

电力设备与新能源行业

行业研究报告

第一创业证券研究所

何本虎 S1080210110002

电话: 0755-25832648

邮件: hebenhu@fcsc.cn

三大龙头，谁主沉浮？

——电力设备专题研究报告

投资要点：

- **两大因素引发电力设备龙头股良好表现。**东方电气、特变电工和中国西电最近都有良好表现，一方面有高铁为代表的装备制造业的良好表现的综合效应。另一方面得益于东方电气的预增公告。
- **发电设备，结构调整下的价值驱动因素不同。**“十二五”时期的火电仍然是我国的主力电源，增长速度将远超市场预期。**我们认为，火电的规模已不再是价值的核心内容，而毛利率成为价值的主导。**风电增速会下降将成为确定性事件，行业难以出现全面性的市场机会。“十二五”是我国核电增长最快的时期，也是核电相关股票投资的最好时期。
- **输电设备，基础线路下降与特高压投资加速并存。**由于变电站扩容的需要，使得 500KV 变电站与发电的不完全同步性，但总体的增速下降趋势明确。“十二五”期间，特高压成为电网投资重点，实际进度可能会低于市场预期的 5000 亿，但大的趋势不会改变。
- **在风电业务利润持平的谨慎假设下，东方电气 2011 年和 2012 年的业绩复合增长将超过 40%。**火电毛利率提高的核心力量来自于材料国产化，2009 年火电毛利率变化 1% 相当于 EPS 的 15%。预计核电业务 2010 年、2011 年和 2012 年对 EPS 贡献分别达到 0.16 元、0.55 元和 1.10 元。其中，2011 年对 EPS 的增厚达到 30% 以上。
- **特变电工受益于特高压的弹性为 25% 左右。**2013 年的 40 亿规模的特高压收入确认对应的增量规模为 30 亿左右，相对于 2012 年的 123 亿变压器规模的弹性为 25%，也有望成为公司特高压背景下的综合弹性水平。
- **中国西电的特高压弹性大于特变，但幅度不大。**我们测算的特高压弹性为 37%，而综合弹性为 30% 左右，大于特变电工的 25%。
- **差异化投资策略。（1）中线角度超配东方电气。**作为有望持续超预期的白马股，建议投资者从中线角度持股，目前股价严重低估，可以作为超配品种。（2）平配特变电工。特变电工由于受益于特高压的弹性小于中国西电，20% 左右的增长预期难以成为市场关注的重点，虽然估值不高，但弹性不大，建议平配。（3）关注中国西电的内在价值和交易性机会。中国西电由于受益于特高压的幅度最大，而且由于绝对股价不高，很容易诱发市场的交易性机会冲动，建议投资者兼顾价值投资和交易性机会。



目 录

1、与大众不同的观点	3
2、龙头股良好表现的背后	3
2.1、龙头股有良好表现	3
2.2、龙头股表现的原因	3
2.3、龙头股表现的启示	4
3、行业景气度比较分析	4
3.1、发电设备的机遇和挑战	4
3.1.1、火电下降幅度好于市场预期	4
3.1.2、风电，进入平稳增长阶段	6
3.1.3、核电，最强的动力	7
3.2、输电设备的有利和不利因素	7
3.2.1、500KV为代表的主干网增速下降	7
3.2.2、特高压投资加速	8
3.2.3、原材料因素有所缓解	10
4、龙头企业的弹性分析	11
4.1、东方电气，火电毛利率和核电价值成为弹性来源	11
4.2、特变电工，基数决定弹性有限	13
4.3、中国西电，弹性大于特变	15
5、龙头股的估值比较	17
5.1、PE估值	17
5.2、PEG估值	17
5.3、小结	18
6、投资评级及投资策略	18
6.1、投资评级	18
6.2、投资策略	18



1、与大众不同的观点

1、从三大龙头最近的市场表现、市场环境和基本面因素等角度出发，从比较的角度进行行业和公司分析，思路较为新颖。

2、对东方电气火电业务的价值分析思路较为独特，我们认为毛利率提升成为火电的核心价值。

3、对特变电工和中国西电的特高压弹性分析进行了较为细致地量化，使得结论更加客观。

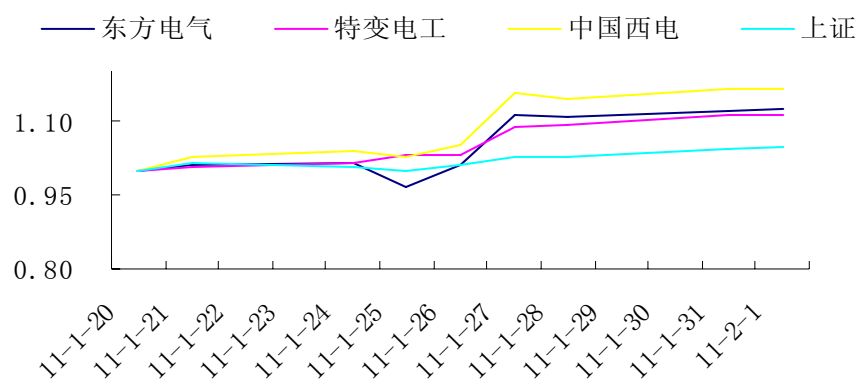
2、龙头股良好表现的背后

2.1、龙头股有良好表现

1月25日以来，上证指数在2700点附近获得支撑后出现了连续的反弹。其中，电力设备的三大龙头股东方电气、特变电工和中国西电都有良好表现。

以1月20日为基点，东方电气、特变电工和中国西电的涨幅分别为12%、11%和16%，显著超越上证指数的5%。其中，1月26日的东方电气和中国西电的双双涨停颇受市场关注。

图表1 三大龙头股最近与上证指数表现对比图



数据来源：第一创业证券研究所

2.2、龙头股表现的原因

从短期市场表现看，我们认为，除了市场本身的因素外，龙头股强势表现的



原因有两点。

一方面，以高铁为代表的装备制造业的良好表现的综合效应。其中，中国南车、中国北车、中国一重、二重重装、中国船舶、广船国际等代表国内装备制造最高水平的股票都有良好表现。东方电气、特变电工和中国西电等作为电力设备龙头，也是电力设备制造业的最高水平，示范效应不难理解。

另一方面，东方电气的预增公告对电力设备的表现也是重要催化剂。1月28日，东方电气发布2010年度业绩预增公告，预计公司2010年归属于母公司股东的净利润与上年同期相比增长60%以上，对应的EPS超过1.20元，比市场普遍预期的1.10元提高了10%。

2.3、龙头股表现的启示

我们上面分析的两大原因如果进行简单分析，板块的综合效应属于市场行为，而业绩预增属于基本面因素。

从价值投资的角度看，基本面因素是支撑股价的基础，而市场效应只能理解为交易性机会。

我们也正是基于这样的判断，拟简要分析三大龙头股不同的价值内涵，为中线机会做铺垫。

3、行业景气度比较分析

3.1、发电设备的机遇和挑战

3.1.1、火电下降幅度好于市场预期

“十二五”，火电仍是主力电源

国家能源局能源节约与科技装备司副司长黄鹂在2010年10月份表示，“十二五”期间，要降低煤的使用，让煤炭占一次能源的比重从70%以上，下降到62%左右。

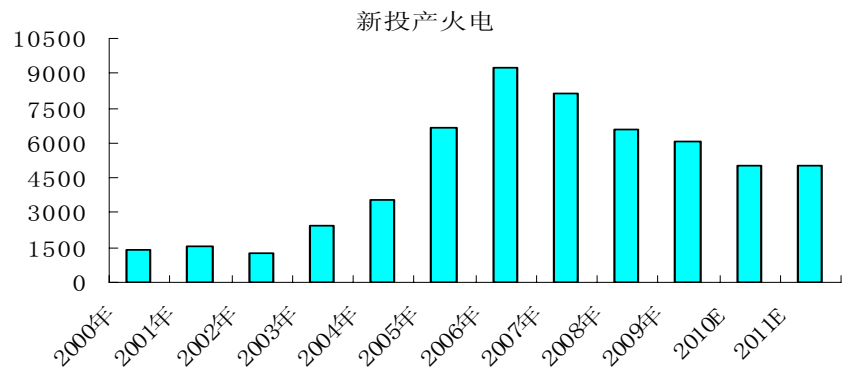
我们认为，中长期看，火电确实面临着结构调整的压力。但是，从“十二五”规划数据看，火电的发展仍值得，火电的规模化下降可能在“十三五”。

据新华社1月6日从全国能源工作会议获悉，“十二五”时期，火电仍然是我国的主力电源，增长速度将远超市场预期。

据初步测算，“十二五”时期新开工建设火电规模将达2.6-2.7亿千瓦，年均超过5000万千瓦。其中，2011年，我国拟新开工火电8000万千瓦。



图表2 新投产火电年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

火电价值，毛利率比规模更重要

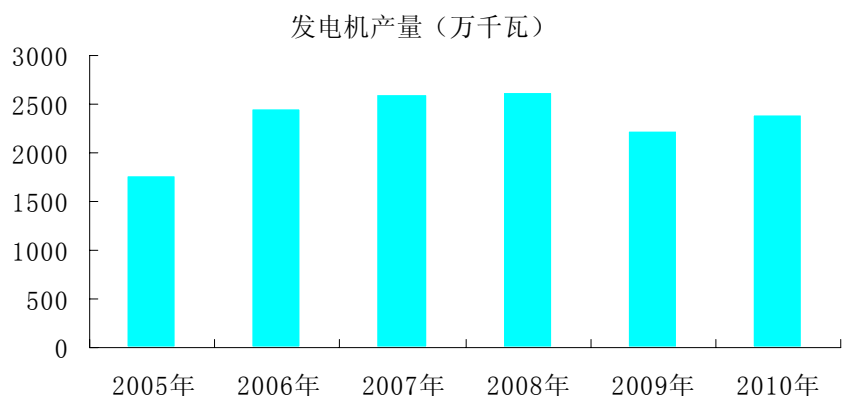
我们以东方电气的财务数据为例，2006 年是公司产量的一个转折点，达到 2459 万千瓦，2007、2008 年和 2009 年分别为 2596 万千瓦、2623 万千瓦和 2228 万千瓦。该期间是历史上最好的时期，也是持续的高峰时期，规模的再度突破的概率很小。

结合三大产品的综合火电设备收入数据看，最低的 2006 年为 184 亿，最高的为 2009 年的 208 亿，年复合增长不足 5%，也验证了规模的极限。

在“十二五”的火电 2.6-2.7 亿千瓦规模的背景下，公司的火电规模将以平稳为主。一方面，不会出现明显下降，包括收入和产量。另一方面，也难以形成年均 10% 左右的增长。

我们认为，火电的规模已不再是价值的核心内容，而毛利率成为价值的主导，也存在这样的可能性。2008~2010 年的毛利率回升成为有力证据，我们在下一章节将重点分析这种可能性。

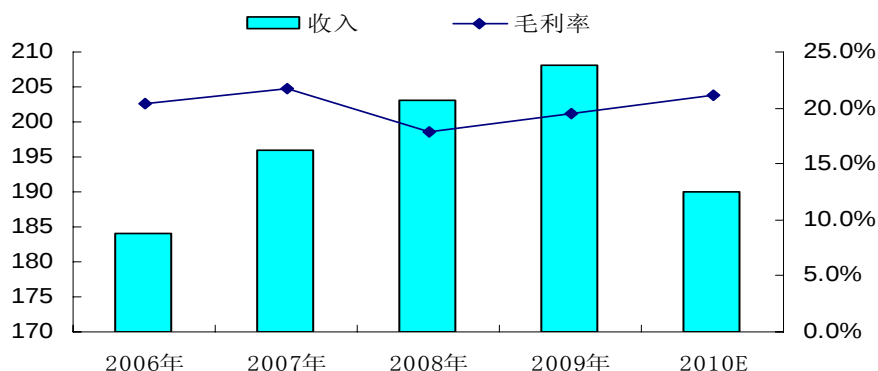
图表3 东方电气汽轮发电机年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告



图表4 东方电气火电业务收入和毛利率年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告

3.1.2、风电，进入平稳增长阶段

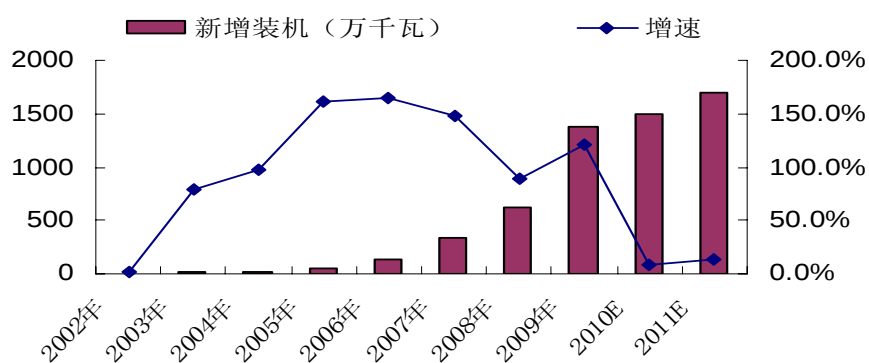
按照国家规划，到2020年，我国一次能源消费结构可再生能源比例将由目前的7%提升到16%。其中，风电比例可望从目前的1%左右提高到8%左右。

由于风电装机的发电小时大约相当于火电的50%，如果按照发电量进行比例测算，预计风电装机容量将达到25000万千瓦左右。

以25000万千瓦左右进行测算，2010~2020年的年均新增装机容量为2000万千瓦左右，年新增规模大约2009年的1.5倍。

因此，风电增速会下降将成为确定性事件，但20%左右的增长速度还是可以预期的。同时，行业竞争因素使得行业难以出现全面性的市场机会。

图表5 风电新增装机年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

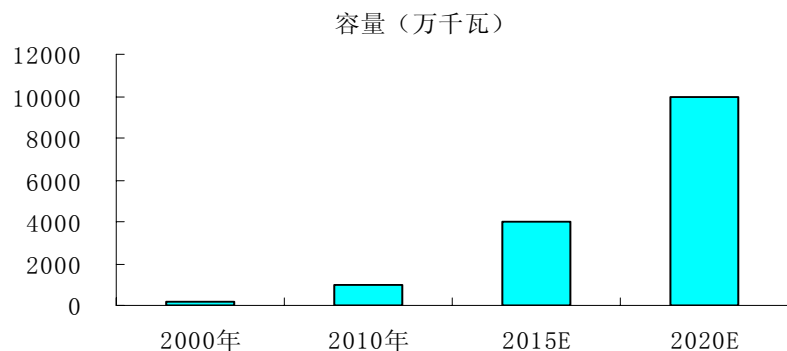


3.1.3、核电，最强的动力

我国进入了高速发展时期，按照容量测算，2010 年总装机为 1000 万千瓦左右，预计 2015 年达到 4000 万千瓦，2020 年达到 10000 万千瓦。

即将到来的“十二五”时期，是我国核电增长最快的时期，预计 5 年的增长为 3 倍，高于“十三五”时期，也是核电相关股票投资的最好时期。

图表 6 我国核电装机年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

3.2、输电设备的有利和不利因素

3.2.1、500KV 为代表的主干网增速下降

500KV 的同步性

以 500KV 为代表的骨干网贯穿于发电和输电的两端，是电力传输的纽带，二者的同步性是电力能否传输的必要条件。

在主干网的运行环节上，电厂发出的电能经过 500KV 的升压变压器进入电网，经过运送后再经过 500KV 的降压变压器进入配电环节。

不难看出，500KV 作为主干网的基础电压，对变压器的需求是配套的，也是发电与输电进行关联的纽带。

500KV 的增速下降趋势明确

我们还是以主干网的 500KV 变压器为例，2007 年是高峰，容量为 9707 万 KVA。其实，2008 年已经出现下降，9487 万 KVA 的同比下降幅度为 2.3%。

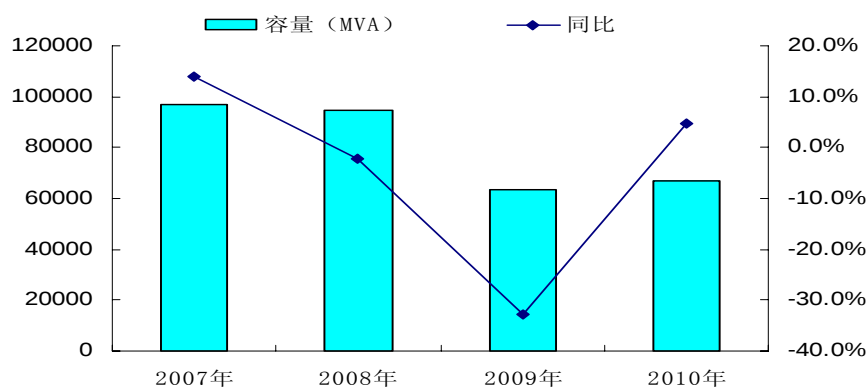
2009 年，500KV 变压器容量出现较大幅度下降，全年只有 6347 万 KVA，下降幅度达到 33%，延续下降趋势。



2010 年，全年招标容量为 6669 万 KVA，小幅上升 4.6%，与发电并不完全同步。

由于变电站扩容的需要，使得 500KV 变电站与发电的不完全同步性，但数据仍有说服力，总体的增速下降趋势明确。

图表 7 国家电网 500KV 变压器招标年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所

3.2.2、特高压投资加速

规划投资规模巨大

2010 年 8 月 13 日的主要媒体对国家电网“十二五”的特高压规划做了报道，5000 亿的总体规模令人振奋。国家电网预计，到 2020 年，我国特高压输电容量接近 3 亿千瓦，其中水电约 7800 万千瓦。

初步预计，特高压交流投资额将达 2700 亿元，特高压直流 2300 亿元左右，合计达到 5000 亿。

我们结合我国已经建成投运的两条特高压的线路的投资规模和输电容量进行比较，特高压交流对应的容量为 14464 万千瓦，特高压直流对应的容量为 8712 万千瓦，合计为 2.3 亿千瓦左右。简单测算的 2015 年的输送容量与国家电网预计的 2020 年的 3 亿千瓦有一定差异，但已经幅度不大。

我们认为，“十二五”期间的实际进度可能会低于市场预期的 5000 亿，特高压建设的复杂性、资金支持等都是低于预期的重要影响因素。不过，大的趋势看，特高压建设作为主流方向不会改变。

图表 8 特高压交流对应“晋东南—荆门”投资数据比较一览表

	投资金额 (亿)	容量 (万千瓦)
晋东南—荆门	56	300
合计	2700	14464

数据来源：第一创业证券研究所



图表9 特高压直流对应“云广”投资数据比较一览表

	投资金额（亿）	容量（万千瓦）
云南—广东	132	500
合计	2300	8712

数据来源：第一创业证券研究所

设备投资巨大

我们从“晋东南—荆门”的设备投资看，组合电器 GIS 是最大的投资部分，合计金额接近 7 亿，占总投资的 12% 左右。其次是变压器和电抗器，分别占 8% 和 6%。

一般而言，变压器是最大的设备投资，主要与“晋东南—荆门”的建设特点有关，设立了南阳开关站，而未设立中间变电站，使得电抗器和组合电气的占比相对较高。

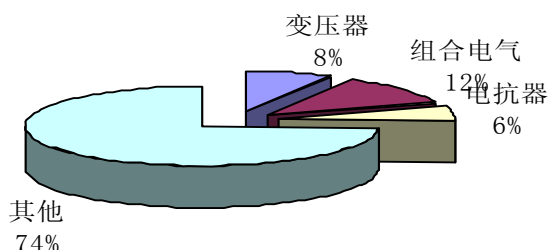
扩建工程已经于 2010 年 9 月开工，计划在晋东南、荆门各扩建 1 组 300 万千伏安主变，在南阳扩建 2 组 300 万千伏安主变，预计变压器占投资比重将有所提高。

我们以示范线的投资比例估算，如果“十二五”期间的特高压交流投资额将达 2700 亿元，那么对应的变压器、组合电气和电抗器的金额分别为 216 亿、324 亿和 162 亿。

特高压直流和交流在输电方式上存在较大差异，因此，关键设备的差异较大。其中，变压器、换流阀和电抗器是主要一次设备。

从“云广”为例，变压器、换流阀和电抗器的比例分别为 20%、13% 和 6%。如果按照 2300 亿的总投资进行估算，对应的变压器、换流阀和电抗器的金额分别为 460 亿、276 亿和 138 亿。

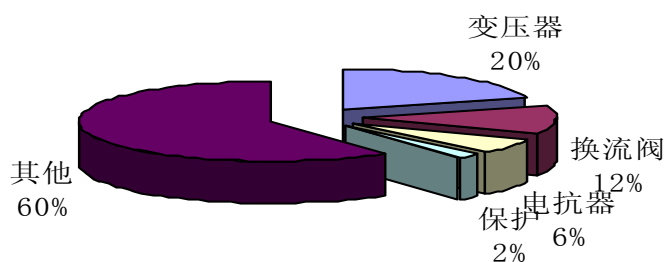
图表10 “晋东南—荆门”主要一次设备投资占比结构对比图



数据来源：第一创业证券研究所



图表 11 “云广”主要设备投资占比结构对比图



数据来源：第一创业证券研究所

3.2.3、原材料因素有所缓解

价格决定模式决定了成本的重要性

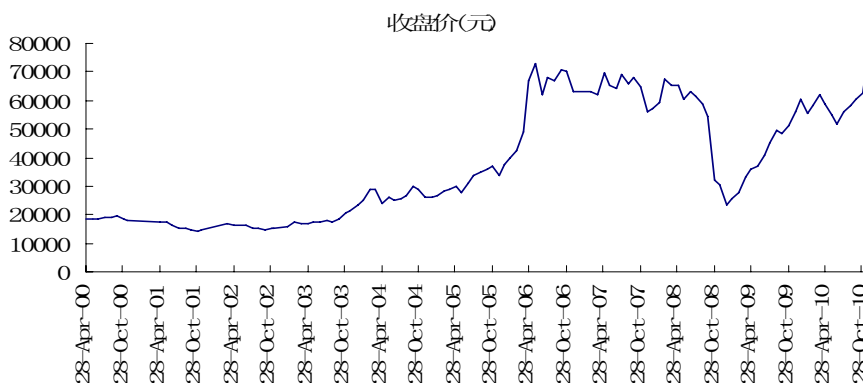
中国西电和特变电工都属于一次设备龙头企业，在产品的成本构成中，铜、取向硅钢、钢材等占有较大比重。其中，变压器的成本中铜和硅钢是最比例最大的材料。

由于原材料价格的巨幅波动使得成本发生巨大变化，也使得产品的定价模式一般是以成本为基础的毛利率加成。因此，原材料价格的上涨对制造企业未必是坏事，而成为收入增长的重要组成部分。

原材料价格下降的因素有所缓解

伴随全球经济复苏，2009 年以来的铜价也出现了恢复性上涨。我们预计，2010 年的变压器价格较 2009 年有 10%左右的上涨，对相关企业的收入增长形成有力支持。

图表 12 铜价年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所



4、龙头企业的弹性分析

4.1、东方电气，火电毛利率和核电价值成为弹性来源

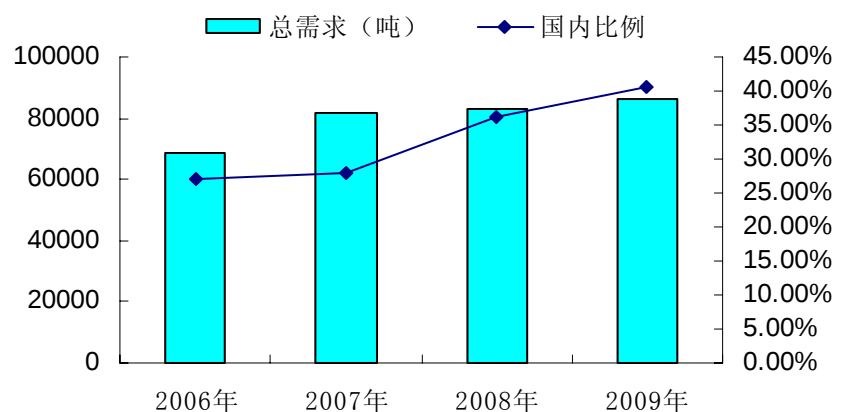
火电的毛利率提升成为最大看点

前面我们已经分析到，火电的规模化价值已经进入顶峰，而毛利率价值成为核心。其中，核心的力量来自于材料国产化。

从大型锻件和铸件的需求看，电站铸件的增长要快于锻件，国产化率也显著高于锻件。不过，从国产化的进程看，二者向上的趋势是同步的。

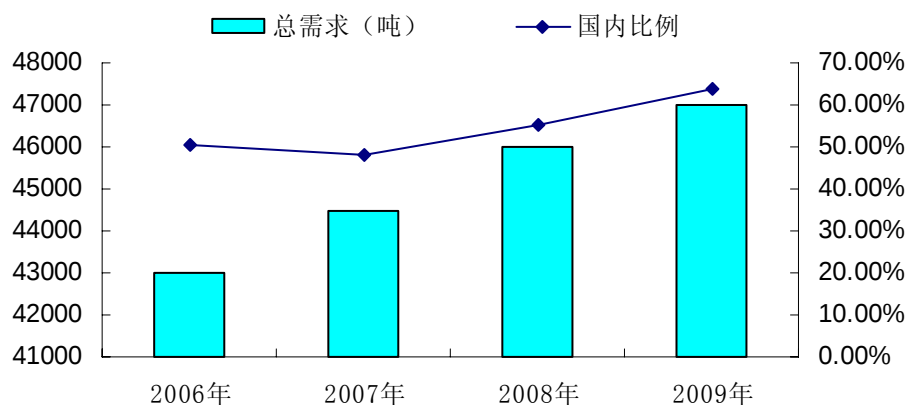
依据草根数据统计，国内铸件和锻件的价格大约相当于进口产品的50%~70%。因此，材料国产化也成为电站业务毛利率提升的关键。

图表 13 大型电站锻件国产化进程年度变化对比图



数据来源：中国重型工业协会

图表 14 大型电站铸件国产化进程年度变化对比图



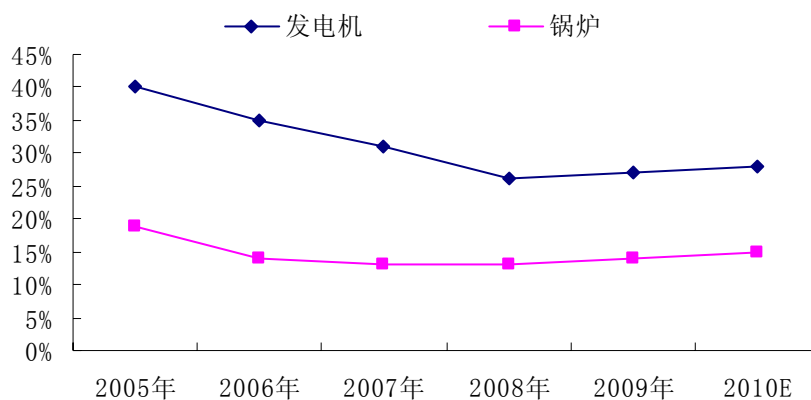
数据来源：中国重型工业协会



我们以 2009 年东方电气火电 209 亿做敏感性测试，毛利率变化 1%对应的 EPS 为 0.089 元，相当于 2009 年 EPS 的 15%。按照中性的 2%测算，EPS 影响幅度达到 30%。

结合发电机和锅炉的历史毛利率水平看，2008 年处于历史最低点。目前处于回升阶段，距离高点的空间将成为业绩超出市场预期的核心力量。保守估计，未来三年，毛利率提升对净利润的年增长贡献超过 10%。

图表 15 东方电气发电机和锅炉毛利率年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所 公司公告

图表 16 东方电气火电毛利率敏感性一览表（2009 年 209 亿收入）

	1%	2%	3%
净利（亿）	1.78	3.56	5.34
EPS（元）	0.089	0.178	0.267

数据来源：第一创业证券研究所

风电短期相对落后

客观地说，东方电气 2010 年在风电业务发展相对落后，预计 2010 年新增定单规模为 100 亿左右，显著落后于金风科技和华锐风电。

不过，由于东方电气的风电业务收入确认一直采取较为谨慎的会计政策，因此，2011 年~2013 年的风电收入至少不会出现下降。采取同样的谨慎策略，在未来 3 年的业绩预测中，我们不考虑风电业务对利润的弹性贡献。

核电成为业绩增速的核心力量

依据公司核电业务在手的 400 亿左右定单数据、产品规模化和材料国产化等相关因素判断，2011~2012 年的核电业务将成为决定业绩增速的核心力量。

其中，2011 年的收入确认将增长 100%以上，保守估计达到 80 亿，2012 年也将有 40%左右的增长。另外，2011 年和 2012 年将呈现明显的毛利率提升。



初步预测, 2010 年、2011 年和 2012 年对 EPS 贡献分别达到 0.16 元、0.55 元和 1.10 元。其中, 2011 年对 EPS 的增厚达到 30% 以上。

图表 17 东方电气核电业务盈利预测表

	10 年	11 年	12 年
收入 (亿)	40	80	110
毛利率	15%	20%	25%
净利率	8%	14%	20%
净利 (亿)	3.2	11.2	22
EPS (元)	0.16	0.55	1.10

数据来源: 第一创业证券研究所

弹性究竟有多大?

2011 年, 的利润增长率主要来自于火电和核电, 其中, 火电贡献 10% 以上, 核电贡献 35% 以上, 综合增长将达到 45%。

2012 年的利润增长率也有望超过 40%, 其中, 火电贡献 10% 左右, 核电贡献 30% 以上。

另外, 由于 2011 年和 2012 年是火电收入确认的高峰期, 业绩存在超预期的可能。

综合分析, 在风电业务利润持平的谨慎假设下, 2011 年和 2012 年的业绩复合增长将超过 40%。

图表 18 东方电气盈利增长驱动力结构一览表

	10 年	11 年	12 年
火电	20%	10%	10%
风电	20%	0%	0%
核电	20%	35%	30%
合计	60%	45%	40%

数据来源: 第一创业证券研究所

4.2、特变电工，基数决定弹性有限

仍然是最好的一次设备企业

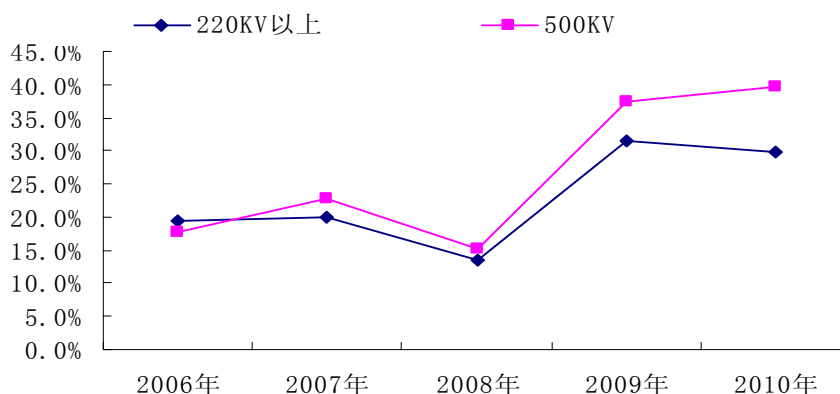
特变电工作为一次设备龙头中唯一的民营企业, 在变压器领域的综合竞争优势仍然是最强的, 在国家电网的招标中得到充分验证。



随着技术进步加快，500KV 变压器的竞争态势已经从寡头垄断进入了垄断竞争，并且不断有新进入者，220KV 领域则呈现竞争加剧态势。

在我们统计的国家电网 2010 年的中标数据中，特变电工 2010 年延续着 2009 年的良好表现。其中，500KV 以超过 40% 的占有率远远超越其他对手，较 2009 年还略有上升。220KV 虽然比例有小幅下降，但仍接近 30%。

图表 19 特变电工在国网中标比例对比图



数据来源：第一创业证券研究所

大基数决定弹性小

特变电工在特高压领域的产品主要包括变压器和电抗器，依据前面的测算，交流对应的变压器和电抗器的金额分别为 216 亿和 162 亿，直流对应的变压器和电抗器的金额分别为 460 亿和 138 亿。

按照 1/3 比例测算，总规模为 325 亿，年均 65 亿。我们按照 25% 的年均增长，第一年的规模为 40 亿。

依据我们假设的 40 亿规模，由于项目建设的周期性特征，使得设备交货与开工有 2 年左右的滞后期。显然，40 亿的假设规模在 2011 年~2012 年都不可能实现。

我们按照 2013 年特高压 40 亿规模测算，相对于我们预测的 2012 年的 123 亿规模的收入比例为 33%，增速仍相当可观。不过，特高压的存量规模使得 40 亿的特高压规模不等于 40 亿的增量。

依据公司在手定单情况，2009 年 2010 年是公司换流变压器确认的高峰期。其中，2009 年是向家坝-上海（总定单 8.3 亿），2010 年是呼伦贝尔-辽宁（总定单 12 亿）和宁东-山东（总定单 6 亿）。

考虑到交货和收入确认的平滑因素，预计 2012 年的特高压确认收入规模将达到 10 亿左右。也就是说，2013 年的 40 亿规模的特高压收入确认对应的增量规模为 30 亿左右，相对于 2012 年的 123 亿规模的弹性从 33% 下降到 25%。

如果假设电缆、海外业务、太阳能等业务保持 25% 左右的增长，那么，25%



成为公司特高压背景下的综合弹性水平。

图表 20 特变电工变压器收入成本一览表

	2009 年	2010E	2011E	2012E
变压器				
交流数量 (百万 KVA)	150	180	198	218
单价 (元/KVA)	56.5	49.0	50.0	52.0
直流数量 (万 KVA)	4.00	5.50	6.50	8.00
单价 (元/KVA)	122.0	120.0	120.0	120.0
收入 (百万)	8963	9480	10680	12286
数量 (百吨)	569	654	719	827
单价 (万元/吨)	3.6	2.8	2.8	2.8
硅钢片成本	2048	1831	2015	2317
数量 (百吨)	313	375	413	474
单价 (万元/吨)	3.9	4.5	4.8	5
铜成本	1219	1688	1980	2372
成本合计	6424	6847	7719	8943
毛利	2539	2633	2961	3343
毛利率	28.3%	27.8%	27.7%	27.2%

数据来源：第一创业证券研究所

4.3、中国西电，弹性大于特变

特高压受益最全面的企业

中国西电作为一次设备的一体化企业，将全面受益于特高压，也是电力设备中受益程度最大的企业。相对于特变电工而言，GIS 和换流阀是公司的特有产品，也基本可以分享 1/3 的市场占有率。

图表 21 特变与西电特高压产品对比一览表

	特变电工	中国西电
GIS	-	强
1000KV 变压器	强	强
换流变压器	强	强
换流阀	-	强
电抗器	强	强

数据来源：第一创业证券研究所



弹性大于特变

同样依照按照 1/3 比例测算,总规模为 525 亿,年均 105 亿。我们按照 25% 的年均增长,第一年的规模为 64 亿,比特变电工高 60%。

类似于 2012 年综合比较,预计特高压部分(包括开关、变压器和整流)2012 年为 20 亿左右,新增部分为 44 亿。相对于 2012 年的开关、变压器和整流合计收入 120 亿的弹性 37%,大于特变电工的 25%。

由于电容器、避雷针等收入占比 30%的业务弹性难以给予 37%的增长假设,因此,综合弹性必然小于 37%。如果其他业务按照 15%的弹性测算,那么综合弹性从 37%下降为 30%左右。

图表 22 中国西电收入成本一览表

	2009 年	2010E	2011E	2012E
收入(开关)	5169	4652	4885	5129
增长率	7.0%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	26.7%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利	1380	1163	1221	1282
收入(变压器)	4824	5065	5318	5584
增长率	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	27.7%	26.0%	26.0%	26.0%
毛利	1336	1317	1383	1452
收入(电容器)	613	705	811	932
增长率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	36.9%	36.0%	36.0%	39.0%
毛利	226	254	292	364
收入(整流)	1269	1396	1535	1689
增长率	122.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	14.3%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利	181	349	384	422
收入(避雷针)	362	380	399	419
增长率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	41.7%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利	151	114	120	126
收入(工程)	1095	1369	1711	2139
增长率	-17.0%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	9.0%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利	99	164	205	257
收入(合计)	14032	14372	15585	16957
毛利	3535	3540	3810	4139
毛利率	25.2%	24.6%	24.4%	24.4%
成本	10497	10832	11775	12818

数据来源:第一创业证券研究所



5、龙头股的估值比较

5.1、PE 估值

从 PE 看，2010 年东方电气和中国西电较高，接近 30 倍，而特变电工不足 25 倍。

2011 年，中国西电依然较高，接近 30 倍，而东方电气和特变电工均不足 20 倍。

2012 年，东方电气和特变电工依旧较低，不足 15 倍，而中国西电接近 25 倍。

综合看，特变电工一直处于 PE 较低水平，而中国西电一直处于较高水平，东方电气则属于估值下降最快。

图表 23、重点推荐公司盈利预测与估值（2012/02/09）

代码	名称	股价	EPS（元）			PE（倍）		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
600875	东方电气	33.69	1.20	1.74	2.44	28.1	19.4	13.8
600089	特变电工	19.12	0.87	1.09	1.33	22.0	17.5	14.4
601179	中国西电	8.29	0.28	0.30	0.34	29.6	27.6	24.4

数据来源：Wind、第一创业证券研究所

5.2、PEG 估值

东方电气由于 2010 年、2011 年和 2012 年均处于业绩快速增长阶段，PEG 一直处于较低水平。特变电工一直处于中位水平，中国西电则一直处于最高水平。

图表 24、重点推荐公司盈利预测与估值（2011/02/09）

代码	名称	股价	EPS（元）			PEG（倍）		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
600875	东方电气	33.69	1.20	1.74	2.44	0.5	0.4	0.3
600089	特变电工	19.12	0.87	1.09	1.33	1.5	0.7	0.7
601179	中国西电	8.29	0.28	0.30	0.34	5.8	3.1	2.2

数据来源：Wind、第一创业证券研究所



5.3、小结

我们认为，东方电气 PEG 的较低水平主要反映了市场对 2012 年后的增速下降的担忧。按照公司目前的经营状态，2013 年仍有望维持 30% 以上的增长，超越中国西电的 2012 年后 30% 的增长率水平。

特变电工和中国西电所处行业类似，而估值呈现两端性的差异。我们认为，市场主要是给予了中国西电显著高于特变电工的增长预期。依据我们前面测算，中国西电 2012 年后的弹性确实大于特变电工，但幅度并不大，估值差异并不匹配。

6、投资评级及投资策略

6.1、投资评级

我们给予东方电气 2011 年 25~30 倍 PE，2012 年 20~25 倍 PE，对应的股价区间为 45~60 元，维持“强烈推荐”投资评级。

我们给予特变电工 2011 年 20~25 倍 PE，2012 年 15~20 倍 PE，对应的股价区间为 20~25 元，维持“审慎推荐”投资评级。

我们给予中国西电 2011 年 30~35 倍 PE，2012 年 25~30 倍 PE，对应的股价区间为 9~10.5 元，维持“审慎推荐”投资评级。

6.2、投资策略

（1）中线角度超配东方电气

作为有望持续超预期的白马股，建议投资者从中线角度持股，目前股价严重低估，可以作为超配品种。

（2）平配特变电工

特变电工由于受益于特高压的弹性小于中国西电，20% 左右的增长预期难以成为市场关注的重点，虽然估值不高，但弹性不大，建议平配。

（3）关注中国西电的内在价值和交易性机会

中国西电由于受益于特高压的幅度最大，而且由于绝对股价不高，很容易诱发市场的交易性机会冲动，建议投资者兼顾价值投资和交易性机会。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、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, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120