

电气设备行业 (2010-6-18)



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

先“防守”后“反击”

- 电气设备行业 2010 年下半年投资策略

投资要点:

- 上半年表现优异，防御性良好：**自今年年初以来，在世界经济形势并不十分明朗的情况下，国内担心房地产面临进一步调控、加息、抑制产能过剩以及周期性行业景气度下降等悲观预期，使得A股市场出现了大幅度调整。而电气设备板块显示了其良好防御性，自今年年初以来，电气设备板块上涨6.48%，在各大行业中排名第3。
- 行业运行平稳，不易受经济周期影响：**1-5月份，全国全社会用电量16575亿千瓦时，同比增长23.31%。全国电源基本建设完成投资 1020亿元，电网基本建设完成投资897亿元。基本符合预期。按照2020年我国实现非化石能源达到15%的目标，我们预计在2015年核电装机规模将达到4000万千瓦；风电装机规模将达到9000万千瓦左右。新能源产业的发展速度有国家规划保驾护航，不易受经济周期影响。
- 防御中等待反击机会：**电气设备板块整体 PE 为 41.5 倍，10 年动态 PE 为 30.15 倍，高于大部分行业，板块整体风险较大，下半年可关注的投资主线有如下几条：
 - 1、新疆规划振兴，刺激电网与新能源提速：**为了给新疆煤炭开发利用、煤电建设以及优势资源转换为经济优势搭建平台，政府将加快新疆750kv电网建设以及与西北电网联网步伐，为准东等四大煤炭基地和伊犁河、额尔齐斯河流域水电群开发电力送出提供保障。另外，能源城的概念不仅包括高碳能源，也包括干净的低碳能源，其中新疆的风电开发蕴藏着巨大想象空间。但随着750kv电网与西北电网联网建设完工，接纳瓶颈被打破，新疆风电将会迎来新一轮高速增长。
 - 2、海上风电特许权招标启动，首轮具有重要意义：**我国首轮海上风电特许权招标开始启动，第一轮竞标具有重要意义，海上风电与陆上风电相比，年利用小时长，机组运行稳定、寿命长，且接近沿海用电负荷中心，可以有效避免陆上风电远距离传输问题，金风科技和华锐风电在首轮招标中具有竞争优势。
- 投资策略：**在股市低迷、经济形势不明朗的现状下，估值偏高的电气设备板块走出整体行情的可能性不大，我们建议首先关注具有稳定盈利预期的品种，在“防守”中寻找机会，把握事件催化行情和主题性投资机会。给予电气设备行业“中性”评级，
- 重点推荐股票：**金风科技(002202)，东方电气(600875)，特变电工(600089)。

行业评级：中性

静态 PE (倍)：41.5

动态 PE (倍)：30.2

行业表现 (52 周)



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	11.39	7.23	25.24
相对表现	7.22	14.9	7.58

公司	评级	EPS		
		09	10E	11E
东方电气	强烈推荐	1.70	2.03	2.70
金风科技	强烈推荐	1.25	1.55	1.72
特变电工	强烈推荐	0.85	1.07	1.19
二重重装	推荐	0.20	0.27	0.35
上海电气	推荐	0.19	0.26	0.30

穆运周

执业证书编号：S0820210010027
电话：021-32229888*3506
邮箱：muyunzhou@ajzq.com

相关报告

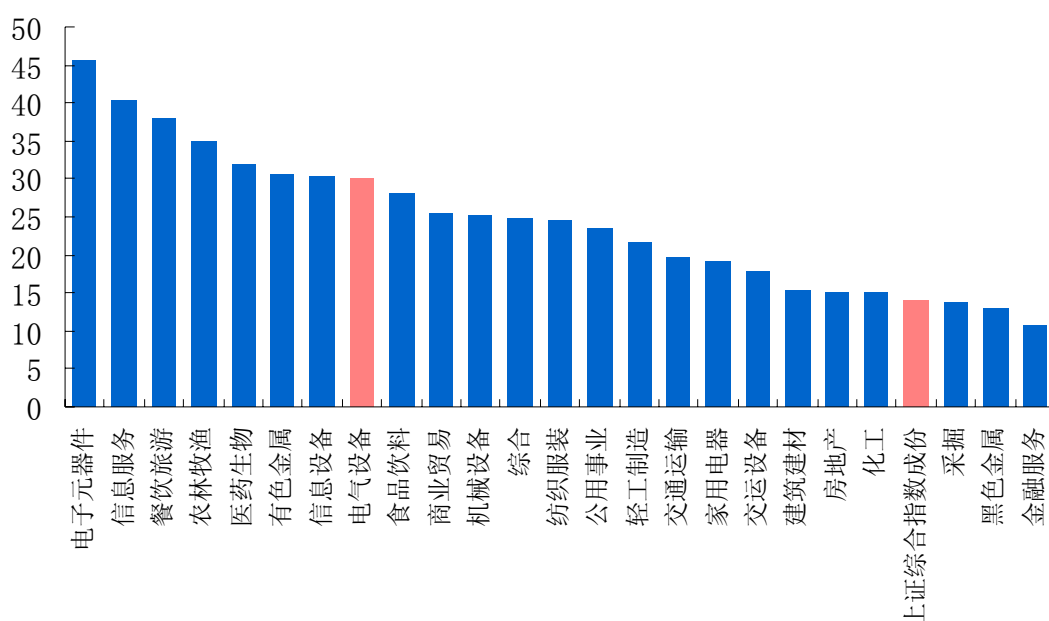
《两大主题：核电、智能电网》-电气设备行业 2010 投资策略-2009.12.15

《核电，低碳经济的首选投资标的》-电气设备行业 2010 第二季度策略-2010.3.23

一、上半年表现优异，防御性良好

自今年年初以来，在世界经济形势并不十分明朗的情况下，国内担心房地产面临进一步调控、加息、抑制产能过剩以及周期性行业景气度下降等悲观预期，使得 A 股市场出现了大幅度调整。上证综合指数自年初以来下跌 9.05%，其中黑色金属，房地产板块跌幅居前，分别下跌了 32.1%与 22.8%。

图 1：各行业 10 年动态 PE



数据来源：爱建证券,wind 资讯

在各行业面临众多不确定因素的同时，电气设备行业显示了其稳健的特征，在国家坚定发展低碳经济和大力投资电网建设的背景下，电气设备行业的景气度将长期处于上升周期，而电气设备板块表现显示了其防御性特征，自年初以来，电气设备行业表现明显好于大盘，涨幅达 6.48%，在各大行业中排名第三。

图 2：各行业年初以来涨跌幅



数据来源：爱建证券,wind 资讯

电气设备的防御性主要由于其稳定的盈利情况支撑，由公布的一季度的财务报告来看，电源设备各公司营收增长较小，同比上升 7.4%，净利润增长高达 20.7%，输变电设备各公司营收增长较快，为 23%，净利润增长为 47.6%。电源设备各子行业增速参差不齐，其中占大头的火电增速下降拖累整体增速，而输变电设备营收和净利润均实现高增长，主要由于近几年来国网和南网对电网投资力度加大所致。净利润的增长也均高于营收增长，反应出各企业的综合毛利率水平也有所上升。目前整体 A 股市场 PE 为 18 倍，10 年预测市盈率为 14 倍，电气设备板块整体 PE 为 41.5 倍，10 年预测 PE 为 30.15 倍，排名第 8，处于中上游水平。

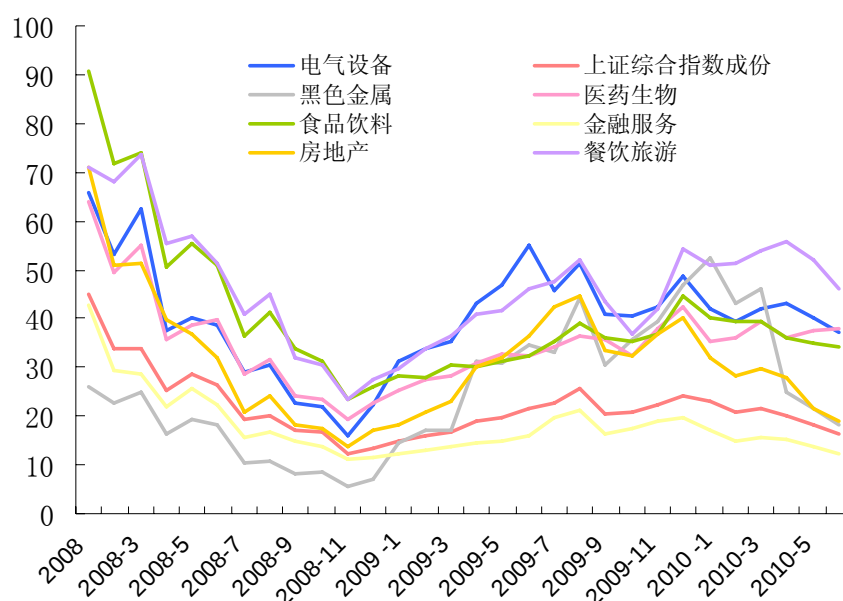
表 1：电气设备子行业营收和盈利情况

板块名称	去年一季度营业收入	今年一季度营业收入	同比增长	去年一季度净利润	今年一季度净利润	同比增长
电源设备	23179	24886	7.4%	1601	1933	20.7%
输变电设备	12324	15163	23.0%	1001	1477	47.6%
电机	1859	2973	59.9%	128	285	122.1%
电气自控设备	2451	3214	31.1%	151	259	71.5%
其他电力设备	93	222	137.9%	2	6	197.7%
电气设备	39906	46458	16.4%	2884	3960	37.3%

数据来源：爱建证券,wind 资讯

分析“高 PE 板块”，电子元器件，信息服务行业短期拥有着令人惊喜的高速增长，但是其波动性和不确定性也较高；医药生物，餐饮旅游，食品饮料板块其增长较为稳健，但超预期的想像力则不如电气设备板块，我们认为电气设备行业属于攻守平衡的投资标的，在目前市场弱势格局中，在下跌中可以保持一定的防御性，在上涨中也有充分的题材可以被挖掘。

图 3：行业 PE 变化情况

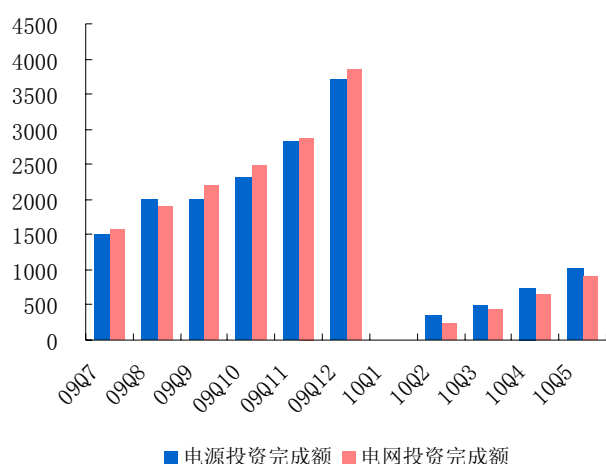


数据来源：爱建证券,wind 资讯

二、行业运行平稳，不易受经济周期影响

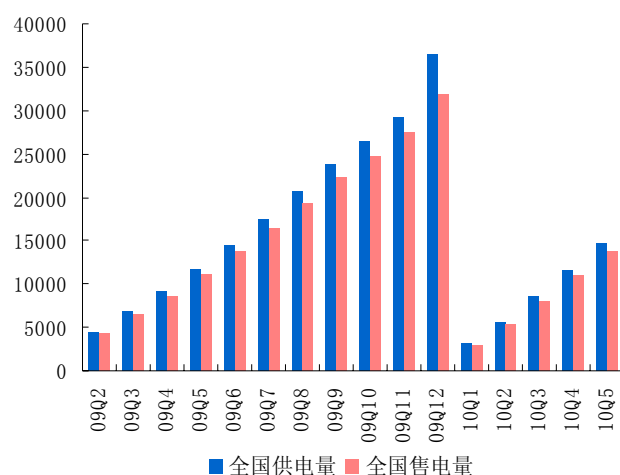
1-5 月份，全国全社会用电量 16575 亿千瓦时，同比增长 23.31%，5 月份，全国全社会用电量 3480 亿千瓦时，同比增长 20.80%。1-5 月份，全国工业用电量为 12260 亿千瓦时，同比增长 26.24%；轻、重工业用电量同比分别为增长 13.95%和 28.92%。虽然用电需求保持 20%以上的高增长,但无论是单月用电还是累计用电增速,都出现了缓慢下滑的态势。由于去年同期基数较低，我们认为用电量已经出现拐点，由重工业拉动的用电量可能由于固定投资的回落，在三季度继续回落至 10%左右。此趋势对电源投资中的新能源影响有限，对火电投资以及关停速度影响较大。

图 4：电源电网投资完成额



数据来源：爱建证券,中电联

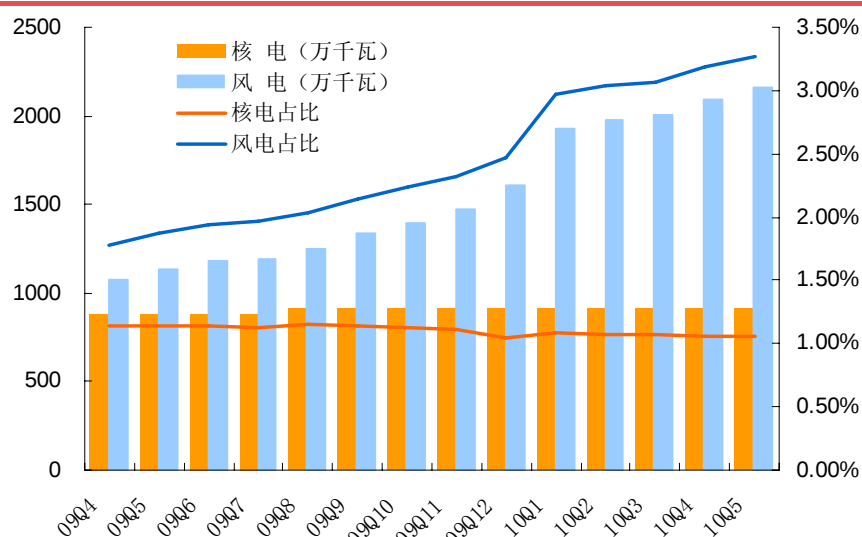
图 5：全国供电售电量



数据来源：爱建证券,中电联

1-5 月份，全国电源基本建设完成投资 1020 亿元，其中水电 234 亿元，火电 386 亿元，核电 196 亿元，风电 198 亿元。全国电源新增生产能力 2819 万千瓦，其中水电 373 万千瓦，火电 2134 万千瓦，风电 307 万千瓦。电网基本建设完成投资 897 亿元。其中电源投资基本与去年持平，维持之前判断，今年投资总规模在 3500 亿左右；从国网网第一次集中招标情况和中电联公布的电网投资数据来看，电网投资低于预期，考虑智能电网试点情况表现良好，预计今年电网总投资额在 3000 亿元左右。

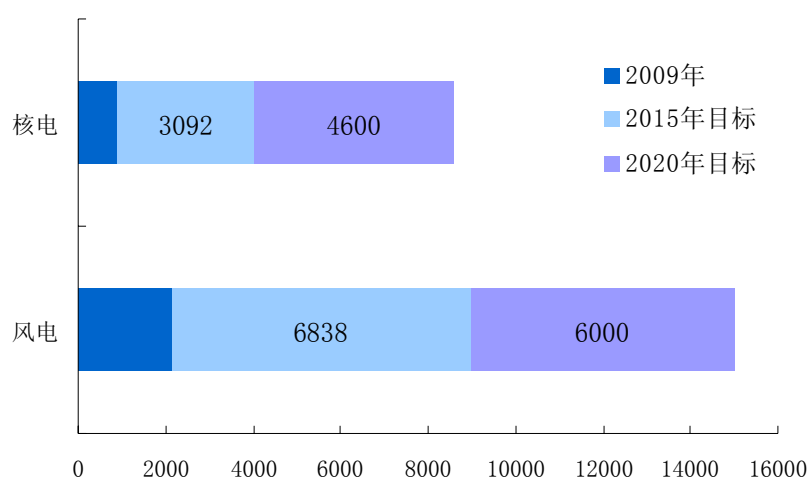
图 6：核电风电规模以上装机容量及占比



数据来源：爱建证券,中电联

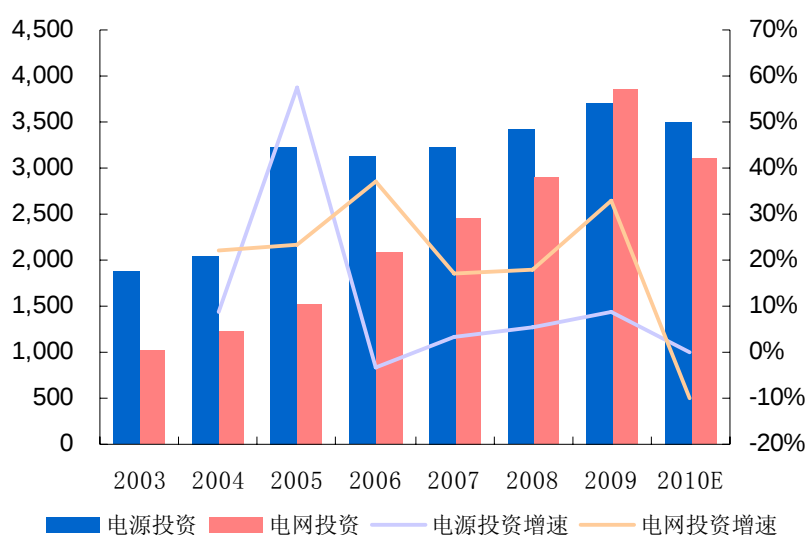
根据中电联公布数据，截止今年 5 月，目前全国规模以上核电规模为 908 万千瓦，风电装机规模为 2162 万千瓦，风电装机规模占比已突破 3.2%，核电由于建设周期较长，数据稍有滞后性，目前核电在建规模达 2870 万千瓦，我们预计在 2015 年核电装机规模将达到 4000 万千瓦；风电装机规模将达到 9000 万千瓦左右。按照 2020 年我国实现非化石能源达到 15% 的目标，水电应达到 3.5 亿千瓦，风电应达到 1.5 亿千瓦，核电应达到 8000 万千瓦左右，新能源产业的发展速度有国家规划保驾护航，不易受经济周期影响。

图 7：至 2020 年核电、风电国家规划预期



数据来源：爱建证券

图 8：电源电网投资及增速



数据来源：爱建证券

三、防御中等待反击机会

电气设备板块整体 PE 为 41.5 倍，10 年动态 PE 为 30.15 倍，高于大部分行业，板块整体风险较大，下半年可关注的投资主线有如下几条：

1、新疆规划振兴，刺激电网与新能源提速

自从去年在国务院的组织下，国务院办公厅、央行、发改委、税务总局等多个部门约 400 人赴新疆全面调研，新疆概念持续受到市场的追捧。目前，新疆区域振兴规划即将由国务院审核发布，包括财税、金融、产业等在内的“一揽子政策”将给新疆经济发展提供全方位支持。在投资方面，中央决定，中央投资额继续向新疆自治区和兵团倾斜，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多。如果按“十一五”1 万亿元的投资规模计算，未来五年，对新疆地区的投资规模将超过 2 万亿元。

新疆是我国的能源大省，从已探明储量看，石油、天然气、煤炭等能源资源占全国储量的 30% 左右。振兴新疆的规划可能从完善基础设施建，推进新疆优势资源开发利用、加快新型工业化发展为主要路线。而电气设备板块相关收益的机会会有如下两个方面：

（1）新疆快速发展刺激电网需求

为了给新疆煤炭开发利用、煤电建设以及优势资源转换为经济优势搭建平台，政府将加快新疆 750kv 电网建设以及与西北电网联网步伐，为准东等四大煤炭基地和伊犁河、额尔齐斯河流域水电群开发电力送出提供保障。

图 9：西北电网接线现状



数据来源：爱建证券

2007 年，新疆电网实现 220kv 全疆联网，结束了过去分片供电和多个孤立电网运行的局面，实现了新疆电力资源东西互补、南北互济的资源优化配置。2009 年国家能源局批复的《新疆电网 2008 至 2015 年及远景目标网架规划》，确定新疆电网在目前 220kv 电压等级基础上的下一个电压等级为 750kv。目前新疆与西北主网联网工程正在进行，预期永登-金昌-酒泉-安西-哈密-吐鲁番-乌鲁木齐北 750kv 输变电工程 11 月底竣工，在此期间，将对 750kv 特高压变压器产生一定刺激，从去年新疆地区的招标情况来看，特变电工是最大受益者。

表 2：09 年国网统一招标新疆电网变压器中标情况

公司	数量	KV	MVA	总容量	占比
特变电工	1	220	180	180	65%
特变电工	1	220	180	180	
特变电工	1	220	180	180	
特变电工	3	750	500	1500	
特变电工	4	750	500	2000	
特变电工	2	220	240	480	
特变电工	1	220	180	180	
特变电工	1	220	180	180	
特变电工	2	220	180	360	
特变电工	2	220	180	360	
青岛青波	1	220	150	150	23%
青岛青波	1	220	180	180	
青岛青波	1	220	150	150	
青岛青波	2	220	180	360	
青岛青波	1	220	150	150	
ABB	4	750	500	2000	12%
合计				8590	100%

数据来源：爱建证券,国家电网

（2）完善基础建设，改善缺电现状

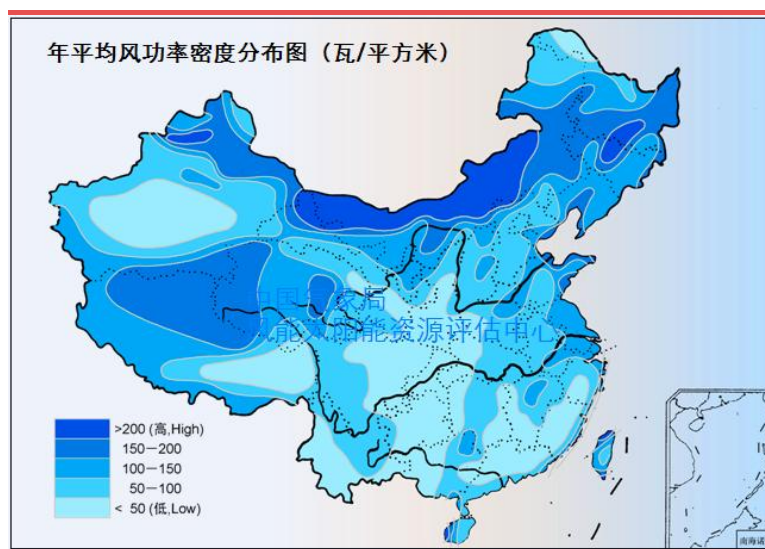
国家电网公司表示，旗下新疆电网将投资 120 亿元加快南疆三地州电网建设，解决当地缺电问题。在配网建设方面，新疆电网将进一步补强完善 110kv 及以下电网，增加 110kv 变电站布点，尽快在喀什市老城区、和田市、阿图什市及 35kv 变电站密集区增加 110kv 变电站布点，满足全社会的用电需要。“十二五”期间，新疆电网规划新建改造 35kv 变电站 85 座，新建改造 35kv 线路 2675 公里；新建改造 10kv 线路 6121 公里，增换 10 kv 配变 4603 台/487MVA；新建改造低压线路 7257 公里。南疆三地州电网建设步入了发展高速期，

将会对电网投资、一次设备需求产生持续的刺激，不过 110kv 及以下变压器市场格局较为分散，各厂商受益平均。

（3）新疆打造国际能源城计划

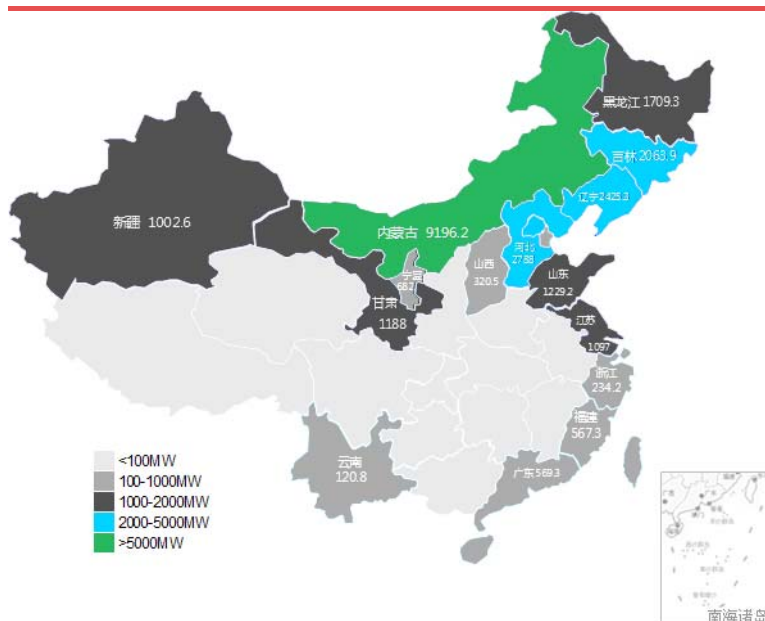
目前新疆国际能源城项目建设提上议事日程，根据总体建设规划，国际能源城将建设成为集生产、装配、服务等为一体的综合性能源基地，并最终形成六大支柱产业和五大中心平台。我们认为，能源城的概念不仅包括高碳能源，也包括干净的低碳能源，其中新疆的风电开发蕴藏着巨大想象空间。

图 10：我国风电资源分布



数据来源：爱建证券

图 11： 中国各省风电累计装机情况（单位：MW）



数据来源：爱建证券,中国可再生能源学会风能专业委员会

新疆拥有达坂城、小草湖、塔城老风口、额尔齐斯河谷、罗布泊等九大风区，总面积 15 万平方公里，风能资源总储量 8.72 亿千瓦，风电可装机容量超过 8000 万千瓦。目前，华电集团、华能集团等已在新疆开工建设了数个大型风电项目。新疆达坂城风电一场是中国第一座风力发电场，然而 2006 年之后，新疆风电产业发展速度缓慢。新疆从 2005 年的全国第一降至 2006 年的第六，2009 年，新疆累积装机容量为 1002.56MW，全国排名第 9。

表 3：09 年国内各地区新增容量

省（自治区、直辖市）	2008 年累计（MW）	2009 新增（MW）	2009 年累计（MW）
内蒙古	3650.99	5545.17	9196.16
河北	1107.7	1680.4	2788.1
辽宁	1224.26	1201.05	2425.31
吉林	1066.46	997.4	2063.86
黑龙江	836.3	823.45	1659.75
山东	562.25	656.85	1219.1
甘肃	639.95	548	1187.95
江苏	645.25	451.5	1096.75
新疆 ¹	576.81	443.25	1002.56
宁夏	393.2	289	682.2
广东	366.89	202.45	569.34
福建	283.75	283.5	567.25
山西	127.5	193	320.5
浙江	190.63	43.54	234.17
海南	58.2	138	196.2
北京	64.5	88	152.5
上海	39.4	102.5	141.9
云南	78.75	42	120.75
江西	42	42	84
河南	48.75		48.75
湖北	13.6	12.75	26.35
重庆		13.6	13.6
湖南	1.65	3.3	4.95
广西		2.5	2.5
香港	0.8		0.8
小计	12019.6	13803.2	25805.3
台湾 ²	358.15	77.9	436.05
总计	12019.6	13881.1	26341.35

数据来源：爱建证券,中国可再生能源学会风能专业委员会

新疆风电发展的瓶颈在于新疆电网尚未与西北联网，新疆电网最高等级是 220 千伏，目前国内主干网是 500 千伏，个别地区达到了 750 千伏。接纳风电的容量有限，影响了风电厂商的投资热情，但随着新疆 750kv 电网建设以及与西北电网联网建设完工，新疆风电将会迎来新一轮高速增长。

今年 5 月，国家电网对外公布了七大风电基地 2015 和 2020 年接入系统及输电规划方案。其中包括新疆的哈密地区，哈密地区风能资源达到 7500 万千瓦，约占全疆技术开发量的 63%。目前已有 14 家企业在哈密地区进行风能资源测量，共建设测风塔 47 个，年内将建成 15 万千瓦风电机组。新疆已经规划两个千万千瓦级风电基地：哈密、达坂城两个千万千瓦级的风电基地。达坂城可开发的装机容量至少还有 600 万千瓦。

我们假设哈密到风电容量在 2015 年将达到 1000 万千瓦，如换算成 1.5 兆瓦风机，相当于 6000 多台。新疆本土企业金风科技不仅有地理条件的优势，更有可能受到当地政策的扶持，金风科技目前 1.5MW 机型产能接近 3000 台/年，预计未来能够获得 40%以上新疆本土机组市场份额。

图 12： 达坂城风区的风力发电机群



数据来源：爱建证券,新华网

2、海上风电特许权招标启动，首轮具有重要意义

进入今年，我国海上风电的发展有所加速。2月，国家能源局、国家海洋局在联合下发了《海上风电开发建设管理暂行办法》。3月18日，国家能源局新能源和可再生能源司副司长史立山表示，将很快组织大型海上风电特许权项目的招标。海上风电与陆上风电相比，年利用小时长，机组运行稳定、寿命长，且接近沿海用电负荷中心，可以有效避免陆上风电远距离传输问题。据国家气象局初步估计，我国近海可安装风电约2亿千瓦。

国家能源局已于近日向辽宁、河北、天津、上海、山东、江苏、浙江、福建、广东、广西、海南等省市的有关部门下发通知，要求各地申报海上风电特许权招标项目。

以规模而论，此次特许权项目应该不会逊色往年陆上风电招标。按照通知要求，此次招标单个项目总装机容量暂定为200MW~300MW。目前，我国首个并网发电的海上风电项目上海东海大桥，规划的总装机规模为100MW。若首批11个省市均上报项目且获批，那么此次招标规模至少在2000MW以上。

表4：2009年中国风电机组制造商机组安装情况汇总（前10名）

企业名称	国内装机						总计	
	陆上		海上		潮间带		台数（台）	容量（MW）
	台数（台）	容量（MW）	台数	容量	台数	容量		
华锐	2284	3426	21	63	2	6	2317	3510
金风	2355	2722					2358	2726.5
东汽	1316	1974			41	61.5	1357	2035.5
联合动力	512	768					512	768
明阳	499	748.5					499	748.5
Vestas	566	608.75					566	608.75
湘电风能	227	454					227	454
GE	215	322.5					215	322.5
Gamesa	325	276.25					325	276.25
上海电气	196	268.25			3	6	204	280.5
总计	10058	13658.71	21	63	50	81.5	10149	13831.96

数据来源：爱建证券,中国可再生能源学会风能专业委员会

根据国外海上风电来看，大规模开发海上风电，高兆瓦的风机技术是必然方向，欧洲已经实现了5兆瓦以上的风机生产，上海东海大桥风电场全部采用华锐风电3MW机型，已在上月正式并网发电。从目前看来运行良好，此次招标可能会参考该项目经验，预计此次招标将以3MW机型为主。

目前海上风电项目并网发电的仅有上海东海风力发电有限公司的东海大桥近海风电与国电龙源江苏如东潮间带两个项目，其中东海大桥项目最终确定的税后上网电价为 0.978 元/千瓦时，较陆上风电贵出近 1 倍。

表 5：各风电开发商参与近海、海上风电情况

省	场址	开发商	制造商	项目类型	安装台数	容量
江苏	大丰	中电投	上海电气	滩涂/潮间带	1	2
江苏	响水	三峡/长江新能源	上海电气	滩涂/潮间带	1	2
江苏	如东	龙源	上海电气	滩涂/潮间带	1	2
江苏	如东	龙源	明阳	滩涂/潮间带	2	3
江苏	如东	龙源	联合动力	滩涂/潮间带	2	3
江苏	灌云燕尾港	中能联合	海装	滩涂/潮间带	4	8
江苏	苏盐城陈家港	三峡/长江新能源	东汽	滩涂/潮间带	41	61.5
山东	荣城	华能	华锐	滩涂/潮间带	2	6
上海	东海大桥		华锐	海上风电示范项目	21	63
汇总					75	150.5

数据来源：爱建证券

从上表中看出，在近海和海上风电的涉水中，上海电气、东汽以及华锐均十分活跃，东汽以 61.5 万千瓦容量名列第一。今年 1 月 11 日，华锐风电 5 兆瓦风电机组项目已经在华锐风电盐城产业基地奠基开工。有消息称，华锐的 5 兆瓦风机下线后，会用于东海大桥风电场二期工程。到目前为止，国内有力量量产 3MW 机型并且有运营经验的公司，只有华锐风电和金风科技，其他厂商则多处于研发阶段。我们预计本次海上风电特许招标项目很有可能花落华锐风电和金风科技（002202）。

表 6：中国风电机组制造商新增装机情况

装机规模（MW）	企业名称	装机容量（MW）	市场份额
>1000	华锐	3495	25.3%
	金风	2722	19.7%
	东汽	2035.5	14.7%
200-1000	联合动力	768	5.6%
	明阳	748.5	5.4%
	Vestas	608.75	4.4%
	湘电风能	454	3.3%
	GE	322.5	2.3%
	Suzlon	293	2.1%
	Gamesa	276.25	2.0%

100-200	上海电气	274.25	2.0%
	运达	260.75	1.9%
	REpower	198	1.4%
	华创	163.5	1.2%
	北重	138	1.0%
	远景	136.5	1.0%
	南车时代	127.05	0.9%
	华仪	119.46	0.9%
	Nordex	111	0.8%
其他		551.2	4.0%
总计		13803.21	100.0%

数据来源：爱建证券,中国可再生能源学会风能专业委员会

四、投资策略与重点公司推荐

在股市低迷、经济形势不明朗的现状下，估值偏高的电气设备板块走出整体行情的可能性不大，我们建议首先关注具有稳定盈利预期的品种，在“防守”中寻找机会，把握事件催化行情和主题性投资机会。给予电气设备行业“中性”评级，推荐金风科技(002202)，东方电气(600875)，特变电工(60089)。

表 9：重点公司 EPS 预测与估值

代码	公司	评级	EPS(元)			PE(倍)		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600875	东方电气	强烈推荐	1.70	2.03	2.70	29.2	24.5	18.4
002202	金风科技	强烈推荐	1.25	1.08	1.45	24.4	17.6	13.1
600089	特变电工	强烈推荐	0.85	1.07	1.19	19.3	15.4	13.8
601268	二重重装	推荐	0.20	0.27	0.35	50.1	37.1	28.6
601727	上海电气	推荐	0.19	0.26	0.30	38.5	28.2	24.4
002123	荣信股份	推荐	0.83	1.21	1.63	61.3	42.0	31.2
002121	科陆电子	中性	0.41	0.50	0.62	50.9	41.7	33.6
600406	国电南瑞	中性	0.98	0.67	0.88	41.9	61.3	46.6

数据来源：爱建证券（按6月18日收盘价计算）

东方电气（600875）：

公司是最完整最具实力的发电设备制造企业。在常规岛设备领域东气拥有绝对优势，占有 60~70% 的市场份额；核岛设备部件领域也占据市场的半壁江山，随着堆内构件及控制棒驱动装置的制造能力形成，市场份额有望进一步提升。截至今年 8 月底东方电气在手核电订单金额达到 350 亿元，全年预计核电订单达到 400 亿元，在三大核设备生产商中处于领先地位。预计 2011 年以后核电业务将有每年超百亿的收入。

5 年前，东方电气集团与法国方面成立合资公司阿海珐，引进欧洲三代核电技术 EPR。公司高层预计今年合资公司将能盈利。随着我们对核心技术的引进和消化吸收，一些原材料和零部件的国产化、规模化，以及前期投资的折旧和摊销，未来核电设备的盈利能力有很大提升空间。核电设备的生产、检验、运输和安装都有着相当高的技术要求，其毛利率水平理当高于一般发电设备。目前公司常规岛业务毛利率高于传统火电，核岛设备即将盈利。

东气高管计划实现核岛、常规岛两翼齐飞。常规岛技术不区分 2 代和 3 代，东气具备 8 套的产能，预计到 2011 年年产量为 6-7 套。预计东方电气 2010、2011 年的每股收益为 2.03 元和 2.70 元，给予公司“强烈推荐”评级。

金风科技（002202）：

公司主营业务为大型风力发电机组的开发研制、生产及销售，中试型风力发电场的建设及运营，是目前国内最大的风力发电机组整机制造商，主要产品有 600kW、750kW、1.2MW、1.5MW 系列风力发电机组，正在研制的产品有 1.5MW 部分新机型、2.5MW、3.0MW、5.0MW 风力发电机组。

公司待执行订单总量 3349.5 兆瓦，此外，尚有已经中标但未正式签订订单总量为 1483.5 兆瓦。随着酒泉、德国 Neunkirchen、西安等生产基地的投产，公司 1.5 兆瓦机组产能已经超过 3000 台。订单执行应能保证 10 年 1.5 兆瓦风机销售达到 2300 台以上，预计能够实现销售收入 165 亿元，同比增长 95%。

公司控股子公司 Vensys1.5 兆瓦机组实现在欧洲的销售，美国明尼苏达 UILK 风电场项目的 3 台 1.5 兆瓦机组已在 2009 年底并网发电。此外，公司在美国、澳大利亚设立的全资子公司已完成注册登记。公司的国际化布局在业内具有前瞻性。据我们了解，国外市场的风机价格高于国内水平，出口风机的盈利能力好于国内销售风机的水平，到 2012 年，公司出口风机有望占到总销售收入的 1/3。

虽然风电设备行业面临着整体增速放缓、产能过剩、价格下滑、原材料价格上涨等诸多问题，但金风科技在新疆区域的潜在机遇，出口的前景以及海上风电使得公司具有充分的想象空间。预计公司 10 年和 11 年 EPS1.08 元和 1.45 元，维持“强烈推荐”的评级。

特变电工（600089）：

09 年国网变压器招标总量同比下降 24.5%，而特变电工抓住时机抢占了市场份额，占 34%；较 2008 年有大幅提升。在市场需求萧条的情况下，特变电工显现其变压器业务的竞争力。另外公司积极开拓海外业务市场，2009 年海外市场业务收入占比达到 18.9%。公司变压器业务收入增长 21%，毛利率上升至 28.4%，公司变压器业务收入占比 60%。2009 年底，特变电工未履约订单达到 173 亿元，将有利保证公司未来业绩的增长。

虽然国内变压器市场不亦乐观，但海外市场正在成为公司新的增长点，受益于东南亚、中东等地区电网的新建以及俄罗斯电网的更新，特变 09 年海外市场收入同比增长 18.2%，占比 18.9%。公司承担的塔吉克斯坦 500kV 输变电成套工程提前实现通电运行，使公司建造合同工程收入较 08 年年同期增长 62.22%。近日，子公司特变沈阳中标印度国家电网总金额为约 7 亿人民币的 8 个变电站共计 5 个包的成套工程，交货期为 2010 年 12 月至 2011 年 9 月。此合同占 09 年公司建筑合同收入 50%以上，为公司未来两年海外收入增长打下坚实基础。我们预计未来两年公司海外建筑合同业务收入复合增长率可达 30%以上。

2010 年国网计划投资 2274 亿元，大幅下调 25.5%。我们认为国网招标结构将向“M 型结构”发展，我们的关注重点应该转向特高压、城农网和智能电网建方向转移。而特变在 500KV 和 750KV 市场占有率分别达到 42%和 79%，将直接受益于未来市场招标结构的转变。考虑到公司变压器对美国、俄罗斯、印度、东盟等不断扩大的出口规模，以及受益于智能电网试点，在核电市场的占有率也高达 65%，我们预计公司 10 年变压器业务增长为 5%左右。

我们预计公司 10 年和 11 年 EPS 分别为 1.07 元和 1.19 元，目前 10 年动态 PE 仅为 20 倍，低于行业平均水平，给予“强烈推荐”评级。

上海电气（601727）：

公司与东方电气一样，既是火电领域龙头，又是核电领域龙头。在核岛领域，通过与美国西屋等公司合作，基本可以实现核岛部分的所有设备制造，包括核锻件、堆内构件、控制棒驱动机构、反应堆压力容器、蒸发器、稳压器、核泵、安注箱等核心设备。公司是国内唯一同时掌握 AP1000 和 EPR 两大国际最先进的第三代核电技术的厂商，核岛主设备国内市场份额达 46%，为国内电站设备商之首。公司位于临港工业区的核电生产基地建成后，核岛和常规岛设备的产能将大幅增长一倍以上。增发项目达产后，公司核岛主设备产能将由目前的 2.5 台套升至 4-6 台套，堆内构件/控制棒驱动机构产能由目前 4.5 台套升至 8-10 台套。

公司本期核电、风电和重工业务继续表现出良好增长势头：核电在手订单达到 200 亿元；风电在手订单达到 20 亿元，新的机型开

发如 2MW、3.6MW 机组生产研发进展顺利；重工上半年取得 60 亿元的新订单，在手订单达到 200 亿元，上半年收入达到 28.67 亿元，增长 28%，毛利率继续提升。此三块业务是公司未来增长点。

公司是国内重型装备制造领域一家非常重要的企业，产品涉及国民经济方方面面，在众多领域处于行业领先的地位，承担着很多重型装备国产化和参与国际竞争的任务。目前公司正根据政府投资方向调整发展重点，力图把握政府在基础设施建设、鼓励发展新能源带来的相关装备制造业中的机会。预计公司 2010、2011 年的每股收益为 0.26 元和 0.3 元。由于公司近两年处于投入期，重点投入的核电和风电业务需要 2011 年后才会对公司业绩形成贡献，短期的业绩还无法释放出来。我们给予“推荐”评级。

荣信股份（002123）：

公司是中国著名的高压动态无功补偿装置 SVC 制造基地，专业从事高压电网动态无功功率补偿装置(SVC)、电力滤波装置(FC)、智能瓦斯排放器(MABZ)、高压电机变频调速装置(RHVC)和其他电力电子及自动化装置的设备制造、系统设计及研究开发的高科技企业。

公司主导产品 SVC 占营收比重 72.8%，并保持国内市场占有率 50%以上，随着其应用领域由传统的冶金、电气化铁路、煤炭等行业开始进入电力、有色、风电等新领域，成长空间进一步打开。SVC 增长是推动公司成长的主要因素。

国家对于煤矿安全的高度重视，带动智能瓦斯排放装置 MABZ 同比大幅增长，09 年营收有望超过 6000 万。新产品高压变频调速装置 HVC 和静止无功发生器 SVG 订单增长较快，SVG 开始初步贡献业绩，并为 SVC 产品发展做技术储备。

我们认为，智能电网的建设将公司的电力自动化设备制造和 GIS、电流电压传感器、电力电子装置研制受益明显。随着公司产品新技术研发的不断发展，再加上国家节能减排工作的不断推进，我们看好公司未来长期成长潜力，预计 2010、2011 年 EPS 分别为 1.21 元、1.63 元，由于公司价格已反应了大部分预期，我们调整公司至“推荐”评级。

科陆电子（002121）

科陆电子是主营用电管理系统、电子式电能表、电力操作电源、标准电能仪表，是用电端设备的主要提供商，国内可比上市公司为长沙威胜集团。08 年下半年公司开始拓展业务范围，出资成立了科陆变频器公司和科陆电气技术有限公司，分别进入变频器和无功补偿设备领域，为公司的可持续发展奠定了基础。

公司 IPO 募集资金建设的宝龙工业城已经投入使用，厂区有此前的租赁 2 万平米提升到自有的 9 万平米，产能可以超过百万台，瓶颈问题已经解决。国家电网公司在 2009 年 11 月开始了第一期智能电表统一招标，这有利于我国电网建设，统一技术标准，此次

招标需求合计 294 万台。招标对生产企业的资质进行了较严格的限制，有利于行业的集中和淘汰落后，以威胜集团、科陆电子为首的上市公司将显著受益。

我们预计科陆电子 2010 年的每股收益为 0.50 元，目前股价对应的市盈率为 41 倍，调低至“中性”投资评级。

国电南瑞（600406）：

公司产品基本覆盖国网建设的重点领域，在省级电网调度系统市场份额接近 70%，在变电站综自产品领域主要面向高端，公司已经提前布局数字化变电站，农网业务受益于国网加大农村电网改造，轨道交通业务订单近 4 亿，继续保持高增长。公司目前正在抓紧研究智能电网的相关课题，数字化变电站和电网调度将成为后续亮点。

国电南瑞是数字化变电站行业的领头羊，07 年中标 6 个数字化变电站示范项目，08 年在广东电网技改批量项目中标 15 座变电站的数字化改造工程。09 年募集 1.2 亿元投资智能变电站系统建设项目，产能为年产 400 套。另外公司在电网调度自动化市场份额也较高，10 年公司将全面受益于智能电网的建设进程，营收增长可达 25%

2010 年公司计划新签合同 33 亿元，计划实现销售收入 22.3 亿元，归属于上市公司普通股东的净利润 3.24 亿元。基于以上数据，我们提高对公司未来 2 年的盈利预测，摊薄后 10 年和 11 年 EPS 分别为 0.67 元和 0.88 元，目前 10 年动态 PE 为 47，高于行业平均水平，故我们给予“中性”评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均资料数据来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。