

电气设备行业 6 月投资策略

—关注节能及电气自控设备

投资评级 推荐

投资要点:

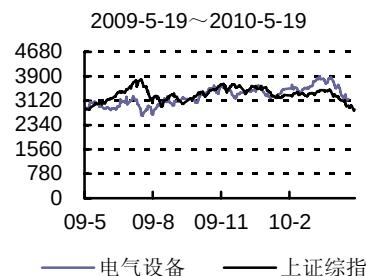
- ◆ 面对大盘的持续回落，电力设备板块体现了较明显的抗跌性，从年初到 5 月该板块累计跌幅仅为 6.12%（只落后医药、机械、食品饮料）。从估值来看，虽然动态市盈率高达 38，但作为长期高估值板块，电力设备行业的总体盈利能力仍然较强，行业的营业收入增长率和利润总额增长率分别达到约 19%和 30%。我们认为在流动性紧缩的预期下，今年整个板块将伴随着大盘在低位震荡，但相对于其他行业表现将更好，在政策的扶持下，整个电力设备行业将依然会领先于大盘走势，因此在弱势的大环境下依然具有较高的投资价值。
- ◆ 从 1 季报的表现看，在电力设备的细分子行业中，电机板块主营收入增幅最大，1 季度主营收入增速高达 88%；从毛利率水平看，以电气自控设备为主的二次设备的毛利水平最高，从 09 年 2 季度开始，毛利率基本维持在 35%以上，这主要是由于二次设备的行业进入门槛较高，较高的技术含量水平支撑了高毛利。我们判断，在所有子行业中，二次设备在智能电网政策的带动下在一段时间内仍将维持较高的盈利水平。
- ◆ 由于国家电网今年建设的投资较去年出现明显回落，因此导致主要电力设备的产量近期表现不佳。4 月我国发电设备单月产量为 611 万千瓦，同比下滑了 21%。电源设备中，汽轮机产量同比基本持平，水轮机的产量出现回落，交流电机 28%的增速提升了电机子行业的景气度；风力发电机表现出色，在新能源政策的带动下出现了高达 300%的单月增幅。输变电设备产量差强人意，变压器、高压开关、互感器小幅下滑；电容器小幅上涨，电线电缆涨幅较大。主要原材料价格 4 月份出现了小幅度回落，但预计全年将保持震荡上行的格局，行业仍面对较大的成本压力。
- ◆ 对于近期电力设备板块的投资机会我们认为将在政策引导和子行业中产生。
 - ① 确保实现“十一五”节能减排目标实现将使高效节能电机、变频调速技术、先进发电设备以及余热发电设备制造商从中受益。
 - ② 细分子行业中的电控设备制造商受国家对智能电网建设力度加大的刺激，在未来很长时间将一直成为市场关注焦点。
- ◆ 节能电机领域关注：卧龙电气、置信电气；变频设备领域关注：合康变频，荣信股份；余热发电：华光股份、川润股份；大容量发电机领域关注：东方电气，浙富股份。智能电网相关电控设备建议关注：国电南自、国电南瑞、北京科锐。

2010 年 5 月 19 日

主要数据

行业指数	3171.98
上证指数/深圳成指	2594.78/10003.81
公司家数	105
总市值(百万元)	663550.99
流通市值(百万元)	373992.32

52 周行情图



相关研究报告

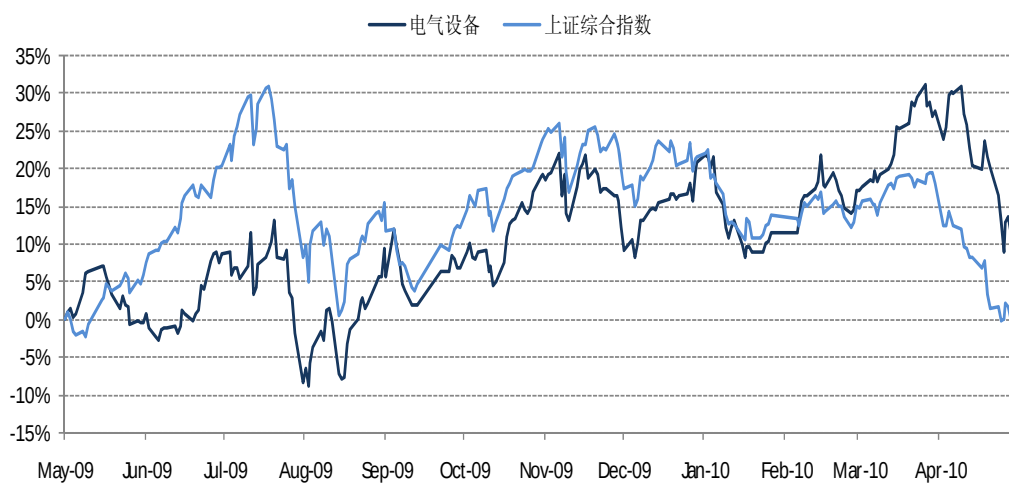
《国元证券公司研究-龙净环保（600388）调研报告：除尘脱硫业务快速增长造就持久竞争优势》
 《国元证券公司研究-置信电气 600517 公司点评：一增长不及预期，市场开拓意外顺利》，
 《国元证券公司研究-置信电气调研报告：东风渐绿配电网，非晶今年更胜去年红》，2009-4-29

联系方式

研究员：常格非，周海鸥
 执业证书编号：S0020109061420
 电话：021-51097188-1925
 电邮：changgefefei@gyzq.com.cn
 联系人：赵喜娟
 电话：(86-21) 51097188-1952
 电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

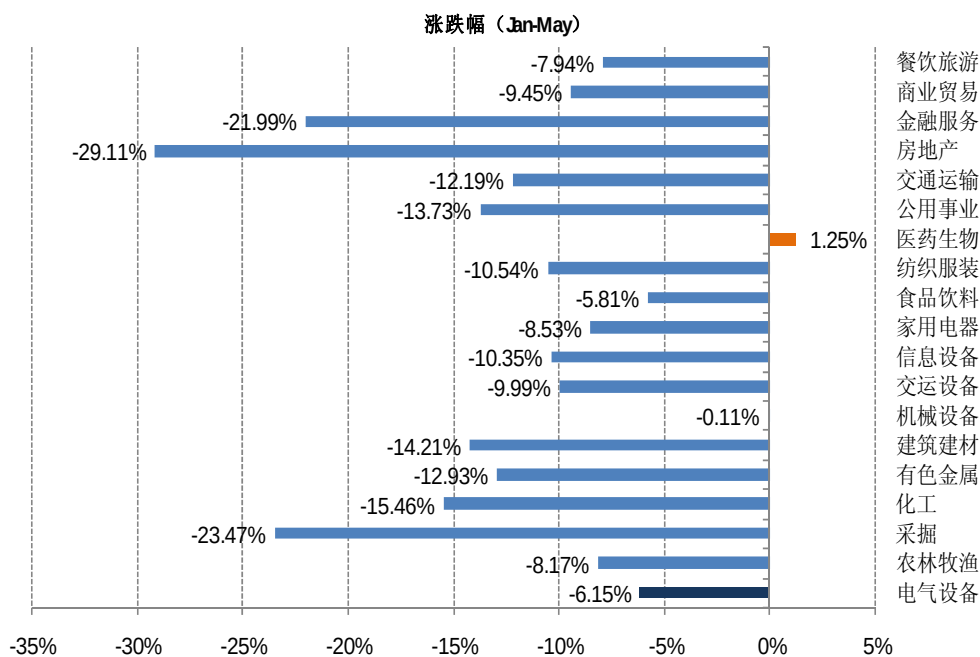
行业强于大盘，估值压力逐步释放

图一：电力设备对比上证指数走势



资料来源：wind 国元证券研究中心

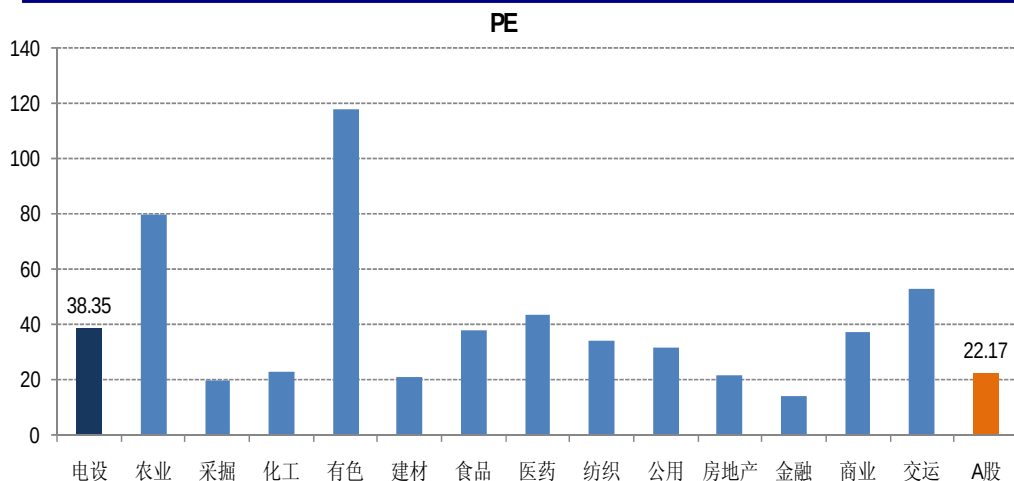
图二：各板块累计跌幅对比



资料来源：wind 国元证券研究中心

- ◆ 从 2010 年 2 月份后的走势看，电力设备板块总体同比并强于大盘。大盘指数进入 4 月份后出现了连续下跌，整个电力设备板块的跌幅已经接近 25%，但电力设备的抗跌性已经明显显现。如果连续从年初到当前的累计跌幅看，电力设备的跌幅为 6.15%，在所有板块的跌幅中排名倒数第 4，表现强于电力板块的是医药生物（累计涨 1.25%）、机械设备（累计跌 0.11%）、食品饮料（累计跌 5.81%）。
- ◆ 对于今年电力设备板块的表现，我们认为在流动性紧缩的预期下，整个板块将伴随着大盘在低位震荡，但相对于其他行业表现将更好，在政策的扶持下，整个电力设备行业将依然会领先于大盘走势，在弱势的大环境下依然具有较高的投资价值。

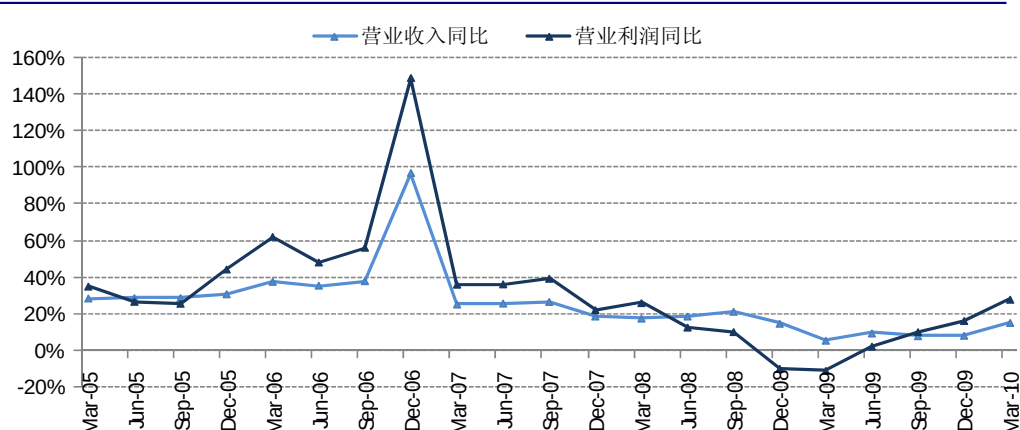
图三：板块动态市盈率对比



资料来源: wind 国元证券研究中心

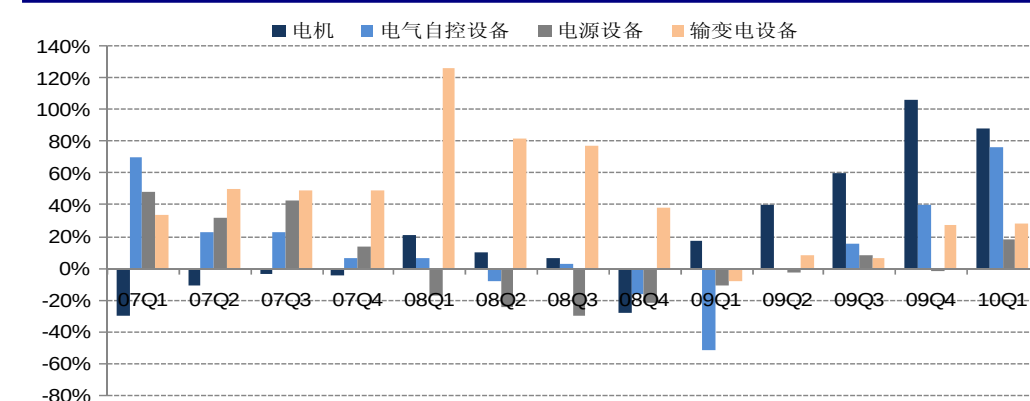
- ◆ 从估值角度看，目前电力设备板块对应的最新动态市盈率为 38.35 倍，高于平均 22.17 倍的水平。这主要是由于电力设备行业一方面是传统的高估值板块，另一方面由于创业板新上市的电力设备公司都具有高市盈率，因此在很大程度上拉升整体市盈率。随着大盘的快速回落，该板块的市盈率将逐步回落。

图四：电力设备行业盈利能力



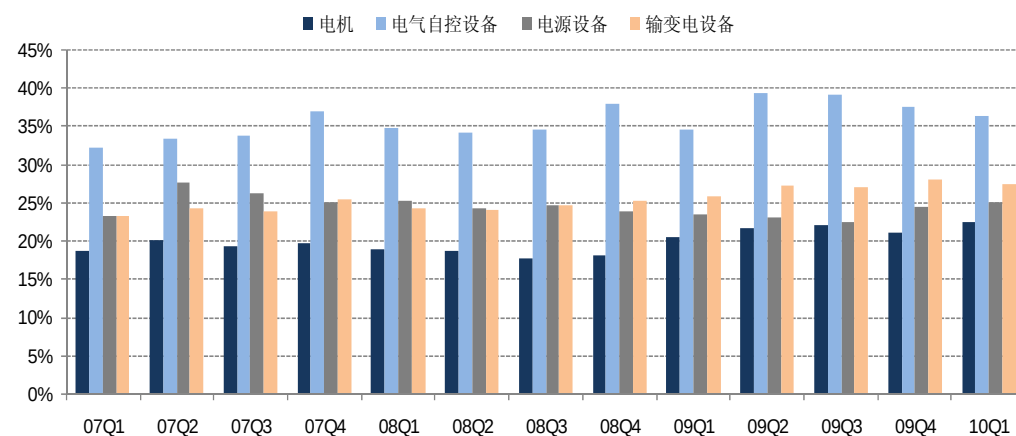
资料来源: wind 国元证券研究中心

图五：电力设备子行业主营收入增长



资料来源: wind 国元证券研究中心

图六：电力设备子行业毛利率



资料来源: wind 国元证券研究中心

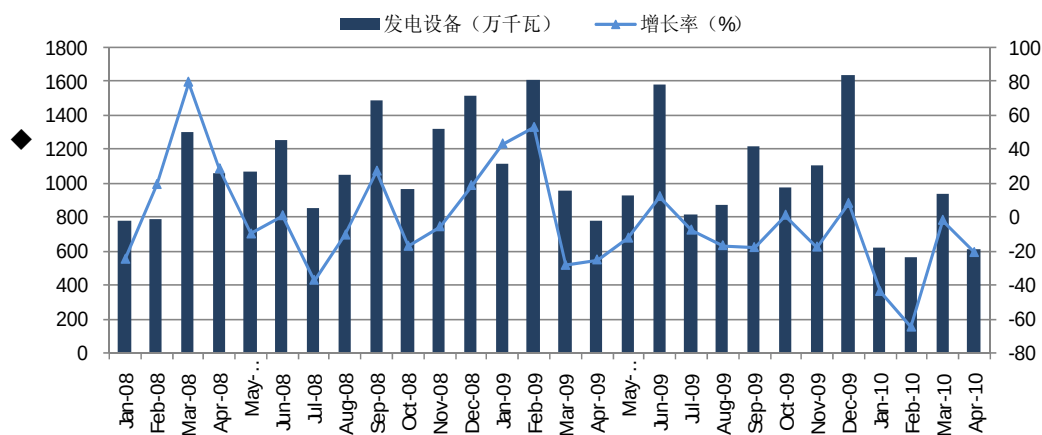
- ◆ 从盈利水平看，电力设备板块总体营业收入和营业利润的增幅已经出现回升，其中营业利润同比同比增长率从09年1季度的负增长已经回升到10年1季度的30%左右，虽然营业收入同比增速没有出现明显增加，但由于主要电力设备的成本控制较好，带来利润水平的提升。
- ◆ 从细分行业来看，电力设备子行业包括：电机设备、电控设备、电源设备和输变电设备等。其中电机板块主营收入增幅最大，2010年1季度主营增速高达88%；从细分行业的毛利率水平看，以电气自控设备为主的二次设备的毛利水平最高，从09年2季度开始，毛利率基本维持在35%以上，这主要是由于二次设备的行业进入门槛较高，较高的技术含量水平支撑了高毛利。我们判断，在所有子行业中，二次设备在智能电网政策的带动下在一段时间内仍将维持较高的盈利水平。

电源设备产量表现低迷

◆ 发电设备产量不佳

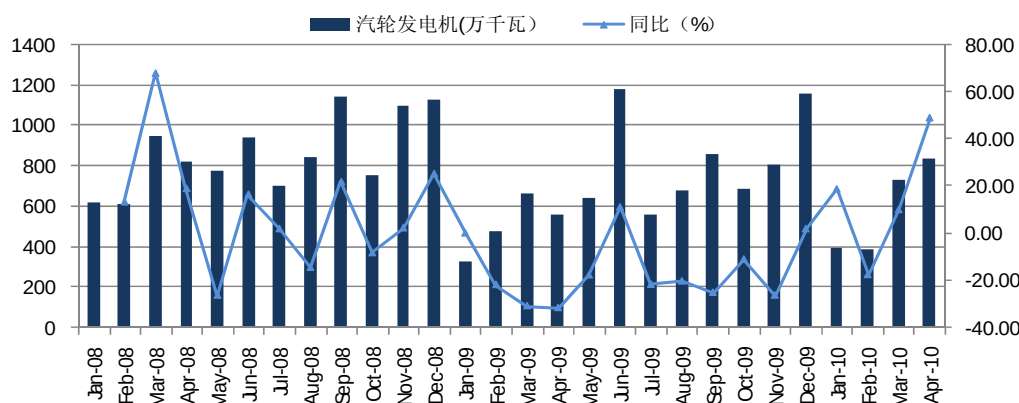
2010年4月我国发电设备单月产量为611万千瓦，同比下滑了21%，继续维持一月份产量的颓势(一月份产量618万千瓦,同比下滑了44%)，从历史来看虽然1季度是行业的淡季，但2010年的增速同比于以往历年下滑明显，反映出电力行业投资结构已经完全转变，电源设备建设的高峰时期已经过去，我们预计今年以及未来一段时间内电源设备制造依然将维持在较低水平。

图七：发电设备产量及增速



资料来源: CEIC 国元证券研究中心

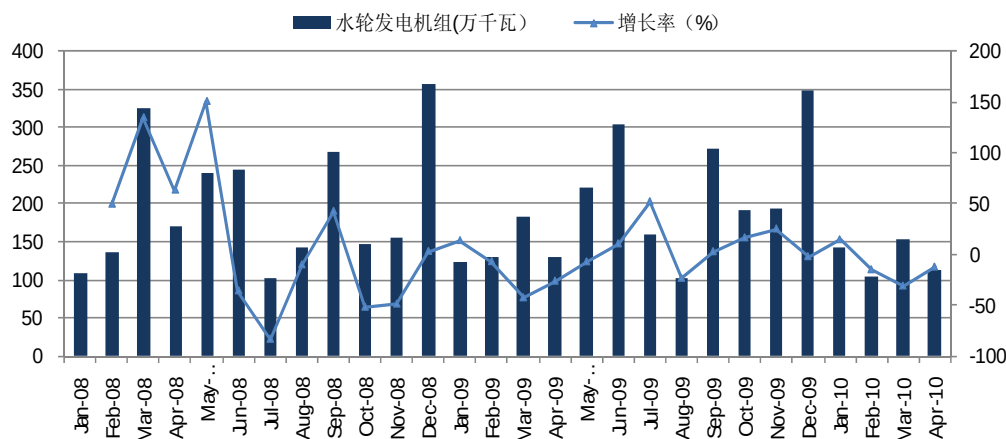
图八：汽轮发电机产量及增速



资料来源：CEIC 国元证券研究中心

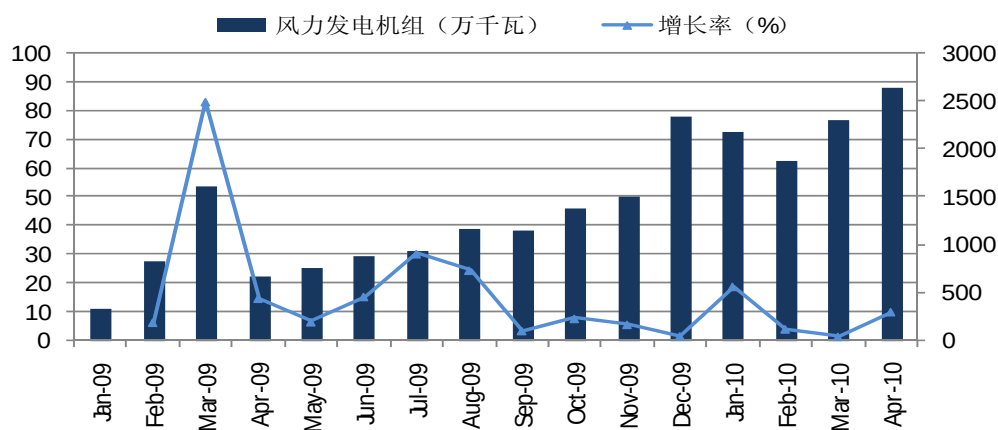
◆ 4 月份水轮机的产量为 113 万千瓦，同比下滑了 12.4%。虽然水电机组的增幅仍然为负，但对于水轮机我们持较为乐观的预期，作为清洁能源发电的重要代表，水电在我国电源结构中将会越来越高，随着我国西南水电开发步伐的加快以及规划中的水电基地逐步建立，我们预计未来我国水电机组产量将明显增加，尤其是大型水电机组的产量也将稳步提升。

图九：水轮发电机产量及增速



资料来源：CEIC 国元证券研究中心

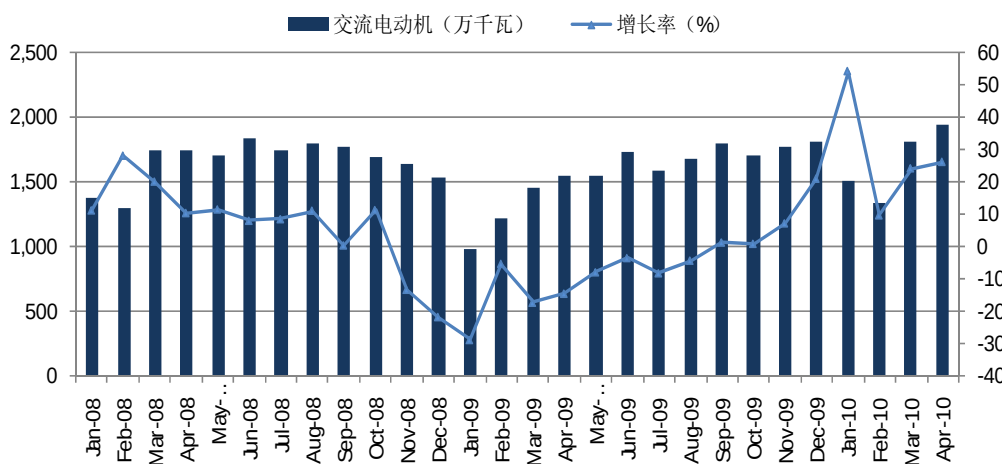
图十：风力发电机产量及增速



资料来源：CEIC 国元证券研究中心

- ◆ 风力发电机组在电源设备中表现异军突起，从 09 年初开始都保持再 2 位数的增速，4 月份我国风机产量 88 万千瓦，同比增长了 300%。对于风电行业我们的观点是：虽然行业发展中存在许多技术问题以及制度上的缺陷，但是中长期我们坚定看好行业的发展，即便行业的整合洗牌不可避免，但作为新能源发电的重要组成部分仍然具有高成长性。

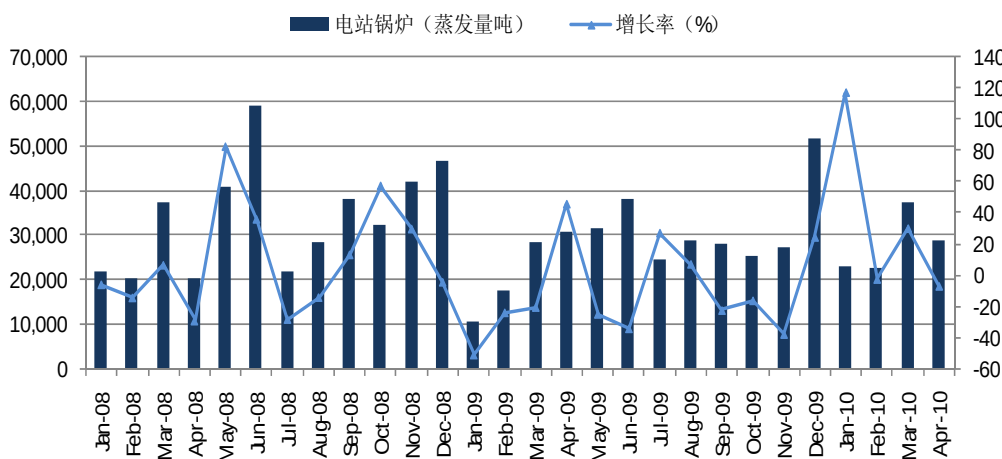
图十一：交流电动机产量及增速



资料来源：CEIC 国元证券研究中心

- ◆ 交流电动机产量增加明显，4 月份全国交流电机 1933 万千瓦，同比增长了 26%，从 09 年 10 月份开始，交流电机增长率结束连续 10 个月的负增长，到 4 月份为止已经连续 8 个月保持正增长（一月份增速达到 54%）；虽然 2 月份后的增速环比收窄，但良好的增长态势还将继续。

图十二：交流电动机产量及增速

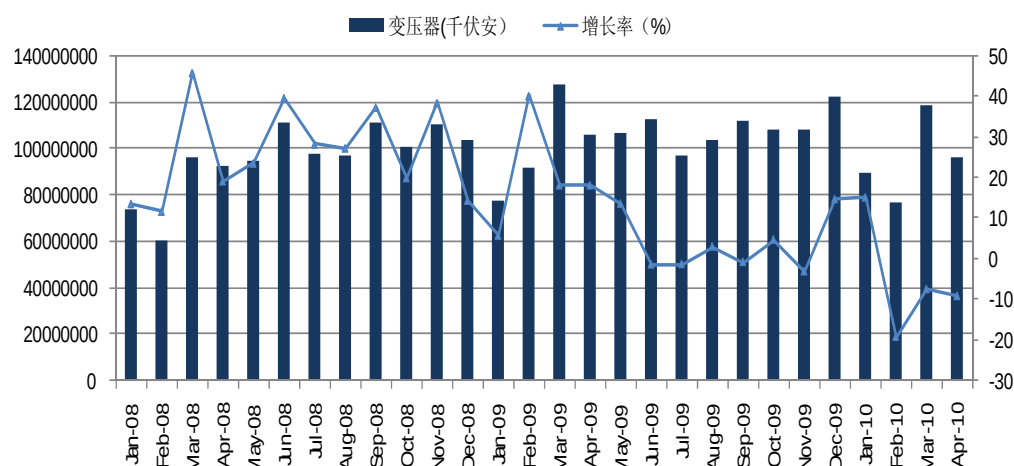


资料来源：CEIC 国元证券研究中心

- ◆ 4 月份电站锅炉产量为 28912 蒸发量吨，同比减少 7 个百分点。作为火电站汽轮机重要的相关设备，电站锅炉的产量走势和汽轮机产量走势具有一定的相关性，总体看锅炉产量将和汽轮机产量一样增幅维持较低水平。

输配电设备制造景气度差强人意

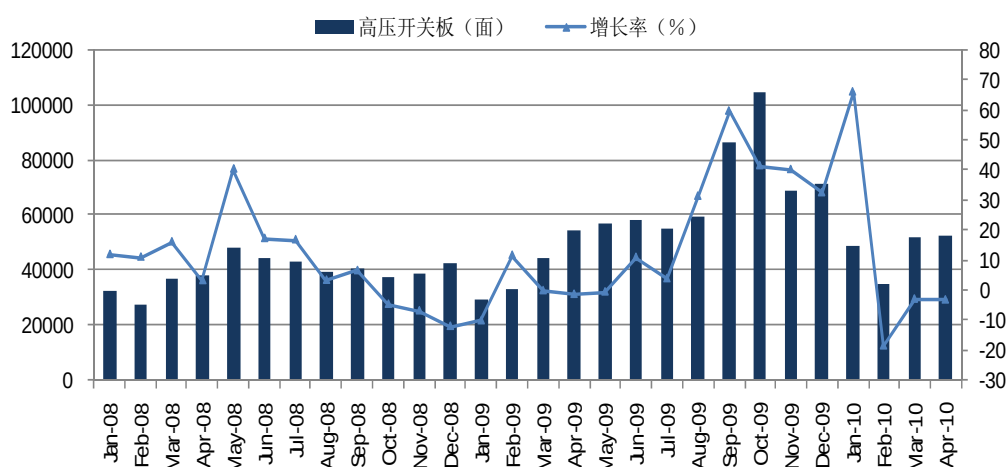
图十三：变压器产量及增速



资料来源：CEIC 国元证券研究中心

- ◆ 从2月份开始变压器产量出现回落，虽然每年年初月份是输配电设备生产的淡季，单今年由于电网投资额度出现较大的回落，因此我们认为全年变压器的产量相比去全年来说不会有明显提升，4月产量为9962万千伏安，同比下滑9.2%。

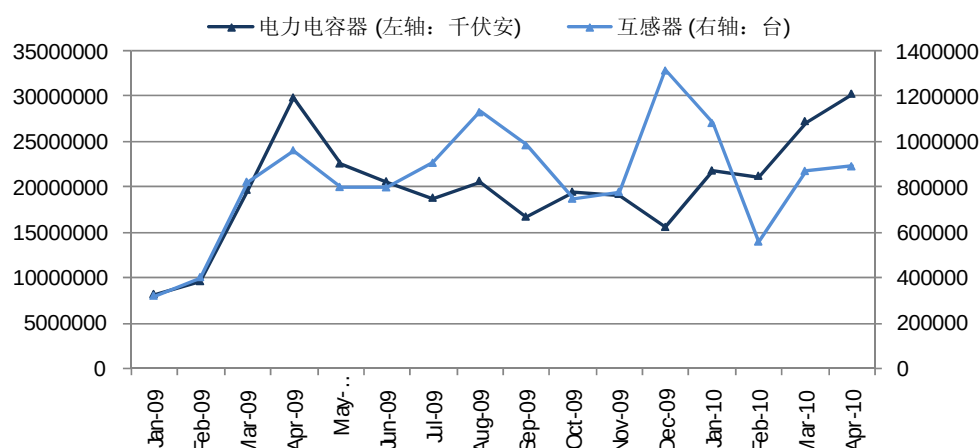
图十四：高压开关板产量及增速



资料来源：CEIC 国元证券研究中心

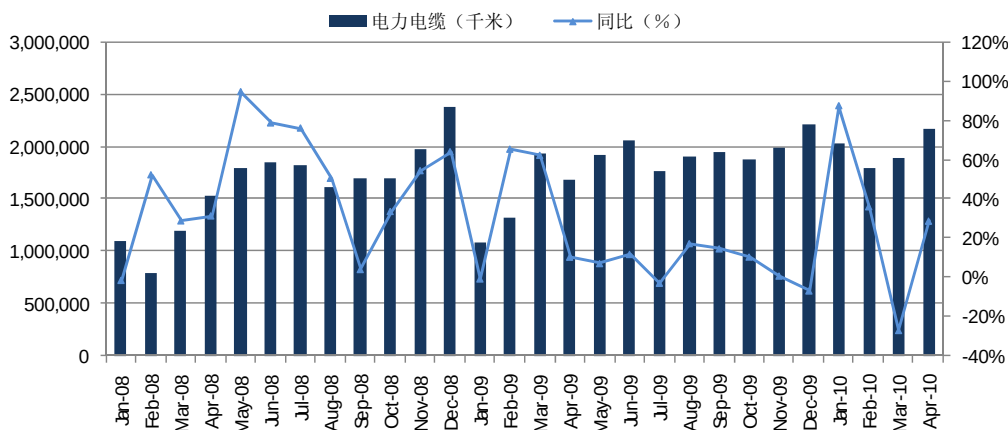
- ◆ 高压开关从去年8月份开始一直保持较高增速，到今年1月份月平均增长率维持在45%以上；2月份产量为34947面，同比下滑了18.5%，3、4月份呢产量分别为52395面和52831面，同比增长率为-2.9%和-3.2%。我们认为目前的回落只是短时间的回调，由于我国加大对特高压输电以及智能电网的假设，未来高压开关市场仍然具有很大的空间。
- ◆ 互感器与电容器产量同比波动不大，但环比连续保持了3个月的上升。4月份互感器产量为891642台，同比下滑了7.42%，环比上涨2.4%；电容器产量30293000千伏安，同比增加了1.4%，环比上涨了11.2%。

图十五：电容器、互感器产量及增速



资料来源：CEIC 国元证券研究中心

图十六：电力电缆产量及增速



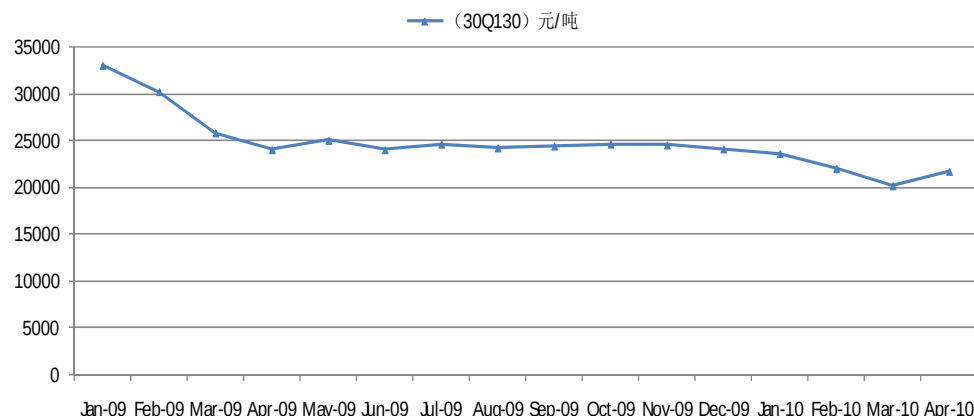
资料来源：CEIC 国元证券研究中心

- ◆ 今年以来电力电缆产量基本保持稳定，4月份电量产量为2179486千米，同比增加了28.66%。我们认为全年电缆总体产量将高于去年，预计2010年全年电缆产量将超过2300万千米。

主要原材料价格出现上涨将压缩行业毛利

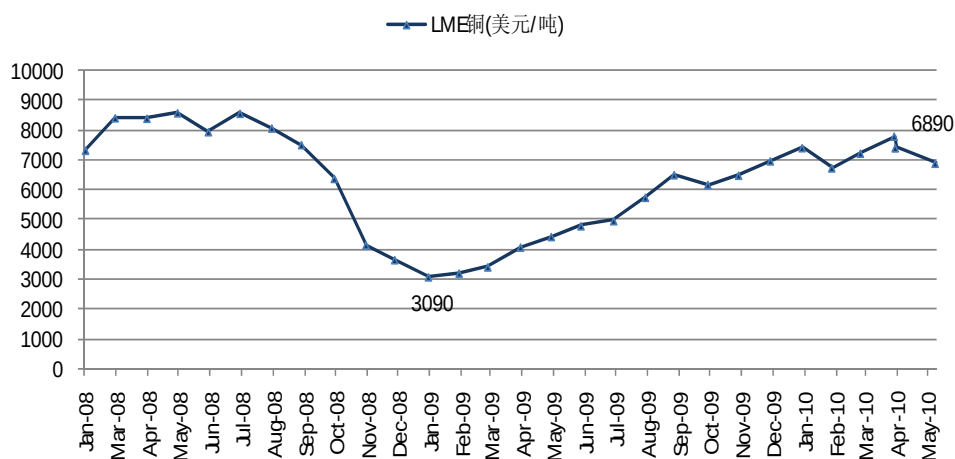
- ◆ 钢、铜铝等金属是电力设备的主要原材料，约占整个制造成本的60%以上。对于电力设备行业，通常产品从中标、签订合同、生产、交货通常周期都在1年以上，因此金属价格波动对电力设备生产商的毛利影响较大，生产商对冲原料类价格不确定性带来的成本风险将直接影响企业毛利水平。从目前原材料价格走势以及招标价格看，电力设备毛利水平将进一步被压缩。
- ◆ 冷轧取向硅钢的价格（0.33mm的30Q130）从08年9月中旬开始步入下行通道，达到2010年的3月中旬接近低点的20000元/吨，近期价格有所反弹，截至3月底价格已经回升到21600元/吨。我们判断今年取向硅钢的价格不会出现明显的上升。

图十七：冷轧取向硅钢（30Q130）价格走势



资料来源：CEIC 国元证券研究中心

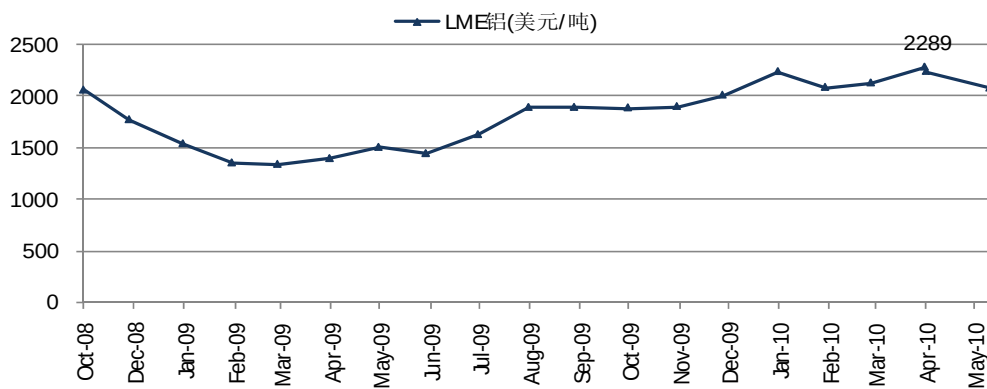
图十八：LME 铜价格走势



资料来源：BLOOMBERG 国元证券研究中心

- ◆ LME 期铜价格在 08 年 12 月达到最低的 3090 美元/吨后，开始一路走高，到 2010 年 3 月已经创出了 7795 美元/吨的新高，进入 3 月后铜价出现小幅回落，但依然维持在 6890 元左右的高位，我们认为如果美元等货币继续走弱，铜价将回到 8000 美元/吨以上的高位运行。

图十九：LME 铝价格走势



资料来源：BLOOMBERG 国元证券研究中心

- ◆ LME 期铝的价格也已经突破前期高点，目前的价格在 2289 美元/吨。我们认为期铝价格将继续保持震荡上行的趋势。

投资策略：

- ◆ 虽然 2010 年国家电网的投资总额出现下滑对电力设备行业产生较大影响，但估值压力的释放使得整个行业的投资机会慢慢凸显。我们近期对电力设备行业的投资机会将从政策以及子行业市场表现两个方面进行挖掘。

① 加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标实现。国务院 5 月 5 日召开全国节能减排工作电视电话会议，动员和部署加强节能减排工作。国务院总理温家宝作了重要讲话，他强调，要切实把节能减排作为加强宏观调控、调整经济结构、转变发展方式的重要任务，努力确保实现“十一五”节能减排目标。其中提到：（1）尽快出台固定资产投资项目节能评估和审查办法，推进高效节能电机、变频调速技术、先进发电设备等标准的制定修订工作。（2）出台鼓励余热余压发电上网和价格政策。

我们认为节能电机、变频设备、余热锅炉以及大容量高效发电机组制造商将从中受益，可能成为市场表现的热点。节能电机领域关注：卧龙电气、置信电气；变频设备领域关注：合康变频，荣信股份；余热发电：华光股份、川润股份；大容量发电机领域关注：东方电气，浙富股份。

② 与智能电网相关的电控设备具有长期投资价值。如前文分析，子行业中从今年以来电控设备的表现（毛利水平以及利润水平增长率）在整个电力设备行业中最好，受未来国家对智能电网建设力度加大的刺激，我们认为未来很长时间内，与智能电网相关电控设备将为成为市场关注的焦点。

目前该行业的估值水平已经逐步回落到合理的水平，风险得到了明显的释放。我们建议重点关注：国电南自、国电南瑞、北京科锐。

代码	公司简称	收盘价(元)	每股收益（元）			PE		
		(2010-5-18)	09 年	10 年 Q1	10 年 E	09 年	10 年 Q1	10 年 E
600580.SH	卧龙电气	16.59	0.70	0.12	0.79	24	/	21
600517.SH	置信电气	16.58	0.41	0.09	0.48	40	/	35
300048.SZ	合康变频	40.33	0.79	0.13	0.98	51	//	41
002123.SZ	荣信股份	31.97	0.87	0.23	0.98	37	/	33
600475.SH	华光股份	15.88	0.46	0.11	0.65	35	/	24
002272.SZ	川润股份	21	0.60	0.08	0.72	35	/	29
600875.SH	东方电气	44.58	1.76	0.47	2.00	25	/	22
002266.SZ	浙富股份	25.37	0.89	0.08	1.10	29	/	23
600268.SH	国电南自	20.67	0.47	0.01	0.41	44	/	50
600406.SH	国电南瑞	36.24	0.98	0.06	0.90	37	/	40
002350.SZ	北京科锐	21.37	0.87	0.26	0.96	25	/	22

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn