

市场日趋集中，电网投资增速明显

——国网第六次中标数据点评

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《特变电工：积极布局海外，预示电网投资新趋势》

发表日期（2009/09/12）

《释放投资或成为最终选择》

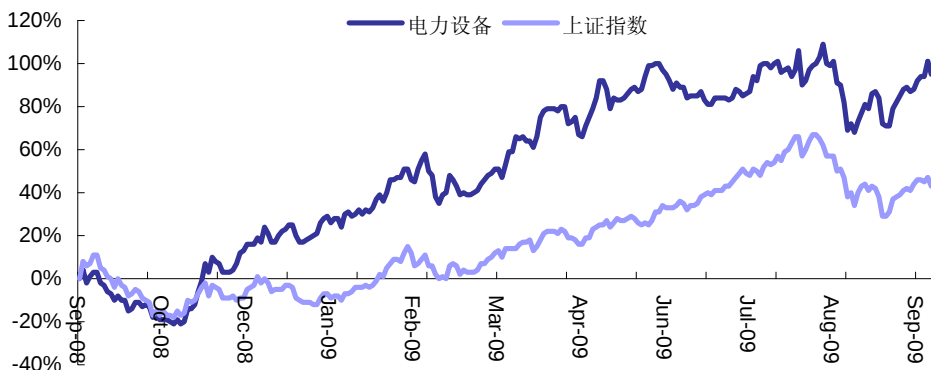
发表日期（2009/08/09）

《俄罗斯电网改造引千亿美元商机》

发表日期（2009/07/13）

- 8月17日国网公布第六次招标数据，并在9月18日公告各企业第六次中标情况。无论从招标还是中标数据看，我们可以得到一个结论：**2010年电网投资超预期是个大概率事件，而且国内市场集中度将会进一步提高。**
- 从招标数据分析，国网招标量回升明显，前五次累计需求下滑的势头得到有效的控制。220kv、500kv变压器虽然同比仍有下降，但降幅已经明显收窄。而750kv变压器招标量达到10,000MW，接近08年全年水平，这也令变压器总招标量明显提升，同比增长20.6%，环比增速高达85.5%。
- 从中标数据我们可以发现，国内市场的行业集中度得到进一步提高。特变、天威、西电的市场占有率明显提高，而常州东芝、合肥ABB、重庆西门子等合资企业的市场份额则在不断减小。
- 行业集中度日趋提高，令国内龙头企业受益明显，它们无论是从市场占有率还是从绝对量看，都比08年同期有着显著的提高。以变压器为例，前六次招标特变电工220kv、500kv、750kv变压器的市场占有率分别24.0%、37.7%、79.0%，与08年同期分别提高11.2、23.3、46.2个百分点；而累计招标量则分别同比增长**18.3%、73.5%、257.1%**。
- 我们认为，**2010年电网投资将会再次出现结构性调整**。09年由于南方电网加大投资，投资方向主要以城网、农网等配网建设为主。而2010年“南网因素”将会消失，国网将重新成为投资增速的主体。由于国网地域广阔，所以对超高压、特高压的建设更有热情。若再考虑到市场集中度提高的影响，我们预计**2010年，行业内的龙头企业将会获得更多的超额收益。**
- 同时，我们也注意到，随着电网公司“走出去”的冲动日趋明显，海外市场的拓展也是未来行业的发展方向。具有明显的技术、资金优势，以及国网下属的企业将会从中获得更多的发展机会。**重点推荐：特变电工、平高电气、天威保变、许继电气、国电南瑞。**

最近52周股价表现



分析师
唐晓斌
+755-82364440
tangxb@lhq.com

第六次招标数据：2010 年电网投资的先行指标

8 月 17 日，国网公布第六次集中招标数据。由于从第六次招标开始，大部分设备的交货时间都在 2010 年，所以第六~第八次招标可以看作是电网 2010 年投资的先行指标。由于在设备投资总量中，变压器所占的比重达到 50%，所以我们对变压器招标量的变化更加关注。

表 1、国网第六期变压器招标数据统计

	09 年第六期	08 年第六期	同比增长	09 年第五期	环比增长
220kv 变压器					
数量统计	62	83		48	
变电容量统计	11,850	15,190	-21.99%	8,763	35.22%
330kv 变压器					
数量统计	0	2		4	
变电容量统计	0	480	-	960	-
500kv 变压器					
数量统计	33	35		24	
变电容量统计	9,654	10,458	-7.69%	7,260	32.98%
750kv 变压器					
数量统计	20	0		-	
变电容量统计	10,000	0	-	-	-
合计	31,504	26,128	20.58%	16,983	85.50%

数据来源：国家电网公告。

与前五期相比，招标量回升明显。虽然 220kv、500kv 变压器仍小幅下降，但降幅已经明显收窄。同时，由于 750kv 变压器放量招标，相当于 08 年全年的总需求，第六次变压器的总招标量同比增长 20.6%，环比增长更高达 85.5%。

第六次招标招标数据的明显好转，也令我们对电网 2010 年的投资更加充满信心。

第六次中标数据：行业集中度进一步提高

9 月 18 日，国网公布了第六次各企业的中标结果。与我们先前的判断一致，未来国网对行业龙头企业更加倾斜，市场集中度将更加明显。行业的龙头企业依靠自身的产能和服务优势，可以保持高速增长。

行业集中度日趋提高，令国内龙头企业受益明显，它们无论是从市场占有率还是从绝对量看，都与 08 年同期有着显著的提高。以变压器为例，前六次招标中特变电工 220kv、500kv、750kv 变压器的市场占有率分别 24.0%、37.7%、79.0%，与 08 年同期分别提高 11.2、23.3、46.2 个百分点；而累计招标量则分别同比增长 18.3%、73.5%、257.1%。

值得注意的是，第六次招标中 750kv 变压器的招标量达到 10,000MW，接近 08 年全年的需求，这主要得益于国网加强西北电网的建设。由于 750kv 线路在西北电网的作用相当于特高压，设备盈利水平远超 500kv，所以此次特变电工获得 79% 的份额保证了公司 2010 年业绩的持续高速增长。

表 2、国网第六次变压器中标情况						MW
	2007	2008 前五次	2008 第六次	2008	2009 前五次	2009 第六次
220kv	111,705	92,050	15,190	129,050	55,657	11,850
增长率				15.53%	-39.54%	-21.99%
特变	17,430	9,900	3,780	16,560	12,674	3,510
市场占有率	15.60%	10.76%	24.88%	12.83%	22.77%	29.62%
天威	5,580	480	360	2,160	3,600	-
市场占有率	5.00%	0.52%	2.37%	1.67%	6.47%	0.00%
330kv	8,940	9,315	480	10,635	4,560	-
增长率				18.96%	-51.05%	-100.00%
特变	2,460	1,035	-	1,515	2,160	-
市场占有率	27.52%	11.11%	-	14.25%	47.37%	-
天威	720	-	-	-	-	-
市场占有率	8.05%	0.00%	-	0.00%	0.00%	-
500kv	95,522	56,678	10,458	91,166	34,820	9,654
增长率				-4.56%	-38.57%	-7.69%
特变	23,652	8,904	750	11,658	14,248	2,502
市场占有率	24.76%	15.71%	7.17%	12.79%	40.92%	25.92%
天威	10,008	4,740	2,502	8,742	1,500	750
市场占有率	10.48%	8.36%	23.92%	9.59%	4.31%	7.77%
750kv	-	6,400	-	14,000	-	9,500
增长率						
特变	-	2,100	-	2,100	-	7,500
市场占有率	-	32.81%	-	15.00%	-	78.95%
天威	-	1,500	-	3,500	-	-
市场占有率	-	23.44%	-	25.00%	-	-

数据来源：国家电网公告

表 3、国网第六次组合电器中标情况						间隔
	2007	2008 前五次	2008 第六次	2008	2009 前五次	2009 第六次
252kv	1,004	856	221	1,360	693	137
增长率				35.46%	-19.04%	-38.01%
平高电气	236	209	58	333	127	32
增长率				41.10%	-39.23%	-44.83%
市场占有率	23.51%	24.42%	26.24%	24.49%	18.33%	23.36%
平高东芝	65	37	25	78	10	-
增长率				20.00%	-72.97%	-100.00%
市场占有率	6.47%	4.32%	11.31%	5.74%	1.44%	0.00%
550kv	96	89	31	231	149	31
增长率				140.63%	67.42%	0.00%
平高东芝	36	27	13	98	42	-
增长率				172.22%	55.56%	-100.00%
市场占有率	37.50%	30.34%	41.94%	42.42%	28.19%	0.00%

数据来源：国家电网公告

2010 年电网将再次出现结构性调整

我们认为，电网投资在 2010 年将再次出现结构性调整。这种结构性调整主要指两个方面：国内及海外市场。

国内市场：“南网因素”消失，国网重新拿到接力棒

年初，国网、南网分别公布 09 年投资规划，南方电网预计投资 880 亿元，同比增长 83%；而国网则预计投资 2,500 亿元，同比仅增长 1%。

由于南方电网地域较小，所以一直以来对城网及农网建设更加关注。以 09 年为例，南网总投资同比增长 83%，而 220kv 及以上电网投资仅增长 33%，剩余部分均为配网建设。这也是首次配网投资增速超过输电网。

但 2010 年“南网因素”将会消失，电网投资增速的重任将会重新回到国网手里。由于国网地域广阔，所以国网对超高压、特高压电网的建设更有热情。所以我们判断，2010 年输电网的投资的增长将会超过行业的平均水平。

从以上电网投资风格转变看，09 年我们应该更加关注配网企业，因为这些企业交货周期短，当年可见回报；而 2010 年则更应该关注特变、天威、平高等行业的龙头企业，我们有理由相信这些企业 2010 年的业绩将会出现大幅增长。

海外市场：“走出去”的发展战略，行业为之而躁动

近年来，随着我国特高压技术的不断成熟，以及设备制造企业产能的释放，电网公司向海外市场延伸的意图逐渐明确。

而从 09 年开始，这种趋势更加明显。从国网获得菲律宾电网 25 年特许经营权，以及俄罗斯电网改造等事件都预示着行业的目光已经延伸到海外。如果海外市场得到有效地开发，平均每年 20%~30% 的新增需求也令行业的景气周期得到了有效的延长。详情请见《特变电工：积极布局海外，预示电网投资新趋势》（09/09/12），《俄罗斯电网改造引来千亿美元商机》（09/07/12）。

电力设备行业的长期、短期刺激因素

长期刺激因素：期待销售电价上调，堪比 4 万亿投资的带动效应

电价博弈：近期电网投资增速放缓的原因

国网近期投资增速下滑，最主要的原因是火电上网电价的上调，使得国网预计 09 年净利润减少 450 亿元。我们认为，目前电网公司正在与发改委进行一场博弈，电网公司对销售电价上调的诉求也更加强烈。

近期对于能源价格的讨论逐渐升温。随着水价的全面上调，市场对电价上调的预期也在不断强化。随着经济的逐渐转暖，以及 CPI 回升的需求，销售电价在 09 年底或 2010 年初上调的预期正在逐渐加强。

一旦销售电价如期上调，电网公司则有力将近两年没有释放的投资一次性释放出来。它的刺激作用堪比 08 年底 4 万亿投资的影响。

博弈在短期内即将结束

我们认为，即使销售电价不上调，这场博弈也不会持续很长时间。这种博弈已经持续了一年的时间，毕竟国网是个讲政治的地方，在其它基础建设投资都出现明显增长的情况下，如果电网投资迟迟没有增长，国网也会面临更大的政治压力。

如果这场博弈结束，那么电网投资在 2010 年超预期将成为必然。考虑到 750kv 及特高压电网建设的加快，以及水电及大型坑口电站配套建设，**预计 2010 年电网公司投资的增速将恢复到 07、08 年的水平，达到 20%~25%。**

短期刺激因素：后两次集中招标、特高压线路招标，刺激龙头企业

我们认为，国网第七、第八次招标数据非常重要。作为电网 2010 年的先行指标，它们的增减对市场判断 2010 年投资有着重要的指导作用。我们对后两次招标预期乐观，而且随着市场集中度的进一步提高，特变等行业的龙头企业将受益明显。

根据国网特高压电网建设规划，我们预计 **09 年内将有 3 条特高压线路进行招标。其中两条为交流特高压，一条为直流特高压。**每次招标对于特变、平高、天威、许继等公司都是一个刺激，短期内利好因素不断。

风险提示

- 虽然我们认为 2010 年电网投资超预期是个大概率事件，但电网是否能够如期释放投资，存在不确定性。
- 海外市场虽然诱人，但不确定因素也较多。国内电力设备制造企业能否大规模向海外出口，存在不确定性。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。