

研究员: 张洪道  
执业证书编号: S0570510120030  
☎ 025-83290941 ✉ xfh1978@gmail.com  
🌐 http://t.zhangle.com/1761

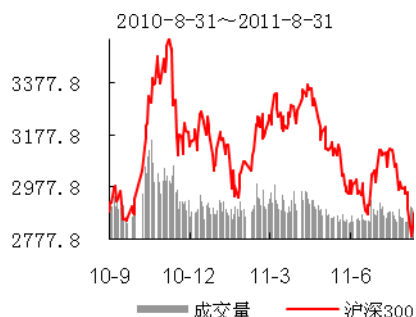
## 智能电网全面建设即将启动

——电力设备行业 8 月份月评

### 行业评级: 增持

电气设备 II

### 市场走势图



### 相关研究

- 1 《国电南瑞(600406): 电网自动化发力, 维持快速增长》2011.8
- 2 《荣信股份(002123): 变频类产品成业绩引擎, 管理转型是增长关键》2011.8
- 3 《许继电气(000400): 中报业绩增长乏力, 资产注入进程可期》2011.8
- 4 《国电南自(600268): 外延式扩张步伐继续加大》2011.7

### 投资要点:

- ◆ 2011 年截至今日, 上证 A 股指数下跌 10%; 而同期电力设备跌幅为 22.94%, 走势大幅弱于大盘。这主要是由于电力建设投资增速缓慢引起的行业景气度低迷和大盘弱势引起的电气设备行业估值调整所致。
- ◆ 8 月 17 日, 中电联公布 1~7 月份电力工业统计数据。统计期内全国电力工程完成投资 3330 亿元, 同比增长 6.8%, 其中, 电源、电网基本建设投资增速分别为 6.0%、7.8%。各项投资数据增速均较为缓慢。
- ◆ 火电新增装机容量占比呈下降趋势, 表明能源结构进一步向可再生能源倾斜; 水电建设投资增速最快, 进入新一轮景气期; 虽然新增风电发电容量同比增长 37.7%, 但建设投资下滑 10.8%, 风电建设开始放缓。我们推荐投资者关注东方电气。
- ◆ 8 月 12 日, 国家电网在长春召开 2011 年年中基建工作会议暨智能变电站建设现场会, 要求全面推进坚强智能电网建设。这预示着智能变电站建设即将全面展开, 下半年将有望进入智能变电站建设高峰期。我们推荐投资者关注国电南瑞和许继电气。
- ◆ 我们给予电力设备行业“增持”评级, 并分别给予一次设备、二次设备和电源设备子行业“中性”、“增持”、“增持”的投资评级, 并提示投资者关注智能电网全面建设进度低于预期的风险。

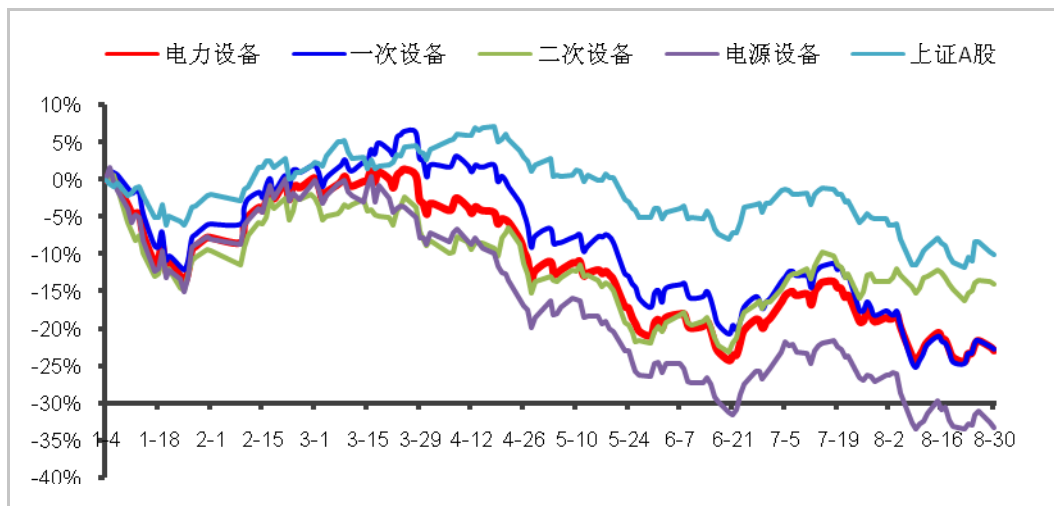
### 重点公司

| 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS(元) |      |      |      | P/E   |       |       |       |
|------|--------|------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|      |        |      | 10A    | 11E  | 12E  | 13E  | 10A   | 11E   | 12E   | 13E   |
| 东方电气 | 23.81  | 推荐   | 1.28   | 1.70 | 2.04 | 2.34 | 18.60 | 14.01 | 11.67 | 10.18 |
| 特变电工 | 10.45  | 推荐   | 0.79   | 0.60 | 0.75 | 0.97 | 13.24 | 17.43 | 13.95 | 10.78 |
| 国电南瑞 | 38.64  | 推荐   | 0.45   | 0.85 | 1.28 | 1.90 | 85.87 | 45.46 | 30.19 | 20.34 |
| 许继电气 | 27.12  | 推荐   | 0.39   | 0.52 | 0.72 | 1.03 | 69.54 | 52.15 | 37.67 | 26.33 |

## 1、电力设备行业行情走势

2011 年截至今日，上证 A 股指数下跌 10%；而同期电力设备跌幅为 22.94%，走势大幅弱于大盘。这主要是由于电力建设投资增速缓慢引起的行业景气度低迷和大盘弱势引起的电气设备行业估值调整所致。从三个细分子行业来看，电源设备子行业跌幅为 33.13%，跌幅最大；其次为一次设备子行业，跌幅为 22.73%；二次设备子行业跌幅为 14.08%。

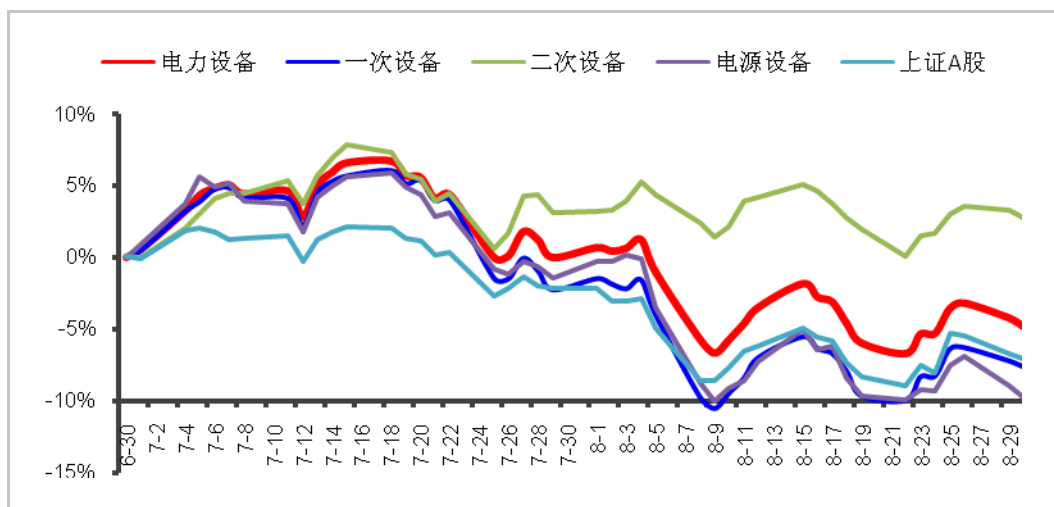
图表 1：2011 年电力设备行业及其细分子行业行情比较



资料来源：wind 资讯 华泰证券

2011 年 7、8 月份，上证 A 股指数下跌 7.09%；而同期电力设备跌幅为 4.08%，主要是因为二次设备子行业二季度表现良好，出现 2.69% 的正收益。一次设备子行业和电源设备子行业走势继续弱于大盘，我们认为主要原因包括一次设备中报业绩普遍不佳、风电投资减缓并且行业进入规范期、核电投资依旧停滞。

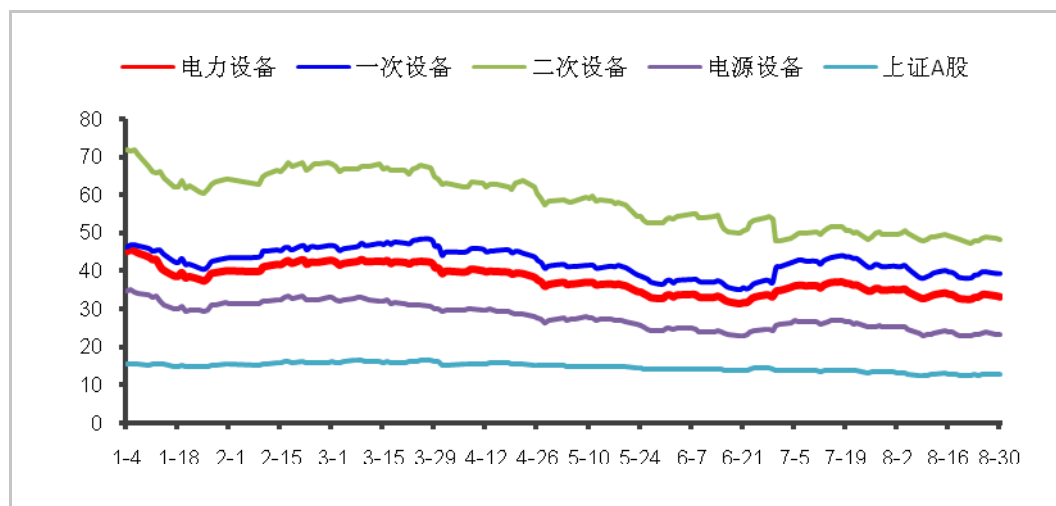
图表 2：2011 年三季度电力设备行业及其细分子行业行情比较



资料来源：wind 资讯 华泰证券

1~8 月份，上证 A 股整体市盈率由年初的 15.5 倍下降到 14.0 倍，调整幅度为 9.7%；而电力设备行业由 45.0 倍降至 33.1 倍，下调了 26.44%。分子行业来看，二次设备子行业由 71.5 倍下降到 48.11 倍，调整了 32.7%后，仍然在高位运行；一次设备子行业由 46.1 倍下调至 39.2 倍；电源设备子行业由 34.5 倍下调到 23.2 倍。电力设备及其细分子行业估值相对于大盘下调明显。

图表 3：2011 年电力设备行业及其细分子行业 PE 比较



资料来源：wind 资讯 华泰证券

## 2、电力工业数据统计分析

8 月 17 日，中电联公布了 2011 年 1~7 月份电力工业统计数据。统计期内全国电力工程完成投资 3330 亿元，同比增长 6.8%，其中，全国电源基本建设投资 1768 亿元，同比增加 6.0%；电网基本建设投资 1562 亿元，同比仅增长 7.8%。各项投资增速均较为缓慢。

图表 4：2011 年 1~7 月份电源投资及新增发电容量增长

| 电源类型  | 投资额（亿元） | 同比增长% | 新增容量（万 kW） | 同比增长% |
|-------|---------|-------|------------|-------|
| 累计    | 1768    | 6.0   | 4123       | 2.2   |
| 其中：水电 | 456     | 30.7  | 769        | 4.9   |
| 火电    | 568     | -10.1 | 2774       | -3.9  |
| 核电    | 381     | 27.4  | —          | —     |
| 风电    | 339     | -10.8 | 563        | 37.7  |

资料来源：中国电力工业联合会 华泰证券

我们对 1~7 月份电源投资统计数据的解读和投资趋势的判断如下：

- 火电新增装机容量占比为 67.3%，仍然是主要的新增发电形式；但新增占比呈下降趋势，去年同期该比例为 71.5%。这表明能源结构进一步向可再生能源倾斜；火电投资额同比下降了 10.1%。预计 2011 年将保持投资额和新增装机容量的同比下降趋势。
- 水电建设投资增速最快，达到 30.7%；新增水电装机容量同比增长 4.91%。作为稳定的可再生能源

发电形式，我们预计水电投资进入新一轮景气期。在西南大规模水电如糯扎渡、锦屏、溪洛渡等建设的同时，中小水电和抽水蓄能电站的建设投资也逐渐加快，预计年内水电建设投资将继续保持较快增速。

- 虽然新增风电发电容量同比增长 37.7%，但建设投资额同比下滑 10.8%，表明风电建设开始放缓；同时国家发改委、能源局等部门开始对风电建设开始宏观调整和规范，包括收紧地方政府对 49MW 项目的审批权限等，我们判断行业增速开始进入理性期。

◆ 同时受成本上升和整机价格下降影响，风电巨头金风科技和华锐风电的中报业绩均出现 45%~50% 的同比下滑。

- 核电投资同比增长 27.4%；无新增机组投产。福岛核电站事故后，我国的核电建设被叫停，新的核电站项目审批也陷入停滞；我们判断，核电由于其稳定性和清洁性，在我国能源结构中的地位不可替代，发展前景仍然较为确定，但须等待核电安全法规出台后，新项目审批方可重启。

我们推荐投资者重点关注：东方电气（600875.SH），公司同时具备“水、火、风、气、光”等发电设备生产能力，尤其是大中型水电设备优势明显。2011 年上半年，公司实现营业收入 197.59 亿元，同比增长 16.84%；实现净利润 15.38 亿元，同比增长 53.42%；公司在手订单超过 1500 亿元；上半年新增订单 236 亿元，充裕的订单量给公司提供了有力的业绩保障。

### 3、国网第四批输变电设备集招的中标结果分析

8 月 22 日，国家电网第四批输变电设备集中规模招标结果公布，我们选取变压器、GIS 和变电站监控系统为代表进行分析。

图表 5：2011 年国家电网第四批输变电设备集招变压器中标结果统计

| 中标人          | 750kV | 500kV | 330kV | 220kV | 110kV | 66kV | 10~35kV | 累计  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|---------|-----|
| 特变电工         | —     | 12    | 2     | 11    | 28    | 0    | 18      | 71  |
| 中国西电         | —     | 3     | 0     | 2     | 17    | 0    | 20      | 42  |
| 山东达驰电气有限公司   | —     | —     | —     | 8     | 14    | 2    | 8       | 32  |
| 南通晓星变压器有限公司  | —     | —     | —     | 3     | 7     | —    | 13      | 23  |
| 山东电力设备制造有限公司 | 4     | —     | —     | —     | 15    | 1    | —       | 20  |
| 天威保变         | —     | —     | —     | 6     | —     | —    | —       | 6   |
| 合计招标量        | 4     | 21    | 2     | 55    | 165   | 16   | 78      | 341 |

资料来源：国家电网 华泰证券

在变压器分标中，特变电工（包括沈变、衡变和新变）依然保持中标量累计排名第一，占总招标量的 20.8%，尤其是 500kV 变压器中标 12 台；特变电工领先第二位的中国西电（包括西电西变、常州西电、西电济变等）幅度较大；天威保变此次中标结果不理想，仅有 6 台 220kV 变压器中标。

前四次变压器招标结果合计计算，依然是特变电工排名第一，累计中标 229 台，其中超高压变压器 25 台；中国西电紧随其后，累计中标 193 台，其中超高压变压器 12 台；天威保变排名第 9 位，累计中标量和超高压变压器中标分别为 61 台和 9 台。

图表 6: 2011 年国家电网第四批输变电设备集招 GIS 分标结果统计

| 中标人             | 66kv | 126kv | 252kv | 550kv | 合计  |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-----|
| 中国西电            | —    | 162   | 53    | —     | 215 |
| 山东泰开高压开关有限公司    | —    | 71    | 55    | —     | 126 |
| 平高电气            | 26   | 25    | 56    | —     | 107 |
| 新东北电气集团高压开关有限公司 | 16   | 31    | 30    | —     | 77  |
| 北京北开电气股份有限公司    | —    | 46    | 23    | —     | 69  |
| 累计招标量           | 42   | 542   | 257   | 7     | 848 |

资料来源: 国家电网 华泰证券

在 GIS 分标中, 中国西电中标合计 215 间隔, 排名首位, 占总招标量的 25.4%; 山东泰开和平高电气分列二、三位; 如果考虑平高东芝中标 40 间隔在内, 平高电气将超过山东泰开。前四次 GIS 招标结果合计计算, 累计中标前三位分别为平高电气 (994 间隔, 不包括平高东芝 50 间隔)、山东泰开 (994 间隔) 和中国西电 (834 间隔)。

图表 7: 2011 年国家电网第四批输变电设备集招变电站监控系统结果统计

| 中标人   | 66KV | 110kv | 220kv | 500kv | 合计  |
|-------|------|-------|-------|-------|-----|
| 国电南瑞  | —    | 22    | 6     | —     | 28  |
| 南瑞继保  | —    | 15    | 7     | 1     | 23  |
| 四方股份  | —    | 19    | 1     | 2     | 22  |
| 许继电气  | 4    | 10    | 1     | —     | 15  |
| 国电南自  | —    | 7     | 4     | 1     | 12  |
| 累计招标量 | 5    | 107   | 19    | 4     | 135 |

资料来源: 国家电网 华泰证券

我们把智能变电站监控系统单独统计, 在常规变电站监控系统招标中, 国电南瑞以 28 套的成绩排在首位, 其中 110kV 电压等级为 22 套; 南瑞继保、四方股份分列二、三位。前四次常规变电站监控系统中标结果累计, 前三位分别为四方股份 (99 套)、国电南瑞 (89 套) 和许继电气 (89 套)。

此次集中规模招标包含智能变电站监控系统 30 套, 其中 110kV 电压等级 20 套; 220kV 电压等级 10 套。国电南自、思源弘瑞和南瑞继保分列前三位, 中标量分别为 12 套、10 套和 7 套。值得注意的是, 思源电气子公司思源弘瑞首次进入国家电网集招供应商行列, 就取得中标 110kV 电压等级智能变电站监控系统 10 套的优异成绩。

8 月 12 日, 国家电网在长春召开 2011 年年中基建工作会议暨智能变电站建设现场会, 要求全面推进坚强智能电网建设, 下半年确保电网建设任务全面完成。据报道, “十二五” 期间国家电网将在全国新建或改造 5000 座左右的智能变电站。

我们认为, 此次国家电网年中基建会议的召开, 预示着智能变电站建设即将全面展开。国家电网在 3 月份的 2011 年智能电网建设规划提出, 全年建成智能变电站 67 座; 而上半年智能电网项目建设缓慢, 尤其是智能变电站因为造价较高的原因, 未能大范围推广建设; 如果要完成年初制定的任务, 下半年将进入智能变电站建设高峰期。

据统计，一般情况下，智能变电站整体造价较常规变电站高出约 20%；而智能二次设备价格更是相对高出 50%以上。大规模推广智能变电站建设将促进相关智能设备价格下降；反过来又可以推动智能变电站加速建设。智能变电站有望成为智能电网全面建设阶段开始的着手点和重点投资领域。

我们推荐投资者重点关注智能二次设备龙头企业国电南瑞（600406.SH）和许继电气（000400.SZ），两家公司同为国家电网旗下上市公司，在智能电网包括智能变电站的技术研发和试点工程建设中，具有明显的先发优势。

#### 4、电力设备及子行业投资评级

2011 年国家电网公司预算电网建设投资为 2925 亿元，同比增长仅 10.6%；1~7 月份电网建设投资整体增速为 7.8%，下半年投资大幅增长的空间不大，这将集中体现在一次设备领域，由于下半年一次设备，尤其是高压一次设备如变压器、高压开关等招标价格改善不明显，成本压力仍在，给予一次设备子行业“中性”评级。

二次设备子行业虽然估值较年初下调了 32.7%，目前子行业平均市盈率仍为 48 倍，存在继续调整的可能。但考虑到国家电网下半年以智能变电站为代表的各项智能电网项目将加速推进，相关二次设备市场需求将增加；此外受节能减排和高端装备制造产业政策的推动，工控领域需求仍然旺盛，给予二次设备子行业“增持”评级。

受日本福岛核电站事故影响，出于安全性考虑，新核电项目审批和建设被喊停，年内重启的概率较小；风电投资经历了 2010 年的迅猛发展后，投资增速下滑已成共识，电源设备子行业承压。但在“电荒”的背景下，水电、清洁燃烧的火电等投资日益受到重视；另一方面，电源设备子行业经过大幅下跌后，已经具有较高的安全边际，给予电源设备子行业“增持”评级。

综上所述，我们给予电力设备行业“增持”评级，并提示投资者关注智能电网全面建设进度低于预期的风险。

### 华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的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;
- 投资建议的评级标准
  - 增持: 超越大盘;
  - 中性: 基本与大盘持平;
  - 减持: 明显弱于大盘。

### 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
  - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
  - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
  - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
  - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

**免责声明:**

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。