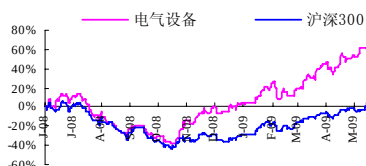


电气设备

维持评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电气设备	-3.2%	21.6%	48.2%
沪深 300	12.5%	25.7%	8.2%

重点公司	6m%	YTD%	评级
特变电工	17.0%	88.1%	增持
东方电气	47.4%	43.7%	增持
许继电气	47.1%	106.1%	增持

相关报告

《电气设备：政策助力促行业持续发展》
2009.5

《电气设备：高估值已反映行业景气》
2009.4

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。

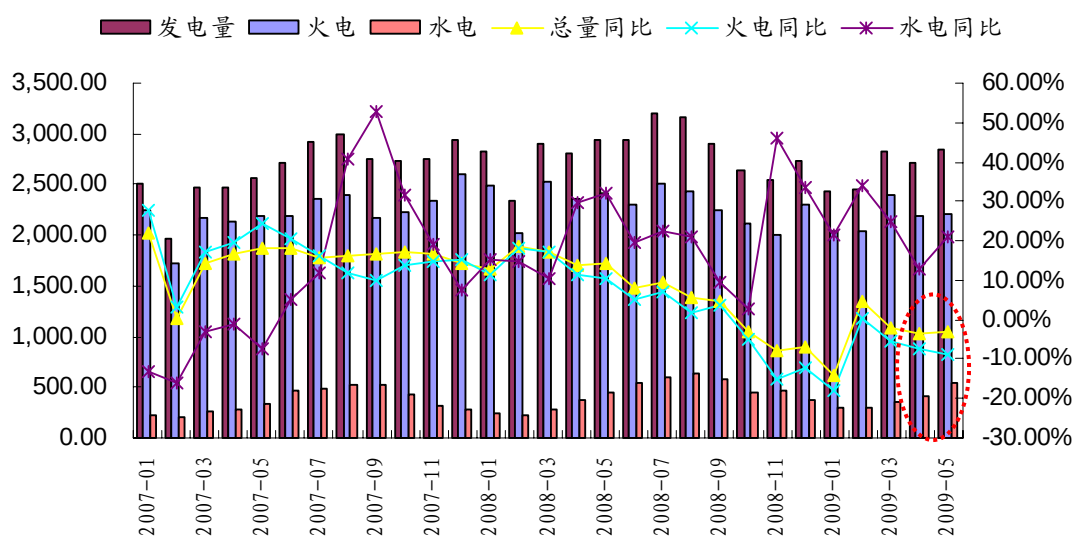
- **发电总量，发电设备产量今年持续双降。**1-5 月发电总量下滑 3.99%，发电设备产量 1-5 月产量 3835 万千瓦，同比下滑了 23.06%。
- **火电下降影响最为明显。**装机比重仍以火电为主，2008 年占比 76.1%。火电发电量占全部发电量 80.35%。从火电发电量和火电设备装机量的情况来看，负增长的趋势比较明显，随着电站投资的下降，未来火电设备制造仍旧有较大下滑压力。
- **水电建设持续增长。**在国家节能调度政策影响下，水电发电量维持两位数增速。根据中电联 2009 年报告预测，预计 09 年水电新增装机容量达到 2500 万 KW，09 年水电新增装机容量达到 2500 万 KW，同比增长 24.38%。
- **风电投资及装机仍保持较快增长，但竞争逐步加剧。**2008 年全国新增风电装机 614 万 kW，与 2007 年相比，年增长率 102%。风电整机产能的扩大缓解了近两年中国风电机组供不应求的局面，也预示风电整机制造业的白热化竞争即将来临。从产业竞争格局考虑，风电行业 5 年内会出现一次较大的洗牌，优质的龙头企业将通过规模及成本优势和下游用户良好的历史合作背景扩张自己的市场地位。
- **核电的发展进入了一个新的建设高潮期。**最近相关信息表明有可能将修订后的装机容量目标从 4000 万千瓦提高到 7000 万千瓦，目前我国在建核电机组 11 台，已核准 22 台，同意开展前期工作 10 台，总数超过 40 台。核电未来年均增速 19.29%，进入了一个核电高速发展的时期。
- **输变电行业景气，特高压建设为重点。**输变电投资在电网投资中占到 50%以上，20%的增长率是可以期待的。国家电网对特高压输电方面的投入超规划将给国内特高压设备制造商带来更大的发展机遇。主要参与上市公司包括特变电工、天威保变、许继电气、平高电气、国电南瑞等。
- 目前的估值处于一个相对高但仍较合理的位置，由于目前规划拟定了产业调整和振兴框架，实质性的细则未来将逐渐清楚，表明了国家对于装备制造业升级和新能源，电气节能环保设备的重点支持的决心和投资方向。我们判断电气设备仍将在可预见的将来保持高景气，我们维持整个电气设备行业为“强于大市”。个股推荐特变电工、许继电气、东方电气。

发电总量 发电设备产量今年持续双降

5 月份发电量为 2838.93 亿千瓦时，同比下降 3.23%，1-5 月累计发电 13328.36 亿千瓦时，下降 3.99%。其中火电发电量为 2201.15 亿千瓦时，1-5 月累计 10929 亿千瓦时，同比下降 8.86%和 8.32%。水电发电量 5 月为 538.15 亿千瓦时，1-5 月累计 1906 亿千瓦时，在国家节能调度政策影响下，水电发电量维持两位数增速，同比增长 21.08%和 19.31%。

下游主要用电行业增长并没有实质性的复苏，用电需求的增长自然维持低迷态势，我们预测总发电量自去年 10 月份以来的负增长也将持续下去。

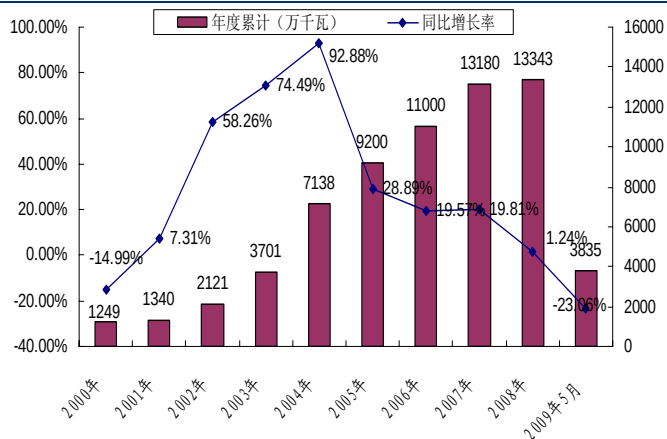
图1 月度火电和发电总量继续低迷 水电量保持增涨



数据来源：国家统计局 wind

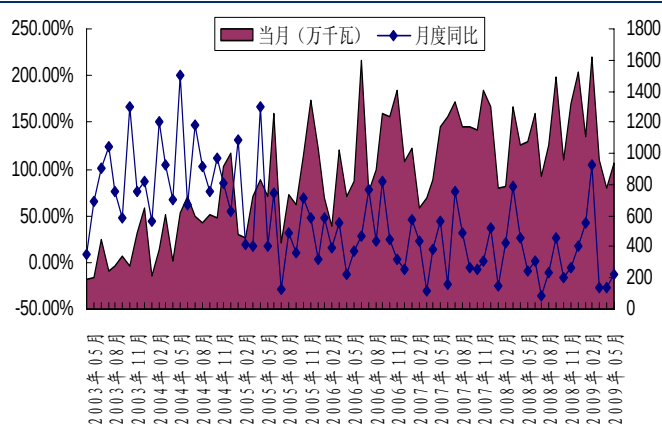
发电设备产量下滑更加显著。2008 年发电设备产量为 13343 万千瓦，同比微增长 1.24%，而今年 1-5 月总体产量 3835 万千瓦，下滑了 23.06%。

图 2 发电设备产量年度比较



数据来源：国家统计局 wind

图 3 发电设备产量月度比较



发电设备平均利用小时数下降明显。发电设备的平均利用小时增速

自今年年初以来出现来两位数的下降，5 月份同比下降为 12.68%，发电设备的装机容量自 2008 年 10 月份以来 6 个月持续负增长，6000kw 以上发电设备月度新增容量，4 月份同比下降 20.72%。

图 4 发电设备平均利用小时增长比较

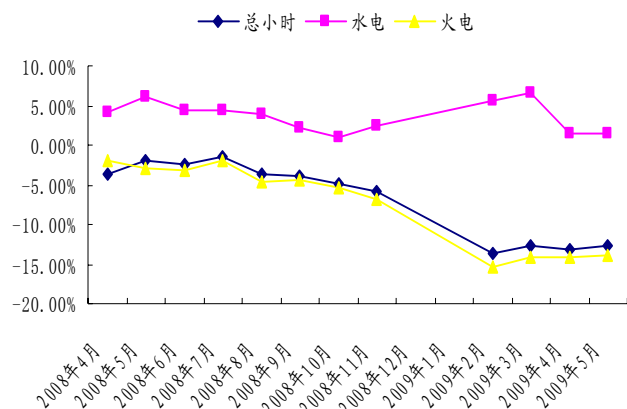
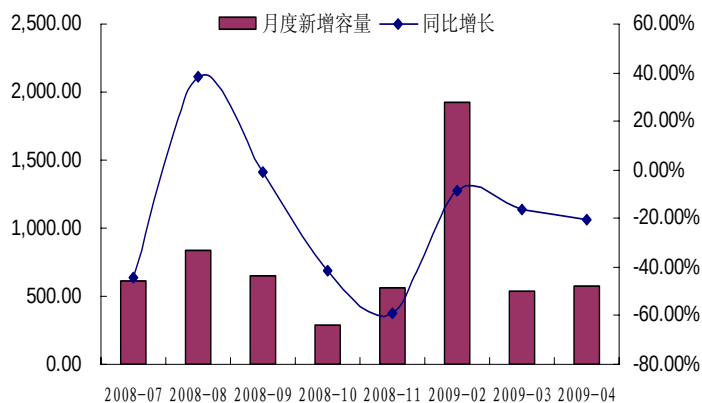


图 5 发电设备装机容量月度增长比较



数据来源：中电联 wind

火力发电下降影响最为明显

火力发电是我国发电主要方式。2008 年我国总发电量为 34668.8 万千瓦，火电发电量为 27857 万千瓦，水电为 5276 万千瓦。火电和水电发电占比分别为 80.35% 和 15.22%。尽管火电占比近几年有所下降，水电和其他类型新能源发电量有所增长，但实际上火电发电量仍是我国发电类型中最重要的部分。

图 6 2001-2008 各类发电量占比

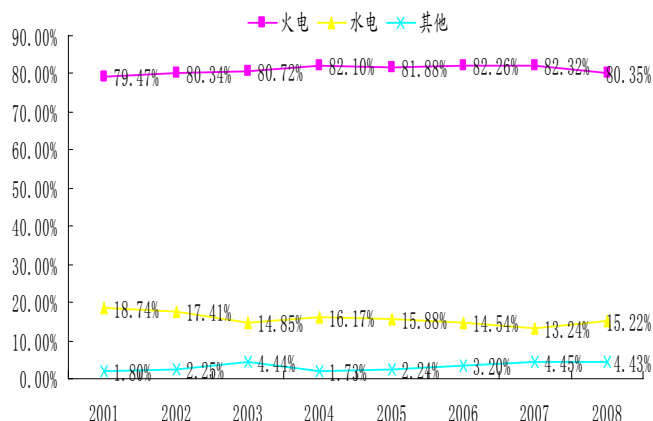
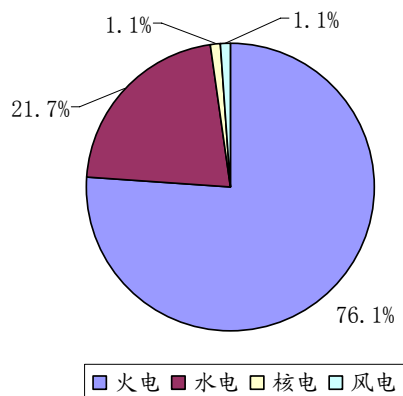


图 7 电力装机容量 (2008 年)



数据来源：国家统计局 wind

资料来源：中电联

我国的装机比重仍以火电为主，2008 年占比 76.1%。从火电发电量和火电设备装机量的情况来看，下滑的速度明显，未来火电设备制造仍旧有较大下滑压力。

图8 火电发电量

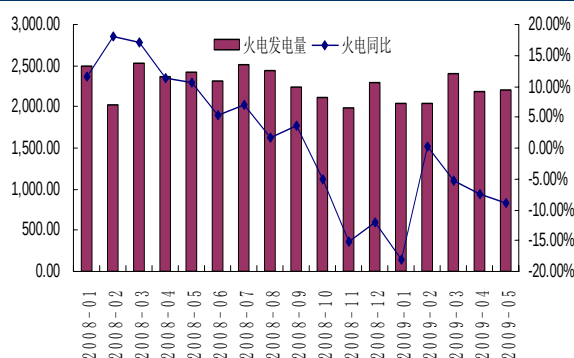
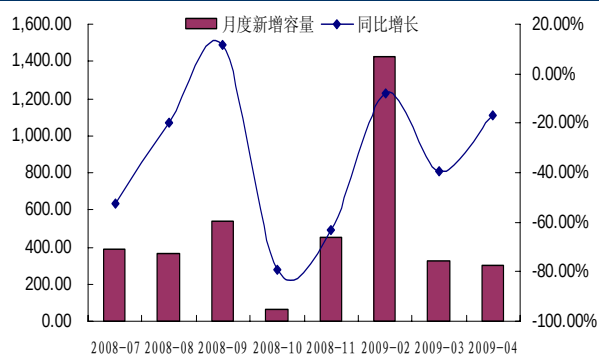


图9 火电月度新增容量

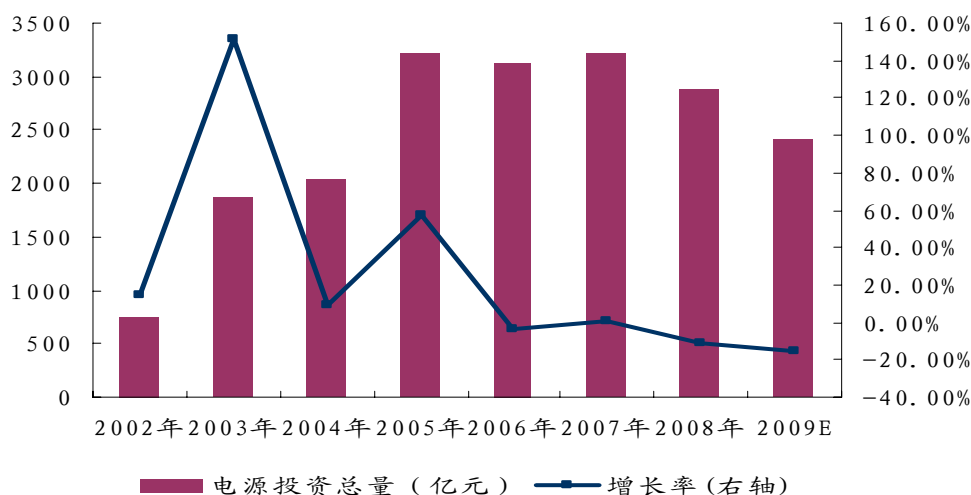


数据来源：国家统计局 wind

总体上判断，由于发电量的下降及发电设备利用小时数下降的影响，造成了发电企业不愿在这个时点进行大规模火电设备更新及投资，因此，发电设备装机量和产量均双双出现大幅下降的局面。

此外，我国电力建设的高峰在 2005-2007 年间，电源投资在 3000 亿元以上。而预计今年电源投资 2400 亿，继续下降 15.94%，后续火电新增装机继续下滑。

图10 电源投资



资料来源：国海证券研究所

水电建设持续增长

2008年国内水电新增装机达到2010万KW，创历年新高，总装机容量17152 万KW，分别同比增长20.43%和15.68%，稳居世界第一位。水电能源开发利用率也从改革开放前的可开发量不足10%提高到27%。去年底，三峡工程26台70万发电机组全部投产，总装机容量达到1820万千瓦，标志着中国水电建设步入了一个新黄金时期，具备大中型水电设备制造能力的企业将迎来一个新的发展机遇期。

图 11 水电发电量月度

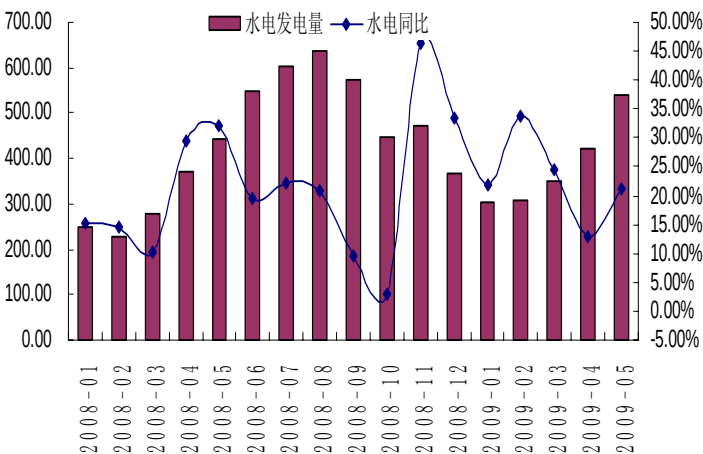
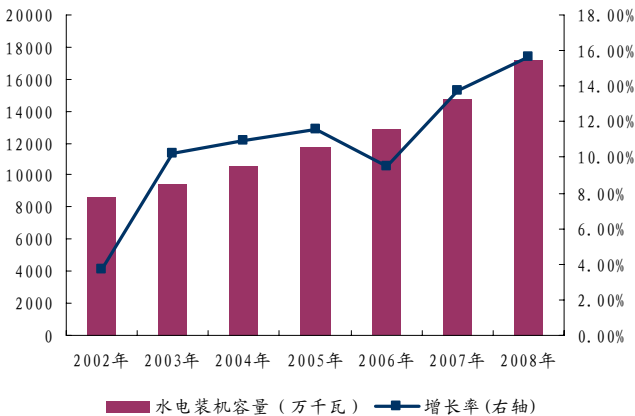


图 12 水电装机容量



数据来源：中电联 wind

按照常规的水电发展规划，到2010年常规水电装机容量达到19400万kw，占电力总装机容量的26.0%，开发程度达35%，其中大中型常规水电1.2亿kw，小水电5000万kw，抽水蓄能电站2000万kw。到2015年常规水电装机容量达到27100万kw，占电力总装机容量的28.6%，开发程度达50%；到2020年常规水电装机容量达到32800万kw，其中大中型水电2.25亿kw。占电力总装机容量的28.6%，开发程度达60%。根据国家能源局提供的数据，水电的发展重点为开发金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江和怒江流域，同时因地制宜开发小水电。

目前，三峡电站5台机组（350万千瓦）、广西龙滩水电站（一期）4台机组（280万千瓦）和云南景洪水电站（一期）3台机组（105万千瓦）等一批大中型水电机组集中投产，使得水电新增装机规模再创历史新高。

截止到08年年底，三峡电站26台机组（总容量1820万千瓦）、广西龙滩水电站（一期）7台机组（总容量420万千瓦）均已全部投产；四川锦屏二级、向家坝及云南小湾等水电站相继实现大江截流。根据中电联2009年全国电力供需与经济运行形势分析报告预测，全国基建新增发电设备容量8000万千瓦左右，总装机容量将达到8.6亿KW，09年水电新增装机容量达到2500万KW，同比增长24.38%。

表1 常规水电发展规划装机容量表（单位：万kw）

年度	2000年	2005年	2010年	2015年	2020年
常规水电总装机	7382	11430	19400	27100	32800
其中：新增		4048	7970	7700	5700
大中型总装机	4532	7636	14400	20850	25300
其中：新增		3104	6764	6450	4450
小型总装机	2850	3794	5000	6250	7500
其中：新增		944	1206	1250	1250

资料来源：中国水电工程顾问集团

图13 十三大水电基地分布图

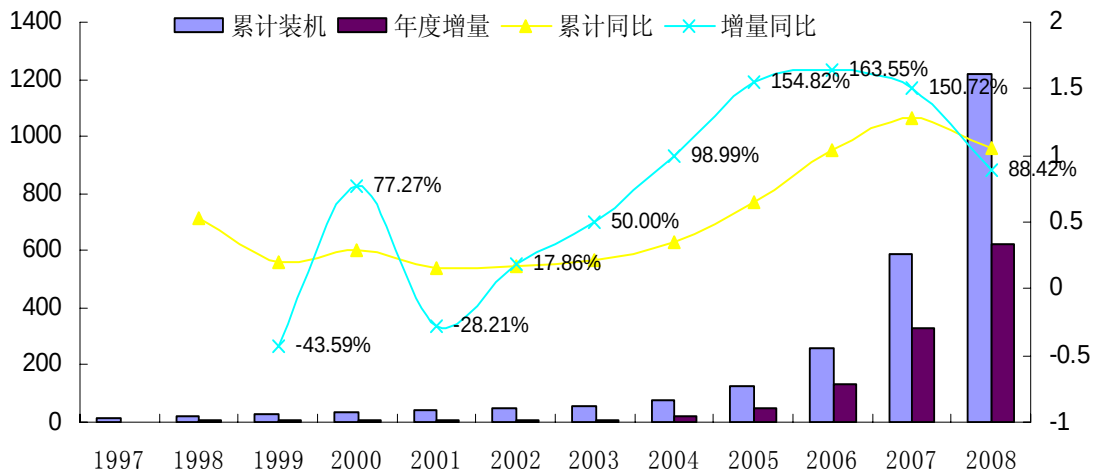


资料来源：中国水电工程顾问集团

风电投资及装机仍保持较快增长，但竞争逐步加剧

我国风电建设快速发展，近 3 年装机容量累计年均增长率达到 100% 以上。2008 年全国当年新增风电装机 614 万 kW，与 2007 年相比，年增长率 102%。到 2008 年底，全国(不含港、澳、台)已累计建成 239 个风电场，安装风电机组 11638 台，总装机容量达到 1217 万 kW，其中已并网发电的风电机组容量为 939 万 kW。2008 年，中国新增风电装机容量居世界第二，总风能发电能力达 1,220 万千瓦，风电装机居世界第四位。

图 14 1997 年-2008 年中国风电累计和新增装机及增长率 (单位: 千瓦)



资料来源：国海证券研究所整理

根据国家能源局的对风电发展最新规划，2020 年全国风电总装机容量达到 3000 万千瓦，调整到 1-1.5 亿千瓦，3000 万千瓦有望 2011 年实现，则未来 10 年复合平均增长为 19.58%，增长速度有所下降。

我国目前有 70 多家风电整机制造商，在经历了前期的技术研发和生产能力建设之后，越来越多的企业开始具备批量供货能力。随着进入的厂商增多，市场竞争也趋于激烈，从 2006 年至 2008 年的风电厂商新增装机量排名来看，市场总份额整体处于下降的态势，前 10 家厂商从 99.8% 下滑到 2008 年的 89.3%。

表 2 2006~2008 年风电厂家装机量排名

2006				2007			2008		
排名	厂家名称	装机 MW	占比 (%)	排名	厂家名称	装机 MW	占比 (%)	排名	厂家名称
1	金风	445	33.4	1	金风	830	25.1	1	华锐
2	Vestas	312	23.4	2	华锐	680	20.6	2	金风
3	Gamesa	213	15.9	3	Gamesa	560	17	3	东汽
4	GE Wind	170	12.7	4	Vestas	369	11.2	4	Vestas
5	华锐	75	5.6	5	东汽	222	6.7	5	Gamesa
6	航天安迅能	50	3.7	6	GE Wind	213	6.4	6	运达
7	Nordex	27	2.1	7	Suzlon	206	6.2	7	上海电气
8	运达	20	1.5	8	运达	65	2	8	明阳
9	Suzlon	13	0.9	9	Nordex	56	1.7	9	航天安迅能
10	东汽	9	0.7	10	航天安迅能	51	1.5	10	GE Wind
11	其它	2	0.2	11	其它	24	1.6	11	其它
	合计	1334			合计	3,275			合计
									6,246

资料来源：国海证券研究所整理

市场的竞争必然导致产品升级换代或产品价格的降低。在 5 月的内蒙及河北的风电招标项目中，已经有 20 多家风电整机厂商参与了投标，而且中标企业数量较去年酒泉的风电场招标有所增加。而在这次招标中，金风科技中标价格但标价较去年下降了 15%。一方面，是由于原材料成本的价格下降，另一方面是厂商对于市场占有率争夺的策略考量。此外，根据规划 2011 年后年装机量在 750-1150 万千瓦之间，而现在前 3 强金风、华锐、东汽的产能就将达到 700 万千瓦，风电整机产能的扩大缓解了近两年中国风电机组供不应求的局面，也预示风电整机制造业的白热化竞争即将来临，未来的价格竞争和毛利率的下降将不可避免。从产业竞争格局考虑，风电行业 5 年内会出现一次较大的洗牌，优质的龙头企业将通过规模及成本优势和下游用户良好的历史合作背景扩张自己的市场地位。我们对行业和相关龙头公司报持“谨慎乐观”。

表3 国内主要风电厂商产能预测

上市公司	机型	2008E	2009E	2010E	MW
华锐风电	1.5MW	1000 台	2000 台	2500 台	2700
东方电气	1.5MW	800 台	1750 台	2000 台	2250
	2.5MW		200 台	500 台	625
	1.65MW			500 台	165
金风科技	750KW	1250 台	1000 台	600 台	450
	1.5MW	1000 台	1700 台	2000 台	2325
华仪电气	780KW	350 台	400 台	400 台	249.6
	1.5MW	50 台	200 台	400 台	375
上海电气	2MW	200 台	600 台	800 台	1000
湘电股份	2MW	160 台	300 台	500 台	700
保定惠德	1MW	300 台	400 台	600 台	450
浙江运达	1.5MW	100 台	150 台	200 台	225
长征电气	2.5MW		80 台	150 台	275
总计					11789.6

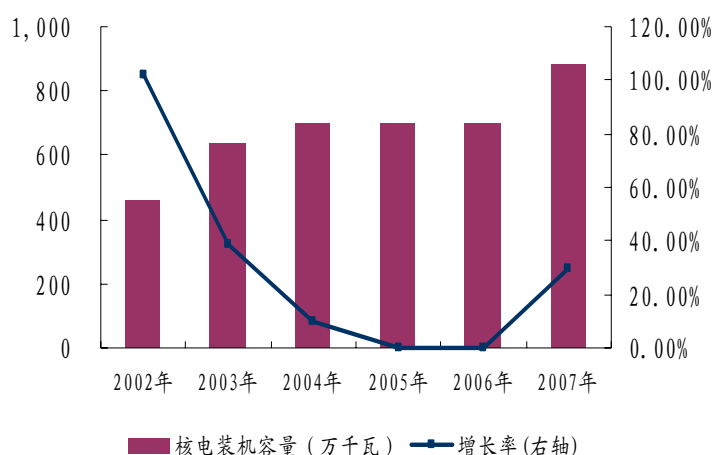
资料来源：联合证券 国海证券研究所整理

核电的发展进入了一个新的建设高潮期

国家的新能源规划和我国的核电中长期发展规划已经明确表示：到2020年核电运行装机容量争取达到4000万千瓦，在建1800万千瓦，最近相关信息表明有可能将修订后的装机容量目标提高到7000万千瓦，另外未来三年内中国将开建8个核电站，16台核电机组，装机容量在1000万千瓦以上，未来10年平均增长在19.29%，由此可见我国已经进入了一个核电高速发展的时期。目前我国在建核电机组11台，已核准22台，同意开展前期工作10台，总数超过40台。由于核电1万千瓦的装机量需投资1-1.2亿元。未来6000万千瓦的装机量将使投资额达到6000亿-7200亿元。按照50%左右的设备投资，即3000亿-3600亿元之间。而按照国产设备化率达到75%来计算，则中国核电设备制造商在未来11年获得2250亿-2700亿元左右的订单。

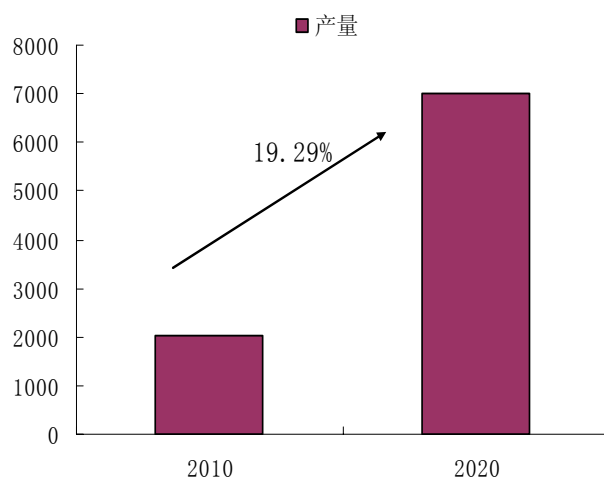
核电的建设将带动一大批相关产业的发展，其中更多的设备提供商将从中收益。目前国内总承包商主要是中核集团公司和中广核集团公司，核设备供应商主要是三大电气集团东方电气，上海电气和哈电。不过核电项目建设周期较长，从开工到建成发电至少需要五年，短期内设备商(比如东方电气)业绩增长并不明显，明确的业绩贡献可能要到2011年。

图 15 核电历年装机容量



资料来源：国海证券研究所

图 16 2010~2020 年预测装机容量增速



资料来源：国海证券研究所

表 4 我国在运行的核电站

序号	机组名称	容量 (万千瓦)	投运时间
1	秦山一期#1	30	1991.4
2	秦山二期#1	65	2002.4
3	秦山二期#2	65	2004.3
4	秦山三期#1	70	2002.12
5	秦山三期#2	70	2003.11
6	大亚湾#1	98.4	1994.2
7	大亚湾#2	98.4	1994.5
8	岭澳#1	99	2002.5
9	岭澳#2	99	2003.1
10	田湾#1	106	2007.5
11	田湾#2	106	2007.8
总计		906.8	

资料来源：国海证券研究所整理

表 5 我国在建的核电站

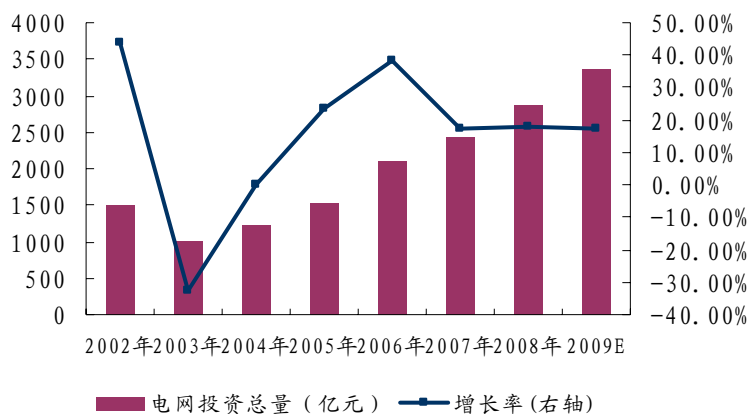
序号	机组名称	容量 (万千瓦)	预计投运时间
1	岭澳二期	200	2010-2011
2	红沿河一期	100	2012
3	宁德核电站一期#1#2	200	2013
4	福清核电站一期#1#2	200	2014
5	阳江核电站一期	600	2017
6	三门核电站 1 期#1	125	2014
7	秦山核电厂一期扩建	220	2013
8	石岛湾核电站 1 期	100	2013
9	海阳核电站 1 期	200	2014
10	台山核电站一期	350	2013-2014
总计		2295	

资料来源：国海证券研究所整理

输变电行业景气 特高压建设为重点

在今天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17.18%，整个输变电建设仍保持较快增长。电网投资加大，高压开关、变压器等相关电力设备生产商将直接受益，输变电投资在电网投资中占到50%以上，20%的增长率是可以期待的。

图 17 电网投资



资料来源：国海证券研究所

特高压电网建设将是我国电网建设的长期发展方向。这是由我国的地域特点决定的，我国幅员辽阔，东西4000公里以上，南北2000公里以上，能源分布与终端用电需求地相差很远。由于地区电源结构不同，发电能力不同，造成电力负荷差别巨大。大型煤电基地、核电基地、风电基地和水电基地的建设都需要与之相匹配的电力送出工程，因此国家电网公司无论从电力输送能力还是自身需要都将优先发展特高压。近几年来，投入电网的资金主要用于全国特高压、超高压电网以及跨区送电工程建设。按照按照规划，到2020年国家电网公司对特高压交流和直流的投资将达到4060亿元，2012年之前特高压交流将形成两纵两横的格局。

在输变电建设中，落实“一特四大”（特高压电网、大煤电基地、大水电基地、大核电基地、大型可再生能源基地）的电力发展战略，优先发展特高压输配电送出工程是重点工程。中国首个特高压交流试验示范工程晋东南-南阳-荆门工程历经两年多建设，于2009年1月6日正式建成投运，总体实现国产化率为90%以上。目前运行良好，标志着中国成功掌握远距离、大容量、低损耗的特高压输电核心技术。

表 6 特高压电网建设主要项目

		电压等级	投产时间	总投资 (亿元)
高岭背靠背	直流	500	2008	22
中俄背靠背 I 期	直流	500	2008	11
晋东南-荆门 (单回) 654km	交流	1000	2008	56
云南-广东	直流	800	2009	150
灵宝扩建背靠背	直流	500	2009	70
呼伦贝尔-沈阳	直流	500	2009	70
俄罗斯-辽宁	直流	500	2010	70
宝鸡-德阳	直流	500	2010	70
溪洛渡, 向家坝-上海 4770km	直流	800	2011	180
宁东-山东	直流	660	2010	104
葛洲坝-上海扩建	直流	500	2010	70
晋东南-荆门 II 回 1140km	交流	1000	2009	100
淮南-芜湖-浙北-上海 2*657km	交流	1000	2009	150
宁夏-天津	直流	500	2010	70
云南昭通-广东惠东 1200km	交流	1000	2010	80
山东-华东背靠背	直流	500	2011	70
山西-山东	直流	500	2011	70
锦屏-华东 2300km	直流	800	2012	180
晋东南-北京和晋东南-陕北 1170km	交流	1000		
合计				1593

资料来源: 国海证券研究所整理

未来中国电网投资会向特高压及直流输电工程和 500kv/750kv 交流主干电网倾斜。2008 年国家电网公司 1 号文件关于转变电网发展方式、加快电网建设的意见: 到 2020 年, 国家电网将建成特高压交流变电站 53 座, 变电容量 3.36 亿 KVA, 线路长度 4.45 万公里; 建成直流输电工程 38 项, 输电容量 1.91 亿 KVA, 线路长度 5.23 万公里。我们认为在示范工程顺利投运之后, 加快推进特高压建设将是国网工作的重点所在。

国家电网对特高压输电方面的投入超规划将给国内特高压设备制造商带来更大的发展机遇。我国特高压技术主要集中在几大龙头企业手中, 主要产品包括变压器、换流阀、开关、控制保护等等, 主要参与上市公司包括特变电工、天威保变、许继电气、平高电气、国电南瑞等。

表 7 相关受益重点上市公司

公司名称	主要产品	竞争地位
特变电工	变压器	世界最高电压等级的 1000kV 变压器、±800kV 特高压直流换流电抗器
天威保变	变压器	大型、超大型变压器项目上的技术优势，在 1000kV 特高压变压器竞争实力强劲
许继电气	控制保护，配网自动化	直流±800kV 及交流 1000kV 特高压输变电，继电保护领域竞争力非常强
平高电气	高压开关 GIS, 断路器	72.5~550kV 电压等级的 (GIS); 罐式断路器 (T—GCB) 及复合电器 (H—GIS)，在生产工艺水平、技术和管理水平上均达世界先进水平，在 500kV 等级中特高压开关生产能力企业只有 3-4 家
国电南瑞	电网调度自动化，数字化变电站自动化	自动化领域行业龙头地位以及国网控股公司地位

资料来源：国海证券研究所整理

从国网的中标情况中，几大主要厂商仍牢牢占据相当大市场份额，寡头垄断的格局继续保持。

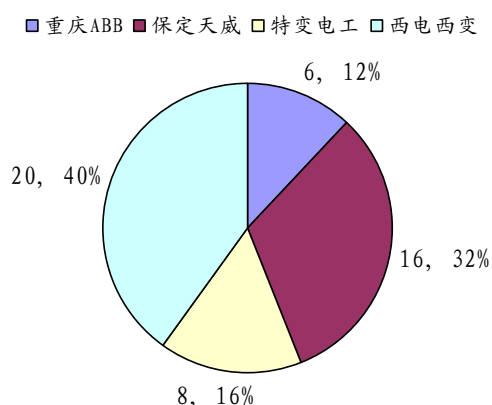
在 5 月 21 号国家电网公司集中规模招标采购 2009 年第三批项目主设备/材料招标中标人名单里，变压器和电抗器 500kV/750kV 高压等级，重庆 ABB、保定天威、特变电工及西电西变 4 家来瓜分订单。而 220kV 及以下级别中，中标厂商较多。从行业格局来看，高等级的变压器仍由几个龙头企业保持。

表 8 2009 年国网第三批变压器电抗器中标情况

	变压器				电抗器				
	500KV	330KV	220KV	750KV	500KV	330KV	110KV	66KV	35KV
重庆 ABB	6								
保定天威	3		6	13			4		
特变电工	2		17	6			2		
西电西变	1	4		19	18	3	10	2	
常州西电			10						
合肥 ABB			10						
三变科技			1						
山东泰开			2						
山东电力设备厂			5						
江苏华鹏变压器			4						
山东达驰电气			1						
哈变哈尔滨变压器厂			4						
北京电力设备厂								39	30
顺特电气									18

资料来源：国家电网 国海证券研究所

图 18 变压器 750kv 及 500kv 中标份额



资料来源：国家电网 国海证券研究所

从组合电器，断路器等设备中标情况看，在 550kv 级别中，西安西开，山东鲁能恩冀帕瓦，和东北沈电各中标一台。而断路器中，平高电气在 550kv 和 800kv 等级分别中标 10 台，9 台，独占鳌头。在 363kv 和 252kv 等级中也有所斩获。总体来看，平高电气仍在断路器高压开关领域保持了强大竞争地位。

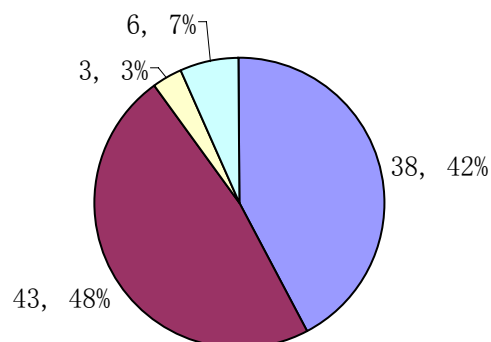
表 9 2009 年国网第三批组合电器和断路器中标情况

	组合电器 (GIS)				瓷柱式断路器			罐式断路器		
	550kv	363kv	252KV	126KV	550kv	363kv	252kv	800kv	550kv	252kv
西安西开高压电气	1	1	2	1				1		
山东鲁能恩冀帕瓦电机	1									
新东北电气沈电高压开关	1	2	2							9
现代重工			1							
山东泰开高压开关			5				8			
平高电气			7		10	19	9	9		
北京北开电气			1							
上海中发依帕超高压			1							
北京 ABB					2	39	93		2	
西门子杭州					3					1
苏州阿海珐高压						6	44			
西电电气股份										11

资料来源：国家电网 国海证券研究所

图 19 断路器 363kv 以上级别中标份额

■ 平高电气 ■ 北京ABB ■ 西门子杭州 ■ 苏州阿海珐高压



资料来源：国家电网 国海证券研究所

而在隔离开关中，平高电气，阿海珐，长高高压等厂商在 550kv 和 363kv 级别中优势明显，平高电气仍占据 41% 的市场份额，而 252kv 则竞争激烈，中标的厂商较多。

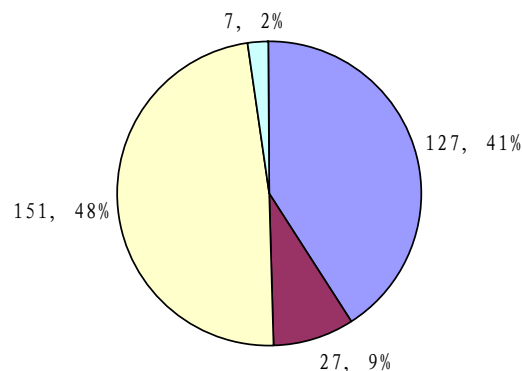
表 10 2009 年国网第三批隔离开关中标情况

	隔离开关							
	550kv		363kv		252kv		800kv	
	接地	隔离	接地	隔离	接地	隔离	接地	隔离
平高电气	16	15	24	72				
阿海珐输配电	14	11				10		2
湖南长高高压	20	25	17	56	8	49		33
西门子杭州	3	4				12		
西电电气						109		
山东泰开						53		
江苏如高高压					9	192		
新东北电气沈阳					2	119		

资料来源：国家电网 国海证券研究所

图 20 隔离开关 363kv, 550kv, 800kv 中标份额

■ 平高电气 ■ 阿海珐输配电 ■ 湖南长高高压 ■ 西门子杭州



资料来源：国家电网 国海证券研究所

二次设备招标情况来看，许继电气仍中标获益最大，在二次设备保护上仍保持较高的市场占有率，三块保护仍处于行业领先，第一梯队的位置。

表 11 国网二次设备保护第二次中标情况

	线路保护		母线保护		变压器保护	
许继电气股份有限公司	29.41%	No. 2	29.06%	No. 2	28.57%	No. 2
南京南瑞继保工程技术有限公司	24.67%	No. 3	16.26%	No. 3	9.65%	No. 5
深圳南瑞科技有限公司	3.98%	No. 4	36.70%	No. 1	9.85%	No. 4
国电南京自动化股份有限公司	3.04%	No. 5	8.87%	No. 5	34.17%	No. 1
北京四方继保工程技术有限公司	38.90%	No. 1	9.11%	No. 4	17.76%	No. 3

资料来源：国家电网 国海证券研究所整理

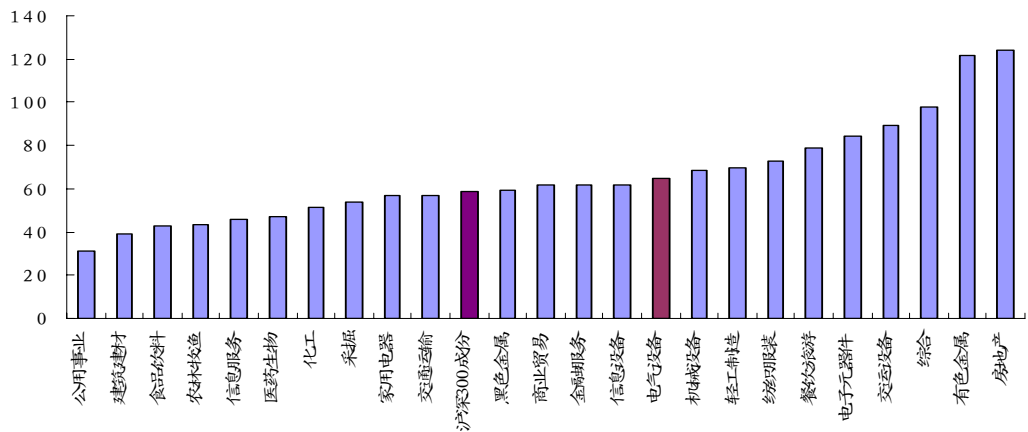
总体上看，特变电工、天威保变、平高电气、许继电气在本次招标中成绩突出。我们认为随着先进入优势及较强的技术实力，以及在历次招标的优秀表现，上述公司仍会在所属领域中继续保持强劲的竞争实力，对以上公司的前景和行业地位较为满意。

估值及投资评级

如我们上述分析，对于行业整体判断，我们认为输变电一、二次设备，水电设备景气度仍将保持景气，风电投资及装机仍保持较快增长，但竞争逐步加剧，未来会出现一定洗牌，核电的发展将继续稳健的发展，火电设备在中短期内仍面临需求下降的局面。

在今年上半年行情中，按电气设备成分板块按总市值加权平均计算整体涨幅64.95%，沪深300成分涨58.44%，处于中性偏强。从估值的角度来看，电气设备P/E, P/B分别为49.96, 6.63倍，沪深300指数为23.47, 3.09倍，历史平均水平的P/E, P/B的37.4, 5.55倍，目前的估值处于一个相对高但仍较合理的位置，由于目前规划拟定了产业调整和振兴框架，实质性的细则未来将逐渐清楚，表明了国家对于装备制造业升级和新能源，电气节能环保设备的重点支持的决心和投资方向。我们判断电气设备仍将在可预见的将来保持高景气，我们维持整个电气设备行业为“强于大市”。

图 21 成分区间涨跌幅（总市值加权平均）（2009.1.1 至 6.22）（%）



资料来源：wind

图 22 电气设备行业历史 PE(TTM)（剔除负值）

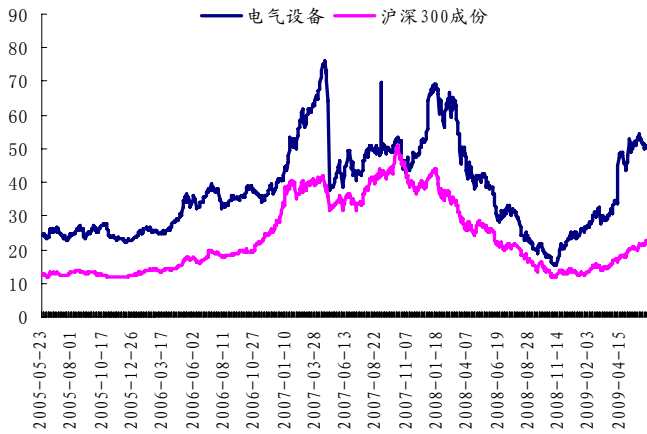
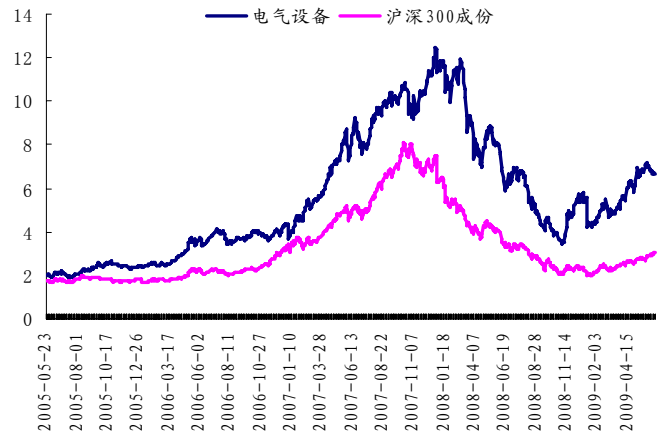


图 23 电气设备历史 PB（剔除负值）



资料来源：wind 国海证券研究所

表 12 行业重点公司盈利预测和估值

证券代码	证券简称	收盘价		EPS			BPS	P/E			P/B
		09-06-22	2008A	2009E	2010E			2008A	2009E	2010E	
000400.SZ	许继电气	18.28	0.10	0.50	0.52	5.65	180.99	36.56	35.15	3.23	
002028.SZ	思源电气	21.9	1.26	0.92	1.16	5.40	17.37	23.77	18.92	4.06	
002121.SZ	科陆电子	15.24	0.46	0.52	0.76	1.77	32.91	29.46	19.95	8.63	
002123.SZ	荣信股份	29.52	1.02	0.92	1.26	3.19	29.02	32.14	23.36	9.25	
002169.SZ	智光电气	14.06	0.33	0.34	0.44	1.89	42.84	41.55	31.75	7.44	
002202.SZ	金风科技	28.72	0.91	0.96	1.24	2.80	31.41	30.07	23.19	10.24	
002218.SZ	拓日新能	28.41	0.38	0.37	0.51	2.38	74.68	77.64	55.53	11.92	
002227.SZ	奥特迅	20.62	0.44	0.59	0.77	5.41	47.06	34.84	26.79	3.81	
002255.SZ	海陆重工	25.59	0.67	0.93	1.20	4.69	37.94	27.44	21.40	5.45	
002266.SZ	浙富股份	27.49	0.84	1.12	1.43	5.67	32.77	24.58	19.24	4.85	
600089.SH	特变电工	18.27	0.80	0.77	0.99	3.11	22.74	23.73	18.45	5.87	
600268.SH	国电南自	16.8	0.43	0.54	0.65	4.60	39.30	31.18	25.67	3.65	
600312.SH	平高电气	13.49	0.41	0.46	0.62	2.42	33.26	29.13	21.89	5.58	
600406.SH	国电南瑞	35.33	0.49	0.70	0.86	3.87	71.91	50.14	41.16	9.12	

600416.SH	湘电股份	21.01	0.25	0.52	0.85	5.12	83.97	40.51	24.86	4.10
600517.SH	置信电气	16.68	0.51	0.57	0.75	1.61	32.53	29.34	22.22	10.38
600550.SH	天威保变	33.86	0.81	1.02	1.32	3.39	41.93	33.27	25.65	10.00
600875.SH	东方电气	39.45	0.20	1.96	2.49	2.90	197.74	20.13	15.84	13.59
601727.SH	上海电气	10.43	0.21	0.21	0.23	1.69	49.76	48.62	44.67	6.15
平均							57.90	34.95	27.14	7.23

资料来源: wind 国海证券研究所

重点关注公司简评

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。

6 月 3 号公司 10 送 2 转 3 派 1, 公司 2008、2009 年 EPS 分别摊薄至 0.77 和 0.99 元, 按 30 倍 P/E 估值, 目标价为 23.1 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。目前公司停牌，集团装入资产的方案正在重新评估，我们按最新的停牌前的 20 日交易收盘价计算增发价格在 14.69 元，较原来的 16.42 元有所降低，我们按原来的资产 12.10 亿估计，预计将增发 8236.9 万股，较原先方案 7369 万股多 900 万股，总股份达到 4.606 亿股。我们对公司摊薄后 09、10 年的每股收益预测为 0.73、0.82 元，之前我们估值目标价在 18 元，目前已达到目标价位。由于输变电行业正处于高度景气，我们按照装入资产后的 2009 年每股收益给予 30 倍的市盈率，目标价 21.9 元，仍然给予“增持”评级，并继续保持跟踪公司的未来动向。

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 1.96 和 2.49 元，我们给予“增持”评级。

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。