



证券研究报告·行业动态

防御性增长——一次设备

行业动态信息

市场需求具有防御性

一次设备市场需求来源包括电网建设、电源建设、市政工程、工业企业等，其中以电网、电网建设为主。基于我国能源类别与布局、经济发展、单位 GDP 能耗、电耗的科学预测，政府相关决策部门对我国“十二五”期间的电力工业投资有了一个初步的规划。“十二五”期间的电力工业投资还将保持年复合超过 10% 的增速，整个“十二五”期间的投资较“十一五”有 70% 左右的增长。总体而言，“十二五”期间，一次设备的主要市场——电源电网建设——有保障，需求具有防御性。在宏观环境处在困境中时，其防御性更加凸显。

成本回归促盈利增长

近期原材料价格出现了一些正面的信号，特别是变压器的取向硅钢片、铜线。随着 CPI 的见顶回落，企业的其他成本也处在缓解之中。总体而言，在原材料成本回归的环境下，一次设备行业的盈利会出现增长。

投资建议

我们判断，一次设备行业的需求具有防御性，原材料等成本回归相结合，板块业绩后续会出现**防御性增长**。配置上建议考虑特变电工、中国西电、平高电气。

特变电工：市场兼顾国内外，海外业务比例最高；成本方面缓解最明显。2011、2012 年 EPS 预测分别为 0.62 元和 0.80 元，建议买入。

中国西电：综合实力最强，2012 年业绩弹性可以非常大。2011、2012 年 EPS 预测分别为 0.05 元和 0.15 元，建议增持。

平高电气：特高压交流项目对其业绩拉动弹性最大，建议增持。

电力设备与新能源

上调

买入

徐超

xuchao@csc.com.cn

010-85130634

执业证书编号：S1440511080002

联系人：于振家

yuzhenjia@csc.com.cn

010-85156329

发布日期：2011 年 9 月 29 日

市场表现



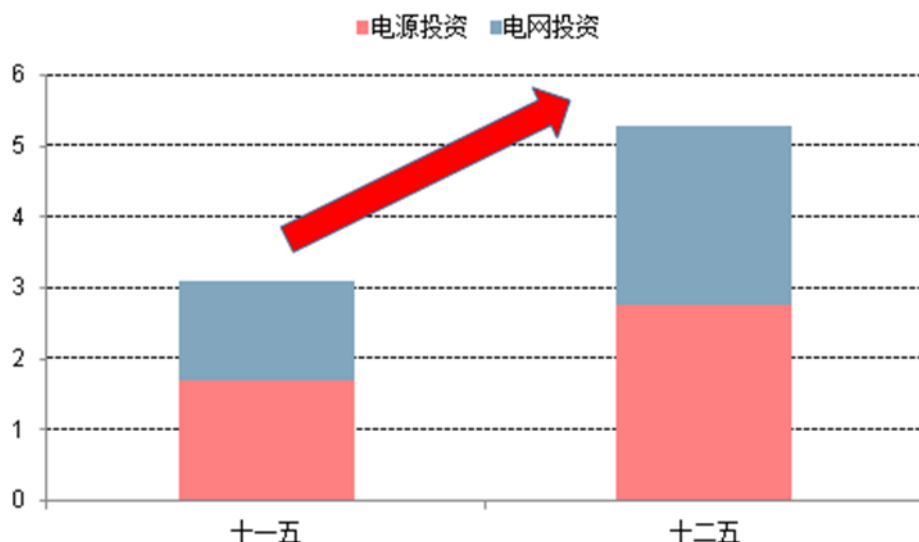
相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 11.09.16 | 电力设备与新能源：脱硝市场启动在即 |
| 11.08.29 | 电力设备新能源板块快报 20110829：亚玛顿 IPO 上会，关注秀强股份 |
| 11.08.09 | 电力设备：配网/农网设备企业会有多次业绩行情 |

市场需求具有防御性

一次设备市场需求来源包括电网建设、电源建设、市政工程、工业企业等，其中以电网、电网建设为主。基于我国能源类别与布局、经济发展、单位 GDP 能耗、电耗的科学预测，政府相关决策部门对我国“十二五”期间的电力工业投资有了一个初步的规划。“十二五”期间的电力工业投资还将保持年复合超过 10% 的增速，整个“十二五”期间的投资较“十一五”有 70% 左右的增长。

图 1: 电力工业投资规划估算



资料来源：中信建投研究发展部

“十一五”期间全国电力投资完成 3.1 万亿元，其中电源 1.7 万亿元，电网 1.4 万亿元，电源电网投资比例为 54:46。

根据中电联的相关数据，“十二五”期间，全国电源投资约为 2.75 万亿元，其中水电 5300 亿元，占总投资的 19%；抽蓄 1000 亿元，占 3.6%；煤电 8900 亿元，占 32%；燃气 330 亿元，占 1.2%；核电 4600 亿元，占 16.7%；风电等新能源发电 7300 亿元，占 26.5%。与“十一五”相比，风电的投资比重上升到第二位、仅次于煤电，核电投资规模加大接近水电。

为保证电源与电网更加协调发展，促进大型能源基地集约化开发和清洁能源的高效利用，“十二五”期间将继续加大电网投入，电网总投资约 2.55 万亿，包括两大电网公司和其他独立的地方小电网（陕西、山西、新疆等地）。按电压等级划分，1000 千伏交流工程投资约 2773 亿元，750 千伏投资 352 亿元，500/330 千伏投资 3566 亿元，220 千伏工程投资 6728 亿元，110 千伏及以下工程投资 9050 亿元，常规直流、背靠背及西电东送主网架工程投资 2988 亿元。

“十二五”期间，电网年度投资规模将保持在 5000 亿元左右，主要用于已有电网的改造以及中高电压等级线路与联网工程投资，其中 750 千伏以上网架投资将达到总投资规模的 25%，反应了我国电网不断扩大联网范围，地区间电力交换日益频繁，有利于在更大的范围内优化资源的配置与使用。



“十二五”期间，电网投资规模略快于电源投资规模的增长速度，电源电网投资比例为 52:48，将进一步促进电网和电源的协调发展。

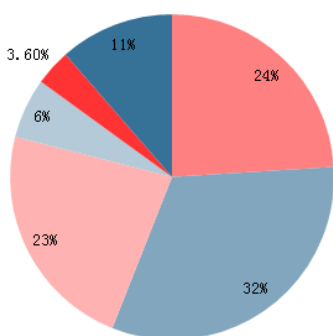
总体而言，“十二五”期间，一次设备的主要市场——电源电网建设——有保障，需求具有防御性。在宏观环境处在困境中时，其防御性更加凸显。

成本回归促盈利增长

一次设备的两大主设备：变压器和高压开关，其成本构成如下图所示。近期原材料价格出现了一些正面的信号，特别是变压器。

图 2：变压器成本构成

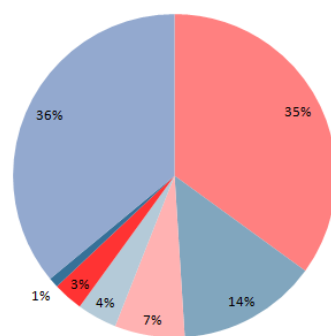
取向硅钢片 变压器油及配套件 铜线 钢板 绝缘纸板 其他



资料来源：中信建投研究发展部整理

图 3：高压开关成本构成

金属焊接件及部件 进口件 瓷件 有色材料 SF6气体、油漆 普通钢材 其他



资料来源：中信建投研究发展部整理

占变压器成本大头的硅钢片和铜线，价格走势如下图所示。取向硅钢片最新的价格已经回到去年年底的水平，并且接近 2010 年初以来的最低点，较今年的最高点已经下跌 20%左右。铜价今年年初以来一直维持高位震荡，近期开始了大幅下跌，最新价格较今年前 8 个月均价下跌了 25%左右。以目前的原材料价格测算，变压器成本较前 8 个月平均成本可以下降 12%左右。

图 4：取向硅钢价格走势（2010-1-1 至今）



资料来源：中信建投研究发展部



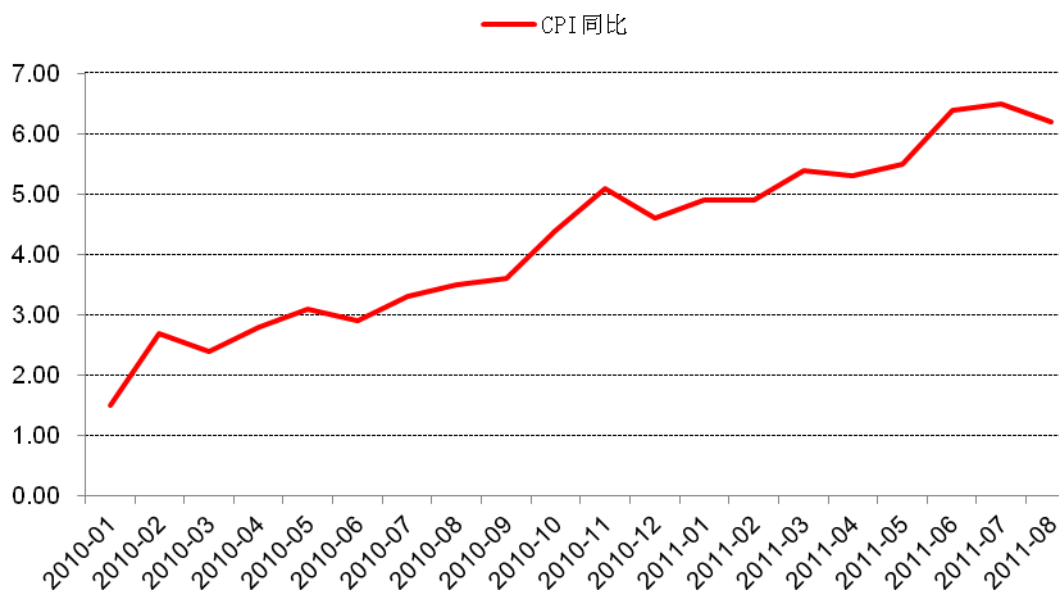
图 5:沪铜走势 (2010-1-1 至今)



资料来源: 中信建投研究发展部

今年以来, 一次设备行业还处在其他成本大幅上涨的压力之下, 包括人工成本、日常开支等。这些成本的上升与国内 CPI 持续攀升紧密相关。目前时点上, 我们的判断是: 通胀有顶, 后续会看到回落的情景。企业的其他成本也处在缓解之中。

图 6:通胀有顶

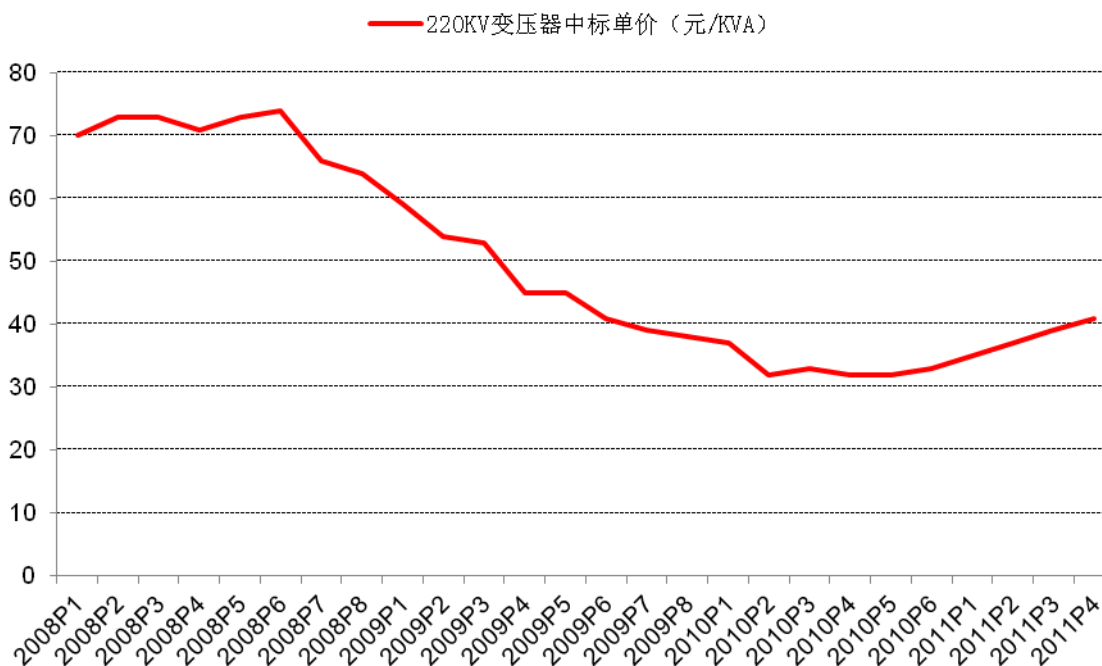


资料来源: 中信建投研究发展部

一次设备企业的一大重要客户是国家电网，相当部分的订单来自于公开招标。特变电工变压器业务中 30% 的收入来自于国网招投标，中国西电、平高电气的比例更高，特别是平高电气，国网供货占其收入比例超过 70%。国家电网的单子对行业的盈利形成一定的影响。

国网招标采取比较透明的方式，按照打分的方式进行，考虑因素包括技术、供货履历、价格等。2008、2009 年以来，招标一度价格恶性竞争，去年下半年以来，国网开始鼓励均价中标，行业价格开始了缓慢回升。

图 7: 国网中标价格回升



资料来源：中信建投研究发展部

总体而言，在原材料成本回归的环境下，一次设备行业的盈利会出现增长。



投资建议

我们判断，一次设备行业的需求具有防御性，原材料等成本回归相结合，板块业绩后续会出现防御性增长。配置上建议考虑特变电工、中国西电、平高电气。

特变电工：市场兼顾国内外，海外业务比例最高；成本方面缓解最明显。2011、2012 年 EPS 预测分别为 0.62 元和 0.80 元，建议买入。

中国西电：综合实力最强，2012 年业绩弹性可以非常大。2011、2012 年 EPS 预测分别为 0.05 元和 0.15 元，建议增持。

平高电气：特高压交流项目对其业绩拉动弹性最大，建议增持。



风险分析

大盘系统性风险

行业成本缓解有反复，总体上低于预期



分析师介绍

研究服务

徐超：清华大学学士、硕士，德国亚琛工业大学硕士，电力设备新能源行业分析师，4年证券行业经验；擅长行业和公司基本面分析；曾入围水晶球卖方分析师奖。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。