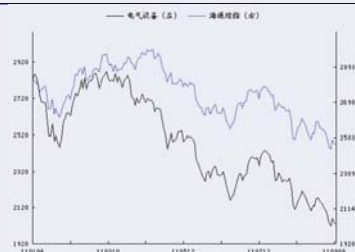


增 持 维 持

电力设备行业

2011 年 9 月 14 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《节能减排“十二五”综合性方案》出台点评：整体规划符合预期合同能源管理是亮点（2011.9.8）

电力设备与新能源 2011 年中期投资策略-“电荒”形势下电力设备与新能源行业投资机会（2011.6.24）

节能减排行业专题报告：节能压力重重核电或将持续（2011.6.8）

电力设备及新能源行业

高级分析师

牛 品

SAC 执业证书编号:S0850511060001

电话：021-23219390

Email: np6307@htsec.com

联系人

房 青

fangq@htsec.com

021-23219692

上半年业绩低于预期下半年业绩开始好转

- **上半年投资低于预期，电力投资下半年加速。**2011 年电网计划投资 3666 亿元，同比增长 7.5%；截至 2011 年 1-6 月，实际完成投资 1290 亿元，完成全年计划的 35.2%，同比增长 6.3%。2011 年电源投资 3500 亿元，同比下降 3.87%；截至 2011 年 1-6 月份，实际完成 1501 亿元，完成全年计划的 42.9%，同比增长 11.68%。我们预计，下半年电网投资同比增速、环比增速都将增加，电源投资同比增速下降、环比增速略有上升。
- **上半年一次设备业绩低于预期，二次设备业绩符合预期。**2011 年上半年，一次设备行业整体业绩情况相对糟糕，营业收入同比增长 12.65%，但净利润同比下降 19.37%，毛利率同比下降 1.27 个百分点，价格战引发的毛利率下降是业绩低于预期的主要原因。二次设备行业整体业绩情况相对较好，营业收入同比增长 27.75%，净利润同比增长 30.62%，毛利率同比提升 0.15 个百分点，期间费用率下降是行业净利润增速快于营业收入增速的最重要原因。
- **细分行业冷暖不一，节能板块持续旺盛。**受制于投资下降，发电板块业绩下滑明显；输配电板块出现分化，一次设备由于价格战原因业绩同比大幅下滑，二次设备由于投资比重增加业绩同比增长较快；节能板块需求持续旺盛，业绩继续快速增长。
- **年初至今电力设备行业跌幅最大。**受制于上半年行业净利润情况低于市场预期，年初至今电气设备行业跌幅居各行业之首，达-28%。一次设备各细分子行业均跑输于沪深 300 指数，二次设备方面除了输配电二次设备以外的二次设备板块也跑输于沪深 300 指数。
- **业绩下半年好转，维持“增持”评级。**目前，电气设备板块 2011 年平均市盈率达 34.3 倍，位处各行业估值的中上游水平。我们认为，电力设备利润最差的时期已经过去。下半年，行业利润同比、环比将上升。鉴于板块跌幅较深，且智能电网存在追加投资的可能性，维持行业“增持”评级。
- **关注智能电网龙头企业，重点关注智能变电站、配电网自动化相关公司。**我们认为下半年智能变电站有望增加一批新试点，配电网自动化第二批试点大规模招标，建议关注国电南自（600268）、科大智能（300222）、理工监测（002322）等公司。

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2010	2011E	2012E	上期	本期
600268	国电南自	0.21	0.42	0.73	买入	买入
002322	理工监测	1.02	1.29	3.13	买入	买入
300222	科大智能	0.82	1.21	1.72	买入	买入
002123	荣信股份	0.53	0.71	1.05	买入	买入
601179	中国西电	0.15	0.10	0.21	增持	增持
300105	龙源技术	0.66	1.14	2.16	增持	增持

- **风险提示：**智能电网推进不达预期，市场竞争导致行业整体毛利率下滑。

目录

投资要点	5
行业篇	6
1. 同比趋势：板块表现分化 一次设备下滑明显 二次设备增速较快	6
1.1 一次设备中期净利润下降明显	6
1.2 二次设备中期净利润增速较快	7
2. 环比趋势：二次设备增幅远超一次设备	8
2.1 一次设备二季度净利润环比稳定增长	8
2.2 二次设备二季度净利润环比大幅增长	9
3. 板块趋势判断：一次设备盈利水平止跌 二次设备持续高增长	10
3.1 一次设备毛利率不会继续下降	10
3.2 二次设备环比快速增长	11
4. 行业走势及估值	13
4.1 一次设备年初至今跑输大盘	13
4.2 二次设备有所分化总体弱于大盘	13
4.3 年初至今电力设备行业领跌	14
公司篇	16
5. 行业“增持”评级，关注智能电网龙头企业	16
5.1 关注智能电网龙头企业	16
5.2 国电南自（600268）	18
5.3 理工监测（002322）	18
5.4 科大智能（300222）	19
5.5 荣信股份（002123）	20
5.6 中国西电（601179）	20
5.7 龙源技术（300105）	21
6. 风险提示	22

图目录

图 1 2011 年中期一次设备营业收入增速 (%)	6
图 2 2011 年中期一次设备归属于母公司净利润增速 (%)	6
图 3 2011 年中期一次设备毛利率情况 (%)	6
图 4 2011 年中期一次设备ROE情况 (%)	6
图 5 2011 年中期二次设备营业收入增速 (%)	7
图 6 2011 年中期二次设备归属于母公司净利润增速 (%)	7
图 7 2011 年中期二次设备毛利率情况 (%)	7
图 8 2011 年中期二次设备ROE情况 (%)	7
图 9 2011 年中期一次设备营业收入环比增速 (%)	8
图 10 2011 年中期一次设备归属于母公司净利润环比增速 (%)	8
图 11 2011Q1-Q2 一次设备毛利率情况 (%)	8
图 12 2011Q1-Q2 一次设备ROE情况 (%)	8
图 13 2011 年中期二次设备营业收入环比增速 (%)	9
图 14 2011 年中期二次设备归属于母公司净利润环比增速 (%)	9
图 15 2011Q1-Q2 二次设备毛利率情况 (%)	9
图 16 2011Q1-Q2 二次设备ROE情况 (%)	9
图 17 2010Q1-2011Q2 一次设备营业收入同比增速 (%)	10
图 18 2010Q1-2011Q2 一次设备归属母公司净利同比增速 (%)	10
图 19 2010Q1-2011Q2 一次设备营业收入环比增速 (%)	10
图 20 2010Q1-2011Q2 一次设备归属母公司净利环比增速 (%)	10
图 21 2010Q1-2011Q2 一次设备毛利率情况 (%)	11
图 22 2010Q1-2011Q2 一次设备ROE情况 (%)	11
图 23 2010Q1-2011Q2 二次设备营业收入同比增速 (%)	12
图 24 2010Q1-2011Q2 二次设备归属母公司净利同比增速 (%)	12

图 25 2010Q1-2011Q2 二次设备营业收入环比增速 (%)	12
图 26 2010Q1-2011Q2 二次设备归属母公司净利环比增速 (%)	12
图 27 2010Q1-2011Q2 二次设备毛利率情况 (%)	12
图 28 2010Q1-2011Q2 二次设备ROE情况 (%)	12
图 29 电气设备及海通综指指数对比	13
图 30 一次设备发电侧及沪深 300 指数对比	13
图 31 一次设备输配电侧及沪深 300 指数对比	13
图 32 一次设备用电侧及沪深 300 指数对比	13
图 33 二次设备发电侧及沪深 300 指数对比	14
图 34 二次设备输配电侧及沪深 300 指数对比	14
图 35 二次设备电源领域及沪深 300 指数对比	14
图 36 二次设备节能领域及沪深 300 指数对比	14
图 37 各板块市盈率对比	15
图 38 各板块年初至今涨跌幅对比 (%)	15

表目录

表 1 重点公司财务数据同比增长情况.....	16
表 2 重点公司财务数据环比增长情况.....	17
表 3 重点公司涨跌幅、盈利预测及估值指标.....	17
表 4 国电南自主要财务指标	18
表 5 理工监测主要财务指标	19
表 6 科大智能主要财务指标	19
表 7 荣信股份主要财务指标	20
表 8 中国西电主要财务指标	21
表 9 龙源技术主要财务指标	22

投资要点

2011 年上半年，一次设备行业整体业绩情况相对糟糕，营业收入同比增长 12.65%，但净利润同比下降 19.37%，毛利率同比下降 1.27 个百分点。我们认为，价格战引发的毛利率下降是业绩低于预期的主要原因。

2011 年上半年，二次设备行业整体业绩情况相对较好，营业收入同比增长 27.75%，净利润同比增长 30.62%，毛利率同比提升 0.15 个百分点。我们认为，期间费用率下降是行业净利润增速快于营业收入增速的最重要原因，2011 年上半年，二次设备期间费用率为 13.06%，同比下降 0.79 个百分点。

与第一季度相比，2011 年第二季度，一次设备行业营业收入环比增长 24.27%，净利润环比增长 12.70%，毛利率环比下降 0.19 个百分点。二次设备行业营业收入环比增长 62.69%，净利润环比增长 348.83%。我们认为，投资的季节性是电力设备行业二季度业绩好于一季度的主要原因。

我们预计下半年电力一次设备、二次设备的利润情况同比、环比都将好转，主要原因如下：

1) 从行业投资看，预计 2011 年电网投资 3666 亿元，同比增长 7.5%；截至 2011 年 1-6 月份，实际完成投资 1290 亿元，完成全年计划的 35.2%，同比增长 6.3%。我们预计，下半年电网投资同比增速、环比增速都将增加。

我们预计 2011 年电源投资 3500 亿元，同比下降 3.87%；截至 2011 年 1-6 月份，实际完成 1501 亿元，完成全年计划的 42.9%，同比增长 11.68%。我们预计，下半年电源投资同比增速下降、环比增速略有上升。

2) 从毛利率情况看，我们认为下半年一次设备行业毛利率将不再继续下降，主要原因有二：一是我们从行业内了解到，一次设备价格战已经停止，中标价格环比逐月上升；二是我们预计国际大宗商品价格会有所下降。二次设备方面，由于智能电网投资增加，以及行业竞争格局稳定，毛利率一直处于稳定状态，预计这一趋势仍将继续。

3) 综合收入、毛利率等方面分析，我们认为，电力设备下半年的净利润情况环比上半年好转，其中，输配电设备环比增速将较高。

从电气设备板块与其他板块走势的对比来看，受制于上半年行业净利润情况低于市场预期，年初至今电气设备行业跌幅居各行业之首，达-28%。一次设备各细分子行业均跑输于沪深 300 指数，二次设备方面除了输配电二次设备以外的二次设备板块也跑输于沪深 300 指数，我们认为主要原因是电网投资低于预期，行业内上市公司的利润水平低于市场预期。

目前，电气设备板块 2011 年平均市盈率达 34.3 倍，位处各行业估值的中上游水平。我们认为，电力设备利润最差的时期已经过去。其中，一次设备毛利率走稳，行业利润环比将上升；二次设备需求增加，行业利润环比、同比均会上升。鉴于板块跌幅较深，且智能电网存在追加投资的可能性，维持行业“增持”评级，建议重点关注智能电网龙头企业。

我们认为，下半年智能变电站、配电网自动化机会最大，建议关注相关公司，如国电南自（600268）、科大智能（300222）、理工监测（002322）等。此外，我们认为毛利率向上的中国西电（601179）、节能环保的荣信股份（002123）、政策性驱动龙源技术（300105）等公司也值得关注。

行业篇

1. 同比趋势：板块表现分化 一次设备下滑明显 二次设备增速较快

1.1 一次设备中期净利润下降明显

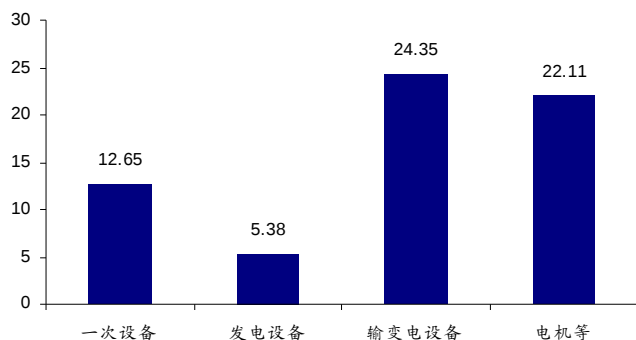
2011 年上半年，一次设备行业整体业绩情况相对糟糕。2011 年 1-6 月，一次设备行业营业收入同比增长 12.65%，但净利润同比下降 19.37%，毛利率同比下降 1.27 个百分点。

从细分行业看，输变电设备利润下滑最为显著，其次为发电设备，电机行业下滑速度也较大。

我们认为毛利率同比下降是行业业绩不理想的主要原因。从细分行业看，输变电设备毛利率下降最为明显，其次是电机行业，发电设备略有下降。

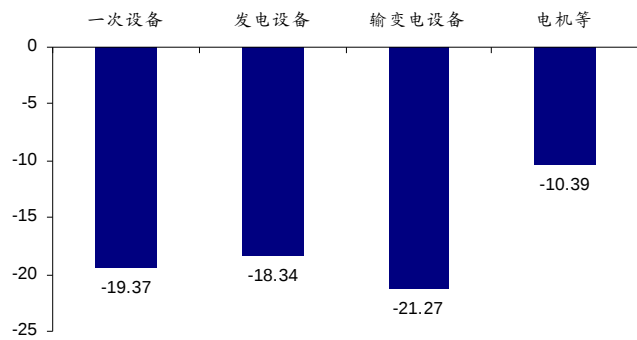
毛利率同比下降的主要原因如下：1) 输变电行业，由于行业产能过剩，2010 年下半年开始价格战明显；2) 电机行业，受房地产等固定资产投资下降影响，家电等下游行业需求下降；3) 发电设备行业，由于合同一般是 6 个月以上的闭口合同，受铜价等大宗商品价格上涨影响，毛利率略降。

图 1 2011 年中期一次设备营业收入增速 (%)



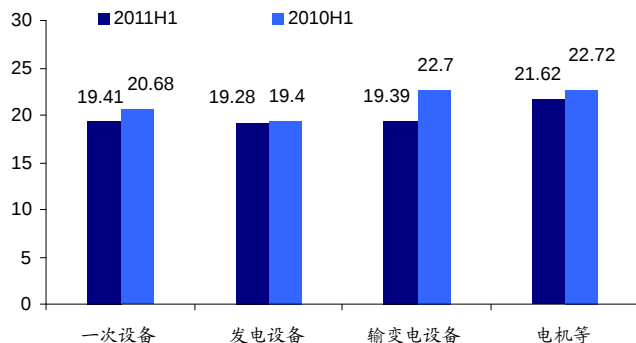
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 2 2011 年中期一次设备归属于母公司净利润增速 (%)



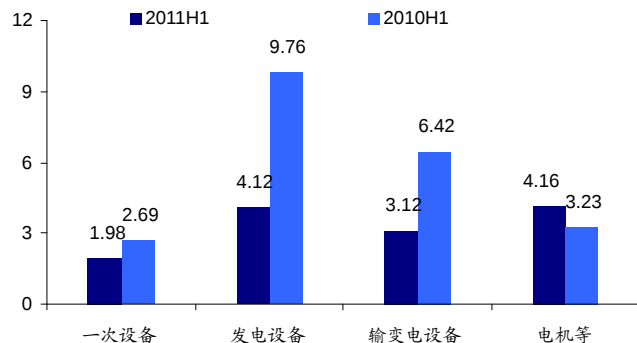
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 3 2011 年中期一次设备毛利率情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 4 2011 年中期一次设备 ROE 情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

1.2 二次设备中期净利润增速较快

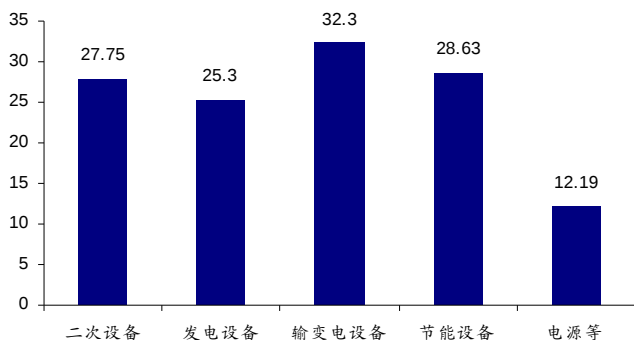
2011 年上半年，二次设备行业整体业绩情况相对较好。2011 年 1-6 月，二次设备行业营业收入同比增长 27.75%，净利润同比增长 30.62%，毛利率同比提升 0.15 个百分点。

从细分行业看，节能设备、输变电设备利润增长速度最快，发电设备、电源等净利润增速平稳。

我们认为，期间费用率下降是行业净利润增速快于营业收入增速的最重要原因。2011 年上半年，二次设备期间费用率为 13.06%，同比下降 0.79 个百分点。其中，发电设备为 11.71%，同比略增 0.13 个百分点；输配电设备为 12.84%，同比下降 1.06 个百分点；用电设备为 16.25%，同比下降 1.4 个百分点。

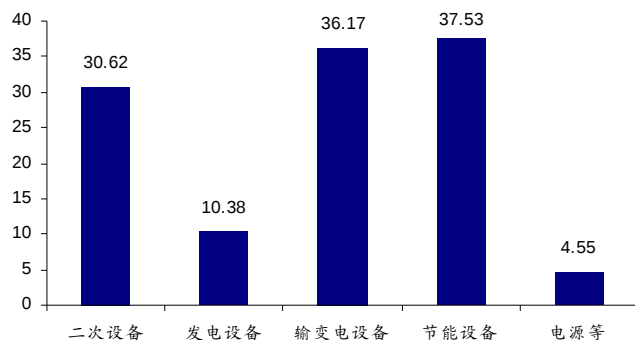
此外，值得注意的是，上半年节能设备毛利率提高较快，同比提高 2.37 个百分点。我们认为，节能设备行业毛利率提高的主要原因是需求旺盛。

图 5 2011 年中期二次设备营业收入增速 (%)



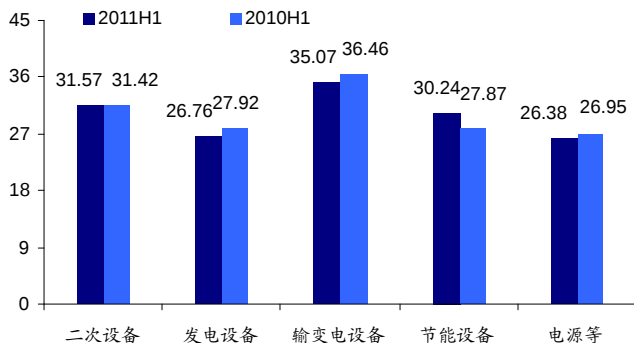
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 6 2011 年中期二次设备归属于母公司净利润增速 (%)



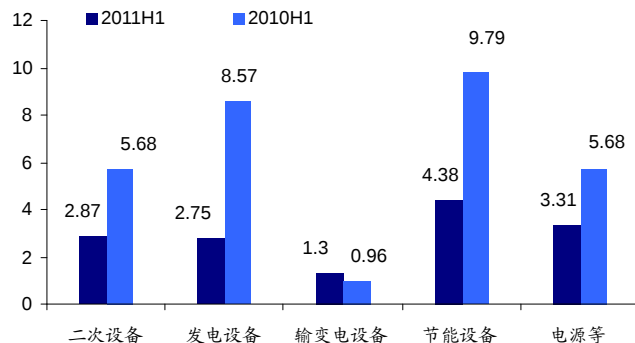
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 7 2011 年中期二次设备毛利率情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 8 2011 年中期二次设备 ROE 情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

2. 环比趋势：二次设备增幅远超一次设备

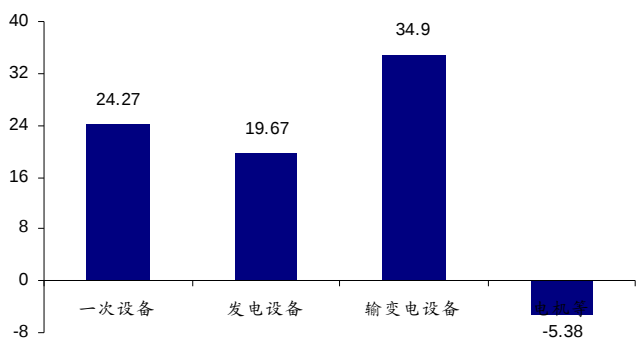
2.1 一次设备二季度净利润环比稳定增长

与第一季度相比，2011 年第二季度，一次设备行业营业收入环比增长 24.27%，净利润环比增长 12.70%，毛利率环比下降 0.19 个百分点。

从细分行业看，输配电设备营业收入环比增长速度较快，达到 34.90%；发电设备、电机营业收入环比增速分别为 19.67%、-5.38%。我们认为，一次设备营业收入环比增长的主要原因是受季节性因素影响。

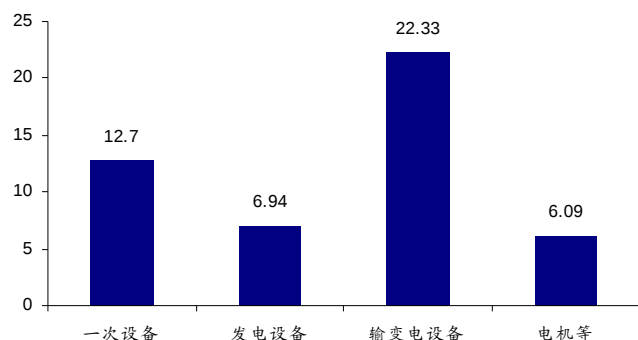
从净利润环比增速看，行业整体净利润环比增速低于营业收入环比增速。其中，输变电设备净利润增长率与营业收入增长率之间的差幅最大，发电设备次之，我们认为主要是受毛利率下降的影响。电机行业受毛利率提升拉动，净利润增长率反而高于营业收入增长率。

图 9 2011 年中期一次设备营业收入环比增速 (%)



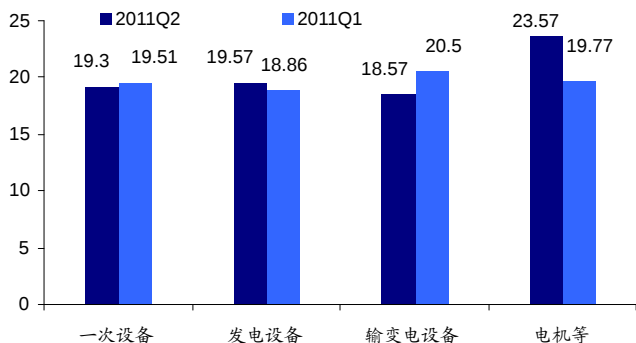
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 10 2011 年中期一次设备归属于母公司净利润环比增速 (%)



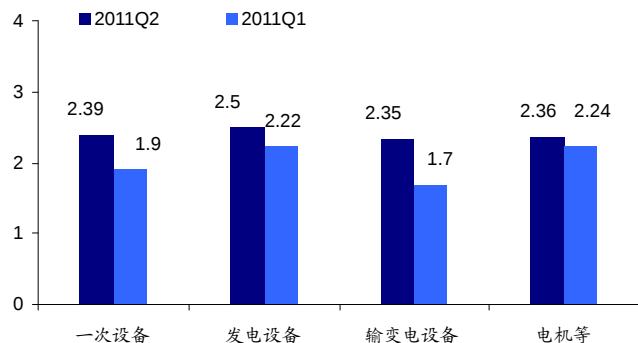
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 11 2011Q1-Q2 一次设备毛利率情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 12 2011Q1-Q2 一次设备 ROE 情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

2.2 二次设备二季度净利润环比大幅增长

与第一季度相比，2011 年第二季度，二次设备行业营业收入环比增长 62.69%。其中，发电设备营业收入同比增长 173.32%、输变电设备营业收入同比增长 64.49%。

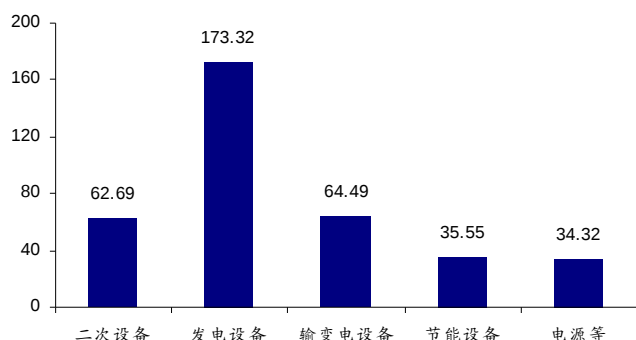
与第一季度相比，2011 年第二季度，二次设备行业净利润环比增长 348.83%。其中，发电设备净利润环比增长速度最快，达到 348.83%；输变电设备营业收入环比增长 543.48%；电源设备净利润环比增长 174.02%；节能设备环比增长 121.22%。

我们认为，二次设备营业收入环比增长的主要原因是受季节性因素影响，受电力投资影响，第一季度电网、电厂投资为全年低谷，因此发电设备、输变电设备第一季度交货量较少。

净利润环比增速高于营业收入的主要原因是期间费用率下降。第二季度行业期间费用率为 19.26%，环比一季度下降 8.34 个百分点，期间费用率下降的主要原因是营业收入上升后导致分母加大、费用率下降。

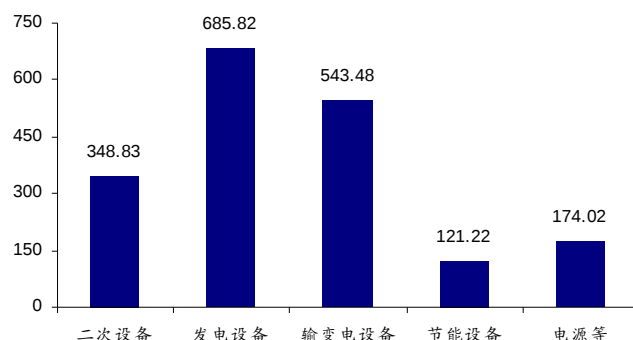
值得注意的是，第二季度输变电设备毛利率提高显著，环比提高 2.61 个百分点。我们了解到，主要的原因是第二季度电网投资中对智能化产品需求超预期增加，导致行业整体毛利率提升。

图 13 2011 年中期二次设备营业收入环比增速 (%)



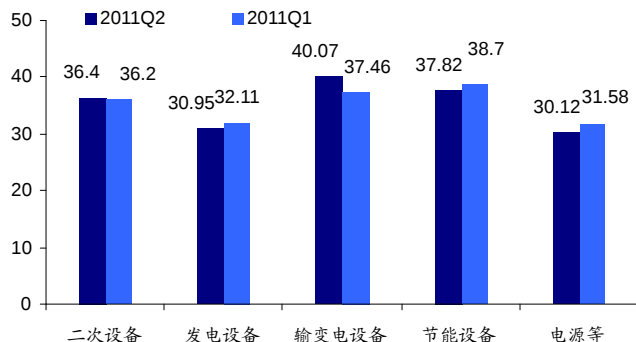
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 14 2011 年中期二次设备归属于母公司净利润环比增速 (%)



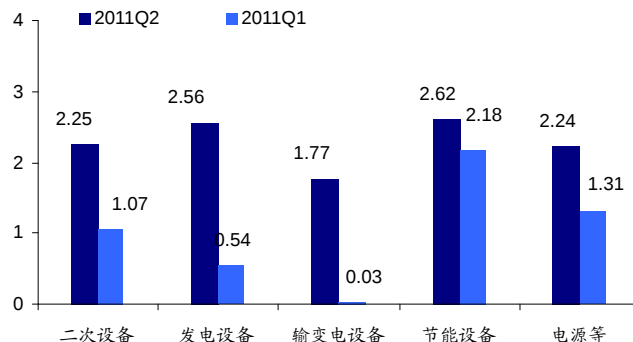
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 15 2011Q1-Q2 二次设备毛利率情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 16 2011Q1-Q2 二次设备 ROE 情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

3. 板块趋势判断：一次设备盈利水平止跌 二次设备持续高增长

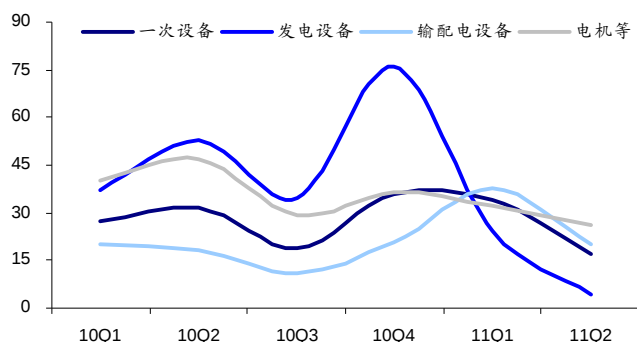
3.1 一次设备毛利率不会继续下降

从近两年营业收入的环比增速趋势看（见图 19），一次设备投资具有明显的季节性。其中，发电设备第二、第三季度为投资高点，输变电设备投资逐季增加，二者需求均于电力投资相关。电机设备下游广泛，季节性不是特别明显，但第一季度仍是最低点。从净利润的环比增长速度看，第二季度为一次设备的最高点，这主要与第一季度是全年投资最低点相关。

从近两年营业收入的同比增速趋势看（见图 17），第四季度高点。我们认为，主要原因在于电力设备每年投资基本都高于前一年度，而按照惯例，投资往往在第四季度爆发，因此同比增长速度第四季度相对较高。从净利润的同增速看，除了第四季度略高一点外，各季度相差不大（2010Q1 特例）。

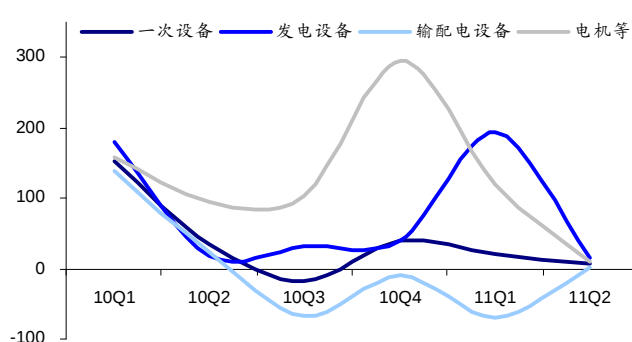
从近两年毛利率看，一次设备综合毛利率呈现逐季下降的趋势。主要原因有两方面，一是一次设备产能过剩，自 2010 年年初开始价格战开打；二是自 2010 年年初开始大宗商品价格上涨，压缩毛利率空间。

图 17 2010Q1-2011Q2 一次设备营业收入同比增速（%）



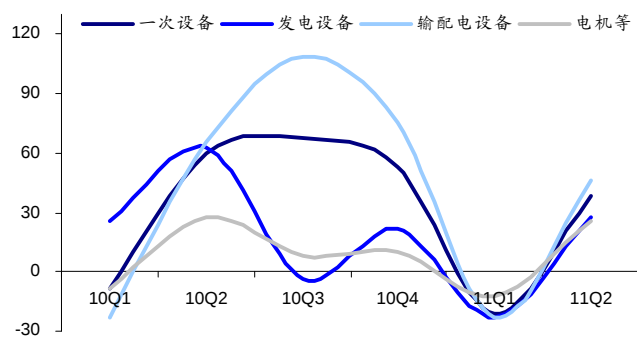
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 18 2010Q1-2011Q2 一次设备归属母公司净利同比增速（%）



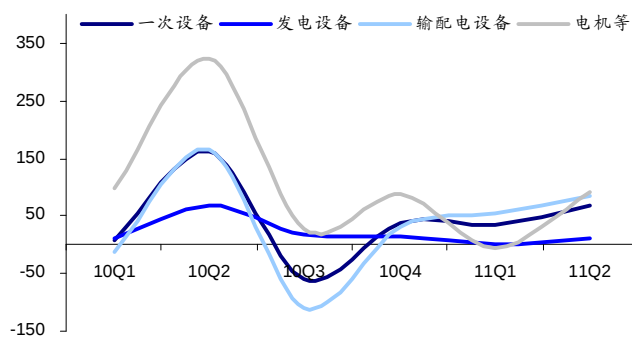
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 19 2010Q1-2011Q2 一次设备营业收入环比增速（%）



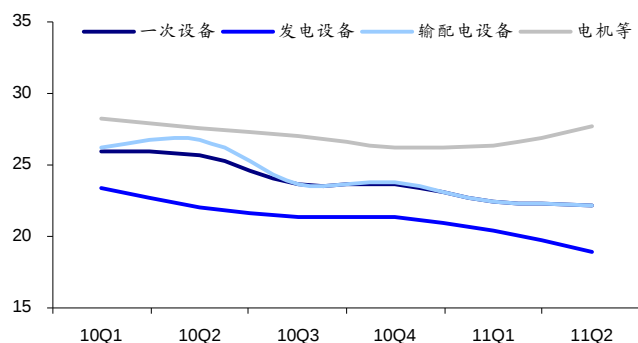
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 20 2010Q1-2011Q2 一次设备归属母公司净利环比增速（%）



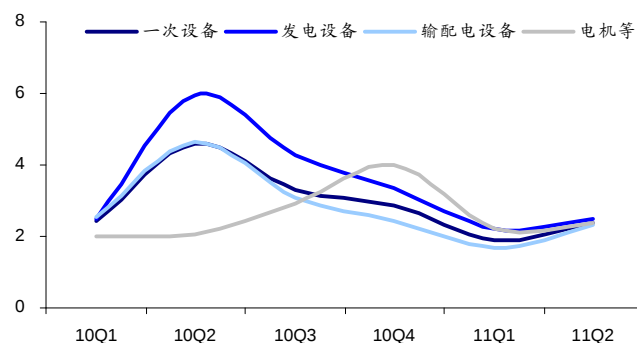
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 21 2010Q1-2011Q2 一次设备毛利率情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 22 2010Q1-2011Q2 一次设备 ROE 情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

从行业投资看，预计 2011 年电网投资 3666 亿元，同比增长 7.5%；截至 2011 年 1-6 月份，实际完成投资 1290 亿元，完成全年计划的 35.2%，同比增长 6.3%。我们预计，下半年电网投资同比增速、环比增速都将增加。

我们预计 2011 年电源投资 3500 亿元，同比下降 3.87%；截至 2011 年 1-6 月份，实际完成 1501 亿元，完成全年计划的 42.9%，同比增长 11.68%。我们预计，下半年电源投资同比增速下降、环比增速略有上升。

从毛利率情况看，我们认为下半年一次设备行业毛利率将不再继续下降，主要原因有二：一是我们从行业内了解到，一次设备价格战已经停止；二是我们预计国际大宗商品价格会有所下降。

综合收入、毛利率等方面分析，我们认为，电力一次设备下半年的净利润情况环比上半年略好，其中，输配电设备环比增速较高。

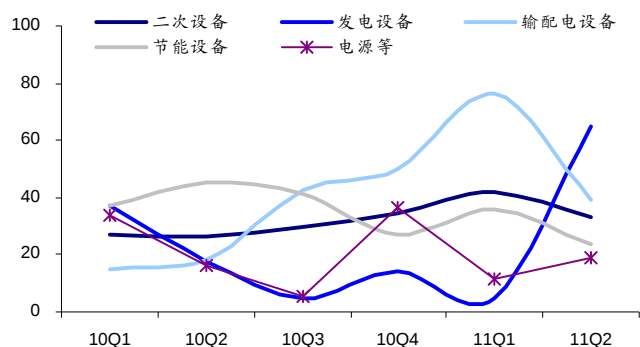
3.2 二次设备环比快速增长

从近两年营业收入的环比增速趋势看（见图 25），二次设备投资季节性趋势也很明显，第一、第二、第三、第四季度投资逐季上升。其中，输变电设备投资的季节波动性最为明显。净利润环比增速的趋势与营业收入增速的趋势基本相同。

从近两年营业收入的同比增速趋势看（见图 23），二次设备的景气度总体在提升，但各细分行业略有不同。其中，输配电设备各季同比增速逐步提高，但发电设备、电源设备、节能设备各季度同比增速在逐渐下降。我们认为，这主要与各细分行业的需求相关。其中，输配电设备投资需求提高的主要原因是智能电网加大了二次设备投资，发电设备、电源设备需求增速下降与整体电源投资下降相关，节能行业需求增速下降主要原因是需求爆发期已过，行业需求增速逐年下降。

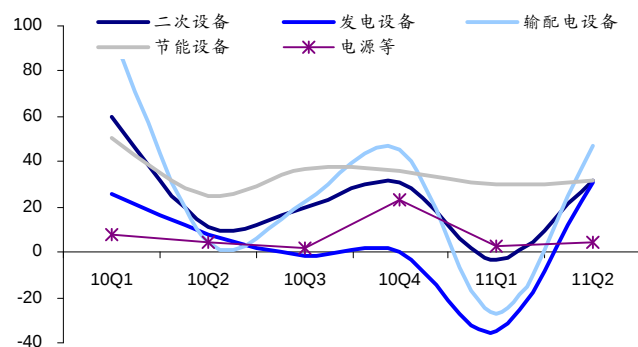
从近两年毛利率看，二次设备综合毛利率总体比较平稳。我们认为，这主要与二次设备行业需求旺盛相关。其中，节能设备行业毛利率总体呈现上升趋势，输配电设备毛利率总体平稳，发电设备、电源设备毛利率总体呈现下滑趋势。

图 23 2010Q1-2011Q2 二次设备营业收入同比增速 (%)



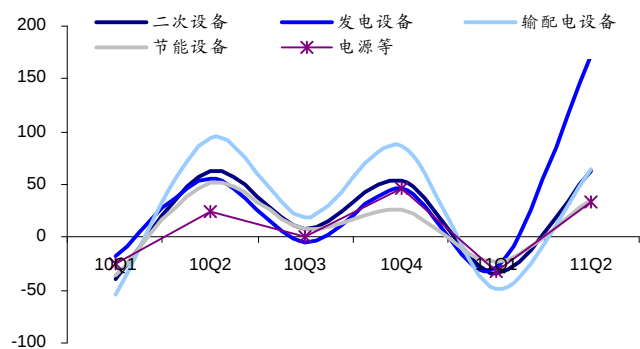
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 24 2010Q1-2011Q2 二次设备归属母公司净利同比增速 (%)



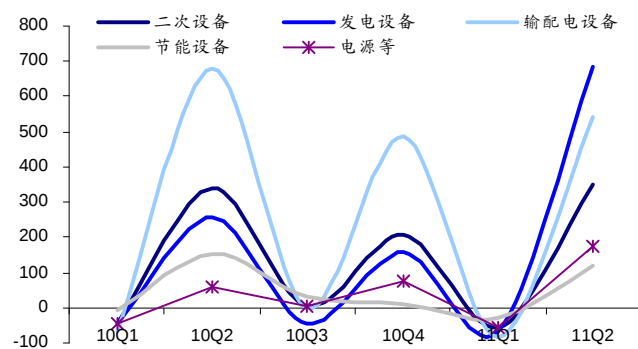
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 25 2010Q1-2011Q2 二次设备营业收入环比增速 (%)



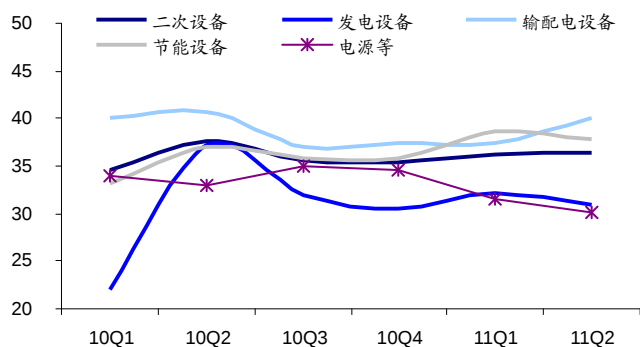
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 26 2010Q1-2011Q2 二次设备归属母公司净利环比增速 (%)



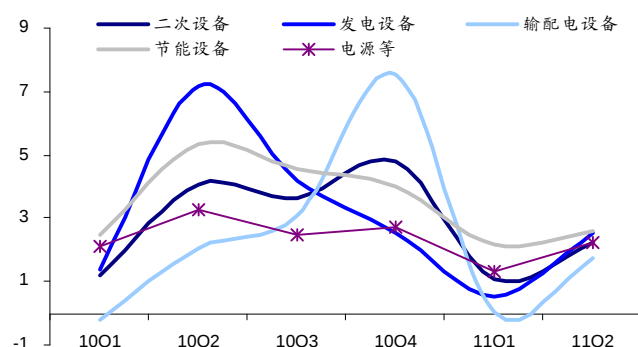
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 27 2010Q1-2011Q2 二次设备毛利率情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 28 2010Q1-2011Q2 二次设备 ROE 情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

投资情况如上节所述。

从毛利率情况看, 我们认为随着智能电网投入加大、以及节能减排政策力度增加, 未来二次设备毛利率将呈现稳中略升的态势。

综合收入、毛利率等方面分析，我们认为，电力二次设备下半年的净利润情况环比上半年略好，其中，输配电设备环比增速较高。

4. 行业走势及估值

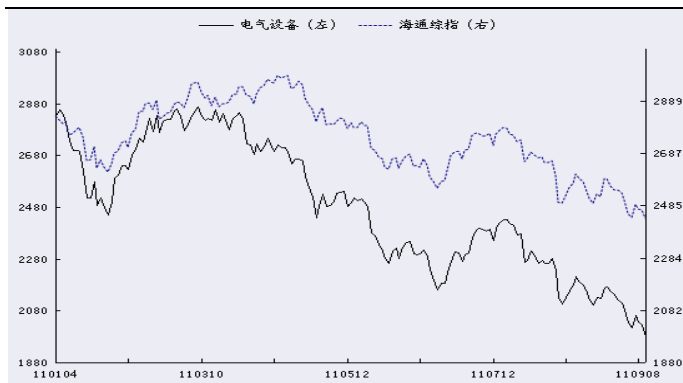
4.1 一次设备年初至今跑输大盘

从电力一次设备行业走势来看，今年年初至今基本走输于大盘。

以 2011 年 1 月 4 日收盘指数为基准，截至 2011 年 9 月 13 日，沪深 300 指数跌幅 -14.72%；一次设备发电侧板块指数跌幅 -37.41%；一次设备输配电侧板块指数跌幅 -29.10%；一次设备用电侧板块指数跌幅 -15.84%。除用电侧涨跌幅近似大盘之外，发电侧及输配电侧走势均显著弱于大盘。

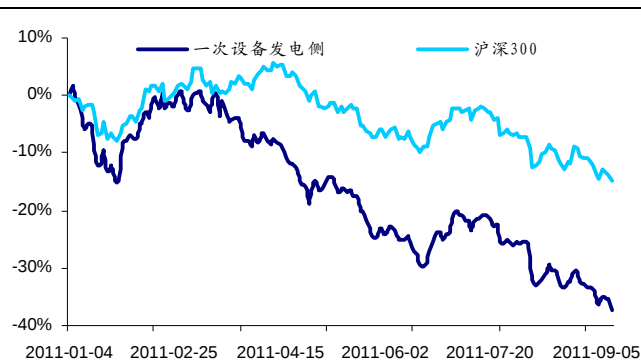
我们认为，导致一次设备跑输于大盘的主要原因是受价格战影响，一次设备行业净利润严重低于预期。

图 29 电气设备及海通综指指数对比



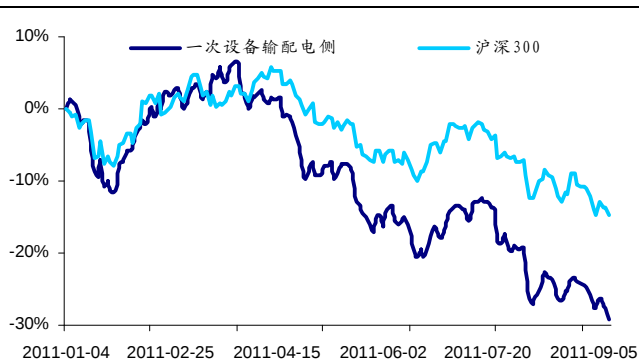
资料来源：海通证券研究所

图 30 一次设备发电侧及沪深 300 指数对比



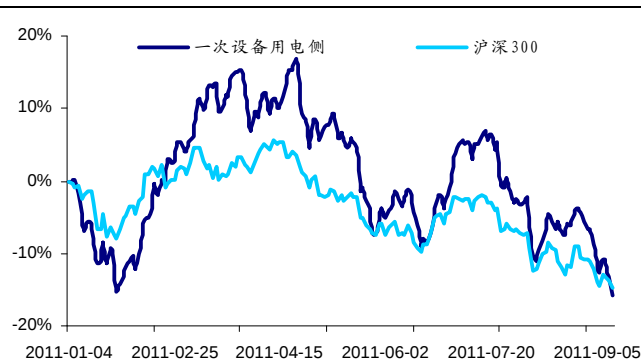
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 31 一次设备输配电侧及沪深 300 指数对比



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 32 一次设备用电侧及沪深 300 指数对比



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

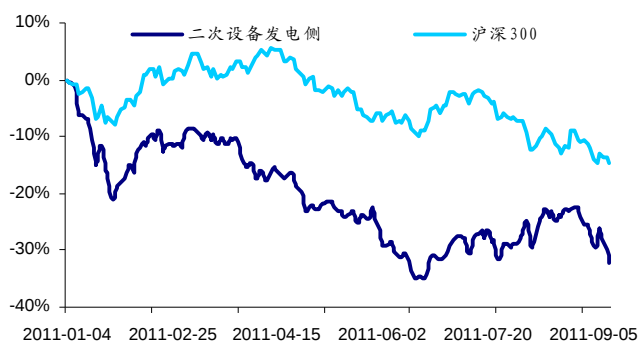
4.2 二次设备有所分化总体弱于大盘

电力二次设备方面，除输配电板块外，其他细分板块走势亦不同程度弱于大盘。

以 2011 年 1 月 4 日收盘指数为基准,截止 2011 年 9 月 13 日,沪深 300 指数跌幅-14.72%;二次设备发电侧板块指数跌幅-32.06%;二次设备输配电侧板块指数跌幅-15.92%;二次设备电源领域指数跌幅-30.31%;二次设备节能领域指数跌幅-24.09%。除输配电侧与沪深 300 同步外,发电侧、电源及节能走势均显著弱于大盘。

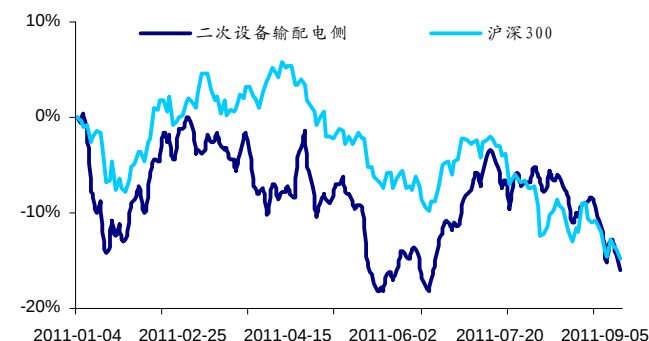
我们认为,二次设备跑输沪深 300 指数的主要原因是估值过高,存在向下修复的动力。由于 2011 年智能电网试点建设速度加快、以及预期 2012 年智能电网建设大幅增加,尽管输配电二次设备市盈率仍然不低,但并没有出现过度下跌。

图 33 二次设备发电侧及沪深 300 指数对比



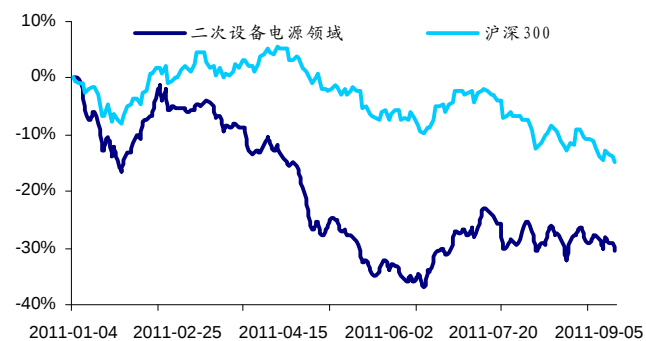
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 34 二次设备输配电侧及沪深 300 指数对比



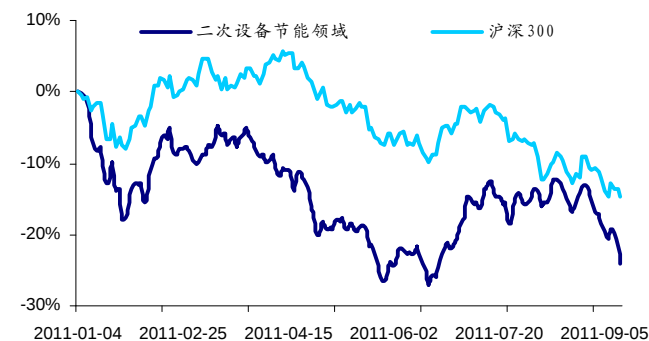
资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 35 二次设备电源领域及沪深 300 指数对比



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

图 36 二次设备节能领域及沪深 300 指数对比



资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

4.3 年初至今电力设备行业领跌

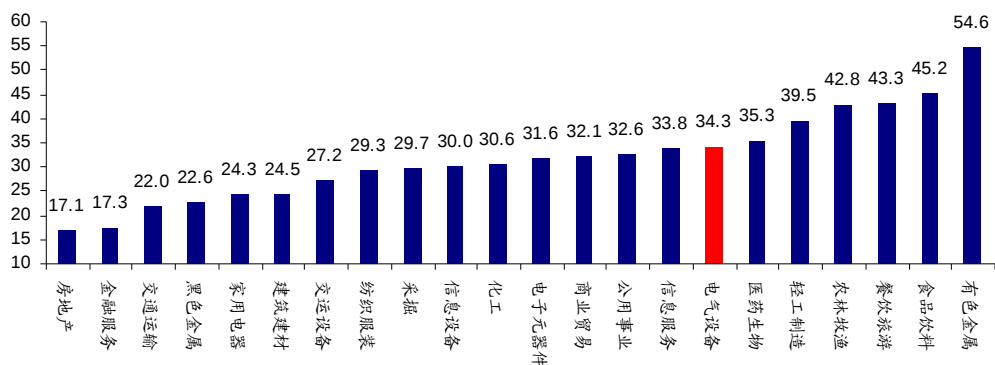
从不同行业的 PE 估值对比来看,基于 2011 年预期 EPS,电气设备板块平均市盈率达 34.3 倍,位处各行业估值的中上游水平。

从电气设备板块与其他板块走势的对比来看,受制于上半年行业净利润情况低于市场预期,年初至今电气设备行业跌幅居各行业之首,达-28%。

我们认为,电力设备利润最差的时期已经过去。其中,一次设备毛利率走稳,行业利润环比将上升;二次设备需求增加,行业利润环比、同比均会上升。鉴于板块跌幅较

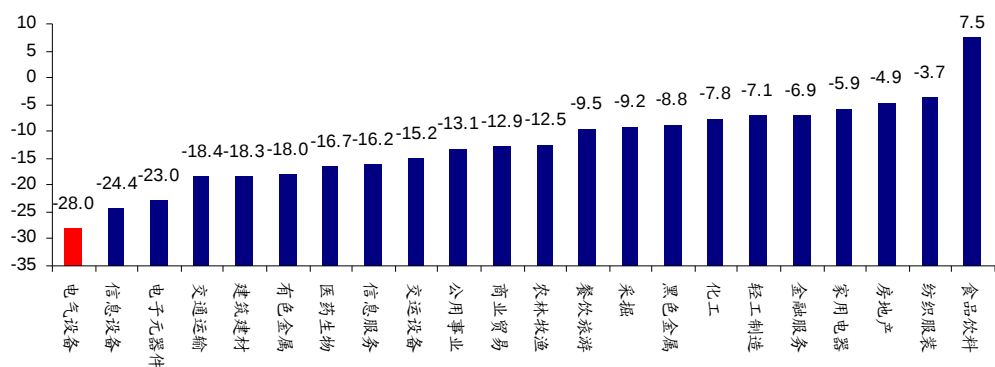
深、且未来业绩趋势向好，我们给予行业“增持”的投资评级。

图 37 各板块市盈率对比



(注：市盈率计算采用 2011 年 9 月 13 日收盘价，2011 年预测 EPS，计算平均法进行测算)
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 38 各板块年初至今涨跌幅对比 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

公司篇

5.行业“增持”评级，关注智能电网龙头企业

5.1 关注智能电网龙头企业

从重点公司同比盈利状况看，二次设备公司普遍出现营收增速高于去年同期、毛利率上升、净利润增速高于去年同期的状况，我们认为主要原因在于上半年电网加大智能化投资。

一次设备公司普遍出现毛利率下降、净利润增速低于去年同期的状况，我们认为主要原因在于价格战原因。

从重点公司环比盈利状况看，一次设备公司、二次设备公司普遍出现毛利率环比上升的趋势，我们预计这一趋势可持续。

表 1 重点公司财务数据同比增长情况

		营收同比增速(%)		净利润同比增速(%)		毛利率(%)		期间费率(%)		ROE(%)	
		2011 H1	2010 H1	2011 H1	2010 H1	2011 H1	2010 H1	2011 H1	2010 H1	2011 H1	2010 H1
600268	国电南自	16.18	7.60	343.90	27.43	29.25	27.96	33.40	25.80	-1.43	1.92
600406	国电南瑞	43.63	33.06	55.19	43.02	33.38	32.65	12.58	16.27	10.45	14.66
601126	四方股份	25.79	—	31.41	—	45.80	44.13	36.21	39.48	1.89	5.69
002339	积成电子	18.34	16.51	46.83	8.82	44.22	47.17	36.92	39.82	0.97	1.34
002123	荣信股份	34.14	53.02	31.84	41.71	49.56	42.85	29.00	25.89	7.31	6.57
002322	理工监测	120.96	-15.22	-8.44	-28.44	53.49	68.79	38.76	48.09	1.44	0.96
600475	华光股份	16.52	19.50	0.03	5.57	14.98	15.95	10.76	10.98	5.57	6.00
002534	杭锅股份	-0.05	—	-14.94	—	22.15	23.31	7.79	7.09	6.56	17.55
600875	东方电气	16.84	8.93	53.42	50.16	20.88	17.87	9.30	8.59	11.35	12.14
601727	上海电气	10.69	9.30	15.31	0.72	18.50	17.58	10.26	11.02	5.58	5.67
300105	龙源技术	98.27	3.69	55.26	11.89	40.10	49.52	13.19	20.77	4.10	—
601179	中国西电	-23.72	13.52	-93.39	33.75	20.89	25.37	18.74	13.80	0.11	4.37
600312	平高电气	49.45	-32.52	-8452.18	-98.92	12.38	22.31	20.77	27.14	-3.01	-0.71
600089	特变电工	-6.35	24.13	-28.20	20.94	22.22	22.62	12.77	10.09	5.32	12.36
300048	合康变频	58.83	15.13	35.25	9.79	39.23	35.61	14.16	10.85	3.71	3.51
300222	科大智能	57.31	—	40.20	—	57.37	—	35.06	28.10	6.28	—
002498	汉缆股份	16.39	—	-8.74	—	16.58	22.44	6.34	6.98	4.30	14.64
300208	恒顺电气	13.92	—	23.09	—	41.37	—	16.31	16.58	5.89	—
300183	东软载波	90.40	—	104.80	—	64.88	63.15	13.74	15.00	8.19	32.51

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

表 2 重点公司财务数据环比增长情况

		营收环比增速(%)		净利润环比增速(%)		毛利率(%)		期间费率(%)		ROE(%)	
		2011 Q2	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q1
600268	国电南自	57.50	-59.50	4329.94	-97.75	28.75	30.04	27.70	42.38	0.46	-1.88
600406	国电南瑞	78.38	-38.22	306.22	-78.11	36.74	27.40	9.96	17.27	8.31	2.25
601126	四方股份	25.10	8.84	125.31	-33.08	46.22	45.27	32.70	40.60	1.47	0.42
002339	积成电子	130.80	-73.98	575.30	-110.44	43.02	46.99	27.58	58.48	1.53	-0.56
002123	荣信股份	2.71	26.59	-7.35	-15.05	55.00	43.98	32.36	25.54	3.50	3.85
002322	理工监测	26.21	-54.43	483.88	-112.75	70.85	31.59	33.14	45.86	2.09	-0.64
600475	华光股份	-1.22	6.35	27.88	-29.16	16.15	13.83	11.01	10.51	3.26	2.28
002534	杭锅股份	9.70	-16.75	8.28	-34.06	22.67	21.58	8.41	7.11	3.26	3.69
600875	东方电气	30.36	-29.19	50.47	-29.92	21.35	20.27	8.63	10.17	7.44	5.23
601727	上海电气	17.99	-11.07	8.74	76.99	19.51	17.31	9.38	11.29	2.79	2.81
300105	龙源技术	632.65	-81.88	2885.17	-96.35	39.41	45.19	9.51	40.16	3.97	0.14
601179	中国西电	41.43	-46.67	-116.70	2402.11	19.33	23.09	18.01	20.06	0.06	0.05
600312	平高电气	301.29	-76.54	100.76	-292.18	13.91	6.21	14.15	47.31	0.00	-3.00
600089	特变电工	19.87	-23.70	-17.14	56.79	20.94	23.76	13.77	11.57	2.55	3.15
300048	合康变频	87.15	-45.47	97.84	-53.44	39.50	38.71	11.55	19.03	2.46	1.27
300222	科大智能	17.08	0.54	56.06	-51.64	57.81	56.87	28.70	42.50	2.05	4.42
002498	汉缆股份	61.18	-31.71	-14.56	-22.30	9.31	28.30	5.23	8.11	0.85	3.48
300208	恒顺电气	64.87	-30.08	183.22	-52.02	41.76	40.72	14.99	18.49	3.40	3.10
300183	东软载波	9.94	22.77	-2.87	43.10	65.65	64.03	14.92	12.43	2.76	5.48

资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

表 3 重点公司涨跌幅、盈利预测及估值指标

		收盘价 (元) (2011-9-13)	区间涨跌幅 (2011.1.1-2011.9.13)	2011EPS	2012EPS	PE (2011EPS)
600268	国电南自	11.41	-15.28	0.42	0.73	27.17
600406	国电南瑞	35.90	-0.22	0.84	1.25	42.74
601126	四方股份	20.13	-34.58	0.54	0.75	37.28
002339	积成电子	22.70	-40.07	0.83	1.12	27.35
002123	荣信股份	20.86	-34.12	0.71	1.05	29.38
002322	理工监测	48.98	-36.65	1.29	3.13	37.97
600475	华光股份	17.68	-25.59	0.61	0.83	28.98
002534	杭锅股份	25.19	-23.49	0.92	1.16	27.38
600875	东方电气	22.35	-35.62	1.68	2.01	13.30
601727	上海电气	5.74	-31.63	0.25	0.30	22.96
300105	龙源技术	50.00	-26.07	1.14	2.16	43.86
601179	中国西电	4.94	-36.85	0.10	0.21	49.40
600312	平高电气	7.62	-44.09	-0.03	0.13	-254.00
600089	特变电工	10.08	-46.25	0.64	0.83	15.75
300048	合康变频	20.09	-33.31	0.64	0.94	31.39
300222	科大智能	31.00	-0.80	1.21	1.72	25.62
002498	汉缆股份	18.54	-37.58	0.55	0.64	33.71
300208	恒顺电气	21.80	-6.24	0.76	0.92	28.68
300183	东软载波	46.50	5.11	1.57	2.07	29.62

资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

我们认为, 电力设备行业下半年盈利状况环比、同比都将好转, 且智能电网存在追

加投资的可能性，维持行业“增持”评级，建议重点关注智能电网龙头公司。

我们认为，下半年智能变电站、配电网自动化机会最大，建议关注相关公司，如国电南自（600268）、科大智能（300222）、理工监测（002322）等。此外，我们认为毛利率向上的中国西电（601179）、节能环保的荣信股份（002123）、政策性驱动的来源技术（300105）等公司也值得关注。

5.2 国电南自（600268）

2011 年 1-6 月，公司实现营业总收入 10.37 亿元，同比增长 16.18%；实现利润总额 9370.26 万元，同比增长 118.84%；实现归属于母公司所有者净利润 8645.34 万元，同比增长 343.90%；基本每股收益 0.14 元。

为解决业务过于单一的局面，2009 年开始公司逐步向其他领域拓展。通过一系列的资产整合，2010 年公司已经从单纯的“电力自动化”业务扩展到“电力自动化、新能源与节能减排、智能化一次设备”三个领域。目前，公司“三足鼎立”战略布局基本完成，2011 年将是公司业绩释放的年份。

2010 年公司订货额 30.88 亿元，同比增长 35%，我们预计 2011 年公司主业增长达到 30%以上。考虑到非经常性损益，预计 2011 年全年业绩同比增长 100%以上。根据公司的“8661”规划，我们预计未来两年公司净利润复合增长率可达 50%以上。

主要投资风险：新产品市场开拓进展不达预期风险；行业增速下滑风险；市场竞争风险。

我们预计公司 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.42 元、0.73 元和 0.98 元。与同类公司相比，公司市盈率较低。考虑到公司的高成长性，我们认为公司合理估值区间为 2011 年 40-45 倍市盈率，对应股价为 16.80-18.90 元。考虑到同类上市公司中公司市值较小，以及未来两年公司将高速增长，维持公司“买入”的投资评级。

表 4 国电南自主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营收增速(%)	12.94	25.30	34.88	71.87	35.74
毛利率(%)	26.25	27.69	28.67	29.10	29.75
归属母公司净利润增速(%)	10.39	49.36	100.55	74.39	34.07
EPS(元)	0.14	0.21	0.42	0.73	0.98
PE	81.50	54.33	27.17	15.63	11.64

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

5.3 理工监测（002322）

2011 年 1-6 月，公司实现营业总收入 9869.40 万元，同比增长 120.96%；实现营业利润 1332.67 万元，同比增长 7.77%；实现归属于母公司所有者净利润 1520.09 万元，同比下降 8.44%；稀释每股收益 0.23 元，预计 2011 年 1-9 月份归属于母公司所有者的净利润同比增长-10%-20%。

智能电网试点推广加快促进公司主业快速增长，电力监测设备需求即将爆发性增长。我们了解到，2010 年智能变电站招标 24 座，2011 年计划招标 67 座，2012 年-2015 年计划年均建设 1200 座。电力监测设备需求即将出现爆发性增长。

2010 年公司智能变电站在线监测系统市场占有率 50%，2011 年上半年超过 40%，我们假设未来两年公司市场占有率进一步下降到 35%、30%。同时，我们假设 2012-2013

年智能变电站建设数量为 600 座、1200 座。

主要投资风险：智能电网投资进程不达预期；毛利率继续下降的风险。

根据预测，我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.29 元、3.13 元和 3.97 元。结合同业公司估值水平以及未来两年的业绩增速，给予公司 2012 年 25-30 倍市盈率，合理价值区间 78.3-93.9 元，我们维持“买入”的投资评级。

表 5 理工监测主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营收增速(%)	11.16	44.68	58.77	144.56	41.30
毛利率(%)	77.72	60.97	63.54	61.85	56.53
归属母公司净利润增速(%)	61.09	-10.97	27.24	142.46	26.75
EPS(元)	1.14	1.02	1.29	3.13	3.97
PE	42.96	48.22	37.97	15.65	12.34

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

5.4 科大智能（300222）

2011 年 1-6 月，公司实现营业总收入 0.61 亿元，同比增长 57.31%；实现营业利润 0.11 亿元，同比增长 27.39%；实现归属于母公司所有者净利润 0.11 亿元，同比增长 40.20%；稀释每股收益 0.24 元。

公司配电自动化业务未来有望维持高增长：

从站点规划来看，国网系统计划建设 250 万个通信站点，其中 130 万个站点将使用中压载波通信系统，120 万个通信点使用光纤。未来 5 年，配电侧通信系统整体市场需求约 100 亿元，其中中压载波通信系统 50 亿左右。按公司 40-50%的市场份额测算，未来 5 年公司中压载波通信系统的潜在业务体量达 20-25 亿元，对比公司 2010 年 4461.50 万元的中压载波通信系统营收，我们认为公司该项业务未来空间明确，有望保持较快增长。

从规划实施进度来看，国网配电自动化试点今年底完成成为大概率事件。2009-2010 年，国家电网、南方电网共启动了 6 个城市的配电网自动化试点；2011 年国家电网、南方电网计划启动 24 个城市的配电网自动化试点，我们预计能够实施 19 个项目；2012 年开始配电网自动化步入常规性招标，2020 年配电网自动化覆盖率达到 80%。以此，我们判断公司配电业务行将放量启动，2011-2012 年营收增速或达 50%以上。

主要不确定因素。订单不达预期，毛利率下滑过快。

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.21 元、1.72 元和 2.08 元。结合公司显著技术优势、市场拓展先发性以及同业估值水平，给予公司 30-35 倍市盈率，合理价值区间 36.30-42.35 元，我们维持“买入”的投资评级。

表 6 科大智能主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营收增速(%)	64.80	63.74	71.54	65.10	37.68
毛利率(%)	39.98	59.13	56.87	52.91	49.63
归属母公司净利润增速(%)	201.52	177.15	47.74	42.12	21.02
EPS(元)	0.30	0.82	1.21	1.72	2.08
PE	103.33	37.84	25.62	18.02	14.90

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

5.5 荣信股份（002123）

输变电端无功补偿装置技术要求、市场集中度相对用电端产品较高，公司在该领域技术水平处于领军地位。2010 年，公司东鞍山变电所直挂 66kV 光控 SVC 顺利投运，该产品实现大容量光控晶闸管的应用、SVC 直挂电压等级国内最高等创新。此外，2010 年底，由公司为贵州电网毕节变电站承制的 SVC 兼直流融冰装置通过验收，成为我国首个正式投运并通过验收的同类项目。我们认为，在国内输变电端无功补偿领域，公司无论于技术及市场拓展层面均具较强竞争优势，近 2 年智能电网大规模建设后，该项业务体量增速有望达 50%。

用电端无功补偿装置方面，公司为避免国内低价竞标的恶性竞争环境对产品盈利水平的影响，将着力进行海外市场开拓，贯彻产品高价路线。公司目前已成功开拓土耳其等海外市场，为热电厂提供 SVC 装置。我们判断，公司于海外市场拓展无功补偿业务，将使电能质量与电力安全业务毛利率维持约 45%的水平，同时亦将为公司新产品的海外推进奠定市场销售基础。

新业务方面，公司光伏逆变器目前主要为尚德配套，转化效率约 98%，公司未来计划规避国内激烈的市场竞争格局，另辟蹊径基于逆变器开展相关业务。国内业务方面，目前公司光伏逆变器已获 CQC 金太阳工程认证，在 2011 年进入批量生产阶段。我们判断，国内光伏组件年装机容量将达 1-2GW，国内光伏市场的全面启动将催生每年 20-30 亿元的逆变器市场空间。公司在该领域的适时介入将为公司提供新的利润增长点。

主要投资风险：新产品市场开拓进展不达预期风险；行业增速下滑风险；市场竞争风险。

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.71 元、1.05 元和 1.57 元。结合公司显著技术优势、市场拓展先发性以及同业估值水平，给予公司 35-40 倍市盈率，合理价值区间 24.78-28.32 元，我们维持“买入”的投资评级。

表 7 荣信股份主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营收增速(%)	58.28	44.97	40.77	45.85	43.69
毛利率(%)	46.93	46.24	45.74	45.53	45.88
归属母公司净利润增速(%)	42.38	44.20	33.44	48.00	49.99
EPS(元)	0.37	0.53	0.71	1.05	1.57
PE	56.38	39.32	29.38	19.87	13.29

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

5.6 中国西电（601179）

2011 年 1-6 月，公司实现营业总收入 50.8 亿元，同比降低 23.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.36 亿元，同比降低 93.4%；基本每股收益 0.01 元。

从特高压招标看，预计公司今年特高压新增订单 104 亿元。2011 年上半年，锦屏-苏南 800KV 特高压直流线路招标，公司中标 14.8 亿元，约占整体投资的 7.7%。我们预计下半年锡盟-南京特高压交流、淮南-上海特高压交流、溪洛渡-浙西特高压直流、哈密-郑州特高压直流四个项目将陆续开始招标，静态总投资约为 1155 亿元，保守以 7.7%计算，公司中标金额有望达到 89 亿元。2011 年中期，公司在手订单为 159 亿元，预计年底在手订单将超过 248 亿元，同比 2010 年底增长 70%左右。

从公司的发展方向看，公司将配电一次设备、电力电子以及海外市场作为公司新的业绩增长点。我们预计，三项业务稳定发展将带动公司营业收入增长 60%以上。

配电一次设备方面，2010 年全国 10KV 及以上变压器需求为 10 亿 KVA，我们预计 35KV 及以下产品需求为 4 亿 KVA，110KV 及以下产品需求为 2.5 亿 KVA，整体市场容量 585 亿元左右。开关市场的产值略低于变压器，大约为变压器的 60%，预计配电开关整体市场容量为 380 亿元。假设公司的市场占有率达到 5%，则年销售收入可增加 48 亿元。

海外市场方面，2010 年海外市场新增订单 53 亿元，我们预计 2011 年达到 60 亿，公司规划 2015 年海外市场收入占公司全部营业收入的 30%。2010 年，公司总收入为 127 亿元，建设 2015 年海外市场收入占公司全部营业收入的 30%，则新增海外收入 38 亿元。

主要投资风险：电网投资低于预期，特高压招标延迟。

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.10 元、0.21 元和 0.29 元。我们认为，一次设备价格已经稳步回升，若特高压如期招标，2012 年公司营业收入、毛利率都将快速回升。我们给予公司 2012 年 25-30 倍市盈率，合理价值区间 5.25-6.30 元，我们维持“增持”的投资评级。

表 8 中国西电主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营收增速(%)	7.80	-7.86	0.93	50.08	14.65
毛利率(%)	25.19	24.04	23.75	24.46	24.56
归属母公司净利润增速(%)	14.66	-44.64	-28.82	104.25	33.91
EPS(元)	0.27	0.15	0.10	0.21	0.29
PE	18.30	33.65	49.40	23.52	17.03

资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

5.7 龙源技术（300105）

2011 年 1-6 月，公司实现营业总收入 3.39 亿元，同比增长 98.27%；实现营业利润为 7296.74 万元，同比增长 54.64%；实现归属于母公司所有者净利润 6320 万元，同比增长 55.26%；基本每股收益 0.39 元。

环保方面，脱硝政策大势所趋，行业即将面临爆发性增长。2009 年底国内累计 5755 万火电机组安装了脱硝设备，占全部火电装机的 8%。若“十二五”期间单机容量 30 万千瓦及以上燃煤机组全部加装脱硝设施，根据 2009 年年底数据，69.43%的火电机组需要安装脱硝设备，合计 1050 台，以每台机组加装一套等离子低氮燃烧系统计算，预计整体市场空间为 125 亿元。公司是国内前端脱硝的龙头企业，预计需求将随脱硝政策爆发增长。

节能方面，公司余热 EPC 项目开始贡献利润。2010 年公司与国电电力大同发电有限责任公司签订了锅炉余热利用项目，合同金额 1.4 亿元，今年上半年贡献利润。余热 EPC 项目将是火电厂未来的发展方向，该项目将会成为公司新的利润增长点。我们预计今年能够完成 2-3 个余热 EPC 项目。

主要投资风险：脱硝政策出台时间不确定。

预计公司 2011-2013 年公司每股收益分别为 1.14 元、2.16 元和 3.53 元。考虑到公司的高成长性，我们认为公司合理估值区间为 2011 年 45-50 倍市盈率，对应股价为 51.30-57.00 元。我们认为，脱硝政策的出台将带动公司业务爆发性增长，但鉴于政策出台时间的不确定性，维持公司“增持”的投资评级。

表 9 龙源技术主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营收增速(%)	17.13	12.02	100.58	99.28	69.10
毛利率(%)	44.55	43.37	39.77	38.80	38.55
归属母公司净利润增速(%)	22.31	19.76	71.51	90.31	62.98
EPS(元)	0.55	0.66	1.14	2.16	3.53
PE	90.91	75.41	43.86	23.15	14.16

资料来源: Wind 资讯, 海通证券研究所

6.风险提示

智能电网推进不达预期, 市场竞争导致行业整体毛利率下滑。

信息披露

分析师声明

牛品：电力设备和新能源行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：国电南自、国电南瑞、四方股份、积成电子、荣信股份、理工监测、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、合康变频。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434lm@htsec.com
汪辉 (021) 23219432wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669gaoy@htsec.com
李宁 (021) 23219431lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387wuyiping@htsec.com
荀玉根 (021) 23219658xyg6052@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396wx5937@htsec.com
汤慧 (021) 23219733tangh@htsec.com

基金研究团队

姜静 (021) 23219450loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448shankj@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419niyt@htsec.com
罗震 (021) 23219326luozh@htsec.com
唐洋运 (021) 23219004tangyy@htsec.com
联系人
徐益璠 (021) 23219443xuyj@htsec.com
陈瑶 (021) 23219645chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449wuxx@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021) 23219395zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732fengjr@htsec.com
朱剑涛 (021) 23219745zhujt@htsec.com
张欣慰 (021) 23219370zxw6607@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409chenmf@htsec.com
联系人
袁兵兵 (021) 23219770ybb6053@htsec.com
蒋科 (021) 23219474jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438zhib6065@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403luying@htsec.com
潘鹤 (021) 23219423panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399wanglt@htsec.com
联系人
李宏科 (021) 23219671lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422kljiang@htsec.com
联系人
赵健 (021) 23219472zhaoj@htsec.com
张显宁 (021) 23219813zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404dengyong@htsec.com
联系人
王晓林 (021) 23219812wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411longh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674hejh@htsec.com
熊哲颖 (021) 23219407zy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405dingpin@htsec.com
联系人
夏木 (021) 23219748xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374dl5573@htsec.com
联系人
黄媚 (021) 23219638hm6139@htsec.com
汤婧 (021) 23219809tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人
白洋 (021) 23219646baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104qianlf@htsec.com
联系人
虞楠 (021) 23219382yun@htsec.com
李晨 (021) 23219817lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473zhaocx@htsec.com
冯梓钦 (021) 23219402fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282zhaoyong@htsec.com
齐莹 (021) 23219166qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608liuy4986@htsec.com
刘杰 (021) 23219269liuj5068@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709fhq5945@htsec.com

有色金属行业

联系人
刘博 (021) 23219401liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737yith@htsec.com
张瑞 (021) 23219634zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244chenzy@htsec.com

联系人

孔维娜 (021) 23219223kongwn@htsec.com

建筑建材行业

联系人

赵健 (021) 23219472zhaoj@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383zhangh@htsec.com

牛品 (021) 23219390np6307@htsec.com

联系人

房青 (021) 23219692fangq@htsec.com

徐柏乔 (021) 23219171xbq6583@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415lufm@htsec.com

联系人

汤砚卿 (021) 23219768tyq6066@htsec.com

银行业

联系人

刘瑞 (021) 23219635lr6185@htsec.com

社会服务业

林周勇 (021) 23219389lzy6050@htsec.com

联系人

胡宇飞 (021) 23219810hyf6699@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747tll5535@htsec.com

谢盐 (021) 23219436xiey@htsec.com

联系人

贾亚童 (021) 23219421jiayt@htsec.com

造纸轻工行业

徐琳 (021) 23219767xl6048@htsec.com

联系人

马浩博 (021) 23219822mhb6614@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤总经理

(021) 63609993

chensq@htsec.com

贺振华总经理助理

(021) 23219381

hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962ctq5979@htsec.com

刘晶晶 (0755) 83255933liujj4900@htsec.com

辜丽娟 (0755) 83253022gulj@htsec.com

高艳娟 (0755) 83254133gyj6435@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386gaoqin@htsec.com

李唯佳 (021) 23219384jiwj@htsec.com

胡雪梅 (021) 23219385huxm@htsec.com

黄毓 (021) 23219410huangyu@htsec.com

朱健 (021) 23219592zhuj@htsec.com

肖文宇 (021) 23219442xiaowu@htsec.com

王丛丛 (021) 23219454wcc6132@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988sunj@htsec.com

张广宇 (010) 58067931zgy5863@htsec.com 殷

怡琦 (010) 58067944yinyq@htsec.com

王秦豫 (010) 58067930wqy6308@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com