

“业绩运行特征、估值比较与行业配置策略”

电力设备与新能源行业 09 年中报综述

电力设备行业专题研究

评级: 推荐(维持)

行业深度报告

2009 年 9 月 2 日 星期二

电力设备与新能源行业小组

陈鹏

021-50586660-8615

chenpeng@longone.com.cn

宫在轶

021-50586660-8630

gzy@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
东方电气	600875	买入
湘电股份	600416	增持
华锐铸钢	002204	买入
宝胜股份	600973	买入
置信电气	600517	买入
特变电工	600089	买入

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	4.52	5.16
3 个月	22.45	18.54
6 个月	74.31	66.63

相关报告:

- 1.《新能源行业系列报告之一“关注低碳产业体系构建进程中的投资布局”》-----20090722
- 2.《新能源行业跟踪报告-“四类区域风电标杆电价确立,风电定价机制走向完善”》-----20090727
- 3.《电力设备行业研究:08 年年报及 09 年一季报业绩运行综述与估值比较》-----20090504

投资要点

- **业绩逐季回暖略超预期,行业防御性特征提升显著:**截至 2009 年 8 月 28 日,电力设备与新能源行业 A 股上市公司(纳入统计范围的共计 71 家,包括传统电力设备企业 27 家,风电设备企业 15 家,光伏设备企业 17 家和核电设备企业 12 家)均已发布了 2009 年中报。09 年半年报期间,电力设备与新能源行业上市公司共实现主营业务收入 1,221.93 亿元,共实现归属于母公司股东的净利润 88.36 亿元,较 08 年同期比较增长 5.65%和 14.93%;09 年 2 季度,实现单季主营业务收入 680.00 亿元,共实现归属于母公司股东的净利润 57.46 亿元,较一季度环比增长 25.48%和 85.95%。
- **上市公司盈利能力、资产质量与估值水平分析:**传统电力设备行业中具备 2010-2011 年对应估值优势的主要有东方电气、哈空调、浙富股份、特变电工、思源电气、卧龙电气、东源电器、宝胜股份与国电南自;而业绩超预期概率较高从而估值优势逐渐体现的有国电南瑞、置信电气。新能源设备行业中天马股份、华锐铸钢、川投能源、乐山电力、泰豪科技和嘉宝集团具备盈利预期和估值优势,建议作为系统风险释放后的首选配置品种。
- **行业评级:**近期大盘系统风险加剧,使得电力设备与新能源行业上市公司盈利约束与估值体系的双重压力也得以释放,但释放幅度较为有限,我们判断随着风险的持续释放和本行业业绩逐季回暖的双重效应下,建仓机会将逐步来临;根据行业防御性特征和估值弹性良好的历史经验,建议 3 季度末至 4 季度初超配输配电一次设备、二次设备和风电设备子行业,配置品种可参考本次综述报告中盈利超预期概率较大的个股;09 年剩余时间内,智能电网、新兴能源、低碳等仍将是行业关键词,可关注受益于此的二次设备和光伏板块的交易性机会。
- **重点个股推荐:**东方电气、特变电工、置信电气、宝胜股份、华锐铸钢

目录

1.	电力设备与新能源行业 09 年中报业绩运行综述	4
1.1	业绩逐季回暖并略超预期，行业防御性特征提升显著	4
1.2	传统发电设备子行业当期运营特征：“去杠杆、补现金，挺进低碳产业以延伸企业成长周期”	5
1.3	输配电设备子行业：“回暖趋势明朗，强防御特征已现”	6
1.4	风电设备子行业：“投资过热隐忧渐现，行业洗牌利好龙头企业”	7
1.5	光伏设备子行业：“多晶硅过剩疑虑早在市场预期之中，产业价值向下游光伏终端环节倾斜”	9
1.6	核电设备子行业：“盈利不稳定性较强，政策受益程度不明显”	10
1.7	2009 年 1-7 月电力设备产品出货量统计分析	错误！未定义书签。
1.8	电力设备与新能源行业估值水平特征	11
2.	上市公司业绩运营特征与估值比较	11
2.1	（传统电力设备）上市公司盈利水平、资产运营能力及估值比较	11
2.2	（新能源设备）上市公司盈利水平、资产运营能力及估值比较	13
3.	行业投资配置策略与重点上市公司评级	15

图形目录

图 1.	行业单季经营业绩环比趋势（亿元，%）	4
图 2.	输配电设备子行业单季经营业绩环比趋势（亿元，%）	7
图 3.	风电设备子行业单季经营业绩环比趋势（亿元，%）	错误！未定义书签。
图 4.	光伏设备子行业单季经营业绩环比趋势（亿元，%）	9
图 5.	核电设备子行业单季经营业绩环比趋势（亿元，%）	错误！未定义书签。

表格目录

表 1.	电力设备与新能源行业 09 年中报业绩运行指标概览	4
表 2.	电力设备与新能源行业电力设备行业周期演变的阶段特征	5
表 3.	传统发电设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览	6
表 4.	输配电设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览	6
表 5.	风电设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览	8
表 6.	光伏设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览	9
表 7.	核电设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览	10
表 8.	细分子行业区间运行的统计分析	11
表 9.	（1H2009）传统电力设备（发电、输配电一次及二次设备）行业上市公司盈利水平比较	11
表 10.	（1H2009）传统电力设备行业上市公司资产质量与估值水平比较	

单位: 亿元, %	12
表 11. (1H2009) 新能源设备(风电、光伏与核电)行业上市公司盈利水平 比较 单位: 亿元, %	13
表 12. (1H2009) 新能源设备行业上市公司资产质量与估值水平比较 单位: 亿元, %	14
表 13. 重点上市公司估值与评级一览	14

1. 电力设备与新能源行业 09 年中报业绩运行综述

1.1 业绩逐季回暖并略超预期，行业防御性特征提升显著

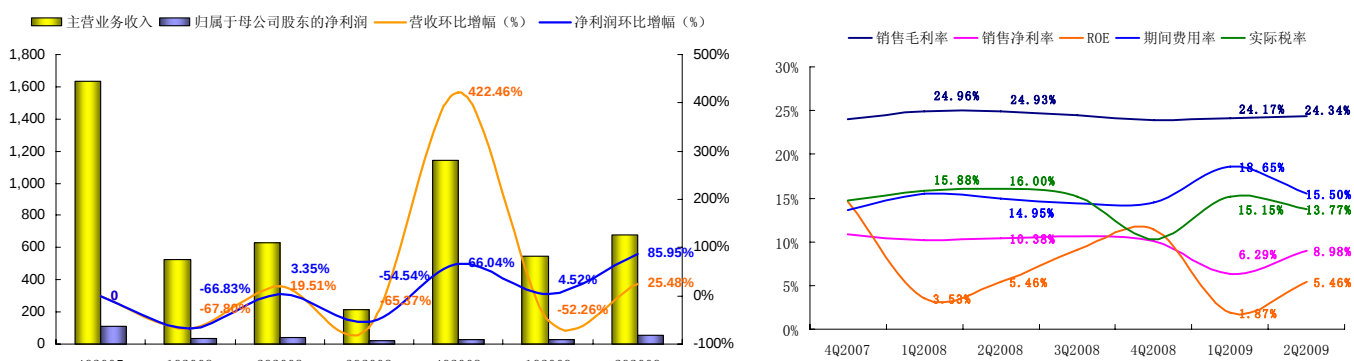
截至 2009 年 8 月 28 日，电力设备与新能源行业 A 股上市公司（纳入统计范围的共计 71 家，包括传统电力设备企业 27 家，风电设备企业 15 家，光伏设备企业 17 家和核电设备企业 12 家）均已发布了 2009 年中报。

09 年半年报期间，电力设备与新能源行业上市公司共实现主营业务收入 1,221.93 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 88.36 亿元，较 08 年同期比较增长 5.65% 和 14.93%；09 年 2 季度，实现单季主营业务收入 680.00 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 57.46 亿元，较一季度环比增长 25.48% 和 85.95%。

表1. 电力设备与新能源行业 09 年中报业绩运行指标概览				单位：亿元，%		
运行指标	同期比较			季度环比		
	1H2008	1H2009	YOY (%)	1Q2009	2Q2009	YOY (%)
主营业务收入	1,156.54	1,221.93	5.65%	541.93	680.00	25.48%
净利润	76.88	88.36	14.93%	30.90	57.46	85.95%
销售毛利率	24.89%	24.34%	-0.55%	24.42%	24.34%	-0.08%
销售净利率	10.59%	8.98%	-1.61%	6.46%	8.98%	2.52%
ROE	7.40%	5.46%	-1.94%	1.90%	5.46%	3.56%
经营活动现金流	104.56	115.58	10.54%	(44.86)	160.44	457.65%
期间费用率	14.46%	15.50%	1.04%	18.55%	15.50%	-3.05%
实际税率	16.12%	13.77%	-2.35%	15.35%	13.77%	-1.58%
资产负债率	50.39%	49.09%	-1.30%	49.81%	49.09%	-0.72%

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图1. (4Q2007-2Q2009) 行业单季经营业绩环比趋势 (亿元，%)



数据来源：东海证券研究所

在我们《08 年报及 09 年一季报综述报告》的研究结果表明，08 年至 09 年一季度，行业整体资产收益能力呈现明显的下滑态势，费用支出率和资产负债率综合指标走弱削弱资产质量，体现了自 08 年下半年以来金融危机冲击之

下行业景气抗周期性也不可避免地呈现了下行趋势。根据表 1 中行业中报统计数据进行分析, 09 年上半年及二季度运行特征表现为: 盈利能力与资产收益规模较同期及上季度明显回暖, 上半年货币环境宽松, 利于改善微观经济体的资产负债结构, 此外行业发展趋向高端化和新兴能源科技, 导致受认证为高新技术企业的上市公司增加, 三年减半征收所得税减缓企业运营压力; 09 年一季度行业营收与净利润同比、环比双双下降的现状在二季度一举扭转, 环比数据大幅攀升 (营收与净利润分别环比增长了 25.48% 和 85.95%), 同比数据也实现了正向增长 (营收与净利润分别环比增长了 5.65% 和 14.93%), 期间费用表现为超出预期的弹性特征, 从一季度的 18.65% 降低至 15.5%, 接近 07、08 年中报水平, 销售毛利率、净利润和 ROE 等资产收益指标环比提高显著; 行业回暖趋势符合我们的判断, 但回暖速度与收益规模增幅仍超出预期, 我们认为尽管在国网招投标数据低于预期的上半年, “铁公基” 类型的固定资产投资项目实施得力是弥补并增厚电力设备产品需求的重要因素, 此外新能源行业备受政策扶持也加快了对风电、光伏和核电跑马圈地和设备投资的力度, 有效带动行业 2 季度迅速出现回暖迹象。我们在表 2 中描述为行业周期演变至今的阶段特征。

表2. 电力设备与新能源行业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、固定资产投资景气维系出货量增速; 2、原材料价格反弹引发产品价格回升; 3、期间费用适应中期显现略富弹性; 4、营收与盈利规模、增速处于投资驱动和库存扩容阶段的快速转暖, 行业自适应成长仍未稳固。
电网投资	低于预期	符合预期	超预期	
产品(原材料)价格变	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	

资料来源: 东海证券研究所

下文将根据发电设备、输变电设备、风电、光伏和核电五类细分子行业来深入分析行业景气结构的分化趋势与运营特征。

1.2 传统发电设备子行业当期运营特征: “去杠杆、补现金, 挺进低碳产业以延伸企业成长周期”

09 年中报期间, 传统发电设备板块 (火电、水电、脱硫冷却及环保设备等) 上市公司共实现主营业务收入 441.43 亿元, 共实现归属于母公司股东的净利润 23.13 亿元, 同比增长 4.74% 和 2.66%; 09 年 2 季度, 该板块上市公司共实现主营业务收入 235.51 亿元, 共实现归属于母公司股东的净利润 12.97 亿元, 较 1 季度环比增长 14.37% 和 27.66%。

环比数据的改善体现了传统发电设备企业新能源业务比例快速提升的业绩体现。其中东方电气受 08 年 5 月灾后影响渐减, 产能已基本恢复至灾前水平, 风电业务实现营收与毛利润从 08 年中期的 11% 提高至当期的 20% 左右, 平滑了火电业务周期性下滑的趋势, 风电、核电业务的快速发展有利于延伸企业

成长周期；上海电气核电领域中核岛设备（控制棒驱动机构、蒸汽发生器等）国内市场占有率逾 50%，在手核电业务订单近 300 亿元。低碳产业的政策支撑为传统发电设备行业提振了新的产业空间，资产收益规模与增速稳中渐升，为我们的判断提供了可靠的实证经验数据。

表3. 传统发电设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览					单位: 亿元, %	
运行指标	同期比较			季度环比		
	1H2008	1H2009	YOY (%)	1Q2009	2Q2009	YOY (%)
主营业务收入	421.46	441.43	4.74%	205.92	235.51	14.37%
净利润	22.53	23.13	2.66%	10.16	12.97	27.66%
销售毛利率	21.71%	22.58%	0.87%	22.53%	22.58%	0.05%
销售净利率	12.57%	12.34%	-0.23%	11.16%	12.34%	1.18%
ROE	18.35%	13.94%	-4.41%	6.36%	13.94%	7.58%
经营活动现金流	34.67	57.12	64.75%	(14.53)	71.65	593.12%
期间费用率	8.63%	9.00%	0.37%	10.18%	9.00%	-1.18%
实际税率	17.97%	10.60%	-7.37%	11.32%	10.60%	-0.72%
资产负债率	73.34%	63.87%	-9.47%	64.25%	63.87%	-0.38%

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

上半年，东方电气和上海电气分别发布非公开发行 A 股预案，体现了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；作为细分子行业中资金与技术密集性最强的板块，当期资产负债率下降至 63.87%，同比下降 9.47 个百分点，经营性活动现金流达 57.12 亿元，同比与环比趋势上明显改善；我们认为，该板块的“传统性行业”属性已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。但近日工信部对风电项目盲目上马、投资过热的警示或将对涉及此类业务的企业资产估值形成短期压力，应给予充分关注。

1.3 输配电设备子行业：“回暖趋势明朗，强防御特征已现”

09 年中报期间，输配电设备板块（一次及二次设备）上市公司共实现主营业务收入 217.98 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 22.59 亿元，较 08 年同比增长 11.54% 和 22.44%；09 年 2 季度，该板块上市公司共实现单季主营业务收入 126.32 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 14.47 亿元，较 1 季度环比增长 37.81% 和 78.20%；08 年中期是输配电设备子行业出货量与盈利水平双升的高峰时期，而 09 年中期业绩实现营收与净利润的双双正向增长明显超出预期，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。

表4. 输配电设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览					单位: 亿元, %	
运行指标	同期比较			季度环比		
	1H2008	1H2009	YOY (%)	1Q2009	2Q2009	YOY (%)
主营业务收入	195.42	217.98	11.54%	91.66	126.32	37.81%
净利润	18.45	22.59	22.44%	8.12	14.47	78.20%
销售毛利率	26.98%	29.40%	2.42%	28.48%	29.40%	0.92%

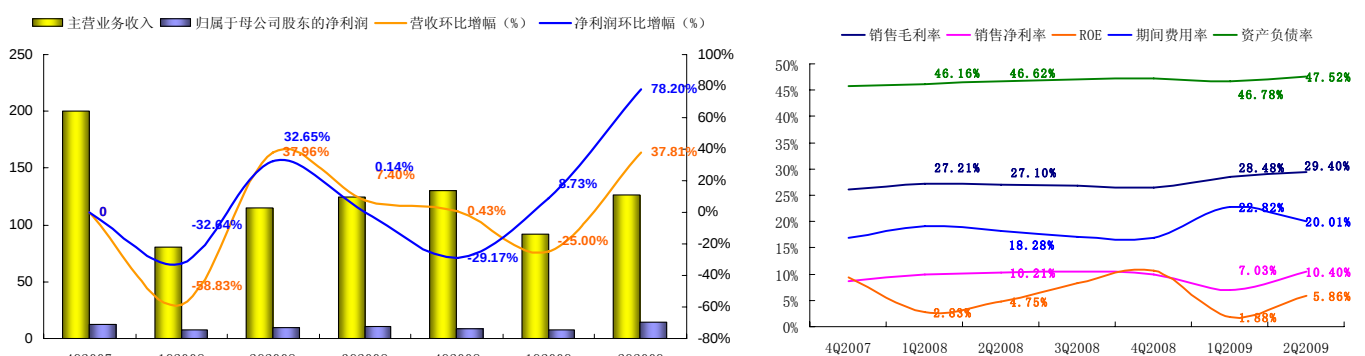
销售净利率	10.56%	10.40%	-0.16%	7.03%	10.40%	3.37%
ROE	6.66%	5.86%	-0.80%	1.88%	5.86%	3.98%
经营活动现金流	(6.48)	(0.37)	94.29%	(15.51)	15.14	197.61%
期间费用率	17.36%	20.01%	2.65%	22.82%	20.01%	-2.81%
实际税率	18.24%	13.68%	-4.56%	16.52%	13.68%	-2.84%
资产负债率	47.08%	47.52%	0.44%	46.78%	47.52%	0.74%

资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

尽管作为景气程度最高的子行业, 09 年上半年输配电设备板块受产品跌价因素的影响, 表现出费用率刚性上升的状况 (期间费用率同比上升 2.65 个百分点), 二季度得以局部改善, 呈现为行业费用控制适应性较好的特点; 由于生产周期与交货周期时滞在 2-6 个月, 因此年初成本大幅下降使得产品毛利率上扬, 中期行业毛利达到 29.4%, 同比增幅 2.42 个百分点, 自 08 年 4 季起始的净利率和 ROE 的下降幅度迅速收窄, 2 季度已恢复至 08 年同期水平; 09 年 2、3 季度钢铁、铜等原材料价格快速上涨将形成板块于 09 年 4 季度、10 年 1 季度毛利率略降, 而营收与盈利规模、增速持续回暖的行业趋势。

除国网持续年均 2500-3000 亿元的电网投资在可预期范围内, 海外电网设备市场的开启 (俄罗斯电网改造十年千亿美元订单)、智能电网 2009-2015 年三阶段发展规划细则出台 (涉及发输电六大环节的智能化、数字化改造与数据双向传送、新能源并网接入技术标准确立、物理与化学储能技术和电网支撑标准) 和节能技术的发展将持续贯穿“十二五”期间, 行业景气周期将长期高位运行; 我们认为, 该板块仍是行业配置重点和个股挖掘的密集地带。

图2. (4Q2007-2Q2009) 输配电设备子行业单季经营业绩环比趋势 (亿元, %)



数据来源: 东海证券研究所

1.4 风电设备子行业: “投资过热隐忧渐现, 行业洗牌利好龙头企业”

09 年中报期间, 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 290.59 亿元, 共实现归属于母公司股东的净利润 16.47 亿元, 同比增长 19.48% 和 36.79%; 09 年 2 季度, 该板块上市公司共实现主营业务收入 160.90 亿元, 共实现归属于母公司股东的净

利润 10.43 亿元，较 1 季度同比增长 24.07% 和 72.68%。

据统计，MW 级风电设备整机厂商超过 70 家，国内厂商市场占有率（60% 以上）已远超外资及合资厂商，零部件配套能力显著增强；但风电市场的快速发展也逐渐呈现出无序与盲目的一面，风电场建设的利税与就业贡献成为各地方政府“闻风而动”的原动力，风电设备价格战此起彼伏，上半年设备中标价降幅大于原材料价格降幅，造成行业毛利率较同期下滑 5.5 个百分点，净利率也被吞噬近 5 个百分点，净资产回报率仅 5% 左右（全年约 9.5%，也略低于传统发电设备 ROE 水平），盈利能力逼近传统发电设备水平；但资产质量有所优化，期间费率与财务杠杆风险有所缓解。

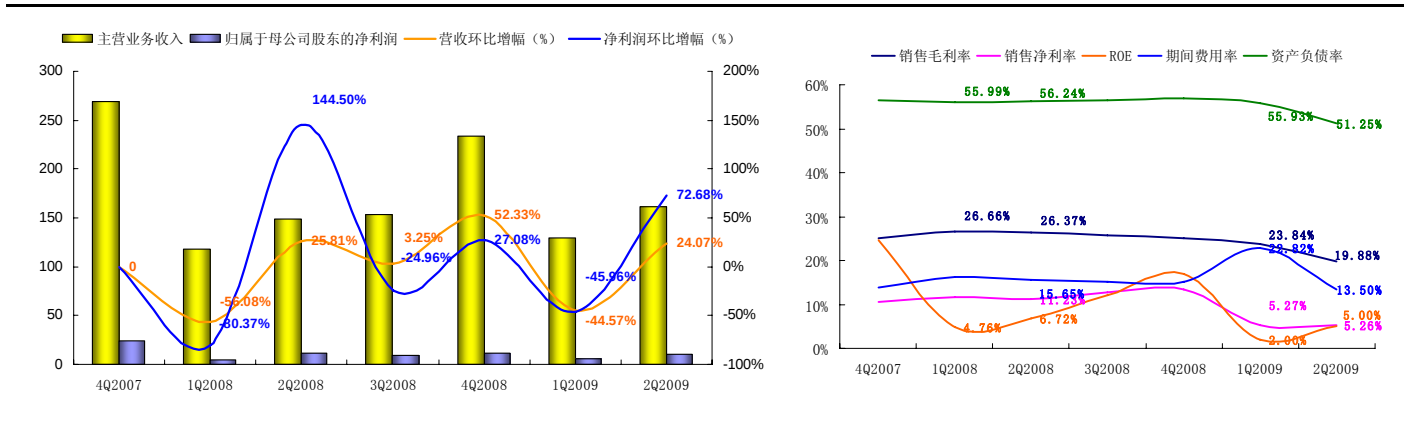
表5. 风电设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览

单位：亿元，%

运行指标	同期比较			季度环比		
	1H2008	1H2009	YOY (%)	1Q2009	2Q2009	YOY (%)
主营业务收入	243.21	290.59	19.48%	129.69	160.90	24.07%
净利润	12.04	16.47	36.79%	6.04	10.43	72.68%
销售毛利率	25.38%	19.88%	-5.50%	23.84%	19.88%	-3.96%
销售净利率	10.33%	5.26%	-5.07%	5.27%	5.26%	-0.01%
ROE	9.50%	5.00%	-4.50%	2.00%	5.00%	3.00%
经营活动现金流	45.10	22.94	-49.14%	(23.83)	46.77	296.27%
期间费用率	14.51%	13.50%	-1.01%	22.82%	13.50%	-9.32%
实际税率	15.17%	11.83%	-3.34%	14.44%	11.83%	-2.61%
资产负债率	59.19%	51.25%	-7.94%	55.93%	51.25%	-4.68%

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图3. (4Q2007-2Q2009) 风电设备子行业单季经营业绩环比趋势 (亿元，%)



数据来源：东海证券研究所

09 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，但风电设备市场的竞争越来越激烈却是不容忽视的，近日工信部提出“风电、多晶硅”新兴产业发展避免重复建设和产能过剩的警示，尽管已在资本市场的预期判断之中，但仍会对风电资产估值基础与成长性判断造成短期压制；我们判断，风电场建设审批权限上收、部分重复建设项目叫停将成为行业提前洗牌的信号，但不会成为风电产业发展的拐点，新兴产业成长路径中的整合符合发展规律，强者恒强的行业龙头将成为最大的受益者，行业分工多元化与精

细化将使得整体盈利规模向合理水平回归，看好整机设备子行业中具备资金、技术和销售渠道的龙头企业，以及零部件配套子行业中具备核心技术研造能力的细分领头羊企业。

1.5 光伏设备子行业：“多晶硅过剩疑虑早在市场预期之中，产业价值向下游光伏终端环节倾斜”

09 年中报期间，光伏设备板块上市公司共实现主营业务收入 178.97 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 12.17 亿元，同比增长-2.60%和-24.97%；09 年 2 季度，该板块上市公司共实现主营业务收入 102.52 亿元，共实现归属于母公司股东的净利润 8.30 亿元，较 1 季度环比增长 34.10%和 114.47%。

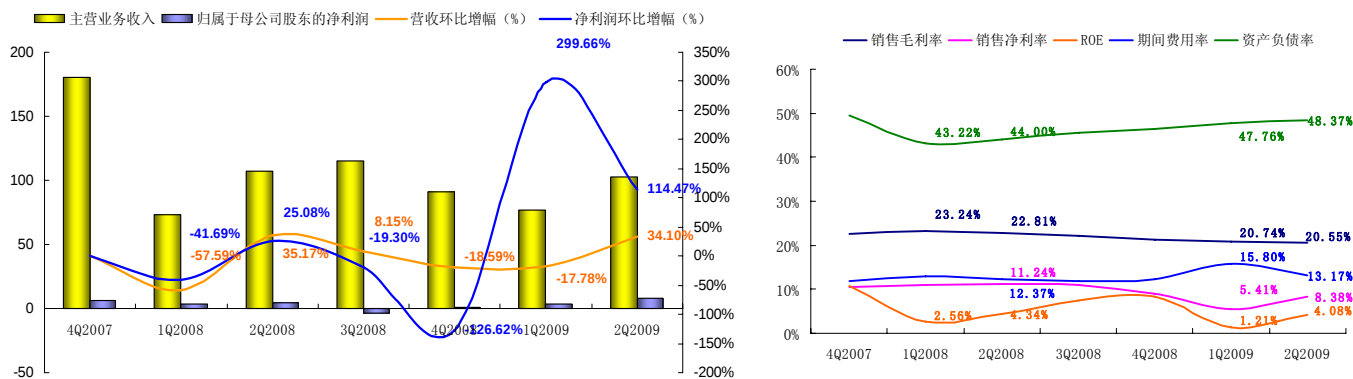
单季营收与盈利规模增速的回暖态势略好于预期，主要因素是 09 年 4 月起多晶硅价格在全球范围内的反弹，高价原料库存在海外市场需求略有回暖的背景下得以部分消化，此外国内“金太阳工程”和“BIPV 示范项目申报”也推升光伏市场需求攀升预期。尽管如此，但同比数据仍出现明显下滑，毛利率水平为 20.55%，净利率与 ROE 等资产收益能力指标仍弱于去年同期，但季度环比已有一定程度的改善。资产负债率上升有助于改善光伏企业较紧的现金流，财务杠杆适度放大尚在合理范围内。

表6. 光伏设备子行业 09 年中报业绩运行指标概览			单位：亿元，%			
运行指标	同期比较			季度环比		
	1H2008	1H2009	YOY (%)	1Q2009	2Q2009	YOY (%)
主营业务收入	183.74	178.97	-2.60%	76.45	102.52	34.10%
净利润	16.22	12.17	-24.97%	3.87	8.30	114.47%
销售毛利率	22.38%	20.55%	-1.83%	20.74%	20.55%	-0.19%
销售净利率	11.54%	8.38%	-3.16%	5.41%	8.38%	2.97%
ROE	6.13%	4.08%	-2.05%	1.21%	4.08%	2.87%
经营活动现金流	18.14	16.35	-9.87%	2.76	13.59	392.39%
期间费用率	11.79%	13.17%	1.38%	15.80%	13.17%	-2.63%
实际税率	17.50%	15.63%	-1.87%	14.45%	15.63%	1.18%
资产负债率	44.79%	48.37%	3.58%	47.76%	48.37%	0.61%

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

多晶硅产能过剩早已成为业界公认之事，此次工信部再次提及警惕多晶硅项目重复建设导致供给无序增长是官方首次提法，但并非光伏产业成长的绊脚石，实际多晶硅供给充足导致原材料价格回归、薄膜电池新技术扩散效应等因素都将推动产业价值向光伏产业链的下游终端需求倾斜，光伏技术在“建筑节能领域”和“并网工程”的广泛应用成为刺激产业持续发展的动力，该板块有望成为新兴能源领域中持续受关注的热点，下游环节的优势企业可作为行业配置的重点品种。

图4. (4Q2007-2Q2009) 光伏设备子行业单季经营业绩环比趋势 (亿元，%)



数据来源：东海证券研究所

1.6 核电设备子行业：“不温不火，业绩集中释放尚待时日”

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；09年中报期间，上市公司共实现主营业务收入50.50亿元，共实现归属于母公司股东的净利润3.58亿元，同比增长-13.63%和33.09%；09年2季度，该板块上市公司共实现主营业务收入30.09亿元，共实现归属于母公司股东的净利润2.71亿元，较1季度环比增长47.43%和211.49%。

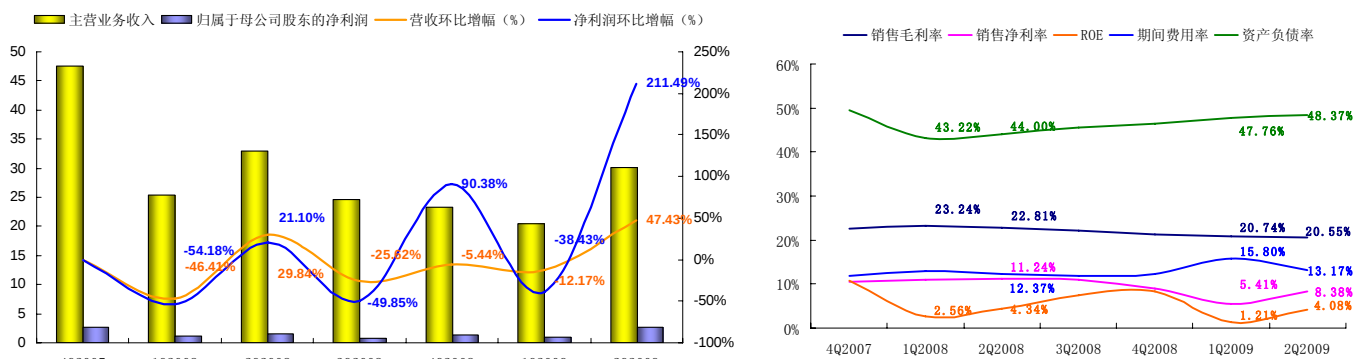
表7. 核电设备子行业09年中报业绩运行指标概览

单位：亿元，%

运行指标	同期比较			季度环比		
	1H2008	1H2009	YOY (%)	1Q2009	2Q2009	YOY (%)
主营业务收入	58.47	50.50	-13.63%	20.41	30.09	47.43%
净利润	2.69	3.58	33.09%	0.87	2.71	211.49%
销售毛利率	25.44%	26.48%	1.04%	23.40%	26.48%	3.08%
销售净利率	8.80%	9.13%	0.33%	6.34%	9.13%	2.79%
ROE	4.32%	4.00%	-0.32%	1.26%	4.00%	2.74%
经营活动现金流	4.26	6.02	41.31%	(1.13)	7.15	-732.74%
期间费用率	15.25%	15.43%	0.18%	18.39%	15.43%	-2.96%
实际税率	9.84%	15.17%	5.33%	15.69%	15.17%	-0.52%
资产负债率	45.30%	45.16%	-0.14%	45.77%	45.16%	-0.61%

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

图5. (4Q2007-2Q2009) 核电设备子行业单季经营业绩环比趋势 (亿元，%)



数据来源：东海证券研究所

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；08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特点仍然较强；我们在1季报综述中的观点是，09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；当期数据基本验证了我们的判断，2季度盈利水平增速创07年4季度以来最好水平，资产质量衡量指标也呈现向好趋势，我们判断核电设备滚动投资受益集中释放应在2010-2011年，目前板块将在一定程度上受制于盈利提升与估值泡沫的双重压力，随着系统性风险的释放核电板块将迎来中长线建仓的良机。

1.7 电力设备与新能源行业估值水平特征

表8. 细分子行业区间运行的统计分析							单位：%，亿元			
指数代码	指数类型	52周涨跌幅	当月涨跌幅	当月日均换手率	PE				PB	流通市值
					TTM	09E	10E	11E		
1A0001	沪深300指数	44.93%	-20.39%	2.73%	31.39	32.00	23.67	18.62	4.16	65,574.62
DH00001	传统发电设备行业指数	71.02%	-14.46%	3.43%	41.53	25.38	20.91	18.02	5.99	333.14
DH00002	输配电一次设备行业指数	78.28%	-13.38%	4.20%	44.20	31.84	26.50	18.80	5.96	1,035.43
DH00003	输配电二次设备行业指数	77.32%	-14.27%	3.84%	54.80	32.53	28.86	21.75	4.27	169.85
DH00004	风电设备行业指数	46.51%	-18.61%	4.34%	36.18	31.52	29.67	17.79	4.96	839.59
DH00005	光伏设备行业指数	48.87%	-20.78%	5.30%	69.70	51.33	37.49	23.25	5.21	834.81
DH00006	核电设备行业指数	62.44%	-17.79%	3.84%	44.20	33.41	26.37	22.38	5.80	1,304.89

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

行业整体估值水平如表8所示，52周涨跌幅列中，传统发电设备、输配电一次及二次设备子行业涨幅均超过70%，新能源子行业仅于年初至今期间表现较好，去年则完全跑输大盘；当月行业涨跌幅中，新能源估值压力释放较快，其中光伏板块跌幅超过沪深300，具备行业成长性预期和盈利能力支撑的传统电力设备与风电板块防御性更好；从细分行业PEG水平分析，具备2010-2011年相对估值优势的仍是发电设备、输配电一次设备、和风电设备板块；在此参考标准下，我们认为以上三类板块将是09年3-4季度防御性品种配置的首选。

2. 上市公司业绩运营特征与估值比较

2.1 （传统电力设备）上市公司盈利水平、资产运营能力及估值比较

我们对包括发电、输配电一次及二次设备共计27家上市公司的季度及半年度数据予以统计，按盈利水平、资产收益质量及估值水平比较三个维度分析如下：

表9. （1H2009）传统电力设备（发电、输配电一次及二次设备）行业上市公司盈利水平比较										单位：亿元， %		
亿元 %	上市公司	同比数据（1H2008 VS 1H2009）						环比数据（1Q2009 VS 2Q2009）				
		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
发	东方电气	151.74	25.72%	6.87	55.10%	15.35%	4.56%	8.14%	79.55	10.20%	3.70	14.93%

输配电一次设备	上海电气	278.72	-3.96%	14.10	-11.69%	16.04%	7.11%	9.52%	149.93	16.42%	11.14	28.16%
	哈空调	7.54	0.19%	1.60	-1.64%	30.55%	21.22%	9.34%	3.91	7.84%	0.92	35.74%
	浙富股份	3.44	13.19%	0.57	10.15%	28.41%	16.46%	9.00%	2.12	61.16%	0.37	91.80%
	特变电工	70.55	30.28%	7.94	77.16%	23.57%	11.56%	9.97%	38.82	22.36%	4.98	56.76%
	天威保变	31.58	56.72%	4.22	-9.92%	23.63%	13.63%	10.35%	17.83	29.70%	2.46	33.24%
	置信电气	7.20	2.03%	1.39	58.00%	34.54%	21.94%	7.68%	4.44	61.11%	0.99	66.47%
	平高电气	10.12	-8.80%	0.85	-18.04%	20.17%	8.38%	18.36%	7.39	171.44%	0.83	3609.17%
	思源电气	7.29	17.43%	2.01	43.64%	45.34%	29.06%	28.18%	4.29	43.03%	1.15	19.03%
	长征电气	1.61	-43.20%	0.34	-33.18%	43.48%	20.02%	27.05%	0.90	25.90%	0.23	161.76%
	智光电气	1.56	8.29%	0.09	4.42%	29.59%	5.86%	24.37%	0.90	36.96%	0.07	206.58%
	东源电器	2.03	-15.76%	0.18	-27.96%	28.70%	10.60%	14.69%	1.20	46.43%	0.15	122.98%
	长城电工	6.36	-9.68%	0.17	-44.77%	19.86%	3.09%	17.58%	3.39	14.03%	0.14	124.34%
	三变科技	4.85	5.90%	0.21	37.66%	18.95%	4.26%	13.53%	2.97	58.20%	0.14	103.20%
	百利电气	1.89	-45.65%	0.09	-47.28%	19.88%	4.10%	24.80%	0.72	-38.35%	0.04	31.07%
	卧龙电气	10.82	3.05%	1.05	46.86%	22.35%	11.13%	11.11%	5.96	22.68%	0.85	136.21%
	*ST 东电	1.33	-50.99%	-0.10	-2080.74%	34.18%	-7.80%	40.26%	0.97	167.08%	-0.02	-78.51%
	深圳惠程	1.07	28.34%	0.21	35.85%	42.89%	19.01%	25.49%	0.68	73.30%	0.17	347.91%
	长园集团	3.67	-15.82%	0.44	-19.86%	38.64%	13.37%	28.88%	2.20	49.61%	0.40	352.66%
	宝胜股份	16.29	-25.59%	0.53	-22.38%	13.51%	3.25%	9.58%	10.25	69.47%	0.37	135.13%
	南洋股份	4.46	-25.81%	0.53	12.45%	19.30%	13.66%	1.90%	2.48	24.62%	0.30	-0.03%
	五洲明珠	4.15	11.98%	0.04	19.97%	25.98%	1.69%	20.10%	1.93	-12.88%	0.06	411.15%
输配电二次设备	荣信股份	4.16	61.38%	0.68	43.54%	46.67%	16.59%	31.44%	2.12	3.90%	0.36	7.25%
	国电南瑞	6.04	31.65%	0.76	42.24%	29.71%	12.66%	19.31%	3.88	79.94%	0.68	670.14%
	国电南自	8.29	29.41%	0.15	-22.15%	27.08%	2.95%	25.00%	4.88	43.20%	0.24	10620.48%
	许继电气	10.63	11.89%	0.57	34.59%	37.78%	8.14%	29.20%	6.98	91.66%	0.77	667.89%
	金智科技	2.03	7.85%	0.25	-5.68%	30.36%	11.94%	21.35%	1.13	24.37%	0.15	62.40%

资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

从半年度及环比数据比较中, 09 年以来营收、净利润维持同比及环比上涨的有东方电气、浙富股份、特变电工、置信电气、思源电气、智光电气、三变科技、卧龙电气、深圳惠程、荣信股份、国电南瑞和许继电气; 净利润同比超过 35% 的有东方电气、特变电工、置信电气、思源电气、三变科技、卧龙电气、荣信股份、国电南瑞。

表10. (1H2009) 传统电力设备行业上市公司资产质量与估值水平比较

单位: 亿元, %

亿元%	上市公司	资产质量指标							估值指标（TTM、09E）					
		股息率	资产负债率	ROA	ROE	速动比率	存货周转率	应收账款周转率	总市值	EPS	BPS	PE	PB	PS
发电设备	东方电气	4.74%	95.10%	1.50%	26.63%	0.59	0.56	1.60	372.12	0.78	3.31	21.22	14.63	1.13
	上海电气	65.66%	68.41%	2.61%	6.62%	0.85	1.09	2.24	1161.96	0.11	1.70	42.93	5.69	2.34
	哈空调	35.46%	51.43%	8.10%	15.76%	1.28	4.91	0.75	54.05	0.42	2.84	16.53	4.97	3.60
	浙富股份	92.37%	40.54%	4.74%	6.76%	1.87	2.90	1.34	35.65	0.40	5.93	23.18	4.20	5.64
输配电一次设备	特变电工	49.83%	58.32%	6.20%	14.15%	1.23	2.38	3.96	360.73	0.44	3.34	24.17	6.01	2.30
	天威保变	60.46%	69.76%	4.72%	10.93%	1.01	1.28	1.98	386.37	0.36	3.37	37.28	9.80	6.60
	置信电气	30.79%	28.43%	11.88%	13.88%	1.91	1.58	2.18	100.48	0.22	1.71	28.57	9.48	6.61
	平高电气	58.14%	61.72%	2.89%	5.67%	0.92	1.09	0.76	105.52	0.14	2.47	37.95	6.97	4.45
	思源电气	94.70%	23.58%	7.69%	8.68%	1.89	1.12	1.33	92.86	0.46	5.65	22.02	3.74	6.62
	长征电气	0.00%	38.52%	4.99%	7.38%	1.22	0.51	0.99	36.97	0.10	1.47	43.45	7.80	14.18
	智光电气	59.79%	49.92%	2.45%	2.80%	1.04	0.88	0.70	22.18	0.05	1.89	44.53	7.08	7.59
	东源电器	96.62%	46.09%	3.91%	5.05%	1.19	1.64	0.82	14.57	0.13	2.59	25.14	4.00	3.87
	长城电工	0.00%	54.45%	1.55%	1.55%	1.27	1.39	0.94	27.34	0.06	3.79	61.62	2.53	2.70
	三变科技	24.71%	65.96%	2.99%	5.07%	0.72	1.16	1.27	13.60	0.18	3.72	37.09	3.26	1.16
	百利电气	0.00%	31.98%	1.42%	2.11%	0.87	1.48	1.60	55.76	0.03	1.42	-	12.43	14.00
	卧龙电气	74.53%	42.38%	7.09%	10.02%	1.14	2.71	2.87	45.61	0.37	3.80	23.73	4.24	1.65
	*ST 东电	0.00%	59.80%	-1.18%	-3.37%	0.85	1.21	0.83	35.90	(0.01)	0.34	-	11.93	13.48
	深圳惠程	211.42%	21.08%	3.48%	4.22%	2.67	1.05	0.74	28.42	0.10	2.41	55.09	5.88	13.82
	长园集团	53.19%	48.09%	4.26%	5.12%	0.66	1.41	1.14	40.58	0.20	3.99	30.87	4.71	4.59
	宝胜股份	43.70%	65.28%	3.61%	6.50%	1.13	6.04	1.39	24.99	0.34	5.63	16.23	2.85	0.84

	南洋股份	386.51%	12.29%	5.39%	5.20%	4.61	1.92	1.37	32.23	0.23	4.42	24.40	3.22	4.13
	五洲明珠*	0.00%	72.63%	1.80%	1.96%	0.53	0.85	3.45	14.38	0.04	2.14	-	6.20	1.80
	荣信股份	63.69%	50.78%	6.53%	10.15%	1.85	1.57	1.03	70.34	0.30	3.07	37.33	6.11	7.17
输配电二次设备	国电南瑞	30.26%	47.51%	4.08%	7.61%	1.11	0.86	1.15	84.30	0.30	4.04	41.47	8.19	7.16
	国电南自	92.71%	69.16%	2.34%	1.78%	0.98	1.37	0.61	30.62	0.08	4.54	29.60	3.64	1.91
	许继电气	0.00%	47.89%	3.48%	2.65%	1.14	0.55	0.72	82.61	0.15	5.79	29.46	3.78	3.25
	金智科技	140.77%	27.41%	3.77%	5.76%	1.74	1.29	2.20	18.12	0.24	4.22	39.50	4.21	4.50

资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

综合比较资产质量与估值水平, 2010-2011 年对应估值有优势的主要有东方电气、哈空调、浙富股份、特变电工、思源电气、卧龙电气、东源电器、宝胜股份与国电南自; 而业绩超预期概率较高从而估值优势逐渐体现的有国电南瑞、置信电气。

2.2 (新能源设备) 上市公司盈利水平、资产运营能力及估值比较

表11. (1H2009) 新能源设备(风电、光伏与核电)行业上市公司盈利水平比较

单位: 亿元, %

亿元 %	上市公司	同比数据 (1H2008 VS 1H2009)							环比数据 (1Q2009 VS 2Q2009)			
		营业收入	YOY	净利润	YOY	毛利率	净利率	期间费用率	单季收入	YOY	净利润	YOY
风电设备行业	金风科技	38.08	216.15%	5.38	260.96%	24.25%	14.82%	6.80%	26.61	131.93%	3.59	74.92%
	东方电气	151.74	25.72%	6.87	55.10%	15.35%	4.56%	8.14%	79.55	10.20%	3.70	14.93%
	华仪电气	3.93	-8.64%	0.31	-31.92%	24.07%	8.28%	12.35%	2.33	45.11%	0.21	74.29%
	中材科技	5.75	17.54%	0.24	-32.33%	30.32%	9.02%	20.76%	3.23	28.47%	0.38	177.48%
	湘电股份	21.38	64.16%	0.55	297.92%	19.87%	4.55%	14.47%	13.41	68.26%	0.79	333.68%
	天马股份	15.53	0.57%	2.46	12.17%	31.94%	17.36%	10.38%	8.84	31.95%	1.59	42.93%
	华锐铸钢	6.96	60.63%	0.75	30.42%	18.00%	10.82%	5.48%	3.82	21.57%	0.40	14.49%
	长城电工	6.36	-9.68%	0.17	-44.77%	19.86%	3.09%	17.58%	3.39	14.03%	0.14	124.34%
	天奇股份	1.98	-62.54%	-0.15	-131.95%	16.57%	-7.27%	25.71%	1.04	11.90%	-0.16	-958.36%
	棱光实业	1.01	-48.11%	0.05	-91.07%	28.11%	3.29%	23.42%	0.62	61.41%	0.03	26093.79%
	鑫茂科技	2.14	1.45%	-0.21	1035.18%	18.69%	-13.91%	25.64%	0.86	-32.91%	-0.20	103.76%
	银星能源	3.52	104.09%	0.12	-62.44%	23.53%	3.88%	18.34%	2.74	250.10%	0.13	3015.39%
	长征电气	1.61	-43.20%	0.34	-33.18%	43.48%	20.02%	27.05%	0.90	25.90%	0.23	161.76%
	内蒙华电	33.18	-7.13%	-0.21	-58.34%	17.71%	4.35%	13.16%	17.49	11.52%	1.90	-516.90%
	金飞达	2.35	-33.93%	0.16	-39.00%	18.70%	7.59%	9.05%	1.01	-25.22%	0.08	-17.38%
光伏设备行业	川投能源	4.38	-17.66%	0.61	46.82%	24.73%	13.90%	8.53%	2.33	13.35%	0.38	60.99%
	通威股份	43.05	0.80%	0.83	12.45%	9.55%	1.77%	7.45%	28.88	103.91%	0.86	-937.01%
	南玻 A	20.66	-3.11%	2.61	-36.28%	31.30%	13.99%	17.06%	11.96	37.60%	2.20	216.10%
	拓日新能	1.06	-17.49%	0.20	-48.57%	30.95%	18.69%	14.28%	0.53	2.22%	0.09	-14.92%
	天威保变	31.58	56.72%	4.22	-9.92%	23.63%	13.63%	10.35%	17.83	29.70%	2.46	33.24%
	航天机电	3.18	-45.60%	0.16	-72.80%	24.40%	10.08%	29.70%	2.05	81.63%	0.49	-391.75%
	江苏阳光	11.61	-31.47%	0.51	-37.42%	18.22%	5.82%	11.27%	5.91	3.55%	0.32	-10.97%
	金晶科技	10.30	35.60%	0.34	-66.54%	17.18%	4.07%	12.64%	4.75	-14.30%	0.29	135.85%
	孚日股份	15.10	-7.51%	0.61	-35.71%	18.41%	4.03%	12.83%	7.80	6.68%	0.41	110.52%
	风帆股份	12.22	-34.40%	0.08	-70.47%	12.23%	0.71%	10.49%	5.98	-4.31%	0.05	70.35%
	综艺股份	2.55	-18.31%	0.19	-55.12%	16.41%	14.23%	14.33%	1.41	24.00%	0.17	-10.53%
	新华光	2.05	-35.56%	0.03	-0.36%	15.49%	2.45%	13.08%	1.47	154.96%	0.09	-317.25%
	乐山电力	4.36	7.59%	0.38	-13.84%	27.98%	9.59%	15.67%	2.25	6.36%	0.30	164.11%
	鲁阳股份	3.55	-5.26%	0.61	-8.83%	37.11%	17.09%	16.34%	2.03	33.01%	0.37	54.59%
	泰豪科技	9.63	10.66%	0.50	31.34%	22.69%	5.07%	15.80%	5.73	47.04%	0.39	289.00%
	延华智能	1.24	7.19%	0.07	-40.29%	19.76%	5.67%	10.41%	0.76	58.05%	0.05	210.15%
核电设备行业	方大 A	3.70	1.18%	0.30	44.61%	19.03%	7.31%	14.14%	2.09	30.08%	0.18	84.29%
	升华拜克	7.42	-58.96%	0.67	-15.25%	14.94%	9.66%	8.94%	3.35	-17.91%	0.36	1.38%
	东方锆业	1.00	23.06%	0.11	-13.07%	24.93%	11.37%	11.42%	0.56	26.10%	0.08	93.72%
	嘉宝集团	6.36	3.48%	1.53	236.30%	51.35%	26.17%	4.20%	5.55	584.16%	1.65	10562.25%
	兰太实业	4.07	-24.72%	-0.04	-106.61%	32.80%	-1.21%	29.63%	2.41	45.88%	-0.01	-65.36%
	中成股份	3.45	29.22%	0.15	-11.98%	13.99%	4.42%	9.34%	2.43	137.72%	0.09	35.85%
	沃尔核材	1.72	-11.98%	0.21	27.91%	36.13%	12.17%	20.66%	1.00	39.59%	0.14	82.23%

奥特迅	0.46	-38.50%	0.08	-59.78%	40.99%	16.86%	32.60%	0.25	16.05%	0.03	-29.55%
中核科技	2.89	9.23%	0.15	39.77%	22.99%	5.29%	18.29%	1.51	9.01%	0.13	419.52%
自仪股份	5.53	-0.02%	0.05	-11.84%	19.82%	0.84%	18.29%	2.77	0.50%	0.03	30.50%
海陆重工	4.66	35.05%	0.45	39.97%	22.30%	12.54%	7.85%	2.81	52.23%	0.44	202.54%
深圳能源	42.47	-21.69%	10.42	110.52%	22.66%	27.12%	8.30%	24.66	38.46%	9.51	374.80%
九龙电力	12.93	17.32%	0.22	-182.62%	11.04%	2.34%	8.46%	7.45	35.99%	0.07	-67.53%

资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

从半年度及环比数据比较中, 09 年以来营收、净利润维持同比及环比上涨的有金风科技、东方电气、湘电股份、华锐铸钢、川投能源、泰豪科技、方大 A、嘉宝集团、中核科技和海陆重工; 风电板块表现最佳, 核电次之, 光伏板块则仍是重灾区。

表12. (1H2009) 新能源设备行业上市公司资产质量与估值水平比较

单位: 亿元, %

亿元 %	上市公司	资产质量指标							估值指标 (TTM、09E)					
		股息率	资产负债率	ROA	ROE	速动比率	存货周转率	应收帐款周转率	总市值	EPS	BPS	PE	PB	PS
风电设备行业	金风科技	96.05%	61.11%	6.87%	13.93%	1.12	1.05	1.40	408.10	0.38	2.86	29.05	10.21	5.54
	东方电气	4.74%	95.10%	1.50%	26.63%	0.59	0.56	1.60	372.12	0.78	3.31	21.22	14.63	1.13
	华仪电气	34.67%	47.28%	3.84%	5.48%	1.40	1.11	0.91	39.51	0.11	2.62	29.14	5.51	5.88
	中材科技	140.35%	57.04%	4.04%	3.39%	1.09	1.55	2.26	42.75	0.16	4.80	38.85	5.94	3.56
	湘电股份	52.41%	73.10%	2.56%	4.54%	0.71	1.43	1.82	44.84	0.23	5.20	34.18	3.67	1.12
	天马股份	36.46%	36.40%	5.81%	8.87%	0.66	0.61	2.63	162.93	0.41	5.82	23.32	4.71	5.41
	华锐铸钢	79.34%	57.15%	4.60%	7.89%	0.74	1.90	2.22	49.09	0.35	4.55	26.23	5.04	3.90
	长城电工	0.00%	54.45%	1.55%	1.55%	1.27	1.39	0.94	27.34	0.06	3.79	61.62	2.53	2.70
	天奇股份	24.60%	64.66%	-0.12%	-3.55%	0.76	0.41	1.05	17.97	(0.07)	1.84	23.87	4.46	5.51
	梭光实业	0.00%	32.87%	0.88%	1.37%	0.90	6.70	1.62	28.49	0.02	1.33	0.00	7.99	17.15
	鑫茂科技	64.03%	57.33%	-1.19%	-3.67%	0.67	0.23	2.93	21.08	(0.09)	2.84	0.00	3.30	5.97
	银星能源	0.00%	83.94%	2.88%	5.63%	1.09	2.01	2.18	26.18	0.05	0.93	70.16	11.95	4.09
	长征电气	0.00%	38.52%	4.99%	7.38%	1.22	0.51	0.99	36.97	0.10	1.47	43.45	7.80	14.18
	内蒙华电	0.00%	77.55%	2.61%	-0.64%	0.29	6.14	4.68	152.95	(0.01)	1.64	48.52	4.71	1.52
光伏设备行业	金飞达	129.53%	12.40%	3.32%	3.02%	5.63	2.14	1.91	15.52	0.08	2.57	33.16	3.01	3.46
	川投能源	86.85%	12.38%	7.12%	7.11%	2.56	4.20	4.20	31.66	0.49	6.98	24.62	3.63	3.20
	通威股份	0.00%	72.85%	2.99%	7.51%	0.44	5.18	11.56	58.23	0.12	1.68	37.78	5.05	0.78
	南玻 A	67.20%	53.26%	3.42%	5.63%	0.28	4.15	7.51	182.09	0.21	3.86	28.76	3.96	4.64
	拓日新能	10.40%	26.29%	2.61%	2.88%	2.00	0.54	4.11	69.24	0.07	2.40	77.05	10.02	38.48
	天威保变	60.46%	69.76%	4.72%	10.93%	1.01	1.28	1.98	386.37	0.36	3.37	37.28	9.80	6.60
	航天机电	20.16%	54.02%	1.60%	1.27%	2.23	0.70	1.43	92.82	0.02	1.67	185.35	7.44	14.48
	江苏阳光	0.00%	42.78%	2.09%	1.82%	0.72	1.68	3.72	90.42	0.03	1.56	34.07	3.24	4.73
	金晶科技	0.00%	61.05%	1.99%	1.49%	0.68	1.98	12.01	86.51	0.06	3.88	49.44	3.78	3.86
	孚日股份	148.15%	61.63%	2.26%	2.42%	0.30	0.92	4.70	76.02	0.06	2.65	48.94	3.21	3.01
	风帆股份	0.00%	61.98%	1.69%	0.83%	0.61	1.84	4.55	51.59	0.02	2.23	61.55	5.01	2.43
	综艺股份	0.00%	26.14%	4.05%	2.89%	1.73	1.57	2.64	52.93	0.05	1.63	0.00	8.00	11.05
	新华光	0.00%	57.88%	1.10%	0.92%	1.42	0.95	1.76	22.32	0.03	3.30	0.00	6.44	5.08
	乐山电力	75.69%	69.69%	2.26%	5.80%	1.33	9.06	15.43	34.51	0.12	2.00	22.82	5.28	4.14
核电设备行业	鲁阳股份	112.36%	34.78%	6.09%	7.58%	1.28	1.28	1.39	38.23	0.28	3.77	22.88	4.72	4.99
	泰豪科技	44.01%	63.27%	2.49%	5.00%	0.82	1.21	1.16	43.10	0.13	2.68	29.20	4.24	1.92
	延华智能	0.00%	27.29%	2.32%	2.51%	1.73	0.61	2.88	9.20	0.09	3.56	53.59	3.23	3.88
	方大 A	0.00%	54.61%	2.38%	5.25%	0.84	1.77	1.27	33.29	0.07	1.37	51.76	5.69	5.32
	升华拜克	220.22%	40.21%	4.36%	6.11%	1.11	2.78	2.51	27.01	0.25	4.08	21.50	2.45	2.02
	东方锆业	0.00%	31.55%	2.88%	2.94%	1.37	0.89	1.71	21.67	0.17	7.79	58.78	4.02	9.18
	嘉宝集团	126.98%	46.45%	7.09%	9.74%	0.99	0.30	20.48	48.60	0.30	3.16	13.24	3.32	4.64
	兰太实业	10.89%	65.73%	1.25%	-0.39%	1.15	1.38	2.47	32.97	(0.01)	2.66	37.09	3.46	4.05
	中成股份	123.29%	14.28%	1.03%	1.73%	2.12	2.09	10.78	21.61	0.05	2.96	0.00	2.47	3.64
	沃尔核材	72.67%	31.82%	4.89%	5.33%	1.18	1.34	3.01	22.44	0.13	2.44	0.00	5.64	6.74
	奥特迅	116.08%	6.54%	0.78%	1.35%	12.11	0.37	0.35	18.71	0.07	5.24	29.11	3.29	24.08
	中核科技	38.44%	38.62%	1.65%	2.76%	1.73	1.49	2.01	31.47	0.08	2.79	64.13	5.59	6.00
	自仪股份	0.00%	86.09%	1.43%	2.99%	0.76	2.03	1.45	33.66	0.01	0.40	0.00	21.08	3.64
	海陆重工	72.46%	56.60%	5.00%	8.59%	0.61	0.60	2.81	30.55	0.40	4.78	28.75	5.77	2.99

深圳能源	82.10%	48.77%	5.27%	8.92%	0.71	2.83	3.55	268.26	0.47	5.48	15.19	2.37	2.89
九龙电力	0.00%	78.93%	2.25%	2.82%	0.75	3.43	1.83	28.50	0.07	2.41	125.48	3.54	1.19

资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

综合比较资产质量与估值水平, 2010-2011 年对应估值有优势有东方电气、天马股份、华锐铸钢、天奇股份、川投能源、乐山电力、泰豪科技和嘉宝集团, 考虑此类个股盈利预期较为明朗, 基本面均较为优良, 建议作为系统风险大幅释放后的首选配置品种。

3. 行业投资配置策略与重点上市公司评级

宏观经济逐季回暖, 预计 09 年 GDP 增速保八目标完成概率较高, 影响电力设备与新能源行业的关键因素(财政、货币政策、成本与产品价格波动因素、电网投资和市场竞争因素)趋势向好; 我们判断, 3-4 季度行业营收规模和盈利规模将有望实现同比与环比数据双升局面, 盈利超预期的个股将仍集中于传统发电设备、输配电一次及二次设备和风电设备板块。

行业评级: 近期大盘系统风险加剧, 使得电力设备与新能源行业上市公司盈利约束与估值体系的双重压力也得以释放, 但释放幅度较为有限, 我们判断随着风险的持续释放和本行业业绩逐季回暖的双重效应下, 建仓机会将逐步来临; 根据行业防御性特征和估值弹性良好的历史经验, 建议 3 季度末至 4 季度初超配输配电一次设备、二次设备和风电设备子行业, 配置品种可参考本次综述报告中盈利超预期概率较大的个股; 09 年剩余时间内, 智能电网、新兴能源、低碳等仍将是行业关键词, 可关注受益于此的二次设备和光伏板块的交易性机会。重点个股仍推荐东方电气、特变电工、置信电气、宝胜股份、华锐铸钢。

表 13、重点上市公司估值与评级一览

证券代码	上市公司	总市值	EPS			PE			PB	评级
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E		
600875	东方电气	372.12	0.20	1.89	2.27	202.00	21.38	17.80	14.63	买入
600089	特变电工	360.73	0.54	0.85	1.02	33.85	21.51	17.92	6.01	买入
600550	天威保变	386.37	0.81	0.95	1.17	37.59	32.05	26.03	9.80	增持
002028	思源电气	92.86	0.85	0.95	1.12	22.99	20.57	17.45	3.74	增持
600517	置信电气	100.48	0.51	0.55	0.75	29.24	27.11	19.88	9.48	买入
600312	平高电气	105.52	0.34	0.48	0.65	46.09	32.65	24.11	6.97	增持
000400	许继电气	82.61	0.10	0.48	0.72	194.60	40.54	27.03	3.78	增持
600973	宝胜股份	24.99	0.03	0.97	1.42	509.67	15.76	10.77	2.88	买入
002112	三变科技	13.60	0.22	0.45	0.54	48.55	23.48	19.76	3.26	增持
600406	国电南瑞	84.30	0.49	0.73	0.96	64.16	43.07	32.75	8.19	增持
002202	金风科技	408.10	0.91	1.02	1.27	30.32	27.05	21.72	10.21	增持
600416	湘电股份	44.84	0.25	0.50	0.87	71.12	35.56	20.44	3.67	增持
600290	华仪电气	39.51	0.30	0.66	1.05	44.77	20.35	12.79	5.51	增持
002204	华锐铸钢	49.09	0.62	0.86	1.22	33.76	24.34	17.16	5.04	买入

数据来源: 东海证券研究所

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122