

显现越跌越买时机，把握“错杀”和“超预期”机会

评级 短期_中性
长期_看好

摘要：随着电力设备及新能源板块的大幅回调，我们认为从目前行业的预期来看已经不会变的更差，持续的下跌对悲观预期已经反应充分。“错杀”和未来“超预期”的个股将迎来获取超额收益的机会。

● **电力设备整体估值已有较大幅度调整，板块的回调已接近尾声。**电力设备从2010年11月中大幅回落30.34%，同期全部A股的指数只回落17.34%，沪深300指数回落18.56%。接近破发价格10%以内的股票超过47只；接近2008年10月30日-2011年8月15日区间中最低点30%以内的股票超过70只；距离2008年10月30日-2011年8月15日区间中最高点下跌超过40%的股票超过100只，接近2010年6月30日价格10%以内的股票超过90只。电力设备整体的PE已经低于2010年6月底的水平，PB已经达到2008年10月底的水平，估值对以往悲观预期的反应明显。**随着板块的大幅回落以及电力设备和新能源十二五规划政策的陆续出台，板块将迎来较好的上涨契机。**

● **电力设备及新能源板块中各个细分板块的PB与价格走势相对于PE表现出更好的相关性。**近10年的数据中电气设备（申万）、新能源（wind概念）、智能电网（wind概念）、合同能源管理（wind概念）以及节能元器件（wind概念）等的PB与价格走势的相关性分别达到0.93、0.98、0.93、0.94、0.74，而PE与价格走势的相关性分别为0.3、0.8、0.66、0.88、0.69。而这些板块的PB已经低于2010年6月底的水平，并且好多板块的PB已经接近或低于2008年10月底的水平。

● **电力设备及新能源主要板块下半年对EPS的贡献度明显高于上半年。**近10年的数据中，下半年业绩低于上半年年数的只有核电板块，下半年业绩对EPS的平均贡献度小于上半年的只有核电概念板块（wind）和垃圾发电概念板块（wind）。下半年业绩对EPS平均贡献高于上半年20%以上的有电气设备（申万）以及其中的电气自控设备、输变电设备、电源设备等；下半年业绩对EPS的平均贡献度高于上半年10%-20%之间的有太阳能概念板块（wind）、智能电网概念板块（wind）、合同能源管理概念板块（wind）以及节能元器件概念板块（wind）。下半年随着订单的结算，相关板块的业绩将会有显著的回升。

● **投资风险：**大盘继续下行的风险；行业十二五规划投资低于预期的风险；受上下游行业进一步挤压的风险。

国盛证券有限责任公司

金融证券研究所

研究员 周明剑

zhoumingjian@gszq.com

执业证书编号 S0680511010001

(010) 57671718

联系人 侯建峰

hujianfeng@gszq.com

(010) 57671718

行业报告

国盛证券2011年度电力设备报告

2011年电力设备报告

目 录

一、投资逻辑：	3
二、随着电力设备新能源板块的回调后的估值修复，机会开始显现.....	3
1、从历史数据来看电力设备及新能源板块的估值已表现出相应的安全边际。	3
2、估值的合理回落呈现结构性，一些板块已经达到或接近历史底部	7
3、电力设备及新能源下半年业绩预期将明显好转	8
三、对“错杀”及“超预期”个股的选择.....	10

一、投资逻辑：

我们认为能获得稳定超额收益比较确定的两个方面：情绪波动下的错杀股以及未来业绩可以超越普遍预期的个股。

对于投资标的筛选关注如下三个指标：

估值：贵的好公司不是好股票。（在弱势格局中大幅回调会带来购买便宜好公司的机会）

品质：坏公司再便宜也不是好股票。（在股票大幅回调后或者在行业景气度不好，板块表现欠佳的情况下还能取得良好的财务表现）

时机：在有限的时间内是否会有催化剂出现。（政策扶持、行业盈利预期改善等等）

对于电力设备及新能源板块，接近破发价格10%以内的股票超过47只；接近2008年10月30日-2011年8月15日区间中最低点30%以内的股票超过70只；距离2008年10月30日-2011年8月15日区间中最高点下跌超过40%的股票超过100只，接近2010年6月30日价格10%以内的股票超过90只。电力设备整体的PE已经低于2010年6月底的水平，PB已经达到2008年10月底的水平。电力设备和新能源板块已经大幅回调，对以往悲观的预期反应较为充分，而且随着行业相关“十二五”规划的陆续出台，相应的投资将启动，具备了从中寻找错杀及超预期个股的机会。

二、随着电力设备新能源板块的回调后的估值修复，机会开始显现

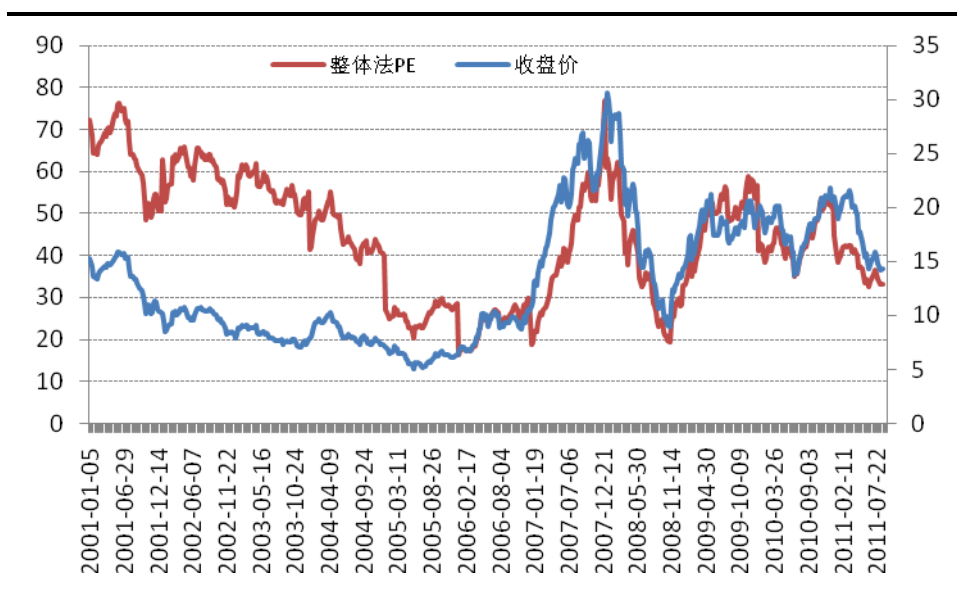
- ◎ 电力设备及新能源板块的大幅回调已经充分释放悲观预期
- ◎ 电力设备及新能源板块的PB对价格走势的指导意义更强，且PB已接近或处于低位。
- ◎ 电力设备及新能源下半年业绩对EPS的贡献度明显强于上半年，业绩拐点将在2011年下半年开始显现。
- ◎ 电力设备和新能源从政策、业绩、竞争、需求的预期变化方向来看，变好相对于变坏来看将是大概率事件。

1、从历史数据来看电力设备及新能源板块的估值已表现出相应的安全边际。

电力设备（申万）整体的价格水平较2010年11月中大幅回落30.34%，

同期全部 A 股的指数只回落 17.34%，沪深 300 指数回落 18.56%。从板块整体的 PE 和 PB 来看，PE 已经低于 2010 年 6 月底的水平，PB 已经达到 2008 年 10 月底的水平。而且我们从以往的历史数据可以看出，电气设备板块的价格走势和 PB 的相关性要远大于和 PE 的相关性，它们之间的相关系数分别达到 0.93 和 0.29，因此 PB 对于板块的指导意义更大，更能对标的买卖操作提供指导性的建议。

图表 1 电力设备（申万）PE 已经低于 2010 年 6 月底的水平



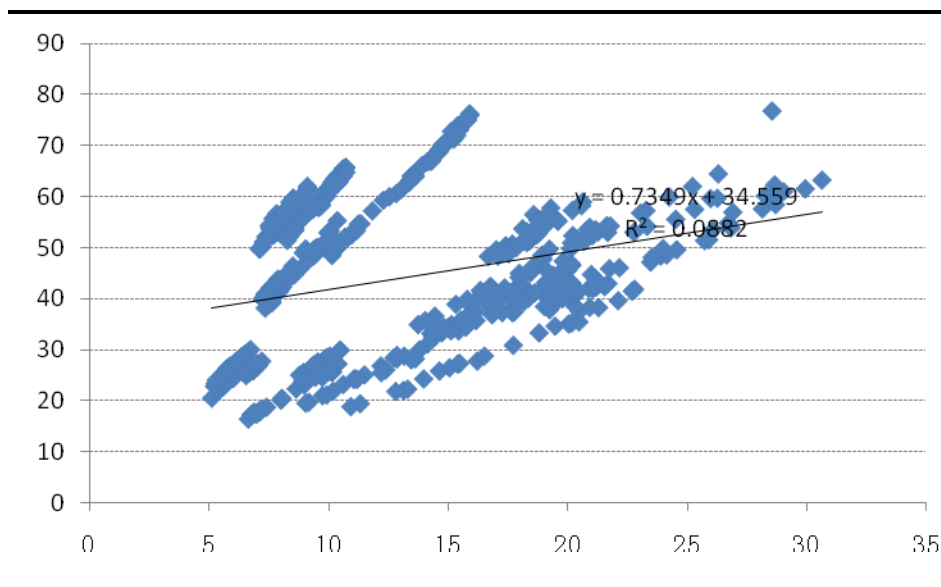
资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

图表 2 电力设备（申万）PB 已经低于 2008 年 10 月底的水平



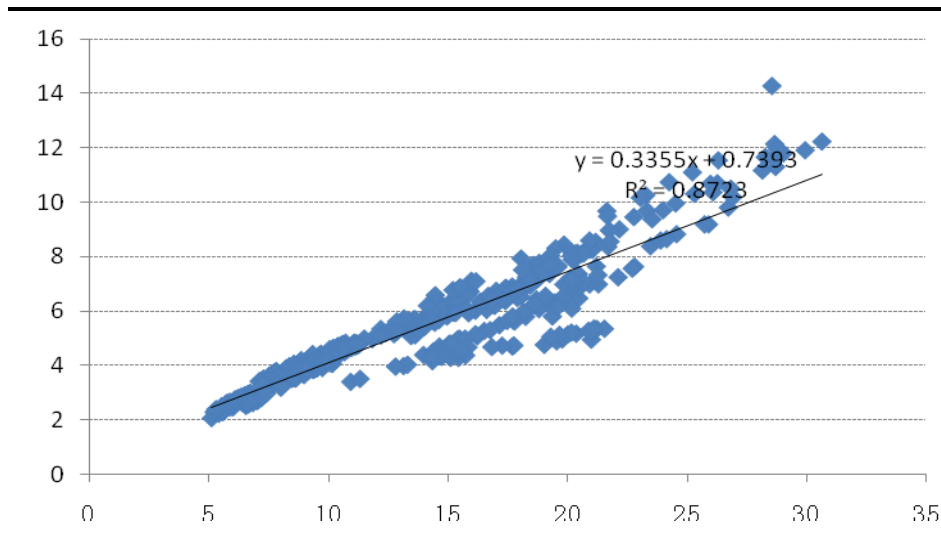
资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

图表 3 近 10 年的数据中 PE 与价格走势的相关性不明显



资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

图表 4 近 10 年的数据中 PB 与价格走势的相关性显著

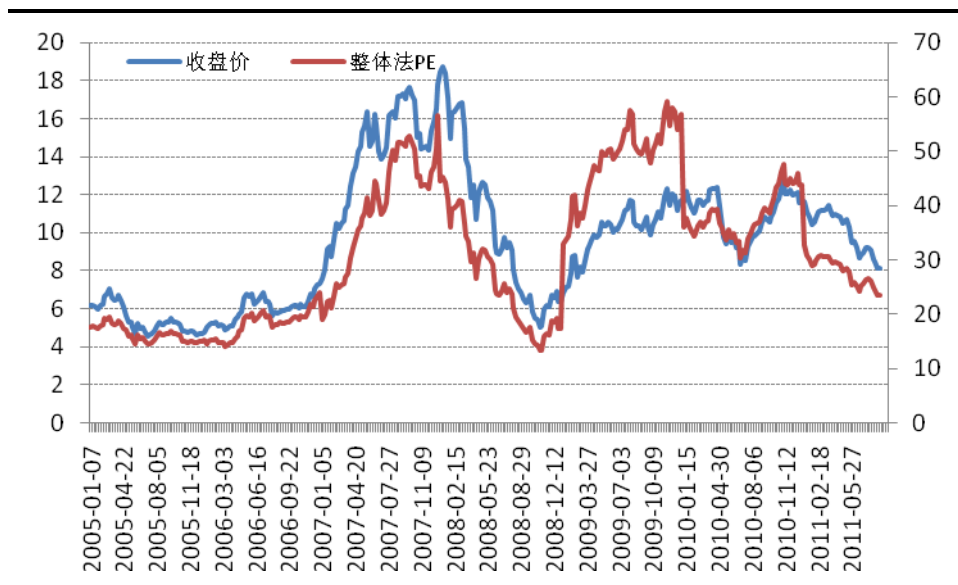


资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

新能源概念板块（WIND）也表现出和电力设备相近的特征。从新能源价格与 PE、PB 的历史数据来看，PE 和 PB 的水平已经低于 2010 年 6 月底的水平，并且距离 2008 年 10 月底的水平差距也不大。静态的看，估值已经处于相对合理的范围，但是考虑到目前国内、国际严峻的宏观经济形势以及产业所呈现出的产能过剩和政策的不确定性，对于新能源的分析还有赖

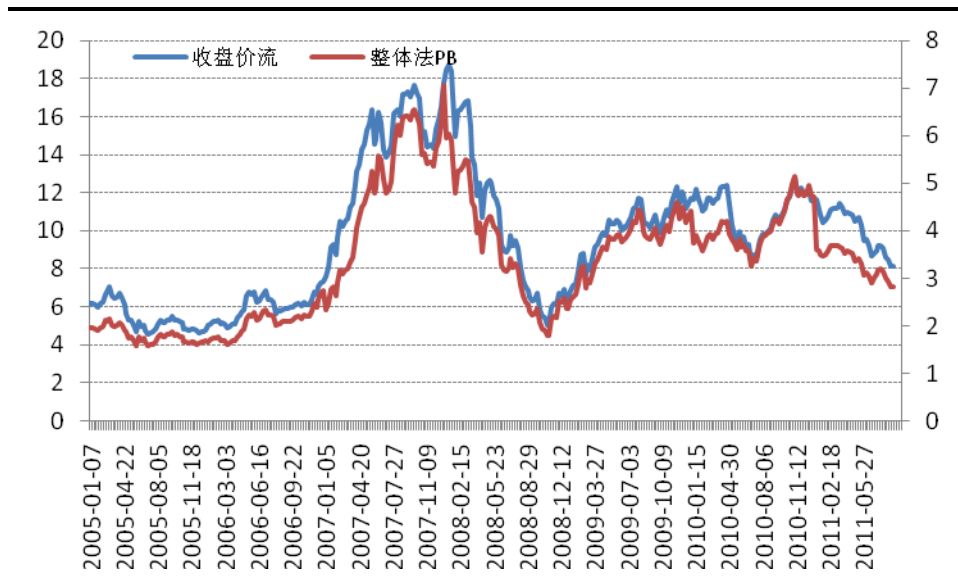
于细分板块的进一步分析和基于行业和公司基本面的具体标的的落实。同时从历史数据的分析来看,新能源行业的PB对于几个的指导意义也高于PE,价格走势与PB和PE的相关系数分别为0.98和0.8。

图表 5 新能源板块 (wind) PE 已经较大幅度低于 2010 年 6 月底的水平



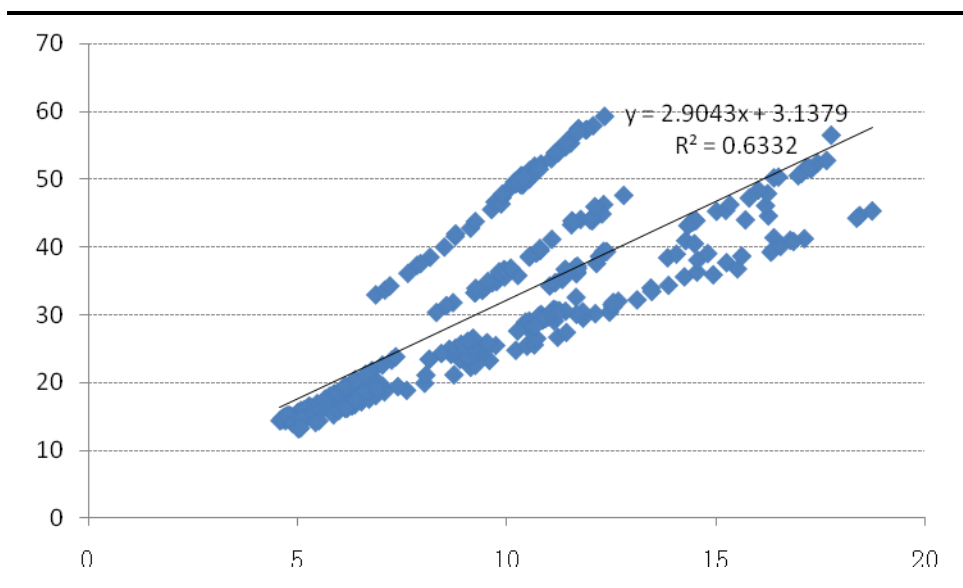
资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

图表 6 新能源板块 (wind) PB 已经较大幅度低于 2010 年 6 月底的水平



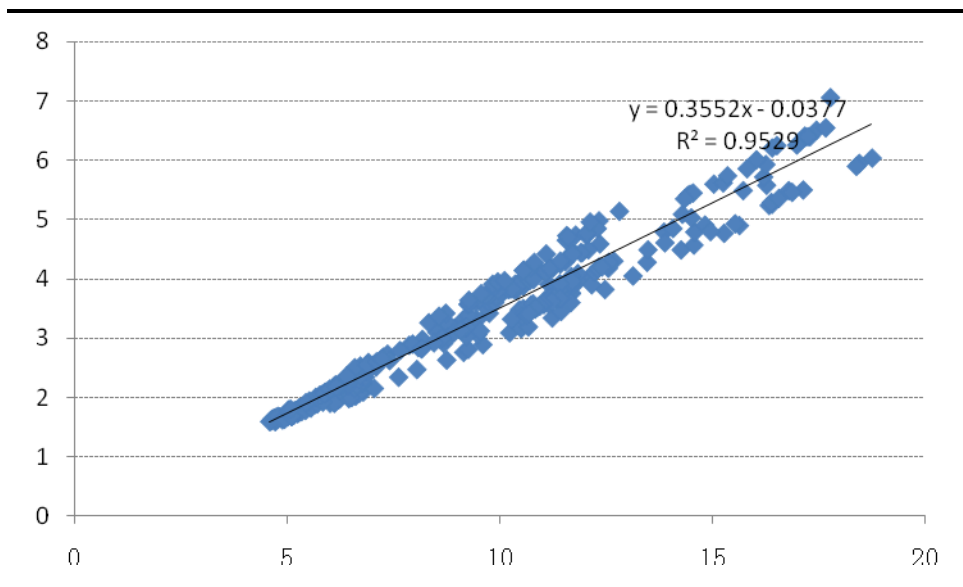
资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

图表 7 新能源（wind）PE 与价格走势的相关性不明显



资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

图表 8 新能源（wind）PB 与价格走势的相关性非常显著



资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

2、估值的合理回落呈现结构性，一些板块已经达到或接近历史底部

从对历史数据的分析来看，电气设备（申万）中的输变电设备（申万）、电源设备（申万）、风电（wind 概念）、节能元器件（wind 概念）等的 PB 已经低于 2008 年 10 月 31 日的水平，PE 也接近 2008 年 10 月 31 日的水平。而这些板块中 PB 与价格走势相关性分别达到 0.93、0.78、0.97、0.69，有较强的相关性，PE 与价格走势的相关性分别达到 0.76、0.44、0.77、0.74，

从相关性来看，指导意义弱于 PB。

图表 9 各细分或概念板块 PE、PB 时点对比

板块	PE1	PB1	PE2	PB2	PE3	PB3	A	B
电气设备	33.31	4.31	19.62	3.92	34.86	5.31	80.00%	24.80%
电气自控	56.88	5.69	23.82	2.44	58.9	6.51	100.00%	34.70%
输变电	36.87	3.86	28.21	4.48	30.28	5.27	100.00%	30.90%
电源	22.92	3.97	12.1	4.75	29.46	4.53	80.00%	26.89%
电机	43.44	4.83	14.82	2.05	44.32	4.93	66.67%	5.10%
新能源	23.5	2.82	13.3	1.79	30.4	3.26	70.00%	6.58%
风电	25.95	2.87	15.8	2.05	27.26	3.06	70.00%	5.03%
核电	30.21	2.9	13.59	1.81	29.59	3.08	40.00%	-0.60%
太阳能	35.1	3.85	15.51	1.81	31.18	3.44	80.00%	12.80%
智能电网	41.37	3.81	20.6	2.62	36.87	5.39	80.00%	19.40%
合同能源管理	48.09	4.2	17.75	1.91	48.1	5.25	80.00%	14.30%
节能元器件	33.4	3.46	35.13	3.66	42.11	3.41	60.00%	14.78%
垃圾发电	24.13	2.21	10.15	1.28	19.59	2.11	60.00%	-3.68%

资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

（备注：1=2011年8月15日、2=2008年10月31日、3=2010年6月30日、A=下半年业绩高于上半年业绩的年数占比、B=下半年平均业绩高于上半年平均业绩的差值）

3、电力设备及新能源下半年业绩预期将明显好转

◎从历史数据来看，电力设备主要板块下半年对 EPS 的贡献明显好于上半年。

◎从政策走向的确定性来看，下半年的政策走向将逐步明朗，对不确定的恐惧将消除。

参照电力设备及新能源的各个板块近 10 年的业绩表现，从上面的图表 xx 可以看出：下半年业绩低于上半年年份的只有核电板块，下半年业绩对 EPS 的平均贡献度小于上半年的只有核电概念板块（wind）和垃圾发电概念板块（wind）。下半年业绩对 EPS 平均贡献高于上半年 20%以上的有电气设备（申万）以及其中的电气自控设备、输变电设备、电源设备等；下半年业绩对 EPS 的平均贡献度高于上半年 10%-20%之间的有太阳能概念板块（wind）、智能电网概念板块（wind）、合同能源管理概念板块（wind）以及节能元器件概念板块（wind）。可见电力设备新能源板块表现出下半年业绩对 EPS 贡献度大于上半年的典型特征，因此我们认为电力设备和新能源板块下半年业绩出现明显好转的可能性很大。

从政策以及行业的五力分析来看，电力设备和新能源一些主要概念板块的确定性和预期的变化已经开始逐步向好的方向转变。按照资本市场对于投资更看重预期变化的角度来看，我们认为电力设备板块进一步变坏的可能性已经很小，预期变好的可能性更大，这时候介入该板块更符合价值投资的理念，因此应该随着市场进一步回调之际开始逐步介入。

图表 10 各细分板块未来十二个月政策走向、行业状态以及预期变化分析

支点	细分行业	政策支持程度	下游需求	上游制约	行业竞争度	进入壁垒	可能的变化和催化剂	预期变化的方向
电网	智能电网	十二五规划及智能电网规划	能源合理配置的关键，需求旺盛	无	多寡头竞争	高	电网投资落实、十二五规划	变好、确定性增强
	交流特高压	国网与发改委博弈	主要地方政府持赞成态度	原材料成本高企	多寡头竞争	高	电网投资落实、十二五规划；发改委开始审核、原材料价格开始下滑	不确定
	直流特高压	扶持	国内国外齐头并进	原材料成本高企	多寡头竞争	高	电网投资、十二五规划；原材料价格开始下滑	变好、确定性增强
	农网等配网改造	能源局农网建设规划、国网南网农网建设规划	农网改造迫切性高	原材料成本高企	竞争激烈	低	电网投资、十二五规划；原材料价格下滑	变好、确定性增强
清洁能源	水电	优先发展水电	水电在能源结构中的比重需要进一步提高	气候制约	多寡头竞争	特权	十二五规划；水利水电及时进入实质建设阶段	变好、确定性增强
	光伏	国内：容量提升；国外：补贴减少	成本制约了需求	原料和设备带来成本高企	竞争激烈	一般	欧美市场动态、技术革新、成本控制	国内变好、外围不确定
	风电	限制产能，剔除扶持目录	成本制约了需求	原材料成本高企	竞争激烈	低	产业整合、海外市场；原材料价格开始回落	不确定
	核电	新项目审批停止	日本核危机抑制了需求	材料、技术路线、工艺制约	多寡头竞争	高	审批恢复；明确新建技术路线	不确定
节能减排	高压变频	用户侧节能强制指标、合同能源管理	有赖于冶金等行业复苏	原材料及器件成本高企	竞争性一般	较高	下游需求恢复、合同能源管理能力	变好、确定性增强
	低压变频	高端装备制造扶持政策	进口替代以及自动化改造提升需求	无	竞争较小	高	进口替代加快	变好、确定性增强
	余热余	合同能源管理	余热节能效果显著，目	无	竞争	高	合同能源管理能力	变好、确定

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归国盛证券有限责任公司拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明

压		前余热利用比例低促进需求		较小			性增强
高效电机	高效电机补贴政策	需求容量不大	原材料成本高企	竞争激烈	低	下游需求能力	变好、确定性增强
脱硫脱销	脱硫脱销强制施行政策	有赖于火电、冶金等行业改善	无	竞争较小	高	下游需求能力、补贴政策及减排指标出台	变好、确定性增强

资料来源：国盛证券金融证券研究所

三、对“错杀”及“超预期”个股的选择

根据 wind 的数据的历史统计，目前电力设备及新能源中去掉 st 股票和 B 股，在破发价格 30% 以内的股票超过 68 只、破发价格 10% 以内的股票超过 47 只；接近 2008 年 10 月 30 日-2011 年 8 月 15 日区间中最低点 30% 以内的股票超过 70 只、15% 以内的股票超过 40 只；距离 2008 年 10 月 30 日-2011 年 8 月 15 日区间中最高点下跌超过 40% 的股票超过 100 只；接近 2008 年 10 月 30 日价格 40% 以内的股票有 9 只、接近 2010 年 6 月 30 日价格 10% 以内的股票超过 90 只。

我们认为由于投资情绪的波动以及羊群效应的影响，这些个股中必定有一些个股是被错杀的，对于这些个股的发掘将会带来超额收益。

（定义：破发及距离破发 5% 以内=A、距区间最高点下跌超过 45%=B、距离“区间”最低点 10% 以内=C、距 2008 年 10 月 30 日 30% 以内=D、低于 2010 年 6 月 30 日=E、区间=2010 年 10 月 30 日到 2011 年 8 月 15 日）

按照上面的定义从 263 只电力设备及新能源相关概念的股票中选出如下表所示的股票池。

图表 11 按照相关条件或关系筛选出的标的

证券简称	主营业务	所属概念行业	特征
通达动力	电机转子	电机	A、C
金龙机电	微特电机	电机	E
卧龙电气	电机、变压器	电机	B、E
大洋电机	电机	电机	E
科泰电源	电源	电源	A、C
南都电源	AGM 电池	电源	A、B、E
科士达	UPS 电源及光伏逆变器	电源	A
中恒电气	通信电源、电力操作电源	电源	B、E
鼎汉技术	轨道交通和地铁电源系统	电源	B、C、E
华锐风电	风电	风电	A、C
风范股份	风电	风电	A、C
泰胜风能	风电	风电	A、B、C

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归国盛证券有限责任公司拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明

天顺风能	风能	风电	A、C
通裕重工	风电主轴	风电	A
吉鑫科技	风电	风电	A、C
杭齿前进	船用齿轮、风电齿轮	风电	C
天马股份	轴承、机床	风电	B、D
金风科技	风机	风电	B、E
中材科技	特种纤维	风电	B、E
鑫茂科技	叶片	风电	B、E
棱光实业	叶片	风电	E
九洲电气	高压变频、电气控制	风电、光伏	A、B、C、E
奥克股份	光伏	光伏	A、C
东方日升	光伏组件	光伏	A、B、C
新大新材	晶片切割刀	光伏	A
东山精密	精密钣金、铸造	光伏	B、C、E
江苏阳光	多晶硅	光伏	E
孚日股份	太阳能	光伏	E
易世达	余热余压工程及设备成套	合同能源管理	A、B、C
杭锅股份	余热锅炉、电站锅炉	合同能源管理	A
天立环保	高温气净化、余热余压	合同能源管理	A
海陆重工	余热余压	合同能源管理	E
泰豪科技	智能建筑	合同能源管理	B、E
双良节能	溴冷机	合同能源管理	B、E
达实智能	智能建筑	合同能源管理	E
中国一重	核电	核电	A、B、C、E
久立特材	钢管、核电	核电	A、B、C、E
二重重装	核电、风电	核电	B、E
江苏神通	阀门	核电	E
哈空调	电站空冷	核电	B、E
大西洋	焊材	核电	E
嘉宝集团	房地产、钛	核电	B、E
东方电气	汽轮机等	核电	E
奥特迅	电源	核电	E
华东数控	数控机床	核电	B、E
东方铁塔	输、变电铁塔、风电	基础设施	A
金杯电工	电线、电缆	基础设施	A、C
汉缆股份	电力电缆	基础设施	A、B、C
通达股份	钢、铝线缆	基础设施	A
经纬电材	铜线、铝线及相关的换位导线	基础设施	A、B、C
金利华电	玻璃绝缘子	基础设施	A、B、E
齐星铁塔	输变电塔及通信塔	基础设施	A
中利科技	通信用耐火电缆	基础设施	E
摩恩电气	电缆	基础设施	C
中科英华	电线、电缆、铜箔	基础设施	B、E
风华高科	电力设备元器件	节能元器件	E
宝光股份	灭弧室、真空开关	输配电	B、E

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归国盛证券有限责任公司拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明

长城电工	开关柜、控制柜	输配电	E
森源电气	中低压开关及电能质量	输配电	E
燃控科技	脱销	脱销	A、B、C
上海电气	各种高端设备	新能源	B、C、E
长高集团	高压开关	一次设备	A
东北电气	高压开关、电力电容器	一次设备	A、E
天威保变	变压器	一次设备	B、D、E
平高电气	变压器	一次设备	B、E
特变电工	变压器	一次设备	B、E
思源电气	高压开关、互感器、自动化等	一次设备	B、D、E
置信电气	变压器	一次设备	B、E
万家乐	变压器、电力电缆	一次设备	B、E
中国西电	变压器等	智能电网	A、C、E
浩宁达	电能表	智能电网	A、B、C、E
正泰电器	配电、终端和控制电气	智能电网	A、B、C、E
中联电气	干式变压器、移动变电站	智能电网	A、B、C、E
恒顺电气	无功补偿、滤波	智能电网	A、C
广电电气	各种成套电气设备	智能电网	A、C
中元华电	故障录波和时间同步装置	智能电网	A、B、C、E
积成电子	电力自动化	智能电网	A、B、C、E
科远股份	热工和电厂信息自动化	智能电网	A、B、E
北京科锐	环网柜、箱式变压器	智能电网	A、E
四方股份	继电保护及变电站自动化	智能电网	A
和顺电气	配网等成套设备以及滤波装置	智能电网	A、B
特锐德	铁路、电力用变电站、箱式变电站	智能电网	B、C、E
理工监测	变压器、变电站、输变电、GIS 在线检测	智能电网	B、E
银河科技	输配电产品	智能电网	B、E
海得控制	工业自动化	智能电网	E
长城开发	硬盘、OEM、电表	智能电网	B、E
科陆电子	电表	智能电网	B、E
金智科技	电力自动化	智能电网	E

资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

结合政策走向、行业地位、业绩弹性、订单获取能力以及上半年业绩表现等。我们认为如下表所示的股票在随着大盘做进一步的调整后，将获得比较好的投资收益。

图表 12 未来十二个月投资组合

证券简称	主营业务	所属概念行业	特征	PE(未来 12 个月)
科士达	UPS 电源及光伏逆变器	电源	A	29.33
新大新材	晶片切割刀	光伏	A	17.14
杭锅股份	余热锅炉、电站锅炉	合同能源管理	A	23.09
四方股份	继电保护及变电站自动化	智能电网	A	28.75

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归国盛证券有限责任公司拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明

东方日升	光伏组件	光伏	A、B、C	14.96
燃控科技	脱销	脱销	A、B、C	23.12
积成电子	电力自动化	智能电网	A、B、C、E	22.87
奥克股份	光伏	光伏	A、C	17.55
恒顺电气	无功补偿、滤波	智能电网	A、C	23.61
广电电气	各种成套电气设备	智能电网	A、C	22.19
北京科锐	环网柜、箱式变压器	智能电网	A、E	25.96
中材科技	特种纤维	风电	B、E	22.90
置信电气	非晶合金变压器	一次设备	B、E	20.10
科陆电子	电表	智能电网	B、E	19.29
达实智能	智能建筑	合同能源管理	E	28.59
东方电气	汽轮机等	核电	E	12.63
森源电气	中低压开关及电能质量	输配电	E	25.65

资料来源：国盛证券金融证券研究所、wind

评级说明

行业评级:

以报告发布日后的个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

看 淡: 相对表现弱于市场

上市公司评级:

以报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对强于市场表现 15% 以上;

增持: 相对强于市场表现 5% ~ 15% ;

观望: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

免责声明

本报告版权归国盛证券有限责任公司金融证券研究所所有, 未获得国盛证券有限责任公司金融证券研究所书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告观点基于国盛证券有限责任公司金融证券研究所及其研究员认为可信的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券有限责任公司金融证券研究所及其研究员知情的范围内, 国盛证券有限责任公司金融证券研究所及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系

国盛证券有限责任公司金融证券研究所

中国 北京 100033

北京市西城区金融街一号

金亚光大厦18楼

电话: (010) 57671718

传真: (010) 57671728

重要声明: 本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整, 但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归国盛证券有限责任公司拥有, 如需引用和转载, 需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告, 视为同意以上声明