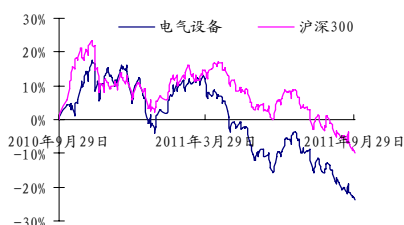




电力设备

2011 年 9 月 30 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
电力设备	-14.06%	-11.53%	-19.46%
沪深 300	-10.07%	-13.35%	-9.25%

代码	名称	6m%	YTD	评级
600406	国电南瑞	-0.11	-3.05	买入
002123	荣信股份	-25.8	-36.6	买入
002334	英威腾	-28.2	-32.8	买入
601616	广电电气	-16.8	-14.8	买入
600268	国电南自	-27.8	-27.5	增持
600312	平高电气	-40.8	-39.1	增持
002298	鑫龙电器	-19.6	-14.2	增持

颜彪

执业证书号: S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

关注拐点到来的预期, 布局高景气子行业

——电力设备 2011 年四季度投资策略

评级: 强于大市 (上调)

- **调整幅度收窄, 子行业分化明显。**年初以来, 电力设备跌幅达到 22.21%, 但三季度以来跌幅收窄, 走势略强于大盘。子行业分化明显: 高压一次设备的业绩下滑主要受到主干网投资规模下滑的影响, 中低压设备良好的表现源于农网改造的持续推进; 二次设备受到智能电网全面推进, 高景气度持续, 相关公司配电自动化业务开始放量, 智能变电站将进入大规模建设阶段; 随着节能减排的推进, 电力电子节能将获得更加普遍的应用。
- **继续关注拐点的预期。**乐观预计拐点将在四季度出现, 有四大支撑因素: (1) 未来 5 年包括特高压在内的电网投资将达到 2.1 万亿元, 在用电压压力下, 2012 年电网投资必然要大幅提升; (2) “淮南-上海” 特高压交流项目获得发改委核准, 预示特高压交流项目在推迟了近半年之久后, 重新开启; (3) 2010 年下半年国网中标价格趋稳且略有回升, 同时主要原材料价格也有下降的趋势, 毛利率拐点出现; (4) 估值水平达到新低, 风险充分释放。
- **四季度布局高景气度子行业。**“十二五” 国网配网投资将达到 7500 亿元, 配电网投资获得空前的重视, 中低压一次设备将会继续享受投资的拉动, 配用电自动化程度将显著提升。“十二五” 国网将新建 110kV 及以上智能变电站 5100 座, 改造 1000 座, 智能变电站智能化部分投资达到 630.8 亿元; 从国网前四次招标可以看出, 智能站的比例在不断提升, 建设进度加速明显。以节能电机、变频器、电能质量管理为代表的电力电子节能应用将为节能做出显著贡献, 另外采取合同能源管理的方式将推动相关节能设备的进一步推广。随着此次特高压交流项目获得发改委审批, 特高压板块基本面将迅速扭转, 景气度随之提升。
- **投资策略:** 我们认为电力设备板块景气度已经提升, 拐点预期强烈, 投资评级上调至 “强于大市”。四季度以下几类公司具备良好的投资价值: 一是受益智能电网和农网改造的配网自动化、变电站自动化设备商, 如国电南瑞、国电南自。二是受益特高压交流项目启动带来业绩预期显著增加的一次设备商, 如平高电气。三是受益农网改造的中低压设备商和受益节能减排的电力电子节能设备商, 如广电电气、鑫龙电器、荣信股份和英威腾。
- **风险提示:** 智能电网建设进度低于预期; 特高压交流项目建设进度低于预期; 估值继续向下调整的风险。

调整幅度收窄，子行业分化明显

年初以来（截止到 9 月 27 日），沪深 300 区间跌幅为 15.04%，但电气设备板块跌幅达到 22.21%，其中包括一次设备、二次设备、发电设备、电力电子和电机在内的子板块无一幸免，跌幅接近或超过 20%。

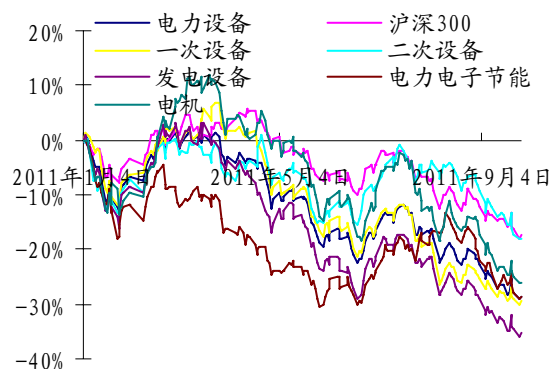
但从第三季度行情看，沪深 300 跌幅为 11.79%，而电气设备跌幅为 8.53%，领先大盘指数。细分行业中，发电设备子行业在 3 季度继续大幅下跌 11.94%；一次设备在三季度跌幅有所收窄，跌幅为 8.96%；二次设备也出现 7.27% 的下跌幅度；电力电子节能设备表现最好，在三季度跌幅仅 3.98%。

Figure 1 前三季度与第三季度电力设备板块涨跌幅比较（截止到 9 月 26 日）

成份区间涨跌幅	年初以来涨跌幅%	三季度区间涨跌幅%
沪深 300	-15.04	-11.79
电力设备	-22.21	-8.53
一次设备	-22.04	-8.96
二次设备	-19.24	-7.27
发电设备	-25.91	-11.94
电力电子设备	-26.32	-3.98
电机	-12.51	-8.92

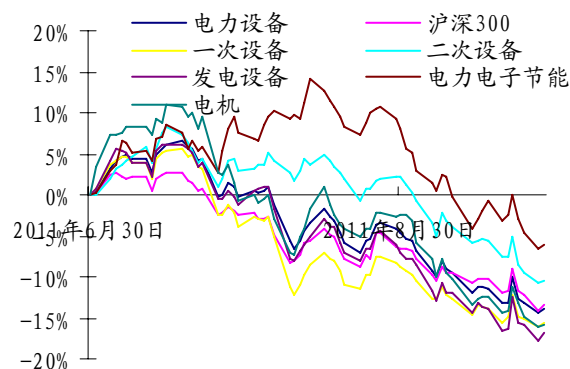
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 2 年初以来电力设备及细分板块走势图



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 3 3 季度电力设备及细分板块走势图



数据来源：wind、世纪证券研究所

板块深度调整的主要原因除了整个宏观市场影响外，电力设备行业景气度下滑导致行业内上市公司业绩出现大幅下滑是主因。

从 8 月底全部披露的中报业绩来看，整个电气设备板块 2011 年中期营收同比增长 15.94%，但净利润同比下降 1.93%，其中子行业分化明显：

一次设备营收同比增长 20.43%，但净利润同比下降 26.78%；二次设备收入同比增长 27.79%，净利润同比增长 27.71%；发电设备收入同比增长 12.59%，净利润同比增长 7.32%；电力电子节能设备收入同比增长 40.68%，净利润同比增长 44.71%。

Figure 4 电力设备板块 2011 年中期业绩比较

	营收同比增长%			净利润同比增长%		
	2010H	2011Q1	2011H	2010H	2011Q1	2011H
电力设备	21.85	21.77	15.94	23.52	11.77	-1.93
一次设备	20.9	18.59	20.43	13.3	-19.76	-26.78
二次设备	20.74	24.68	27.79	12.58	35.87	27.71
发电设备	21.79	22.81	12.59	36.55	24.95	7.32
电力电子设备	39.73	45.21	40.68	39.64	47.14	44.71
电机	38.57	21.58	17.22	0.31	41.43	14.72

数据来源: wind、世纪证券研究所

➤ 一次设备: 高压很受伤, 中低压仍表现良好

一次设备子行业在 2011 中期净利润同比下滑达到 26.78%, 相比较 2011 年一季度 19.76% 的下滑幅度, 降幅扩大。但仔细分析, 高压 (含超高压、特高压, 下同) 一次设备从 2011 年一季度开始就出现营收与净利润双降的情况, 而中低压一次设备和电线电缆虽然毛利率也有所下滑, 但净利润同比仍有所增长。

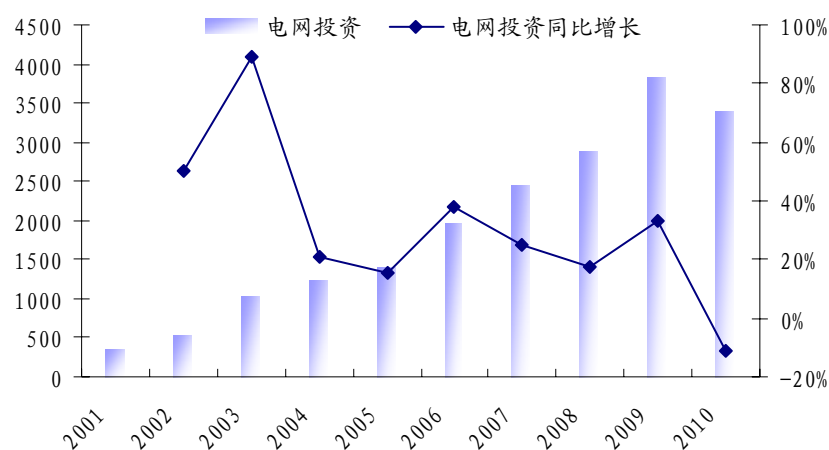
Figure 5 一次设备子行业 2011 年中期业绩比较

	营收同比增长%		净利润同比增长%		毛利率%	
	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H
一次设备	20.9	20.43	13.3	-26.78	22.02	18.62
一次高压	12.07	-10.77	13.07	-54.88	23.83	21.43
一次中低压	22.86	29.31	8.52	8.87	25.81	22.41
一次电线电缆	53.8	76.54	27.46	22.7	15.37	13.61

数据来源: wind、世纪证券研究所

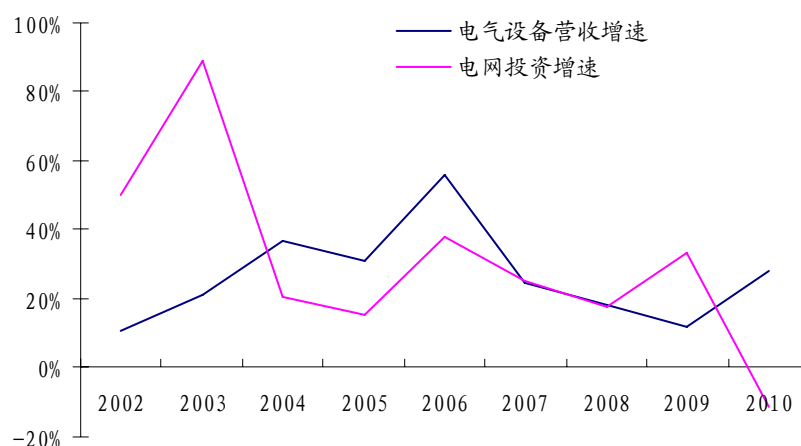
高压一次设备的业绩下滑主要受到主干网投资规模下滑的影响。2010 年我国电网投资规模为 3410 亿元, 同比下降 11.36%。考虑到订单执行周期和进度, 电网投资增速的下降对相关公司业绩增速造成不利影响, 事实上从 2010 年相关公司披露的年报业绩可以看出。

Figure 6 我国历年电网投资及其增速 (单位: 亿元)



数据来源: 中电联、世纪证券研究所

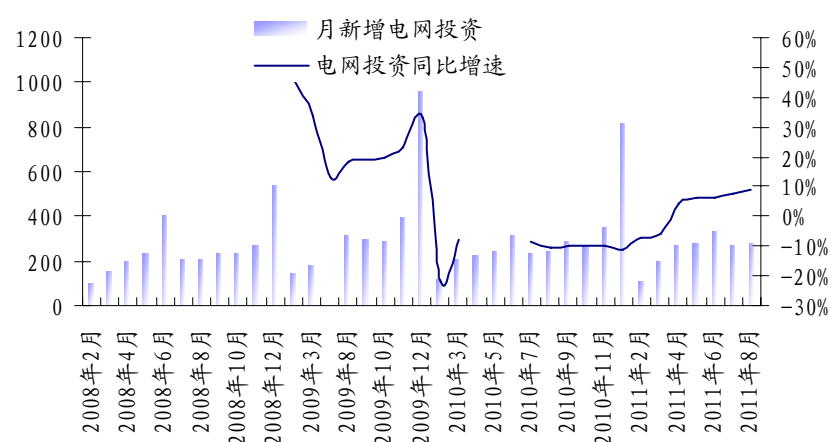
Figure 7 电气设备行业增速与电网投资增速比较



数据来源：中电联、wind、世纪证券研究所

根据中电联预计，2011 年电网投资将达到 3500 亿元，同比仅增长 2.64%；2011 年 1-8 月电网投资为 2098 亿元，同比增长 8.74%，电网投资累计增速延续 4 月起正增长的趋势。但在既定的电网投资规划下，我们认为四季度电网投资增速依然难有超预期表现。

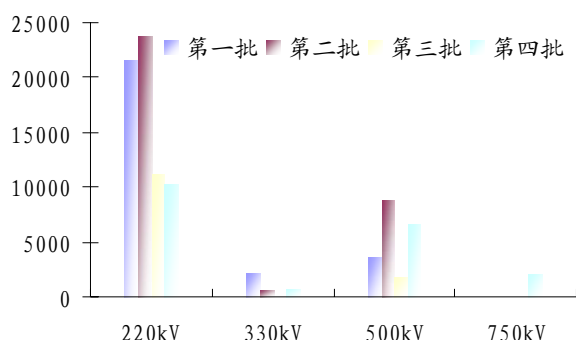
Figure 8 月新增电网投资及月累计电网投资同比增长（单位：亿元）



数据来源：中电联、世纪证券研究所

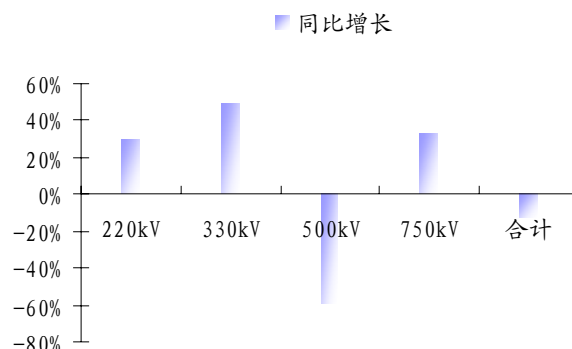
从 2011 年国网前四批主设备招标的统计数据可以看出，变压器、断路器招标总量均出现下滑。以变压器为例，前 4 批 220kV 及以上变压器招标量同比下降 12.5%，其中 220KV 需求旺盛，同比增长 29.8%，但 500kV 变压器同比下降 59.2%。

Figure 9 国网 2011 年前四次变压器招标情况 (单位:MVA)



数据来源: 国家电网、世纪证券研究所

Figure 10 国网前四次变压器招标同比变化



数据来源: 国家电网、世纪证券研究所

中低压设备业绩与市场表现明显好于高压设备, 主要原因一方面是由于农网改造的持续推进, 带来相关公司订单的稳定增长; 另一方面轨道交通、石化、机场等基建投资平稳增长, 不受主干网投资的影响, 导致配网设备需求稳定增长。

2011 年 5 月 16 日, 发改委发布了《关于实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》。我们认为, 该意见的发布标志着农网升级改造正式进入实施阶段。在新一轮农网升级改造获发改委批准后, 将开始大力执行。

“十一五”期间, 国网投资 3075 亿元进行农网建设和改造, 南方电网投资 691 亿元的农网改造资金; 而“十二五”期间, 国网拟投入 4200 亿元, 南网拟投入 1116 亿元, “十二五”合计投入的农网资金达 5316 亿元, 比“十一五”期间增长 40.78%, 年均投资超过 1000 亿元。

Figure 11 “十一五”和“十二五”农村电网投资情况 (单位: 亿元)

	十一五	十二五	同比增长
电网投资	14550	21000	44.33%
其中: 国网	12000	17000	41.67%
南网	2550	4000	56.86%
农网投资	3766	5316	41.16%
其中: 国网	3075	4200	36.59%
南网	691	1116	61.51%

数据来源: 国家电网、南方电网、世纪证券研究所

➤ 二次设备: 高景气度持续

二次设备中控制保护类设备与电表设备受到智能电网全面推进的影响, 高景气度持续。

2011 年中期控制保护设备收入整体增长 23.9%, 而净利润同比增长

达到 42.98%，主要来自于毛利率的提高。而电表设备收入增速达到 44.38%，而净利润增长仅为 28.81%，主要原因是前期竞争激励导致执行订单毛利率的大幅下降。

Figure 12 二次设备子行业 2011 年中期业绩比较

	营收同比增长%		净利润同比增长%		毛利率%	
	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H
二次设备	20.74	27.79	12.58	27.71	32.34	30.78
二次控制保护类	22.11	23.9	39.54	42.98	34.81	35.61
二次电表类	37.18	44.38	21.9	28.81	39.28	31.42
二次电源类	12.2	24.29	-31.76	7.16	25.05	23.55

数据来源：wind、世纪证券研究所

配电自动化开始放量。2009 年 9 月，国家电网在北京、杭州、厦门、银川 4 个重点城市启动第一批配电自动化试点工程建设，于 2010 年年底全部建成，并通过工程验收。第二批试点工程安排在北京、上海等 23 座重点城市的核心区域新建或扩大配电自动化试点，一是继续开展第一批 5 座城市中的 4 座试点城市的二期工程，实现分布式电源接入、配电网高级应用等功能；二是选择上海、青岛等 19 座重点城市开展配电自动化建设，上述试点工程建设时间为 2010 年 1 月至 2012 年 12 月，目前建设进度符合预期。

目前参与到配电自动化领域的公司主要有国电南瑞、国电南自、许继电气、积成电子、科大智能和四方股份，从 2011 年中期业绩来看，这些公司相关业务均出现放量增长。

Figure 13 相关公司 2011 年中期配电业务业绩情况

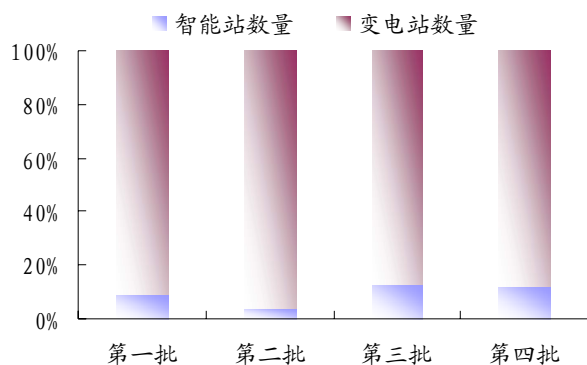
上市公司	业务	2011 年中期收入（百万元）	同比增速	毛利率
国电南瑞	农网/配电自动化	190.87	139.3%	37.64%
许继电气	配网产品	348.22	33.4%	39.81%
积成电子	配网自动化	57.51	32.2%	46.71%
科大智能	配电自动化	36.47	158.0%	59.29%
四方股份	配网自动化	4.26		59.46%

数据来源：wind、世纪证券研究所

智能变电站试点结束，将进入大规模建设阶段。按照国家电网的规划，2009 年至 2010 年为规划试点阶段，分别进行了第一批和第二批智能变电站试点项目，包括新建和改造项目共 74 座。

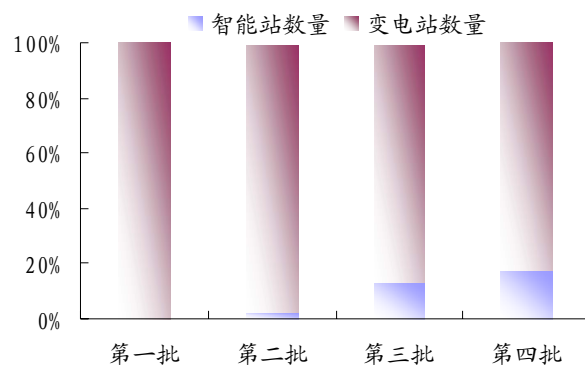
智能变电站设备中一次设备投资约占 20-25%（主要包括变压器、GIS、传感器等），二次设备投资占 5-10%（主要包括监控设备和保护类设备）。从国家电网主设备招标情况看，智能变电站中二次设备占比显著高于一次设备，同时从试点项目全面转向非试点项目，特别是从第三批开始有放量的趋势。

Figure 14 智能变电站保护类设备中标情况



数据来源：国家电网、世纪证券研究所

Figure 15 智能变电站监控类设备中标情况



数据来源：国家电网、世纪证券研究所

南瑞继保、国电南自、深圳南瑞、四方继保、许继电气等公司在智能变电站监控和保护领域占据优势，未来市场的扩大将使龙头显著受益。

➤ 电力电子节能设备：需求旺盛

“十一五”期间，全国单位 GDP 能耗下降 19.1%，基本完成预定目标，带动了包括电力电子节能设备在内的行业需求。

2011 年中期电力电子节能设备收入增速达到 40.68%，净利润达到 44.71%，毛利率更是达到 43.58%。

随着节能减排的推进，传统方式节能的难度加大，电力电子节能将获得更加普遍的应用，我们认为相关设备商将继续面临旺盛的需求。

Figure 16 电力电子节能设备 2011 年中期业绩比较

	营收增长率%		净利润增长率%		毛利率%	
	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H
电力电子设备	39.73	40.68	39.64	44.71	40.89	43.58
合康变频	15.13	58.83	9.79	35.25	25.90	22.05
九洲电气	20.81	48.99	29.05	9.65	8.88	6.61
智光电气	17.72	9.53	45.46	1.95	6.56	6.40
汇川技术		80.70		92.28	32.03	34.16
英威腾	67.48	40.00	78.82	30.28	20.31	18.33
新时达		44.53		62.17	15.88	17.99
荣信股份	53.02	34.14	41.71	31.84	17.37	16.51
和顺电气		-4.68		-16.76	23.26	20.31
恒顺电气		13.92		23.09		22.59

数据来源：wind、世纪证券研究所

继续关注拐点的预期

电力设备板块在经历了前三季度深度调整之后，我们继续坚持中期策略的观点：拐点预期乐观预计在四季度出现，中性情景在 2012 年一季度出现。

➤ 电网投资在 2012 年重回高增长

电力设备的需求主要来自于电网投资的拉动，而电网投资受到电力需求的影响，而目前的“电荒”的蔓延更是倒逼电网的建设进程。

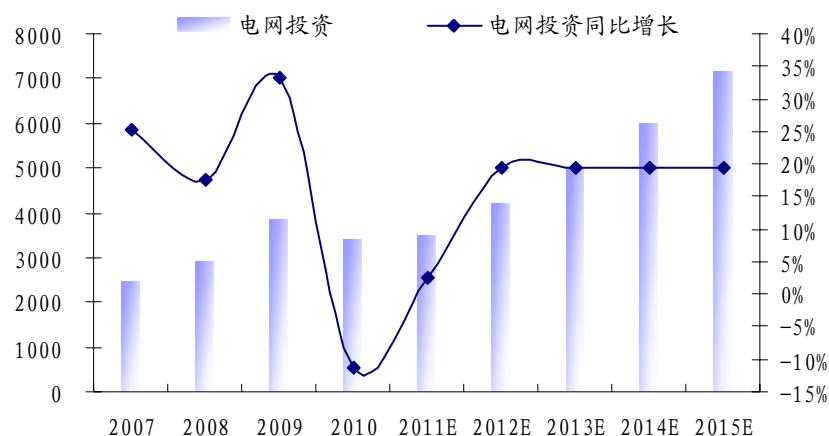
国网预计，2015 年全国装机容量将达到 14.7 亿千瓦，“十二五”期间年均增长 8.9%；2015 年全社会用电量将达 6.3 万亿千瓦时，“十二五”期间年均增长率分别为 8.6%。

未来 5 年包括特高压在内的电网投资将达到 2.1 万亿元，在今年电网投资目标既定的情况下，未来 4 年年均电网投资额为 4375 亿元，从电网投资总量上看，我们认为从 2012 年开始，电网投资将重回高增长阶段。

2011 年 1-8 月，电网投资达到 2098 亿元（占电力投资比例为 46.7%），完成全年目标的 60%，根据每年电网投资的特点，虽然四季度投资比例将显著提升，但年内超额完成任务的可能性较小。

在用电压力下，2012 年电网投资必然要大幅提升，从电网投资的角度，我们谨慎认为今年四季度难以出现拐点，明年一季度成为拐点的可能性较大。

Figure 17 我国电网投资及其增速预测



数据来源：中电联、国家电网、南方电网、世纪证券研究所

注 1：4 月 22 日举行的智能电网及特高压论坛上，国网能源研究院权威专家表示，国家电网“十二五”期间将投资约 2.55 万亿用于电网建设，其中将有 5000 亿元用于特高压电网线路的投资，5000 亿元用于配电网线路的投资。

2011 年 5 月 19 日-20 日中国能源战略高层论坛上，国家电网公司副总经理舒印彪表示“十二五”期间规划投资电网 1.7 万亿元；南方电网在 2011 年工作会议上表示，“十二五”期间电网投资约为 4000 亿元。

2011 年 9 月 27 日国网副总经理舒印彪在 2011 年智能电网国际论坛上表示，“十二五”期间，国网电网投资达到 1.5 万亿，其中输电和配电投资各占 50%。

➤ 特高压交流项目重新开启

由于“晋东南-荆门”特高压交流项目未能实现 500 万 kW 输电功率而受到质疑，导致年初规划的交流项目进度严重滞后。

8 月底，“晋东南-荆门”特高压交流试验示范工程进入第二次停电施工阶段，预计 11 月底完成扩建工程，届时送电将达到 500 万 kW，如果其扩展工程取得成功，特高压交流项目将进入大规模建设期。

9 月 28 日，国家电网公司副总经理舒印彪表示，“淮南-上海”特高压交流输电示范工程项目已经获得国家发改委的核准，这预示着已经写入“十二五”规划的特高压交流项目在推迟了近半年之久后，终于重新开启。目前，“淮南-上海”特高压交流项目已经完成了土建招标，10 月 1 日之后将动工建设。

同时，国家能源局成立“十二五”电网规划领导小组，并在 9 月 15 日举行首次工作会议，“十二五”电网规划拟于明年 3 月前形成并上报国务院，届时将进一步明确特高压交流线路的建设进程。

特高压交流项目的重新开启对特高压一次设备商形成利好。以“淮南-上海”特高压交流项目为例，我们预计需要 30 个 GIS 间隔和 15 台变压器；以最有可能接下来核准的项目“锡盟-南京”特高压交流项目为例，我们预计需要 45 个 GIS 间隔和 24 台变压器。这将对平高电气、特变电工和中国西电带来实质性利好。

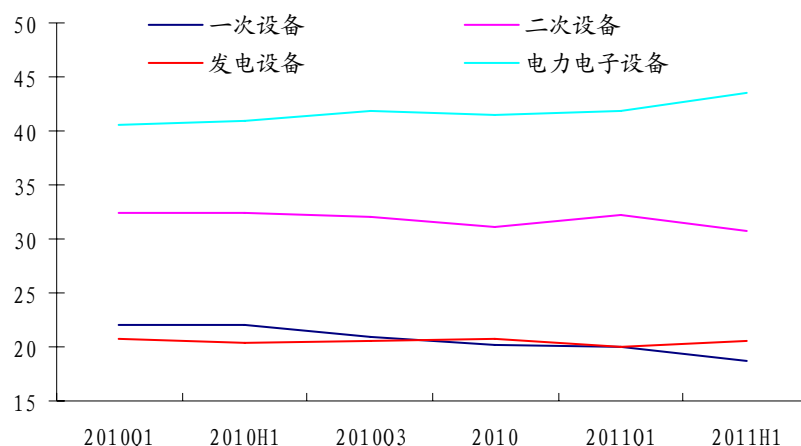
➤ 毛利率拐点已经出现

上半年一次设备毛利率的下降主要来自于两方面：一是钢材、铜、铝等大宗商品价格的上涨；二是来自于 2010 年最低价中标规则和产能过剩导致的价格战。

随着 2010 年下半年国网中标规则改为平均价中标，一次设备中标价格趋稳，2011 年上半年略有回升；同时主要原材料价格也有下降的趋势。因此，我们认为这两方面的好转将明显有利于一次设备毛利率的回升，乐观预计 2011 年四季度将是一次设备毛利率的拐点。

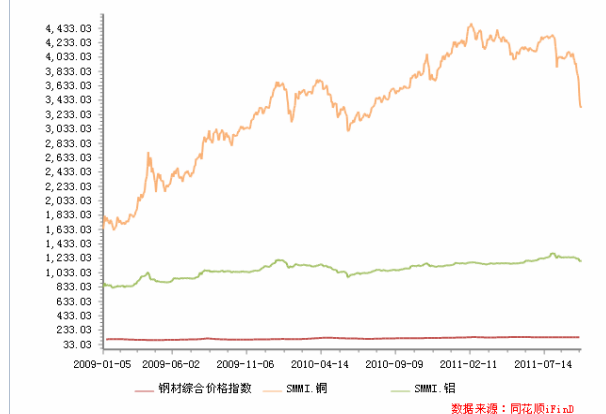
二次设备毛利率总体上较为平稳，主要原因是需求旺盛，此外行业集中度较高，竞争相对缓和，毛利率预期仍将保持目前平稳的趋势。

Figure 18 细分行业毛利率变化趋势 (单位: %)



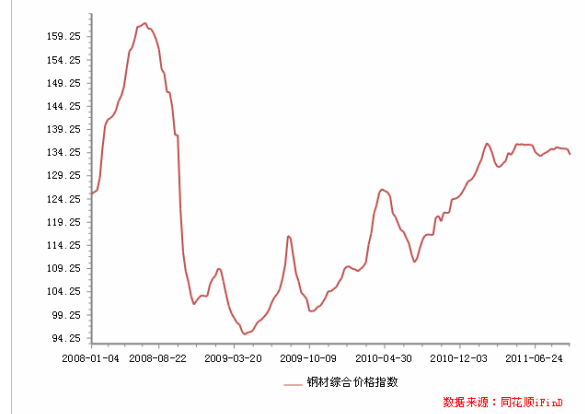
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 19 铜铝价格走势



数据来源: 同花顺 iFind、世纪证券研究所

Figure 20 钢材价格走势



数据来源: 同花顺 iFind、世纪证券研究所

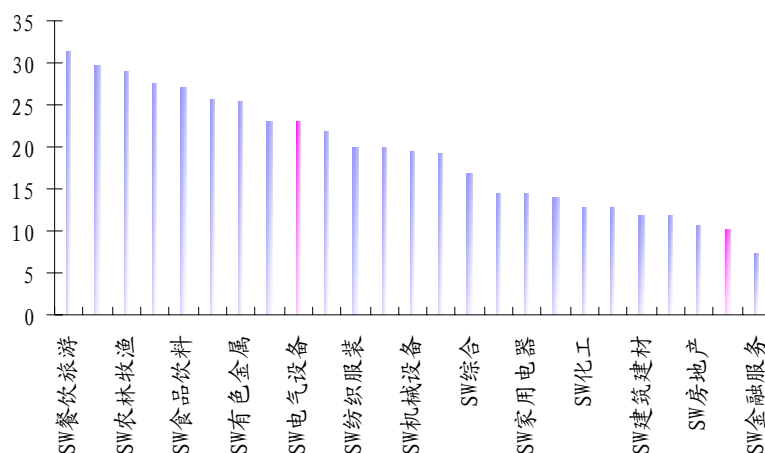
➤ 估值水平达到新低

截止 2011 年 9 月 27 日, 基于一致预期的沪深 300 的 PE 为 10.23 倍, 电力设备板块估值为 23.12。细分行业来看, 一次设备为 25.32 倍、二次设备为 32.26 倍、发电设备 18.66 倍、电力电子设备 33.12 倍。

根据申万行业分类来看, 电气设备及其子行业输变电设备、电气自控设备、电源设备目前估值均达到两年以来新低, 而且低于 2010 年 7 月股指低位时的估值。

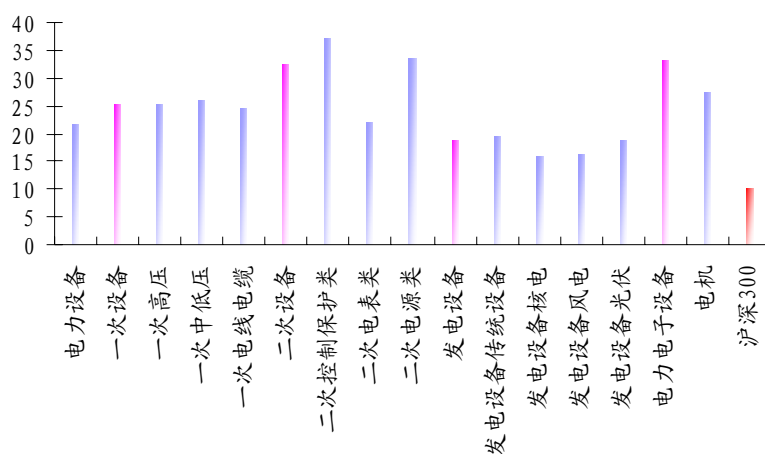
结合电网投资增速的转变预期、特高压启动的迹象、智能电网和节能减排的大力开展以及毛利率拐点的形成, 我们有理由相信 4 季度电气设备行业将迎来业绩的拐点, 而且经过前三季度的调整, 估值压力已经充分释放, 结合我们对拐点的预期, 我们认为四季度将成为电力设备较好的投资阶段。

Figure 21 申万各行业估值比较 (截止日 2011 年 9 月 27 日)



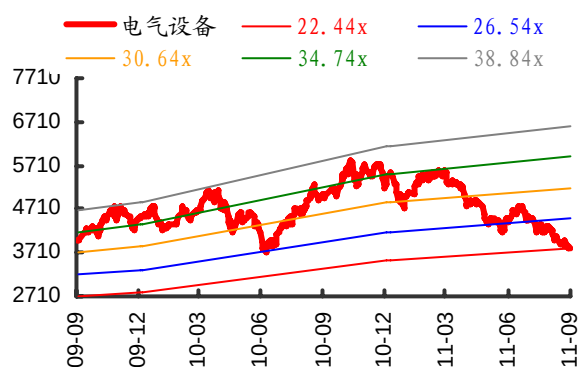
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 22 电力设备各子行业估值预期 (截止日 2011 年 9 月 27 日)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 23 近两年电气设备 PE-Band 走势 (截止 9 月 27 日)



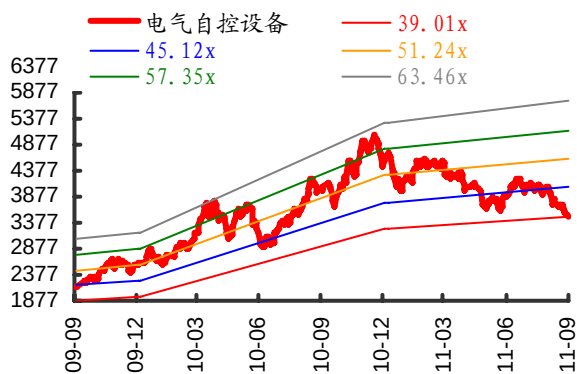
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 24 近两年输变电设备 PE-Band 走势 (截止 9 月 27 日)



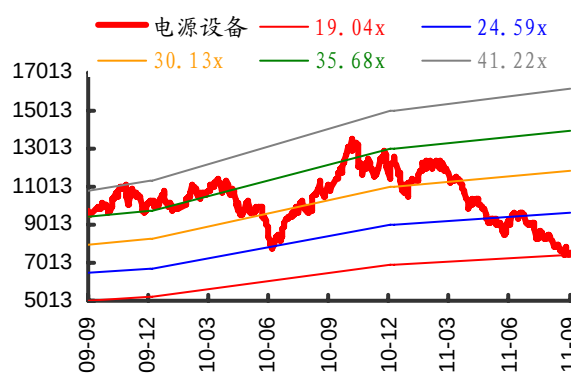
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 25 近两年自控设备 PE-Band 走势 (截止 9 月 27 日)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 26 近两年电源设备 PE-Band 走势 (截止 9 月 27 日)



数据来源: wind、世纪证券研究所

四季度布局高景气度子行业

➤ 配网: 大规模投资带来旺盛需求

“十二五”期间, 国家电网在智能电网中电网建设以及智能化方面的投资共为 1.5 万亿元, 其中对配电网建设的投资额占 50%, 并且配电网投资额中对农网建设的投资额又占 50%。由此, 可以计算, 国网“十二五”配网建设投资将达到 7500 亿元, 而配网中农网投资占比为 3750 亿元, 这一投资规模正好配合了新一轮农村电网改造升级工程。

配电网投资获得空前的重视, 将带来两方面投资机会: 一是中低压一次设备将会继续享受投资的拉动, 二是配用电自动化程度将显著提升。

中低压一次设备中如中低压开关、箱式变电站、非晶合金变压器等将充分享受农网大规模投资。但配网设备存在区域竞争的特点, 市场拓展能力强、营销网络发达的生产商将占据先机。

配用电自动化程度将显著提升。根据国家电网公司 2010 年 9 月出台的《国家电网公司“十二五”电网智能化规划》, 国家电网用电环节智能化总投资 782.10 亿元, 配电环节智能化总投资(不含配电环节智能化通信系统的建设投资)296.90 亿元, 根据南方电网的投资规模推算“十二五”两网配用电自动化合计投资 1348 亿元。

我国目前配网较为薄弱, 城市配网自动化率不足 10%, 而国外配网自动化的比例达到 60%-70%, “十二五”配网特别是农网巨额投资将使配用电自动化程度显著提升。

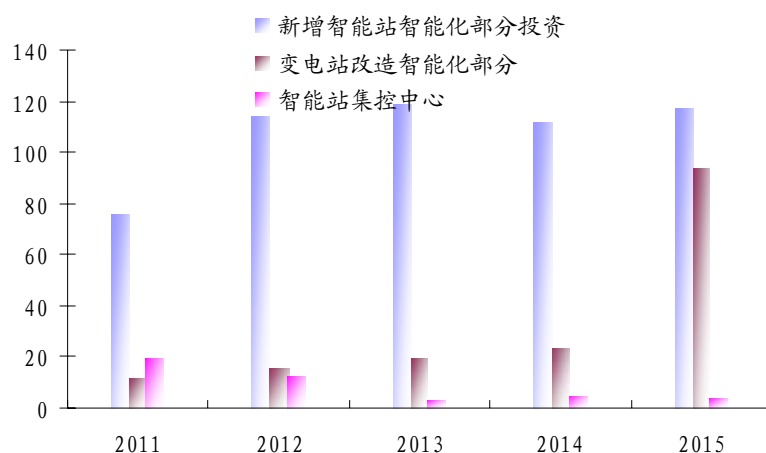
由于国内配用电设备企业市场集中度较高, 基本被国电南瑞、国电南自、南瑞继保、许继电气、四方股份、积成电子等企业瓜分, 龙头企业受益较为明显。

➤ 智能变电站建设加速

2009-2010 年国家电网已经建成 110kV 及以上智能变电站 18 座, 在建 56 座。根据建设规划, 国网在“十二五”期间准备再新建 110kV 及以上智能变电站 5100 座, 智能变电站改造 1000 座, 合计 6100 座; 到 2015 年, 新建智能变电站达到 5182 座, 其中 110kV 智能变电站 3710 座, 公司经营区域 110kV 及以上电压等级智能变电站占总座数的 30%。

根据投资规划, “十二五”期间新建智能变电站智能化部分投资约 537.6 亿元, 变电站智能化改造投资总计为 93.8 亿元。

Figure 27 国家电网“十二五”智能变电站投资规划 (单位: 亿元)



数据来源: 国家电网、世纪证券研究所

同时, 我国在智能变电站关键设备研制与技术标准体系构建方面不断填补空白, 目前国家电网制定了 15 项智能变电站标准, 申请专利 126 项, 形成了世界首个智能变电站系列技术标准。

国家电网召开的 2011 年年中基建工作会议暨智能变电站建设现场会, 更是强调全面开展智能变电站工程建设, 规范智能输变电工程建设, 完善智能输变电工程建设标准体系。

另外, 从国家电网前四次统一招标结果可以看出, 变电站中监控和保护类设备智能站的比例在不断提升, 而且从试点开始大面积转向非试点, 也从侧面印证了智能变电站加快建设的迹象。

从造价来看, 智能变电站设备投资显著高于传统变电站, 但由于节省土地、人力资源, 并且随着未来智能变电站标准化生产后, 其造价将与传统变电站相当, 从而加速其推广进程。

由于智能变电站刚开始起步, 标准还未完善, 具备先发优势的企业将率先受益, 如国电南自、国电南瑞、四方股份、许继电气等。

➤ 电力电子节能：节能减排的强大拉动

9 月份，国务院印发了《“十二五”节能减排综合性工作方案的通知》，到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗下降到 0.869 吨标准煤，比 2010 年下降 16%，比 2005 年 32%。

“十二五”期间节能形势与节能空间相对“十一五”期间更加严峻，传统方式节能的边际效应越来越小，而采用电力电子技术节能在“十一五”期间应用后，将获得更加普遍的推广。

我们认为，以节能电机、变频器、电能质量管理为代表的电力电子节能应用将为节能做出显著贡献，另外采取合同能源管理的方式将推动相关节能设备的进一步推广。

➤ 特高压交流建设重新起步

在“晋东南-荆门”特高压交流项目饱受经济性和安全性质疑后，后续扩建工程还未正式投运的情况下，第二条特高压交流项目——“淮南-上海”特高压交流项目正式获得发改委审批，标志特高压交流项目重新起步。

在经历了长达半年的项目延迟后，高压一次设备板块经历了深度调整，市场对特高压交流项目的建设期望一再落空。随着此次特高压交流项目获得发改委审批，我们认为特高压板块基本面将迅速扭转，设备招标将在 2011 年三季度开始，业绩贡献可在 2012 年部分实现。

根据业绩弹性的考量，我们认为平高电气、特变电工和中国西电将显著受益。

投资策略与公司推荐

我们认为四季度整个电力设备板块景气度显著提升：

一是电网投资的拐点预期强烈：

从电网投资规模上看，2011 年投资超预期的可能性较小，但 2012 电网投资将重回高增长轨道，从而带来电力设备板块基本面的改善。

从电网投资结构上看，投资重点向配网和电网智能化倾斜。“十二五”期间配网投资包括农网投资规模大幅增长，将带动中低压设备和配网自动化设备的需求；智能电网投资进入全面建设阶段，其中智能变电站、配电自动化和用电自动化占比将显著提升。

二是特高压交流项目重新启动。作为智能电网配套的特高压交流电网建设虽然迟到，但“十二五”期间 3000 亿元的特高压交流投资将成为高压一次设备企业的盛宴。

三是毛利率拐点即将出现。在经历价格战和需求萎缩后，电力设备企业特别是一次设备企业毛利率显著下滑，但随着竞争环境的好转和电网投资拐点到来，毛利率的拐点也即将出现。

四是板块估值已经处于近两年新低，风险极大释放。虽然目前 A 股市场仍面临较大不确定性，通胀压力依旧、外围市场债务危机升级，但电力设备板块估值风险已极大释放，继续大幅下行的概率降低。

综上分析，我们认为电力设备板块景气度已经提升，业绩拐点也将出现，投资评级上调至“强于大市”。

我们认为四季度以下几类公司具备良好的投资价值：

一是受益于智能电网和农网改造的配网自动化、变电站自动化设备商，如国电南瑞和国电南自。

二是受益于特高压交流项目启动带来业绩显著增加预期的一次设备商，如平高电气。

三是受益农网改造的中低压一次设备商和受益节能减排的电力电子节能设备商，未来需求增长明确，如广电电气、鑫龙电器、荣信股份和英威腾。

国电南瑞（600406）：

电网调度自动化稳定增长。上半年收入同比增长 61.32%，毛利率同比提高 2.2 个百分点。随着农网改造的推进，公司在县调、市调市场份额将同步提升，增长将保持稳定。

轨交自动化和充换电站业务将爆发。随着国网充换电站建设范围的扩展，以及轨道交通建设加快推进，我们认为下半年公司的轨道交通自动化和充换电站业务将出现显著增长。

订单同比快速增长。上半年公司新签订单 30.2 亿元，同比增长 68.81%，高额订单主要来自于智能电网投资的快速推进以及公司在智能电网建设、新能源并网、城市轨道交通、新能源汽车配套建设以及农网改造方面强大竞争优势。

资产整合将持续。公司已经竞购安徽继远及中天电力电子公司 100%，我们预计未来南瑞继保、南瑞稳控、北京科东等优质资产将陆续注入到上市公司当中。

盈利预测：不考虑资产注入的影响，我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85、1.45 和 2.15 元，考虑到智能电网持续推进和公司智能电网建设绝对优势，给予“买入”评级。

荣信股份 (002123):

三大业务均稳定增长。电能质量管理业务实现收入 4.19 亿元, 同比增长 2.02%, 毛利率 51.18%, 增加 6.76 个百分点; 电机传动与节能类业务实现收入 2.38 亿元, 同比增长 248.05%, 毛利率 64.22%, 增加 7.88 个百分点; 余热余压发电系统实现收入 1.59 亿元, 同比增长 18.74%, 毛利率 33.06%, 下降 0.12 个百分点。

订单大幅增长保证未来业绩。上半年新签订单 8.57 亿元, 同比大幅增长 41.19%, 其中公司本部和信力筑正新签订单分别为 5.67 亿元和 2.91 亿元, 同比分别增长 10% 和 213%。2010 年底公司尚未执行合同 14.55 亿元, 加上新签订单, 未来业绩增长将得到保证。

新业务期待放量。随着前期的培育, 新产品有望接棒高增长的大旗。SVG 对 SVC 的替代需求空间巨大; 大功率变频器替代国外产品的市场空间; 轻型直流输电工程、光伏、风电和有源滤波等新产品将获得广泛应用。

盈利预测: 我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73、1.05 和 1.42 元, 考虑到公司在电力电子领域强大的研发能力和新产品推广能力, 给予“买入”评级。

英威腾 (002334):

工控领域需求凸显, 公司全面进军工控一体化。在高端装备制造和产业升级的带动下, 工控系统需求凸显。公司通过打造战略发展矩阵, 全面进入工控领域。

变频器业务是中流砥柱。作为国内低压变频器龙头, 在产能释放后将抢占更多外商的市场份额, 我们预计未来 3 年复合增长率达到 30%; 防爆变频器将成为增长最快的业务: 随着徐州英威腾的设立和徐州中矿传动的收购, 公司加大了在防爆变频器领域的拓展力度, 公司未来将充分享受需求的增长; 中压和高压变频器在产能提升后, 将出现大幅增长。

并购业务盈利贡献将显著增加。御能动力成为目前并购业务中盈利能力最好的业务, 将极大提升公司伺服系统的收入贡献, 我们预计到 2013 年本部伺服+御能动力收入将达到 3.66 亿元, 收入占比达 17.3%。同时, 拟收购的中矿传动将有助于提高公司中高压变频器、防爆变频器和工控的整体实力。

盈利预测: 预计 2011-2013 实现的 EPS 分别为 1.38、2.03 和 2.90 元, 考虑到公司变频器业务、伺服业务的快速发展, 以及外延式扩张带来业绩高增长的预期, 给予“买入”评级。

广电电气 (601616):

元器件将获得快速增长。元器件业务上半年收入增长 30.08%，由于元器件具有较高的技术壁垒，国内高端市场基本由 GE、施耐德占据，公司代理的元器件收入占 60% 左右。2010 年 8 月，公司获得伊莱克斯 AEG 品牌的自主销售，预计 2011 公司的元器件收入增速将达到 50% 左右。

电力电子业务将成为新的利润增长点。公司的电力电子业务有高压变频器、光伏逆变器和有源滤波装置。公司的 25MVA 高压变频器在西气东输领域得到应用，实现进口替代；获得了多个油气输送站 7MW 及以上高原变频器订单；公司光伏逆变器主要为美国 AE 公司代工，上半年获得 350 套订单；有源滤波装置获得上海地铁 2500 万捆绑招标项目。我们预测电力电子业务今年增速有望达到 250%。

盈利预测：我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58、0.77 和 1.03 元，考虑到公司成套业务的稳定增长，元器件和电力电子业务的快速增长，给予“买入”评级。

国电南自 (600268):

电网自动化业务稳定发展。智能电网建设的推进带来该业务的稳定发展，上半年电网自动化产品新增订单 10.14 亿元，占比 46%，为业绩增长奠定基础。

积极布局智能一次设备。上半年智能一次设备实现订单 2 亿元，营业收入 1 亿元，同比增长 188%，其中电子互感器、上能变压器、在线监测均取得不俗的业绩。公司与 ABB 成立一次设备合资公司，开拓 12kV 电压等级开关柜、智能环网柜、箱式变电站等业务，填补国内智能一次设备的市场空白。随着智能电网和农网改造的推进，我们认为该业务将获得快速发展。

新能源及节能减排业务风生水起。该业务主要有高压变频器、静电除尘、风电自动化、光伏发电并网工程等，上半年实现营业收入 0.87 亿元，获得订单 3.54 亿元，同比增长 157.1%。其中中标变频器 79 套，6KV/3000KW 以上的变频开始投入使用；新组建的南自风电公司实现订单 0.43 亿元；太阳能业务实现订单 0.91 亿元，同比增长 241%。

盈利预测：我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.38、0.55 和 0.78 元，考虑到公司三足鼎立的发展战略，将充分享受各细分行业的高景气度，给予“增持”评级。

平高电气 (600312):

特高压交流项目重启带来业绩回暖。上半年公司 GIS 实现营业收入 8.51 亿元, 同比增长 94.59%; 毛利率转正达到 15.00%, 我们认为主要原因是上半年几台特高压 GIS 交货。随着“淮南-上海”特高压交流项目的启动, 预计该业务将带来业绩较大改善。我们预计“淮南-上海”和“锡盟-南京”项目将为公司带来 GIS 间隔约 30 个, 合计 30 亿元。

平高东芝依然陷入困局。上半年东芝平高实现净利润 1682 万元, 贡献投资收益 840 万元, 相比去年全年 136 万元的净利润水平已有所改善, 但毛利率和日元升值问题一直未能改善。

盈利预测: 我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 -0.01、0.12 和 0.22 元, 虽然预期今年仍处于亏损状况, 但随着特高压交流项目的启动, GIS 将带来业绩的显著改善, 业绩弹性空间较大, 给予“增持”评级。

鑫龙电器 (002298):

客户结构高端化。电气化铁路、高铁、城市轨道交通、市政工程(公路、桥梁、机场)、大型企业大型项目工程(中石油、中石化等)是业绩增长的发动机。另外, 农村电网的升级改造和智能电网进入大规模建设阶段, 带来新的需求。

元器件发展迅速。公司高低压元器件主要是真空断路器, 是募投项目之一, 实施主体为全资子公司-安徽森源电器以及低压电器公司。募投项目完成后, 将由对内配套开始外销, 我们预计毛利率达到 40% 左右。

进军电能质量管理和储能电池领域。公司与华腾开元合资成立优赛门斯, 借助于清华大学的技术支持, 进军电能质量管理领域; 借助 ZBB 储能技术和 PowerSav 电力电子技术, 进军储能电池领域。公司在主业发展稳健的基础上积极进行外延式发展, 将进一步发挥公司在电力电子技术领域强大的研发能力。

销售网络不断完善。公司目前在全国的销售网点超过 30 个以上, 销售人员从上市时的 100 人扩展到目前的 400 人。公司设立安徽鑫东, 可以加强华东及西北等地区营销网络, 我们预计公司营销网络将进一步完善。

盈利预测: 我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45、0.68 和 1.00 元, 考虑到公司积极外延式扩张和不断完善的销售网络, 给予“增持”评级。

Figure 28 重点公司估值及盈利预测

代码	公司	EPS			PE			9月29日收 盘价	评级
		2010	2011	2012	2010	2011	2012		
600406.SH	国电南瑞	0.90	0.85	1.45	79.75	41.04	24.06	34.88	买入
002123.SZ	荣信股份	0.80	0.73	1.05	59.70	27.47	19.10	20.05	买入
002334.SZ	英威腾	0.95	1.38	2.03	68.07	31.53	21.43	43.51	买入
601616.SH	广电电气	0.49	0.58	0.77	-	25.78	19.42	14.95	买入
600268.SH	国电南自	0.42	0.38	0.55	64.48	25.68	17.75	9.76	增持
600312.SH	平高电气	0.00	-0.01	0.12	3097.73	-830.00	69.17	8.30	增持
002298.SZ	鑫龙电器	0.26	0.45	0.68	59.07	28.93	19.15	13.02	增持

数据来源: wind、世纪证券研究所

风险提示:

1. 智能电网建设进度低于预期;
2. 特高压交流项目建设进度低于预期;
3. 估值继续向下调整的风险。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.