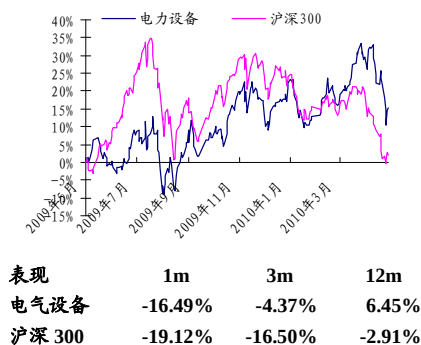


投资品 - 电气设备

2010 年 5 月 17 日

行业相对沪深 300 表现



陆勤、颜彪

luqin@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

0755-83199599-8136

执业证书号:

S1030200010028

分析师申明

陆勤、颜彪，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。

风险释放，机会犹存

——电力设备行业 2010 年 5 月月报

评级： 中性（下调）

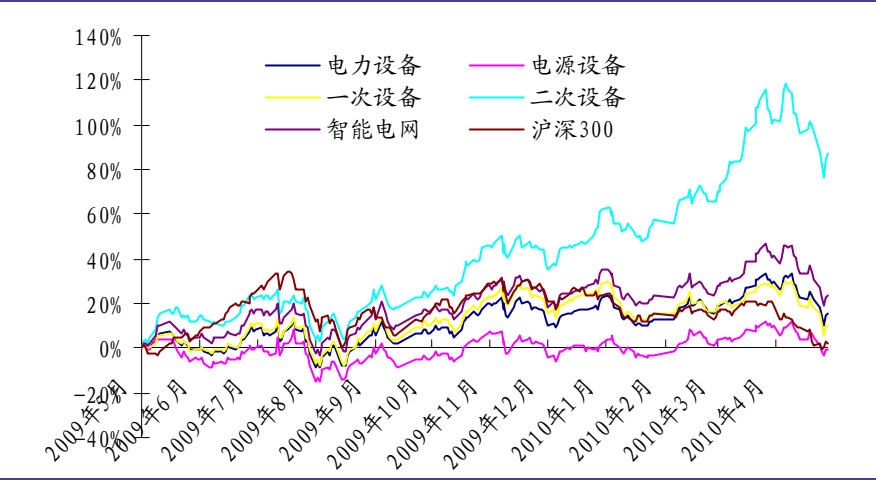
- 沪深 300 在 2010 年 4 月 15 日以来，开始出现向下调整，截止到 5 月 14 日，跌幅达到 14.27%；电力设备板块也出现较大调整，其中一次设备和电源设备调整幅度最大，分别为-8.66%和-6.24%，而二次设备调整幅度仅为-2.35%，体现出强劲的抗跌力度。
- 电力设备板块存在继续向下修正的不确定性。源自于两方面：一方面是电力设备整体高估值风险的继续修正；另一方面是由于市场对电力行业投资趋势、智能电网对不同子行业的景气度影响程度等行业发展趋势的分歧造成的。
- 用电需求和供给出现稳步回升态势。需求方面：稳步回升，主要原因是去年同期基数偏低导致，2010 年初以来用电量数据也显示出经济趋稳明显；供给方面：水电下滑幅度收窄，火电维持较高增幅，当月发电量同比增速和累计同比增速均出现较好信号。
- 电源投资将更多向清洁能源倾斜。从电源投资额上看，2010 年 1-4 月份，水电投资额 185 亿元、火电 286 亿元、核电 156 亿元、风电 117 亿元。从比例上看，火电投资比重降到 40%以下，水电、核电和风电投资比例不断提升。这与调整电源结构的大方向一致。
- 火电新增装机占比提升。从新增装机容量比例上看，2010 年以来，火电新增装机重回 70%以上，水电新增装机降到 10%，风电保持 10%以上的比重。火电新增装机比重的提升主要与工业回暖带来用电需求的大幅增加以及西南干旱导致水电出力的匮乏有关，另外，水电审批进度的放缓也导致水电新增装机容量占比减少。
- 电网投资同比增速大幅降低。2010 年 1-4 月，电网投资达到 748 亿元，4 月单月电网投资额为 220 亿元；由于 2009 年电网投资的超常规发展，使得 2010 年当月电网投资同比负增长不可避免。历史经验来看，下半年电网投资占比较大，上半年电网投资超预期的可能性依然不大。
- 投资评级和投资策略：在电力行业基本面没有出现较大超预期的情况下，估值的重新审视成为下阶段的首要目的，暂下调电力设备行业整体评级至“中性”。投资策略：一是寻找较高安全边际的个股，关注超跌机会，如荣信股份、特变电工等；二是寻找有业绩支撑的个股，适当布局，如浩宁达、森源电气等。
- 风险提示：大盘继续下修的风险

2010 年 5 月份电力设备板块二级市场走势分析

截止到 2010 年 5 月 14 日，电力设备板块近 1 年来整体涨幅为 16.76%，强于沪深 300 整体涨幅 2.57%。

从细分板块看，二次设备区间涨幅达到 89%，一次设备和电源设备以此为 11.32%和 1.55%。

Figure 1 近 1 年来电力设备板块走势



数据来源：wind、世纪证券研究所

沪深 300 在 2010 年 4 月 15 日以来，开始出现向下调整，截止到 5 月 14 日，跌幅达到 14.27%；电力设备板块也出现较大调整，其中一次设备和电源设备调整幅度最大，分别为-8.66%和-6.24%，而二次设备调整幅度仅为-2.35%，体现出强劲的抗跌力度。

但从“10 日涨跌幅”和“5 日涨跌幅”指标看，电力设备板块调整力度超越大盘，电力设备“10 日涨跌幅”达到-7.56%，在上周大盘反弹的背景下，电力设备周跌幅仍达到-5.42%。

Figure 2 电力设备及细分板块与沪深 300 涨幅比较

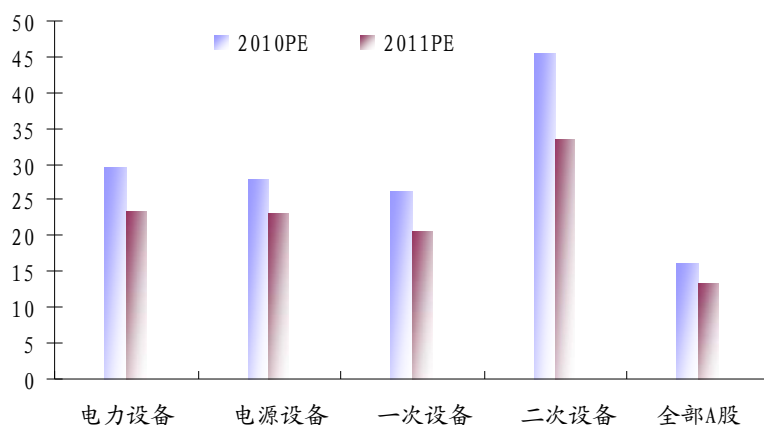
指数名称	5日涨跌幅[%]	10日涨跌幅[%]	30日涨跌幅[%]	区间涨跌幅[%]	区间换手率[%]	流动性指标
沪深300	1.1	-6.28	-14.27	2.57	255.56	1.55
电力设备	-5.42	-7.56	-6.76	16.76	745.52	0.51
电源设备	-5.21	-6.23	-6.24	1.55	728.29	0.61
一次设备	-6.39	-9.19	-8.66	11.32	749.6	0.52
二次设备	-4.98	-6.65	-2.35	89	909.62	0.47

数据来源：wind、世纪证券研究所

从以上分析可以看出：电力设备板块存在继续向下修正的不确定性，而这种不确定性源自于两方面：一方面是电力设备整体高估值风险的继续修正；另一方面是由于市场对电力行业投资趋势、智能电网对不同于子行业的景气度影响程度等行业发展趋势的分歧造成的。

从估值上看，电力设备 2010 年整体估值一致预期为 29.58 倍，其中二次设备为 45.58 倍，而同期 A 股市场整体估值一致预期为 16.2 倍。因此，我们认为此轮大盘向下修正正好为电力设备板块高估值风险释放带来机会。

Figure 3 电力设备行业一致估值预期（基准日为 2010 年 5 月 14 日）



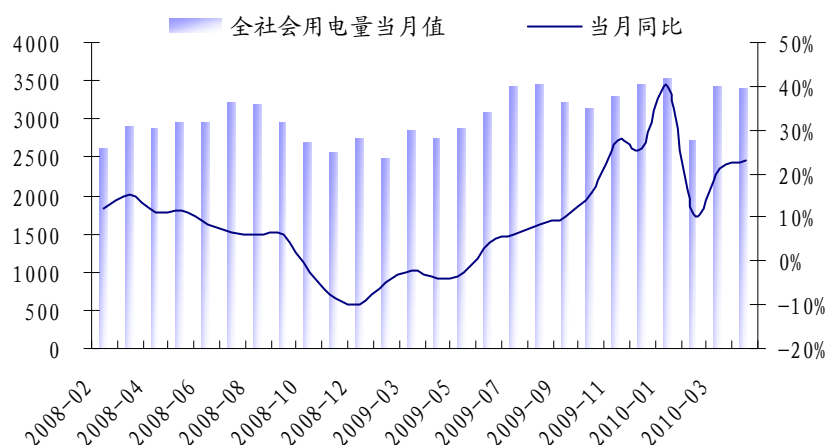
数据来源：wind、世纪证券研究所

用电需求和供给出现稳步回升态势

需求：稳步回升

2010 年 4 月份，全社会用电量为 3394 亿千瓦时，同比增加 23.08%、环比下降 1.19%；1-4 月累计用电量为 13075 亿千瓦时，同比增长 23.9%。用电量数据出现同比较大增幅的主要原因是去年同期基数偏低导致，2010 年初以来用电量数据也显示出经济趋稳明显。

Figure 4 2008 年以来全社会用电量数据及同比增长（单位：亿千瓦时）

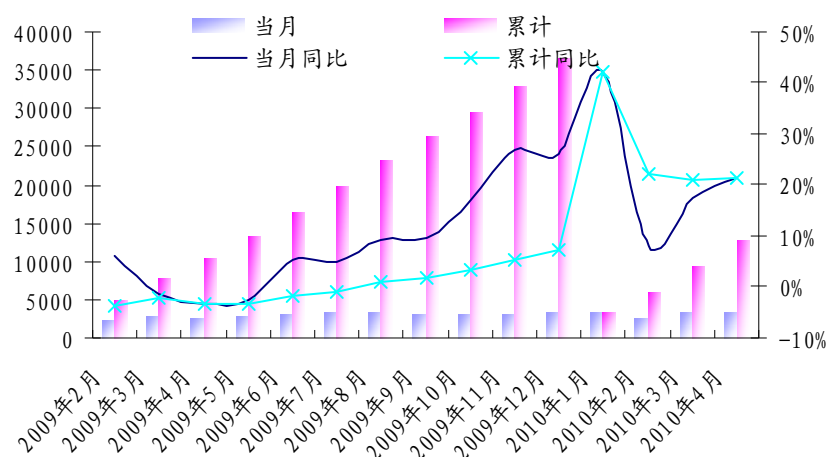


数据来源：wind、世纪证券研究所

供给：水电下滑幅度收窄，火电维持较高增幅

从发电量数据看，当月同比增速和累计同比增速均出现较好信号，与宏观经济的恢复和用电量需求回暖密切相关。

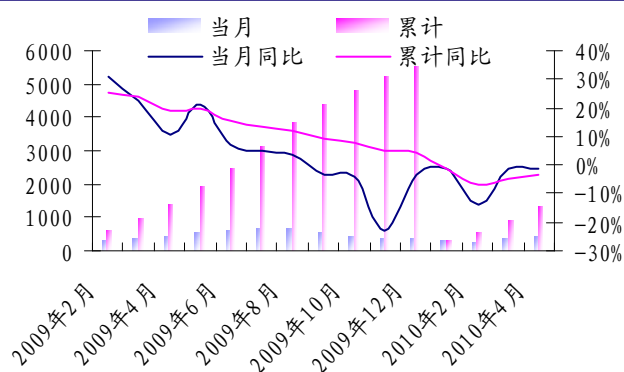
Figure 5 09 年以来发电量数据当月及累计量和同比增速（单位：亿千瓦时）



数据来源：国研网、世纪证券研究所

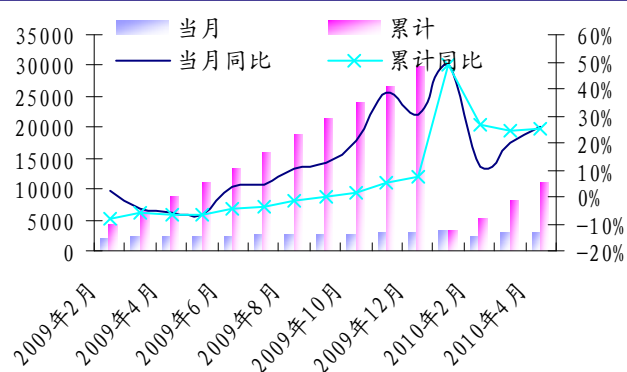
2010 年 4 月份，水电当月发电量增速为-1.10%，但降幅收窄，主要原因是随着雨季的到来，西南干旱对水电发电量的影响逐渐减弱；同期，火电当月发电量增速达到 25.60%，维持较高的增长态势，随着水电发电量的恢复，火电增速虽然将有所下滑，但受基数影响，仍将维持在较高增速水平。

Figure 6 水电当月及累计量和同比增速（单位：亿千瓦时）



数据来源：国研网、世纪证券研究所

Figure 7 火电当月及累计量和同比增速（单位：亿千瓦时）

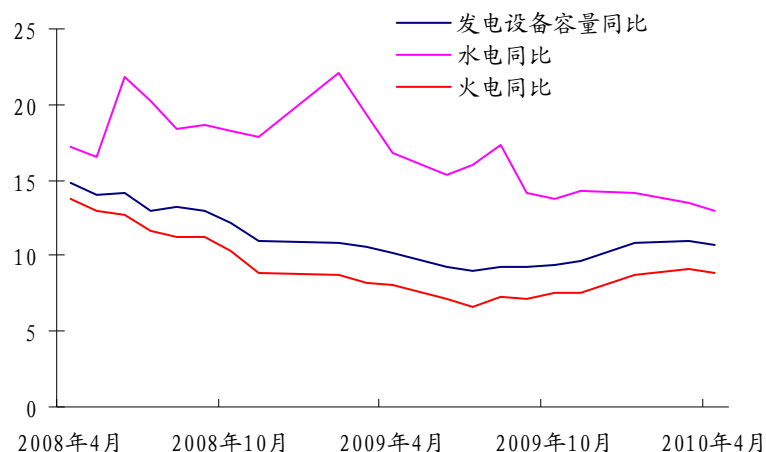


数据来源：国研网、世纪证券研究所

截止到 2010 年 4 月，6000 万千瓦及以上发电设备装机容量达到 8.55 亿千瓦，同比增长 10.7%；其中水电设备装机容量为 1.66 亿千瓦，同比增长 12.9%，火电设备装机容量为 6.56 亿千瓦，同比增长 8.8%。

从变化趋势上看，09 年 9 月份以来，水电装机容量增速趋缓，而火电装机容量增速反弹。

Figure 8 08 年以来发电设备装机容量同比增速变化趋势



数据来源: wind、世纪证券研究所

电力固定资产投资

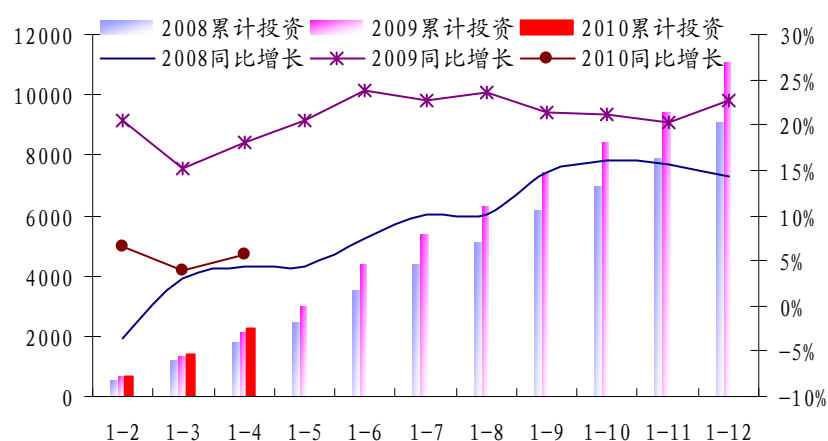
电力投资将前高后低

2010 年 1-4 月份, 电力行业固定资产投资达到 2225 亿元, 同比增长 5.6%。

从电力投资增速变化趋势上看, 2010 年前 4 个月与 2009 年前 4 个月类似, 我们预计 2010 年全年电力固定资产投资增速仍会出现“W”型变化。

从绝对数额上看, 由于前 4 个月超过 09 年前 4 个月的投资力度, 受到 2010 年电力行业投资规划的影响, 2010 年电力投资额将出现“前高后低”的态势。

Figure 9 08 年以来电力行业固定资产投资及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: 国研网、世纪证券研究所

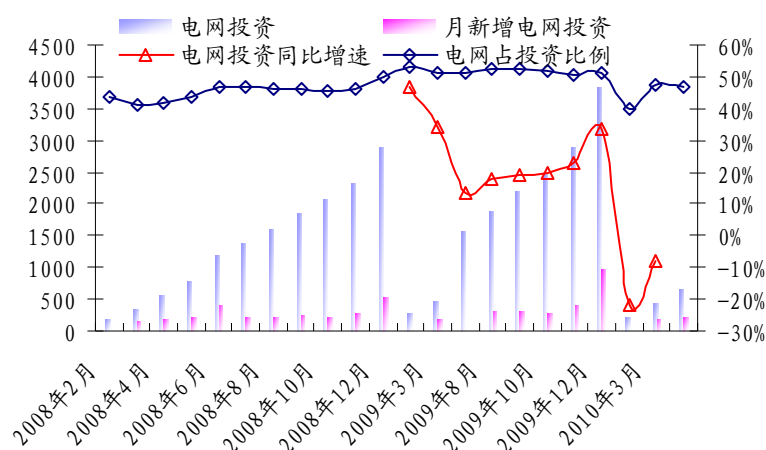
电网投资同比增速大幅降低

2010 年 1-4 月, 电网投资达到 748 亿元, 4 月单月电网投资额为 220

亿元；由于 2009 年电网投资的超常规发展，使得 2010 年当月电网投资同比负增长不可避免。历史经验来看，下半年电网投资占比较大，上半年电网投资超预期的可能性依然不大。

2010 年 1-4 月，电网投资占整个电力投资的比重为 46.65%；2010 年以来，电网累计投资占比连续 4 个月低于 50%。

Figure 10 电网投资及其同比增速（单位：亿元）

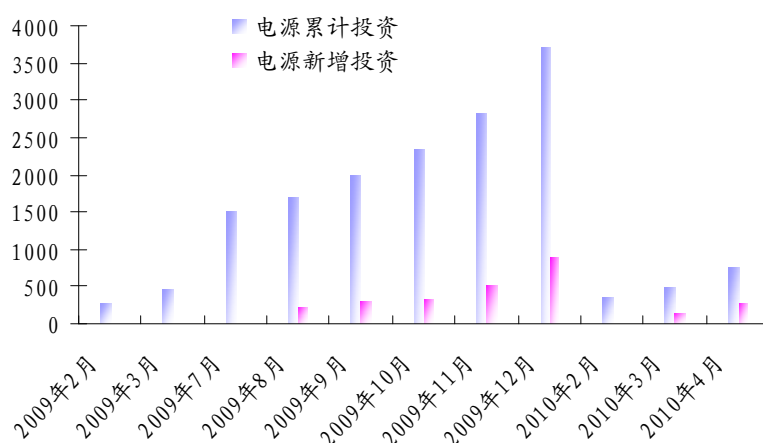


数据来源：中电联、世纪证券研究所

电源投资向清洁能源倾斜

2010 年 1-4 月电源投资额为 748 亿元，4 月份单月新增电源投资额为 268 亿元。按照规划，2010 年电源投资额在 3300 亿元左右，由于 2009 年电源投资为 3711 亿元，2010 年电源投资趋势与电网投资趋势相似。

Figure 11 2009 年以来新增和累计电源投资额（单位：亿元）

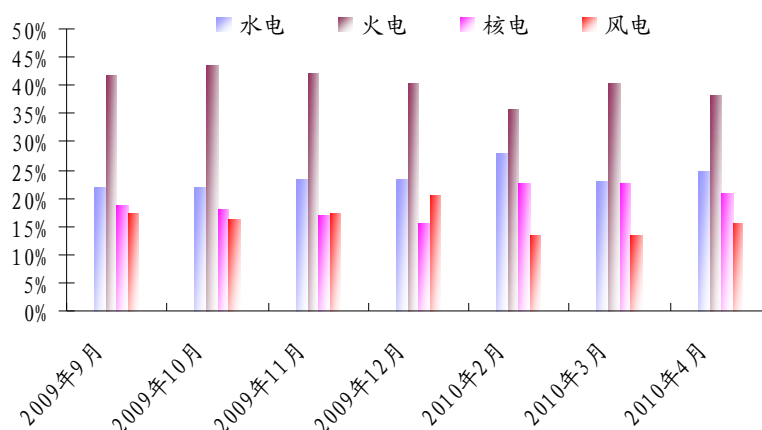


数据来源：中电联、世纪证券研究所

电源投资将更多向清洁能源倾斜。从电源投资额上看，2010 年 1-4 月份，水电投资额 185 亿元、火电 286 亿元、核电 156 亿元、风电 117 亿元。从比例上看，火电投资比重降到 40% 以下，水电、核电和风电投

资比例不断提升。这与调整电源结构的大方向一致。

Figure 12 电源新增投资各项目所占比例

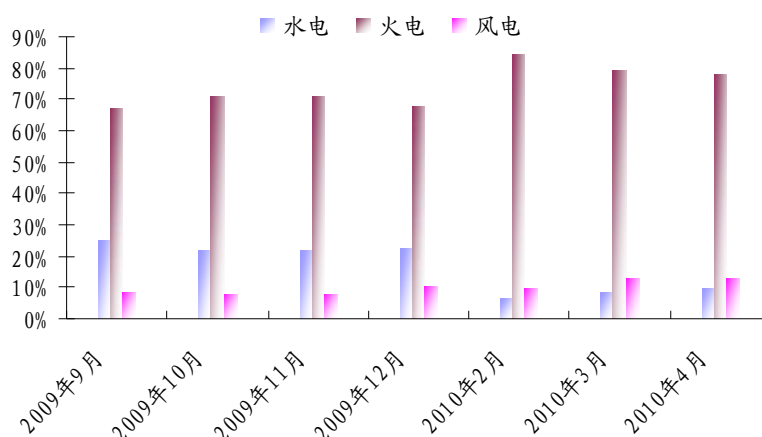


数据来源：中电联、世纪证券研究所

从新增发电设备绝对数看，2010 年 1-4 月，水电新增装机 211 万千瓦、火电新增装机 1729 万千瓦、风电新增装机 281 万千瓦；从新增装机容量比例上看，2010 年以来，火电新增装机重回 70% 以上，水电新增装机降到 10%，风电保持 10% 以上的比重。

火电新增装机比重的提升主要与工业回暖带来用电需求的大幅增加、以及西南干旱导致水电出力的匮乏有关，另外，水电审批进度的放缓也导致水电新增装机容量占比减少。

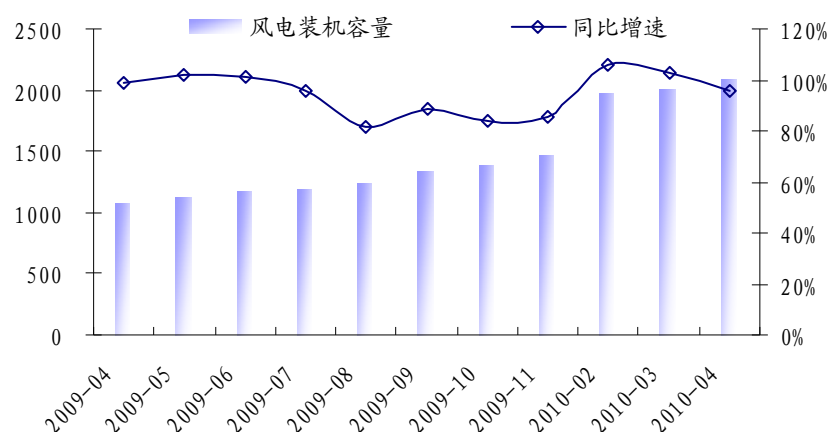
Figure 13 新增发电设备装机容量及占比（单位：万千瓦）



数据来源：中电联、世纪证券研究所

2010 年 1-4 月，风电累计装机容量达到 2094 万千瓦，同比增长 95.6%；2010 年 4 月份，单月新增风电装机容量 84 万千瓦，达到近 1 年来单月新增风电装机容量新高。

Figure 14 风电装机容量及其同比增速（单位：万千瓦）



数据来源：中电联、世纪证券研究所

输变电设备需关注结构性需求

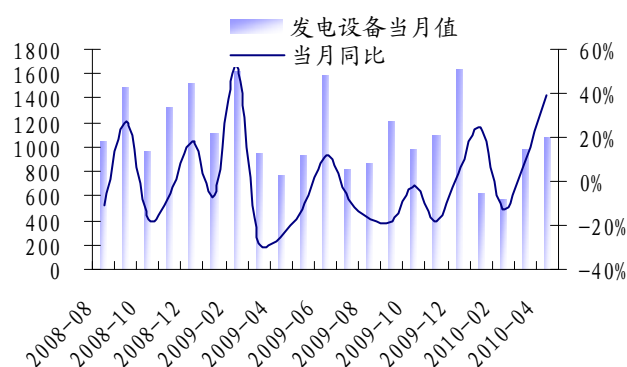
发电设备产量：火电设备反弹，水电设备降幅收窄

2010 年 4 月份，发电设备产量 1073.55 万千瓦，同比增长 39.47%；1-4 月发电设备产量 3246.44 万千瓦，同比减少 27.21%。

4 月份发电设备产量同比大幅增加主要是由于汽轮发电机产量大幅增加导致。4 月份，火电设备产量为 839.16 万千瓦，同比增长 50.97%，而 3 月份同比增长 14.88%。

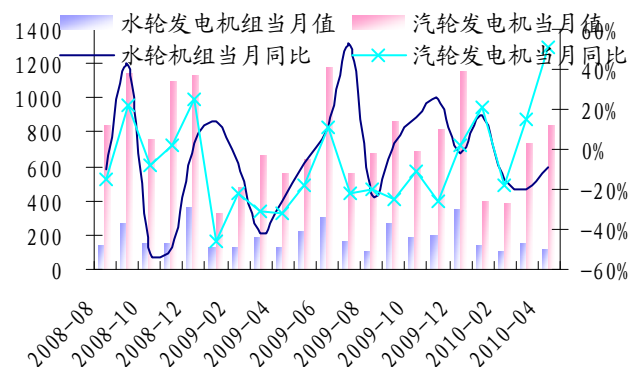
4 月份水电设备产量为 113.22 万千瓦，同比增长-9.39%，持续负增长，但降幅有所收窄。

Figure 15 发电设备当月产量及增速（单位：万千瓦）



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 16 水电火电设备当月产量及增速（单位：万千瓦）

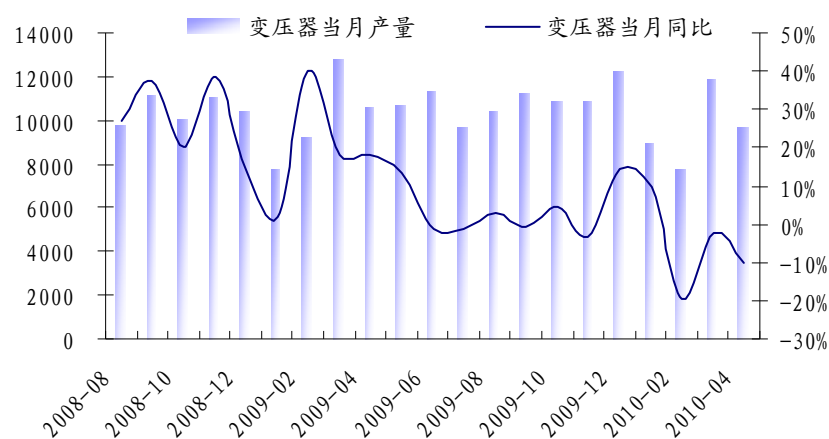


数据来源：wind、世纪证券研究所

输变电设备产量：总体负增长不可避免，关注结构性需求

2010 年 4 月份，变压器产量 9661.68 万 KVA，同比增长-10.36%，维持在 2010 年 2 月份以来的负增长态势。

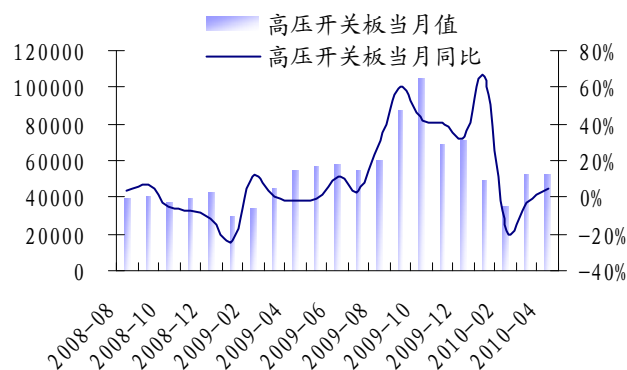
Figure 17 变压器当月产量及同比增速 (单位: 万 KVA)



数据来源: wind、世纪证券研究所

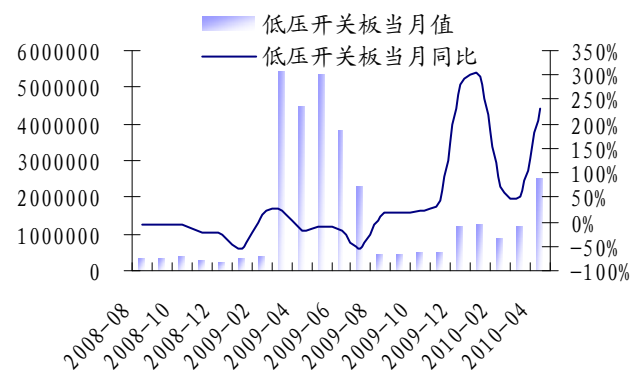
2010 年 4 月份, 高压开关板 5.28 万面, 同比增长 5.26%, 有触底回升的态势; 而低压开关板 4 月份产量为 252.43 万面, 同比增长 229.57%, 持续高增长。

Figure 18 高压开关板产量及增速 (单位: 面)



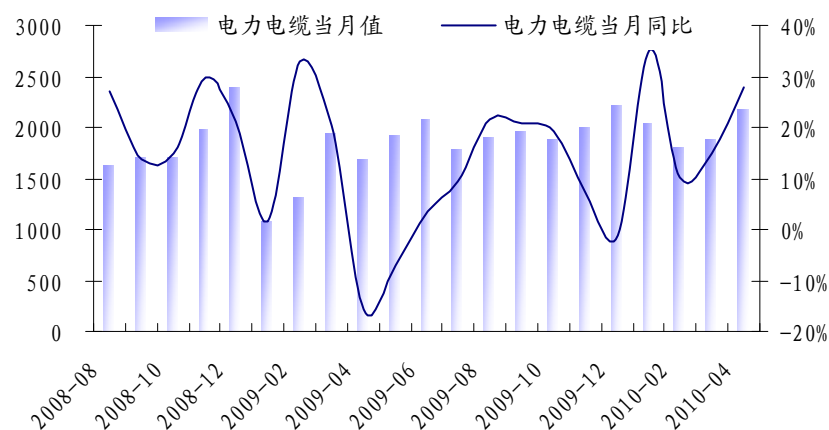
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 19 低压开关板产量及增速 (单位: 面)



数据来源: wind、世纪证券研究所

2010 年 4 月份, 电力电缆产量 217.8 万千米, 同比增长 27.89%,
Figure 20 电力电缆产量及增速 (单位: 百万米)



数据来源: wind、世纪证券研究所

增长态势好于变压器和高压开关板。

由于 2010 年电网规划投资为 3300 亿元左右,同比减少 14.22%,因此对变压器、高压开关等输变电设备需求下降是正常现象,但需要关注结构性需求增量。

特高压和智能电网建设将带动直流换流变、GIS、数字化变电站、智能电表等一二次设备的需求,因此,对于输变电设备相关产品,需要关注结构性需求增量。

而从目前电力设备各细分板块来看,股价对于市场预期的反映较为充分;短期来看,特高压和智能电网超预期因素没有显现的端倪,因此,整个电力设备板块缺乏继续上行的动力。而各细分板块中估值缺乏充分业绩支撑的个股,在此轮大盘回调过程中,将继续向下调整。

投资策略: 风险释放或将成为本月主题

欧洲债务危机升级导致外围市场向下深幅调整,国内市场由于国家对房地产市场调控力度加强的预期,使 A 股市场出现向下修正。在电力行业基本面没有出现较大超预期的情况下,估值的重新审视成为下阶段的首要目的。因此,我们暂下调电力设备行业整体评级至“中性”。

我们认为二次设备 2010 年合理的动态 PE 预期为 40-45 倍,一次设备 2010 年合理的动态 PE 为 20-25 倍,目前仍有一定的下探空间。

从调整的幅度来看,一次设备由于电网投资低于预期对业绩的影响,使其调整幅度超过二次设备。我们认为,在下阶段修正过程中,仍需关注一次设备大幅下修的可能性。

投资策略: 安全第一,适当布局

我们认为,在可能出现的向下修正过程中,有两方面投资思路,一是寻找较高安全边际的个股成为投资的重点,如荣信股份、特变电工等;二是寻找有业绩支撑的个股,适当布局,如浩宁达、森源电气等。

风险提示: 大盘继续下修的风险

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.