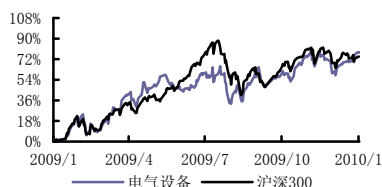


投资品 - 电气设备

2010 年 1 月 19 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电气设备	11.50%	11.59%	78.02%
沪深 300	3.21%	7.99%	75.89%

代码	名称	6m%	YTD%	评级
600406	国电南瑞	25.4%	93.2%	买入
000400	许继电气	22.3%	58.1%	买入
002028	思源电气	10.5%	33.6%	买入
002123	荣信股份	15.0%	86.2%	增持
600517	置信电气	3.9%	20.7%	增持
600416	湘电股份	1.0%	164.9	增持

世纪证券机械设备小组

010- 51757576

0755-83199599-8136

luqin@csc.com.cn

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

世纪证券机械设备小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人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。

国内还看智能电网和特高压，国外市场机会巨大

——电力设备行业 2010 年 1 月份跟踪报告

评级： 强于大市（维持）

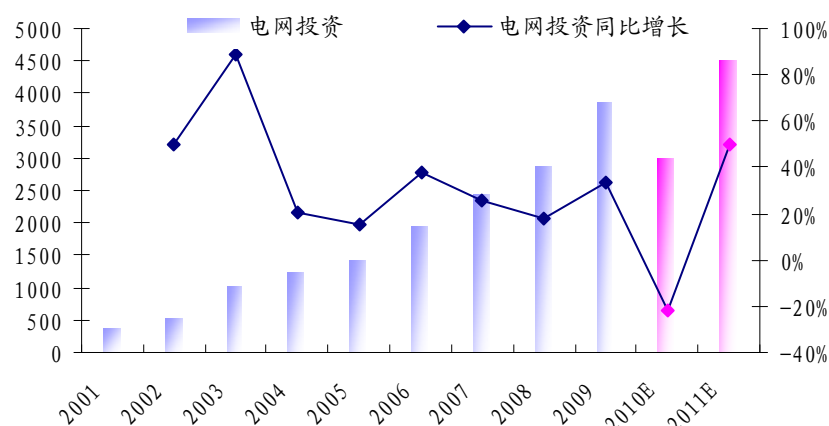
- **09 年电网投资超预期，年底突击投资成主因。**09 年全国实现电网投资 3847.1 亿元，同比增长 33.37%。其中，国家电网 09 年完成电网投资 3058.6 亿元，占电网总投资的 79.5%，同比增长 22.5%。09 年最后两个月有较大提升，11 月份单月新增电网投资 397.46 亿元，12 月份单月新增电网投资达到 961.92 亿元。
- **2010 年电网投资力度下降，但有超预期的可能。**预计 2010 年电网投资 3032 亿元，2009-2010 年两网总投资额为之前规划的 75%左右。但 2010 年电网投资仍有超预期的可能，电网投资主要集中于特高压项目和智能电网试点建设；而且 09 年底电价上调改善了两网经营状况，预计国家电网 2010 年增加净利润 305.3 亿元，达到 350.5 亿元，为 2010 年电网投资超预期的可能提供基础。
- **2010 年聚焦“海外市场掘金”。**09 年国家电网集中招标价格和中标容量均明显下降，在国内电网投资趋缓、竞争趋于激烈时，海外电网市场蕴含巨大机会。国际能源署预测 2005-2030 年，全球累计电力投资超过 11.3 万亿美元，其中输配电占 54%，累计投资额达 6.1 亿美元。2010 年海外市场将成为国内输变电企业的主要突破口：一方面，出口产品毛利率高于国内销售产品；另一方面，海外市场可以化解国内市场的风险。
- **行业毛利率遭遇压力。**09 年国网一次设备价格有较大下降，对毛利率有较大影响；08 年原材料价格高涨对 09 年前三季度毛利率仍有部分影响，随着去库存化结束，09 年这种影响基本消失。但 09 年以来铜铝的价格上涨幅度较大，钢材价格也有上涨预期，我们认为电力设备企业毛利率将在 2010 年受到一定影响。
- **09 年以来业绩复苏明显，但分化加剧。**09 年以来，营收和利润总额出现逐步回升，但业绩出现分化，主要原因有三点：（1）产品结构变化以应对同质化产品竞争；（2）设备商对原材料价格的控制能力不一；（3）产品市场单一，无法有效分散市场增速减缓带来收入增速下降的风险。
- **投资评级：强于大市。**2010 年国网投资规划低于预期，并没有在市场上引起明显反应，而相关新能源汽车、智能电网的标准和规划出台的刺激，引起市场对未来良好的预期；近期还需要关注年报行情。建议关注国电南瑞、许继电气、荣信股份、思源电气、置信电气、湘电股份。

09 年底电网投资突击，2010 年国网电网投资力度下降

09 年电网投资超预期，年底突击投资成主因

根据中电联统计数据，09 年全国实现电网工程投资 3847.1 亿元，同比增长 33.37%。其中，国家电网 09 年完成电网投资 3058.6 亿元，占电网总投资的 79.5%，同比增长 22.5%。

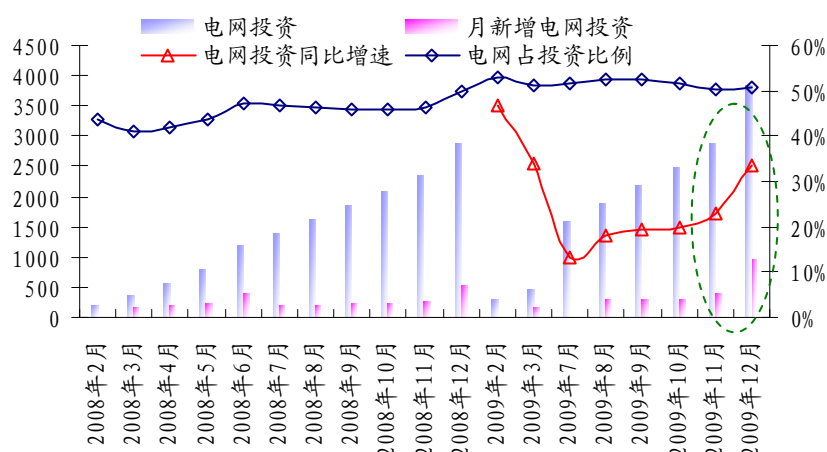
Figure 1 我国历年电网投资额及其同比增长（单位：亿元）



数据来源：中电联、世纪证券研究所

09 年年底突击投资成为全年电网投资超预期的主因。09 年上半年电网投资速度较慢，月平均投资为 200 亿元左右；下半年开始加速，7-10 月份月度平均电网投资为 300 亿元左右。09 年最后两个月有较大提升，11 月份单月新增电网投资 397.46 亿元，12 月份单月新增电网投资达到 961.92 亿元。虽然 08 年 12 月份也有年底因素影响，但 09 年 12 月份单月电网投资同比增速高达 33.37%。

Figure 2 08 年以来我国月度电网和电源投资及增速（单位：亿元）



数据来源：中电联、世纪证券研究所

2010 年电网投资力度下降，但有超预期的可能

国家电网和南方电网 09 年初制定的电网投资规划指出，2009-2010

年电网投资分别达到 7466 亿元和 1698 亿元，而实际上 09 年只完成了 3847.1 亿元。国家电网 2010 年预计完成电网建设投资 2274 亿元，同比下降 25.56%；考虑到南方电网 2010 年投资增速可能快于国家电网，假设 2010 年南方电网投资占比达到 25%，那么 2010 年全国电网投资总额为 3032 亿元。2009-2010 年两网总投资额预计只能达到之前预计的 75% 左右。

但我们认为 2010 年电网投资仍有超预期的可能，电网投资主要集中在特高压项目和智能电网试点建设：

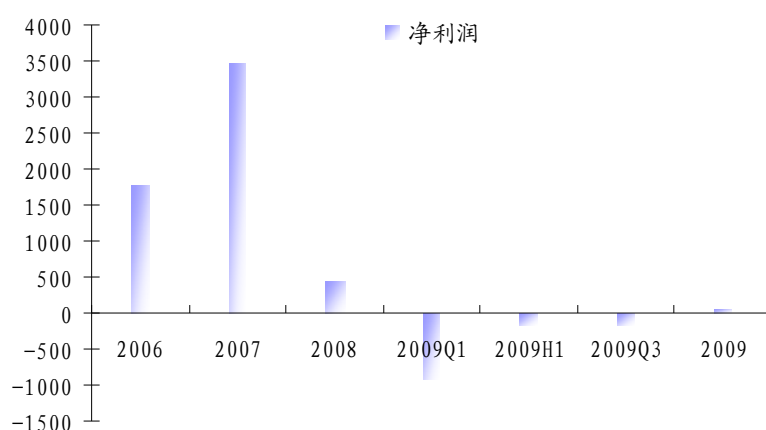
- **特高压建设投资有保障。**09 年国家电网多个特高压项目延迟，2010 年将加快核准淮南-上海、锡盟-南京、陕北-长沙、溪洛渡-浙西等特高压项目，加快向家坝-上海特高压直流示范工程建设；2010 年南方电网将启动或完成云南-广东、溪洛渡-广东等 3 项特高压工程。
- **智能电网建设步入实质性阶段。**国家电网关于智能电网标准体系和具体建设规划，即将在春节前发布，2010 年将全面启动整个智能电网工作。国网智能电网具体建设规划的公布将直接引导设备商进行生产布局；标准体系的公布，将指导业内设备商的研发方向，从而加速智能电网相关设备的对接。
- **两网积极布局新能源汽车充电站。**2010 年新能源汽车面临政策密集出台：一是私人购买新能源汽车补贴标准有望于 1 月公布，二是新能源汽车发展规划将于 3 月之前发布；三是新能源汽车相关标准不断明确，国内新能源汽车市场将进入提速发展阶段。国家电网和南方电网积极布局新能源汽车充电站，估计 2010 年将有数十亿元投资，对两网资金压力影响较小。
- **三峡库区电网重建。**目的是提高库区输电网络的覆盖面，建设三峡库区 500 千伏和 220 千伏骨干网架，加强与华中电网三至四回 500 千伏线路的强联络，实现 220 千伏输电网络覆盖三峡库区各区县。我们预计 2010 年三峡库区电网重建投资将达到 400 亿元左右。

虽然 2010 年电网投资低于预期，但 09 年底电价上调改善了两网经营状况，预计 2010 年两网将分别增加 595 亿元和 135 亿元营收；预计

国家电网 2010 年增加净利润 305.3 亿元，达到 350.5 亿元，为 2010 年电网投资超预期的可能提供基础。

2010 年国内输变电市场主要关注特高压投资和智能电网建设带来的市场机会，龙头企业优势明显；220KV-750KV 市场竞争加剧，毛利率面临下降的风险；110KV 及以下配网市场，虽然潜力很大，但竞争者众多，关注具备产品优势的企业。

Figure 3 国家电网历年净利润情况（单位：亿元）



数据来源：世纪证券研究所

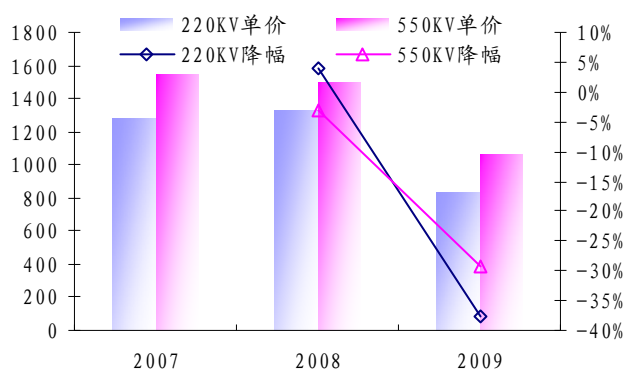
2010 年聚焦“海外市场掘金”

国内市场竞争激烈化

从 09 年国家电网集中招标数据可以看出，不仅招标价格同比负增长，而且中标容量也有明显下降。

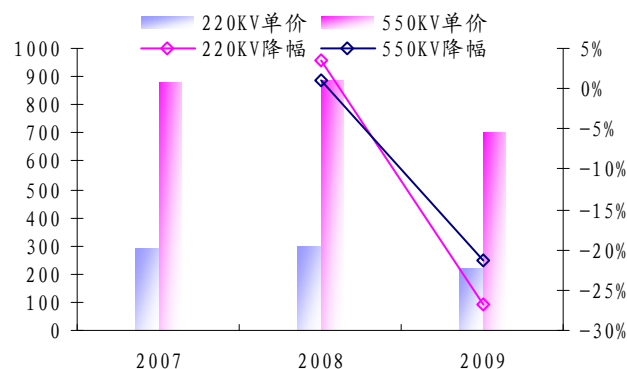
09 年 220KV 变压器中标价格约下降 37.59%，550KV 变压器中标价格下降约 29.33%；09 年 220KV 组合电器中标价格约下降 26.67%，550KV 组合电器中标价格约下降 21.35%。

Figure 4 国网招标变压器价格变化趋势（单位：万元/台）



数据来源：国家电网、世纪证券研究所

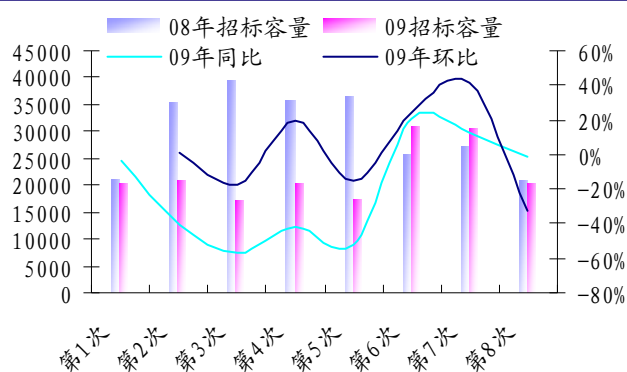
Figure 5 国网招标组合电器价格变化趋势（单位：万元/套）



数据来源：国家电网、世纪证券研究所

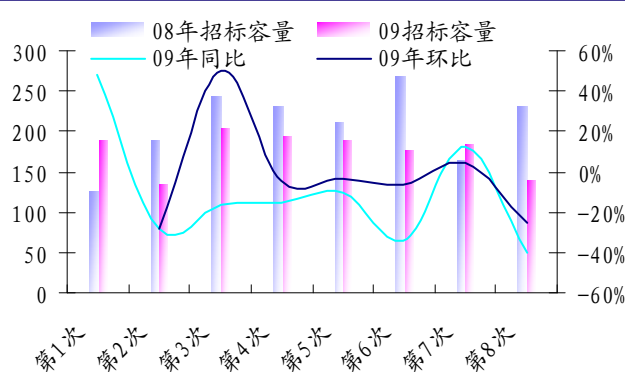
从招标容量上看, 09 年 8 次累计招标容量均出现下滑。组合电器招标容量下降约 15.35%, 变压器招标容量下降约 26.23%。

Figure 6 08-09 年国网变压器招标容量及增速比较 (MVA)



数据来源: 国家电网、世纪证券研究所

Figure 7 08-09 年国网组合电器招标容量及增速比较 (套)



数据来源: 国家电网、世纪证券研究所

我们预计 2010 年国网招标 220KV-750KV 电压等级竞争状态不会有很大改善, 在今年电网投资低于预期的情况下, 企业为了获取订单很可能进一步压低招标价格, 这对企业毛利率有一定负面影响。

电力设备企业走出“价格战”的出路有两个途径: 一是产品结构调整, 需要向高端产品转型; 二是“走出去”战略, 开拓新的市场。

海外市场潜力巨大

在国内高压电网投资出现平缓、竞争趋于激烈的时候, 海外电网市场蕴含巨大机会。国际能源署预测在 2005 年~2030 年期间全球累计电力投资超过 11.3 万亿美元, 其中输配电占 54%, 累计投资额达 6.1 万亿美元。

(1) 俄罗斯电网改造

俄罗斯国家电网中 110—750kV 变压器总量约 20000 台, 总容量约 570×10^9 VA, 其中容量在 120 MVA 及以上的变压器约有 2500 台; 大约有 45% 的变压器已超过使用期 20 年, 有 30% 超过 25 年。

110—750kV 等级高压断路器约有 30000 台, 其中 110kV 断路器占 80.5%, 220kV 占 15.2%, 330kV 占 1.2%, 550kV 占 3%, 750kV 占 0.1%。大部分断路器为 110 和 220kV 级的多油断路器 (占 54%); 110 kV 级的断路器中, 多油断路器占 58%; 在 220 kV 级的断路器中占 45%。

俄罗斯电网有 60%-80% 的设备需要升级换代, 根据俄罗斯电网改造计划, 未来 8-10 年将完成约 1000 亿美元的电网投资。俄罗斯电网股份

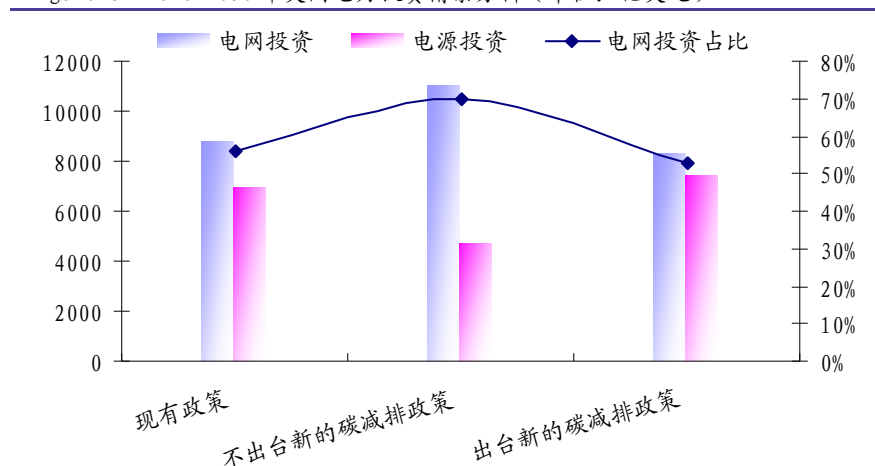
公司与中国光彩事业集团已于 09 年 7 月份签订经贸合作备忘录，国内众多电力设备企业有望分享这一蛋糕。

（2）美国电网改造和智能电网建设

根据《美国电网投资情况分析及其启示》（郭基伟、宋卫东）文献显示，目前美国电网设备大多在 20 世纪 50 年代或更早时期建成投产，总资产约 3600 亿美元。按照美国能源部统计，70% 的输电线路运行年限在 25 年以上，70% 的电力变压器运行年限在 25 年以上，60% 的断路器运行年限超过 30 年，技术、设备老化现象严重。据美国爱迪生电力研究院（EEI）估算，2004-2008 年，美国各电力公司共投资约 290 亿美元用于输电网建设，比上一个 5 年增加了 60%。

EEI 基于情景分析法对美国未来电网投资需求进行了预测：在现有政策环境条件下，2010-2030 年，美国电力工业的基础建设共需投资约 15770 亿美元，其中电网投资将达 8800 亿美元，电源建设投资将达 6970 亿美元，电网投资和电源投资的比例为 56:44；在美国政府不出台新的碳减排政策条件下，电网投资和电源投资的比例最大可能达到 70:30；如果新的碳减排政策出台，则可能导致可再生能源发电投资大大增加，电网投资和电源投资比例可能降到 53:47，电网投资将依然超过电源投资额。在电网建设投资中，配电网投资将达到 5815 亿美元，接近输电网投资额的 2 倍。

Figure 8 2010-2030 年美国电力投资情景分析（单位：亿美元）



数据来源：《电力技术经济》、世纪证券研究所

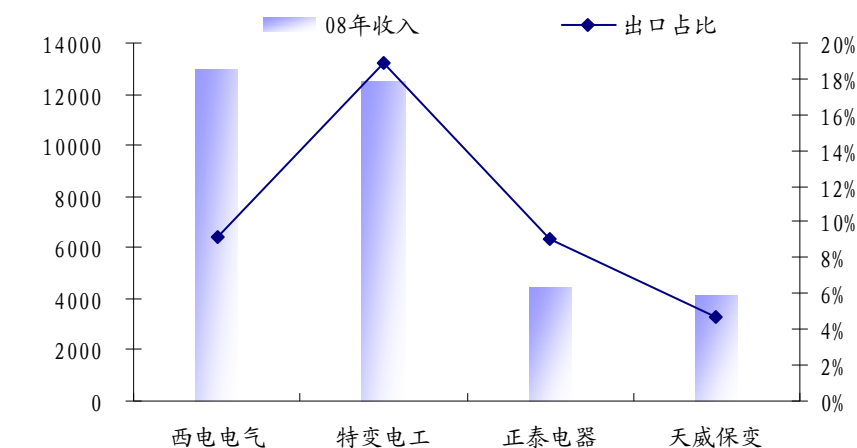
08 年奥巴马上台后大力发展新能源，因此，可再生能源、改造老化的美国电网以及智能电网的发展，将带来美国电网投资在未来仍将保持快速增长。

（3）东南亚、中亚等新建需求

中国与越南、老挝、缅甸、泰国、菲律宾等国家合作开发电力资源、投资建设电站的进度不断加快。南方电网和国家电网纷纷参与国外电力建设，南网已经进入越南、老挝、缅甸等国电网建设领域，国网已开展与菲律宾、马来西亚等国电网建设合作。

除了两网参与周边国家电网建设以外，国内也有不少企业产品实现海外销售。上市公司中有特变电工、中国西电、天威保变、正泰电器等，其中中国西电、特变电工的比例最大。

Figure 9 国内主要上市公司海外销售金额及比例（单位：百万元）



数据来源：世纪证券研究所

以中国西电为例，西电的产品已经出口至菲律宾、马来西亚、印尼、越南、泰国、乌兹别克斯坦等 20 个国家和地区，08 年出口收入占比约为 9%。

2010 年，海外市场将成为国内输变电企业的主要突破口。一方面，出口产品毛利率高于国内销售产品；另一方面，海外市场可以化解国内市场的风险。

2010 年需关注具备较强出口优势的企业，以及俄罗斯电网改造为国内设备商带来的机会，特别需要关注国家电网战略转型——即往全球大型成套设备集成商转变，为旗下相关上市公司带来潜在市场机会。

毛利率遭遇压力，业绩出现分化

行业毛利率遭遇较大压力

09 年国网一次设备招标量和价格均有较大下降，这对企业营收和毛利率有较大影响，其中二次设备毛利率下滑较为明显。

08 年原材料价格高涨对 09 年前三季度的毛利率仍有部分影响，随着去库存化结束，09 年这种影响基本消失。

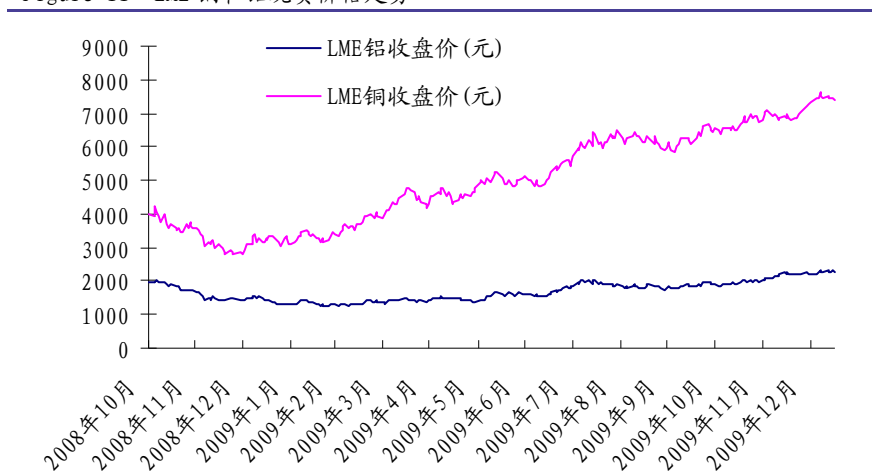
Figure 10 电气设备板块 09 年 Q1-Q3 毛利率和净利率变化

板块名称	销售毛利率			销售净利率		
	09Q1	09Q2	09Q3	09Q1	09Q2	09Q3
电气设备	19.21	19.38	19.18	7.08	7.72	7.73
发电设备	16.21	16.20	15.80	6.18	6.58	6.50
一次设备	22.77	23.02	22.48	8.35	9.70	9.49
二次设备	33.47	32.70	31.56	4.89	8.57	9.39
新能源设备	26.09	24.50	24.96	11.96	11.98	12.70

数据来源: wind、世纪证券研究所

09 年以来有色金属价格有回升趋势,其中铜和铝的价格上涨幅度很大。从 09 年 1 月 2 日到 2010 年 1 月 15 日, LME 铜现货价格上涨幅度为 141.13%, LME 铝现货价格涨幅为 52.70%。

Figure 11 LME 铜和铝现货价格走势

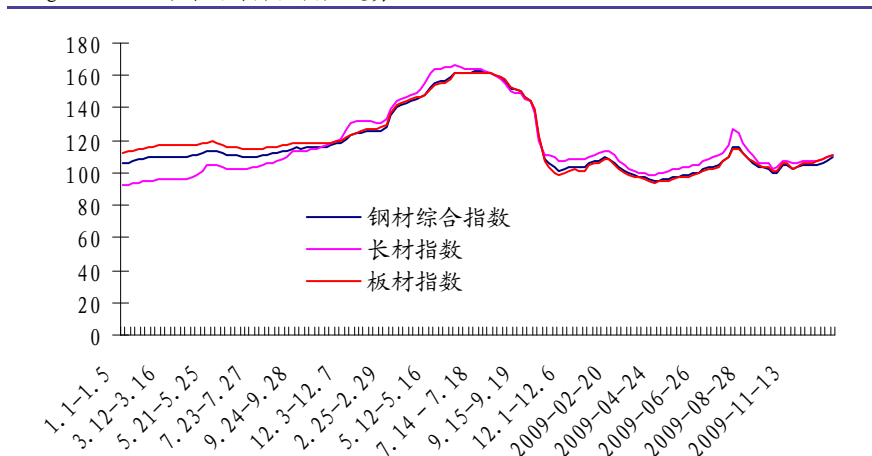


数据来源: wind、世纪证券研究所

而钢材价格则在 08 年价格回落后, 维持在低位运行。09 年钢材区间最大涨幅为 22.43%, 我们对钢材未来价格走势有上涨的预期。

因此电力设备企业(发电设备和一次设备)毛利率将在 2010 年受到一定影响。

Figure 12 国内钢材价格指数走势



数据来源: wind、世纪证券研究所

09 年以来业绩复苏明显，但分化加剧

从上市公司业绩来看，09 年 Q1-Q3 电气设备板块营收出现较快增长，其中 09 年中期增长较快，但 09 年第三季度有所减缓。从细分行业看，新能源设备营收和净利润涨幅最快，发电设备涨幅最小，一次设备营收增幅小于二次设备。

我们可以看到，相关具备核心优势的公司仍能获得较高的增长幅度，如特变电工、天威保变、国电南瑞、荣信股份等。

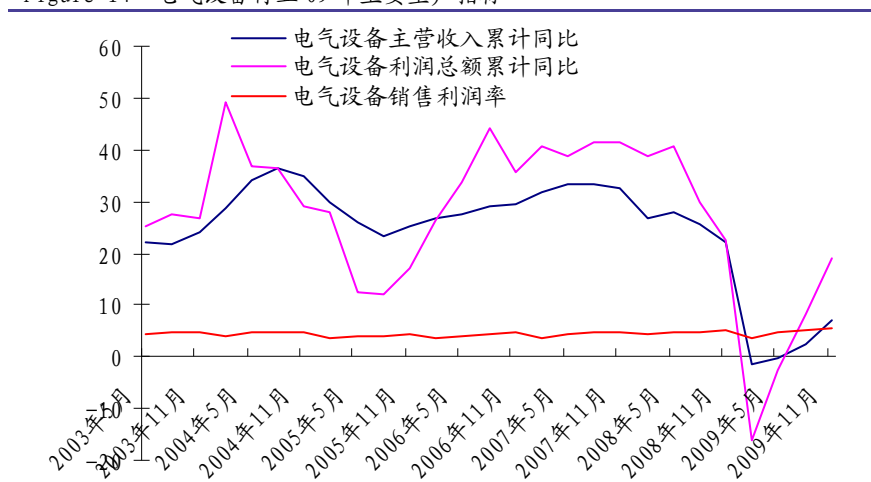
Figure 13 电气设备板块 09 年 Q1-Q3 营收和净利润同比增长

板块名称	营收同比增长			净利润同比增长		
	09Q1	09Q2	09Q3	09Q1	09Q2	09Q3
电气设备	0.92	5.65	6.11	-1.94	17.27	22.78
发电设备	2.21	4.85	3.21	-16.96	3.19	7.24
一次设备	3.90	3.66	3.37	-3.77	17.00	16.26
二次设备	11.46	10.49	9.01	-15.36	5.19	12.04
新能源设备	41.87	67.56	74.46	47.08	76.86	103.76

数据来源：wind、世纪证券研究所

从整个电气设备行业看，行业营收和利润总额出现了逐步回升的过程，这与上面统计的上市公司变化趋势一致。

Figure 14 电气设备行业 09 年主要生产指标



数据来源：wind、世纪证券研究所

业绩分化的主要原因有三点：（1）产品结构变化以应对同质化产品竞争；（2）设备商对原材料价格的控制能力较弱；（3）产品市场单一，无法有效分散市场增速减缓带来收入增速下降的风险。

因此，2010 年我们认为 3 类设备商将脱颖而出：

第一类是适应国家政策变化（特高压、智能电网、节能减排/环保），积极进行产品结构转型的企业；

第二类是拥有良好的议价能力，能消化原材料上涨对业绩的影响；

第三类是积极开拓海外市场，出口业务将带来超预期增长的企业。

09 年行业业绩亮眼，关注年报行情

从已公告 09 年业绩变动范围的 36 家企业看，业绩预增的达到 28 家，业绩增幅超过 100%的企业有 5 家，增幅在 50%-100%的有 12 家，增幅在 0-50%的有 11 家，另外还有 7 家业绩出现负增长。

Figure 15 已披露 09 年业绩变动趋势的公司及年报披露时间

证券代码	名称	预警摘要	预告日期	定期报告预计披露日期
000400.SZ	许继电气	净利润约13,000万元,增减变动约250%	2010-1-8	2010-1-29
000533.SZ	万家乐	净利润19000~21000万元,增长189%~220%	2009-12-5	2010-1-30
002028.SZ	思源电气	增长150%-200%	2009-11-25	2010-3-20
300032.SZ	金龙机电	净利润约5610万元~6270万元,增长110%-135%	2010-1-19	2010-4-17
600416.SH	湘电股份	增长100%以上	2010-1-19	2010-2-10
600406.SH	国电南瑞	增长90%以上	2010-1-19	2010-1-28
002112.SZ	三变科技	增长幅度在50%~80%之间	2009-10-22	2010-4-21
002121.SZ	科陆电子	增长在40%-70%以内	2009-10-26	2010-2-10
002123.SZ	荣信股份	增长幅度为30%~60%	2009-10-22	2010-3-11
002202.SZ	金风科技	增长30%~50%	2009-10-27	2010-3-2
002298.SZ	鑫龙电器	增长20%~50%	2009-10-28	2010-4-13
600468.SH	百利电气	增长50%以上	2010-1-15	2010-2-12
600379.SH	宝光股份	增长50%以上	2010-1-15	2010-3-27
600089.SH	特变电工	增长50%以上	2010-1-15	2010-2-25
002168.SZ	深圳惠程	净利润6000~7000万元,增长在30%~50%	2009-10-22	2010-2-27
002255.SZ	海陆重工	增长幅度小于50%	2009-10-26	2010-3-18
600580.SH	卧龙电气	增长50%以上	2010-1-8	2010-1-16
002249.SZ	大洋电机	增长幅度小于50%	2009-10-20	2010-3-30
002074.SZ	东源电器	增减变动幅度小于30%	2009-10-26	2010-4-16
002266.SZ	浙富股份	增长0~30%	2009-10-28	2010-3-26
002058.SZ	威尔泰	增减变动幅度小于30%	2009-10-13	2010-3-3
002212.SZ	南洋股份	增减变动幅度小于30%	2009-10-27	2010-3-18
002276.SZ	万马电缆	增长小于30%	2009-10-29	2010-3-4
002169.SZ	智光电气	增长幅度在0~30%	2009-10-22	2010-2-9
300040.SZ	九洲电气	增长幅度大体为20-30%左右	2010-1-12	
002090.SZ	金智科技	净利润为4500万元~5100万元,增减变动幅度小于30%	2009-10-28	2010-3-23
000922.SZ	ST阿继	净利润~5000万元,增长8.04%	2009-10-29	2010-4-15
600847.SH	ST渝万里	盈利	2009-10-27	2010-3-30
002184.SZ	海得控制	增减变动-20%~10%	2009-10-28	2010-4-22
002180.SZ	万力达	下降不超过30%	2009-10-29	2010-4-24
600110.SH	中科英华	减少50%以上	2010-1-15	2010-2-9
002227.SZ	奥特迅	下降幅度估计为30%~50%	2009-10-17	2010-3-18
002218.SZ	拓日新能	下降35%~65%	2009-10-29	2010-3-4
002196.SZ	方正电机	下降50%-70%	2009-10-23	2010-4-22
002176.SZ	江特电机	下降50%~80%	2009-10-29	2010-4-22

数据来源: wind、世纪证券研究所

二次设备企业业绩增幅明显好于一次设备，主要原因是原材料价格影响没有一次设备显著，估值上就表现为二次设备高于一次设备。

2010 年在特高压和智能电网投资的引导下，低于预期的电网投资仍能给优势企业带来业绩上的大幅增加。

投资评级

2010 年国网投资规划低于预期，并没有在市场上引起明显反应。而相关新能源汽车、智能电网的标准和规划出台的刺激，引起市场对未来良好的预期。我们维持电力设备行业“强于大市”评级。

根据我们在前面的论述，建议关注国电南瑞、许继电气、荣信股份、思源电气、置信电气、湘电股份。

Figure 16 2010 年 1 月重点公司盈利和估值

证券代码	证券简称	EPS		PE		收盘价 2010-1-19
		2009E	2010E	2009E	2010E	
600406.SH	国电南瑞	0.92	1.16	58.14	45.83	50.44
000400.SZ	许继电气	1.02	1.18	28.68	24.02	26.68
002028.SZ	思源电气	1.06	1.10	23.58	26.59	29.16
002123.SZ	荣信股份	0.87	1.25	48.90	33.62	41.82
600517.SH	置信电气	0.54	0.71	35.70	26.42	18.82
600416.SH	湘电股份	0.55	0.91	44.55	27.71	25.09

数据来源：wind、世纪证券研究所

风险提示：

近期需要关注的风险有：智能电网相关概念股在缺乏后继政策的背景下，有回调的风险。

世纪证券投资评级标准:

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。

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。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.