

电气设备行业的好日子来了

——电力设备行业 4 季度策略报告

分析师

徐 超:

☎(86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

周 涛:

☎(86-10) 88366060-8727

✉ zt@cgws.com

要点:

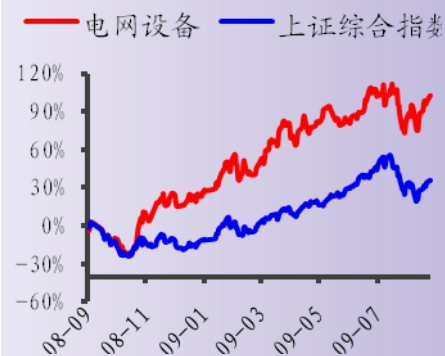
- **投资策略:** 各方面信号显示, 电网投资将一改上半年的颓势, 在 09 年的接下来几个月里密集启动, 电气设备行业的经营状况将好转, 业绩也将逐步得到提升, 我们上调电气设备板块投资评级至“推荐”。
- **发改委密集批复电网建设项目:** 发改委能源局今年前 7 个月审批通过的项目只有 76 个, 而在 8 月就密集批复了 61 个项目, 其中还包括两个大工程, 分别是新疆凤凰~乌北~吐鲁番~哈密 750 千伏输变电工程和云南德宏 500 千伏输变电工程。前者将新建 750 千伏变电站 4 座, 新增变电容量 550 万千伏安, 新建 750 千伏线路 1301 公里; 后者将新建 500 千伏变电站 2 座, 新增变电容量 225 万千伏安, 新建 500 千伏线路 913 公里。发改委审批的电网建设项目都将快速转化为电气设备行业的订单, 行业需求的变暖可以明确预期。
- **国网统一招标需求状况出现转机:** 国家电网 09 年前 5 次统一招标需求情况是不理想的, 以变压器为例, 累计需求较去年同期下降 41%。招标需求下降导致电气设备上市公司新增订单增速低于预期, 经营面临困难。情况在最近的第六次统一招标中出现了转机, 这次招标变压器需求高达 30840MVA, 较去年同批次增长 17%, 较上一次招标增长 78%。我们预计随着电网新项目的批复和实施, 国网公司未来的招标需求都将会比较好看, 电气设备行业内公司订单获取压力将明显减弱, 电气设备行业的好日子已经来了。
- **电网公司资金面改善支持电网投资加速:** 截至目前为止, 国网公司已经分别在 4 月和 6 月发行了 300 亿元中期票据, 另外, 最近 9 月初发行了 200 亿元企业债, 国网公司余下的 300 亿元中期票据和 600 亿元企业债将在 2010 年 4 月 30 日之前完成发行, 随着债券融资的加速, 国网公司资金面将得到改善。另外一条解决电网公司资金困难的途径就是上调销售电价, 缓解电网企业补贴发电行业的状况, 从根本上解决电网企业的资金问题。我们认为接下来接个月内上调销售电价也是存在可能性的, 目前的 CPI、PPI 数据为电价调整提供了空间, 而且上调电价对于调整产业结构, 限制高耗能行业盲目发展, 促进产业升级都具有重要意义。
- **重点个股推荐:** 个股方面重点推荐特变电工、许继电气、卧龙电气和置信电气。

投资评级: 推荐 (上调)

重点覆盖公司业绩预测

股票名称	09EPS	10EPS	投资评级
特变电工	0.85	1.11	推荐
许继电气	0.75	0.85	推荐
卧龙电气	0.76	0.94	推荐
置信电气	0.57	0.73	推荐
荣信股份	1.39	1.79	谨慎推荐
天威保变	0.81	1.06	谨慎推荐
国电南瑞	0.83	1.06	谨慎推荐
平高电气	0.41	0.62	谨慎推荐
浙富股份	1.01	1.32	谨慎推荐
科陆电子	0.46	0.84	谨慎推荐
思源电气	0.92	1.03	谨慎推荐

行业相对上证指数走势图



相关报告

《新能源和电力设备行业缓慢复苏——长城证券能源双周刊》

2009. 09. 16

《重点把握事件性投资机会——电力设备行业 09 下半年策略报告》

2009. 06. 15

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。



目 录

1. 电气设备板块投资评级——推荐（上调）	3
2. 09 上半年电网投资情况	5
3. 国网招标情况及市场份额统计	7
3.1 变压器	7
3.2 组合电气开关（GIS）	9
4. 电网建设在接下来的几个月将加速启动	11
4.1 发改委能源局开始密集批复电网建设项目	11
4.2 国网统一招标需求出现转机	11
4.3 国网融资将加速启动，资金面的改善将支持电网投资加速	12
5. 重点个股介绍	12

图 表 目 录

图 1: 电气设备股票市场表现的几个阶段（以置信电气为例）	3
图 2: 板块估值横向比较（09 年预测市盈率，整体法）	4
图 3: 电气设备历史估值比较（TTM 市盈率，整体法）	4
图 4: 国家电网和南方电网的投资计划	5
图 5: 发电量数据	6
图 6: 08 年以来变压器统一招标需求	7
图 7: 750KV 变压器 08 年和 09 年前六次市场份额	8
图 8: 500KV 变压器 08 年和 09 年前 6 次招标市场份额	8
图 9: 220KV 变压器 08 年和 09 年前 6 次招标市场份额	9
图 10: 08 年以来国网统一招标 GIS 需求	9
图 11: 550KVGIS08 年和 09 年前 6 次招标市场份额	10
图 12: 252KVGIS08 年和 09 年前 6 次招标市场份额	10
图 13: 电网建设项目审批情况	11
图 14: 最近几年国家电网的债券融资情况	12
图 15: 特变电工在国网统一招标中标情况	13
表 1: 国网和南网公司 09 上半年经营数据	7



1. 电气设备板块投资评级——推荐（上调）

首先我们回顾一下电气设备板块市场表现，今年以来主要经历了如下几个阶段。

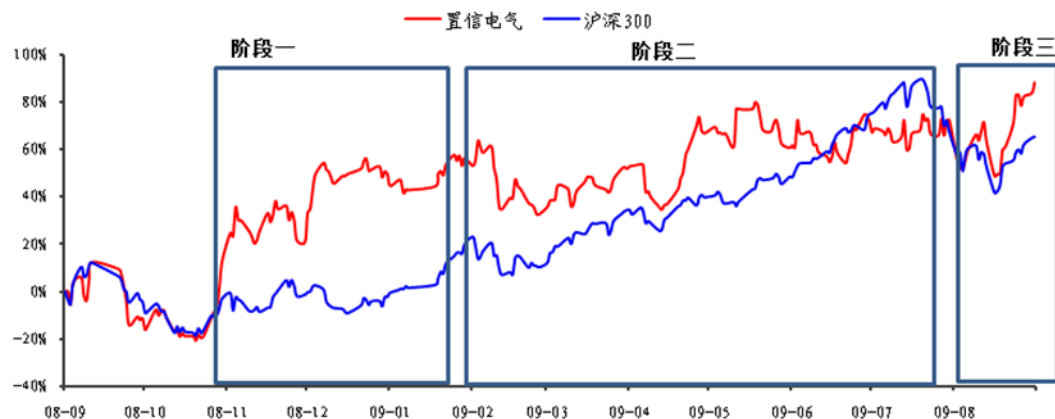
阶段一：投资拉动预期带来的上涨行情，时间在2008年11月至2009年2月。面对全球金融危机，我国政府果断出击，提出了4万亿的投资计划，以振兴经济。这个阶段市场普遍预期电网跟铁路一样，是积极财政政策的主要发力点，电气设备板块面临非常好的市场机遇，板块也跟水泥、铁建等一样，走出了一段拉升行情，我们把这个阶段定义为“**投资预期**”行情阶段。

阶段二：经营环境低于预期后的横盘行情，时间主要是2009年3月至2009年7月。在这个时期内，我国实施了积极地财政政策配合着宽松的货币政策，美联储也抛出了购买美元国债的计划，市场在充裕的流动性支持下，走出了一波通胀预期行情，资源（煤炭、有色）和资产（房地产）类板块是市场的主角，带领大盘节节高升。与此同时，电气设备板块由于投资热情低于预期，行业经营环境不好，新增订单萎靡，二级市场也伴随之走出了盘整行情，整个板块的机会都不大，表现落后于大盘。相应的，我们在二季度、中期策略报告中分别给出了“谨慎推荐”和“中性”的投资评级。我们把这个阶段定义为“**投资预期落空**”行情阶段。

个别行情：国网收购行情，主要体现在平高电气和许继电气上面。在上面所说的第二阶段，整个板块表现不佳，落后于大市，但是由于国家电网公司对平高集团和许继集团的收购，带来了相应个股的上涨行情。

阶段三：行业投资加速带来的业绩支撑行情，时间从8月份开始，预计4季度将得到持续。这一阶段目前还只进行了一部分，尚未看到全貌，也是我们要在本文中要重点论述的。我们预计2009年的最后5个月电网投资热情将出现转机，国网统一招标需求的提升、发改委能源局密集批复相关项目以及国网公司融资的加速启动都是行业状况好转的信号。电气设备行业在经营中将表现出订单增加、需求好转，公司业绩逐步好转，这些都将及时的体现在二级市场上，电气设备板块在接下来的几个月里将表现出良好的防御性，出现超越大盘的表现，我们把这个阶段定义为“**业绩预期**”行情阶段。

图 1：电气设备股票市场表现的几个阶段（以置信电气为例）

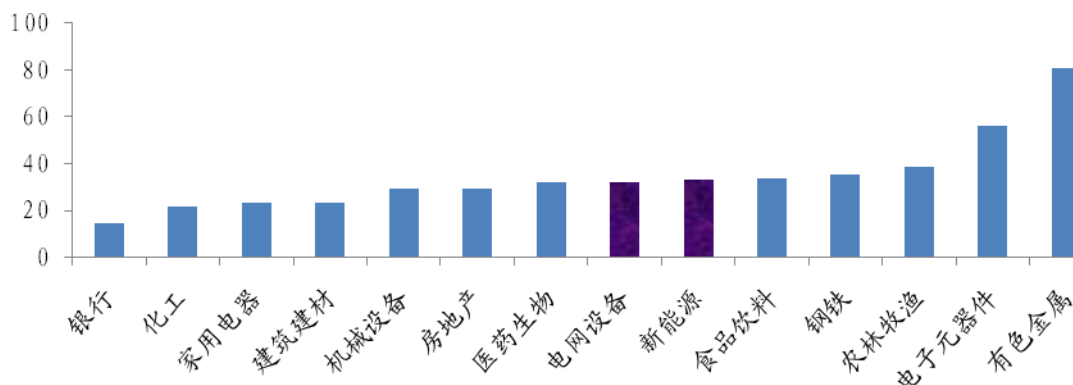


资料来源：长城证券研究所整理

我们对板块的估值做横向和纵向比较，以探讨估值的安全边际：

横向比较我们可以看出，电气设备和新能源 09 年动态市盈率分别在 32 倍和 33 倍，估值基本合理，比银行、化工、家电估值高，明显低于农业、电子元器件和有色的估值，具备一定的横向估值安全边际。

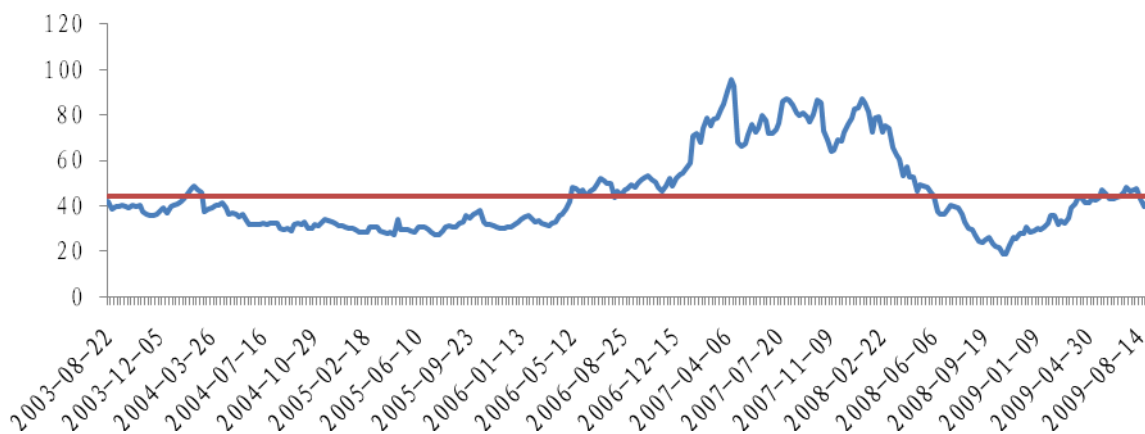
图 2：板块估值横向比较（09 年预测市盈率，整体法）



资料来源：wind，长城证券研究所整理

纵向比较，我们统计的电气设备板块最近 6 年来的估值水平如下图所示，从图中可以看出，板块目前估值水平基本合理，显著低于 2006、2007 年水平，随着接下来行业经营状况的好转，板块盈利能力将进一步增强，目前的估值能够得到有效支撑。

图 3：电气设备历史估值比较（TTM 市盈率，整体法）



资料来源：wind，长城证券研究所整理

鉴于电网投资热情有望变暖，电气设备行业经营状况将得到环比改善，业绩也将逐步提升，板块的二级市场表现将表现出优异的防御性，我们提升板块的投资评级至“推荐”，建议重点关注的个股包括特变电工、许继电气、置信电气和卧龙电气。个股的投资建议如下表所示：

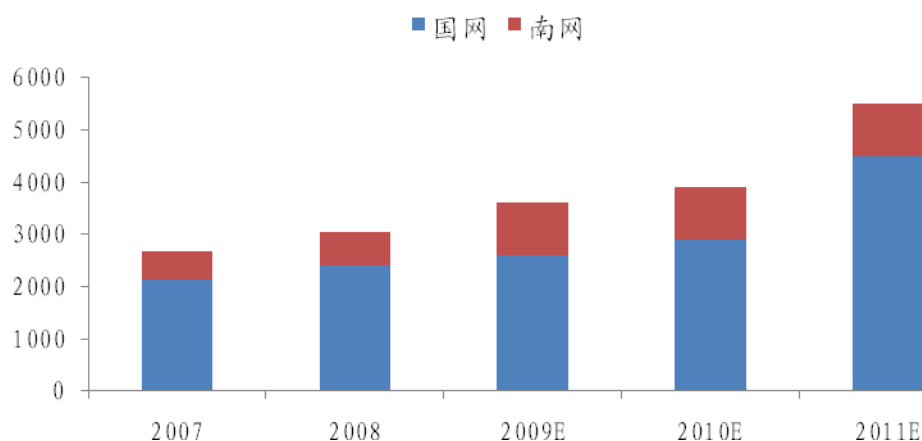


股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	09PE	10PE	投资评级
600089	特变电工	0.85	1.11	26	20	推荐
000400	许继电气	0.75	0.85	33	29	推荐
600580	卧龙电气	0.76	0.94	24	19	推荐
600517	置信电气	0.57	0.73	35	27	推荐
002123	荣信股份	1.39	1.79	26	20	谨慎推荐
600550	天威保变	0.81	1.06	44	34	谨慎推荐
600406	国电南瑞	0.83	1.06	47	37	谨慎推荐
600312	平高电气	0.41	0.62	47	31	谨慎推荐
002266	浙富股份	1.01	1.32	26	20	谨慎推荐
002121	科陆电子	0.46	0.84	37	21	谨慎推荐
002028	思源电气	0.92	1.03	27	24	谨慎推荐

2. 09 上半年电网投资情况

1-8 月份，全国完成电网基本建设投资仅 1897 亿元，而同期电源基本建设投资高达 2002 亿元，电网建设再一次低于电源建设。这样的结果是非常不合理的，我国最近几年来电网建设落后于电源建设，目前发电装机已经出现过剩，而输配电能力却不足，特别是西电东送能力，2008 全年我国电网投资略超了电源投资，情况出现了合理的拐点，09 年在全球经济不景气，国家出台积极财政政策鼓励投资的时期，电网建设起初被给予了很高的预期，市场一致认为电网投资将是拉动经济的重要引擎。然而，从前目前的数据来看，电网建设的投资热情远低于预期，前 8 个月仅完成了国家电网和南方电网今年规划投资 3600 亿元的 52.7%。

图 4：国家电网和南方电网的投资计划



资料来源：长城证券研究所整理

电网投资低于预期的主要原因有两方面：

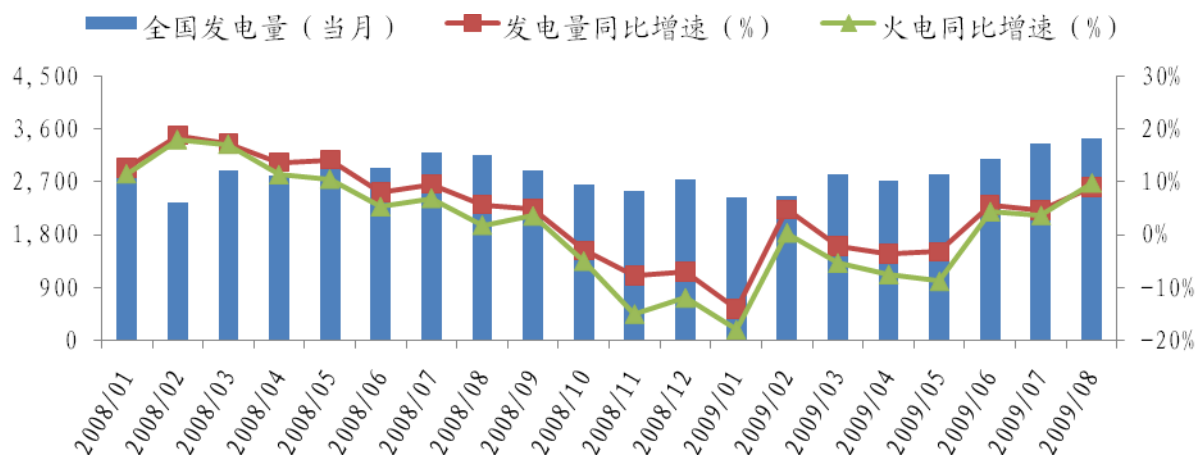
一是电力需求疲软

2009 年前 8 个月，我国发电量累计 23156 亿千瓦时，其中火电占 80.13%，水电占

比 16.47%，具体数据如下图所示，我们可以看到，单月发电量在去年底和今年 4、5 月份表现都不好，同比出现了较大幅度的负增长，火电受到水电挤出效应的影响，在需求疲软时表现得更加糟糕，具备更大的弹性。

从用电数据来看，前 8 个月我国总用电量累计 23409 亿千瓦时，同比略微增长 0.36%，火电设备利用小时数出现较大幅度下滑，前 8 个月累计平均利用小时数为 3107 小时，较去年情况减少 301 小时。

图 5：发电量数据



资料来源：wind，长城证券研究所整理

从单月用电数据来看，09 年前 5 个月均为负增长，从 6 月份开始转正，6、7、8 月用电量同比分别增长 4.4%、6.3%和 8.3%，火电设备利用小时数也出现了相应的增长，单月利用小时数分别为 395、429 和 442 小时。用电量数据目前已经走出低谷，表现出一些喜人信号，这将促进电网的相关投资走出低谷。

二是电网公司资金面紧张

发改委在 08 年下半年两次上调了上网电价，而销售电价仅上调了一次，直接造成了电网公司的资金面紧张，相当于两网公司补贴了整个电力行业。根据两网公司的 09 半年报，国家电网上半年亏损 170 亿元，南方电网亏损 8 亿元。国网公司的投资现金净流出也有一定的萎缩，仅有 1119 亿元，较去年同期减少了 188 亿元，这表现在电气设备行业就是项目延迟，发货推迟，应收账款增加，现金流紧张。国网公司 09 上半年筹资活动也表现的不激进，筹资活动净流入仅 257 亿元，较去年同期减少了 385 亿元，这在电气设备行业就表现为国网项目延迟，招标需求短期内大幅萎缩，上半年国网前 5 次统一招标设备需求出现了不同程度的减少，以变压器为例，需求同比减少 41%。

表 1: 国网和南网公司 09 上半年经营数据

	国家电网		南方电网	
	2009H1	2008H1	2009H1	2008H1
净利润	-170	11.2	-8	13
经营现金流	909	870	215	177
投资现金流	-1119	-1307	-243	-202
筹资现金流	257	642	172	106

资料来源：长城证券研究所整理

我们预计电网公司的资金面得到改善后将有效的支持电网建设投资，而资金面的改善可能的来源包括债务融资、上调销售电价和政府注资，相应的事件发生之后电网投资可能加速启动。

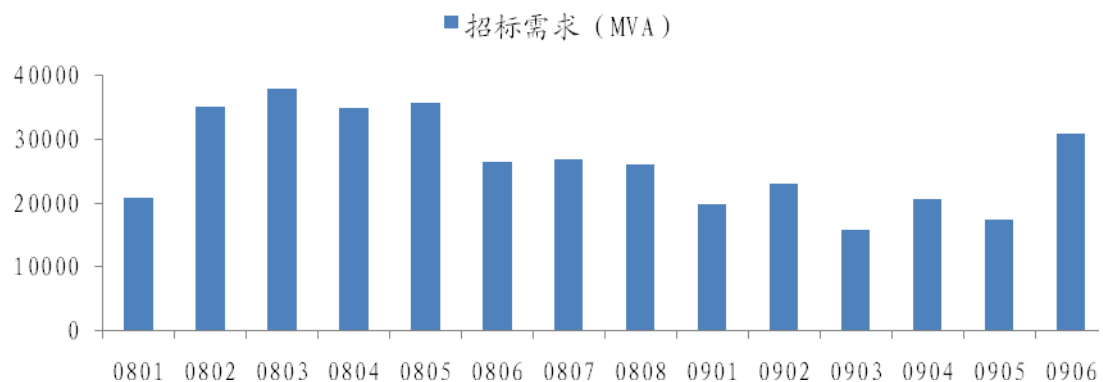
3. 国网招标情况及市场份额统计

2009 年到目前为止，国家电网共进行了 6 次主设备统一招标，下面我们分析一下变压器和组合电气开关（GIS）08 年以来的招标数据，一窥行业状况和竞争格局。

3.1 变压器

08 年以来历次变压器统一招标的需求情况如下图所示。从统计数据我们可以看出，09 年前 5 次招标需求是萎缩的，比去年同批次需求分别下降了 5%、34%、58%、41%和 51%，累计需求下降 41%，这一情况在最近的第六次招标中得到了改善，需求量合计达到 30840MVA，比去年同批次增长 17%。

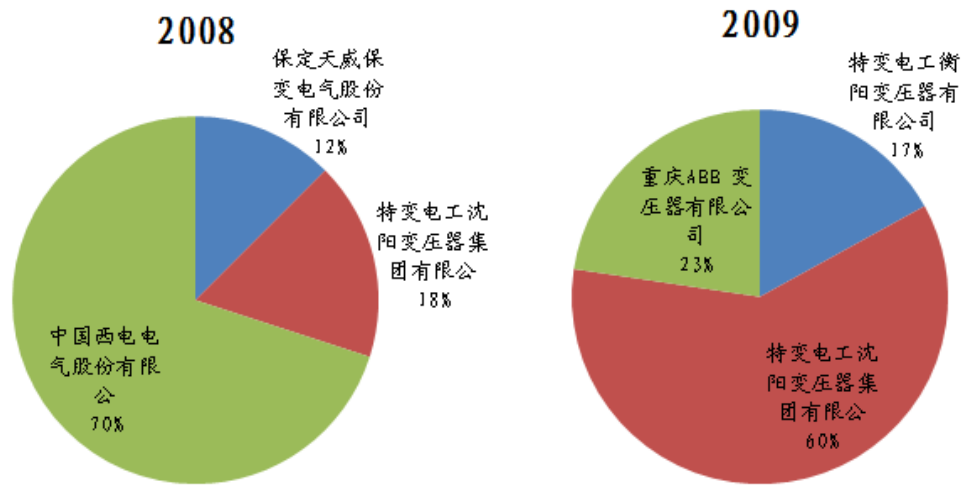
图 6: 08 年以来变压器统一招标需求



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

750KV 变压器 08 年和 09 年前 6 次（09 年仅第六次招标有 750KV 变压器需求）招标市场份额统计如下图所示，这部分市场参与者比较少，主要包括特变电工、天威保变、西电电气股份、重庆 ABB 等。从中标结果可以看出，特变电工的竞争实力很强，市场份额有了大幅度提高，从 08 年的 18%提升至 09 年前 6 次的 77%。

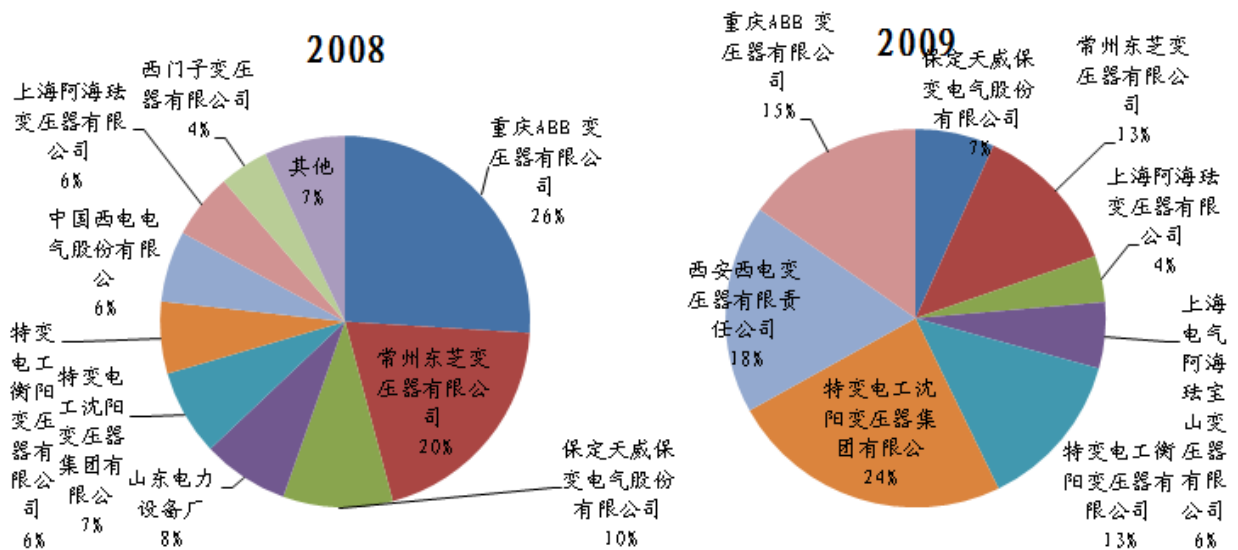
图 7: 750KV 变压器 08 年和 09 年前六次市场份额



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

500KV 级别变压器的市场份额统计如下图所示，从图中可以看出，这一级别产品市场参与者已经比较多了，主要包括重庆 ABB、常州东芝、天威保变、特变电工、西电电气股份等。从中标结果来看，特变电工市场份额由 13% 大幅提升至 37%，天威保变市场份额略有下降，从 10% 降至 7%。

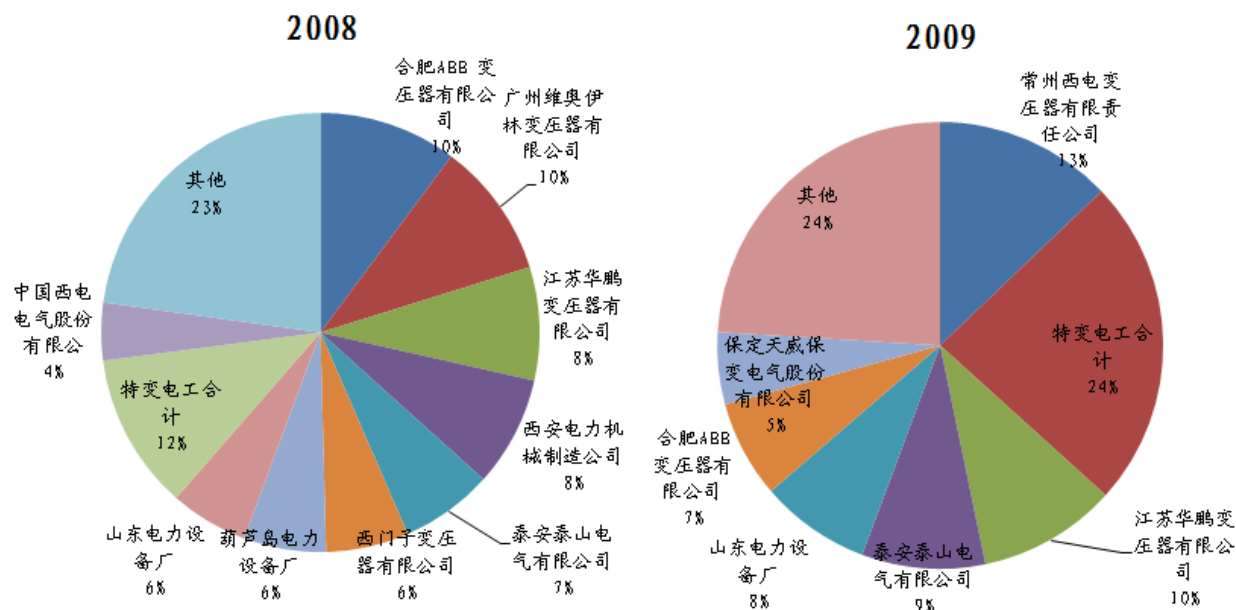
图 8: 500KV 变压器 08 年和 09 年前 6 次招标市场份额



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

220KV 级别电压器竞争充分，市场参与者众多，主要包括合肥 ABB、常州西电变压器、特变电工、西电电气股份、山东电力设备厂、江苏华鹏等。上市公司特变电工市场份额由 08 年的 12% 提升至 24%。

图 9：220KV 变压器 08 年和 09 年前 6 次招标市场份额

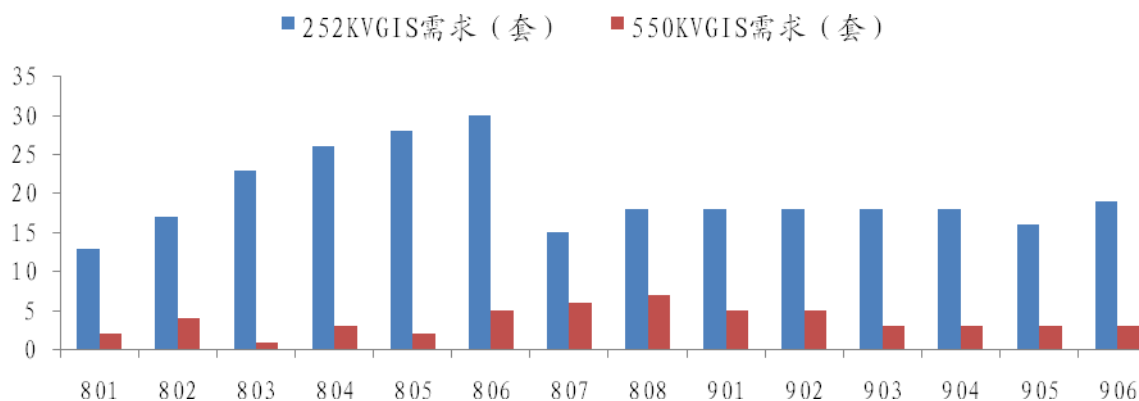


资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

3.2 组合电气开关（GIS）

组合电气开关作为另一大重要一次设备，值得我们重点关注，下图统计了 08 年以来历次国网统一招标的需求情况。统计结果显示，09 年前 6 次招标中，550KV 产品累计需求比去年同期增长 29%，而 252KV 产品较去年同期需求下滑 22%。

图 10：08 年以来国网统一招标 GIS 需求

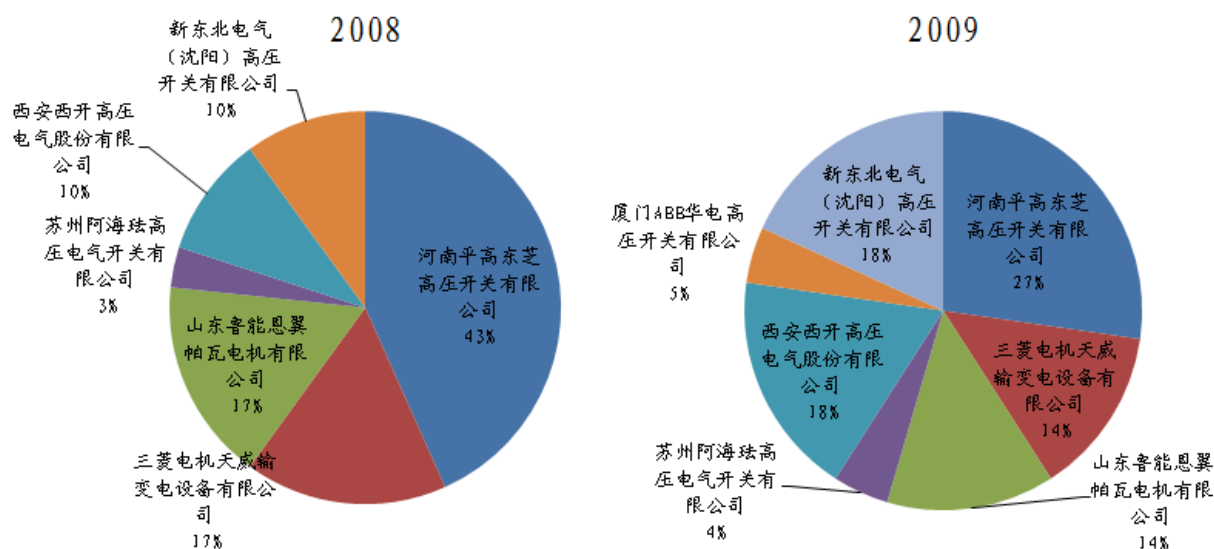


资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

500KV 级别产品的市场份额如下图所示，上市公司平高电气参股 50%的合营公司平高东芝是主要的市场竞争者，但是其市场份额有一定的下滑，从 08 年的 43%降低 09 年的 27%。西开高压开关市场份额从 10%提升至 18%，其他的重要参与者还包括三菱电

机天威输变电设备、新东北电气沈阳高压开关厂、山东鲁能恩翼帕瓦、苏州阿海珐等。

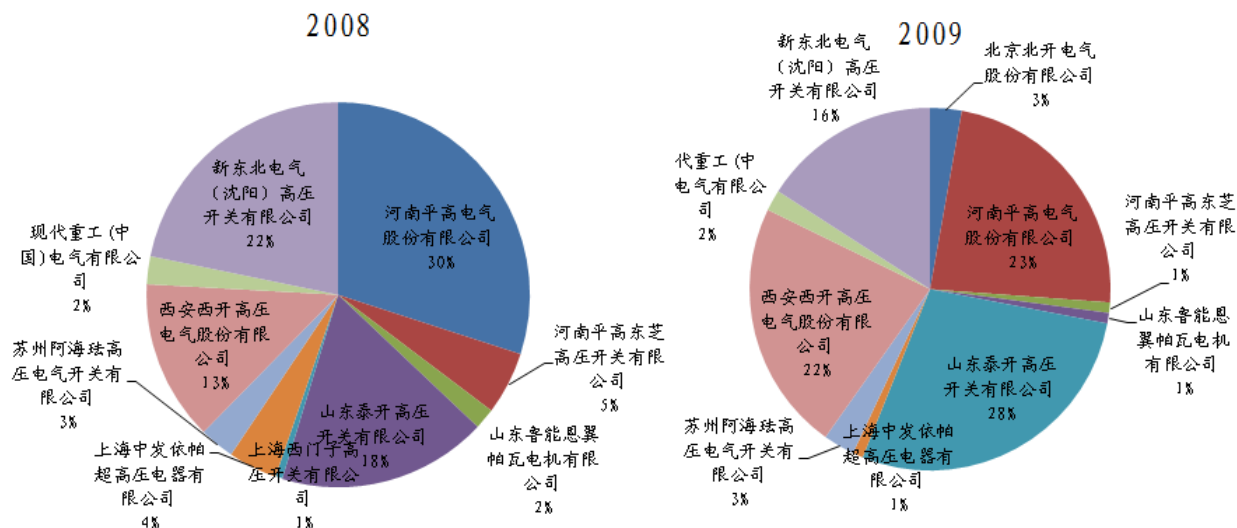
图 11: 550KV GIS 08 年和 09 年前 6 次招标市场份额



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

220KV 电压级别的市场格局如下图所示，主要参与者包括平高电气、山东泰开高压开关、新东北电气沈阳高压开关、西开高压开关、平高东芝等。上市公司平高电气的市场份额从 08 年的 30% 下降到 09 年前 6 次累计的 23%，市场份额下滑的原因之一是平高电气公司由于产品故障问题，被国家电网暂停投标资格一次。

图 12: 252KV GIS 08 年和 09 年前 6 次招标市场份额



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

4. 电网建设在接下来的几个月将加速启动

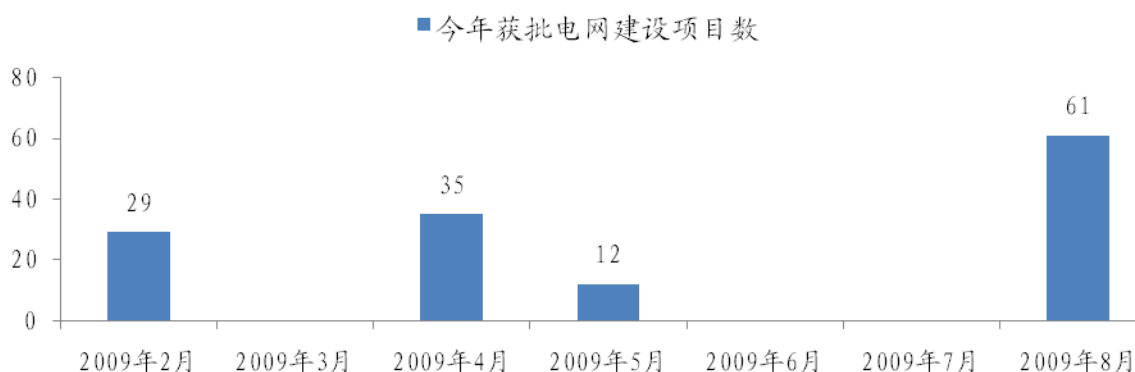
接下来我们将从几个方面说明电网投资在接下来的几个月里加速启动，一改 09 上半年的投资颓势。

4.1 发改委能源局开始密集批复电网建设项目

发改委能源局今年有 4 个月份审批的电网建设项目，具体情况统计如下图所示。能源局在 8 月密集审批了一大批项目，合计多达 61 个，而 09 年前 7 个月审批通过的项目也只有 76 个。

8 月批复的项目之中还包括两个大工程，分别是新疆凤凰~乌北~吐鲁番~哈密 750 千伏输变电工程和云南德宏 500 千伏输变电工程。前者将新建 750 千伏变电站 4 座，新增变电容量 550 万千伏安，新建 750 千伏线路 1301 公里；后者将新建 500 千伏变电站 2 座，新增变电容量 225 万千伏安，新建 500 千伏线路 913 公里。

图 13: 电网建设项目审批情况



资料来源：发改委能源局，长城证券研究所整理

发改委审批的电网建设项目都将快速转化为电气设备行业的订单，行业需求的变暖可以明确预期。

4.2 国网统一招标需求出现转机

到目前为止，国家电网 09 年统一招标已经进行了 6 次。以变压器的需求量为例，09 年以来统一招标需求的数据如图 6 所示。今年前 5 次国网统一招标需求情况是不理想的，较 08 年同批次分别下降了 5%、34%、58%、41%和 51%，前 5 次需求累计下降 41%。其他的一次设备需求也出现了不同程度的萎缩，220KV GIS 前 6 次招标累计需求 107 台，较去年同期减少 22%，唯有 500KV GIS 表现抢眼，需求达到 22 台，较去年同期增长 29%。电气设备上市公司明显感觉到订单需求萎缩，新增订单增速低于预期，经营面临困难。

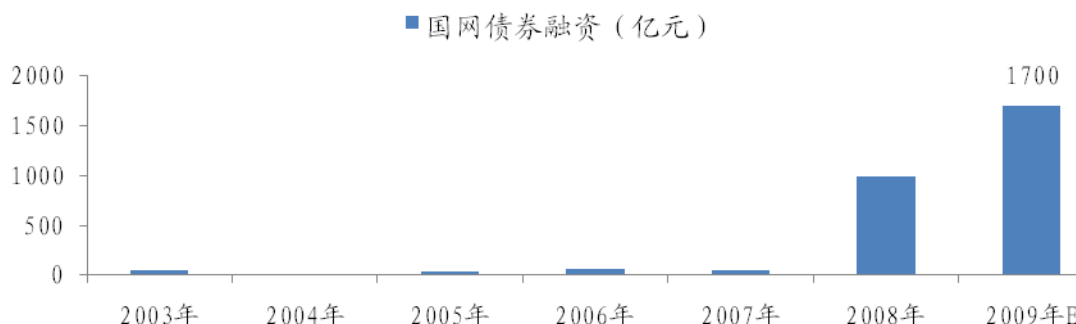
但是情况在 8 月中下旬的第六次统一招标中出现了改变，最近的这次招标变压器需求高达 30840MVA，较去年同批次增长 17%，较上一次招标增长 78%，特别是 750KV 产品需求增长快，招标数量多达 20 台。

我们预计随着电网新项目的批复和实施，国网公司未来的招标需求都将会比较好，电气设备行业内公司订单获取压力将明显减弱。经营状况的改善接下来将伴随业绩的环比提升，电气设备行业的好日子已经来了。

4.3 国网融资将加速启动，资金面的改善将支持电网投资加速

国家电网公司 2003-2009 年债券融资情况如下图所示。

图 14：最近几年国家电网的债券融资情况



资料来源：长城证券研究所整理

2008 年由于电网投资的加速，国网公司发行了 2 期合计 395 亿元的企业债和 3 期合计 600 亿元的短期融资券，其中 300 亿元已经到期，今年 10 月和 12 月还分别有 150 亿的短融到期。

根据国家电网公司的融资计划，09 年公司将发行 800 亿元企业债和 900 亿元中期票据，截至目前为止，国网公司已经分别在 4 月和 6 月发行了 300 亿元中期票据，另外，最近 9 月初发行了 200 亿元企业债，募集资金中的 130 亿元将用于四川复龙至上海南汇特高压直流示范工程等项目，30 亿元用于偿还商业银行贷款，40 亿元用于补充流动资金。国网公司余下的 300 亿元中期票据和 600 亿元企业债将在 2010 年 4 月 30 日之前完成发行。国网公司的债券融资可以有效的缓解资金压力，加大电网投资力度。

债券融资是解决电网公司资金紧张局面的一条途径，它以提高企业的资产负债率为代价。另外一条解决电网公司资金困难的途径就是上调销售电价，缓解电网企业补助发电行业的状况，从根本上解决电网企业的资金问题。我们认为上调销售电价是存在可能性的，目前的 CPI、PPI 数据为电价调整提供了空间，而且上调电价对于调整产业结构，限制高耗能行业盲目发展，促进产业升级都具有重要意义。

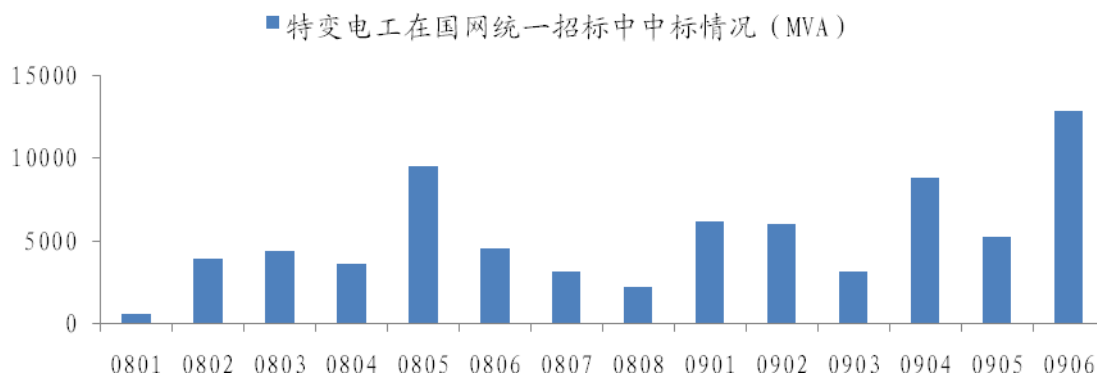
5. 重点个股推荐

特变电工

公司是我国变压器领域的龙头企业，2009 年国家电网主设备的 6 次招标中，公司市场份额大幅提升，750KV、500KV、220KV 电压级别产品的市场份额分别达到 77%、37% 和 24%，而在 08 全年的招标中，公司的市场份额分别只有 18%、13% 和 12%。截至目前为止，特变电工 09 年在国家电网统一招标中获得超过 4000 万千伏安变压器合同，比

去年同期增长 59%，而行业总体是负增长 33%。随着沈阳、衡阳和天津新项目的投产，预计公司在 09 年底可以达到 1.7 亿千伏安的产能，可以明确预期，特变电工将成为我国特高压建设的最大受益者之一。特变电工 08 年以来参与国网统一招标获取变压器合同情况如下图所示，我们可以看出公司业务增长的喜人态势。

图 15：特变电工在国网统一招标中中标情况



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

此外，海外市场也将成为公司订单的重要来源之一。公司作为我国电力设备的优势企业，将充分受益俄罗斯、菲律宾等国家的电网升级改造，特别是俄罗斯项目，公司将利用其地缘优势，积极开拓市场，前景非常好，目前海外业务已经颇有斩获。

公司的新能源业务暂时不看好，计划 09 年底投产的多晶硅项目预计不能盈利，电池片业务毛利率也下滑到了 09 年中期的 2%。

我们预计公司 09、10 年 eps 分别为 0.85 元和 1.11 元，目前股价对应的市盈率分别为 26 倍和 20 倍，给予“推荐”投资评级。

许继电气

许继集团向上市公司的资产注入在 2007 年底就已经提出来，但是后来由于平安信托的收购而搁置，在今年 6 月，集团再次重启了资产注入事项。跟管理层交流得知目前事情进展顺利，各项评估和准备工作已经接近尾声，公司将于近日召开二次董事会和股东大会讨论，集团的资产注入并不会由于国网公司的收购而再次停滞，预计全部工作的完成在今年底或者明年初。

另外，中国电科院对许继集团的收购也在正常进行，目前正处在谈判之中，尽管存在一些反对声音，但是收购成功是大概率事件。中国电科院对许继集团的收购整合将分几步走，第一步是以资产对集团增资，拟注入资产有 7、8 家公司，其中最主要的是重庆渝能泰山电线电缆公司和重庆铁塔公司，增资完成后中国电科院占集团 60% 的股权，平安信托占 40% 股权。接下来平安信托将采用合适的方式转让集团股权，转而受让上市公司许继电气部分股份，实现财务投资者的退出，中国电科院的相关资产将最终注入上市公司。国网公司的战略是整合电科院的研发优势和许继集团的产业化优势，打造电气设备，特别是二次设备领域的优势企业。但是电科院的优质资产对上市公司的影响最早也要在 2010 年才能开始体现。



集团注入的最核心资产是电力电子业务，主要产品为高压直流换流阀、风电变流器和直流融冰装置，这块资产盈利能力强，市场前景广阔，直流换流阀业务还与中国电科院形成同业竞争，给予了想象空间，风电变流器业务市场容量目前超过 60 亿元，并且处于快速增长中，前景非常好。综合集团拟注入的资产，许继电气目前股价在 30 倍左右市盈率，考虑到中国电科院资产进一步整合的预期和国网公司的业务支持，我们认为许继电气应当享有估值溢价，给予“推荐”投资评级。

卧龙电气

卧龙电气集团股份有限公司成立于 1995 年，地处浙江上虞，2002 年成功挂牌上海证券交易所。上市后，公司业务规模、经营业绩实现了稳健成长，主营业务最初为单一的微电机，上市后通过一系列的并购扩张，目前形成了 3 大主要业务板块，分别是电机、特种变压器和网络电源。

电机：电机是公司的传统业务，08 年贡献了接近一半的营业利润，09 年上半年这一比例下滑至 34%，电机行业对公司业绩的影响越来越弱。电机业务受宏观环境以及出口恶化等影响，目前景气度不高，处于行业低谷上半年电机业务营业收入同比下降 29%，预计 09 年下半年、2010 年将逐步恢复正增长，当前的低基数可以为接下来几年的业绩增长提供空间。

特种变压器：公司铁路牵引变压器的业务主体是银川卧龙变压器厂，其前身是银川变压器厂，2005 年破产，资产被卧龙电气收购。经过几年的经营，银川卧龙净利润快速增长，从最初的破产资产，到 2008 年净利润 3241 万元，2009 年上半年表现更好，实现净利润 3296 万元，已经成为公司的重要盈利来源。国家出台积极财政政策后，铁路投资成为了拉动需求的重要着力点。根据铁道部最新数据，09 年 1-6 月全国铁路基本建设投资 2014 亿元，同比增长 155%，情况远远好于同期国家电网的投资情况，公司的牵引变压器业务也正享受行业的高景气。

网络电源：卧龙电气的网络电源业务实施主体是卧龙灯塔，其前身为浙江灯塔蓄电池有限公司，2002 年由卧龙电气收购，主要产品为铅酸电池 UPS，应用在移动基站。卧龙电气收购之后，卧龙灯塔公司盈利逐步好转，08 年净利润达到 4839 万元，09 年上半年再次超预期，净利润高达 4031 万元。卧龙灯塔的 UPS 产品主要客户是华为、中兴、中国移动、中国联通、中国电信等。3G 牌照发放后，相关的投资正式启动，UPS 电源市场产生巨大的需求，公司这部分业务上半年营业收入同比增长 23%。

我们预测卧龙电气 09、10 年可分别实现营业收入 23 亿元和 29 亿元，实现净利润 2.15 亿元和 2.67 亿元，每股收益分别为 0.76 和 0.94 元，目前股价对应的市盈率分别为 24 倍和 19 倍，公司业绩属于稳健增长性，估值比较同类公司偏低，维持“推荐”投资评级。

置信电气

上海置信电气股份有限公司是一家专业生产非晶合金变压器的企业，公司引进美国通用电气公司的设计技术，自主开发生产具有国际先进水平的非晶合金配电变压器和非晶合金组合式变压器。通过二次开发和技术创新，目前公司已经全面掌握非晶合金变压器的研发、设计、生产和制造技术，公司产品具有低噪音、高可靠性的特点，顺利地通过了国家变压器测试。公司是我国非晶变压器的龙头企业，市场份额高达 80%，竞争对手主要是传统硅钢变压器生产商。



8月27日，国家电网公司与世界银行代表在北京签署电网CDM项目意向书，双方拟在电网环节节能减排方面展开深入合作。此次达成的项目将通过安装高效变压器替代高耗能配电变压器，实现节能减排，产生的二氧化碳减排量将由世界银行购买，该项目涉及26个省网公司，计划逐批更换高耗能配变16.6万台，预计到2012年最大可减排二氧化碳75万吨。此次合作意向书提到的“高效节能配电变压器”预计将主要是非晶合金变压器。较传统硅钢S9变压器，非晶合金产品具备非常好的节能效果，其空载损耗可以降低75%左右，以一台500KVA的配变为例，置信电气生产的SBH16-M非晶合金配变每年节约电能可以高达6700KWH，但是产品价格较传统硅钢产品高出20%左右。非晶合金变压器之前推广比较慢，试产接受度不高，其主要原因是其售价略高，一次性投资支出比较多，置信电气的业务推广也主要采取与各省电力系统优势企业合作的方式，成本较高，此次国网的CDM项目将为行业带来16.6万台的市场机会，而置信电气08年产量只有3万多台，全行业08年需求在4万台左右，新增的市场需求非常显著，作为行业龙头，置信电气将充分受益电网节能减排改造。

我们预计公司09、10年EPS分别为0.57元和0.71元，目前股价对应的市盈率分别为35倍和27倍，国网的CDM项目可能为公司带来业绩超预期，继续维持其“推荐”投资评级。

研究员介绍及承诺:

徐 超: 清华大学工学硕士, 注册国际投资分析师 (CIIA), 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

周 涛: 清华大学物理学博士, 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%; 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间; 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间; 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。