

电气设备行业 (2011-10-14)



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

寒冬中孕育新希望

-电气设备 2011 第四季度投资策略

投资要点:

- 火电设备-电荒依旧未改观, 关注政府政策动向:** 1-8月全国发电新增设备容量明显落后全国用电总量。我们预计今年完成电源投资3900亿元, 电网投资3700亿元。火电累计装机容量略低于去年的, 电荒仍在持续, 预计国家将通过调整产业上下游的价格要素来进行利润分配, 从而对火电行业补助。6月之后新增装机环比出现明显提升, 火电审批有加快的迹象, 另外行业整体的销售利润率同比有一定的提升, 我们看好今年四季度以及明年上半年的火电设备行业。另外关注脱硝政策带来的脱硝环保市场。
- 风电设备-行业正在经严冬, 洗牌后寻找新出路:** 我们看好风电, 有以下理由: 1) 在目前核电暂时停止审批, 内陆核电进展缓慢的情况下, 风电发展必然成为重中之重。2) 未来海上风电的发展前景可观。另外, 国际市场也是一个不容小觑潜在市场。3) 洗牌越凶狠, 将来的竞争对手越少, 市场空间也越大。4) 钕铁硼目前已经从高位回落, 湘电已经研制出了电励磁技术, 我们认为供需失衡只是螺旋式发展的自然产业周期, 所以目前的寒冬恰恰是一个投资风电企业的黄金时机。
- 核电设备-国家规划仍酝酿, 增速放缓前景难判:** 根据核电的建设周期特性, 一旦后续建设进度出现停滞, 受到影响最快的就是核电主设备, 然后再是核电辅助设备, 最后是核电上游材料。我们预计核岛设备最快明年就会受到影响, 而根据目前的在建核电站进度, 辅助设备企业和核上游材料企业至少还能维持两年的增长而免受停止审批的影响。我们调低2020的目标装机容量至“7000万千瓦投产, 3000万千瓦再建”, 相比目前已装机容量1000多万千瓦的现状仍有广阔的市场空间, 而装机高峰则在待AP1000完全成熟的2015年之后。
- 输变电设备-输电能力暴不足, 特高压明年提增速:** 在电荒的背景下, 仍有地区出现窝电现象, 这是由于国能源和负荷地理分布不均衡, 而新疆内蒙等地区向外输送能力不足, 弃电现象要重, 建设特高压是缓解电荒、窝电等结构性缺电现状最好的方式, 预计明年上半年国网投资开始提速。
- 投资策略:** 电气设备行业在上半年受到各种外围因素影响, 目前部分行业正处于寒冬之中, 但我们坚定看好各行业未来的发展前景, 相信寒冬中孕育着新的希望, 目前板块估值明显偏低, 我们给予行业“强于大市”评级。电源设备行业推荐: 东方电气(600875)、湘电股份(600416)、二重重装(601268); 输变电行业推荐: 特变电工(600089)、荣信股份(002123)、中元华电(300018)

行业评级: 强于大市

静态 PE (倍): 38.27

动态 PE (倍): 28.10

行业表现 (52 周)



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	-1.94	8.3	5.16
相对表现	-3.3	-6.59	-4.48

公司	评级	EPS		
		10	11E	12E
东方电气	强烈推荐	1.29	1.61	1.80
特变电工	推荐	0.86	0.60	0.80
荣信股份	推荐	0.80	0.74	1.07
湘电股份	推荐	0.77	0.48	0.78
中元华电	推荐	0.34	0.55	1.07

穆运周

执业证书编号: S0820210010027
电话: 021-32229888*3506
邮箱: muyunzhou@ajzq.com

相关报告

《在日核危机影响下的我国能源布局调整》-2011 年第二季度策略-2011-5-8
《电荒下的行业新格局》-电气设备 2011 下半年投资策略-2011-7-8

目 录

一、火电设备行业- 电荒依旧未改观，关注政府政策动向	3
1.用电量稳增，重工业增速加快.....	3
2.电源电网投资低于预期.....	3
3.供需失衡，电荒恐将继续.....	5
4.发电企业亏损困境需解.....	6
5.脱销政策-火电设备影响几何未知，催生新市场	7
6.火电设备上市公司盈利情况.....	8
二、风电设备行业-行业正在经严冬，洗牌后寻找新出路	9
1.风电洗牌，寻找出路.....	9
2.风电设备上市公司盈利情况.....	10
3.坚定看好未来风电行业发展.....	11
三、核电设备行业-国家规划仍酝酿，增速放缓前景难判	12
1.核电是否重新启动看两大规划.....	12
2.核电设备上市公司盈利情况.....	13
3.继续看好核电，为最佳替代能源.....	14
四、输变电设备行业-输电能力暴不足，特高压明年提增速	15
1.窝电现象严重，亟需特高压疏缓.....	15
2.特高压的建设是中国国情的需要.....	16
3.输变电设备上市公司盈利情况.....	17
4 加强电力需求侧管理，减少能源浪费	18
五、投资策略	19
图 1：2010 年到 2011 年轻、重工业用电量对比（单位：亿千瓦时）	3
图 2：发电新增设备明显落后全国全社会用电量（单位：亿千瓦时）	4
图 3：火电新增装机容量低于去年（单位：万千瓦） 图 4：电源电网投资预测（单位：亿元）	4
图 5：火电、水电利用小时数（水电同比下降）（单位：小时）	5
图 7：风电核电装机容量以及占总装机容量比.....	9
图 8：金属钨价格走势	11
图 9：国内风电装机容量预测	12
图 10：中国核电装机容量发展及规划假设情况.....	15
图 11：我国特高压建设规划图.....	16
表 1：用电供电分析	5
表 2：《火电厂大气污染物排放标准》（单位：mg/m ³ ）	7
表 3：三种脱硝工艺比较	8
表 4：火电设备上市公司年中盈利情况（百万元）	8
表 5：风电设备上市公司年中盈利情况（百万元）	10
表 6：核电设备上市公司年中盈利情况（百万元）	13
表 7：我国在建核电站	14
表 8：三纵三横一环网情况假设	17
表 9：输变电设备上市公司年中盈利情况（百万元）	17
表 10：重点公司EPS 预测与估值.....	20

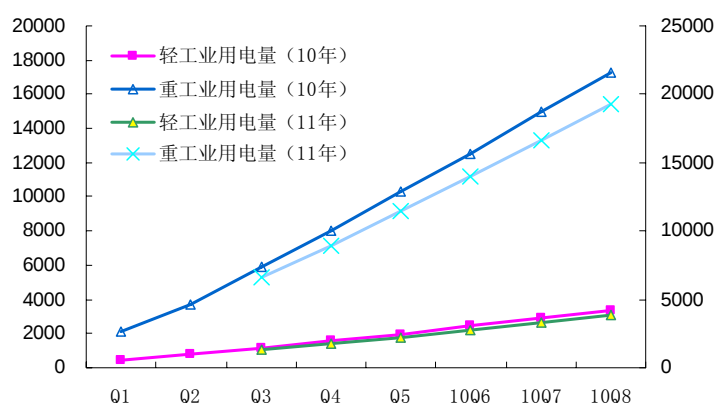
一、火电设备行业

— 电荒依旧未改观，关注政府政策动向

1.用电量稳增，重工业增速加快

中电联公布数据：1-8 月份，全国全社会用电量 31240 亿千瓦时，同比增长 11.89%，8 月份，全国全社会用电量 4343 亿千瓦时，同比增长 9.09%。1-8 月份，第一产业用电量 706 亿千瓦时，同比增长 4.70%；第二产业用电量 23439 亿千瓦时，同比增长 11.82%；第三产业用电量 3365 亿千瓦时，同比增长 14.60%；城乡居民生活用电量 3730 亿千瓦时，同比增长 11.43%。1-8 月份，全国工业用电量为 23067 亿千瓦时，同比增长 11.67%；轻、重工业用电量同比分别为增长 9.58% 和 12.09%。

图 1：2010 年到 2011 年轻、重工业用电量对比（单位：亿千瓦时）



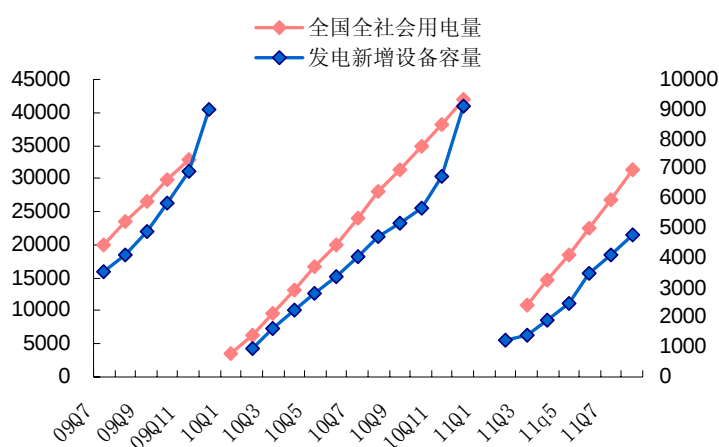
数据来源：中电联，爱建证券

用电量增长还是延续之前稳定增长态势，第二产业用电仍维持高位，其中重工业同比增长 12.09%，增速略有加快，1 至 8 月份，化学原料及制品业(化工)、非金属矿物制品业(建材)、黑色金属冶炼及压延加工业(钢铁冶炼)、有色金属冶炼及压延加工业(有色金属冶炼)四大重点耗能行业用电量合计 10187 亿千瓦时，同比增长 11.7%，占全社会用电量的 32.6%其中有色金属冶炼行业应是带动增速的主要因素，预计建材用电增速将继续回落。维持全年全国用电增速 12% 左右的判断。

2.电源电网投资低于预期

1-8 月份，全国电源工程完成投资 2098 亿元，其中水电 542 亿元，火电 660 亿元，核电 467 亿元，风电 397 亿元。全国电源新增生产能力 4784 万千瓦，其中水电 817 万千瓦，火电 3224 万千瓦，核电 109 万千瓦，风电 611 万千瓦。

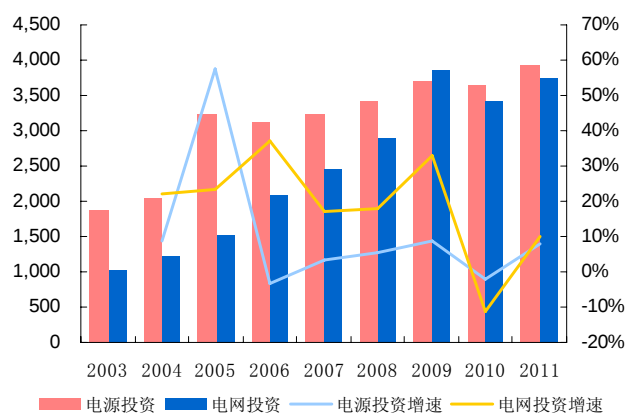
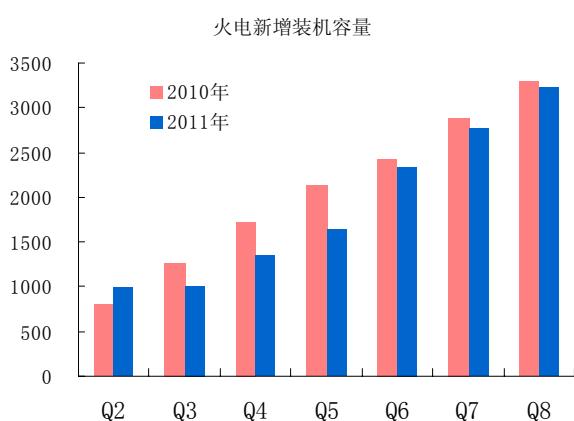
图 2：发电新增设备明显落后全国全社会用电量（单位：亿千瓦时）



数据来源：中电联，爱建证券

至 8 月份，累计电源投资同比增长 6.7%，累计电网投资同比增长 8.7%，总体增速比年初预期的要低，电源投资低于预期原因是火电风电投资明显不如去年，同比分别下滑 10.4%和 13.7%。我们在之前报告曾反映的高煤价导致火电投资意愿不强的现状仍未改观，上图看出发电新增设备容量明显落后全国用电总量。我们预计今年完成电源投资 3900 亿元，电网投资 3700 亿元。

图 3：火电新增装机容量低于去年（单位：万千瓦） 图 4：电源电网投资预测（单位：亿元）



数据来源：中电联，爱建证券

3. 供需失衡，电荒恐将继续

我们在之前的报告论述过电荒的实质是电力的供需不平衡，今年从供给和需求两方面，均对我国的供电系统进行了挤压，导致了多年罕见的供需极度失衡情况出现。

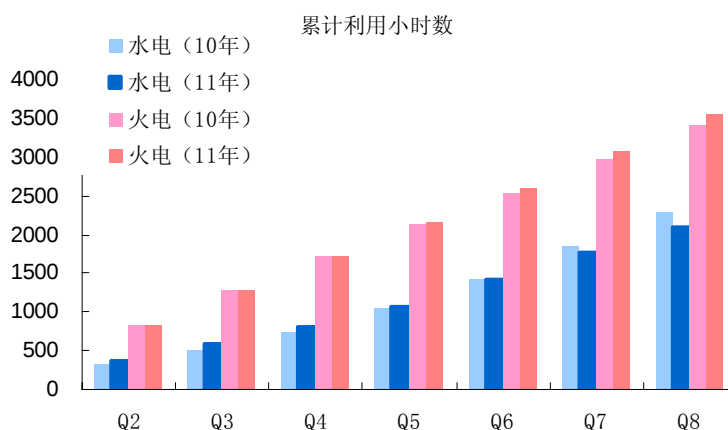
表 1:用电供电分析

用电和供电供需不平衡				
用电		供电		
用电量刚性增长	电价未市场化	新增装机容量	地区发电情况	电网输送情况
用电量随 GDP 增长而保持增长	销售电价迟迟不上调，导致重工业用电加速，高耗能企业不重视节能减排	新增装机容量放缓，未能跟上用电增速	“市场煤、计划电”，发电企业连年亏损，发电意愿不强	用电发电区域失衡，亟待特高压网络进行资源调配

数据来源：爱建证券

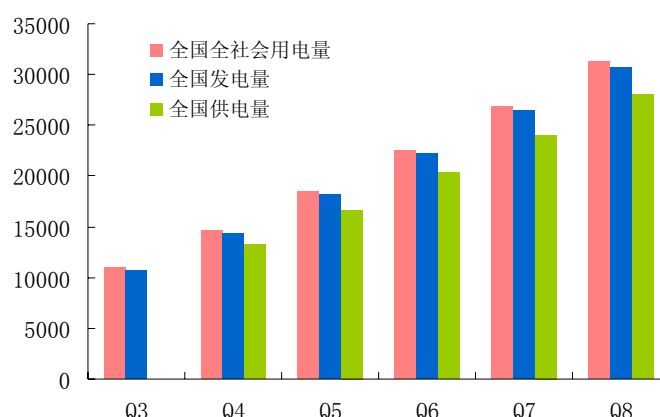
1-8 月份，全国规模以上电厂发电量 30733 亿千瓦时，比去年同期增长 13.0%。其中，水电 4105 亿千瓦时，同比增长 3.1%；火电 25401 亿千瓦时，同比增长 13.9%；核电 573 亿千瓦时，同比增长 24.0%。水电过了汛期之后利用小时数有所下降，高耗能产业增速反弹，外加进入供暖季对动力煤需求增加，预计火电企业仍将处于大规模的亏损状态。

图 5：火电、水电利用小时数（水电同比下降）（单位：小时）



数据来源：中电联，爱建证券

图 6：发电量，供电量和用电量之间的供电缺口（单位：万千瓦）



数据来源：中电联，爱建证券

上图可以看出发电量以及供电量明显低于全国用电量，我们预计电荒仍将继续，预计冬季用电缺口或达 3000 万千瓦。

4.发电企业亏损困境需解

中电联公布华能、大唐、华电、国电、中电投五大发电集团公司的电力业务，今年 1 至 7 月合计亏损 74.6 亿元，同比增亏 82.7 亿元。其中，7 月份电力业务亏损 9.8 亿元（上年同期为盈利 22.6 亿元），环比增亏 1.8 亿元。

虽然财政部数据显示五大发电企业均有盈利，不过我们推测其盈利大多来源于企业的其他业务，即使火电企业通过其他方法填补了火电发电的亏损，但产业已经进入不健康的区间，带来的后果是：火电企业新投资火电容量动力不足，逼迫中小火电地方火电破产，如五大发电集团其他业务出现亏损，企业将出现现金流等问题，从而影响全国电力供应安全。

我们的观点是：并非五大集团通过亏损来胁迫有关部门提高电价，而是目前火电行业现状的确“亚健康”。在目前通胀压力比较大的局势下，我们预计国家将通过调整产业上下游的价格要素来进行利润分配，从而对火电行业补助。（比如调低煤价、实现煤电联动或调高上网电价）。电荒是否能够改善，火电设备是否能重见天日，建议密切关注政府的政策变动。

我们支持加快电力市场化进程，认为电价仍有空间继续上调，而煤炭可能将会受到政府干预。市场化的电价使得电力企业进入正常的利润空间，改善缺煤停机、越发越亏，投资积极性不强等现状。

今年年初以来不少高耗能企业出现了较明显的反弹迹象，上调工业用电有利于节能减排和调整产业结构。

5.脱销政策-火电设备影响几何未知，催生新市场

近日环保部发布了新的《火电厂大气污染物排放标准》，相较2003年第二次修订的限值更为严苛，氮氧化物排放标准堪称“史上最严”。标准如下：

表 2：《火电厂大气污染物排放标准》（单位：mg/m³）

序号	燃料和热能转化设施类型	污染物项目	适用条件	限值	污染物排放监控位置
1	燃煤锅炉	烟尘	全部	30	烟囱或烟道 ⁽⁴⁾
		二氧化硫	全部	100 ⁽¹⁾	
				200	
				400 ⁽²⁾	
		氮氧化物 (以 NO ₂ 计)	全部	100 200 ⁽³⁾	
		汞及其化合物	全部	0.03 ⁽¹⁾	
2	以油为燃料的锅炉或燃气轮机组	烟尘	全部	30	
		二氧化硫	全部	100 ⁽¹⁾	
				200	
		氮氧化物 (以 NO ₂ 计)	燃油锅炉	100 ⁽¹⁾	
			燃气轮机组	200 120	
3	以气体为燃料的锅炉或燃气轮机组	烟尘	天然气锅炉及燃气轮机组	5	
			其他气体燃料锅炉及燃气轮机组	10	
		二氧化硫	天然气锅炉及燃气轮机组	35	
			其他气体燃料锅炉及燃气轮机组	100	
		氮氧化物 (以 NO ₂ 计)	天然气锅炉	100	
			其他气体燃料锅炉	200	
			天然气燃气轮机组	50	
			其他气体燃料燃气轮机组	120	

注：（1）新建火力发电锅炉执行该限制

（2）使用高硫煤地区的现有火力发电锅炉执行该限值

（3）2003 年 12 月 31 日前建成投产或通过建设项目环境影响报告书审批的燃煤锅炉执行该限值

数据来源：《火电厂大气污染物排放标准》

对于火电设备行业影响几何，我们的观点：最早需要执行该标准的为 2012 年新投火电机组，因补贴电价还未出台，其中还有 3 个月的缓冲期，补贴电价的高低直接影响火电新建机组利润，如补贴电价过低，将严重打击目前已经疲软的火电新建容量增速。我们预计补贴电价将采用分段式的补贴方式，因为不同地区不同新旧的电

厂，脱硝成本相差很大。总的来说，我们预计脱硝补贴将让企业满意，不会将企业逼入更加窘迫的境地。

虽然对火电企业影响几何还未知，但是对火电脱硝行业的利好是确定的。“十二五”期间，环保部明确新建火电项目要实现 80% 以上的脱硝效率。环保部预测，新标准实施后，到 2015 年，全国需要新增烟气脱硝容量 8.17 亿千瓦，共需脱硝投资 1950 亿元，2015 年需运行费用 612 亿元/年。到 2020 年，需要新增烟气脱硝容量 10.66 亿千瓦，共需脱硝投资 2328 亿元，2020 年需运行费用 800 亿元/年。现役的 7.07 亿千瓦火电机组中，90% 的机组需进行脱硝改造，加上“十二五”期间的 2.5 亿千瓦的新增机组，所带来的市场容量在 2600 亿元左右。

表 3：三种脱硝工艺比较

脱硝工艺	低 NO _x 燃烧	SCR	SNCR	低 NO _x 燃烧+SNCR
NO _x 脱除效率 (%)	30~50	80~95	30~50	60~75
建设成本 (元/kw)	15~30	200~300	50	65~80
运行成本 (元/kwh)	0	2	0.3	0.3

数据来源：爱建证券

此外，脱硝技术相应的催化剂市场也将是一个增长点，SCR 技术是脱硝领域的主流方法。因效率高而广泛的受到火电企业的使用，而催化剂在 SCR 装置成本中要占到 30%-50% 左右的比重。SCR 催化剂属于消耗品，平均每 3 年需更换一次，我们预计催化剂在“十二五”期间市场规模将达 500 亿元。目前上市公司中，前端脱硝的低氮燃烧企业包括龙源技术、燃控技术等；进行后端烟气脱硝的企业主要是九龙电力、龙净环保等。建议关注低氮燃烧技术的龙头企业龙源技术，SCR 催化剂的生产企业九龙电力。

6. 火电设备上市公司盈利情况

表 4：火电设备上市公司年中盈利情况（百万元）

证券简称	2010H 营业收入	2011H 营业收入	增长率	2010H 净利润	2011H 净利润	增长率	2011H 销售毛利率	2011H 销售毛利率
上海电气	13742.33	15680.00	14.1%	961.96	1160.32	20.6%	17.58%	18.5%
东方电气	9881.43	11569.71	17.1%	1763.63	2311.03	31.0%	17.87%	20.9%
杭锅股份	1600.51	1599.78	0.0%	217.08	177.29	-18.3%	23.31%	22.2%
华光股份	1516.52	1766.99	16.5%	76.98	75.22	-2.3%	15.95%	15.0%

资料来源：上市公司公告，爱建证券

注：为体现火电业务可比性，上海电气、东方电气营业收入为中报分行业中的“高效清洁能源”收入（包括火电成套设备，核电常规岛设备及燃机），净利润一栏中上海电气、东方电气为分行业的营业利润。

从主要的 4 家 A 股火电设备上市公司今年年报情况来看，行业总体是取得了稳健的增长，营收增长基本在 16% 左右，其中东方电气火电相关营业利润增长较快，主要受益于公司上半年海外市场订单出现较大增长，公司上半年出口项目约 16 亿美元，占总新增生效订单的 44.2%。

从之前中电联公布的火电新增装机数据来看，今年累计至 8 月的装机容量是略低于去年的，但是从走势上来看 6 月之后新增装机环比出现明显提升，火电审批有加快的迹象，另外行业整体的销售利润率同比有一定的提升，我们看好今年四季度以及明年上半年的火电设备行业。

二、风电设备行业

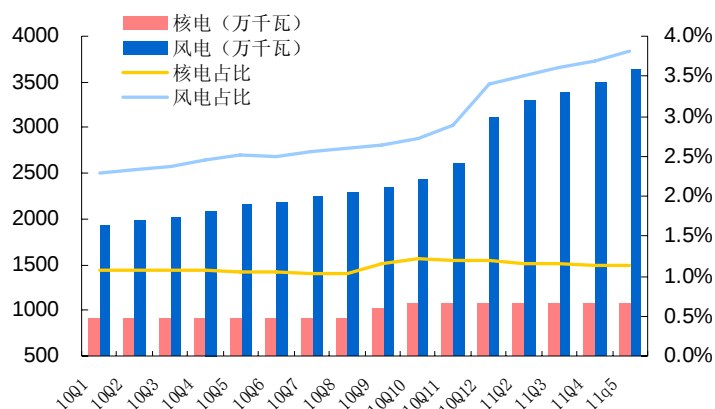
-行业正在经严冬，洗牌后寻找新出路

1. 风电洗牌，寻找出路

今年风电经过前几年飞跃式的发展之后终于歇下脚步，进入史以来最严酷的寒冬。今年是风电最困难的一年，风机价格持续下滑，库存持续增高，行业整体增速放缓的阴霾笼罩着整个行业。

风电行业目前的现状就是供需失衡，首先是上半年酒泉等地连续发生了多次风机脱网事故，国家收回了地方风电项目审批权，使得风机装机需求严重下降，一方面风机厂商达到 100 多家，竞争激烈，风电机组价格下跌严重，而需求减少导致库存增多，进一步恶化行业现状。上半年稀土价格暴涨 7 倍，使得以金风为代表的永磁直驱机组受到巨大成本压力；而祸不单行，国家最近又对风机的低电压穿越能力重新要求，明确规定未来风电机组必须具备低电压穿越能力，而运营商和制造商又得自掏腰包进行改造。

图 7:风电核电装机容量以及占总装机容量比



数据来源：爱建证券，中电联

2. 风电设备上市公司盈利情况

表 5：风电设备上市公司年中盈利情况（百万元）

证券简称	2010H 营业收入	2011H 营业收入	增长率	2010H 净利润	2011H 净利润	增长率	2011H 销售毛利率	2011H 销售毛利率
华锐风电	7547.16	5324.83	-29.4%	1273.86	658.63	-48.3%	22.5%	19.7%
金风科技	6304.79	5194.42	-17.6%	813.27	490.63	-39.7%	24.6%	21.2%
东方电气	4173.61	4241.93	1.6%	920.25	822.90	-10.6%	17.9%	20.9%
湘电股份	3235.09	3527.34	9.0%	127.55	118.69	-6.9%	18.8%	16.2%
上海电气	2356.86	2939.00	24.7%	384.17	426.16	10.9%	17.6%	18.5%
中材科技	1040.87	1110.67	6.7%	156.53	81.14	-48.2%	32.9%	22.2%
天奇股份	407.68	657.57	61.3%	32.69	56.25	72.1%	24.6%	26.1%
天马股份	1624.70	1671.96	2.9%	290.50	297.62	2.5%	31.9%	31.0%
华仪电气	760.23	697.94	-8.2%	50.20	38.99	-22.3%	19.1%	20.3%
华锐铸钢	604.42	472.85	-21.8%	62.27	20.19	-67.6%	20.7%	15.7%
天顺风能	230.95	390.42	69.0%	38.51	51.66	34.2%	29.3%	20.1%
泰胜风能	239.36	283.58	18.5%	62.99	24.22	-61.5%	36.1%	13.1%

资料来源：上市公司公告，爱建证券

注：为体现业务可比性，上海电气、东方电气营业收入为中报分行业中的“新能源”收入（包括风电、核电核岛设备），净利润一栏中上海电气、东方电气为分行业的营业利润。

为了分析风电行业具体景气程度，我们列举了一些以风电行业为主业的上市公司的中报情况，其中以华锐，金风，东电为首的国内主要的风机整机生产企业，净利润均出现下滑，其中老大哥华锐风电情况最惨，上半年实现营业收入 53.25 亿元，同比下降 29.45%；完成净利润 6.59 亿元，同比下降 48.30%。金风科技上半年实现营业收入 51.94 亿元，同比下降 17.61%；完成净利润 4.25 亿元，同比下降 45.05%。东方电气和上海电气由于其“新能源”业务包含核电核岛设备，数据情况稍好，但是从公司中报显示其风电业务均有一定程度的下滑。

接下来是以金风科技、天奇股份为主的风电叶片生产企业，天奇股份风电业务尚属发展期，销售收入主要来源于其它业务，且中报显示其风电业务毛利率下降 26.3%，而中材科技净利润和毛利率，显示出风电叶片行业竞争更为激烈，毛利率下滑现象严重。

以天马股份、华锐铸钢、华仪电气为主的风电零配件企业，日子也不好过，零配件行业不仅受到下游需求的萎缩，还受到上游原材料以及能源涨价的压迫，虽稍有议价能力，但是依然难逃下滑命运。天顺风能风塔 泰胜风能发动机塔架，因规模、地区等因素具有局限性，故业绩有升有降。

3. 坚定看好未来风电行业发展

从中报中可以看出风电行业整个产业链都面临寒冬，其中越下游的企业情况越糟，印证了此次风电行业的危机是由需求侧急速萎缩引起的，而洗牌洗得越厉害，将来能获得的市场空间则越大，度过寒冬，我们坚信仍能迎来春天。我们依然还是看好风电行业，有如下几个理由：

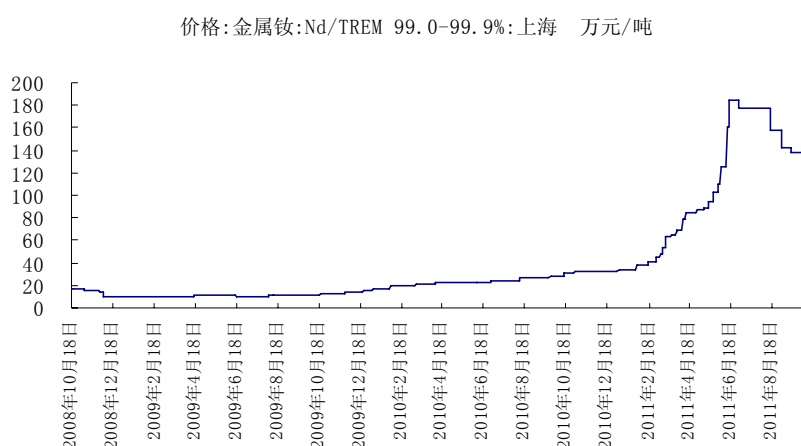
1) 2020 年碳排放目标确定了我国对于新能源行业发展的决心，在目前核电暂时停止审批，内陆核电进展缓慢的情况下，风电发展必然成为重中之重，风电行业不会开始走下坡路，而是进入一个稳健增长的区间。

2) 除了陆上集中式和分布式风电的并行开发外，未来海上风电的发展前景可观。据国家能源局方面的数据显示，我国目前已建成海上风电 13.8 万 kW。国家能源局组织招标的 100 万 kW 项目已准备开工，另外已有 130 万 kW 项目通过国家能源局审批。另外，国际市场也是一个不容小觑潜在市场，国内几大有实力风机制造商均已积极涉及国外市场。

3) 目前行业的窘境也是行业洗牌的自然过程，之前风电的急速扩张吸引了过多的资本进入，导致目前供大于求的局面，而在寒冬中，能够生存下来的企业，必定是先前稳健发展，具有规模优势的企业，而洗牌越凶狠，将来的竞争对手越少，市场空间也越大。对于积极向高兆瓦发展、又具备低电压穿越技术的企业，已经取得了领先的先机。

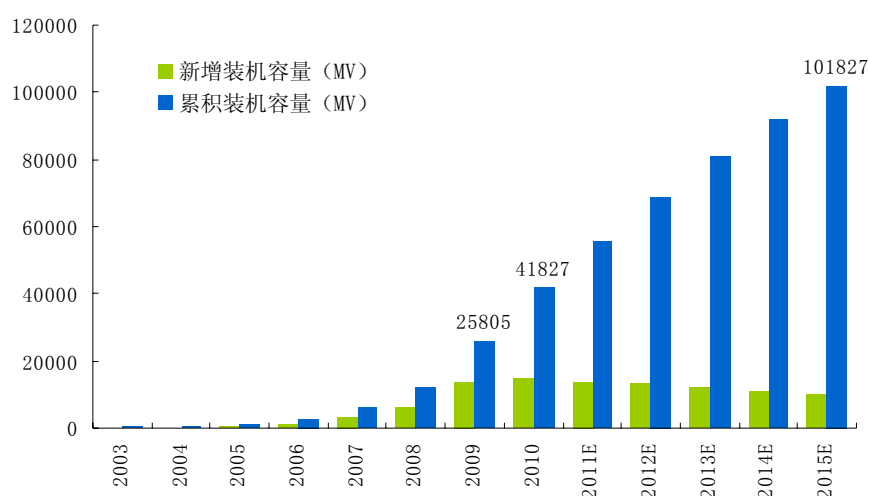
4) 钕铁硼的暴涨，国家收回审批权，以及低电压穿越的改造，只是一次性事件，钕铁硼目前已经从高位回落 20%，并且湘电已经研制出了电励磁技术，供需失衡也只是螺旋式发展的自然产业周期，我们并未看到严重阻碍风电发展的因素出现，所以目前的寒冬恰恰是一个投资风电企业的黄金时机。

图 8: 金属钕价格走势



资料来源: wind 资讯, 爱建证券

图 9:国内风电装机容量预测



数据来源：爱建证券

综上，我们看好风电未来的发展，风电行业中看好以直驱技术代表的厂商，在直驱厂商中看好拥有电励磁技术的企业。建议关注金风科技，湘电股份。

三、核电设备行业

-国家规划仍酝酿，增速放缓前景难判

1.核电是否重新启动看两大规划

预计近两年内没有新的核电项目核准立项。国务院常务会议明确提出：核安全规划批准前，暂停审批核电项目包括开展前期工作的项目。国家核技术公司专家委员沈文权介绍，正在编制的核安全规划是核电发展中长期规划的基础。而以目前《核安全规划》的进展来看，其将在年底或明年年初获批。

我们认为《核安全规划》偏向于技术层面，未来国家可能并不放弃二代机型，而是希望二代改进型和三代核电技术两者兼顾。因为三代机型在吸收引进上仍有一段时日。

除《核安全规划》外，国家能源局还同时在制定《核电发展规划》。《核电发展规划》将涉及核电发展的规模、节奏、分布，我们认为与《核安全规划》相比，《核电发展规划》对核电发展节奏有着更为明确的态度，行业发展也有更直接的影响。但是目前对于《核电发展规划》的后续征求意见工作的开展，目前我们未得到任何公开信息。

我们预计政策层面将会有一年左右的停滞,“十二五”期间审批速度会放缓,对核电设备生产企业的影响最快在明年就会产生,届时上市公司核电业务会有一定程度的下滑。

2.核电设备上市公司盈利情况

表 6: 核电设备上市公司年中盈利情况 (百万元)

证券简称	2010H 营业收入	2011H 营业收入	增长率	2010H 净利润	2011H 净利润	增长率	2011H 销售毛利率	2011H 销售毛利率
上海电气	2356.86	2939.00	24.7%	384.17	426.16	10.9%	17.6%	18.5%
东方电气	4173.61	4241.93	1.6%	920.25	822.90	-10.6%	17.9%	20.9%
二重重装	3021.81	3231.92	7.0%	102.89	82.51	-19.8%	19.6%	16.8%
中国一重	318.26	526.62	65.5%	110.18	207.01	87.9%	32.1%	22.5%
科新机电	101.15	106.00	4.8%	15.80	10.81	-31.6%	31.6%	29.6%
哈空调	724.86	536.68	-26.0%	79.13	5.06	-93.6%	26.1%	15.0%
盾安环境	1841.39	2611.11	41.8%	157.04	170.94	8.9%	20.5%	20.4%
自仪股份	493.16	519.80	5.4%	1.11	2.70	143.1%	17.5%	16.1%
海陆重工	489.97	559.80	14.3%	69.64	71.11	2.1%	26.2%	24.0%
中核科技	263.44	310.50	17.9%	18.69	24.20	29.5%	26.7%	25.6%
奥特迅	68.19	59.87	-12.2%	8.01	7.25	-9.4%	38.3%	34.6%
南风股份	132.53	173.48	30.9%	25.76	30.89	19.9%	32.5%	33.8%
东方锆业	143.27	271.60	89.6%	20.61	58.70	184.8%	29.2%	37.2%
沃尔核材	242.78	298.63	23.0%	36.10	37.27	3.2%	35.5%	35.1%
方大炭素	1361.47	2086.15	53.2%	144.85	401.75	177.4%	28.8%	40.4%
兰太实业	644.70	807.38	25.2%	22.50	39.83	77.0%	32.5%	31.8%

资料来源:上市公司公告,爱建证券

注:为体现业务可比性,上海电气、东方电气营业收入为中报分行业中的“新能源”收入(包括风电、核电核岛设备),净利润一栏中上海电气、东方电气为分行业的营业利润。中国一重营业收入为分行业中“核能设备”收入,净利润为营业利润。

以上海电气、东方电气、中国一重为代表核电核岛制造企业,从之前风电业务下滑的分析上来看,核电业务上半年表现良好,才得以覆盖风电业务的下滑。其中东方电气上半年核电收入为 21 亿元,公司预计下半年核电收入将超过上半年。符合我们之前预期,核电的审批暂时未能影响核电企业的短期生产销售。从核电业务的分行业来说,核岛设备今年增长稳定,特别是中国一重增长较快,而核电辅助设备除了哈空调,基本都保持了正增长。而核电上游材料领域的东方锆业、沃尔核材、方大炭素等都保持了良好的增长。

根据核电的建设周期特性,一旦后续建设进度出现停滞,受到影响最快的就是核电主设备,然后再是核电辅助设备,最后是核电上游材料。我们预计核岛设备最快明年就会受到影响,而根据目前的在建核电站进度,投运时间在 2014 年至 2015 年,辅助设备企业

和核上游材料企业至少还能维持两年的增长而免受停止审批的影响。

3.继续看好核电，为最佳替代能源

而在新能源中，我们认为核电为最佳替代能源，上半年的日核事故，也让民众对中国核电发展前景产生了质疑。但是随着国家在事件影响逐渐缩小之后，发布了恢复审批核电站的计划安排，近日运行中的 13 座核电站也全部通过安全审查，我们认为，日核事故对中国核电发展产生了影响，但主要是在安全性和技术性上给我国核电站的建设带来了更多可供吸取的经验和教训，我国核电发展的总体方向并没有改变，坚定不移发展核电的方针符合我国能源依赖型经济。且我国风能主要集中在西北地区，而用电则集中在华东地区，而核电则可回避远距离传输的成本。

目前全国已建成运行的核电装机有 1080 万千瓦，在建的有 3000 万千瓦左右，两者相加，是 4000 万千瓦上下。而 4000 万千瓦的核电装机，正是“十二五”规划中原定要达到的指标。核电站建设周期较长，目前在建工程大多在 2014 年至 2015 年完工投运，如果目前日核局势不发生太大变化，以目前的在建规模和速度，如期实现“十二五”目标基本没有压力。

表 7:我国在建核电站

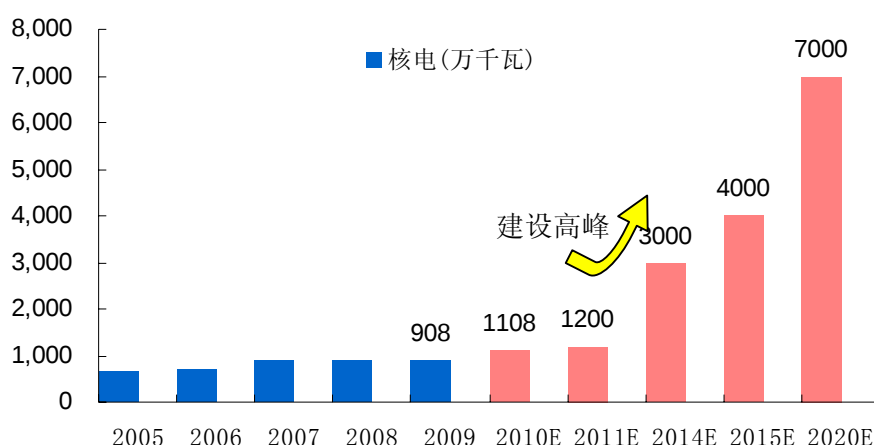
核电站	装机容量（万千瓦）	技术	开工时间	预计投运时间	国产化率	投资额
辽宁红沿河一期	4*100	CPR1000	2007-2008 年	2012-2013 年	60%	486
福建宁德一期	4*100	CPR1000	2008 年	2012-2013 年	75%	490
福建福清一期	2*100	M310	2008-2009 年	2013-2014 年	75%	267.6
浙江方家山	2*110	CPR1000	2008 年	2013-2014 年	80%	268.7
广东阳江一期	6*100	CPR1000	2008-2009 年	2013-2015 年	83%	742
广东台山一期	2*175	EPR	2009 年	2013-2014 年	50%	237
浙江三门一期	2*125	AP1000	2009 年	2013-2014 年	70%	250
山东海阳一期	2*125	AP1000	2009 年	2014-2015 年	60%	400
海南昌江一期	2*65	CNP650	2010 年 4 月 25 号	2014-2015 年	70%	190
广西防城港红沙核电站	2*108	CPR1000	2010-7-30	2015 年		256
合 计	3016					3331.3

资料来源：爱建证券

同时，核能具有提供大容量稳定电力的优势，使其具有替代传统能源的特质。目前我国最大的风电场为 20 万千瓦，最大的光伏电站仅 1 万千瓦，而核电机组单机容量就可达 100 万千瓦。核电的设备利用小时数可以很高，能满足工业化大规模使用。此外，风电、太阳能发电的电力不稳定，而核电电力稳定，可有效取代火电。

《新能源产业振兴发展规划草案》中，核电 2020 年目标装机容量为 8600 万千瓦，而目前准备新上的核电项目总规模已达到 2.26 亿千瓦，远远超出到 2020 年核电装机达到 8600 万千瓦的目标，所以此次停止审批带来的影响只能算是核电发展中短暂的歇脚石，就目前情况来看，我们调低 2020 的目标装机容量至“7000 万千瓦投产，3000 万千瓦再建”，相比目前已装机容量 1000 多万千瓦的现状仍有广阔的市场空间，而装机高峰则在待 AP1000 完全成熟的 2015 年之后。

图 10:中国核电装机容量发展及规划假设情况



数据来源：爱建证券

四、输变电设备行业-

输电能力暴不足，特高压明年提增速

1.窝电现象严重，亟需特高压疏缓

目前全国很多地区都出现了不同程度的电荒，但是仍有一些地区出现窝电现象，这是由于国能源和负荷地理分布不均衡导致结构性缺电，在“三华”严重缺电的情况下，东北、西北电网电力供需均富余 1300-1400 万千瓦左右的电力。特高压跨区输电为目前缓解用电紧张发挥了较大的作用，但是输送线路仍然不够充足，1 亿千瓦时相当于 3 万吨标准煤，如特高压的大规模建成，将极大缓解我国未来的用电缺口。

在甘肃酒泉地区，一些大风电场出现大面积的“窝电”现象。以酒泉市玉门大唐昌马风电场为例，今年 4 至 8 月的限电量就占了整个发电量的 43%，大唐昌马风电场一年被限的风电就多达 2 亿多千瓦时。酒泉风电基地虽已拥有 110 千伏、330 千伏和新建成的

750 千伏等输电线路，但仍不能满足目前风电外送的需要，很多风机被迫停转。

另外内蒙古也有类似问题，近年来内蒙古发电量翻了一番，外输通道却没有相应增加。截至今年 5 月底，内蒙古电力总装机容量达 6849.5 万千瓦，但内蒙古电网仅有两条 500 千伏外送通道，长期处于“有电送不出去”的境况。统计数据显示，2010 年内蒙古弃风比例高达 42%，暴露出严重的输电能力不足问题。

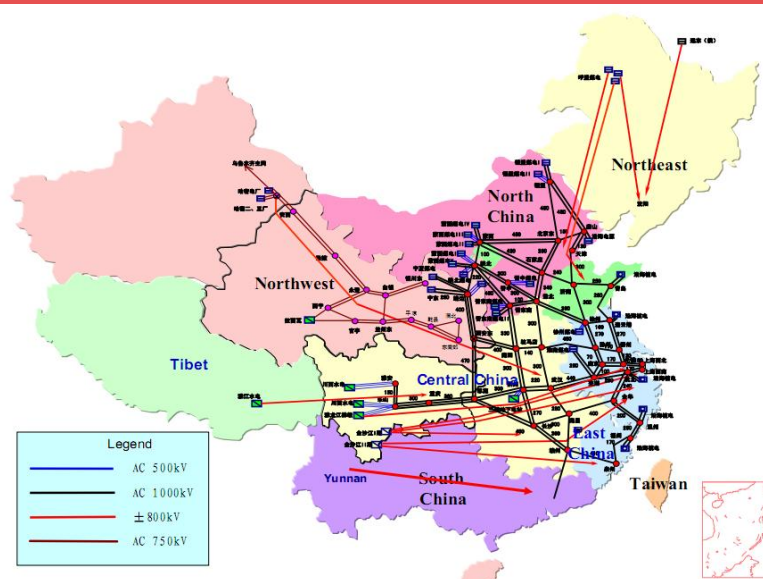
2. 特高压的建设是中国国情的需要

特高压的建设是中国国情的需要，目前我国能源分布不均和用电负荷不均的现状下，特高压是解决问题的最优选择。特高压也许不能完全改变目前电荒的状态，但是我们可以预见他将很大程度缓解未来几年的电力缺口。考虑到国网对待特高压的坚决态度，我们认为，特高压将会在争议中前行，相关行业的机会众多。

“十二五”期间是我国特高压电网发展的重要阶段，在特高压交流试验示范工程的基础上，国家电网将加快“三华”特高压交流同步电网建设。2015 年，“三华”特高压电网形成“三纵三横一环网”，还将建成 11 回特高压直流输电工程。

根据国家电网的测算，到 2020 年，晋陕蒙宁新等西部煤电基地规划向中东部地区外送煤电 2.34 亿千瓦，其中通过特高压交直流电网外送 1.97 亿千瓦。按照国家电网的计划，山西、陕北煤电通过特高压交流外送，蒙西、锡盟、宁东煤电通过特高压交直流混合外送，新疆、蒙东煤电通过特高压直流向“华北、华东和华中”电网送电。

图 11：我国特高压建设规划图



数据来源：爱建证券

“十二五”期间交直流特高压的变电站规划约 33 座，而“十一五”期间仅为 7 座，增幅超过 4 倍。我们根据晋东南—南阳—荆门 1000kV 交流线路中标情况进行数据假设，预计十二五期间，特高压交流线路主变压器需求约 257 台，并联电抗器约 416 台，GIS/HGIS 约 105 个间隔。

表 8: 三纵三横一环网情况假设

	线路名称	沿途变电站	新增变压器 (台)	新增高抗 (台)	新增 GIS/HGIS (间隔)
三纵	锡盟—南京	锡盟、北京东、天津南、济南、徐州、南京	36	79	22
	张北—南昌	张北、北京西、石家庄、豫北、驻马店、武汉、南昌	42	75	14
	陕北—长沙	陕北、晋中、晋东南、南阳、荆门、长沙	27	26	10
三横	蒙西—潍坊	蒙西、晋北、石家庄、济南、潍坊	36	47	10
	晋中—徐州	晋中、豫北、徐州	12	18	6
	雅安—皖南	雅安、乐山、重庆、长寿、万县、荆门、武汉、皖南	48	92	23
环网	长三角特高压双回路环网	淮南、南京、泰州、苏州、上海、浙北、皖南	56	79	20
	合计	约 33 座	257	416	105

数据来源：爱建证券

国家电网规划“十二五”期间，为了配合西南水电、西北华北煤电和风电基地的开发，还将建设 11 回特高压直流输电工程，包括：锦屏-江苏、溪洛渡-浙江、哈密-河南、宁东-绍兴、酒泉-湖南、准东-重庆、蒙西-江苏、彬长-山东、陇东-江西、呼盟-山东、锡盟-南京等，比照已建成的两条线路，预计总投资至少在 1200 亿元以上。

我们预计“十二五”期间，特高压总投资将接近 3300 亿元，其中特高压交流 2100 亿元，特高压直流 1200 亿元。平均每年将有 300 多亿的市场空间，未来三年特高压建设将出现爆发式增长，年均复合增长率约 30%。

3. 输变电设备上市公司盈利情况

表 9: 输变电设备上市公司年中盈利情况（百万元）

证券简称	2010H 营业收入	2011H 营业收入	增长率	2010H 净利润	2011H 净利润	增长率	2011H 销售毛利率	2011H 销售毛利率
特变电工	8757.29	8200.98	-6.4%	1002.80	707.83	-29.4%	22.6%	22.2%
中国西电	6665.25	5084.07	-23.7%	554.48	14.37	-97.4%	25.4%	20.9%
置信电气	743.18	630.05	-15.2%	199.19	101.57	-49.0%	40.8%	27.1%
天威保变	3309.96	2910.75	-12.1%	418.83	265.82	-36.5%	17.9%	17.0%
许继电气	1188.00	1409.37	18.6%	103.36	112.01	8.4%	36.8%	36.6%

汉缆股份	1433.76	1668.81	16.4%	158.04	144.15	-8.8%	22.4%	16.6%
中利科技	1203.92	1877.37	55.9%	108.39	118.45	9.3%	16.9%	14.4%
平高电气	682.83	1020.52	49.5%	1.25	-78.13	-6341.0%	22.3%	12.4%
长高集团	161.22	152.96	-5.1%	27.56	25.93	-5.9%	36.4%	39.2%
太阳电缆	958.65	1507.70	57.3%	50.67	64.43	27.2%	13.0%	11.4%
万马电缆	924.87	1147.02	24.0%	49.74	52.05	4.6%	14.4%	14.2%

资料来源：上市公司公告，爱建证券

今年上半年输变电公司盈利情况不佳，主要原因是由于电网投资低于预期，特变电工，中国西电为代表的变压器龙头企业销售收入与净利润均出现下滑，其中在特高压中业务链最全的中国西电上半年净利润 1437 万元，同比下滑 97.4%，实属惨烈，主要原因是受到国网招标的放缓和下游原材料的上升双重挤压所致。不过我们预计此情况将在年底至明年上半年减缓，相关上市公司业绩能够快速反弹。另外隔离开关，组合电器，高压开关等一次设备上市公司业绩良莠不齐，总体来说也受到了国网招标低于预期的印象，而电缆企业均取得了不错的增长，一方面电缆销售节奏与国网招标相关性不大，一方面可以看出电网建设虽然低于预期，但是仍然维持了一定的增速，其继续大幅下降的可能性很低，我们维持对输变电行业的“强于大市”评级。

4.加强电力需求侧管理，减少能源浪费

在未来电价市场化进程实施后，节能减排和资源的智能调配将成为政府和企业重视的对象。当前，我国在提高能效和节约能源方面空间非常大

今年年初开始实施的国家六部委联合印发的《电力需求侧管理办法》，是指导节能减排行业发展的重要标杆，其对电网企业给出了明确的指导：鼓励电网企业采用节能变压器，合理减少供电半径，增强无功补偿，引导用户加强无功管理，实现分电压等级统计分析线损等，稳步降低线损率。

➤ 节能变压器

节能变压器的推广和使用，是实现电网节能的重要手段之一。据估算，变压器的损耗可占电网总损耗的 40%以上，约占发电量的 3%左右。因而，采用高效节能变压器已成为电网节能减排的必然选择。在节能变压器方面，非晶合金变压器具有突出优势，由于采用非晶合金作为铁芯材料，它比硅钢变压器空载节能 60%~80%。目前，在相关上市公司中，置信电气已有多年的生产和研发经验，为行业龙头，特变电工、天威保变等电力设备企业也相继介入非晶合金变压器的研发生产。作为上游原料提供商，安泰科技有望通过市场对非晶合金变压器需求的扩张带来业绩的提升。

➤ 无功补偿装置（SVC）

无功补偿装置主要应用于冶金、煤炭、电力、输配电网以及新能源等行业，伴随我国 SVC 技术的不断成熟，应用领域也不断扩大，近几年我国 SVC 产品的市场需求量迅速增长。

无功补偿也是电网节能的另一种重要手段。SVC 可以提高电网的功率因数、降低供电变压器及输送线路的损耗、提高供电效率。合理选择补偿装置，可以做到最大限度地减少网络损耗，提高电网质量。根据统计，SVC 装置能使电网的传输效率提高 30%至 70%，节能效果显著。预计未来每年 SVC 市场总容量将保持在 56 亿元左右，发展空间非常广阔，未来几年 SVC 仍将保持快速增长，建议关注荣信股份。

➤ 智能电表

需求侧的用电计量和用电分析，目前是需求侧管理的核心，是电网企业灵活管理电力需求侧的关键。与此同时，用户侧也可以通过智能电表的引导，合理有效地使用电能，这为智能电表的快速推广提供了契机。

2011 年已经进行了三次招标，从结果看，智能电表市场集中度有所提高，但竞争依然激烈；市场均衡程度也得以提高。我们认为这是市场竞争趋于良性的表现。根据我们之前对智能电网推进的时间节点预测，2011 年智能电表市场将进入快速增长阶段。建议关注科陆电子，浩宁达。

➤ 谐波治理

谐波治理也可以有效降低电能损耗，增强电网的稳定性。据测算，在电网的供电损耗中，有 10%的损耗由谐波污染导致。目前对谐波的治理主要采用无源滤波装置和有源滤波器进行，以森源电气、和顺电气等为代表的企业有望在电网加大对谐波的治理中受益。

五、投资策略

电气设备行业在上半年受到各种外围因素影响，目前部分行业正处于寒冬之中，但我们坚定看好各行业未来的发展前景，相信寒冬中孕育着新的希望，目前板块估值明显偏低，另外电荒也会对电气设备各行业有推进作用，预计智能电网开展即将提速，我们给予行业“强于大市”评级。电源设备行业推荐：东方电气（600875）、湘电股份（600416）、二重重装（601268）；输变电行业推荐：特变电工（600089）、荣信股份（002123）、中元华电（300018）。

表 10：重点公司 EPS 预测与估值

代码	公司	评级	EPS (元)			PE (倍)		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
600875	东方电气	强烈推荐	1.29	1.61	1.80	18.1	14.5	13.0
600089	特变电工	推荐	0.86	0.60	0.80	12.4	17.8	13.4
002123	荣信股份	推荐	0.80	0.74	1.07	24.0	25.9	17.9
601268	二重重装	推荐	0.27	0.25	0.36	34.1	36.9	25.6
601727	上海电气	推荐	0.22	0.26	0.33	28.9	24.4	19.2
601179	中国西电	推荐	0.15	0.1	0.14	35.7	53.6	38.3
600268	国电南自	推荐	0.21	0.39	0.56	46.7	25.2	17.5
002121	科陆电子	推荐	0.56	0.6	0.72	21.1	19.7	16.4
002356	浩宁达	推荐	0.37	1.1	1.56	61.8	20.8	14.7
300018	中元华电	推荐	0.34	0.55	1.07	37.7	23.3	12.0
600416	湘电股份	推荐	0.77	0.48	0.78	14.3	22.9	14.1
002202	金风科技	中性	0.99	0.45	0.6	10.4	22.8	17.1
600406	国电南瑞	中性	0.45	0.78	1.11	71.0	41.0	28.8
000400	许继电气	中性	0.39	0.55	0.66	59.5	42.2	35.2

数据来源：爱建证券（按10月13日收盘价计算）

风险提示：

1. 政府对火电亏损现状无作为，脱硝电价低于预期
2. 《核安全规划》出台时间低于预期
3. 国网投资规模低于预期

特变电工（600089）：

09 年国网变压器招标总量同比下降 24.5%，而特变电工抓住时机抢占了市场份额，占 34%；较 2008 年有大幅提升。在市场需求萧条的情况下，特变电工显现其变压器业务的竞争力。另外公司积极开拓海外业务市场，2009 年海外市场业务收入占比达到 18.9%。公司变压器业务收入增长 21%，毛利率上升至 28.4%，公司变压器业务收入占比 60%。2009 年底，特变电工未履约订单达到 173 亿元，将有利保证公司未来业绩的增长。

虽然国内变压器市场不乐观，但海外市场正在成为公司新的增长点，受益于东南亚、中东等地区电网的新建以及俄罗斯电网的更新，特变 09 年海外市场收入同比增长 18.2%，占比 18.9%。公司承担的塔吉克斯坦 500kV 输变电成套工程提前实现通电运行，使公

司建造合同工程收入较 08 年年同期增长 62.22%。近日,子公司特变沈阳中标印度国家电网总金额为约 7 亿人民币的 8 个变电站共计 5 个包的成套工程,交货期为 2010 年 12 月至 2011 年 9 月。此合同占 09 年公司建筑合同收入 50%以上,为公司未来两年海外收入增长打下坚实基础。我们预计未来两年公司海外建筑合同业务收入复合增长率可达 30%以上。

2010 年国网计划投资 2274 亿元,大幅下调 25.5%。我们认为国网招标结构将向“M 型结构”发展,我们的关注重点应该转向特高压、城农网和智能电网建方向转移。而特变在 500KV 和 750KV 市场占有率分别达到 42%和 79%,将直接收益于未来市场招标结构的转变。考虑到公司变压器对美国、俄罗斯、印度、东盟等不断扩大的出口规模,以及受益于智能电网试点,在核电市场的占有率也高达 65%,我们预计公司 10 年变压器业务增长为 5%左右。

我们预计公司 2011 年、2012 年 EPS 为 0.6 元、0.8 元,给予“推荐”评级。

荣信股份 (002123):

公司是中国著名的高压动态无功补偿装置 SVC 制造基地,专业从事高压电网动态无功功率补偿装置(SVC)、电力滤波装置(FC)、智能瓦斯排放器(MABZ)、高压电机变频调速装置(RHVC)和其他电力电子及自动化装置的设备制造、系统设计及研究开发的高科技企业。

公司主导产品 SVC 占营收比重 72.8%,并保持国内市场占有率 50%以上,随着其应用领域由传统的冶金、电气化铁路、煤炭等行业开始进入电力、有色、风电等新领域,成长空间进一步打开。SVC 增长是推动公司成长的主要因素。

国家对于煤矿安全的高度重视,带动智能瓦斯排放装置 MABZ 同比大幅增长,09 年营收有望超过 6000 万。新产品高压变频调速装置 HVC 和静止无功发生器 SVG 订单增长较快,SVG 开始初步贡献业绩,并为 SVC 产品发展做技术储备。

我们认为,智能电网的建设将公司的电力自动化设备制造和 GIS、电流电压传感器、电力电子装置研制受益明显。随着公司新产品新技术研发的不断发展,再加上国家节能减排工作的不断推进,我们看好公司未来长期成长潜力,我们预计公司 2011 年、2012 年 EPS 为 0.74 元、1.07 元,给予“推荐”评级。

国电南自 (600268):

公司是中国著名的高压动态无功补偿装置 SVC 制造基地，专业从事高压电网动态无功功率补偿装置(SVC)、电力滤波装置(FC)、智能瓦斯排放器(MABZ)、高压电机变频调速装置(RHVC)和其他电力电子及自动化装置的设备制造、系统设计及研究开发的高科技企业。

公司主导产品 SVC 占营收比重 72.8%，并保持国内市场占有率 50%以上，随着其应用领域由传统的冶金、电气化铁路、煤炭等行业开始进入电力、有色、风电等新领域，成长空间进一步打开。SVC 增长是推动公司成长的主要因素。

国家对于煤矿安全的高度重视，带动智能瓦斯排放装置 MABZ 同比大幅增长，09 年营收有望超过 6000 万。新产品高压变频调速装置 HVC 和静止无功发生器 SVG 订单增长较快，SVG 开始初步贡献业绩，并为 SVC 产品发展做技术储备。

我们认为，智能电网的建设将公司的电力自动化设备制造和 GIS、电流电压传感器、电力电子装置研制受益明显。随着公司产品新技术研发的不断发展，再加上国家节能减排工作的不断推进，我们看好公司未来长期成长潜力，预计 2011 年 EPS 为 0.24 元，由于公司价格已反应了大部分预期，我们给予公司“推荐”评级。

浩宁达(002356)

公司在今年四次智能电表招标中表现不俗，共中标 1,768,599 台智能电表，占全部招标电表比重为 3.90%。在所有公司中排名第 5；在 A 股上市公司中排名第二，仅次于徐继仪表。为了更好的反应出公司的收入状况，我们对历次招标电表进行了价格假设，科陆电子收入为 3.22 亿元，排名第一，浩宁达为 3.16 亿元，排名第二。

公司三季报预测公司今年全年业绩下降幅度为 30%-50%。业绩变动的原因说明:由于受行业竞争激烈的影响，导致毛利率下降。由于今年智能电表开始集中招标，并在前两次采用“最低价中标”方式，导致公司产品毛利出现一定程度下滑，我们预计今年公司的营业收入同比减少 20%左右，主要原因公司所接的部分定单的交货期或交货的验收期延后。

公司亮点在于高端电表市场份额占有率稳定，三相电子电能表毛利率始终在 40%以上，公司 2010 年电能表第四批项目，中标的智能电能表总数量 59.78 万只，中标总金额为 1.2 亿元，将对公司 2011 年业绩产生积极影响，我们预计公司 2011 年、2012 年 EPS 为 1.1 元、1.56 元，给予“推荐”评级。

中元华电(300018)

电力系统智能化记录分析和时间同步装置龙头企业，在故障录波装置子行业排名第一，在时间同步装置行业也名列前三，今年由于国网投资下滑，加上统一招标带来的行业整体毛利率降低拖累公司业绩，但公司技术储备丰富，上市募投项目进展顺利，明年将有网络交换器等新产品投向市场，我们长期看好公司，随着基于 IEC 61850 的智能变电站关键设备相关标准的出台，智能化的进程加快，公司在未来高端市场中具有一定先发优势。

我们对公司未来的判断是，传统主营产品（电力故障录波分析装置和时间同步系统装置）继续受益于智能化变电站建设所带来的细分行业升级与扩展，募集资金所带来的原有产能扩大和超募资金所投入的新项目（网络交换机、消弧线圈成套装置、电能质量监测与治理）将在未来 1-3 年内对公司业绩产生贡献，配合国网对于智能电网的规划进度，公司的产能和市场需求都将在 2012 年至 2013 年左右出现大幅增长，公司业绩将呈现爆发式增长。

我们预计 2011 年、2012 年公司 EPS 分别为 0.55 元和 1.07 元，最新收盘价对应 11、12 年 PE 分别为 23.3 倍和 12.0 倍，公司今年第一季度业绩低于预期，我们下调评级至“推荐”，仍看好公司今明两年的发展。

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/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：

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。