

日期: 2010 年 8 月 25 日

行业: 电力设备行业



牛品

021-53519888-1911

niupin@sigchina.com

执业证书编号: S0870209080158

电力设备行业收入利润增长 (10 年 1-5 月)

销售收入 (亿元)	3,139.37
增长率	24.60%
利润总额 (亿元)	206.16
增长率	24.40%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: NP10-IT04

首次报告时间: 2008-12-09

国网第四次二次设备中标点评: 总量下降 亮点不缺

■ 行业动态:

传统二次设备招标量同比下降, 新增四项产品招标

2010 年 8 月 23 日, 国家电网公布 2010 年第四批项目二次设备招标中标候选人名单。从单次情况看, 本次共招标变电站保护设备 762 套, 同比去年下降 45.18%; 共招标变电站自动化设备 51 套, 同比去年下降 16.39%。从累计情况看, 本年至今共招标变电站保护设备 3808 套, 同比去年下降 30.91%; 招标变电站自动化设备 175 套, 同比去年下降 31.37%。本次招标新增了 UPS 电源、时间同步装置、故障录波装置和相量测量装置。

■ 主要观点:

国电南自、国电南瑞本年进步最大

变电站保护设备方面, 进步最大的是国电南瑞, 累计中标比去年同期增加 55 套, 但总体份额依然很小。变电站自动化系统方面, 突破最大的是国电南自、东方电子, 其中国电南自累计比去年同期增加 16 套, 市场份额由 09 年的第六跃升至第二; 东方电子累计比去年同期增加 17 套。

新增招标产品中相量测量技术壁垒最高

由于相量测量装置技术壁垒较高, 市场主要被电网保护龙头分割, 未来市场竞争格局不会发生太多变化; 时间同步装置、故障录波装置技术壁垒一般, 本次主要被 4-6 家企业分享, 未来潜在进入者较多; UPS 电源技术壁垒较低, 潜在进入者很多。

■ 投资建议:

未来十二个月内, 维持电力设备行业评级为“有吸引力”。

我们认为, 下半年新能源与智能投资或将超出年初预期, 我们继续维持行业“有吸引力”评级。建议重点关注成长性高、有技术壁垒的龙头企业, 如国电南自、荣信股份等。

■ 数据预测与估值:

电力、电力设备行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
国电南自	600268	20.47	0.28	0.40	0.64	73.11	51.18	31.98	6.20	跑赢大市
荣信股份	002123	35.99	0.55	0.78	1.11	65.44	46.14	32.42	8.48	跑赢大市
积成电子	002339	37.80	0.51	0.69	1.08	74.12	54.78	35.00	4.24	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2010 年 8 月 24 日收盘价

一、行业动态

1、第四批二次设备招标结果出炉

2010年8月23日,国家电网公布2010年第四批项目二次设备招标中标人名单。本次中标的设备中,变电站保护设备、变电站自动化系统为传统设备,而UPS电源、故障录波装置、时间同步装置和相量测量装置是首次招标。

从中标的结果看,变电站保护设备进步最大的是国电南瑞,累计中标比去年同期增加55套;变电站自动化系统突破最大的是国电南自、东方电子,其中国电南自累计比去年同期增加16套、东方电子累计比去年同期增加17套。

首次招标的设备中,我们认为相量测量装置技术壁垒非常高,市场将被电网保护龙头分割;时间同步装置、故障录波装置技术壁垒一般,潜在进入者较多;UPS电源技术壁垒较低,潜在进入者很多。

2、变电站保护设备行业南瑞进步最大

本次共招标变电站保护设备762套,同比去年下降45.18%;本年至今共招标变电站保护设备3808套,同比去年下降30.91%。主要原因是2009年二次设备只进行了4次招标,每次招标量相对较大,我们预计今年二次设备招标次数将超过4次。

从各公司累计市场份额看,国电南瑞、国电南自市场份额同比提升加快,而许继电气市场份额下降较快。从绝对数量看,前四次招标国电南瑞突破最大,累计中标109套产品,比去年同期增加55套,主要原因是国电南瑞强项在变电站自动化系统和电网调度系统,变电站保护系统是去年才进入国网招标系统。

表1 变电站保护设备中标情况

公司名称	10-01	10-02	10-03	10-04	合计	占有率	同比增长
南瑞继保	227	317	239	207	990	26.00%	1.82
四方继保	172	266	224	185	847	22.24%	0.85
国电南自	202	201	157	156	716	18.80%	1.17
许继电气	170	188	73	156	587	15.41%	-5.85
深圳南瑞	139	213	155	52	559	14.68%	0.13
国电南瑞	3	54	46	6	109	2.86%	1.88

资料来源:国家电网公司 上海证券研究所

表 2 变电站保护设备占有率变化情况

公司名称	10-01	10-02	10-03	10-04	本次环比提高
南瑞继保	24.86%	25.59%	26.73%	27.17%	0.43%
四方继保	18.84%	21.47%	25.06%	24.28%	-0.78%
国电南自	22.12%	16.22%	17.56%	20.47%	2.91%
许继电气	18.62%	15.17%	8.17%	20.47%	12.31%
深圳南瑞	15.22%	17.19%	17.34%	6.82%	-10.51%
国电南瑞	0.33%	4.36%	5.15%	0.79%	-4.36%

资料来源：国家电网公司 上海证券研究所

3、变电站自动化系统南自进展最多

本次共招标变电站自动化设备 51 套，同比去年下降 16.39%；本年至今共招标变电站自动化设备 175 套，同比去年下降 31.37%。主要原因与变电站保护设备相同。

从各公司累计市场份额看，国电南自、东方电子市场份额同比提升加快，而四方继保、国电南瑞市场份额下降较快。从绝对数量看，前四次招标国电南自、东方电子突破最大，其中，国电南自累计中标 34 套系统，比去年同期增加 16 套，主要原因是国电南自传统强项为变电站保护设备，今年加强了变电站自动化系统的营销力度；东方电子累计中标 21 套系统，比去年同期增加 17 套；此外，积成电子累计中标 10 套系统，比去年同期增加 3 套。

表 3 变电站自动化系统中标情况

公司名称	10-01	10-02	10-03	10-04	合计	占有率	同比增长
国电南瑞	12	5	6	15	38	21.71%	-6.13
国电南自	10	10	12	2	34	19.43%	12.37
南瑞继保	2	11	2	15	30	17.14%	-3.25
许继电气	6	4	4	9	23	13.14%	-0.59
东方电子	12	7	1	1	21	12.00%	10.43
四方继保	0	1	5	8	14	8.00%	-10.82
积成电子	0	10	0	0	10	5.71%	2.96
深圳南瑞	1	3	0	1	5	2.86%	-4.98

资料来源：国家电网公司 上海证券研究所

表 4 变电站自动化系统占有率变化情况

公司名称	10-01	10-02	10-03	10-04	本次环比提高
国电南瑞	27.91%	9.80%	20.00%	29.41%	9.41%
国电南自	23.26%	19.61%	40.00%	3.92%	-36.08%
南瑞继保	4.65%	21.57%	6.67%	29.41%	22.75%

许继电气	13.95%	7.84%	13.33%	17.65%	4.31%
东方电子	27.91%	13.73%	3.33%	1.96%	-1.37%
四方继保	0.00%	1.96%	16.67%	15.69%	-0.98%
积成电子	0.00%	19.61%	0.00%	0.00%	0.00%
深圳南瑞	2.33%	5.88%	0.00%	1.96%	1.96%

资料来源：国家电网公司 上海证券研究所

4、UPS 电源

国内能够生产电力专用 UPS 电源的企业较多，约有 1000 多家，包括奥特迅、许继电气、东方电子、珠海泰坦、中恒电气、艾默生能源等。

UPS 电源产品首次招标，从中标结果看，本次只有四家公司中标，但我们预计未来将有更多的企业进入，市场集中度将下降。

表 5 UPS 电源中标情况

公司名称	中标数量	占有率
杭州奥能	25	53.19%
许继电气	13	27.66%
珠海泰坦	5	10.64%
瑞迅通宇	4	8.51%

资料来源：国家电网公司 上海证券研究所

5、故障录波装置集中度过高

2008 年，根据全国电力技术市场协会市场调查，国内故障录波装置主要生产厂家有中元华电、山东山大、深圳双合、南京银山、南京能发、武汉方德。

从本次中标结果看，成都府河、国电南瑞、国电武汉合计占有了 71.17% 的市场份额，我们认为，该产品技术壁垒不高，潜在进入者较多。

表 6 故障录波装置中标情况

公司名称	中标数量	占有率
成都府河	61	35.88%
国电南瑞	51	30.00%
中元华电	20	11.76%
南京银山	20	11.76%
国电武汉	9	5.29%
山东山大	9	5.29%

资料来源：国家电网公司 上海证券研究所

6、时间同步装置潜在进入者较多

2008 年，根据全国电力技术市场协会市场调查，国内时间同步装置主要生产厂家有上海泰坦、山东科汇、中元华电、深圳双合、烟台远大、山东山大等公司。

从本次中标结果看，南京讯汇、威科姆科合计占有了 63.64% 的市场份额，而呼声一直较高的中元华电差强人意。我们认为，该产品技术壁垒也不高，未来潜在进入者较多。

表 7 故障录波装置中标情况

公司名称	中标数量	占有率
南京讯汇	25	32.47%
威科姆科	24	31.17%
山东科汇	23	29.87%
中元华电	5	6.49%

资料来源：国家电网公司 上海证券研究所

7、相量测量装置四龙头均分市场

相量测量装置（PMU）用于测量电力系统的相角和发电机功角以及相关的模值，主要安装于发电厂和变电站，它把实测的实时相量数据，打上高精度时标，通过 GPS 等高速数据通道传输到上级调度机构，作为电网稳定运行控制的重要参数。同时可以在当地显示、存储。

借助于全球定位系统（GPS）提供的精确时间，20 世纪 90 年代以来，同步相量测量装置 PMU 在世界范围内已安装使用数百台。我国电网中安装情况如下：国调在阳城、全国联网工程、三峡工程部分安装了 PMU；省调中有河南、广东等 8 个省网安装了部分 PMU。

我国相量测量装置研究工作起步于 1995 年，目前主要由中国电科院、清华大学、华北电力大学等高校进行研究开发工作，企业中科汇、四方继保、国电南瑞、南瑞继保等公司拥有该产品的生产能力。

相量测量装置首次招标，从中标结果看，市场主要被电网保护龙头企业获得。我们认为，该产品技术壁垒很高，潜在进入者不多，未来仍是电网保护龙头企业分割市场。

表 8 相量测量装置中标情况

公司名称	中标数量	占有率
中国电科院	9	32.14%
国电南瑞	8	28.57%
南瑞继保	7	25.00%
四方继保	4	14.29%

资料来源：国家电网公司 上海证券研究所

二、行业影响

1、智能电网建设明年加速

我们预计 2009-2020 年我国智能电网投资将达到 4.30 万亿元，年均 3583 亿元，其中智能化投资部分占 11.1% 左右，年均 398 亿元。智能电网投资自 2011 年起加速。

表 9 智能电网投资预测

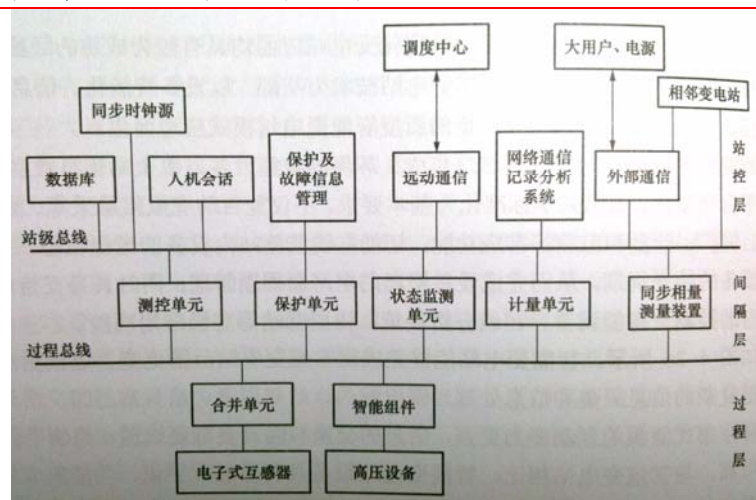
	2009-2010年	“十二五”	“十三五”	平均
年均智能电网投资（亿元）	3375	3750	3500	3583
年均二次设备投资（亿元）	219	431	437	398
二次设备投资占比	6.5%	11.5%	12.5%	11.1%
年均智能调度投资（亿元）	21	15	13	15
年均输电智能化投资（亿元）	13	22	30	24
年均变电智能化投资（亿元）	11	91	92	78
年均配网智能化投资（亿元）	36	95	114	93
年均用电智能化投资（亿元）	65.7	142	127	123

资料来源：上海证券研究所

2、智能变电站将引进多项新产品

与传统的变电站相比，智能变电站在过程层、间隔层、站控层分别有改变。其中，在过程层，将原有的高压设备通过加装智能组件改造成智能高压设备、将原来的电磁式互感器改造成电子式互感器；在间隔层，新增了状态监测设备、同步相量测量装置、时钟同步装置，并将继电保护装置集成化；在站控层，新增了同步相量采集、电能量采集、同步时钟采集等。

图 1 智能化变电站系统结构示意图



数据来源：上海证券研究所

三、投资策略

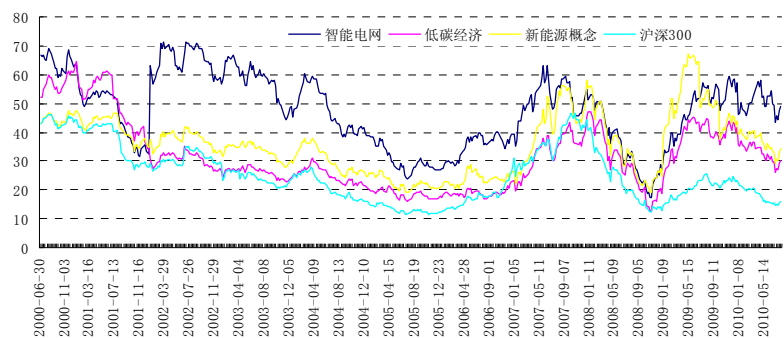
1、维持电力设备行业评级为“有吸引力”

电力设备行业 TTM 市盈率为 36.61 倍，2010 年动态市盈率为 30.61 倍；沪深 300 指数 TTM 市盈率为 15.45 倍，2010 年动态市盈率为 13.79 倍。

我们维持电力设备行业评级为“未来十二个月内，有吸引力”。主要原因如下：

- 1) 从近十年市场表现情况看，电力设备行业 TTM 市盈率比沪深 300 指数高 17.95 个点。从相对估值看，目前电力设备行业估值合理。
- 2) 我们认为，在传统固定资产投资下降的情况下，下半年新兴战略性新兴产业投资有望加快，而新能源、智能电网行业的发展方向、相关细则基本完成，下半年投资有望超过年初规划。
- 3) 中报风险基本释放完毕。
- 4) 催化因素：《新兴能源产业发展规划》有望在 9 月中旬公布。

图 2 近十年电力设备子行业市盈率与沪深 300 指数比较



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

2、关注技术壁垒较强的行业龙头股

智能电网提出后，一些新产品出现了巨大的需求，包括柔性输电产品、储能设备、在线监测系统、电子式互感器、传感器、广域测量技术、时钟同步装置、配电自动化系统、电能量信息采集系统、智能电表、智能调度等等。

尽管这些产品未来的成长性都比较高，但我们重点关注具有技术壁垒的龙头企业，包括柔性输电产品、在线监测系统、电子式互感器、广域测量技术、储能设备、配网自动化主站系统和智能调度系统。上市公司中，荣信股份、理工监测、国电南自、国电南瑞、思源电气、积成电子、国电南瑞是上述产品的代表企业，从成长性和相对估值看，我们更看好国电南自和荣信股份。

附表 1 电力设备重点公司相对估值比较（2010-08-24）

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600268	国电南自	20.47	0.28	0.40	0.64	0.96	73.11	51.18	31.98	21.32
600406	国电南瑞	49.98	0.49	0.66	0.87	1.14	102.00	75.73	57.45	43.84
000400	许继电气	28.92	0.34	0.42	0.85	1.02	85.06	68.86	34.02	28.35
002339	积成电子	37.80	0.51	0.69	1.08	1.67	74.12	54.78	35.00	22.63
002123	荣信股份	35.99	0.55	0.78	1.11	1.64	65.44	46.14	32.42	21.95
300018	中元华电	27.06	0.45	0.58	0.75	1.07	60.13	46.66	36.08	25.29
002322	理工监测	82.00	1.14	1.36	1.92	2.65	71.93	60.29	42.71	30.94
002350	北京科锐	26.79	0.65	0.83	1.05	1.51	41.22	32.28	25.51	17.74
002121	科陆电子	22.93	0.33	0.52	0.77	1.08	69.48	44.10	29.78	21.23
002356	浩宁达	33.10	0.68	0.92	1.23	1.49	48.68	35.98	26.91	22.21
002028	思源电气	23.86	2.16	0.96	1.06	1.27	11.05	24.85	22.51	18.79
002169	智光电气	17.77	0.24	0.36	0.47	0.66	74.04	49.36	37.81	26.92
300048	合康变频	39.80	0.59	0.85	1.13	1.33	67.46	46.82	35.22	29.92
300040	九洲电气	19.52	0.34	0.47	0.62	0.79	57.41	41.53	31.48	24.71
002380	科远股份	48.17	0.74	0.96	1.20	1.49	65.09	50.18	40.14	32.33
002090	金智科技	14.32	0.49	0.49	0.55	0.61	29.22	29.22	26.04	23.48
国内同行业整体平均							62.21	47.37	34.07	25.73

数据来源：WIND 资讯 BLOOMBERG 资讯 上海证券研究所

分析师承诺

分析师：牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。