

等待业绩拐点

2011 年 4 月电力设备月报

投资要点:

- 业绩压力引二级市场跳水。4月份,电力设备迎来了惨淡的一个月。二级市场走势无论是新能源指数还是电气设备指数都大幅落后于大盘走势,尤其是电气设备走势落后大盘近7个百分点。
- 随着行业增速的放缓和市场竞争的加剧,风电行业进入激烈厮杀阶段。2010年上半年风电行业的中标价格接近5000元/KW,下半年下跌到3800元/KW,这给风电行业的毛利率带来了很大的压力。同时,上游钢材等原材料价格均有较高涨幅,风电行业受累于价格下滑和原材料价格上升的双重压力。11年新增装机容量增速预计还将放缓,风电行业的激烈竞争预计短期内难以好转。风电的估值已经下滑至TTM市盈率20倍左右,行业估值向下回归至和机械行业差不多的水平。短期内风电行业缺乏有力的上涨催化剂,行业增速放缓、价格战持续和巨大的成本压力,在越来越担心行业的盈利前景中估计仍然将维持弱势。
- 对于一次设备,市场情绪较为悲观,业绩明显好转的迹象仍然不明显,预计到中报后业绩将会明朗化。可能的催化剂是特高压核准线路或开工时间超过市场预期。
- 大宗商品价格大幅上涨引发成本压力。2010年下半年开始,主要的原材料价格上涨趋势明显。上涨幅度最大的是铜、白银。一季度,原材料价格呈加速上涨趋势。尤其是白银,一季度上涨了51%,给下游企业带来了很大的成本压力。成本压力加大。大部分电力设备行业的原材料价格占比较大,成本压力对业绩影响很大的公司面临很大的二级市场压力。一旦大宗商品价格下跌,这些企业的毛利率反弹也将最大。我们建议关注大宗商品价格的走势,如果价格下滑,买入正泰电器。
- 等待拐点。电力设备可能在中报后迎来业绩拐点,2011年的中标价格有所回升,原材料价格估计难以持续的上涨。近期估计在一季报糟糕的业绩现实下和对中报业绩担忧的情绪下维持弱势,三季度电力设备行业的业绩有望迎来触底反弹。电力设备行业上有业绩压力,下有特高压支撑,在此轮业绩压力释放后,整个板块的估值有望回调到较为合理的阶段(板块一直估值水平较高),目前电力设备pb和PE估值基本上位于近几年平均水平。电力设备还很难看到业绩大幅反弹,但经过此轮调整后也不必过分悲观,毕竟招标价格在回升(对业绩影响滞后3—6个月),特高压也渐行渐近。选股上,我们还是建议关注业绩较为稳健的正泰电器(601877)和特变电工(600089),同时可以关注中压领域的鑫龙电器(002298)。

电力设备

谨慎推荐 (维持)

风险评级: 一般风险

2011 年 4 月 26 日

俞春燕

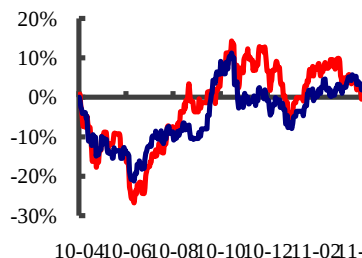
SAC 执业证书编号:
S0340511010001

电话: 0769-22119410
邮箱: ycy@dgzq.com.cn

细分行业评级

风电	中性
光伏	谨慎推荐
输变电	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

电力设备行业 3 月月报
2011 年 3 月 28 日

1.业绩低于预期，二级市场走势跑输大盘

4 月份，电力设备迎来了惨淡的一个月。二级市场走势无论是新能源指数还是电气设备指数都大幅落后于大盘走势，尤其是电气设备走势落后大盘近 7 个百分点。

图 1：新能源行业走势

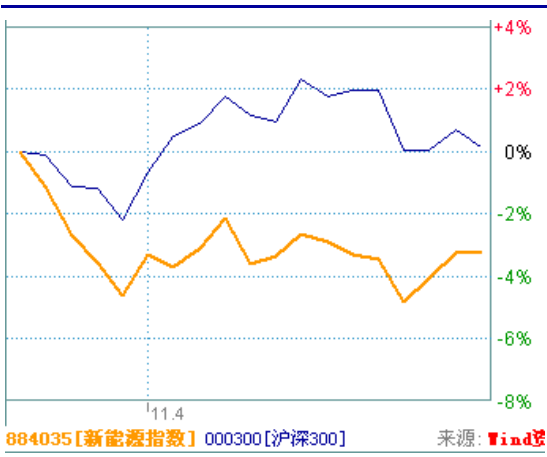
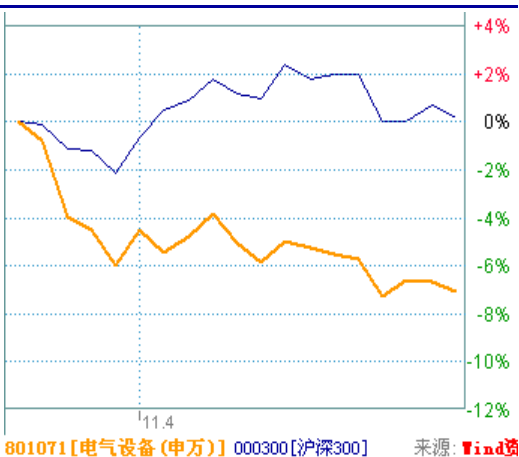


图 2：电气设备行业走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

电力设备行业尤其是输变电设备和风电设备，在经历 2010 年的价格战后又迎来了原材料价格上涨的成本压力，2010 年年报业绩表现低于预期，引起市场对业绩及估值的双重担忧。

各子行业中，电机类企业毛利率同比略有上升，但实际上主要的电机企业卧龙电气、大洋电机等公司毛利率也是下滑的，主要是原材料价格上涨所致。

电气自控设备在行业内的是行业增速最快的一个子行业，得益于下游较为旺盛的需求，行业的收入增长在 30%，净利润增速为 34%，毛利率基本保持稳定。国电南瑞、国电南自、许继电气在 2010 年取得了良好的业绩，新增订单情况也均不错。

电源设备子行业从行业数据来看不具有很大的代表性，主要公司上海电气和东方电气在 2010 年业绩良好，且在行业中占比很高。在电源设备细分行业中，光伏 2010 年是盈利性最强的行业，只要有产能就能转为丰厚的收入。风电盈利能力下滑，在经历激烈的价格战和原材料价格的大幅上涨后，盈利能力不容乐观。

输变电是整个电力设备行业表现最弱的一个行业。一次设备的毛利率有 09 年的 23%下滑到 21%，净利率有 11%下滑到 9%，净利润增速 11%远低于行业收入增速 27%。电网的低价中标模式对输变电一次企业带来了很大的影响。

表 1：细分行业盈利能力和业绩增速

板块名称	销售毛利率		销售净利率		营业收入增速	净利润增速
单位：%	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2010 年
电机	21.36	20.69	10.99	6.87	44.68	22.73
电气自控设备	33.9	33.43	12.38	12.1	29.56	33.7
电源设备	19.7	18.07	7.81	6.78	18.68	30.92
输变电设备	20.84	23.11	8.69	10.6	24.51	0.59
其他电力设备	16.72	23.02	6.02	4.65	27.05	10.76

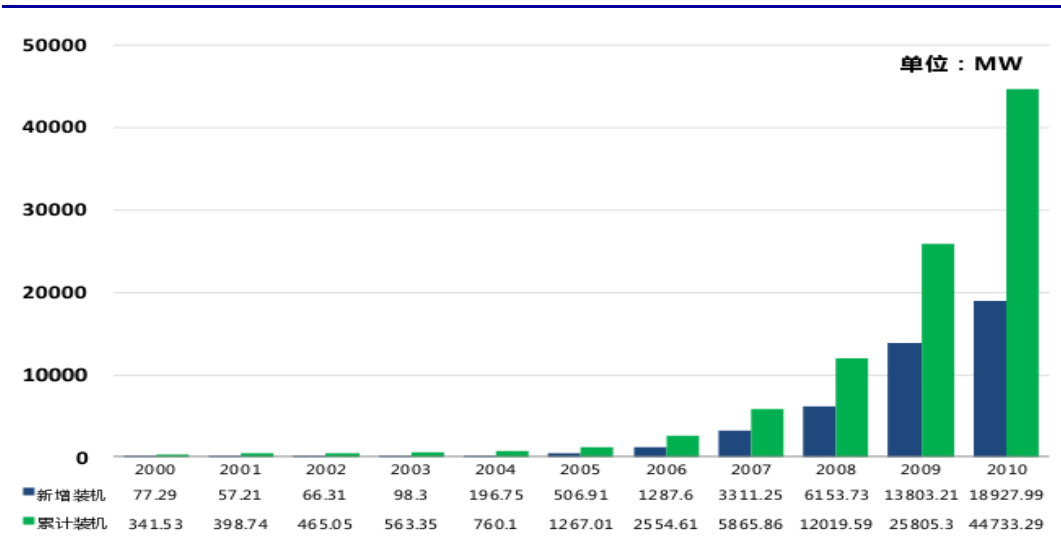
请参阅最后一页的免责声明

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2.风电：进入激烈厮杀阶段

2010 年风电行业进入了激烈的厮杀阶段。2010 年行业新增装机 1893 万千瓦，同比增长 37%；行业累计装机 4473 万千瓦，同比增长 73%。新增装机增速相比 09 年明显放缓。

图 3：风电行业累计和新增装机



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

从前十名公司来看，外资份额继续被挤占，VESTAS、Gamesa 和 GE 的市场份额均有收缩。新增装机前十名中，三家外资企业的装机容量占比不足 10%。国内三大风电龙头继续扩大市场份额，新增装机占比为 57%，累计装机占比 55%。

表 2：前十大风机份额

企业	累计装机 (mw)	累计份额	新增装机 (mw)	市场份额
1 华锐	10038	22%	4386	23%
2 金风	9079	20%	3735	20%
3 东汽	5952	13%	2624	14%
4 Vestas	2904	7%	892	5%
5 联合动力	2435	5%	1643	9%
6 Gamesa	2424	5%	596	3%
7 明阳	1946	4%	1050	6%
8 GE	1167	3%	210	1%
9 湘电风能	1089	2%	507	3%
10 上海电气	1073	2%	598	3%

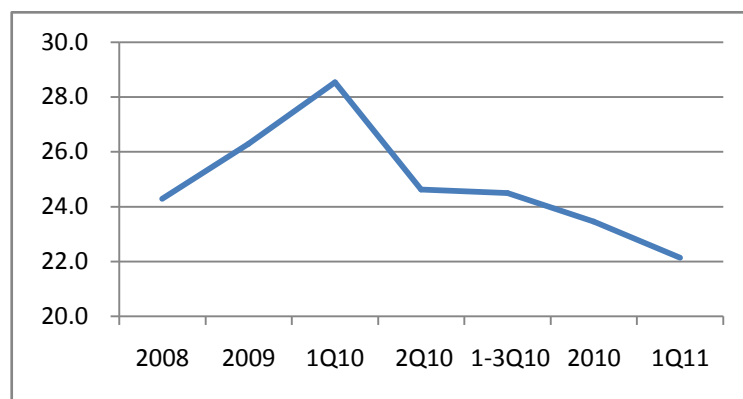
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

随着行业增速的放缓和市场竞争的加剧，风电行业进入激烈厮杀阶段。2010 年上半年风电行业的中标价格接近 5000 元/KW，下半年下跌到 3800 元/KW，这给风电行业的毛利率带来了很大的压力。同时，上游钢材等原材料价格均有较高涨幅，风电行业受

累于价格下滑和原材料价格上升的双重压力。11 年新增装机容量增速预计还将放缓，风电行业的激烈竞争预计短期内难以好转。

风电的估值已经下滑至 TTM 市盈率 20 倍左右，行业估值向下回归至和机械行业差不多的水平。短期内风电行业缺乏有力的上涨催化剂，行业增速放缓、价格战持续和巨大的成本压力，在越来越担心行业的盈利前景中估计仍然将维持弱势。

图 4：金风科技毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3. 输变电一次设备：业绩地雷频发，中标价格开始回升

2010 年输变电一次设备行业在国网投资额不变的情况下迎来了行业的冬天。价格战导致行业的竞争异常激烈。

从毛利率来看，一次设备的毛利率普遍较 09 年下滑较快，主要是由于价格下降引起。伴随着毛利率的下滑，净利润率也明显下滑。尽管一些一次设备公司仍然获得了收入增长，但净利润增长的非常少。

我们预计一次设备业绩低点估计在中报出现。从国网近期招标来看，中标价格有所回升，但反应到业绩上将滞后 3—6 个月，同时硅钢价格、钢材、铝等价格有所上涨，我们预计一次设备毛利率回升有限。

对于一次设备，市场情绪较为悲观，业绩明显好转的迹象仍然不明显，预计到中报后业绩将会明朗化。可能的催化剂是特高压核准线路或开工时间超过市场预期。

表 3：主要一次设备企业业绩情况

证券简称	毛利率		净利润率		收入增长率	净利润增长率（扣除非经常损益）
	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2010 年
特变电工	21.1	23.2	9.4	10.7	20.4	2.8
天威保变	15.8	19.2	8.6	10.1	27	-42.7
宝胜股份	8.1	11.9	0.9	2.7	48.6	18.1
平高电气	20.3	20.2	-3.8	6	-13.2	-110
思源电气	40.3	44.6	25.2	52	-0.6	-27
南洋股份	15.4	17.3	8.6	11.8	47.1	4.5

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3.成本压力加大

2010 年下半年开始，主要的原材料价格上涨趋势明显。上涨幅度最大的是铜、白银。一季度，原材料价格呈加速上涨趋势。尤其是白银，一季度上涨了 51%，给下游企业带来了很大的成本压力。

分产品来看，低压电器领域主要是铜、银和钢材，合计占比在 50%左右。（我们预计随着一季度原材料价格的大幅上涨，原材料价格占比达到 60%左右）

变压器的主要原材料为铜、钢材和取向硅。变压器相对于别的行业而言成本压力相对较小，主要是硅钢价格走势较为缓和。

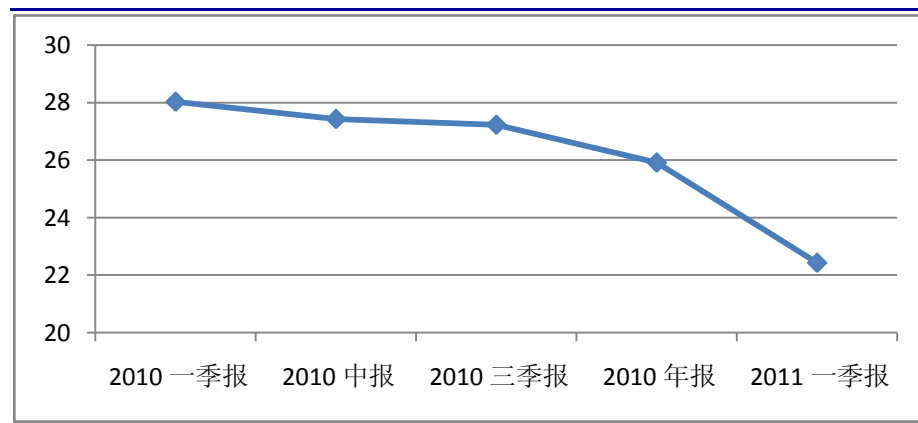
电缆基本是料重工轻的行业，铜占比 70%，这也是宝胜股份毛利率大幅下滑的原因。

表 4：主要原材料价格及其增速

价格/年份	铜	铝	白银	热轧	冷轧	取向硅
2007	62500	19494	3614	4592	5484	
2008	55062	16994	3595	5262	6308	
2009	42225	13967	3295	3903	5006	
2010 年	59017	15735	4620	4543	5536	20000
2011 年一季度	71384	16638	6976	4907	5588	20000
2010 年增速	40%	13%	40%	16%	11%	
一季度上涨	21%	6%	51%	8%	1%	
原材料占比						
低压电气 (正泰电器)	23%		12%		4.50%	
变压器 (特变电工)	19%				5%	35%
电缆 (宝胜股份)	70%					

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 5：正泰电器毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

对于低压电器而言，原材料的上涨带来了阶段性的毛利率下滑。我们预计正泰电器将提价，假设价格上调 10%，如果原材料价格维持不变，预计正泰的毛利率能够回升到 26—29%的水平期间。

11 年正泰的毛利率走势将基本取决于大宗商品的走势。我们预计大宗商品继续大幅上涨的概率不大。

表 5：正泰电器毛利率对成本和价格的敏感性（红色为原材料价格，绿色为价格）

	2%	4%	6%	8%	10%	12%	15%	20%
-10%	32%	33%	34%	35%	37%	38%	39%	42%
-8%	30%	31%	33%	34%	35%	36%	38%	41%
-5%	28%	29%	30%	32%	33%	34%	36%	39%
0%	24%	25%	27%	28%	29%	31%	33%	35%
5%	20%	22%	23%	25%	26%	27%	29%	32%
10%	16%	18%	20%	21%	22%	24%	26%	29%
15%	13%	14%	16%	17%	19%	20%	22%	26%
20%	9%	11%	12%	14%	15%	17%	19%	22%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

大部分电力设备行业的原材料价格占比较大，成本压力对业绩影响很大的公司面临很大的二级市场压力。一旦大宗商品价格下跌，这些企业的毛利率反弹也将最大。我们建议关注大宗商品价格的走势，如果下滑，买入正泰电器。

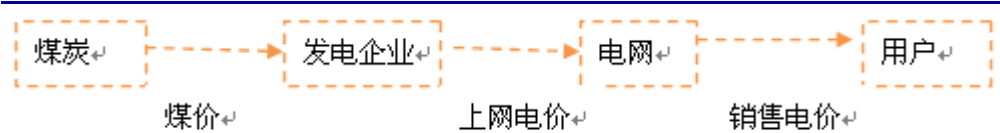
4.电力体制的弊端在各个产业链显现

高压一次设备业绩频现地雷，从直接原因来看是电网集中招标采购最低价中标引起的，但根源仍然在于电力体制的弊端。

我们在 2011 年的年度策略报告中曾经提到过这个观点。在电力体制上游煤炭价格市场化（实际上是市场化，尽管合同煤价格压着，但合同煤占比越来越小，且市场价格上涨的时候，合同煤也有违约）和下游受累于通胀销售价格难以上调的情况下，电网和发电企业盈利大幅下滑，再加上电网本身每年规模巨大的资本性支出，电网向下游的电力设备企业挤压利润是情有可原的。

发改委最近针对 16 个用电紧张的省市提高了上网电价。据南方周末网报道，国家发改委已于一周前上调全国 16 个省上网电价，其中山西涨幅最高，为 2.6 分/度，山东等五省上调 2 分/度，河南等两省上调 1.5 分/度，另三省上调 1 分/度，一个省上调 0.9 分/度，还有四省上调 0.4 至 0.5 分/度。总体来看，16 个省平均上调上网电价约 1.2 分/度。而销售电价保持不变。上网电价上调和不变的销售电价将再一次挤压电网企业的利润，影响电力设备企业中标价格的回升幅度。

图 6：电力上下游产业链



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

5. 等待拐点

电力设备行业在经过年报和中报的业绩风险释放后，市场已经调整对其的业绩预期。估值也随之调整。但是一季度业绩不理想，市场将会对中报的业绩有所担忧。

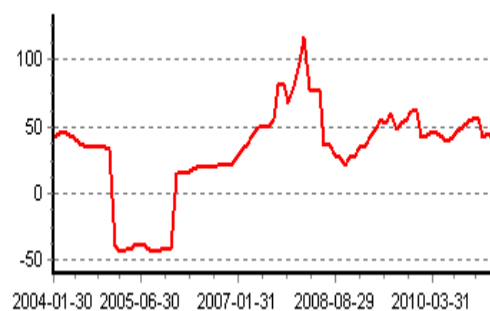
我们认为电力设备可能在中报后迎来业绩拐点，主要是 2011 年的中标价格已经有所回升，原材料价格估计难以持续的上涨。近期估计在一季报糟糕的业绩现实下和对中报业绩担忧的情绪下难以大幅反弹。电力设备行业上有业绩压力，下有特高压支撑，在此轮业绩压力释放后，整个板块的估值有望回调到较为合理的阶段（整个电力设备板块一直估值水平较高）。目前电力设备 pb 和 PE 估值基本上位于近几年平均水平。电力设备还很难看到业绩大幅反弹，但经过此轮调整后也不必过分悲观，毕竟招标价格在回升（对业绩影响滞后 3—6 个月），特高压也渐行渐近。

图 7：电力设备近几年 PB



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 8：电力设备近几年 pe



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

选股上，我们还是建议关注业绩较为稳健的正泰电器（601877）和特变电工（600089），同时可以关注中压领域的鑫龙电器（002298）。

表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2011/4/25）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
600089	特变电工	18.62	0.79	0.89	1.10	23.57	20.92	16.93	推荐	维持
002298	鑫龙电器	13.59	0.26	0.45	0.65	52.27	30.20	20.91	推荐	首次
601877	正泰电器	20.48	0.64	0.83	1.00	32.00	24.67	20.48	推荐	维持

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠, 但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn