

寻找确定性较大的机会

电力设备及新能源 2011 年下半年投资策略报告

投资要点:

- ◆ **直流投资确定性强。**十二五期间，国网和南网共建设13条特高压直流线路，按照每公里500万元，每个换流站50亿元粗略计算得出其投资规模为2400亿元。直流领域我们推荐许继电气。
- ◆ **中低压电气。**主网设备受累国网投资放缓和价格低位徘徊，景气度仍然处于低位，从11年的招标来看，景气度难有大的回升。因此220—550kv的主设备机会仍然有待国网投资复苏才可见底。我们预计10年低压电器行业总产值在500亿元左右，预计低压电器行业可以保持10%左右的增速。低压电器领域我们看好具有竞争优势和管理优势的正泰电器，建议长期关注。
- ◆ **工控领域技术难度高，景气度高，进口替代正当时。**2009年市场空间700亿左右，是工控市场低点，未来两年将实现强劲反弹，到2020年，预计整体工控行业产品每年增量市场将超过2000亿元。工控领域我们建议关注汇川技术和英威腾。
- ◆ **光伏：前途是光明的，道路是曲折的。**多晶硅的机会大于组件。预计四季度供需失衡会比较明显。因此，在二季度多晶硅和电池价格暴跌之后，三季度光伏行业或迎来阶段性机会。四季度光伏产能释放较多，我们建议谨慎。建议关注乐山电力和特变电工。
- ◆ **核电：有估值修复需求。**对于发展中国家，核电仍然是最现实的选择。我们一直认为国内的核电总体发展战略不会改变，不排除在战术上有轻微的变动，但这不会影响核电行业整体的投资价值。关注东方电气。
- ◆ **风电：短期无催化剂。**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。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。

重点公司盈利预测及投资评级（2011/6/17）

股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
金风科技	14.57	0.85	0.93	1.19	17.15	15.74	12.26	中性
许继电气	28.12	0.39	0.50	0.65	72.53	56.24	43.26	推荐
思源电气	13.16	1.26	0.56	0.73	10.44	23.50	18.03	中性
荣信股份	22	0.53	0.72	1.02	41.47	30.56	21.57	推荐
浙富股份	34.9	0.93	1.22	1.60	37.68	28.70	21.81	谨慎推荐
英威腾	48.09	0.95	1.40	2.00	50.54	34.35	24.05	推荐
汇川技术	69.23	1.02	1.75	2.40	67.87	39.56	28.85	谨慎推荐
特变电工	12.73	0.61	0.89	1.11	20.82	14.30	11.47	推荐
中国西电	5.98	0.15	0.16	0.19	40.74	37.38	31.47	中性
华锐风电	27.75	1.42	3.67	4.71	19.53	7.56	5.89	中性

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

电力设备&新能源

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2011 年 6 月 23 日

俞春燕

SAC 执业证书编号：

S0340511010001

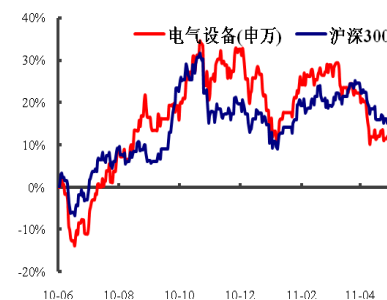
电话：0769-22119410

邮箱：ycy@dgzq.com.cn

细分行业评级

电力设备	中性
风电	中性
光伏	谨慎推荐
工控	推荐
核电	谨慎推荐
电力设备	中性

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

目录

1. 电力设备：看好直流和中低压电气	3
1.1 直流特高压驱动因素：能源供给与消费的地区不平衡	3
1.2 低压电器：量大面广，充分竞争	6
2. 工控：市场容量大、行业增速快、进口替代初期	8
3. 光伏：前途是光明的，道路是曲折的	9
4. 核电：机遇大于风险，存在估值修复机会	12
5. 风电：进入激烈厮杀阶段，中性	13

插图目录

图 1：我国煤炭基地	3
图 2：水电基地	3
图 3：我国未来电力流	4
图 4：低压电器行业与其他指数增速比较	6
图 5：低压电器行业总产值	6
图 6：低压电器行业产品升级换代	8
图 7：工控行业概况	8
图 8：市场占比	9
图 9：国产多晶硅价格	9
图 10：进口多晶硅价格	9
图 11：多晶硅电池价格	10
图 12：多晶硅组件价格	10
图 13：硅片、电池、组件、多晶硅产能和全球市场需求	11
图 14：发电成本对比	12
图 15：风电行业累计和新增装机	13
图 16：金风科技毛利率走势	14

表格目录

表 1：外送电力预测	3
表 2：主要的直流设备	4
表 3：直流特高压规划	5
表 4：主要直流设备受益公司	5
表 5：海外主要公司低压电器销售和毛利率情况	7
表 6：发电成本和组件成本、发电小时敏感性	10
表 7：光伏产业链上市公司	11
表 8：前十大风机份额	13
表 9：重点公司盈利预测及投资评级（2011/6/17）	14

1. 电力设备：看好直流和中低压电气

1.1 直流特高压驱动因素：能源供给与消费的地区不平衡

我国的能源分布和负荷中心分布不均，煤炭、水资源和风电等基地都分布在经济较不发达的中西部地区，而电力负荷中心大部分位于经济发达资源较为贫乏的沿海地区。

煤炭资源：我国煤炭储量 75% 左右分布在山西、内蒙古、陕西、新疆等北部地区。未来主要开发晋东南、晋北、晋中、淮南、准格尔、鄂尔多斯、锡盟、呼盟、霍林河、陕北、宁东、彬长、哈密、准东、伊犁、宝清等 16 个煤电基地。

水资源：80% 的水能资源分布在四川、云南、西藏等西部地区。

图 1：我国煤炭基地



资料来源：东莞证券研究所，国网

图 2：水电基地



资料来源：东莞证券研究所，国网

未来我国将围绕华北、华东和华中负荷中心，以西北和东北电网为主要送端，将陕西、蒙西、锡盟、宁东煤电基地通过特高压交流就近接入“三华”电网，部分电力通过直流直送负荷中心，西北将形成 750kV、东北 1000kV 交流送端电网，为大容量、远距离直流外送提供支撑；新疆甘肃煤电和风电、呼盟煤电、西南水电通过特高压直流送入“三华”电网。

目前京津冀鲁、华中东四省和华东电网区外受入电力分别约 1500 万千瓦、800 万千瓦和 1000 万千瓦，占系统需要装机的 18%、12% 和 7%。通过建设特高压电网将替代原有的运煤至中东部进行发电的局面，缓解东部日益突出的环境压力，发挥电网优化资源配置的功能。预计到 2020 年，京津冀鲁、华中东四省和华东电网区外受入电力分别约为 9000 万千瓦、9100 万千瓦、12000 万千瓦，约占所需装机容量的 34%、35% 和 32%。预计到 2020 年，跨区跨国电网输送容量达到 4 亿千瓦左右，将约占全国总负荷的 32%，其中特高压传输的容量约 3 亿千瓦。

表1：外送电力预测

万 KW	区外受入电力		受入电力占所需装机比	
	2009A	2020E	2009A	2020E

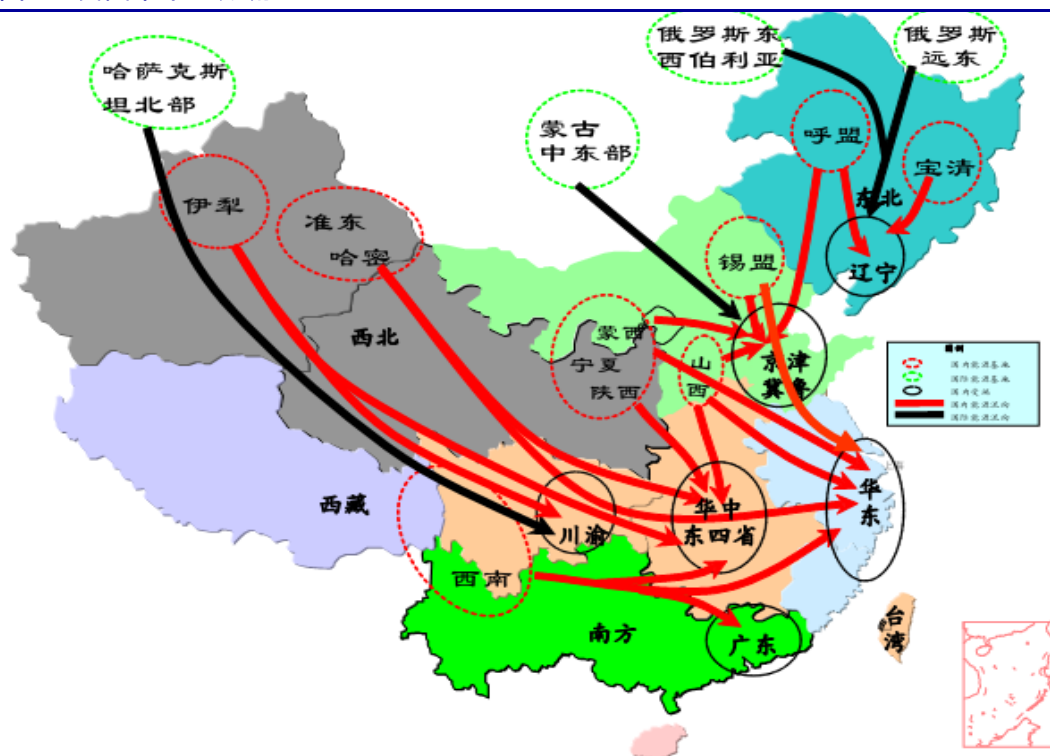
京津冀鲁	1500	9000	18%	34%
华中	800	9100	12%	35%
华东	1000	12000	7%	32%

资料来源：东莞证券研发所，国网

具体来看，未来电力流的主要流向为：

- ★ 呼盟煤电送电东北、华北京津冀鲁地区；
- ★ 锡盟煤电送电京津冀鲁和华东地区；
- ★ 宝清等黑龙江煤电送电辽宁；
- ★ 山西、蒙西、陕西、宁夏煤电送电华北、华中、华东地区；
- ★ 新疆煤电送电华中、华东地区；
- ★ 四川和金沙江水电送电华中、华东地区；
- ★ 俄罗斯、蒙古、哈萨克斯坦跨国电力送电东北、华北、华中地区。

图 3：我国未来电力流



资料来源：东莞证券研发所，国网

表 2：主要的直流设备

直流线路主要设备		
1	换流变压器	实现交、直流侧的电压匹配和电隔离，并且可限制短路电流。换流变压器阀侧绕组所承受的电压为直流电压叠加交流电压，并且两侧绕组中均有一系列的谐波电流 因此，换流变压器的设计、制造和运行均与普通电力变压器有所不同。
2	换流器	整流站实现交流变直流，逆变站实现直流变交流。

3	平波电抗器	共同承担直流侧滤波的任务, 同时它还具有防止线路上的陡波进入换流站, 防止直流电流断续, 降低逆变器换相失败率等功能。
6	直流滤波器	
4	交流滤波器	交流侧滤波。换流器在运行时交流侧和直流侧均产生一系列的谐波, 使两侧波形畸变。
5	静电电容器	无功补偿。由晶闸管换流阀所组成的电网换相换流器, 运行中还吸收大量的无功功率(约为直流传输功率的 30%— 50%), 有时还需要另外装设无功补偿装置(电容器、调相机或静止无功补偿装置)。
7	控制保护装置	实现直流输电正常起停、正常运行、自动调节、故障处理与保护等功能。
8	接地极	为了利用大地(或海水)为回路, 以提高直流输电运行的可靠性和灵活性, 两端换流站还需要有
9	接地极线路	接地极和接地极线路。
10	远动通信系统	实现两侧控制保护装置间的通信

资料来源: 东莞证券研究所整理

十二五期间, 国网和南网共建设 13 条特高压直流线路, 按照每公里 500 万元, 每个换流站 50 亿元粗略计算得出其投资规模为 2400 亿元。

表 3: 直流特高压规划

特高压直流	起点	终点	投资(亿元)	长度(公里)
锦屏—江苏	锦屏	苏南	214	2100
宁东—浙江	宁东	绍兴	195	1700
洛溪渡—浙江	洛溪渡	浙西	194	1688
呼盟—山东	呼盟	德州	189	1600
哈密—河南	哈密	郑州	228	2400
准东—重庆	准东	重庆	185	1500
锡盟—南京	锡盟	南京	195	1700
陇东—江西	陇东	江西	175	1500
蒙西—江苏	蒙西	江苏	175	1500
彬长—山东	彬长	山东	175	1500
酒泉—湖南	酒泉	湖南	200	2000
糯扎渡—广东	糯扎渡	广东	175	1500
云南—广东	洛溪渡	广东	170	1400
合计			2470	22088

资料来源: 东莞证券研究所, 国网

表 4: 主要直流设备受益公司

主要直流设备	市场容量	示范线路厂家中标	许继集团及许继电气
换流变压器	384	和交流类似的竞争格局	0
换流阀	192	许继集团和西电平分	96(集团)
控制系统	52.8	许继电气、电科院和北京四方	26.4(上市公司)
直流场	130	许继集团、西电	65(集团)

合计（亿元）	187
年均合计	37

资料来源：东莞证券研发所整理

推荐公司：许继电气、特变电工和荣信股份

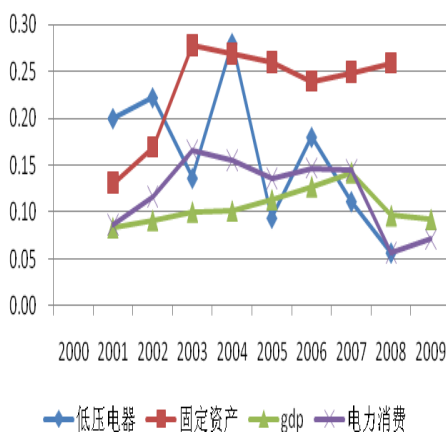
1.2 低压电器：量大面广，充分竞争

根据我国现行标准，一般将工作电压交流 1000V 以下、直流 1500V 以下的电气线路中的电气设备称为低压电器。按照用途和控制对象的不同，可以将低压电器分为配电电器、控制电器、终端电器 等。

低压电器作为配电网络的末端设备，直接连接和控制用电终端，广泛应用于电力工业、石化、钢铁、煤炭、冶金、建筑以及民用等领域。低压电器作为国民经济基础资本品，在电能传输过程中具有不可替代性。据统计，发电设备所发出电能的 80% 以上是通过低压电器元件作为配电终端进行分配使用的，因此，在各类生产、生活用固定资产中绝大部分都需要配套低压电器产品。我国国内固定资产投资在未来的稳定增长，也决定了通过国民经济各行业拉动的低压电器市场需求的将长期保持稳定的增速。

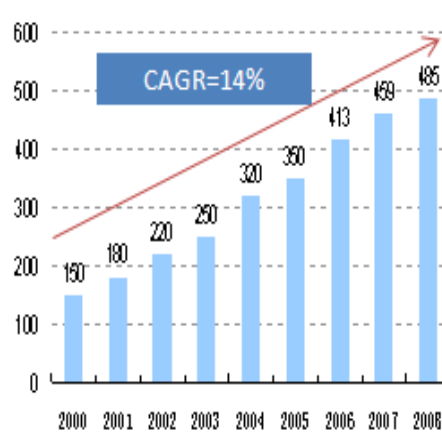
从低压电器过去 10 年的增速来看，基本上围绕电力消费增速上下波动，增速快于 GDP 增速。我们预计 10 年低压电器行业总产值在 500 亿元左右，正泰约占 12% 的市场份额。如果 GDP 保持 8% 左右的增速，我们预计未来低压电器的增速将有所放缓，主要是低压电器的主要需求方电力、机械、房地产和石化冶金等行业经过高速增长之后，电力消费弹性系数将降低。我们预计低压电器行业可以保持 10% 左右的增速。

图 4：低压电器行业与其他指数增速比较



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 5：低压电器行业总产值



资料来源：东莞证券研究所

渠道是关键。低压电器产品量大面广，用途广泛分布国民经济众多领域，市场容量较大，具有较弱的周期性。由于产品分布于国民经济的各个方面，终端客户较为分散。行业集中度较低，呈充分竞争的市场格局，因此渠道对业内公司而言非常重要。

海外市场需求同样巨大而稳定。金融危机后各国普遍将电网改造以及智能电网规划建设列入经济刺激计划中，这将为包括低压电器在内的全球电气设备市场带来巨大的提升空间。俄罗斯公布的电网改造项目计划持续 8-10 年，并明确邀请中国电力设备公司参与，年投资 700-1000 亿元人民币。亚太市场需求将持续保持旺盛，据统计，

亚洲人均用电水平为 1207 千瓦时，仅为世界平均水平的一半，亚太地区电力建设潜力巨大。此外非洲、拉美、中东等新兴市场在经济增长驱动下也将维持高景气。全球每年低压电器市场容量将保持在 500 亿美元以上。

市场集中度的提升是行业趋势。目前全球低压电器生产领域主要的跨国企业有施耐德电气、罗格朗、西门子、ABB、GE、美国 Hubbell、美国 Cooper Industries、美国伊顿集团和意大利 Gewiss。

海外行业经验表明，市场集中度的提升是低压电器行业的发展趋势。随着消费的逐步升级，终端客户对于低压电器产品质量品质和服务水平的重视程度不断提升，品牌价值获得更大认可。另一方面，单一品牌也难以满足众多应用领域与市场的差异化需求，同时，收购扩张也是企业拓展海外市场最为快速有效的方式。因此，低压电器行业发展轨迹总是伴随着优势企业通过内生增长和外延扩张协同推动的市场集中度的上升。

从国外行业领先者施耐德和罗格朗的发展案例中，我们也可以看到这种趋势：

法国施耐德公司通过剥离资产，确立了以低压配电为主要业务的发展战略，1988 年并购 TE 电器；1991 年并购美国实快电力；1992 年并购梅兰日兰；1999 年，并购欧洲配电业第二大巨头 Lexel，并最终成为全球销量最大，产品线最全的低压电器制造商。2005 年施耐德在全球低压电器市场的占有率超过 8%。

罗格朗在全球开关插座领域拥有高达 19% 的市场份额，年销售额近 40 亿欧元，公司一直秉承“收购发展，发展再收购”的企业发展战略，大手笔收购了众多包括中国 TCL 国际电工等企业，至今旗下已超过 30 个品牌。

国际间低压电器市场的分散竞争态势，为拥有成本和后发优势的中国企业开拓海外市场提供了发展机遇。尤其是价格敏感度较高、跨国公司控制力较弱且快速增长的新兴市场将为性价比优良的中国低压电器产品提供良好的发展空间。

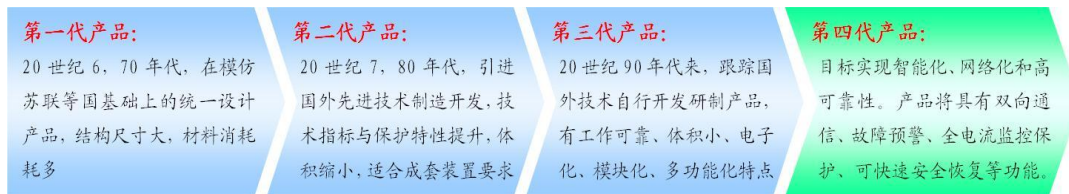
表 5：海外主要公司低压电器销售和毛利率情况

公司	项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009
施耐德	低压销售收入（百万欧元）	6509	7307	8605	9869	10343	9137
	销售占比	62.9%	62.6%	62.7%	57.0%	56.5%	57.9%
	毛利率	40.3%	40.7%	41.4%	41.0%	40.6%	39.4%
ABB	低压销售收入（百万欧元）	3744	4085	4544	5832	6912	6356
	销售占比	18.2%	18.6%	19.5%	20.0%	19.8%	20.0%
	毛利率	23.9%	25.5%	29.1%	30.8%	31.3%	29.3%
西门子	低压销售收入（百万欧元）				2851	3211	3482
	销售占比				3.9%	4.2%	4.5%
	毛利率	29.4%	29.2%	26.1%	28.8%	27.2%	27.0%
罗格朗	低压销售收入	2926.3	3247.9	3736.8	4128.8	4202.4	3577.5
	销售占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	毛利率	48.5%	48.4%	49.6%	50.1%	50.7%	52.5%
伊顿	低压销售收入（百万美元）	3070	3760	4180	4760	6920	5890
	销售占比	31.6%	34.1%	34.2%	36.5%	45.0%	49.6%
	毛利率	27.9%	28.0%	26.8%	28.0%	27.2%	26.0%

资料来源：东莞证券研究所

智能电网建设对低压电器提出更多要求。低压电器是电能产业链的最基层用户端起到连接、控制与保护功能的核心设备，打造智能电网，首当其冲要实现的是作为电网基石的用户端低压电器的智能化与可通信化。我国低压电器行业的发展经历了由仿制成品，到引进吸收升级，再到自主设计开发的产业技术实力不断提升的过程。国内低压电器产品也经历三代的革新历程，目前国内市场上以第二代低压电器产品为主，性能优良、工作可靠的第三代模块化产品正在逐步推广。

图 6：低压电器行业产品升级换代



资料来源：东莞证券研究所

推荐：正泰电器

2. 工控：市场容量大、行业增速快、进口替代初期

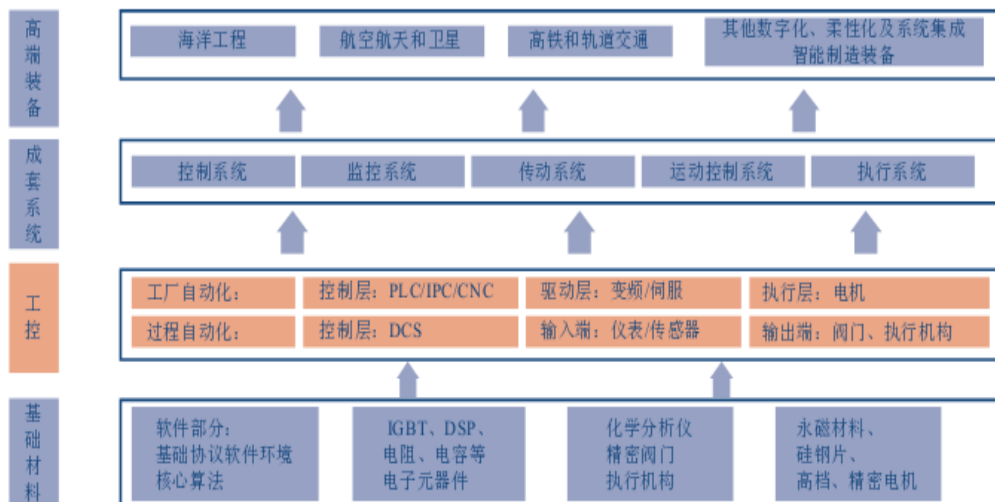
工业控制自动化或工业自动化，是指应用工业自动化技术对工业生产过程及其机电设备、工艺装备进行检测与控制的自动化技术工具（包括自动测量仪表、控制装置）的总称。随着工业生产的不断发展，生产对工业控制的需求已经从简单的单机自动化、系统自动化、全厂自动化发展为企业信息化。

工控设备是实现我国装备行业由中国制造到中国设计，实现工业自动化、智能化的载体。

工控行业主要用在控制系统、监控系统、传动系统、运动控制系统和执行系统等成套系统上面，应用领域主要包括海洋工程、航空航天和卫星、高铁和轨道交通、新能源发电系统和新能源汽车、数控机床等高端装备领域。工控主要包括工厂自动化（即将产品卖给设备厂商以使其生产的设备能够实现自动化）和控制系统（卖给终端用户）。工控领域主要分三个层面，控制层、驱动层和执行层。控制层主要是 PLC/IPC/CNC，驱动层主要是变频器和伺服，执行层主要是各类电机。控制层是驱动层的大脑。

中国在高端装备领域的大部分领域中未能掌握核心关键技术，对外依存度仍然偏高。据统计，目前中国 90% 的高档数控机床、95% 的高档数控系统、机器人和工厂自动控制系统仍主要依赖进口。而科学仪器和精密测量仪器对外依存度达 70%。2009 年装备制造业进口总额高达 1746 亿美元，基本是高端装备与核心关键基础件。

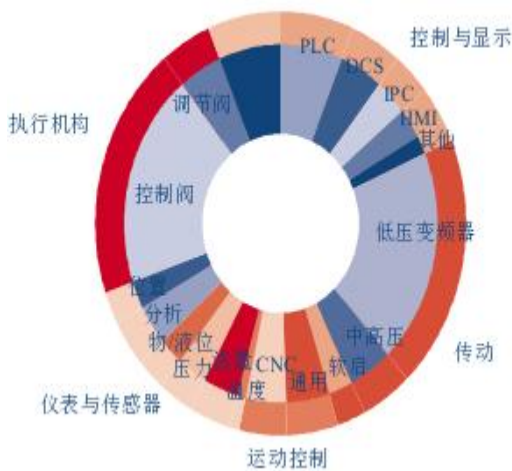
图 7：工控行业概况



资料来源：东莞证券研究所

2009 年市场空间 700 亿左右,是工控市场低点,未来两年将实现强劲反弹,到 2020 年,预计整体工控行业产品每年增量市场将超过 2000 亿元,按年均复合增长率 13%计算,未来 10 年的市场容量将达到 1.4 万亿元。

图 8：市场占比



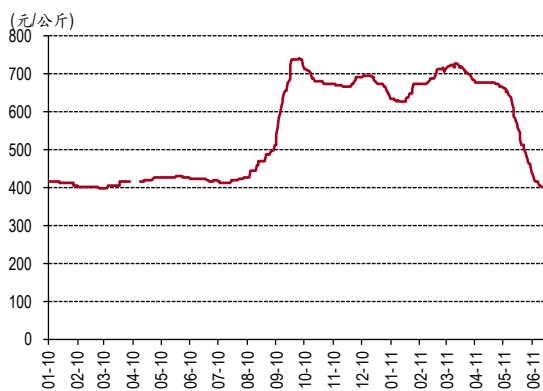
资料来源：东莞证券研究所

看好公司：英威腾和汇川技术

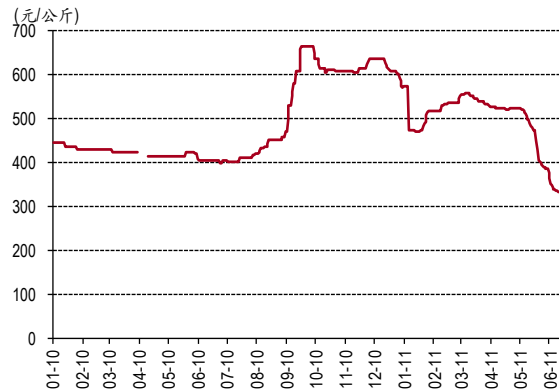
3. 光伏：前途是光明的，道路是曲折的

由于欧洲政策的低于预期，近期光伏市场的去库存压力的增长加之下游需求的放缓，光伏产品价格 5 月中旬出现了大幅下跌，其中之前坚挺的多晶硅价格也开始下跌，这轮价格的下跌是预期之内的，当然下跌的深度是超预期的。

图 9：国产多晶硅价格图 10：进口多晶硅价格

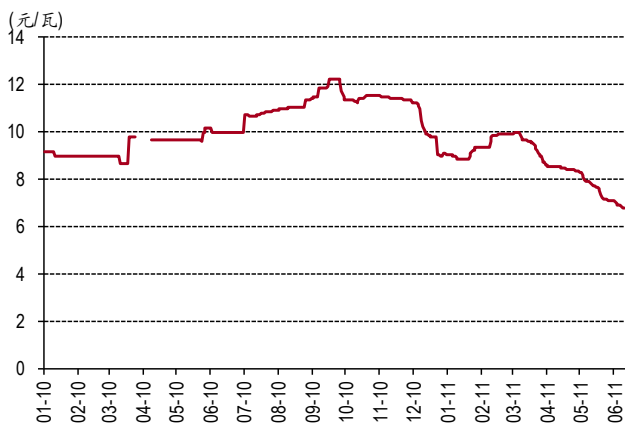


资料来源：东莞证券研究所

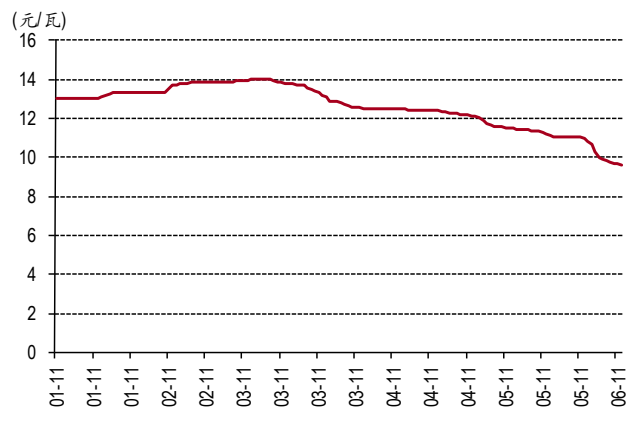


资料来源：东莞证券研究所

图 11：多晶硅电池价格 图 12：多晶硅组件价格



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

随着价格的下跌，海外光伏板块也出现了回调，价格的下跌肯定会突显出年初的盈利预测偏向于乐观，而经过估值的进一步回调和修复，相关上市公司的价值肯定也会重新得到定义，而近期板块的杀跌是太阳能板块回归理性的时期，板块投资机会必须在估值回归理性同时基本面得到改善才能来临。

价格长期下调是必然的，能够促进需求的增长。目前多晶硅和组件价格的下跌超过我们的预期，但是在组件价格本轮加速下跌之后，光伏电站建设的发电成本也将降低，欧洲部分国家的光伏发电利用小时能够达到 1800 小时左右，如果组件价格跌落到 1.30 美元/w 左右，则其发电成本有望降到 1 元/w 左右。

组件风险较大。相比于多晶硅，组件的扩产一直相对较为容易，因此组件的产能过剩也相对较为严重，从我们统计的数据来看，今年组件的产能有望达到 40GW 以上，而今年光伏行业的需求最乐观来说也只能达到 20-23GW 的水平，组件下半年面临严重的供大于求的局面，价格下跌的风险仍然较大。

表6：发电成本和组件成本、发电小时敏感性

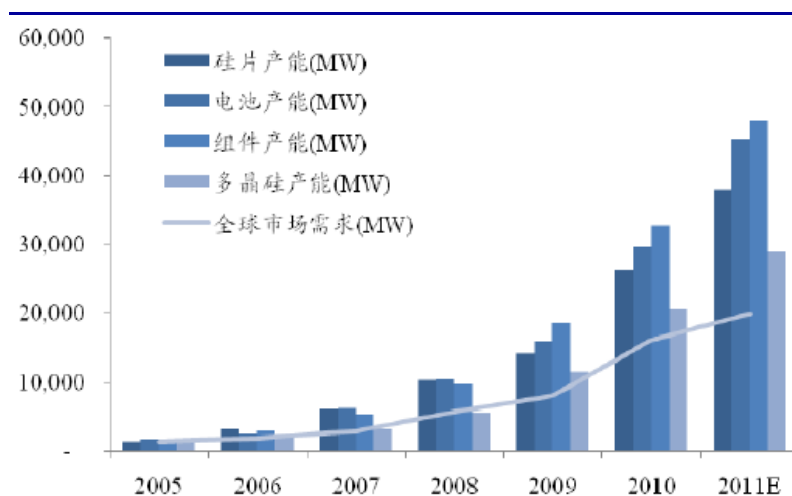
多晶硅价格	40	45	50	55	60	65	70	75	80
组件价格	1.19	1.23	1.32	1.36	1.4	1.44	1.48	1.51	1.55
发电小时敏感分析(元/w)									
1200	1.48	1.51	1.57	1.59	1.62	1.64	1.67	1.69	1.72

1600	1.11	1.13	1.18	1.2	1.21	1.23	1.25	1.27	1.29
1800	0.99	1	1.05	1.06	1.08	1.1	1.11	1.13	1.14
2200	0.81	0.82	0.86	0.87	0.88	0.9	0.91	0.92	0.94

资料来源：东莞证券研究所

从下半年的投资机会来看，三季度看需求，四季度看供给。由于四季度投产较多，因此四季度的供给矛盾较为突出，很可能出现供过于求的情况。我们认为经过二季度的暴跌之后，三季度光伏应该有交易性机会。但到了四季度，随着大厂的纷纷投产，供给迅速扩大，多晶硅和电池有下行压力。

图13：硅片、电池、组件、多晶硅产能和全球市场需求



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 7：光伏产业链上市公司

光伏产业链企业	晶硅				薄膜	其他
	多晶硅	硅锭/硅棒、硅片	太阳能电池	组件		
超日太阳		✓	✓	✓		
东方日升			✓	✓		
南玻 A	✓	✓	✓	✓		太阳能玻璃
拓日新		✓	✓	✓	✓	太阳能玻璃
乐山电力	✓					
天威保变	✓	✓	✓	✓	✓	
海通集团		✓	✓	✓		
孚日股份				✓	✓	
光伏企业						
向日葵		✓	✓	✓		
三安光电						聚光电池
航天机电	✓		✓	✓		
川投能源	✓					
精功科技		✓				
		多晶硅铸锭炉、开方机				
大族激光			扩散炉、PECVD	✓		
七星电子			清洗机、蚀刻			

	机、扩散炉、 PECVD	
	✓	
天龙光电	单晶硅生长炉、单晶切割 及开方机、多晶硅铸锭炉	
奥克股份	切 液	
新大新材	切割刀料	
中航三鑫		太阳能玻璃
其他企业	金晶科技	太阳能玻璃
	方大集团	太阳能建材
	泰豪科技	太阳能光电 建筑

资料来源：东莞证券研究所

光伏上市公司，我们建议关注特变电工和乐山电力。

4. 核电：机遇大于风险，存在估值修复机会

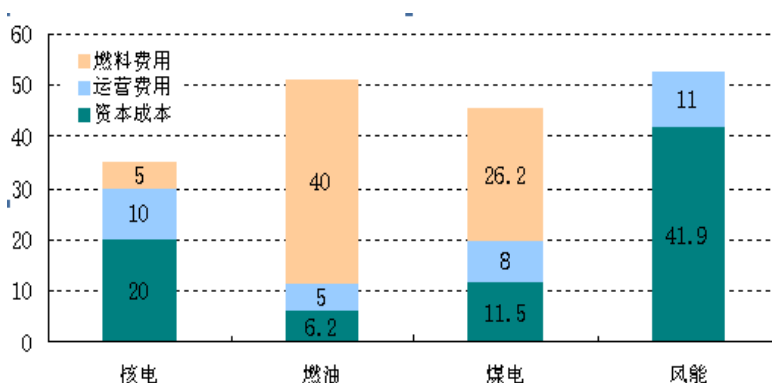
我们认为全球能源供给的格局会有所改变，发达国家总体会更加倾向于别的能源，比如光伏等。但是对于发展中国家，核电仍然是最现实的选择。

一是因为核电相比风电和光伏来说最具规模效应。

二是核电的经济性最为突出。

我们一直认为国内的核电总体发展战略不会改变，但不排除在战术上有轻微的变动。

图 14：发电成本对比



资料来源：东莞证券研究所

日本核电站事故滞后，中国对核电安全进行了检查，预计年中将有结果。至于何时恢复审批，我们认为仍然需要一段时间的等待。

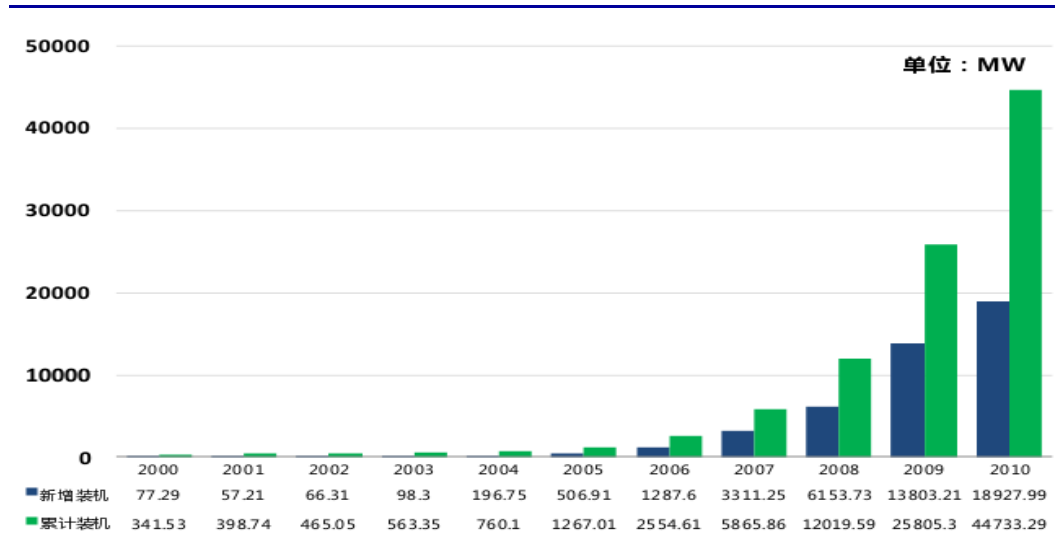
但我们认为恢复审批只是一个时间问题，即使有些项目因为安全检查或者需要更改地址等原因受到一定的拖延或更改，但出现较大幅度调整规划的概率较小。

看好公司：东方电气

5. 风电：进入激烈厮杀阶段，中性

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 15：风电行业累计和新增装机



资料来源：东莞证券研究所，风能协会

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 8：前十大风机份额

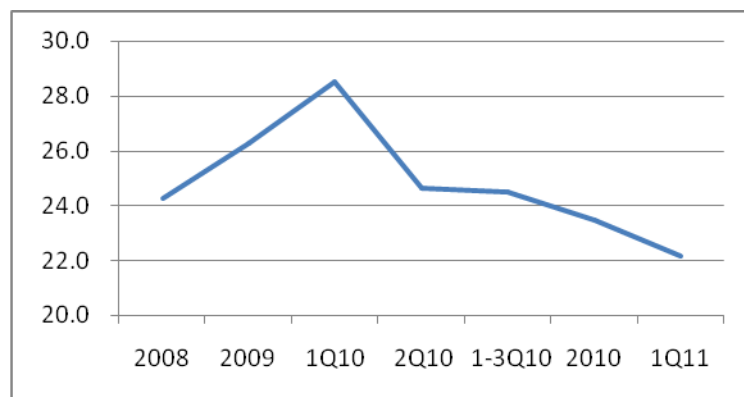
企业	累计装机 (mw)	累计份额	新增装机 (mw)	市场份额
1 华锐	10038	22%	4386	23%
2 金风	9079	20%	3735	20%
3 东汽	5952	13%	2624	14%
4 Vestas	2904	7%	892	5%
5 联合动力	2435	5%	1643	9%
6 Gamesa	2424	5%	596	3%
7 明阳	1946	4%	1050	6%
8 GE	1167	3%	210	1%
9 湘电风能	1089	2%	507	3%
10 上海电气	1073	2%	598	3%

资料来源：东莞证券研究所，风能协会

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 16: 金风科技毛利率走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

表 9: 重点公司盈利预测及投资评级 (2011/6/17)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级变动
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
002202	金风科技	14.57	0.85	0.93	1.19	17.15	15.74	12.26	中性	维持
000400	许继电气	28.12	0.39	0.50	0.65	72.53	56.24	43.26	推荐	维持
002028	思源电气	13.16	1.26	0.56	0.73	10.44	23.50	18.03	中性	维持
002123	荣信股份	22	0.53	0.72	1.02	41.47	30.56	21.57	推荐	维持
002266	浙富股份	34.9	0.93	1.22	1.60	37.68	28.70	21.81	谨慎推荐	维持
002334	英威腾	48.09	0.95	1.40	2.00	50.54	34.35	24.05	推荐	维持
300124	汇川技术	69.23	1.02	1.75	2.40	67.87	39.56	28.85	谨慎推荐	维持
600089	特变电工	12.73	0.61	0.89	1.11	20.82	14.30	11.47	推荐	维持
601179	中国西电	5.98	0.15	0.16	0.19	40.74	37.38	31.47	中性	维持
601558	华锐风电	27.75	1.42	3.67	4.71	19.53	7.56	5.89	中性	维持
601877	正泰电器	17.06	0.64	0.77	0.93	26.82	22.16	18.34	谨慎推荐	维持

资料来源: 东莞证券研究所, 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