



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 11 月 11 日

电气设备

研究部

陈华, CFA

分析员

chenhua@cicc.com.cn

石冉

联系人

shiran@cicc.com.cn

电网招标惨淡落幕, 特变电工未受影响

行业近况:

在经历了第 6-7 期令人兴奋的设备招标回暖之后, 国家电网今年最后一次即第 8 期集中招标出现反复:

- ▶ **变压器**第 8 期招标容量同比下降 21%, 前 8 次累计招标容量同比下降 18%。本期回落主要因 750kV 去年同期大规模招标 5,600MVA, 而今年第 8 期未有招标。其他电压等级中 220kV 变压器招标容量同比正增长 38%, 延续了第 7 期的转负为正的良好态势。
- ▶ **组合电器 GIS**第 8 期招标金额同比大幅下滑 54%, 但前 8 期累计招标金额仍然保持正增长 9%。本期下滑主要因 550kV 组合电器仅招标 1 台, 环比下降 7 台, 同比下降 6 台。而 252kV 等级招标则相对稳定, 台数同比下降 6%。
- ▶ **断路器**本期招标金额因 750kV 等级无招标而同比下降 30%, 前 8 期累计招标金额下降 17%。但 550kV 延续了上两期招标水平, 本期招标 24 台, 因同比基数低同比大幅上涨 700%。

评论:

国网 09 年招标惨淡落幕。今年前 9 个月, 国家电网亏损 160 亿元, 在国家电网 30 个地方公司中有 25 家公司亏损, 这对其招标总量造成一定压力。电网设备招标未来能再次走出低谷, 重回复苏轨道吗? 我们认为归根结底取决于电网盈利能力能否获得改善。市场目前强烈预期年底前出台新电价政策, 提高销售电价。若预期兑现, 这将保证电网正常盈利, 推动电网建设良性发展, 相关设备需求有望企稳回升。

特变电工未受大环境影响, 订单增长强劲。从前 7 期中标情况看, 特变电工市场份额由去年同期的 13% 提升至 32%, 来自国网的新订单同比增长 96%。天威保变市场份额同比增加 4%, 为 11%, 来自国网的新订单同比增长 40%。平高电气 (含平高东芝) 在 GIS 的市场份额由去年同期的 36% 滑落至 24%, 来自国网的新订单同比下降 21%。平高电气在断路器的市场份额由去年同期的 21% 小幅下降至 19%, 来自国网的新订单同比下降 25%。

估值与建议:

特变电工在萎缩的市场中仍能出淤泥而不染, 彰显成本优势和营销能力。股价对应 2010 年市盈率仅为 23 倍, 处输配电 A 股可比公司估值最低端, 维持推荐的投资评级。

投资风险:

新电价机制出台时间还不明朗, 给设备需求带来不确定性。萎靡的设备需求引发投标价格战, 对上市公司明年毛利率水平带来沉重压力。

图表 1：国家电网变压器招标情况

	容量 (MVA)					同期增长				
	500KV	220KV	330KV	750KV	Total	500KV	220KV	330KV	750KV	Total
单独招标				2,000	2,000					
2008年1期	5,508	12,960	2,400	0	20,868					
2008年2期	15,714	17,450	2,235	0	35,399					
2008年3期	7,758	23,760	2,520	3,600	37,638					
2008年4期	12,292	21,090	1,440	0	34,822					
2008年5期	14,908	16,510	720	2,800	34,938					
2008年6期	9,756	15,190	480	0	25,426					
2008年7期	12,726	13,920	240	0	26,886					
2008年8期	11,304	8,460	600	5,600	25,964					
2009年1期	8,154	9,890	1,680	0	19,724	48%	-24%	-30%	n.a.	-5%
2009年2期	7,908	14,081	720	0	22,709	-50%	-19%	-68%	n.a.	-36%
单独招标				23,100	23,100					
2009年3期	3,480	11,163	1,180	0	15,823	-55%	-53%	-53%	-100%	-58%
2009年4期	8,018	12,660	0	0	20,678	-35%	-40%	-100%	n.a.	-41%
2009年5期	7,260	9,123	960	0	17,343	-51%	-45%	33%	-100%	-50%
2009年6期	9,654	11,850	0	9,336	30,840	-1%	-22%	-100%	n.a.	21%
2009年7期	11,262	16,950	1,440	0	29,652	-12%	22%	500%	n.a.	10%
2009年8期	8,514	11,670	360	0	20,544	-25%	38%	-40%	-100%	-21%
2009年前8期合计	64,250	97,387	6,340	32,436	200,413	-18%	-19%	-37%	286%	-18%

资料来源：国家电网，中金公司研究部整理

图表 2：国家电网变压器中标情况

(MVA)	2009 (1-7期)					2008 (1-7期)				
	500KV	220KV	750KV	Others	Total	500KV	220KV	750KV	Others	Total
特变电工	21004	20804	12236	3600	57644	9654	16560	2100	1035	29349
同比增长	118%	26%	483%	248%	96%					
市场份额	38%	24%	38%	60%	32%	12%	14%	25%	10%	13%
天威保变	5754	4680	9800	0	20234	8742	2160	3500	0	14402
同比增长	-34%	117%	180%	n.a.	40%					
市场份额	10%	5%	30%	0%	11%	11%	2%	42%	0%	7%
西电	7906	10710	6300	1900	26816	3504	16020	2800	1920	24244
同比增长	126%	-33%	125%	-1%	11%					
市场份额	14%	12%	19%	32%	15%	4%	13%	33%	19%	11%
ABB	6804	5550	4100	0	16454	21568	10650	0	0	32218
同比增长	-68%	-48%	n.a.	n.a.	-49%					
市场份额	12%	6%	13%	0%	9%	27%	9%	0%	0%	15%
东芝	7764	720	0	0	8484	18958	960	0	360	20278
同比增长	-59%	-25%	n.a.	-100%	-58%					
市场份额	14%	1%	0%	0%	5%	24%	1%	0%	4%	9%
西门子	0	960	0	0	960	5508	6900	0	960	13368
同比增长	-100%	-86%	n.a.	-100%	-93%					
市场份额	0%	1%	0%	0%	1%	7%	6%	0%	10%	6%
总招标容量	55736	85717	32,436	5980	179869	78662	120880	8400	10035	217977
同比增长	-29%	-29%	286%	-40%	-17%					

资料来源：国家电网，中金公司研究部整理

图表 3: 国家电网组合电器(GIS)招标情况

	台数					金额 (万元)	同期增长					招标金额增长
	550KV	252KV	363KV	126KV	750KV		550KV	252KV	363KV	126KV	750KV	
2008年1期	2	13	0	0		3,870						
2008年2期	4	17	1	1		6,555						
2008年3期	1	23	1	1		5,493						
2008年4期	3	26	0	0		7,014						
2008年5期	2	28	0	0		6,660						
2008年6期	5	29	1	1		9,513						
2008年7期	6	15	0	0		7,146						
2008年8期	7	18	0	0		8,430						
2009年1期	5	18	1	1		7,392	150%	38%	n.a.	n.a.	n.a.	91%
2009年2期	5	18	0	0		6,908	25%	6%	-100%	-100%	n.a.	5%
单独招标					3	7,398						
2009年3期	3	18	3	1		6,773	200%	-22%	200%	0%	n.a.	23%
2009年4期	3	18	0	0		5,471	0%	-31%	n.a.	n.a.	n.a.	-22%
2009年5期	3	16	1	0		5,511	50%	-43%	n.a.	n.a.	n.a.	-17%
2009年6期	3	19	1	0		6,064	-40%	-34%	0%	-100%	n.a.	-36%
2009年7期	8	22	1	0		10,210	33%	47%	n.a.	n.a.	n.a.	43%
2009年8期	1	17	0	0		3,849	-86%	-6%	n.a.	n.a.	n.a.	-54%
2009年前8期合计	31	146	7	2	3	59,576	3%	-3%	133%	-33%	n.a.	9%

资料来源: 国家电网, 中金公司研究部整理 (以市场价格估算招标金额)

图表 4: 国家电网组合电器(GIS)中标情况

(台数)	2009 (1-7期)						2008 (1-7期)					
	550KV	252KV	363KV	126KV	750KV	合计 (万元)	550KV	252KV	363KV	126KV	750KV	合计 (万元)
平高电气	6	33	1	1	1	13339	10	51	0	1	0	16822
同比增长	-40%	-35%	n.a.	0%	n.a.	-21%						
市场份额	20%	26%	14%	50%	33%	24%	43%	34%	0%	33%	n.a.	36%
西电	4	24	4	1	1	11471	2	19	2	2	0	5964
同比增长	100%	26%	100%	-50%	n.a.	92%						
市场份额	13%	19%	57%	50%	33%	21%	9%	13%	67%	67%	n.a.	13%
新东北电气	4	17	2	0	1	9289	3	34	1	0	0	8915
同比增长	33%	-50%	100%	n.a.	n.a.	4%						
市场份额	13%	13%	29%	0%	33%	17%	13%	23%	33%	0%	n.a.	19%
山东泰开	0	32	0	0	0	5892	0	29	0	0	0	5394
同比增长	n.a.	10%	n.a.	n.a.	n.a.	9%						
市场份额	0%	25%	0%	0%	0%	11%	0%	19%	0%	0%	n.a.	12%
山东鲁能思翼帕瓦	3	1	0	0	0	2340	4	3	0	0	0	3462
同比增长	-25%	-67%	n.a.	n.a.	n.a.	-32%						
市场份额	10%	1%	0%	0%	0%	4%	17%	2%	0%	0%	n.a.	7%
三菱电机天威	3	0	0	0	0	2156	4	0	0	0	0	2178
同比增长	-25%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-1%						
市场份额	10%	0%	0%	0%	0%	4%	17%	0%	0%	0%	n.a.	5%
前7期总招标	30	129	7	2	3	55727	23	151	3	3	0	46251
同比增长	30%	-15%	133%	-33%	n.a.	20%						

资料来源: 国家电网, 中金公司研究部整理 (以市场价格估算中标金额)

图表 5：国家电网断路器招标情况

	台数				招标金额 (万元)	同期增长				招标同期增长
	550KV	252KV	750KV	363KV		550KV	252KV	750KV	363KV	
单独招标			42		28,896					
2008年1期	11	207	0	25	16,050					
2008年2期	87	292	0	17	37,640					
2008年3期	57	280	6	40	36,743					
2008年4期	68	271	0	35	34,207					
2008年5期	33	238	6	4	24,469					
2008年6期	58	154	2	0	23,054					
2008年7期	7	116	0	0	7,487					
2008年8期	3	163	17	19	22,886					
2009年1期	23	172	0	50	20,039	109%	-17%	n.a.	100%	25%
2009年2期	36	191	0	2	18,285	-59%	-35%	n.a.	-88%	-51%
单独招标			46		31,332					
2009年3期	18	174	10	64	27,446	-68%	-38%	67%	60%	-25%
2009年4期	39	125	0	0	15,493	-43%	-54%	n.a.	-100%	-55%
2009年5期	12	131	2	9	11,796	-64%	-45%	-67%	125%	-52%
2009年6期	26	150	3	23	18,449	-55%	-3%	50%	n.a.	-20%
2009年7期	29	270	18	8	33,510	314%	133%	n.a.	n.a.	348%
2009年8期	24	205	0	2	16,115	700%	26%	-100%	-89%	-30%
2009年前8期合计	207	1,418	79	158	192,465	-36%	-18%	8%	13%	-17%

资料来源：国家电网，中金公司研究部整理（以市场价格估算招标金额）

图表 6：国家电网断路器中标情况

(台数)	2009 (1-7期)					2008 (1-7期)				
	550KV	252KV	750KV	330KV	合计 (万元)	550KV	252KV	750KV	330KV	合计 (万元)
西电集团	51	180	20	49	40617	61	155	27	4	41515
同比增长	-16%	16%	-26%	1125%	-2%					
市场份额	28%	15%	25%	31%	23%	19%	10%	48%	3%	20%
河南平高电气股份有限公司	30	58	30	19	32756	87	194	5	77	43498
同比增长	-66%	-70%	500%	-75%	-25%					
市场份额	16%	5%	38%	12%	19%	27%	12%	9%	64%	21%
北京ABB高压开关设备有限公司	33	516	11	47	46583	72	431	16	12	51374
同比增长	-54%	20%	-31%	292%	-9%					
市场份额	18%	43%	14%	30%	26%	22%	28%	29%	10%	25%
西门子(杭州)高压开关有限公司	26	201	0	15	17964	45	349	0	0	28295
同比增长	-42%	-42%	n.a.	n.a.	-37%					
市场份额	14%	17%	0%	10%	10%	14%	22%	0%	0%	14%
苏州阿海珐高压电气开关有限公司	15	232	0	26	18202	5	346	0	28	21920
同比增长	200%	-33%	n.a.	-7%	-17%					
市场份额	8%	19%	0%	17%	10%	2%	22%	0%	23%	11%
新东北电气(沈阳)高压开关有限公司	27	9	9	0	13018	51	63	8	0	20945
同比增长	-47%	-86%	13%	n.a.	-38%					
市场份额	15%	1%	11%	0%	7%	16%	4%	14%	0%	10%
山东泰开高压开关有限公司	0	17	0	0	842	0	20	0	0	1000
同比增长	n.a.	-15%	n.a.	n.a.	-16%					
市场份额	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
前7期总招标	183	1213	79	156	176349	321	1558	56	121	208546
同比增长	-43%	-22%	41%	29%	-15%					

资料来源：国家电网，中金公司研究部整理（以市场价格估算中标金额）

图表 7: 可比公司估值

公司	代码	评级	货币	股价	总市值	每股盈利			PE			PB		
					百万人民币	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
输配电设备														
A股														
置信电气	600517.CH	推荐	CNY	20.67	12,789	0.34	0.51	0.81	60.5	40.6	25.5	13.6	11.0	8.2
特变电工	600089.CH	推荐	CNY	23.14	41,591	0.54	0.85	0.99	43.2	27.2	23.3	8.0	6.5	5.3
平高电气	600312.CH	审慎推荐	CNY	18.11	11,110	0.34	0.46	0.56	53.6	39.4	32.1	7.5	6.4	5.4
国电南瑞	600406.CH	中性	CNY	43.49	11,093	0.49	0.60	0.68	88.5	72.9	63.6	11.3	10.1	8.9
宝胜股份	600973.CH	中性	CNY	20.04	3,126	0.03	0.50	0.56	611.3	40.0	35.9	4.2	3.8	3.4
思源电气	002028.CH	无评级	CNY	25.64	11,273	0.79	0.96	1.11	32.5	26.6	23.0	5.2	4.6	3.8
许继电气	000400.CH	无评级	CNY	24.36	9,215	0.10	0.83	1.01	241.2	29.3	24.1	4.3	3.8	3.5
欧洲														
ABB	ABBN.VX	无评级	CHF	20.05	315,254	9.29	8.25	7.16	14.6	16.5	19.0	4.1	3.5	3.2
施奈德	SU.FP	无评级	EUR	74.48	199,575	71.81	39.76	47.63	10.6	19.2	16.0	1.6	1.7	1.6
耐克森	NEX.FP	无评级	EUR	52.92	15,143	32.33	17.90	34.01	16.7	30.2	15.9	0.9	0.9	0.9
中值									48.4	29.8	23.7	4.8	4.2	3.7

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。