



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

行业动态

2010 年 1 月 6 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

越过电网招标迷雾, 寻找结构性机会

行业近况:

08 年输配电价的收窄给两家电网公司的盈利能力带来了明显的负面冲击, 09 年前三季度国家电网和南方电网均遭受亏损。从国家电网 09 年设备集中招标数据来看, 电网的短期投资能力也自然而然的受到了不利影响:

- ▶ 变压器招标容量同比下降 18%, 中标价格大幅下降 29-36%。
- ▶ 组合电器招标台数同比基本持平, 但中标价格大幅下降 21-26%。
- ▶ 252kV 和 550kV 断路器招标台数分别同比下降 18 和 36%, 中标价格下降 5%和 18%。(图表 1~2)

评论:

在宏观刺激政策逐步退出的背景下, 再考虑设备价格的回落, 我们估计 2010 年电网投资金额同比难有增长。尽管整体市场平平, 但投资结构将发生的变化仍能带来投资机会。

1) 特高压和直流。特高压和跨区直流线路将是未来的电网投资重点。根据规划, 2010 年国网将招标三条特高压交流线路 (锡盟至上海、陕北至长沙以及淮南至上海), 合计投资金额超过 1000 亿元 (图表 3)。国网今年将开工山西至江苏直流线路 (500kV、3000MW), 南方电网将开工溪洛渡至广州直流线路 (500kV、6000MW) (图表 4)。特变电工将充分享受特高压和直流线路加快建设带来的机遇。

2) 节能设备。使用节能设备将在全生命周期内给电网公司带来盈利能力的提升, 节能设备采购比例将持续上升。置信电气的非晶合金变压器产品以及荣信股份的动态无功补偿产品在电网的渗透率有望继续提高。

3) 智能电网设备。尽管电网公司的智能电网投资规划迟迟未出, 但电网的智能化改造是大势所趋。电网公司对智能设备的示范性采购也已开始 (智能电表招标、储能电池试用、智能变电站建设等等)。科陆电子和威胜集团中标国网智能电表采购, 特变电工获得一座智能变电站的智能变压器订单, 思源电气已为上海电力提供储能电池接入系统。

估值与建议:

考虑到电网招标低于预期, 我们下调部分公司的盈利预测 (图表 5)。

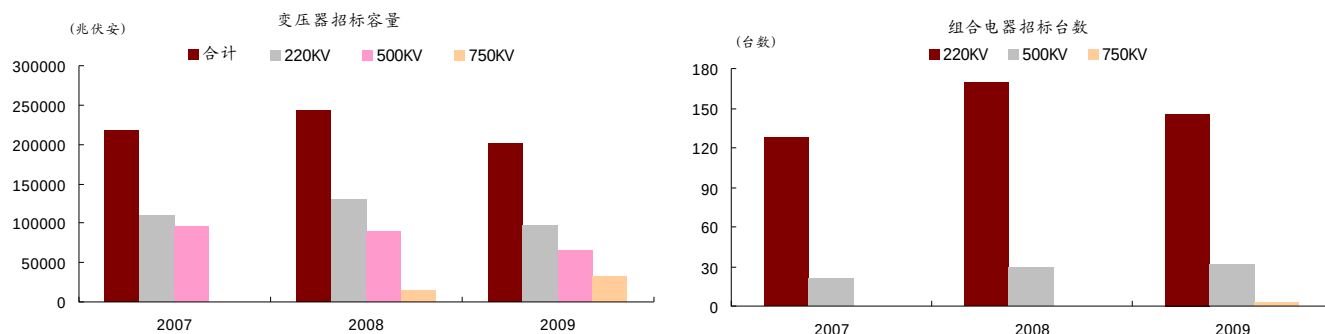
1) 我们将平高电气 09~11 年每股收益下调至 0.19、0.24 和 0.27 元, 下调后 2010 年市盈率为 67 倍, 充分反映了市场对国网收购后平高在国网招标市场份额提升的乐观预期, 但考虑到反垄断问题, 该乐观预期兑现的可能性值得商榷。

2) 江苏省电网 09 年对非晶合金变压器的采购力度低于预期, 年初签订的 10 亿元大单的执行力度仅达到一半, 我们将置信电气 09~11 年每股收益下调至 0.44、0.61 和 0.78 元, 下调后 2010 年市盈率为 30 倍。尽管估值不低, 但考虑到公司可以受益于电网加大节能设备采购力度的结构性机会, 维持推荐评级, 但股价上涨仍需要等待催化剂。

风险提示:

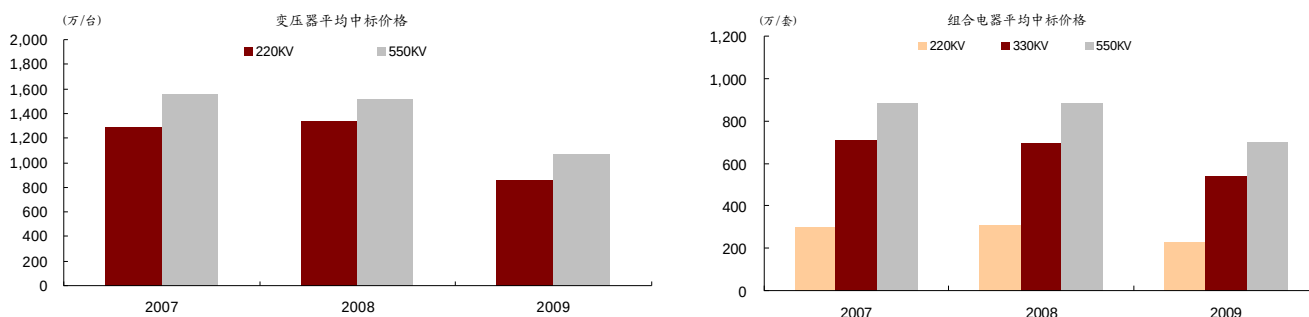
电网投资金额低于预期, 特高压项目未获得发改委的审批, 智能电网建设进度迟缓。

图表 1：国家电网公司 09 年变压器招标容量和组合电器招标数量下降



资料来源：国家电网公司、中金公司研究部整理

图表 2：国家电网公司 09 年变压器和组合电器中标价格下降



资料来源：国家电网公司、中金公司研究部整理

图表 3：特高压是电网建设的重中之重

特高压线路	电压等级 (kV)	类别	运营商	投资额 (亿元)	进展
晋东南-南阳-荆门	1000	交流	国家电网	58	商业运营
淮南-上海	1000	交流	国家电网	227	2010年开工
锡盟-上海	1000	交流	国家电网	700	2010年开工
陕北-长沙	1000	交流	国家电网	n.a.	2010年开工
向家坝-上海	±800	直流	国家电网	150	单极投产
锦屏-苏南	±800	直流	国家电网	250	通过核准
宁东-绍兴	±800	直流	国家电网	n.a.	已规划
云南-广东	±800	直流	南方电网	137	单极投产

资料来源：国家电网公司，南方电网公司

图表 4：跨区直流输电线路是电网投资亮点

项目名称	电压等级 (kV)	容量 (MW)	开工年份
已开工			
嵊泗直流	±50	60	1999
三常直流	±500	3000	1999
天生桥—广州	±500	1800	2000
三广直流	±500	3000	2001
贵广一回	±500	3000	2001
西北—华中联网直流背靠背	±120	360	2002
三上直流	±500	3000	2004
贵广二回	±500	3000	2005
东北—华北联网高岭直流	±125	1500	2006
中俄联网黑河直流背靠背	±125	750	2007
灵宝扩建工程	±125	1500	2008
德宝直流	±500	3000	2008
呼辽直流	±500	3000	2008
宁夏东—山东	±660	4000	2009
三峡地下电站—上海（二回）	±500	3000	2009
灵宝二期	±166.7	750	2009
拟开工			
山西阳城—江苏	±500	3000	2010
溪洛渡—广州（同塔双回）	±500	6000	2010
三峡地下电站—华东	±500	3000	2012前
云南景洪—泰国	±500	3000	2020前
呼伦贝尔—辽宁（二回）	±500	3000	2020前
青海格尔木—拉萨	±400	1200	2020前

资料来源：中金公司研究部统计

图表 5：下调平高电气和置信电气盈利预测

平高电气 人民币 百万	调整前			调整后			(+/-) %		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,042	3,745	n.a	2,291	2,694	3,302	-25%	-28%	n.a
主营利润	673	818	n.a	465	497	606	-31%	-39%	n.a
毛利率	22%	22%	n.a	21%	19%	19%	-2%	-3%	n.a
净利润	282	346	n.a	128	162	182	-55%	-53%	n.a
每股收益	0.46	0.56	n.a	0.19	0.24	0.27	-59%	-58%	n.a

置信电气 人民币 百万	调整前			调整后			(+/-) %		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,599	2,665	3,600	1,333	1,978	2,645	-17%	-26%	-27%
主营利润	587	925	1,213	503	686	891	-14%	-26%	-27%
毛利率	37%	35%	34%	38%	35%	34%	1%	0%	0%
净利润	315	501	670	272	378	482	-14%	-25%	-28%
每股收益	0.51	0.81	1.08	0.44	0.61	0.78	-14%	-25%	-28%

资料来源：中金公司研究部

图表 6：输配电设备可比公司估值表

公司	代码	评级	货币	股价	总市值	每股盈利			PE			PB		
					百万人民币	09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
输配电设备														
A股														
置信电气	600517.CH	推荐	CNY	18.14	11,223	0.44	0.61	0.78	41.3	29.7	23.3	9.9	7.9	6.3
特变电工	600089.CH	推荐	CNY	24.17	43,443	0.85	0.99	1.30	28.4	24.3	18.6	6.7	5.5	4.5
天威保变	600550.CH	推荐	CNY	30.99	36,196	0.66	0.68	0.70	47.0	45.8	44.0	8.4	7.4	6.7
平高电气	600312.CH	审慎推荐	CNY	15.99	10,913	0.19	0.24	0.27	85.4	67.2	59.9	3.9	3.7	3.5
国电南瑞	600406.CH	无评级	CNY	46.90	11,962	0.90	1.15	1.52	52.3	40.6	30.8	10.2	8.3	6.9
宝胜股份	600973.CH	无评级	CNY	20.39	3,181	0.99	1.23	1.35	20.7	16.6	15.1	3.8	3.3	2.8
思源电气	002028.CH	无评级	CNY	26.70	11,739	0.96	1.09	1.33	27.7	24.5	20.1	4.8	4.0	3.3
许继电气	000400.CH	无评级	CNY	23.14	8,753	0.83	1.01	1.06	27.8	22.9	21.9	3.7	3.5	3.0
三变科技	002112.CH	无评级	CNY	15.39	1,724	0.37	0.51	0.64	41.6	30.2	24.0	2.9	2.8	2.5
东源电器	002074.CH	无评级	CNY	14.35	2,020	0.34	0.43	0.40	42.6	33.6	35.9	5.0	4.5	4.0
A股平均值									41.5	33.5	29.4	5.9	5.1	4.3
A股中值									41.4	29.9	23.7	4.9	4.2	3.7
H股														
威胜集团	3393.HK	无评级	CNY	8.08	6,623	0.33	0.43	0.62	21.4	16.7	11.4	3.1	2.8	2.4
欧洲														
ABB	ABB.VX	无评级	CHF	20.26	312,229	8.31	8.31	7.37	16.2	16.2	18.2	3.4	3.2	2.9
施耐德	SU.FP	无评级	EUR	81.84	211,344	39.43	39.43	47.44	20.5	20.5	17.0	1.8	1.7	1.6
耐克森	NEX.FP	无评级	EUR	57.83	15,946	16.77	16.77	32.63	34.0	34.0	17.5	1.0	1.0	1.0
西门子	SIE.GR	无评级	EUR	64.99	585,517	40.38	40.38	51.93	15.9	15.9	12.3	2.0	1.8	1.6
阿海珐	CEI.FP	无评级	EUR	355.00	123,995	129.97	129.97	188.19	26.9	26.9	18.6	1.9	1.8	1.7
日本														
东芝	1983.JP	无评级	JPY	1,200.00	8,723	5.47	5.41	6.11	16.3	16.5	14.6	1.5	1.3	1.2
日立	6501.JP	无评级	JPY	281.00	94,508	-4.45	0.66	1.47	-4.7	31.6	14.2	1.1	1.1	1.0
三菱	6503.JP	无评级	JPY	701.00	112,046	-0.17	0.69	3.36	-298.8	75.4	15.5	1.7	1.6	1.5
韩国														
晓星	004800.KS	无评级	KRW	88,300.00	18,562	62.92	73.24	79.92	8.4	7.2	6.6	1.1	1.0	0.9

资料来源：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。