

电气设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

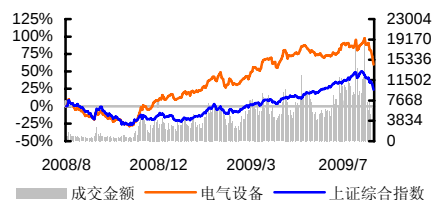
评级调整: 无

行业基本资料

上市公司家数	49
总市值 (亿元)	3053
占 A 股比例 (%)	0.66%
平均市盈率 (倍)	73.08

行业表现

(%)	1M	3M	6M
电气设备	-15.86	-7.51	16.46
上证综合指数	-10.00	8.52	23.76



相关报告

电气设备行业

看好

国网主设备第六次招标启动，虽依然下滑但出现企稳迹象

投资要点:

■ 国网第六次主设备招标除 550kV 等级 GIS 外，其他产品虽仍有下降但开始趋稳。国网第六次招标由于启动了西北电网几个 750kV 变电站的招标，因此变压器同招标容量较 08 年第六次数据(没有 750kV 招标)上升了 20%。而可比的 220kV-500kV 来看，全部产品除 550kV GIS 外，其他产品招标量依然下降，但下降趋势已经不明显。设备商普遍认为用电量下滑导致变电站建设需求的紧迫性减缓，从上半年订单普遍出现延迟交货现象就可以证明。不过随着用电量的回升，大部分设备商对于下半年的情况都比较乐观，认为招标数据可能还会提升。此次第六次招标数据的企稳就是体现。

220-500kV 产品交货期在 2010 年的订单明显减少，后续行业订单增长应该体现在特高压。目前招标数据除 550kV GIS 外，计划在 2010 年交货的数量总体比上年同期大幅下滑。我们认为今年上半年应该交货的订单大部分推迟在下半年交货，很有可能出现下半年交货订单部分顺延至 2010 年完成，造成 2010 年原计划建设的变电站推迟，招标量下滑。新增 2010 年订单情况不太乐观。但是考虑到 2009 年上半年整个行业延迟交货造成业绩基数较低，而且依然有 2009 年的延迟订单在 2010 年交货，行业明年的增长压力并不大。我们认为后续行业订单的增长主要体现在年内几条特高压线路的招标，可能会对 500kV 以下等级的招标下降有所弥补。

龙头公司依靠市场份额的上升缓解招标数量下滑的压力，依然增长。

■ 二次设备前三次统一招标：竞争格局依然稳定。从招标数量来看，09 年与 08 年不具可比性，所以我们不进行比较。我们仅比较中标厂商的市场份额，国网对于参与招投标人的资质有所限制。从招投标的参与厂商来看，基本上还是集中在原有行业优势企业(南瑞集团、四方、南自、许继)。保护领域，南瑞继保在 500kV 及以上领域优势明显，而北京四方则在 220kV 领域占有绝对的优势。深圳南瑞的优势则主要在母线保护领域。变电站监控，国电南瑞优势明显。

■ 投资建议：行业数据企稳迹象出现，虽不至于振奋人心但依然缓解担忧，关注特高压及二次设备。两网公司投资结构有所改变，侧重于在特高压(包括西北电网 750kV 项目)与配网端的投资，因此主设备统一招标所考察的 220-500kV 等级的同比增速下降也在情理之中。我们认为，最先出现的电力设备行业机会将主要体现在特高压及智能电网带来的二次设备需求增长。短期关注行业事件为 8 月底可能启动的特高压招标。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
002123	荣信股份	0.57	0.87	1.32	2.01	49.93	32.71	21.56	14.16	强烈推荐
002028	思源电气	0.79	0.98	1.05	1.41	23.75	19.14	17.87	13.30	强烈推荐
000400	国电南瑞	0.49	0.71/1.03	0.89/1.29	1.11/1.61	66.33	45.77/31.6	36.52/25.2	29.28/20.2	推荐
600517	平高电气	0.34	0.45	0.65	0.82	46.94	35.47	24.55	19.46	推荐
600089	许继电气	0.10	0.46/0.70	0.62/0.84	0.79/1.00	190.10	41.33/27.2	30.66/22.6	24.06/19.0	推荐
600875	特变电工	0.54	0.85	1.1	1.39	32.81	20.85	16.11	12.75	推荐
600406	金风科技	0.65	1.08	1.34	1.6	42.80	25.76	20.76	17.39	推荐
600550	天威保变	0.81	0.85	1.21	1.68	38.99	37.15	26.10	18.80	推荐
002202	东方电气	0.19	1.82	2.4	3.49	200.11	20.89	15.84	10.89	推荐
600312	置信电气	0.34	0.59	0.79	0.96	44.97	25.92	19.35	15.93	推荐

1、国网公司主设备前六次招标数据分析

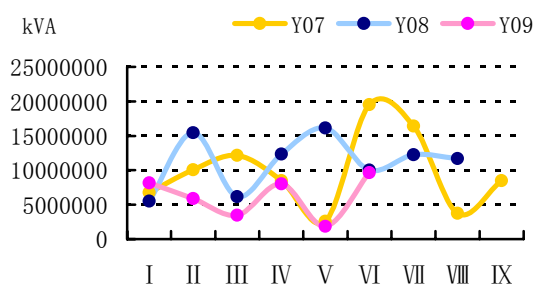
1.1、国网第六次主设备招标除 550kV 等级 GIS 外，其他产品虽仍有下降但开始趋稳

国网第六次招标由于启动了西北电网几个 750kV 变电站的招标，因此变压器同比招标容量较 08 年第六次数据（没有 750kV 招标）上升了 20%。而可比的 220kV-500kV 来看，全部产品除 550kV GIS 外，其他产品招标量依然下降，但下降趋势已经不明显。

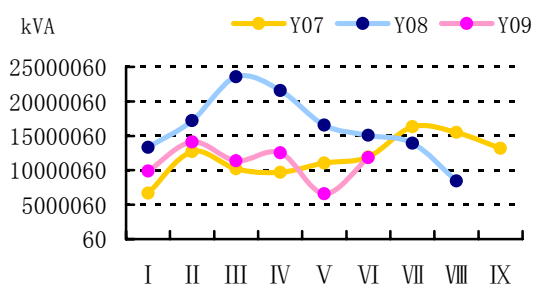
和设备商沟通的结果，设备商普遍认为用电量下滑导致变电站建设需求的紧迫性减缓，从上半年订单普遍出现延迟交货现象就可以证明。不过随着用电量的回升，大部分设备商对于下半年的情况都比较乐观，认为招标数据可能还会提升。此次第六次招标数据的企稳就是体现。

图 1:国网公司主设备近三年招标情况

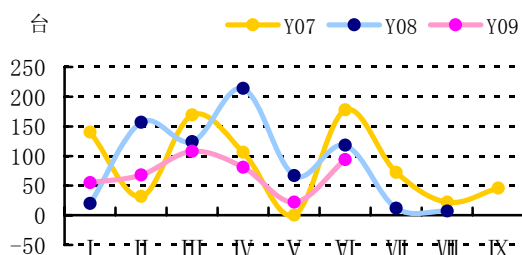
500kV 变压器



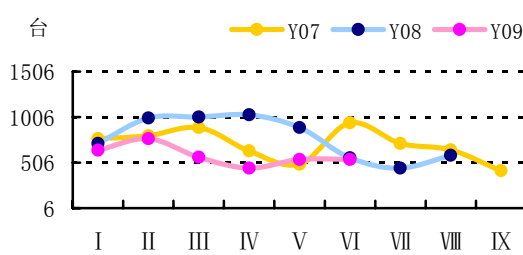
220kV 变压器



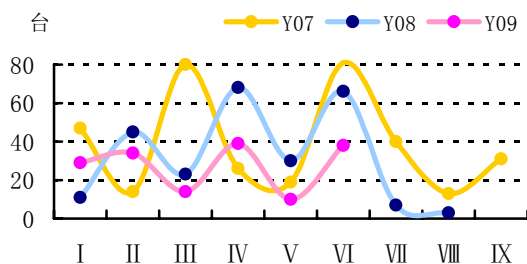
550kV 隔离开关/接地开关



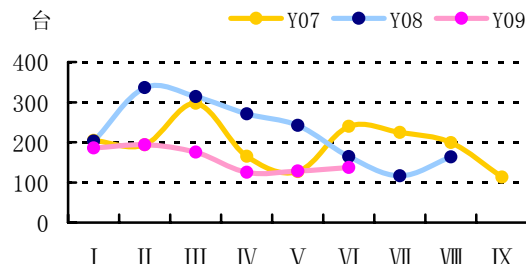
252kV 隔离开关/接地开关



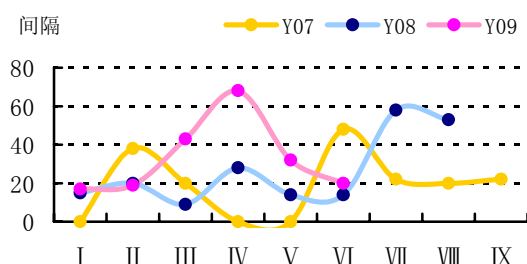
550kV 断路器



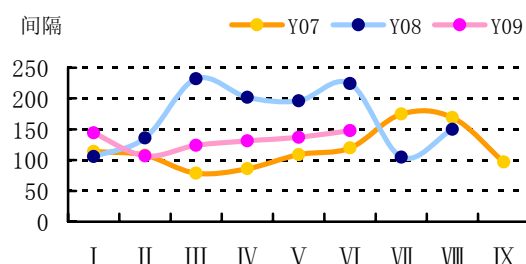
252kV 断路器



550kV GIS



252kV GIS



数据来源：国家电网公司、中投证券研究所整理

目前已进行的前六次总体招标来看，整体依然下滑明显。09 年整体招标数量应该仍较 08 年下降，主要也在于国网自身经济压力导致，考虑到行业建设需求依然较大，后续招标量应逐步提升。

表 1: 国网主设备统一招标 09 年与 08 年前六批招标数量比较 (500kV)

500kV	变压器		隔离开关 (组)	断路器 (台)	组合电器	
	(台)	kVA			(套)	间隔
2008 年	220	66436000	723	243	17	100
2009 年	141	41870000	428	166	21	199
较 08 年同比增长 %	-36%	-37%	-41%	-32%	24%	99%

数据来源：国家电网公司、中投证券整理

表 2: 国网主设备统一招标 09 年与 08 年前六批招标数量比较 (220kV)

220kV	变压器		隔离开关 (组)	断路器 (台)	组合电器	
	(台)	kVA			(套)	间隔
2008 年	573	106900000	5196	1335	122	1096
2009 年	373	68977000	3418	949	105	809
较 08 年同比增长 %	-35%	-35%	-34%	-29%	-14%	-26%

数据来源：国家电网公司、中投证券研究所整理

我们认为，550kVGIS 的增长主要是因为更高电压等级变电站由于对土地和安全性的考虑，更新换代（将传统断路器、隔离开关替代为 GIS）的需求比较明显。而 252kV 的 GIS 替代逐步进行，后续依然有增量。

1.2、220-500kV 产品交货期在 2010 年的订单明显减少， 后续行业订单增长应该体现在特高压。

历次招标数据只能反映电网投资的趋势，不能完全反映相关企业 08 年的收入情况。我们看到 09 年前四次中标数据中，已经有大量产品的交货期为 2010 年，而第六次招标基本 70%是在 2010 年交货。考虑到 2009 年设备公司的收入情况基本已经确定，我们重点分析在 2010 年交货的订单情况，比较上半年招标交货期在下一年的交货情况。

表 3：国网主设备统一招标前六批 09 年与 08 年招标计划下一年交货数量比较（500kV）

500kV	变压器		隔离开关（组）	断路器（台）	组合电器	
	（台）	kVA			（套）	间隔
08 年招标 09 年交货	161	46662000	370	163	8	48
09 年招标 10 年交货	106	31316000	150	47	14	163
同比增长 %	-34%	-33%	-59%	-71%	75%	240%

数据来源：国家电网公司、中投证券整理

表 4：国网主设备统一招标前六批 09 年与 08 年招标计划下一年交货数量比较（220kV）

220kV	变压器		隔离开关（组）	断路器（台）	组合电器	
	（台）	kVA			（套）	间隔
2008 年	302	56700000	1928	533	97	757
2009 年	168	32000000	652	216	49	406
较 08 年同比增长 %	-44%	-44%	-66%	-59%	-49%	-46%

数据来源：国家电网公司、中投证券研究所整理

从计划下一年交货情况可以看出，目前招标数据除 550kV GIS 外，计划在 2010 年交货的数额总体比上年同期大幅下滑。我们认为这一现象和目前行业普遍出现的延迟交货有关，可能出现整体变电站建设进程放慢。由于用电量下滑，变电站建设显得不那么紧迫，于是今年上半年应该交货的订单大部分推迟在下半年交货，很有可能出现下半年应该交货的订单部分顺延至 2010 年完成，因此造成 2010 年原计划建设的变电站推迟，招标量下滑。

这种现象的出现，对于电力设备一次设备行业的厂商而言，新增 2010 年计划上半年完成的订单情况不太乐观。但是考虑到 2009 年上半年整个行业延迟交货造成业绩基数较低，而且依然有 2009 年的延迟订单在 2010 年交货，行业明年的增长压力并不大。

但是第六次启动的 750kV 等级招标依然带来大量设备需求，我们认为后续行业订单的增长主要体现在年内几条特高压线路的订单，可能会对 500kV 以下等级的下降有所弥补。

1.3、龙头公司依靠市场份额的上升缓解招标数量下滑的压力，依然增长

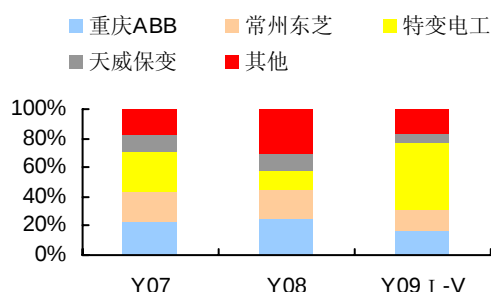
虽然我们在前面分析指出，前六次招标 09 年较 08 年有明显下降，但是从招标中标厂商来看，还是原有的优势厂商中标。延续我们前期的观点：从市场竞争格局来看，500kV 等级国内厂商较少，未来依然可以通过进口替代提升市场占有率。而 220kV 等级竞争日趋激烈，不过依然是 5-10 家行业龙头的游戏，新进入厂商依然存在一定难度。

变压器行业中，500kV 电压等级特变电工的前五次中标份额由 08 年的 16% 上升至 09 年的 45%，绝对中标容量增长了 30%。220kV 电压等级特变电工的前五次中标份额由 08 年的 12% 上升至 09 年的 22%，绝对中标容量增长了 21%。市场份额的提升明显缓解销售数量增长压力。

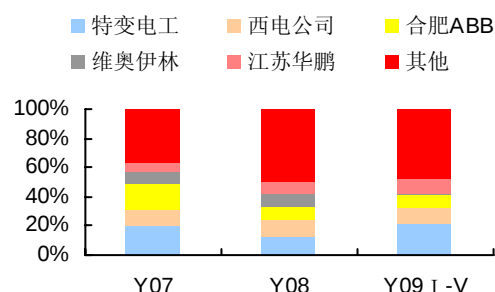
隔离开关行业中，252kV 电压等级中，江苏如高的市场份额也在上升，已经达到 28%。

图 2：国家电网公司招标设备商市场份额情况

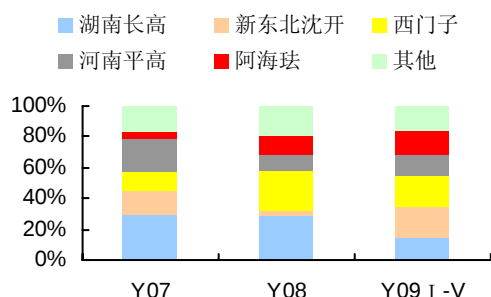
500kV 变压器



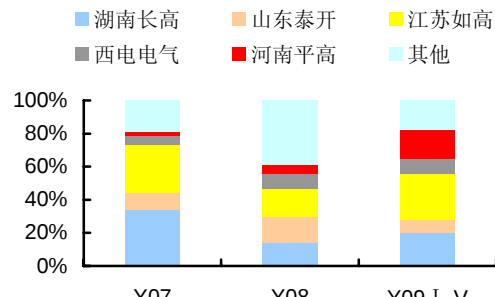
220kV 变压器



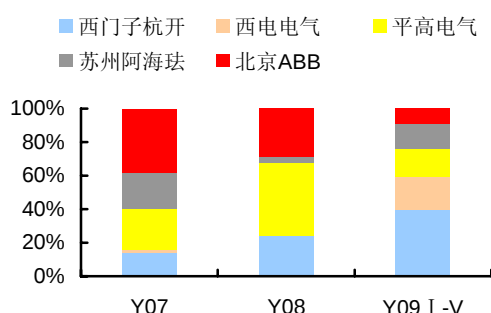
550kV 隔离开关



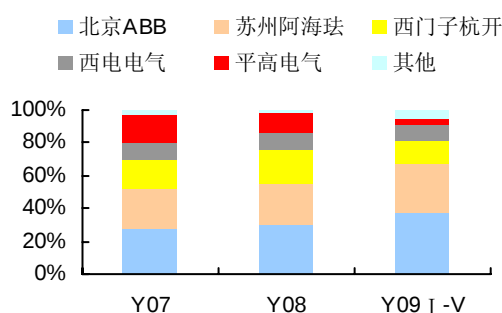
252kV 隔离开关



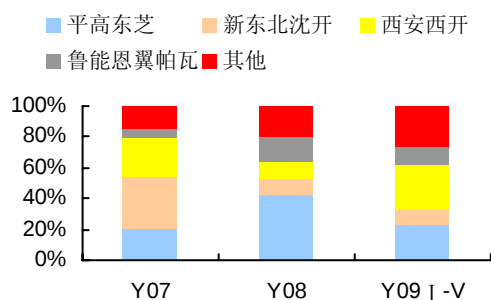
550kV 断路器



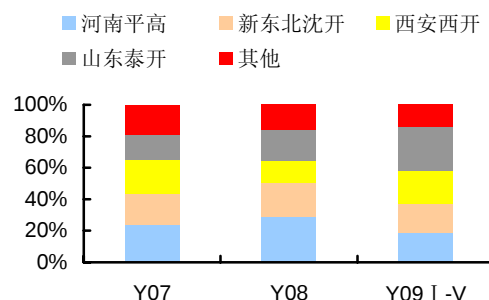
252kV 断路器



550kV 组合电器



252kV 组合电器



数据来源：国家电网公司、中投证券研究所整理

2、二次设备前三次统一招标：竞争格局依然稳定

08 年国网公司首次开始二次设备统一招标，共进行了两批，统一招标的数量较少。国网公司在 09 年工作会议上提出，09 年将推进二次设备统一招标工作，目前 09 年已进行了三次招标。我们认为二次设备的招投标工作将更加的规范化，价格恶性竞争态势会有所好转。

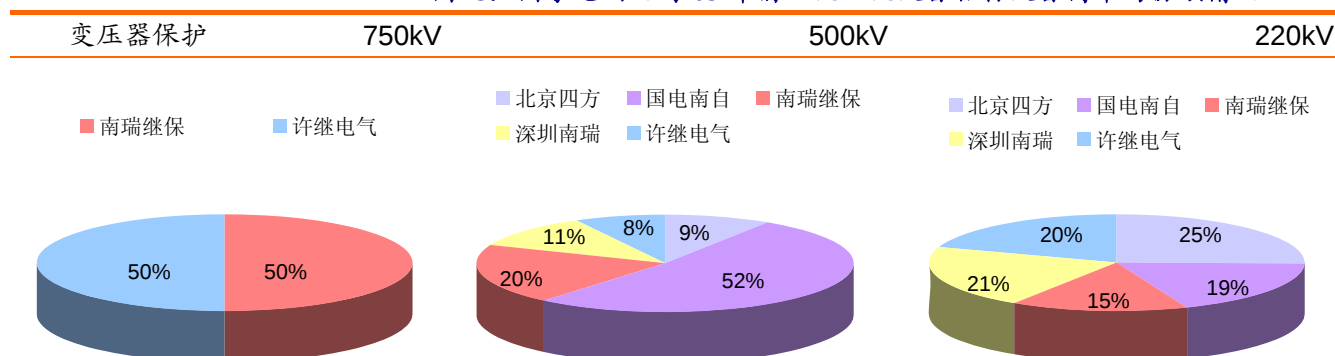
从招标数量来看，09 年与 08 年不具可比性，所以我们不进行比较。

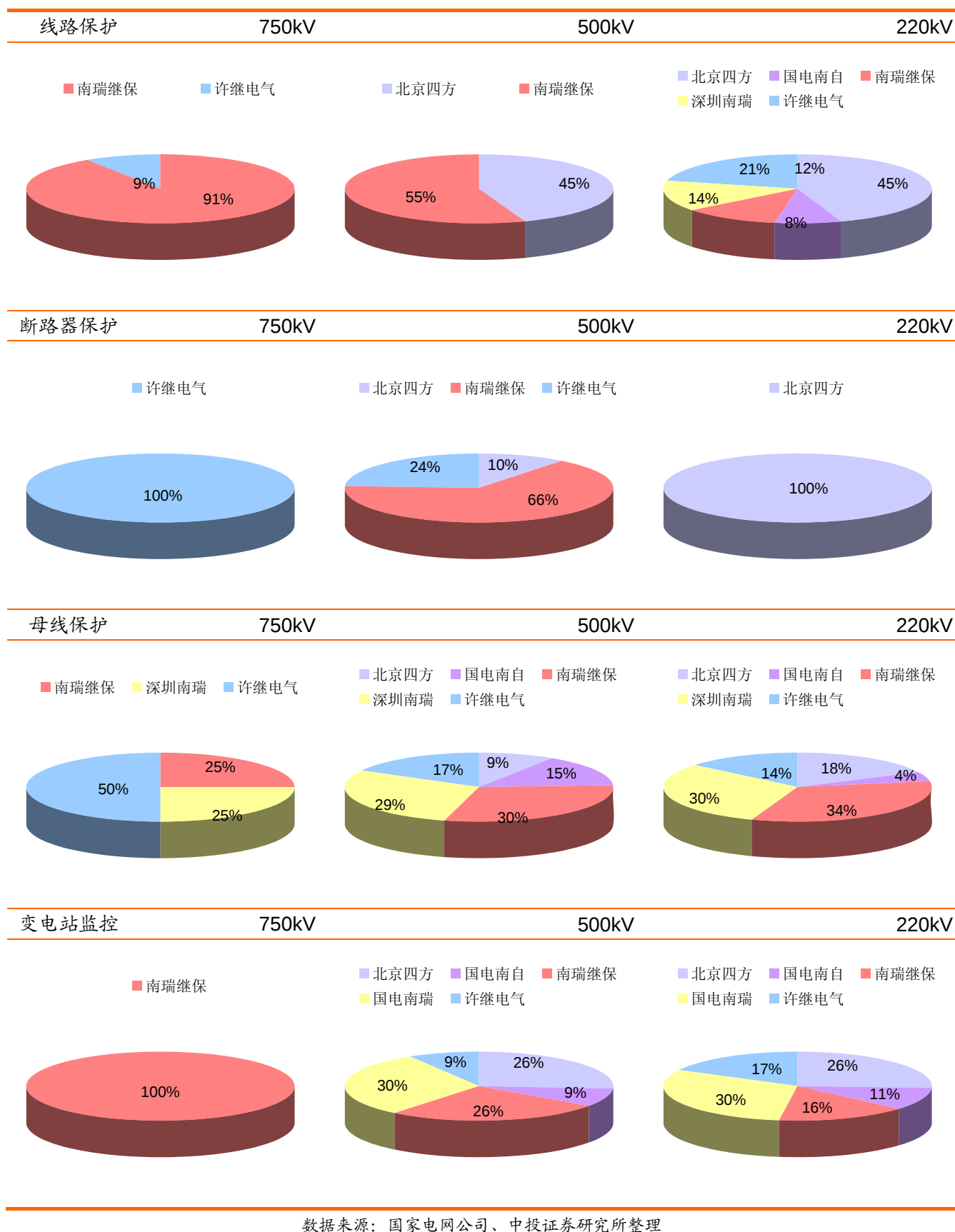
我们仅比较中标厂商的市场份额，国网对于参与招投标人的资质有所限制。从招投标的参与厂商来看，基本上还是集中在原有行业优势企业（南瑞集团、四方、南自、许继）。

保护领域，南瑞继保在 500kV 及以上领域优势明显，而北京四方则在 220kV 领域占有绝对的优势。深圳南瑞的优势则主要在母线保护领域。

变电站监控，国电南瑞优势明显。

图 3：国家电网公司 09 年前三次二次设备招标设备商市场份额情况





3、投资建议：行业数据企稳迹象出现，虽不至于振奋人心但依然缓解担忧，关注特高压及二次设备

我们在前期的报告中指出，两网公司投资结构有所改变，侧重于在特高压（包括西北电网 750kV 项目）与配网端的投资，因此主设备统一招标所考察的 220-500kV 等级的同比增速下降也在情理之中。但是后续我们应该更关注特高压招标数据，而相关有制造能力的厂商包括平高电气、特变电工、天威保变订单增长将比较明显。

考虑到电网公司智能电网建设的投入，实际上在二次设备领域的投资将加大。这一点从行业内二次设备龙头南瑞、许继的订单增长情况就可以看出，都可以保持在 30-40% 的增速。

因此我们认为，最先出现的电力设备行业机会主要体现在特高压及智能电网带来的二次设备需求增长。短期关注行业事件为 8 月底可能启动的特高压招标。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434