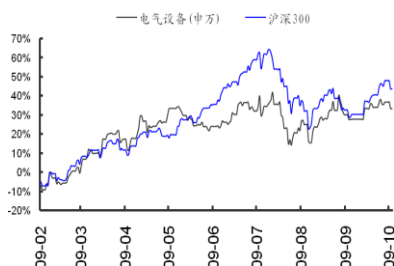


电气设备

维持评级：强于大市

相对沪深 300 表现



指数表现	1m %	3m %	12m %
电气设备	2.5	-4.7	150.3
沪深 300	8.4	-11.7	99.2

重点公司	6m %	YTD %	评级
特变电工	17.8	106.8	买入
许继电气	65.8	303.3	增持
平高电气	40.3	122.8	增持
东方电气	13.1	168.7	增持
置信电气	39.9	135.0	增持
国电南瑞	34.5	138.8	中性

相关报告

《电气设备：智能电网促行业持续发展》
2009.7

《电气设备：火电低迷 输变电高景气》
2009.6

联系人

孙林

电话：0755-83706909

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。

■ 2009 年 1-9 月，发电设备累计产量为 8339.42 万千瓦，同比下降 14.99%，9 月单月产量为 1218.02 万千瓦时，同比下降 18.06%，近 3 个月的月降幅有所扩大。我们仍旧认为，受电源投资的总量下降的影响，发电设备的产量下降是顺理成章的事情。未来电力需求不出现跃迁式增长，在可预见的未来几年内，发电设备产量的增长进入低速平稳期。

■ 输变电设备需求较为乐观。1-9 月，变压器产量为 9.33 亿千伏安，同比增长 9.70%，高压开关板和低压开关板产量分别为 50.6 万面和 365 万面，分别增长 18.12% 和下降 5.40%，电力电缆生产 1547 万千米，同比增长 13.12%。我们认为受益于特高压输配电方面具有产品竞争力的龙头企业仍可以保持较快和稳定的增长，比如特变电工，平高电气。

■ 国网今年第 7 期设备招标可构成交易性投资机会。从第 7 批招标量情况来看，变压器容量将招标 3040 万 KVA，较 08 年第七批招标 2631 万 KVA 增长了 15.53%，而 GIS 气体绝缘开关招标 184 个，较 08 年第七批 163 个增长了 12.88%。我们预计这个中标结果将在 11 月中旬之前公布，可对相关企业特变电工，天威保变和平高电气股价有一定利好。

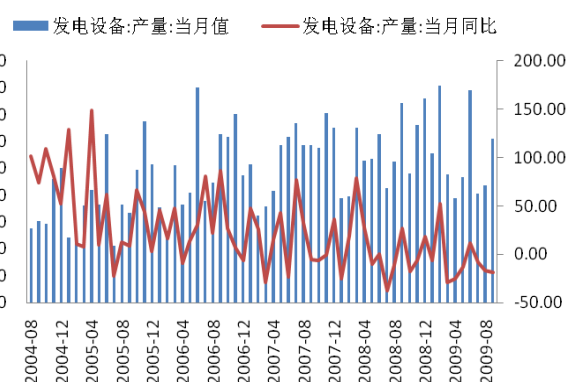
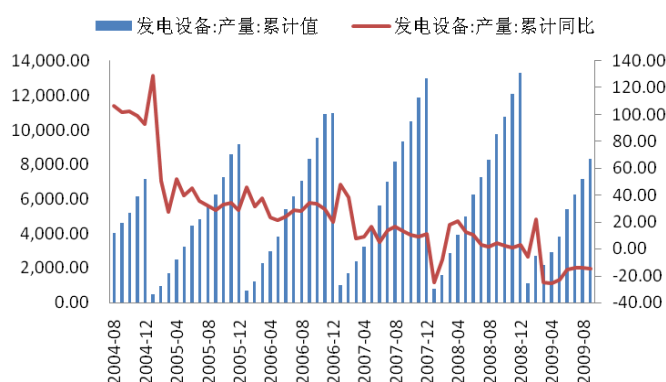
■ 9 月 30 号截至 10 月 27 号，沪深 300 成分涨跌幅为 12.75%，电气设备为 8.39%，表现弱于大盘。PE (TTM) 达到了 46.8 倍，P/B 也在 6.85 倍，较历史 P/E, P/B 平均值 38.3 倍和 5.64 倍仍高出一定幅度，处于合理估值的上限。但行业业绩较好，营收和利润明显好于市场整体水平，中期增长仍保持稳健，2010 年的动态市盈率为 28.76 倍，估值有实际的业绩作为支撑，此外 11 月的国网招标增长较大，存在交易性机会，对相关公司股价有正面催化，我们维持行业 11 月“强于大市”评级。并维持特变电工“买入”评级，维持许继电气、东方电气，置信电气“增持”评级，调高平高电气“增持”评级，国电南瑞“中性”评级。

发电类设备下滑 输变电设备保持增长

2009 年 1-9 月，发电设备累计产量为 8339.42 万千瓦，同比下降 14.99%，9 月单月产量为 1218.02 万千瓦时，同比下降 18.06%，近 3 个月的月降幅有所扩大。我们仍旧认为，受电源投资的总量下降的影响，发电设备的产量下降是顺理成章的事情。目前发电量的数据趋于好转，从上半年的负值返正，1-9 月累计发电 26510.89 亿千瓦时，同比达到 1.83%，需求增长并不十分显著，而我国的电源投资高峰已经在 07 年出现，未来电力需求不出现跃迁式增长，在可预见的未来几年内，发电设备产量的增长进入低速平稳期。

图 1 发电设备产量累计值（万千瓦）

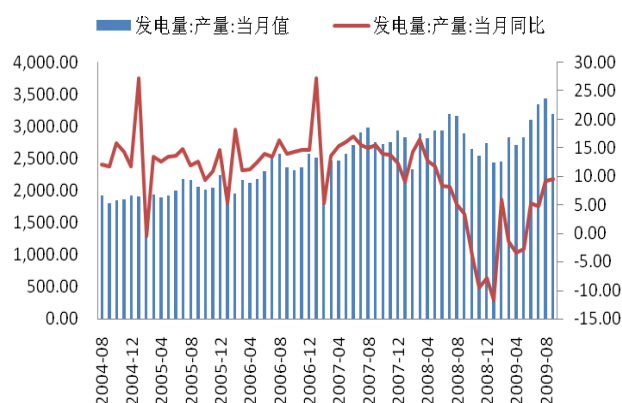
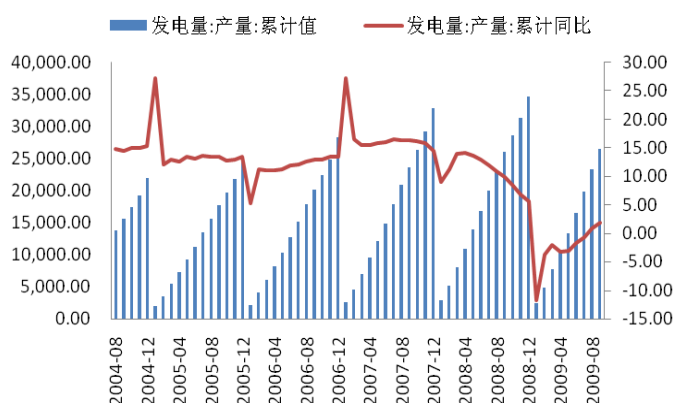
图 2 发电设备产量单月值（万千瓦）



资料来源：wind 国海证券研究所

图 3 发电量累计值（亿千瓦时）

图 4 发电量单月值（亿千瓦时）

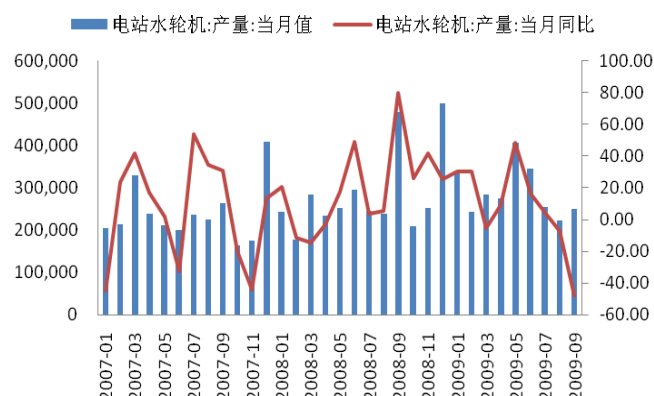
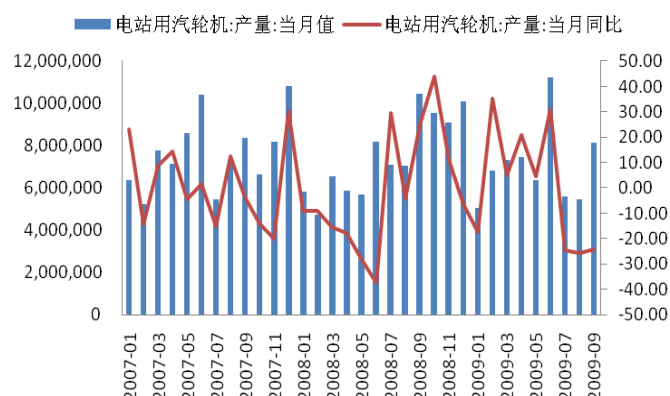


资料来源：wind 国海证券研究所

9 月数据显示细分发电设备产量，除水轮发电机组同比微增 2.75% 之外，电站汽轮机，电站水轮机，汽轮发电机，电站锅炉均同比下降 -24.34%，-47.80%，-25.09%，-22.50%。我们认为，水电设备仍将平稳发展，维持一定的乐观，而火电设备仍处于景气低潮期。

图 5 电站用汽轮机月度产量（千瓦）

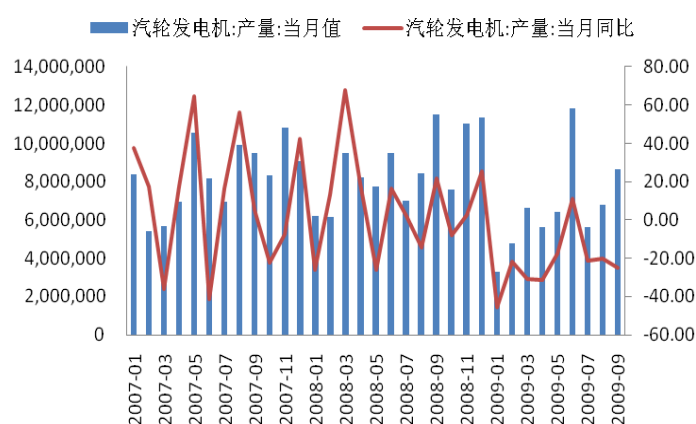
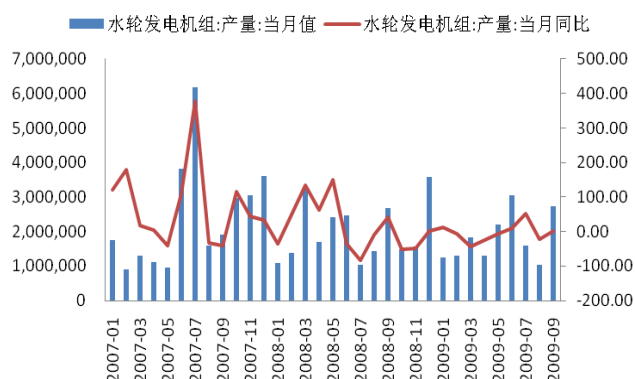
图 6 电站水轮机月度产量（千瓦）



资料来源：wind 国海证券研究所

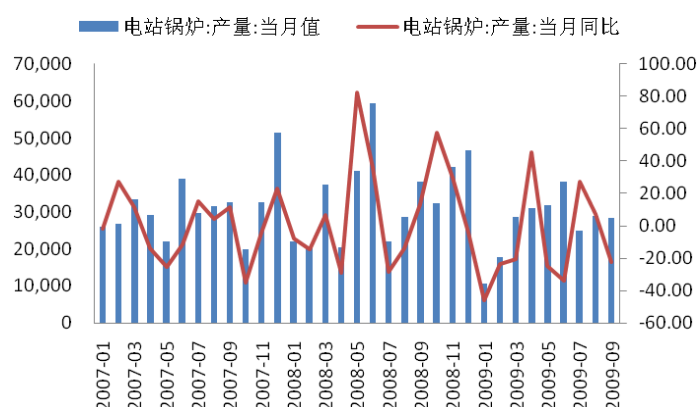
图 7 水轮发电机组产量（千瓦）

图 8 汽轮发电机组产量（千瓦）



资料来源：wind 国海证券研究所

图 9 电站锅炉月度产量（蒸发量吨）



资料来源：wind 国海证券研究所

输变电设备需求较为乐观。1-9 月，变压器产量为 9.33 亿千伏安，同比增长 9.70%，高压开关板和低压开关板产量分别为 50.6 万面和 365 万面，分别增长 18.12% 和下降 5.40%，电力电缆生产 1547 万千米，同

比增长 13.12%。国家电网和南方电网在特高压及远距离输配电方面的大力投资,使得高压输电建设投入加快,我们认为受益于特高压输配电方面具有产品竞争力的龙头企业仍可以保持较快和稳定的增长,比如特变电工,平高电气。

图 10 变压器产量(千伏安)

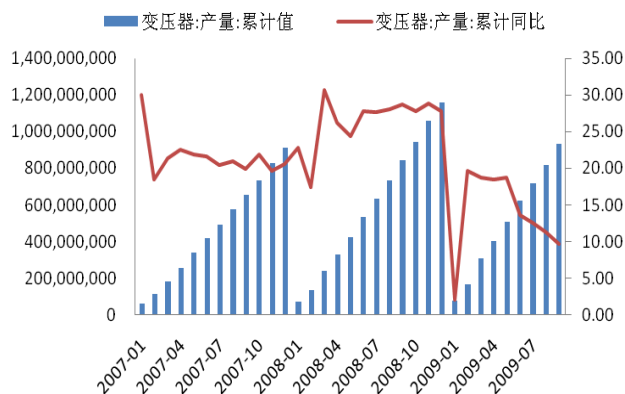
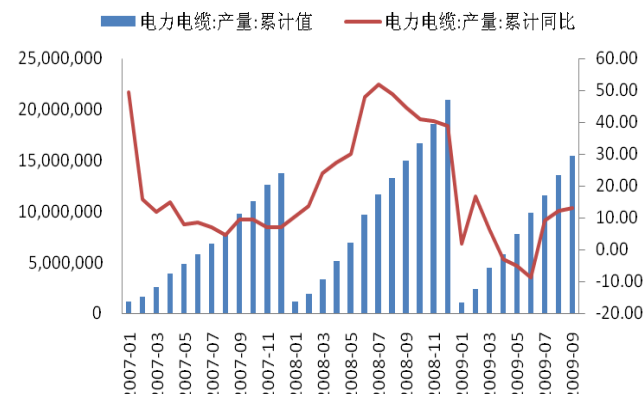


图 11 电力电缆产量(千米)

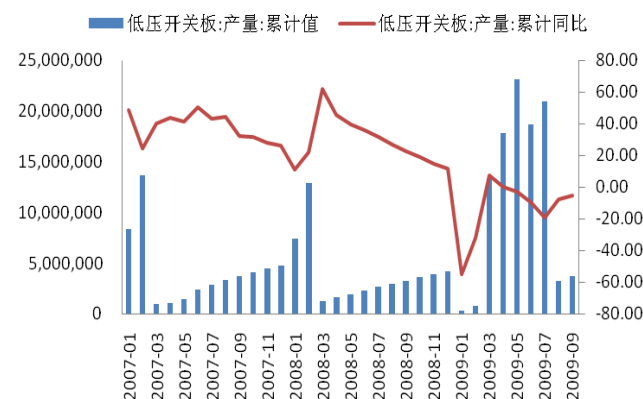


资料来源: wind 国海证券研究所

图 12 高压开关板(面)



图 13 低压开关板(面)



资料来源: wind 国海证券研究所

从行业经济效益指标也反映了相关子行业的发展情况:受金融危机影响导致下游需求放缓,以及竞争的逐步激烈,1-8 月份行业整体毛利率同比有一定下滑。而在 4 万亿投资拉动及巨额信贷量的刺激下,6-8 月的经营情况比年初的 1-5 月大为改观。特别是输变电及控制设备制造行业收入和利润总额同比分别增长 8.95%和 9.64%,1-8 月毛利率较 1-5 月提升 0.67 个百分点,预期今明两年的国网的投资项目仍将继续按进度实施,未来行业的高景气仍将维持。

表 1 行业销售收入和利润增长情况

行业名称 (2009 年 08 月)	累计销售 收入(万 元)	累计销 售收入 同比(%)	累计利润 总额(万 元)	利润同 比增长	毛利率 (%) 1-8 月	毛利率 (%) 1-5 月	毛利率 (%) 去年 同期
锅炉及原动机制造	17181022	13.08	1090983	8.50%	6.35	5.98	6.47
水轮机及辅机制造	251625	31.13	17758	52.33%	7.06	6.39	-
内燃机及配件制造	6103060	0.92	416615	4.61%	6.83	6.59	-
锅炉及辅助设备制造	7409579	27.73	363210	14.26%	4.9	4.67	-
汽轮机及辅机制造	2947512	6.05	274013	0.42%	9.3	8.45	-
其他原动机制造	469246	25.48	19387	298.42%	4.13	1.34	-
电线、电缆、光缆及电工器材	45637505	-1.44	2050709	9.68%	4.49	4.19	4.07
其他电工器材制造	1584001	7.96	100853	4.76%	6.37	5.94	-
光纤、光缆制造	3054953	25.84	194958	44.01%	6.38	6.27	-
电线电缆制造	38732293	-3.82	1617121	6.50%	4.18	3.9	-
绝缘制品制造	2266258	5.94	137777	15.13%	6.08	5.49	-
输配电及控制设备制造	44507754	8.95	3165234	9.64%	7.11	6.44	7.24
电力电子元器件制造	5830564	1.42	291425	0.52%	5	4.19	-
其他输配电及控制设备制造	5031561	11.81	389709	-0.90%	7.75	6.93	-
变压器、整流器和电感器制造	14126786	7.94	939610	12.77%	6.65	6.26	-
电容器及其配套设备制造	1537326	4.39	85370	7.72%	5.55	4.56	-
配电开关控制设备制造	17981517	12.08	1459121	12.99%	8.11	7.32	-
电机制造	20385322	6.78	1232656	-1.18%	6.05	5.41	6.46
发电机及发电机组制造	7746696	27.45	558620	3.42%	7.21	6.71	-
微电机及其他电机制造	5437359	-5.87	269214	-12.93%	4.95	3.81	-
电动机制造	7201267	-0.48	404823	1.72%	5.62	5.28	-

资料来源: wind 国海证券研究所

国网第 7 期主设备招标可触发交易性机会

国网今年第 7 期设备招标可构成交易性机会。从第 7 批招标量情况来看, 变压器容量将招标 3040 万 KVA, 较 08 年第七批招标 2631 万 KVA 增长了 15.53%, 而 GIS 气体绝缘开关招标 184 个, 较 08 年第七批 163 个增长了 12.88%。我们预计这个中标结果将在 11 月中旬之前公布, 可对相关的企业特变电工, 天威保变和平高电气构成一定利好。

今年前 6 次国网设备招标的结果, 在变压器设备中, 特变电工遥遥领先其他竞争对手, 在总量 1.28 亿 KVA 的项目招标中, 特变共计中标 4345 万 KVA, 占比 34.27%, 较去年的 13.26% 的中标份额大大提升了 20 个百分点。而在具有较高技术难度的 500 千伏等级及以上的变压器竞争中, 特变也从去年的 15.17% 上升至 45.39%, 整体上看, 竞争能力和制造实力相当强劲, 我们预期国网今年及未来的招标中, 特变电工也能保持较好的发展趋势, 我们对特变电工的订单量和长期竞争能力维持看好。

图 14 2008 年前 6 批变压器中标份额

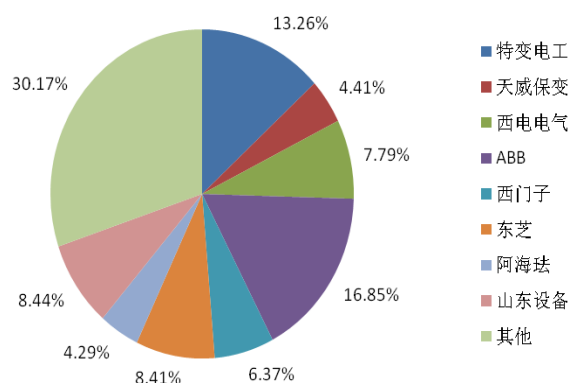
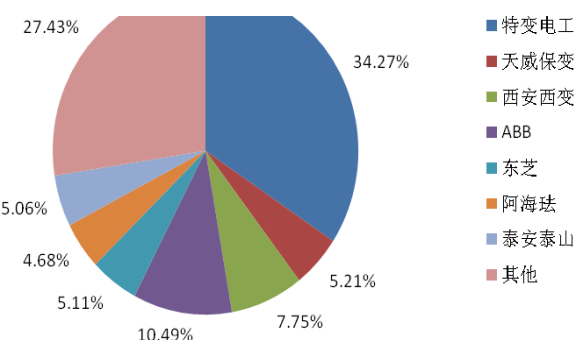


图 15 2009 年变压器累计中标份额



资料来源：国家电网公司 国海证券研究所

而在二次设备保护中标份额中，今年的招标量为 4236 套，总量也较 08 年提升了 171.5%。而许继电气中标 919 套，占比为 21.69%，较去年 6.6% 的市占率也提升了 15 个百分点，国电南自的份额也从 8.7% 提升至 16.64%，表现优异。但由于二次设备保护竞标厂家有限，不太可能出现一厂独大的格局，我们预计许继电气和国电南自能够保持住目前的竞争态势，并继续有所突破。

图 16 2009 年二次设备保护中标情况

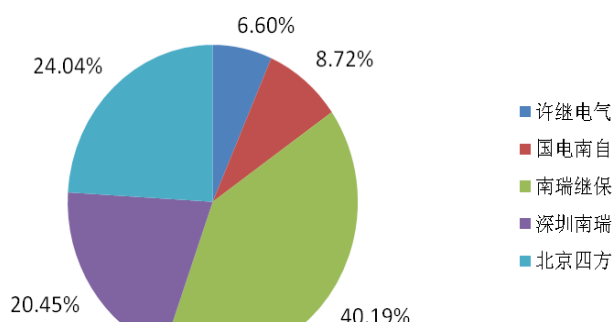
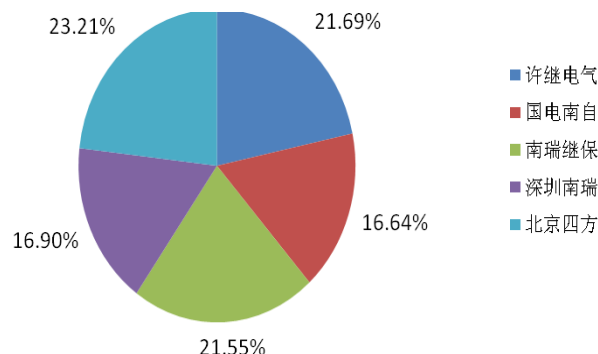


图 17 2008 年二次设备保护中标情况



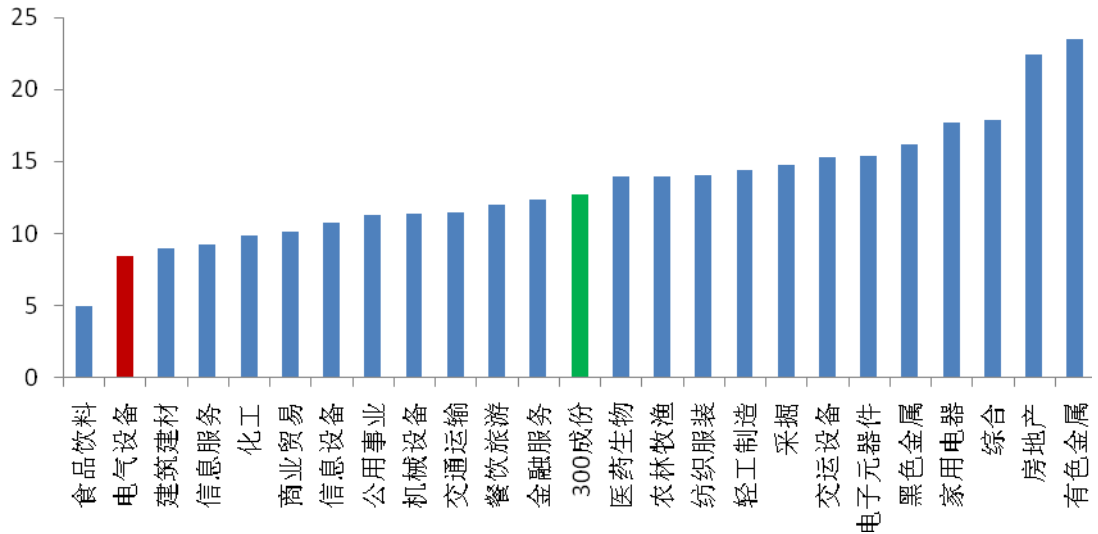
资料来源：国家电网公司 国海证券研究所

行业投资策略

9 月 30 号截至 10 月 27 号，沪深 300 成分涨跌幅为 12.75%，电气设备为 8.39%，表现弱于大盘。PE (TTM) 达到了 46.8 倍，P/B 也在 6.85 倍，较历史 P/E, P/B 平均值 38.3 倍和 5.64 倍仍高出一定幅度，处于合理估值的上限。但行业业绩较好，营收和利润明显好于市场整体水平，中期增长仍保持稳健，2010 年的动态市盈率为 28.76 倍，估值有实际的业绩作为支撑；此外 11 月的国网招标增长较大，行业存在交易性机会，对相关公司股价有正面催化，我们维持行业 11 月“强于大市”评级。并维持特变电工“买入”评级，维持许继电气、东方电气，置信电

气“增持”评级，调高平高电气“增持”评级，国电南瑞“中性”评级。

图 18 成分区间涨跌幅（总市值加权平均）（本月初至今）（%）



资料来源: wind

图 19 电气设备行业历史 PE (TTM) (剔除负值)

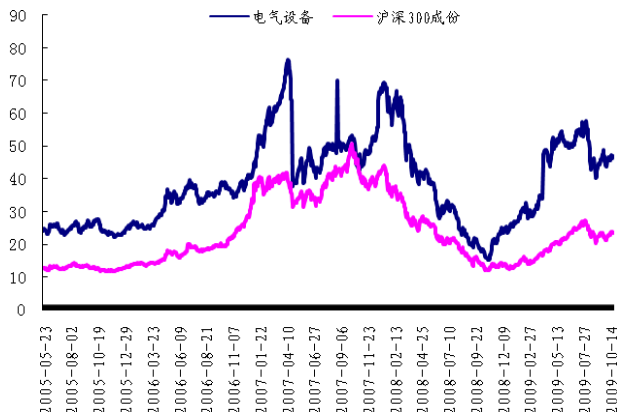
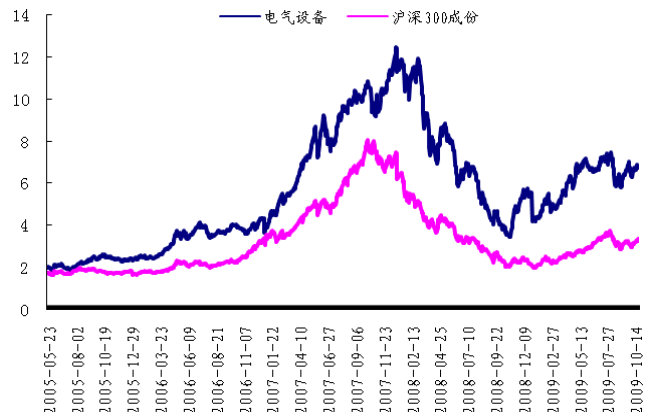


图 20 电气设备历史 PB (剔除负值)



资料来源: wind

表 2 重点股票涨跌幅 (%)

代码	名称	上月	本月
000400	许继电气	13.43	3.29
600089	特变电工	12.87	4.90
600312	平高电气	7.73	-0.58
600875	东方电气	19.57	-3.83
600517	置信电气	25.05	2.81
600406	国电南瑞	17.64	2.73
000300	沪深 300 指数	6.17	10.31
801071	电气设备(申万)指数	9.73	4.42

资料来源: wind

表 3 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			PB	评级
		09-10-27	2008A	2009E	2010E		2008A	2009E	2010E		
000400.SZ	许继电气	23.55	0.10	0.44	0.84	5.79	233.17	53.52	28.04	4.07	增持
600089.SH	特变电工	22.27	0.54	0.90	1.05	3.57	41.58	24.74	21.21	6.24	买入
600312.SH	平高电气	17.04	0.34	0.45	0.65	2.47	50.41	37.47	26.22	6.90	增持
600875.SH	东方电气	45.19	0.20	1.96	2.31	3.29	226.52	23.07	19.58	13.76	增持
600517.SH	置信电气	19.04	0.34	0.60	0.79	1.82	55.71	31.73	24.10	10.45	增持
600406.SH	国电南瑞	38.43	0.49	0.92	1.16	3.81	78.22	41.77	33.13	10.09	中性
002028.SZ	思源电气	23.48	0.79	0.98	1.10	6.30	29.80	23.96	21.35	3.73	
002121.SZ	科陆电子	15.9	0.23	0.46	0.79	1.94	68.65	34.21	20.14	8.21	
002123.SZ	荣信股份	34.37	0.58	0.84	1.17	5.57	59.12	40.70	29.36	6.17	
002169.SZ	智光电气	14.42	0.16	0.28	0.36	1.95	87.87	50.65	39.58	7.39	
002202.SZ	金风科技	27.34	0.65	0.96	1.24	3.21	41.86	28.63	22.08	8.53	
002218.SZ	拓日新能	25.47	0.25	0.32	0.44	2.40	100.43	79.84	57.74	10.62	
002266.SZ	浙富股份	27.35	0.84	1.05	1.36	6.10	32.61	25.94	20.06	4.48	
600268.SH	国电南自	16.12	0.43	0.56	0.70	4.61	37.71	28.78	23.07	3.49	
600416.SH	湘电股份	19.91	0.25	0.54	0.84	5.39	79.58	36.55	23.74	3.69	
600550.SH	天威保变	32.28	0.81	0.83	1.13	3.45	39.98	38.97	28.50	9.35	
601727.SH	上海电气	9.49	0.21	0.21	0.24	1.79	45.28	45.15	39.23	5.30	
平均							85.65	37.71	28.76	7.03	

资料来源: wind 国海证券研究所

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。