	2020E	2030E	2050E
装机容量	6.5 万 KWp	30 万 KWp	180 万 KWp	1000 万 KWp	10000 万 KWp
年发电量	0.78 亿 KWH	4.2 亿 KWH	21.6 亿 KWH	140 亿 KWH	1500 亿 KWH
发电比例	3%	4.2%	8%	14.6%	22.5%
2009 年 3 月启动光伏 BIPV 财政补贴政策					
2009-03-24 财政部关于印发《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》的通知	1、中央财政从可再生能源专项资金中安排部分资金，支持太阳能光电在城乡建筑领域应用的示范推广。补助资金支持项目应满足以下条件：（一）单项工程应用太阳能光电产品装机容量应不小于 50kWp；（二）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%；（三）优先支持太阳能光伏组件应与建筑物实现构件化、一体化项目；（四）优先支持并网式太阳能光电建筑应用项目；（五）优先支持学校、医院、政府机关等公共建筑应用光电项目。 2、2009 年补助标准原则上定为 20 元/Wp ，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。				
2009-03-26 《财政部关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》	1、为贯彻实施《可再生能源法》，落实国务院节能减排战略部署，加强政策扶持，加快推进太阳能光电技术在城乡建筑领域的应用，现提出以下实施意见：（一）推动光电建筑应用是促进建筑节能的重要内容（二）推动光电建筑应用是促进我国光电产业健康发展的现实需要。（三）推动光电建筑应用是落实扩内需、调结构、保增长的重要着力点。 2、支持开展光电建筑应用示范，实施“太阳能屋顶计划” 3、国家财政支持实施“太阳能屋顶计划”，注重发挥财政资金政策杠杆的引导作用，形成政府引导、市场推进的机制和模式，加快光电商业化发展				
2009-03-30 《财政部关于支持加快太阳能光电建筑应用的政策解读》	1、政策扶持重点是太阳能光电建筑一体化应用等。不与建筑结合利用的光伏电站等光电利用形式不在此政策扶持范围之内。 2、太阳能光电建筑应用系统成本主要包括两个部分，一是太阳能电池组件成本，二是安装应用成本，包括设计施工、平衡系统、电网接入等。2009 年的补助标准确定为 20 元/瓦，占目前系统成本的近 50%。补助后发电成本约为 1 元/度左右，上述补助标准与国际比较也处于适中水平。 3、中央财政对示范工程予以资金补助，更重要的是发挥财政资金政策杠杆作用，形成政府引导、市场推进的机制和模式，启动国内应用市场，加快推进太阳能光电建筑应用。				

4、《资金办法》规定，财政部将项目补贴资金总额预算的 70% 下达到省级财政部门，由省级财政部门会同建设部门及时将资金落实到具体项目。示范项目竣工验收达到预期效果的，财政部将拨付余下 30% 补贴资金。

资料来源：东北证券金融与产业研究所

表格 11、目前国内已批（待批）的光伏并网发电示范项目

示范工程	发电补贴及备注
上海市崇明岛项目（1MW）	政府发电补贴为 4 元/KWH
内蒙古鄂尔多斯项目（255KW）	政府发电补贴为 4 元/KWH
敦煌并网光伏发电项目（10MW）	2009 年 3 月，天威英利与国投电力联合体投标价低至 0.69 元/Wp，项目总投资 5 亿元
西藏阿里的并网光伏发电项目（后续）	有望参考敦煌示范项目的作为电价标杆

资料来源：东北证券金融与产业研究所

➤ “敦煌并网光伏发电示范工程”和“2009 年 3 月财政部连续出台 3 份 BIPV 补贴政策相关文件”已吹响国内光伏市场启动的号角；技术上，并网光伏电站工程目前仍将运用光电转换效率最高的多晶硅（14%）和单晶硅（15%）为主，而 BIPV 光伏建筑一体化则存在因透光性、美观和成本等多重因素影响下的技术选择问题，非晶硅薄膜和金属薄膜（以 CIGS 铜铟镓硒为例）各有优劣，而光电转换效率的提升空间和成本下降的空间将决定 BIPV 选用何种技术类型的关键；因此，可以明确预期 2009 年下半年将 BIPV 建筑应用的补充细则和若干光伏建筑一体化工程项目逐一浮现，这将引导 BIPV 技术扩散进程和规模化应用。

➤ 国字号新能源企业进军光伏产业，市场喜忧参半：市场预期新能源产业振兴规划中，2020 年光伏装机容量规划有望超出可再生能源中长期规划五倍以上，达到 1000 万 KW（1 万 MW），龙源电力和国投电力等国字号发电企业动作频繁，短短数月布局光伏发电市场，让我们似乎又看到风电特许权招标体制下国字号企业争相进入的局面；令市场喜的是国字号企业的进入正式吹响了国内光伏产业启动的号角，而忧的是会否又类似风电市场一样，在新能源装机容量配额指标的驱动力之下，不计成本争夺光伏资源的国字号企业对光伏市场的健康成长带来的负面效应。

➤ “光伏并网工程和 BIPV 项目”双车道齐头并进：国内光伏市场启动初期的两大阵营。从目前市场分析，大型光伏太阳能并网工程示范项目逐渐在政府引导的特许权招标体制下有效进展，大型国有资本进入的痕迹比较明显；而 BIPV 市场中，具备传统批量化光伏组件制造的民资企业，在地方政府的支持与财政补贴的预期前景中，也找到了属于民间资本的发挥空间；我们认为，未来光伏市场的这两大阵营将表现出竞相斗艳的繁荣局面，但产业链的技术要素与关键环节仍需政策层面上的合理引导，目前离产业链成型还为时尚早。

3.3、核电产业进入跨越式发展阶段，成长性与投资价值并存

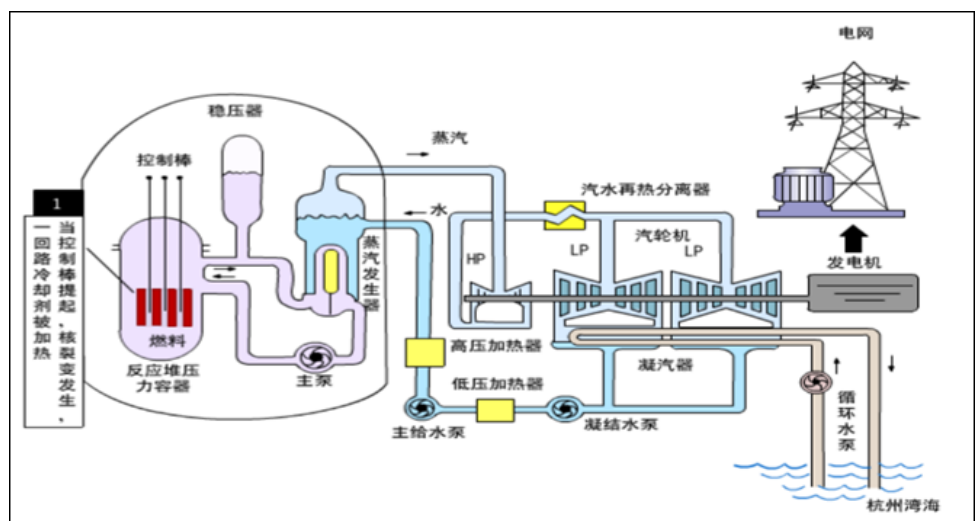
2007 年 10 月，国家发改委颁布《核电中长期发展规划(2005-2020 年)》，规划中核电投资发展目标为“到 2020 年我国核电运行装机容量争取达到 4000 万 KW，在建 1800 万 KW”。2008 年开始，能源结构优化成为我国能源领域发展的主旋律，

作为重要的清洁能源之一的核电再次加快发展步伐，3 月份，我国核电装机容量规划（2020 年）调升为 6000 万 KW（在建 3000 万 KW），2009 年初，能源局将“积极发展核电”定调为“大力发展核电”，到 2020 年装机容量预计调整为 7000 万 KW（在建 3000 万 KW）。核电产业发展的政策环境与扶持力度空前明朗。

➤ 我国目前已有 6 座核电站共 11 台机组（906.8 万 KW）投入商业运营，截止 2008 年底，核电占我国电源总容量的 1.2%，发电量占全社会发电总量的 2%，远低于全球核电装机比例的平均值 9.66%，即使达到 2020 年规划的 7000 万 KW 核电装机规模，其容量占比也仅约 5% 左右，因此核电的提升空间显著。

➤ 2009~2011 年间，我国将开建 8 个核电站（约 16 台机组，装机容量逾 1000 万 KW），包括浙江三门、山东海阳、山东荣成、广东腰古等沿海核电站（以及湖南桃花江、湖北大畈、江西彭泽等内陆核电站），静态投资超过 1200 亿元。按 2020 年核电规划 7000 万 KW 测算，2009 年起核电新增投资规模接近 7200 亿元，年均投资 600 亿元，市场容量广阔，未来 10 年内投资复合增长率达到 19.35%，产业成长曲线有效得到延伸。

图表 14、核电站系统运行简易原理图



数据来源：东北证券金融与产业研究所

表格 12、核电产业链分类与构成

按核电产业的技术构成划分		
材料技术	设备技术	
核电资源品 （反应堆燃料、结构材料、慢化剂与冷却剂、控制棒等）	核电设备（核岛设备包括压力容器、控制棒驱动机构、蒸汽发生器、主泵、一回路循环管道与设备等，常规岛设备包括汽轮机、汽轮发电机、汽水分离再热器、核级变压器、冷凝及供水设备等，，BOP 辅助设备包括进堆内构件、专用阀门、电力电源、自控仪表、铸锻件及支撑部件等	
按产业链构成划发		
上游	中游	下游
工程建设、铀矿、核电消耗性材料和核心零部件	设备制造、电气控制集成等	核电输送与运营

资料来源：东北证券金融与产业研究所

表格 13、目前国内已建（援建）核电站的锆金属消耗情况

单位：吨

核电站	2005	2006	2007	2008
秦山一期	5.2	5.2	5.2	5.2
巴基斯坦一期	5.2	5.2	5.2	5.2
巴基斯坦二期	15.6	5.2	5.2	5.2
秦山二期	13.6	13.6	13.6	13.6
秦山三期	30	14.3	30	30
广东大亚湾	14.3	14.3	14.3	14.3
岭澳核电一期	14.3	14.3	14.3	14.3
岭澳核电二期	---	27.6	14.3	14.3
连云港田湾核电站	---	18.9	18.9	
合计	98.3	99.7	121	121

资料来源：东北证券金融与产业研究所

➤ 核电站建设周期较长（4~6 年），具备技术壁垒和资本密集度双高的特征，此外还具备定调为战略性新兴产业的行政特色，往往产业链上各环节分享投资景气的程度与频度存在明显的时滞和差异性。我们认为，从核电规划与实际建设进度分析，短期内上游核电资源品受益程度最明显，每年已建核电站换料大修和新建核电站材料耗用量均相当可观，例如燃料铀、结构材料核级锆、钛、以及慢化或冷却材料核级石墨等，具备此类特种金属资源储备和冶炼能力的企业将受益明显，同样也可视为价值投资的长线品种；中期内，随着核岛设备国产化率的提升（视 AP1000、EPR 和 CNP1000 三类技术的消化进度），大型设备规模化将逐渐抬升盈利水平，预计 2010 年起核电设备厂商的盈利曲线将出现明显的上升拐点，投资机遇也将呈现；长期内，具备核级认证和行业特殊地位的厂商将突破短期业绩的约束，呈现出长期分享核电大发展景气的特点，例如核级阀门、电力电源、自动化仪表、淡化水处理装置等企业。简言之，随着技术扩散和核电产业市场化程度的逐渐深入，核电产业成长空间将面临爆发式增长。

二、电力设备与新能源行业盈利水平分析、估值比较与投资策略

2009 年一季度，电力设备与新能源行业上市公司共实现主营业务收入 543.94 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 30.82 亿元，较 2008 年一季度同比增长 3.24%和-18.47%。从表 1 业绩运行指标分析可知，2008 年至 2009 年一季度，电力设备行业毛利率和净利率呈现逐期下滑态势，资产收益能力（ROE）明显下降，费用支出和资产负债率综合指标走弱，体现了自 2008 年下半年以来金融危机冲击之下电力设备行业景气抗周期性也不可避免地呈现了下行趋势。实际税率指标略有向好迹象，这体现为扩张性财政政策的效能释放。

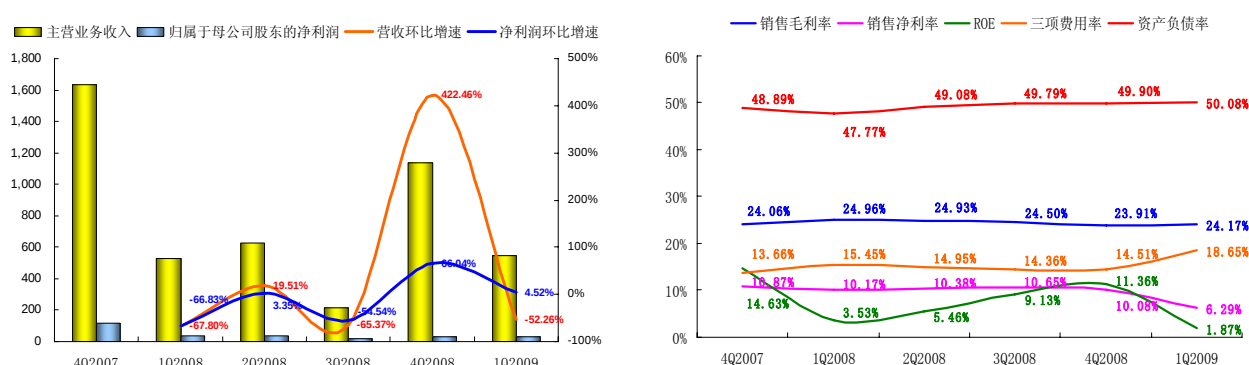
表格 14、电力设备行业（上市公司）08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览

单位：亿元，%	08 年年报			09 年一季度		
	2007A	2008A	同比增速	1Q2008	1Q2009	同比增速
主营业务收入	2,158.37	2,513.92	16.47%	526.88	543.94	3.24%
归属于母公司股东的净利润	161.24	124.14	-23.01%	37.81	30.82	-18.47%
销售毛利率	24.96%	23.72%	-1.25%	24.96%	24.17%	-0.80%
销售净利率	10.77%	9.45%	-1.32%	10.17%	6.29%	-3.88%
ROE	19.86%	11.84%	-8.02%	3.53%	1.87%	-1.66%
经营活动现金流	123.58	335.37	171.37%	(48.67)	(47.65)	2.10%
三期费用率	14.02%	14.77%	0.75%	15.45%	18.65%	3.20%
实际税率	14.74%	6.29%	-8.45%	15.88%	15.15%	-0.73%
资产负债率	51.55%	50.61%	-0.94%	47.77%	50.08%	2.31%

数据来源：Wind 资讯，东北证券金融与产业研究所

图表 15、（4Q2007~1Q2009）行业单季度经营业绩环比

单位：亿元，%



数据来源：东北证券金融与产业研究所

分析单季度业绩，电力设备行业运营特征具备明显的“M”趋势（按年度），其中 1 季度与 3 季度出货量和销售确认淡季，3 季度此特征最为显著；然而，比较 4Q2007 至 1Q2009 统计区间的季度运营状况，宏观经济下行的影响仍然显而易见：

- 2008 年 4 季度行业营收与盈利规模明显低于 2007 年同期，但环比增速较大的直接原因是 2008 年 11 月初国家四万亿投资刺激需求背景下，两大电网公司猛然加大年底前投资规模和招投标力度（简化招标过程并充分释放订单）使得企业受益显著（体现在财报上，实际合同执行与交货有所延迟）；而 4 季度两网新增投资 160.5 亿元（国网 120 亿元，南网 40.5 亿元），相关工程建设与投资需求延续了 2009 年 1 季度的行业景气，这也是本期营收与净利润环比增速较 2007 年同期数据收窄的直接因素。简而言之，电网新增投资平滑了近两季环比数据，但行业整体盈利规模与质量已明显下移。
- 微观层面上，尽管资产负债率（运营杠杆）和销售毛利率（基本盈利能力）水平得以维系，2008 年 4 季度起，电力设备企业整体期间费用率上扬（连续两季分别为 14.51%和 18.65%），净利率（连续两季分别为 10.08%和 6.29%）和 ROE（连续两季分别为 11.36%和 1.87%）的下移表明了实际盈利能力与资产

盈利质量有所弱化。

1、传统发电设备子行业：去杠杆化缓解财务风险，新能源业务抬升估值基础

2009 年一季度，该板块上市公司共实现主营业务收入 205.92 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 10.16 亿元，较 2008 年一季度同比增长 2.80%和-17.42%。基本体现了营收规模持平、盈利规模与增速下滑的特征。受东方电气灾后行政援助资金划拨、减免所得税，以及上海电气吸收合并上电股份等运营外因素的影响，统计期内盈利质量指标（净利率、ROE 和经营活动现金流量、实际税率）不能完全程度上衡量产业实际运营状况，不再赘述。

➤ 近期东方电气和上海电气分别发布非公开发行 A 股预案，表现为货币信贷宽松环境下通过股权融资降低财务杠杆、释放运营风险的企业行为方式，募集资金投向集中于新能源发电设备项目和流动资金补充项目上；我们认为，该板块的“传统性行业”属性应得到市场的重新认识，企业自发性向新兴产业挺进的行为有助于平滑盈利周期，拉长盈利曲线和抬升估值基础。

表格 15、传统发电设备板块（上市公司）08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览

单位：亿元，%	08 年年报			09 年一季度		
	2007A	2008A	同比增速	1Q2008	1Q2009	同比增速
主营业务收入	826.96	891.15	7.76%	200.31	205.92	2.80%
归属于母公司股东的净利润	52.02	32.37	-37.77%	12.30	10.16	-17.42%
销售毛利率	22.10%	23.72%	1.61%	22.70%	22.53%	-0.17%
销售净利率	13.12%	9.45%	-3.67%	12.78%	11.16%	-1.62%
ROE	41.82%	11.84%	-29.97%	14.12%	6.36%	-7.76%
经营活动现金流	34.22	103.50	202.49%	(38.84)	(14.53)	62.61%
三期费用率	8.72%	9.63%	0.91%	7.55%	10.18%	2.63%
实际税率	14.80%	-41.23%	-56.03%	16.52%	11.32%	-5.21%
资产负债率	71.49%	63.79%	-7.71%	77.13%	64.25%	-12.88%

数据来源：Wind 资讯，东北证券金融与产业研究所

2、输配电设备子行业：一季度盈利略低预期，估值水平已充分体现强防御特征

2009 年一季度，该板块上市公司共实现主营业务收入 91.66 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 8.12 亿元，较 2008 年一季度同比增长 11.61%和 2.31%，基本符合预期，考虑到统计样本中特变电工营收及盈利权重较大，因此实际输配电板块公司业绩略逊于以上数据。尽管作为景气程度最高的子行业，输配电设备板块同样表现出刚性费用（期间费用增幅高于营收增幅，三项费用率上抬）和产品跌价（营收规模低于预期）两类因素造成的盈利吞噬状况；成本大幅下降使得产品毛利率有所上扬，但净利率和 ROE 的下降也比较明显。

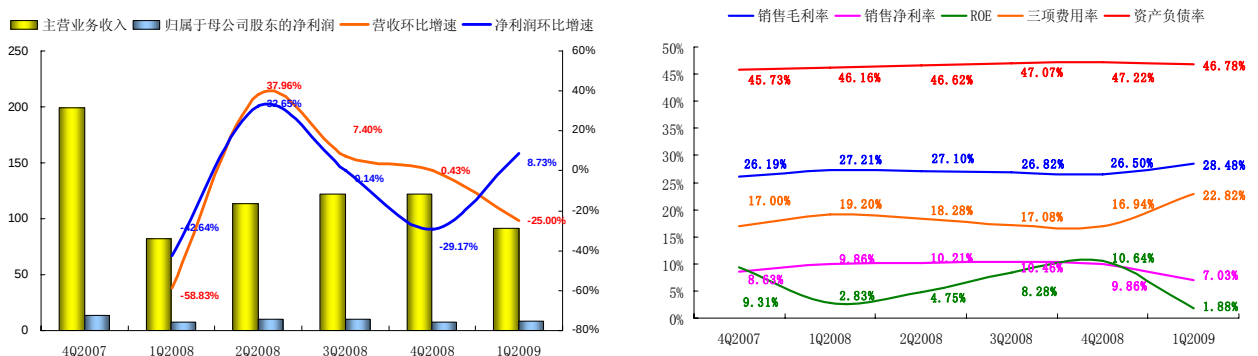
表格 16、输配电设备板块（上市公司）08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览

单位：亿元，%	08 年年报			09 年一季度		
	2007A	2008A	同比增速	1Q2008	1Q2009	同比增速
主营业务收入	348.85	439.30	25.93%	82.12	91.66	11.61%

归属于母公司股东的净利润	24.68	36.45	47.73%	7.93	8.12	2.31%
销售毛利率	26.43%	26.32%	-0.11%	27.21%	28.48%	1.27%
销售净利率	8.30%	9.37%	1.06%	9.86%	7.03%	-2.83%
ROE	12.61%	11.39%	-1.23%	2.83%	1.88%	-0.95%
经营活动现金流	14.06	44.85	219.03%	(11.42)	(15.51)	-35.78%
三期费用率	16.62%	17.08%	0.46%	19.20%	22.82%	3.62%
实际税率	12.65%	15.67%	3.02%	16.64%	16.52%	-0.12%
资产负债率	46.62%	47.37%	0.75%	46.16%	46.78%	0.62%

数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所

图表 16、(4Q2007~1Q2009) 输配电设备行业单季度经营业绩环比 (亿元, %)



数据来源: 东北证券金融与产业研究所

表格 57、(08~1Q09) 发电及输配电设备上市公司盈利水平比较

亿元 %	证券代码	上市公司	08 年年报							09 年一季报						
			营业收入	YOY	净利润	YOY	毛利率	净利率	期间费用率	营业收入	YOY	净利润	YOY	毛利率	净利率	期间费用率
发电设备	600875	东方电气	279.48	12.30%	1.76	-91.2%	16.31%	0.75%	8.34%	72.19	21.17%	3.19	-25.03%	14.92%	4.46%	7.90%
	601727	上海电气	589.09	5.01%	26.22	-9.43%	18.25%	6.45%	11.33%	128.79	-5.47%	6.10	-16.52%	16.27%	6.75%	9.56%
	600202	哈空调	15.04	22.36%	3.19	35.28%	26.02%	21.18%	8.73%	3.63	13.93%	0.68	15.90%	30.57%	18.71%	11.22%
	002266	浙富股份	7.54	56.35%	1.20	48.77%	26.37%	15.93%	10.14%	1.32	-9.92%	0.19	22.09%	28.35%	14.73%	12.05%
	600089	特变电工	125.19	40.17%	9.63	78.74%	20.48%	8.62%	10.98%	31.73	39.54%	3.08	58.49%	22.57%	10.01%	10.20%
	600550	天威保变	43.69	38.41%	9.43	109.7%	22.47%	22.00%	12.43%	13.75	60.54%	1.82	-24.15%	24.59%	13.42%	10.61%
	600517	置信电气	15.96	26.82%	2.11	19.26%	22.34%	15.42%	6.50%	2.76	-23.19%	0.52	20.67%	33.43%	21.50%	9.96%
	600312	平高电气	26.20	49.79%	2.07	17.76%	22.63%	7.96%	17.27%	2.72	-8.84%	0.03	-79.28%	21.60%	0.82%	34.57%
	002028	思源电气	15.30	27.70%	3.46	27.16%	42.28%	23.87%	21.85%	3.00	27.24%	0.93	24.27%	43.83%	32.25%	28.21%
	600112	长征电气	4.60	13.89%	0.59	94.12%	37.08%	14.41%	21.82%	0.71	-49.88%	0.10	-68.83%	39.82%	12.50%	27.64%
输配电一次设备	002169	智光电气	3.73	32.42%	0.27	-6.70%	29.09%	7.58%	19.46%	0.66	19.46%	0.02	-41.58%	30.83%	3.42%	28.11%
	002074	东源电器	4.65	37.46%	0.39	20.43%	26.47%	10.58%	14.67%	0.82	-21.58%	0.06	-29.38%	29.13%	8.09%	18.64%
	600192	长城电工	13.96	-1.90%	0.34	-45.2%	17.40%	2.87%	15.46%	2.97	-21.04%	0.06	-59.59%	17.57%	2.04%	17.11%
	002112	三变科技	11.00	16.09%	0.24	-11.1%	18.50%	2.14%	14.03%	1.88	-5.51%	0.07	12.78%	19.59%	3.63%	14.24%
	600468	百利电气	6.19	-23.1%	0.23	-27.4%	18.10%	4.13%	17.09%	1.17	-28.50%	0.04	-22.62%	15.98%	2.87%	18.36%
	600580	卧龙电气	21.37	46.71%	1.29	26.25%	16.38%	6.92%	9.27%	4.86	13.10%	0.32	39.61%	20.96%	7.37%	12.11%
	000585	东北电气	5.18	-19.1%	(0.69)	79.72%	21.85%	-13.63%	21.40%	0.36	-66.38%	(0.09)	-3733%	27.13%	-23.56%	49.60%
	002168	深圳惠程	2.42	31.44%	0.46	20.58%	44.63%	19.02%	20.93%	0.39	42.52%	0.04	28.53%	41.12%	9.48%	34.33%
	600525	长园集团	8.57	2.17%	0.99	-28.0%	36.76%	14.16%	25.22%	1.47	-25.98%	0.08	-65.47%	35.05%	6.04%	31.75%
	600973	宝胜股份	45.26	15.29%	0.05	-96.2%	9.16%	0.11%	8.00%	6.05	-39.20%	0.16	-46.33%	16.68%	2.61%	13.57%
二次	002212	南洋股份	13.77	18.48%	1.26	34.18%	15.81%	10.86%	3.11%	1.99	-13.20%	0.27	36.33%	19.27%	15.35%	-0.24%
	600873	五洲明珠*	8.66	24.83%	0.08	-29.1%	18.94%	1.44%	15.98%	2.22	25.08%	0.00	-89.34%	22.98%	0.52%	16.59%
	002123	荣信股份	5.83	58.69%	1.30	56.29%	49.51%	22.53%	30.11%	2.04	59.53%	0.34	64.47%	48.77%	16.32%	34.29%
	600406	国电南瑞	11.07	2.38%	1.25	-11.99%	29.65%	11.80%	20.38%	2.16	16.12%	0.09	-7.36%	29.77%	4.07%	28.49%
	600268	国电南自*	16.79	12.80%	0.81	1.21%	24.89%	6.14%	21.27%	3.41	32.06%	0.00	-88.58%	26.77%	0.07%	28.88%

设备	000400	许继电气	26.01	5.98%	0.38	-67.06%	30.35%	3.95%	23.48%	3.64	11.30%	0.08	-25.72%	39.04%	2.74%	37.67%
	002090	金智科技	3.95	10.80%	0.49	1.48%	30.60%	12.53%	22.12%	0.91	-7.12%	0.09	-6.81%	28.67%	10.21%	20.16%

数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所 注: *为报告期停牌的上市公司

表格 18、(08-1Q09) 发电及输配电设备上市公司资产运营能力比较

亿元 %	证券代码	上市公司	08 年年报							09 年一季报						
			总资产	YOY	资产负债率	ROE	流动比率	存货周转率	应收帐款周转率	总资产	YOY	资产负债率	ROE	流动比率	存货周转率	应收帐款周转率
发电设备	600875	东方电气	564.59	55.20%	95.69%	6.70%	1.04	1.34	3.27	593.49	47.32%	95.34%	13.26%	1.05	0.27	0.77
	601727	上海电气	816.58	7.97%	65.91%	12.89%	1.26	2.51	5.56	837.11	0.00%	66.59%	2.87%	1.25	0.50	1.03
	600202	哈空调	20.19	19.92%	53.33%	40.53%	1.34	8.57	1.86	20.24	23.49%	50.10%	6.95%	1.42	2.12	0.40
	002266	浙富股份	13.80	83.94%	40.22%	23.08%	1.90	4.25	4.41	14.74	0.00%	44.97%	2.37%	1.79	0.71	0.54
输配电一次设备	600089	特变电工	151.53	51.06%	60.89%	25.07%	1.52	4.32	7.97	160.09	39.64%	59.01%	5.70%	1.65	1.03	1.60
	600550	天威保变	121.84	58.39%	63.84%	30.09%	1.65	2.16	4.58	134.05	51.49%	65.96%	4.71%	1.62	0.54	1.10
	600517	置信电气	17.71	39.41%	41.69%	25.08%	1.82	4.58	6.31	15.15	18.25%	27.90%	5.41%	2.53	0.58	1.32
	600312	平高电气	39.31	26.60%	62.12%	14.99%	1.29	3.12	2.25	37.84	12.06%	60.59%	0.20%	1.22	0.25	0.24
	002028	思源电气	30.18	5.04%	25.29%	17.62%	2.38	2.70	3.45	32.38	27.97%	23.20%	4.09%	2.60	0.48	0.59
	600112	长征电气	8.63	20.69%	41.43%	13.95%	1.80	2.04	2.68	8.81	15.22%	41.63%	2.29%	1.85	0.24	0.41
	002169	智光电气	6.29	11.62%	49.50%	9.11%	1.41	2.54	1.87	6.06	8.33%	47.15%	0.67%	1.46	0.36	0.32
	002074	东源电器	7.40	13.59%	45.68%	11.45%	1.51	4.65	2.17	7.45	5.00%	45.11%	1.67%	1.52	0.68	0.36
	600192	长城电工	26.93	15.92%	57.91%	3.20%	1.45	2.60	2.32	24.98	9.18%	54.45%	0.57%	1.46	0.66	0.44
	002112	三变科技	11.44	34.96%	65.17%	6.04%	1.14	3.11	3.57	12.10	29.90%	66.52%	1.70%	1.14	0.46	0.51
	600468	百利电气	8.29	-9.49%	35.57%	5.44%	1.15	4.49	4.65	8.04	-9.38%	33.13%	0.84%	1.22	0.94	1.00
	600580	卧龙电气	18.71	14.69%	39.06%	13.41%	1.58	6.57	7.84	19.27	13.25%	39.06%	3.14%	1.60	1.30	1.54
	000585	东北电气	8.47	-18.9%	62.93%	-17.4%	1.09	5.05	2.92	7.93	-27.95%	61.52%	-2.78%	1.07	0.34	0.21
	002168	深圳惠程	6.20	23.02%	17.10%	9.57%	3.93	3.09	2.14	6.22	20.21%	21.63%	0.81%	3.06	0.42	0.29
	600525	长园集团	18.03	4.34%	46.75%	11.99%	0.90	3.59	2.79	18.48	5.37%	48.41%	0.96%	0.88	0.61	0.50
	600973	宝胜股份	23.22	1.32%	67.70%	0.65%	1.23	17.61	4.08	23.26	-8.35%	64.33%	2.00%	1.31	2.26	0.52
	002212	南洋股份	12.59	94.22%	9.99%	18.15%	8.14	7.42	5.06	12.57	1.63%	8.46%	2.54%	9.49	1.00	0.66
	600873	五洲明珠*	8.23	-1.57%	68.10%	3.72%	1.05	2.12	8.19	9.44	10.65%	71.82%	0.11%	1.12	0.53	1.71
	002123	荣信股份	10.61	45.19%	38.01%	22.39%	2.05	2.55	2.17	12.75	57.56%	47.70%	5.21%	1.90	0.74	0.55
二次设备	600406	国电南瑞	19.46	7.87%	49.71%	13.18%	1.64	2.10	2.20	18.33	5.31%	46.12%	0.89%	1.74	0.33	0.44
	600268	国电南自*	26.27	45.11%	62.95%	10.60%	1.52	3.85	1.58	29.53	18.82%	67.32%	0.04%	1.31	0.59	0.26
	000400	许继电气	47.40	1.86%	50.23%	1.79%	1.63	1.69	1.92	46.62	2.24%	49.31%	0.36%	1.66	0.18	0.25
	002090	金智科技	6.05	-8.79%	27.86%	11.75%	2.76	2.71	4.17	5.99	-12.33%	25.63%	2.14%	2.81	0.58	0.95

数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所 注: *为报告期停牌的上市公司

表格 19、(08-1Q09) 发电及输配电设备上市公司估值水平比较

亿元 %	证券代码	上市公司	1Q2009 (复权调整)								
			总市值	每股营业收入	每股经营现金流	每股收益	每股净资产	PE (TTM)	PE	PB	PS
发电设备	600875	东方电气	374.94	8.18	(0.98)	0.36	2.90	538.10	21.73	14.64	1.30
	601727	上海电气	1,086.92	1.03	(0.03)	0.05	1.69	43.45	40.51	5.13	2.10
	600202	哈空调	56.22	1.14	(0.67)	0.21	3.16	17.14	16.20	5.57	3.88
	002266	浙富股份	37.62	0.92	(0.16)	0.14	5.67	30.43	23.55	4.75	7.14
输配电一次设备	600089	特变电工	345.10	2.65	(0.02)	0.26	4.67	32.06	24.48	6.16	2.72
	600550	天威保变	437.65	1.18	(0.55)	0.16	3.39	49.45	35.71	11.76	7.96
	600517	置信电气	84.56	0.67	(0.06)	0.13	2.41	38.36	22.96	8.50	7.66
	600312	平高电气	77.45	0.53	(0.55)	0.01	2.90	39.55	26.84	5.22	7.11
	002028	思源电气	84.46	1.09	(0.23)	0.34	8.64	23.17	20.80	3.64	7.04
	600112	长征电气	37.71	0.22	(0.00)	0.03	1.40	105.42	42.61	8.36	13.21
	002169	智光电气	22.48	0.79	(0.16)	0.03	3.78	87.43	40.07	7.38	8.54
	002074	东源电器	14.71	0.58	0.03	0.04	2.60	39.86	23.11	4.02	4.47

	600192	长城电工	32.32	1.04	0.06	0.02	3.76	131.37	51.59	3.02	2.72
	002112	三变科技	11.25	2.35	(0.96)	0.09	5.07	46.27	27.84	2.78	1.50
	600468	百利电气	26.67	0.37	(0.03)	0.01	1.40	119.94	32.53	6.02	5.72
	600580	卧龙电气	38.70	1.71	0.17	0.11	3.69	27.96	23.31	3.83	1.99
	000585	东北电气	27.86	0.04	(0.01)	(0.01)	0.35	(35.76)	-	9.21	19.15
	002168	深圳惠程	31.31	0.20	(0.13)	0.02	2.33	66.60	28.52	6.71	19.93
	600525	长园集团	26.67	0.88	(0.05)	0.05	5.10	31.85	18.84	3.14	4.53
	600973	宝胜股份	24.91	3.88	1.52	0.10	5.32	(293.03)	20.01	3.00	1.03
	002212	南洋股份	40.45	1.32	0.18	0.18	7.00	30.44	30.33	3.83	5.09
	600873	五洲明珠*	9.69	2.05	(0.34)	0.00	2.08	158.69	0.00	4.31	1.09
	002123	荣信股份	57.34	1.59	(0.40)	0.17	5.10	39.97	30.62	8.78	7.03
二次设备	600406	国电南瑞	75.80	0.85	(0.51)	0.03	3.87	60.83	39.69	7.88	8.79
	600268	国电南自*	29.62	1.80	(1.20)	0.00	4.60	37.90	29.00	3.40	2.17
	000400	许继电气	53.34	0.96	(0.66)	0.02	5.65	150.00	29.58	2.49	3.66
	002090	金智科技	15.26	0.89	(0.10)	0.09	4.32	31.40	23.66	3.46	4.21

数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所 注: *为报告期停牌的上市公司

3、风电设备子行业: 烦恼总伴随着成长, 有待业绩释放化解当前较高的估值水平

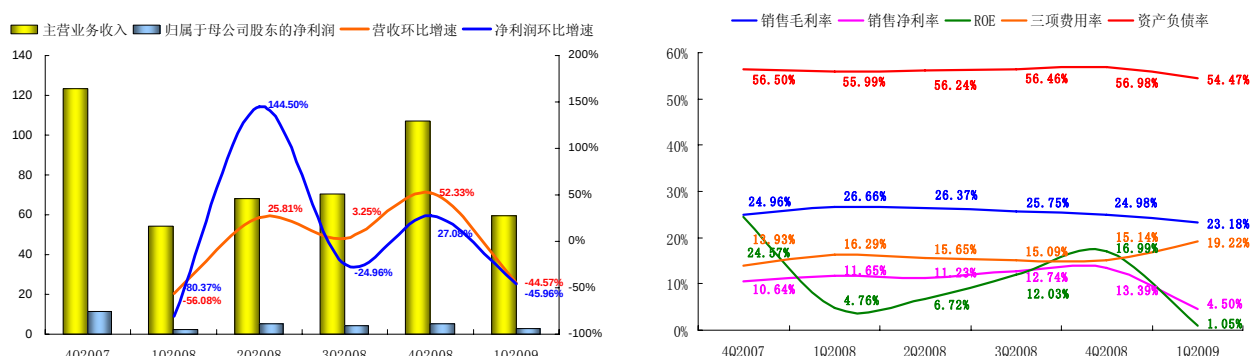
2008 年期间, 风电设备上市公司 (剔除风电营收占比较低但权重较大的东方电气和上海电气) 共实现主营业务收入 300.35 亿元, 共实现归属于母公司股东的净利润 16.81 亿元, 较 2007 年同比增长 38.6%和-8.04%; 2009 年一季度, 该板块上市公司共实现主营业务收入 59.51 亿元, 共实现归属于母公司股东的净利润 2.78 亿元, 较 2008 年一季度同比增长 9.68%和 26.02%。2008 年净利润数据的下滑主要是因为风电运营类企业 (如银星能源、内蒙华电) 的拖累, 剔除之后风电设备类企业盈利同比增速为 22.52%。2009 年初风电设备板块作为有业绩支撑的新能源产业代表, 二级市场上表现突出, 尽管风电投资过热和风电输送建设能力滞后的声音不绝于耳, 但充当了新能源产业发展的示范角色, 对改善能源结构、刺激地方政府投资的作用显著; 不容忽视的是, 连续五年风电新增容量翻番, 风电设备整机与零部件厂商配套能力快速攀升, MW 级风电设备市场的竞争越来越激烈; 我们判断, 2009 年仍是风电产业快速成长的阶段, 2010 年起风电产业内生性和结构性调整将难以避免, 强者恒强的格局中也不乏有令人惊喜的二线企业异军突起; 可以期待的是, 拉长风电产业成长周期的海上风电建设已悄然起步。

表格 20、风电设备板块 (上市公司) 08 年报及 09 年一季度业绩运行指标概览

单位: 亿元, %	08 年年报			09 年一季报		
	2007A	2008A	同比增速	1Q2008	1Q2009	同比增速
主营业务收入	216.70	300.35	38.60%	54.26	59.51	9.68%
归属于母公司股东的净利润	18.28	16.81	-8.04%	2.21	2.78	26.02%
销售毛利率	25.99%	24.53%	-1.46%	26.66%	23.18%	-3.48%
销售净利率	11.19%	12.10%	0.91%	11.65%	4.50%	-7.16%
ROE	31.36%	18.59%	-12.77%	4.76%	1.05%	-3.71%
经营活动现金流	14.60	39.11	167.89%	(3.64)	(17.95)	-393.14%
三期费用率	14.40%	15.10%	0.70%	16.29%	19.22%	2.92%
实际税率	15.32%	11.92%	-3.40%	15.11%	20.50%	5.40%
资产负债率	61.06%	57.52%	-3.54%	55.99%	54.47%	-1.52%

数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所

图表 17、(4Q2007~1Q2009) 风电设备行业单季度经营业绩环比 (亿元, %)



数据来源: 东北证券金融与产业研究所

4、光伏设备子行业: 高估值依赖高政策预期, 短期内泡沫化特征明显

2008 年期间, 光伏设备板块上市公司共实现主营业务收入 390.93 亿元, 共实现归属于母公司股东的净利润 21.56 亿元, 较 2007 年同比增长 23.35%和-3.34%; 2009 年一季度, 该板块上市公司共实现主营业务收入 76.45 亿元, 共实现归属于母公司股东的净利润 3.87 亿元, 较 2008 年一季度同比增长-2.15%和-46.35%; 符合市场预期。2008 年下半年金融危机触发海外光伏市场需求急剧萎缩, 从多晶硅到光伏组件都经历了突发性产能过剩、产品价格大幅跳水的过程, 我国本身就基础薄弱的光伏产业链摇摇欲坠; 2008 年 4 季度, 光伏企业的盈利水平被高价晶硅库存和终端产品跌价完全吞噬, 单季度亏损 1.94 亿元, 2009 年 1 季度消化库存和低价出货成为光伏企业的主要行为, 当期实现净利润 3.87 亿元, 同比下降了近 50%, 而近 300%的环比增速却无法掩盖光伏产业盈利水平和生存态势欠佳的现状。

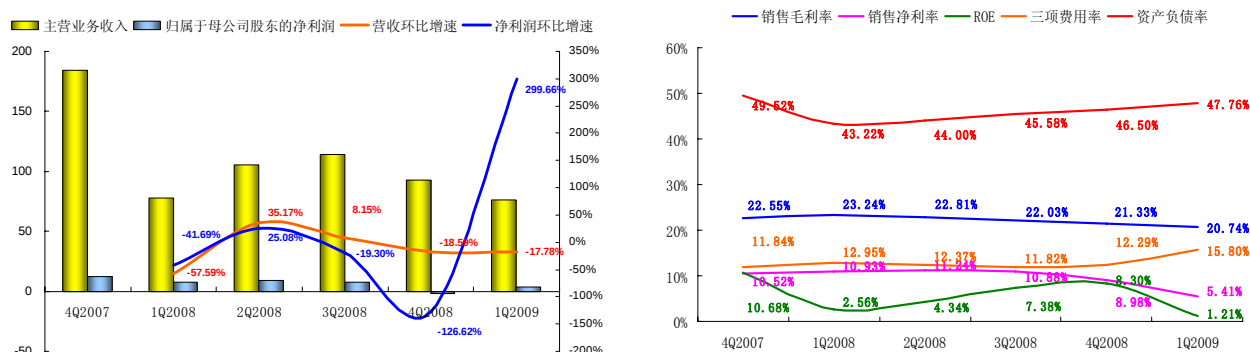
当前, 大型并网光伏工程与 BIPV 启动了国内光伏市场, 对更多政策与产业成长的期待推升目前盈利水平恶化的光伏板块运行至政策预期性高估值区间。

表格 21、光伏设备板块 (上市公司) 2008 年报及 2009 年一季度业绩运行指标概览

单位: 亿元, %	08 年年报			09 年一季报		
	2007A	2008A	同比增速	1Q2008	1Q2009	同比增速
主营业务收入	316.93	390.93	23.35%	78.13	76.45	-2.15%
归属于母公司股东的净利润	22.30	21.56	-3.34%	7.21	3.87	-46.35%
销售毛利率	22.39%	20.98%	-1.41%	23.24%	20.74%	-2.49%
销售净利率	10.28%	7.76%	-2.52%	10.93%	5.41%	-5.53%
ROE	13.64%	7.96%	-5.67%	2.56%	1.21%	-1.35%
经营活动现金流	29.50	51.33	74.01%	1.49	2.76	85.52%
三期费用率	11.85%	12.72%	0.87%	12.95%	15.80%	2.85%
实际税率	14.08%	11.62%	-2.45%	15.05%	16.21%	1.15%
资产负债率	47.34%	46.62%	-0.72%	43.22%	47.76%	4.54%

数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所

图表 18、（4Q2007~1Q2009）光伏设备行业单季度经营业绩环比（亿元，%）



数据来源：东北证券金融与产业研究所

5、核电设备子行业：盈利波动性特征明显，暂处估值中枢上沿

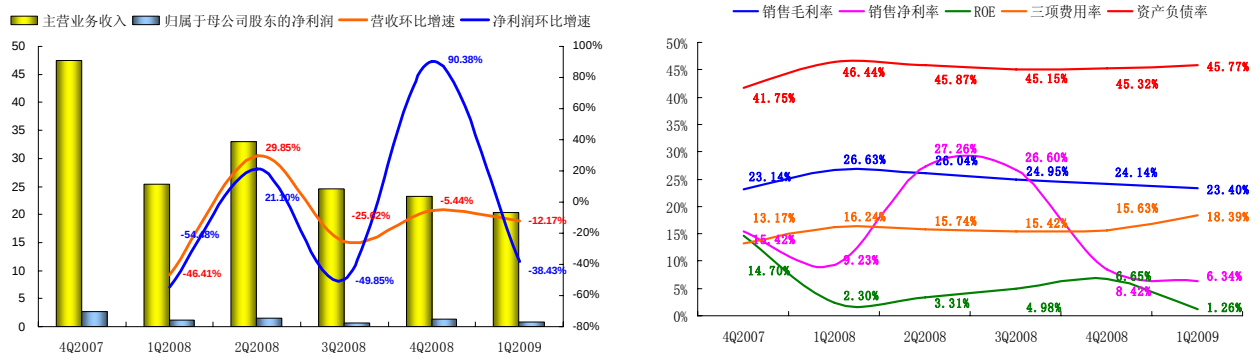
出于东方电气、上海电气和深圳能源权重偏大影响统计显著性，此处纳入统计范围的主要以核电资源品、核电电子及控制设备和其他核电运营企业为主；2008年期间，上市公司共实现主营业务收入 106.28 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 4.83 亿元，较 2007 年同比增长 10.13%和-40.25%；2009 年一季度，该板块上市公司共实现主营业务收入 20.41 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 0.87 亿元，较 2008 年一季度同比增长-19.79%和-28.82%。核电建设周期长对企业受益程度影响较大，而行政壁垒较强的特点又决定了此类企业多属国有企业及拥有核电资质的特殊企业，费用刚性更强，尽管自 2008 年以来核电规划从积极发展向大力发展转变，但核电企业盈利不稳定性的特点仍然较强（见图表 5）；我们认为，2009 年二季度核电企业业绩运营状况将是核电大力发展政策受益程度的重要判断依据。

表格 22、核电设备板块（上市公司）2008 年报及 2009 年一季度业绩运行指标概览

单位：亿元，%	08 年年报			09 年一季报		
	2007A	2008A	同比增速	1Q2008	1Q2009	同比增速
主营业务收入	96.50	106.28	10.13%	25.44	20.41	-19.79%
归属于母公司股东的净利润	8.09	4.83	-40.25%	1.22	0.87	-28.82%
销售毛利率	25.89%	23.83%	-2.07%	26.63%	23.40%	-3.24%
销售净利率	14.75%	8.95%	-5.80%	9.23%	6.34%	-2.89%
ROE	19.90%	7.67%	-12.23%	2.30%	1.26%	-1.04%
经营活动现金流	9.08	9.33	2.71%	(1.31)	(1.13)	-13.71%
三期费用率	14.60%	15.67%	1.07%	16.24%	18.39%	2.15%
实际税率	19.52%	5.62%	-13.90%	19.15%	7.42%	-11.73%
资产负债率	46.29%	45.62%	-0.66%	46.44%	45.77%	-0.68%

数据来源：Wind 资讯，东北证券金融与产业研究所

图表 19、(4Q2007~1Q2009) 核电设备行业单季度经营业绩环比 (亿元, %)



数据来源: 东北证券金融与产业研究所

表格 236、(08~1Q09) 新能源行业上市公司盈利水平比较

	证券代码	上市公司	08 年年报							09 年一季报						
			营业收入	YOY	净利润	YOY	毛利率	净利率	期间费用率	营业收入	YOY	净利润	YOY	毛利率	净利率	期间费用率
风电设备	002202	金风科技	64.58	108.11%	9.15	45.26%	24.54%	16.05%	8.63%	11.47	94.97%	1.96	155.66%	27.59%	17.89%	8.37%
	600875	东方电气	279.48	12.30%	1.76	-91.16%	16.31%	0.75%	8.34%	72.19	21.17%	3.19	-25.03%	14.92%	4.46%	7.90%
	600290	华仪电气	7.75	6.39%	0.75	-0.78%	26.89%	10.06%	13.39%	1.60	-5.32%	0.12	-27.50%	22.90%	7.40%	15.25%
	002080	中材科技	10.77	21.43%	0.94	25.34%	28.74%	11.30%	19.88%	2.51	38.31%	0.03	-10.21%	29.96%	5.46%	24.49%
	600416	湘电股份	33.42	25.84%	0.59	-19.06%	15.72%	2.03%	15.34%	7.97	48.54%	0.12	146.24%	18.97%	2.28%	16.30%
	002122	天马股份	31.75	137.5%	5.18	101.4%	30.95%	18.82%	11.16%	6.70	0.75%	0.98	1.26%	32.64%	16.57%	12.74%
	002204	华锐铸钢	8.64	25.91%	1.29	66.19%	23.87%	14.93%	7.38%	3.14	56.17%	0.35	2.06%	21.99%	11.17%	8.58%
	600192	长城电工	13.96	-1.90%	0.34	-45.24%	17.40%	2.87%	15.46%	2.97	-21.04%	0.06	-59.59%	17.57%	2.04%	17.11%
	002009	天奇股份	8.63	100.1%	0.52	18.74%	22.99%	7.14%	11.24%	0.93	-64.24%	0.02	-95.13%	23.95%	2.03%	23.88%
	600629	棱光实业	4.18	42.89%	0.87	65.83%	52.10%	28.10%	15.60%	0.39	-49.62%	0.01	-95.95%	22.03%	0.03%	25.55%
	000836	鑫茂科技	5.25	0.00%	2.33	769.8%	20.43%	43.80%	21.03%	1.28	33.34%	(0.09)	-690.6%	17.52%	-7.65%	19.71%
	000862	银星能源	3.96	15.31%	0.29	51.52%	35.73%	7.90%	33.69%	0.78	-5.63%	0.00	-98.67%	36.36%	0.54%	37.01%
	600112	长征电气	26.20	49.79%	2.07	17.76%	22.63%	7.96%	17.27%	2.72	-8.84%	0.03	-79.28%	21.60%	0.82%	34.57%
	600863	内蒙华电	72.88	6.79%	(8.00)	-500.1%	6.10%	-8.43%	13.75%	15.69	-8.50%	(0.90)	37.86%	12.28%	-2.90%	15.06%
	002239	金飞达	8.37	16.89%	0.50	-17.72%	15.32%	6.89%	7.60%	1.35	-24.14%	0.08	-38.07%	19.11%	7.26%	10.40%
光伏设备	002206	川投能源	10.58	22.16%	0.92	12.45%	18.77%	8.73%	7.72%	2.05	-11.66%	0.23	18.04%	23.57%	11.36%	12.47%
	600438	通威股份	103.03	36.18%	1.06	-38.67%	8.73%	1.46%	6.12%	14.16	1.14%	(0.06)	-214.8%	9.11%	-0.73%	10.18%
	000012	南玻 A	42.73	2.04%	4.20	-2.64%	29.93%	11.71%	14.76%	8.69	-11.04%	0.62	-68.68%	26.55%	7.99%	19.14%
	002218	拓日新能	2.95	43.93%	0.73	5.35%	35.79%	24.78%	7.35%	0.52	6.47%	0.11	-35.39%	33.75%	20.42%	15.63%
	600550	天威保变	43.69	38.41%	9.43	109.7%	22.47%	22.00%	12.43%	13.75	60.54%	1.82	-24.15%	24.59%	13.42%	10.61%
	600151	航天机电	12.35	-8.57%	0.29	-45.54%	16.56%	2.98%	18.00%	1.13	-52.14%	(0.17)	-446.7%	20.48%	-14.81%	40.67%
	600220	江苏阳光	33.04	6.13%	1.47	1.74%	14.25%	5.34%	10.52%	5.70	-18.86%	0.27	-12.25%	18.02%	6.27%	10.38%
	600586	金晶科技	16.29	15.04%	1.14	-44.76%	21.23%	7.67%	11.89%	5.55	56.91%	0.09	-77.49%	13.05%	2.25%	10.51%
	002083	孚日股份	31.92	12.32%	1.23	-10.72%	21.19%	3.90%	15.54%	7.31	-4.60%	0.21	-45.14%	18.44%	2.68%	13.74%
	600482	风帆股份	31.50	19.88%	(2.87)	-347.3%	7.88%	-9.12%	11.79%	6.25	-39.71%	0.03	-83.53%	11.46%	0.51%	10.11%
	600770	综艺股份	5.88	-19.9%	0.27	-58.89%	15.78%	9.38%	14.18%	1.14	-41.66%	0.10	-65.04%	19.11%	16.82%	12.40%
	600184	新华光	7.50	75.53%	0.08	6.71%	10.77%	1.16%	9.06%	0.58	-45.69%	(0.03)	-204.5%	12.06%	-7.43%	22.50%
	600644	乐山电力	8.59	30.01%	0.85	39.48%	34.10%	11.11%	19.17%	2.11	17.43%	0.11	-45.15%	22.30%	5.43%	14.88%
	002088	鲁阳股份	8.10	20.01%	1.47	10.87%	38.53%	18.20%	17.42%	1.52	0.31%	0.24	-6.08%	36.31%	15.64%	16.85%
	600590	泰豪科技	22.80	14.00%	0.91	8.66%	21.50%	4.07%	14.87%	3.90	0.49%	0.17	10.81%	23.88%	2.56%	19.00%
002178	延华智能	2.15	5.14%	0.13	-47.23%	21.38%	6.06%	10.61%	0.48	14.60%	0.02	-45.93%	20.05%	3.57%	12.39%	
000055	方大 A	7.85	22.57%	0.23	-4.61%	17.73%	2.45%	14.85%	1.61	6.35%	0.11	19.89%	19.85%	5.92%	17.10%	
核电	证券代码	上市公司	08 年年报							09 年一季报						
	营业收入	YOY	净利润	YOY	毛利率	净利率	期间	营业收入	YOY	净利润	YOY	毛利率	净利率	期间		

设备								费用率							费用率
600226	升华拜克	27.56	34.79%	1.27	56.92%	16.12%	6.86%	9.05%	4.08	-47.68%	0.34	19.47%	12.60%	8.74%	8.58%
002167	东方锆业	1.90	18.50%	0.25	21.24%	24.54%	13.30%	9.96%	0.44	24.78%	0.04	-27.82%	23.83%	8.75%	13.63%
600622	嘉宝集团	8.82	5.09%	1.66	9.32%	14.04%	19.34%	7.99%	0.81	-54.79%	0.03	-90.26%	12.34%	1.91%	16.05%
600328	兰太实业	10.12	13.49%	0.60	1.15%	40.68%	5.52%	28.21%	1.65	-33.52%	(0.03)	-109.2%	34.12%	-2.21%	34.10%
000151	中成股份	6.41	-10.7%	0.42	4.91%	16.60%	6.82%	15.29%	1.02	92.72%	0.06	93.75%	15.13%	6.33%	11.76%
002130	沃尔核材	3.68	25.92%	0.26	-45.60%	28.47%	7.30%	21.00%	0.72	-19.43%	0.07	8.71%	35.82%	10.33%	24.79%
002227	奥特迅	1.68	-9.92%	0.48	-14.23%	43.82%	28.31%	18.79%	0.21	-37.06%	0.05	-47.53%	44.02%	21.37%	32.50%
000777	中核科技	5.66	29.47%	0.37	-83.71%	27.94%	6.47%	19.14%	1.38	1.20%	0.02	-17.73%	24.37%	1.78%	22.26%
600848	自仪股份	10.93	8.93%	0.08	-20.19%	21.68%	0.72%	21.29%	2.76	6.79%	0.02	7.77%	20.75%	0.73%	19.13%
002255	海陆重工	7.53	13.87%	0.75	30.89%	23.35%	11.75%	10.91%	1.85	12.66%	0.12	17.63%	19.09%	7.85%	9.68%
000027	深圳能源	106.43	2.76%	10.35	-35.24%	13.05%	10.94%	8.58%	17.81	-34.26%	1.85	-31.37%	21.20%	11.25%	10.45%
600292	九龙电力	21.98	-8.98%	(1.31)	-317.2%	4.87%	-7.98%	10.78%	5.48	-3.23%	0.15	590.53%	15.31%	4.16%	9.82%

数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所

表格 24、(08~1Q09) 新能源行业上市公司资产运营能力比较

	证券 代码	上市 公司	08 年年报							09 年一季报						
			总资产	YOY	资产 负债率	ROE	流动 比率	存货 周转率	应收帐款 周转率	总资产	YOY	资产 负债率	ROE	流动 比率	存货 周转率	应收帐款 周转率
风电设备	002202	金风科技	110.65	102.4%	63.02%	27.66%	1.62	3.15	3.86	96.92	90.27%	56.23%	5.13%	1.99	0.32	0.49
	600875	东方电气	564.59	55.20%	95.69%	6.70%	1.04	1.34	3.27	593.49	47.32%	95.34%	13.3%	1.05	0.27	0.77
	600290	华仪电气	11.32	32.86%	61.63%	20.09%	1.33	2.49	2.15	14.05	49.08%	47.45%	2.22%	1.77	0.48	0.41
	002080	中材科技	17.93	29.37%	51.05%	13.85%	1.26	4.29	5.66	20.34	46.29%	56.18%	0.44%	1.39	0.69	1.02
	600416	湘电股份	50.32	39.37%	71.70%	5.07%	1.00	2.83	3.76	52.64	25.64%	72.60%	0.99%	1.04	0.57	0.66
	002122	天马股份	53.73	20.71%	54.93%	28.02%	0.96	1.59	5.63	60.56	35.88%	38.89%	3.61%	1.48	0.25	1.18
	002204	华锐铸钢	20.18	179.3%	53.68%	21.18%	0.96	2.69	8.84	21.56	59.17%	55.00%	3.69%	1.04	0.77	1.47
	600192	长城电工	26.93	15.92%	57.91%	3.20%	1.45	2.60	2.32	24.98	9.18%	54.45%	0.57%	1.46	0.66	0.44
	002009	天奇股份	12.82	15.31%	64.13%	13.31%	1.29	1.71	4.53	14.17	19.64%	67.44%	0.37%	1.22	0.15	0.54
	600629	梭光实业	6.74	52.13%	36.69%	43.12%	0.96	15.23	8.01	6.28	12.94%	32.89%	0.28%	0.92	2.73	0.70
	000836	鑫茂科技	12.80	-9.51%	51.11%	61.35%	1.50	0.74	5.99	11.52	-17.45%	46.55%	-1.8%	1.53	0.21	1.90
	000862	银星能源	15.18	23.81%	82.20%	14.91%	0.79	1.89	2.53	17.09	35.62%	83.79%	0.20%	0.83	0.31	0.59
	600112	长征电气	39.31	26.60%	62.12%	14.99%	1.29	3.12	2.25	37.84	12.06%	60.59%	0.20%	1.22	0.25	0.24
	600863	内蒙华电	232.67	-1.83%	77.03%	-21.4%	0.36	15.66	9.37	235.90	0.15%	77.54%	-2.8%	0.42	3.29	2.42
	002239	金飞达	6.82	106.2%	18.04%	14.81%	4.70	7.30	6.92	6.54	96.50%	13.03%	1.57%	6.46	1.18	1.10
光伏设备	证券 代码	上市 公司	08 年年报							09 年一季报						
			总资产	YOY	资产 负债率	ROE	流动 比率	存货 周转率	应收帐款 周转率	总资产	YOY	资产 负债率	ROE	流动 比率	存货 周转率	应收帐款 周转率
	002206	川投能源	9.52	15.60%	11.77%	15.84%	4.11	10.52	13.10	9.73	1.84%	11.27%	2.74%	3.85	2.33	2.43
	600438	通威股份	51.56	66.17%	71.07%	10.39%	0.59	16.11	27.16	58.31	27.42%	74.68%	-0.55%	0.64	1.82	4.19
	000012	南玻 A	103.76	22.75%	53.61%	9.82%	0.41	9.20	15.53	107.46	22.32%	54.41%	1.35%	0.41	1.95	3.33
	002218	拓日新能	7.61	239.9%	11.16%	16.78%	6.19	2.03	11.24	7.78	16.55%	11.75%	1.56%	5.72	0.27	2.11
	600550	天威保变	121.84	58.39%	63.84%	30.09%	1.65	2.16	4.58	134.05	51.49%	65.96%	4.71%	1.62	0.54	1.10
	600151	航天机电	24.65	3.65%	38.66%	2.34%	1.29	2.75	6.12	31.89	34.94%	53.18%	-1.38%	2.35	0.27	0.61
	600220	江苏阳光	65.90	13.85%	51.14%	5.48%	1.02	5.23	11.31	58.16	-1.12%	44.08%	0.99%	1.02	0.73	1.90
	600586	金晶科技	50.53	25.38%	53.98%	5.18%	0.56	4.20	26.40	51.47	21.21%	54.58%	0.40%	0.58	1.12	6.87
	002083	孚日股份	65.24	6.83%	60.90%	4.91%	0.67	1.99	11.60	63.47	2.44%	59.50%	0.81%	0.65	0.44	2.42
	600482	风帆股份	26.00	-19.1%	60.70%	-24.5%	0.93	3.01	10.95	26.27	-21.02%	60.98%	0.31%	0.93	0.95	2.62
	600770	综艺股份	11.57	-8.58%	24.54%	3.92%	2.27	3.42	6.39	11.83	-7.36%	21.03%	1.59%	2.59	0.66	1.25
	600184	新华光	11.43	30.29%	55.74%	2.23%	1.85	4.16	7.28	11.79	23.75%	57.47%	-0.81%	1.73	0.25	0.55
	600644	乐山电力	23.69	84.48%	59.83%	14.00%	1.54	20.58	28.03	29.34	108.05%	67.17%	1.68%	2.31	4.98	7.13
	002088	鲁阳股份	11.56	27.17%	31.41%	20.35%	2.23	3.77	4.18	11.71	19.49%	30.28%	2.97%	2.13	0.59	0.62
	600590	泰豪科技	33.42	7.96%	61.34%	9.68%	1.11	3.39	3.30	32.53	7.48%	59.98%	1.67%	1.12	0.52	0.52
	002178	延华智能	3.85	-3.70%	27.77%	4.79%	3.20	1.22	4.66	3.96	10.36%	29.22%	0.62%	3.06	0.23	1.06
000055	方大 A	13.96	5.97%	55.05%	4.08%	1.27	5.34	2.67	14.69	16.04%	56.36%	1.88%	1.25	0.85	0.53	
	证券 代码	上市 公司	08 年年报							09 年一季报						
			总资产	YOY	资产 负债率	ROE	流动 比率	存货 周转率	应收帐款 周转率	总资产	YOY	资产 负债率	ROE	流动 比率	存货 周转率	应收帐款 周转率

核电设备	600226	升华拜克	21.15	3.30%	43.33%	12.09%	1.19	10.37	8.74	21.16	-3.80%	41.69%	3.01%	1.45	1.69	1.24
	002167	东方锆业	4.51	44.65%	47.34%	11.21%	1.08	2.34	3.54	4.43	39.37%	45.59%	1.62%	1.08	0.42	0.70
	600622	嘉宝集团	29.88	24.78%	47.75%	11.41%	1.66	0.92	27.05	29.38	8.75%	46.33%	0.18%	1.70	0.07	2.73
	600328	兰太实业	22.14	15.11%	55.58%	6.39%	0.71	3.46	6.66	24.47	25.42%	59.74%	-0.32%	0.93	0.50	0.82
	000151	中成股份	11.55	10.02%	22.48%	4.77%	2.57	4.98	13.90	11.22	8.76%	19.59%	0.73%	2.74	0.53	3.32
	002130	沃尔核材	5.53	6.06%	26.71%	6.96%	1.68	2.88	9.17	5.55	-1.61%	25.73%	1.88%	1.75	0.53	1.41
	002227	奥特迅	6.32	143.7%	7.69%	12.80%	12.18	1.61	1.37	6.33	157.38%	7.12%	0.78%	13.05	0.17	0.16
	000777	中核科技	8.16	6.36%	27.80%	6.68%	2.46	2.79	5.55	9.13	23.43%	35.20%	0.43%	2.52	0.68	1.00
	600848	自仪股份	10.89	13.94%	85.66%	5.38%	1.01	4.15	3.37	10.75	1.33%	85.26%	1.31%	1.01	1.01	0.77
	002255	海陆重工	14.03	94.53%	60.42%	22.30%	1.35	1.40	5.37	13.96	48.90%	59.17%	2.34%	1.36	0.24	1.25
	000027	深圳能源	293.85	19.85%	53.45%	9.18%	0.74	9.12	10.40	276.29	-2.09%	49.57%	1.62%	0.70	1.24	1.74
	600292	九龙电力	43.28	6.33%	77.11%	-15.6%	0.79	8.40	3.17	46.44	10.93%	78.00%	1.92%	0.86	1.42	0.71

数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所

表格 25、(08~1Q09) 新能源行业上市公司估值水平比较

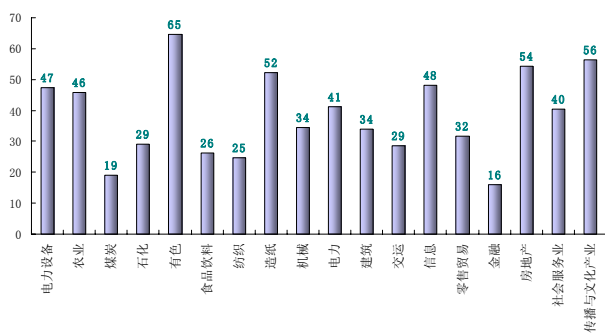
c	证券代码	上市公司	1Q2009 (复权调整)								
			总市值	每股营业收入	每股经营现金流	每股收益	每股净资产	PE (TTM)	PE	PB	PS
风电设备	002202	金风科技	415.80	1.15	(1.84)	0.20	3.93	40.21	31.61	11.41	9.06
	600875	东方电气	374.94	8.18	(0.98)	0.36	2.90	538.10	21.73	14.64	1.30
	600290	华仪电气	41.43	0.59	(0.16)	0.05	2.60	59.36	30.55	5.81	6.46
	002080	中材科技	38.40	1.68	(0.23)	0.02	4.70	40.97	25.42	5.45	3.82
	600416	湘电股份	42.86	3.39	(1.01)	0.05	5.12	65.05	34.86	3.56	1.34
	002122	天马股份	178.02	2.25	(0.18)	0.35	11.25	34.31	23.42	5.38	6.65
	002204	华锐铸钢	52.49	1.47	0.23	0.16	4.53	40.44	28.14	5.41	4.18
	600192	长城电工	32.32	1.04	0.06	0.02	3.76	131.37	51.59	3.02	2.72
	002009	天奇股份	20.64	0.42	0.03	0.01	1.92	94.53	22.90	4.85	5.53
	600629	梭光实业	34.16	0.14	(0.04)	0.00	1.31	53.20	17.70	9.69	22.16
	000836	鑫茂科技	20.73	1.04	0.06	(0.07)	3.96	9.33	0.00	4.26	4.05
	000862	银星能源	27.03	0.33	0.36	0.00	0.88	(1032.43)	89.32	13.03	8.65
	600112	长征电气	37.71	0.22	(0.00)	0.03	1.40	105.42	42.61	8.36	13.21
	600863	内蒙华电	92.52	0.79	0.25	(0.05)	1.60	(12.42)	26.79	2.91	1.47
	002239	金飞达	16.82	1.01	0.27	0.06	3.90	37.11	26.02	3.22	3.12
光伏设备	1Q2009 (复权调整)										
	证券代码	上市公司	总市值	每股营业收入	每股经营现金流	每股收益	每股净资产	PE (TTM)	PE	PB	PS
	002206	川投能源	25.14	1.64	0.34	0.19	6.90	26.22	19.95	2.91	3.06
	600438	通威股份	65.80	2.06	0.42	(0.01)	1.54	69.50	23.88	6.20	1.16
	000012	南玻 A	231.34	0.70	0.20	0.05	3.74	81.30	36.18	5.00	6.65
	002218	拓日新能	63.80	0.27	0.07	0.06	3.58	94.94	59.67	9.36	30.57
	600550	天威保变	437.65	1.18	(0.55)	0.16	3.39	49.45	35.71	11.76	7.96
	600151	航天机电	87.65	0.15	0.02	(0.02)	1.66	1207.22	128.26	7.07	19.38
	600220	江苏阳光	100.94	0.32	0.15	0.02	1.56	73.79	38.04	3.63	4.42

	600586	金晶科技	84.85	0.94	0.11	0.02	3.83	102.28	28.44	3.75	3.83
	002083	孚日股份	84.28	0.78	0.04	0.02	2.72	79.40	52.55	3.30	2.88
	600482	风帆股份	71.92	1.35	0.35	0.01	2.22	(23.70)	65.85	7.02	2.88
	600770	综艺股份	57.59	0.28	(0.11)	0.03	1.62	812.57	10.69	8.77	12.67
	600184	新华光	25.86	0.55	0.02	(0.03)	3.24	455.27	68.97	7.60	11.18
	600644	乐山电力	39.34	0.65	(0.01)	0.03	2.01	51.41	26.01	6.01	4.65
	002088	鲁阳股份	42.67	0.71	0.08	0.11	3.80	29.33	24.90	5.23	7.00
	600590	泰豪科技	32.04	1.32	(0.53)	0.06	3.39	34.42	24.89	3.21	2.06
	002178	延华智能	9.27	0.60	(0.24)	0.02	3.50	79.82	54.01	3.32	4.82
	000055	方大 A	39.35	0.38	(0.01)	0.03	1.35	157.34	177.65	6.85	6.12
核电设备	证券代码	上市公司	总市值	每股营业收入	每股经营现金流	每股收益	每股净资产	PE (TTM)	PE	PB	PS
	600226	升华拜克	30.50	1.51	0.14	0.12	4.19	22.43	21.28	2.69	1.87
	002167	东方锆业	11.91	0.89	0.04	0.08	4.82	48.80	28.94	4.94	6.71
	600622	嘉宝集团	44.13	0.16	(0.09)	0.01	2.97	31.25	17.04	2.89	13.59
	600328	兰太实业	32.14	0.46	(0.09)	(0.01)	2.66	137.06	33.57	3.36	4.86
	000151	中成股份	23.97	0.35	(0.35)	0.02	3.02	52.80	13.10	2.68	5.86
	002130	沃尔核材	19.48	0.66	(0.02)	0.07	3.63	72.08	0.00	4.93	6.78
	002227	奥特迅	23.62	0.20	(0.10)	0.04	5.41	54.36	36.75	4.02	27.60
	000777	中核科技	34.23	0.69	(0.23)	0.01	2.79	94.49	64.44	6.09	6.19
	600848	自仪股份	38.25	0.69	(0.06)	0.01	0.39	462.80	0.00	24.42	3.47
	002255	海陆重工	24.84	1.67	(0.10)	0.11	4.69	32.49	23.99	4.78	3.36
	000027	深圳能源	227.30	0.81	0.34	0.08	5.24	23.92	16.13	1.97	3.19
	600292	九龙电力	24.42	1.64	0.36	0.04	2.32	(21.50)	107.51	3.14	1.11

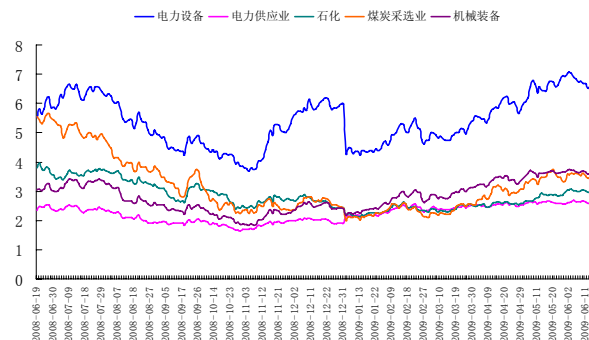
数据来源: Wind 资讯, 东北证券金融与产业研究所

6、投资方向: 中线价值投资与交易性机会两条主线并存

图表 20、行业市盈率 PE (TTM) 比较

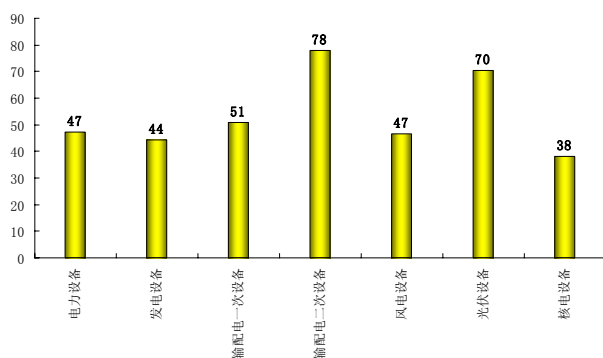


图表 21、能源类行业市净率 PB-Band

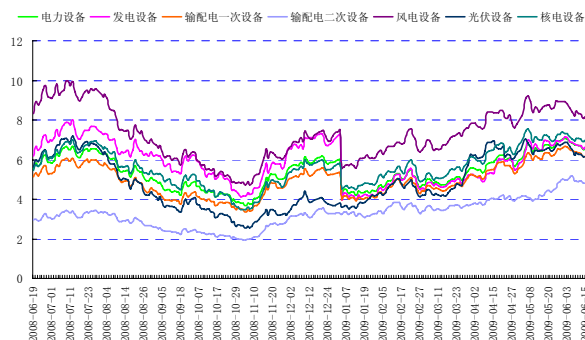


数据来源: 东北证券金融与产业研究所

图表 22、电力设备与新能源子板块市盈率 PE (TTM)



图表 23、电力设备与新能源子板块市净率 PB-Band



数据来源：东北证券金融与产业研究所

- 目前电力设备行业板块市盈率 (PE) 约 47 倍，在 A 股市场各行业板块市盈率中位处估值区间的上端，PB 亦高于其他能源类行业板块，一季度业绩低于预期和新能源预期向好双重因素充分反应为估值渐行渐高；因此，下半年电网投资能否按原有规划进行非常关键，若电网投资符合预期且金属资源品的通胀预期得以实现，则于电力设备企业而言，业绩回暖从而释放估值压力的概率较高。
- 在电力设备与新能源各子行业板块中，输配电二次设备与光伏设备两个板块当前 PE 达到 70 倍以上，主要受智能电网题材和光伏补贴政策刺激题材推动，泡沫化特征比较明显；风电设备板块作为唯一具备业绩支撑的新能源产业，备受市场追捧，二线风电厂商技术与规模化、长期装机容量调升以及政策面向好都推升板块估值快速上扬，但市场竞争激烈导致风电设备企业盈利水平较难突破预期；核电发展早已甚嚣尘上，业绩波动幅度大的特点注定市场追捧相对理性，估值水平处于行业下端。

图表 24、电力设备与新能源板块投资机会预判

一季度	二季度	三季度（预期）	四季度（预期）
➢ 财政、货币政策向好； ➢ 电网投资规划略低预期 ➢ 政策面强力推动新能源产业的战略性发展路线 ➢ 光伏补贴政策出台 ➢ 风电六大千万KW级基地规划出台 ➢ 一季度上市公司盈利水平明显低于预期，电力设备企业估值压力初现。 ➢ 新能源产业受政策预期推动，初期泡沫化特征反应在业绩与估值脱钩	➢ 国网南网前四次招标同比下降； ➢ 光伏BIPV补贴细则出台 ➢ 风电第六期特许权招标，二线厂商暂露头角； ➢ 核电建设稳中攀升； ➢ 智能电网三阶段规划草案向社会公布； ➢ 电力设备企业半年业绩预计同比略低，环比上扬 ➢ 主题性投资为主	➢ 宏观经济有望企稳 ➢ 电网招标频度与实物量向原有规划靠近； ➢ 区域性光伏BIPV试点工程出台，光伏板块交易性机会出现； ➢ 市场预期新能源产业规划择机出台； ➢ 电力设备板块中线投资机会出现。	➢ 三季报业绩或有明显改善； ➢ 智能电网规划细则及试点有望出台； ➢ 电力设备板块估值压力有望释放。 ➢ 新能源板块仍有交易性投资机会出现

资料来源：东北证券金融与产业研究所

结合图表 24，我们预判下半年电力设备与新能源板块投资机会的两条主线：

- 宏观经济向好与通胀因素推动电力设备板块下半年盈利水平回暖，估值压力得以释放后呈现中线价值投资机遇；看好一次设备板块（原材料价格敏感度高，通胀因素与盈利水平相关度高，业绩弹性较大）中的特变电工、平高电气、思源电气、宝胜股份、三变科技等个股；受清洁能源大力发展及电子信息业回暖预期影响，传统发电设备端的大型清洁发电设备（水电、煤气化循环硫化系统）和大功率电力电子设备板块的投资机会值得关注。
- 交易性投资机会众多：关注市场预期的新能源产业振兴规划、智能电网试点建设以及光伏建筑一体化申报工程等诸多因素，均会在核电、光伏、输配电二次设备（智能电表、数字化变电站）等领域产生众多交易性投资机会。另外，环境税开征预期和下半年联合国气候大会的碳排放交易定价机制的调整，可能会引发能源产业价值重估的重大机遇，我们将在后续报告中持续跟踪研究。

风险提示：

- 1)、行业盈利回暖预期仍将受制宏观基本面，仍应警惕系统风险。
- 2)、国家电网、南方电网自身盈利状况不佳，融资到位程度和上网电价调整等因素会对年内新增电网投资规模造成直接影响。
- 3)、通胀因素无法弥补企业产品跌价损失，有可能对企业盈利水平和成长性带来负面影响。

表格 26、电力设备与新能源行业上市公司相对估值比较与投资评级

证券代码	上市公司	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE				评级
					07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	
600875	东方电气	8.82	372.20	42.20	2.26	0.21	1.89	2.45	18.70	200.95	22.33	17.22	推荐
600089	特变电工	17.97	334.31	18.60	0.30	0.54	0.85	1.02	62.08	34.44	21.88	18.24	推荐
600550	天威保变	11.68	417.68	35.76	0.39	0.81	0.95	1.17	92.86	44.15	37.64	30.56	短期谨慎、长期推荐
600517	置信电气	6.19	106.17	17.16	0.29	0.51	0.80	1.15	59.87	33.65	21.45	14.92	推荐
600312	平高电气	6.13	84.85	13.83	0.29	0.34	0.48	0.65	48.19	40.68	28.81	21.28	短期谨慎、长期推荐
002028	思源电气	4.40	99.81	22.70	0.62	0.85	0.95	1.12	36.64	26.71	23.89	20.27	推荐
002112	三变科技	1.12	11.65	10.40	0.24	0.22	0.45	0.54	43.33	47.27	23.11	19.26	推荐
600406	国电南瑞	2.55	91.64	35.93	0.56	0.49	0.72	0.93	64.36	73.33	49.90	38.63	短期谨慎、长期推荐
002090	金智科技	1.02	20.28	19.88	0.48	0.48	0.61	0.67	41.76	41.15	32.67	29.57	谨慎推荐
600973	宝胜股份	1.56	26.99	17.30	0.87	0.03	0.97	1.42	19.89	576.67	17.84	12.18	推荐
002080	中材科技	1.50	42.98	28.65	0.50	0.62	1.20	1.51	57.30	46.21	23.88	18.97	推荐
002202	金风科技	14.00	417.48	29.82	0.45	0.59	0.84	0.97	66.27	50.54	35.50	30.74	短期谨慎、长期推荐
600290	华仪电气	2.74	47.24	17.24	0.31	0.30	0.66	1.05	55.61	57.47	26.12	16.42	推荐
600416	湘电股份	2.35	51.84	22.06	0.31	0.25	0.50	0.87	71.16	88.24	44.12	25.36	短期谨慎、长期推荐

数据来源：东北证券金融与产业研究所

三、重点上市公司

东方电气

- 一季度公司实际主营收入和归属于母公司的净利润 72.2 亿元和 3.2 亿元，同比增长 21.2% 和 -25%，好于符合市场预期。综合毛利率有所下滑，主要是地震后外协比例上升的影响。
- 风电业务在 09 年一季度取得 13.7 亿元的收入，同比增长达 166%，毛利率接近 14%，较 08 年营收利润率高了近 2.5 个百分点。预计 09 年 1.5MW 风机出货量达到 1200 台，销售确认接近 100 亿元，占营收比例近 1/3，有效提升了公司的估值基础。
- 08 年公司在核电领域签订了红沿河、宁德、方家山、福清和台山核电站常规岛设备合同，中标台山 2*1750MW 核电站汽轮机组，获海阳核电站 2 台 AP1000 稳压器订单；09-11 年核电设备计划实现 1 台、2 台和 4 台的目标，尽管利润增厚比例不大，但预计 2010 年后将成为公司盈利结构中的重要砝码。
- 目前公司在手订单 1200 亿元，新增订单超过 700 亿，其中国际合同 13 亿美元；新增合同中火电、核电、风电、水电、燃机比例分别为 45%、24%、15%、8% 和 8%；09 年公司产能将基本恢复至震前水平，预计综合毛利率水平将稳定上升。

- 投资评级：作为传统发电设备领导者，早期介入风电核电领域使得公司成为当前低碳产业大发展的直接受益者，无可撼动的行业地位与技术优势是长线投资公司的根本依据，预计 09-11 年公司每股收益 1.89 元、2.45 元和 2.82 元，估值水平有业绩支撑，当前动态 PE21.3X，维持推荐“评级”

宝胜股份

- 2008 年，公司实现主营业务收入和归属于母公司股东的净利润为 45.26 亿元、511 万元，同比增长为-15.29%和-96.23%，每股收益（稀释后）0.03 元，远低于市场预期。表面原因是“5700 万铜材料套保移仓损失计入当期损益表”和“南京华新诉讼案预计负债 1076.81 万元计入当期营业外支出”，实际均可归咎于 08 年下半年铜价快速下跌造成的运营层面上的突发事件性损失。
- 截止 2008 年 12 月 31 日，公司在手合同 16 亿（09 年确认执行合约 8 亿），开口合同与闭口合同比例为 15%：85%，即期合同与远期合同比例为 60%：40%；即期合同通常向铜材料供应商提交 10~15%的定价保证金，远期合同则以相应套保锁定（毛利率相对稳定）。我们认为在 09 年通缩经济环境背景下，公司套保铜期货保证金损失和存货跌价风险将明显释放。
- ITER 超导电缆采购合同额共计 10 亿元人民币，公司能否完成超导电缆的销售将主要取决于“中科院等离子所”采购进程，我们认为应谨慎对待超导电缆对公司 09 年业绩的贡献程度。
- 我们测算 2009-2011 年公司将实现每股收益 0.97 元、1.42 元和 1.65 元，当前 09 年动态 PE 为 16.86 倍，处于行业水平的底端，估值空间明显；09 年业绩回暖预期比较明确，尽管通缩环境下营收规模增速将受价格因素拖累，但公司盈利状况对实际缴纳所得税率和期间费用率极为敏感，未来三年公司净利润年复合增长率（CAGR）仍能达到 20%，在目前宏观经济背景下仍不失为成长性预期明朗的投资标的，给予“推荐”评级。
- 风险提示：1）、基建投资对电线电缆行业拉动效果的滞后因素；2）、关注外盘避险资金流向对铜价格波动的影响；3）其他风险。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209