

电力设备新能源 2011 年三季报综述

高压一次设备收入同比回升，太阳能景气大幅下滑，行业整体现金流压力凸显

韩玲 首席分析师
电话: 021-68828545
eMail: gfh1@gf.com.cn
执业编号: S0260511030002

板块走势回顾与估值比较

今年前三季度，沪深 300 涨幅为-14.94%，而同期新能源和电力设备行业成份区间涨跌幅分别为-24.11%和-24.15%，在各行业板块中居于末位，明显跑输大盘。对应于 2011 年预测业绩，电力设备和新能源板块的 PE 估值分别为 35 和 26.8 倍。从细分行业来看，核电板块和太阳能板块估值最低，分别为 19 和 26.7 倍。二次设备估值仍在各子行业中位于首位，为 58 倍，延续之前的相对水平。

第三季度行业收入保持增长，但竞争环境趋于恶化导致净利润同比下滑，现金流压力凸显

行业 2011 年前三季度累计实现销售收入 2311 亿元，同比增长 13.05%，毛利润同比增长 8.46%，净利润同比下滑 3.32%。第三季度行业实现销售收入 830 亿元，同比增长 15.23%，毛利润同比增长 6.9%，但净利润同比下滑 10.1%。前三季度行业营业现金流净额同比大幅减少 297 亿元，虽然第三季度单季的营业现金流净额环比增加 36.54 亿元，但依然为-39.31 亿元。前三季度行业赊销回款进度放慢、存货积压水平有所增长，尤其是太阳能行业存货积压和应收账款大幅增长明显。由于电力设备行业下游主要面对电网、电厂以及大型工矿企业等强势客户，针对这些客户的应收账款坏账风险较低，但在目前信贷紧缩的宏观经济背景下，行业整体现金压力加大仍然不容小觑。

光伏行业增速大幅放缓、盈利下滑；高压一次设备收入同比回升明显，但业绩改善还要期待明年

第三季度太阳能、无功补偿、电厂环保、高压变频、工控、电机、电源设备、中低压设备等 8 个子行业收入增速出现不同程度的放缓，而高压一次设备、保护监控类设备、发电设备、电表、核电收入增速继续提升，尤其是高压一次设备在第三季度收入同比回升明显。从盈利增长方面来看，除电缆和中低压设备外，其余子行业净利润增速均出现不同程度的下滑。对于订单到交货周期相对较长的高压一次设备企业，三季度净利润降幅同比仍然有所扩大，我们预计三季度原材料价格下行的有利影响落实到业绩改善还要期待明年。

太阳能、工控、风电、电缆子行业现金流大幅下降，行业整体经营现金流为负，现金流压力加剧

电力设备新能源板块前三季度的营业现金流净额全部为负，其中下降幅度最大的依次为太阳能（-1354%）、工控（-459%）、风电（-391%）、电缆（-364%）、电厂环保（-231%）、发电设备（-216%）。目前国内银根紧缩，下游需求放缓，市场开拓难度增加，企业为了扩大销售而对次优质客户赊销和延长收款期加剧了行业现金流紧张的局面。

投资业绩改善品种、兼顾现金流安全

目前经济增速放缓、国家紧缩货币政策不会立即退出，第三季度电力设备新能源板块已经有 8 个子行业出现不同程度的增速放缓，我们预计这一趋势在四季度恐将延续。高压一次设备、保护监控类设备、发电设备等子行业在三季度或出现业绩改善，或延续高增长，预计这些行业全年将继续向好，我们认为合适的投资策略是在这些子行业精选投资品种，并且兼顾现金流安全，首选投资标的包括：国电南瑞、特变电工、东方电气、平高电气、汇川技术、鑫龙电器等。

风险提示

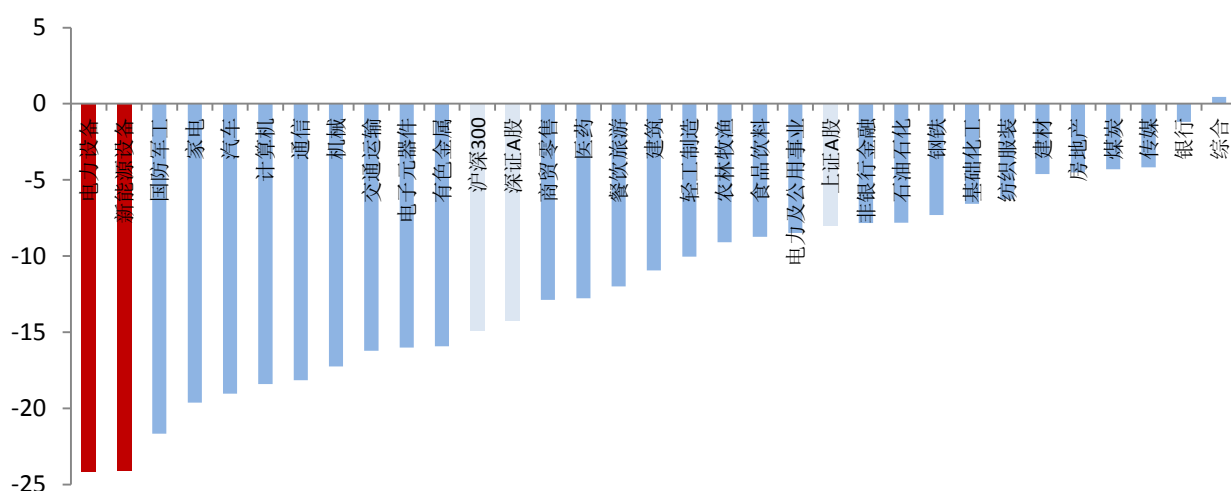
行业面临的主要风险有：上游原材料价格波动风险，特高压、智能电网建设进度低于预期，核电审批存在不确定性，光伏产业终端需求低于预期等。

估值比较及投资摘要

1-10月电力设备及新能源板块跌幅A股第一

今年1-10月，沪深300涨跌幅为-14.94%，而同期新能源和电力设备行业成份区间涨跌幅分别为-24.11%和-24.15%，在各行业板块中跌幅最大。我们认为，除了受大盘下跌的系统性风险以及市场对投资驱动型行业的回避情绪影响以外，行业自身包括：传统电网投资下滑、特高压建设进度低于预期，风电、光伏行业产能过剩产业重新洗牌调整以及核电建设进程受日本核事故影响暂停等因素也催化了市场对于今年电力设备和新能源板块表现欠佳的悲观预期。

图1：2011年1-10月板块跌幅比较

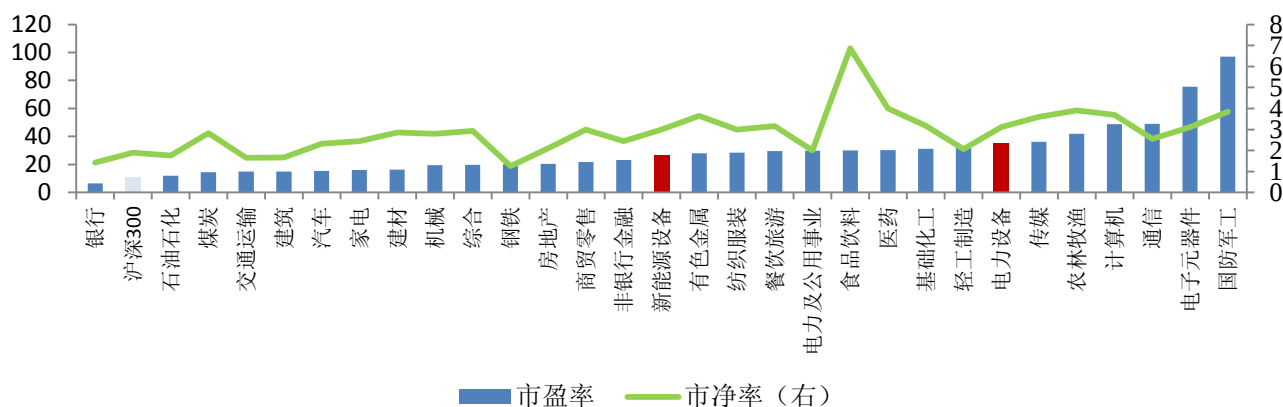


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

板块估值仍然维持较高位置

对应于2011年预测业绩，电力设备和新能源板块的PE估值分别为35和26.8倍。从细分行业来看，核电板块和太阳能板块估值最低，分别为19和26.7倍。二次设备估值仍在各子行业中位于首位，为58倍，延续之前的相对水平。

图2：2011年10月31日板块估值比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：2011年10月31日电力设备及新能源子行业估值比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议

目前经济增速放缓、国家紧缩货币政策不会立即退出，第三季度电力设备新能源板块已经有8个子行业出现不同程度的增速放缓，我们预计这一趋势在四季度恐将延续。此外，前三季度各子行业经营性现金流均为负值，在国家银根仍然紧缩的情况下，行业现金流压力凸显。高压一次设备、保护监控类设备、发电设备等子行业在三季度或出现业绩改善，或延续高增长，预计这些行业全年将继续向好，我们认为合适的投资策略是在这些子行业精选投资品种，并且兼顾现金流安全，首选投资标的包括：国电南瑞、特变电工、东方电气、平高电气、汇川技术、鑫龙电器等。

重点上市公司预测及评级

表 1：重点上市公司预测及评级

公司名称	11月8日 股价	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)			净利润增长率 (%)		评级
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2011E	2012E	
国电南瑞	37	0.90	0.83	1.30	41	44	28	84	56	买入
特变电工	10	0.79	0.55	0.67	13	19	15	(9)	22	买入
东方电气	25	1.29	1.73	2.10	20	15	12	34	21	买入
平高电气	9	0.01	0.03	0.21	918	306	44	200	600	买入
汇川技术	69	1.02	1.80	2.50	68	38	28	76	39	买入
鑫龙电器	16	0.26	0.45	0.68	61	35	23	73	51	买入
福星晓程	62	1.10	1.46	2.66	56	42	23	33	82	买入
中利科技	23	0.79	1.20	2.00	29	19	11	52	67	买入
精功科技	27	0.63	1.54	1.76	43	18	16	144	14	买入
国电南自	11	0.21	0.41	0.60	50	26	18	95	46	买入
四方股份	22	0.38	0.56	0.77	58	39	28	47	38	买入
合康变频	20	0.82	0.59	0.81	25	34	25	44	38	买入
龙源技术	56	0.66	1.21	2.02	86	47	28	83	67	买入

许继电气	23	0.39	0.45	0.62	59	51	37	15	38	买入
广电电气	15	0.49	0.53	0.73	30	28	20	35	38	买入
浙富股份	20	0.46	0.67	0.79	43	30	25	46	18	买入
正泰电器	16	0.64	0.81	1.02	25	20	16	27	26	买入
新联电子	20	0.66	0.75	1.00	30	26	20	14	33	买入
英威腾	36	0.95	1.02	1.61	38	35	22	7	58	持有
荣信股份	18	0.53	0.69	0.95	33	26	19	30	38	持有
思源电气	16	1.26	0.44	0.57	12	35	27	(65)	30	持有
海通集团	25	1.70	1.25	1.48	15	20	17	33	18	持有
中国西电	5	0.15	0.10	0.15	34	50	34	(23)	50	持有
天威保变	14	0.53	0.40	0.50	26	35	28	(15)	25	持有
金风科技	10	0.85	0.45	0.55	12	23	18	(47)	22	持有
湘电股份	11	0.36	0.44	0.70	29	24	15	22	59	持有
向日葵	16	0.49	0.68	0.94	32	23	17	39	38	持有
金龙机电	24	0.28	0.75	1.50	85	32	16	168	100	持有
卧龙电气	7	0.31	0.39	0.49	23	18	14	26	26	持有
新大新材	16	0.53	0.95	1.30	31	17	13	79	37	持有
天龙光电	18	0.43	0.79	1.12	43	23	16	84	42	持有
科士达	26	0.69	0.90	1.30	37	29	20	30	44	持有
科泰电源	14	0.32	0.40	0.55	43	35	25	25	38	持有
置信电气	12	0.52	0.55	0.70	23	22	17	6	27	持有

数据来源：广发证券发展研究中心

第三季度行业收入保持增长,但竞争环境趋于恶化导致 净利润同比下滑,现金流压力凸显

第三季度行业收入保持增长,净利润同比下滑

本报告统计的A股电力设备新能源板块上市公司共94家,在2011年前三季度累计实现销售收入2311亿元,比去年同期增长13.05%,毛利润同比增长8.46%,净利润同比下滑3.32%。第三季度行业实现销售收入830亿元,同比增长15.23%,毛利润同比增长6.9%,但净利润同比下滑10.1%。产品销售价格下降和费用开支增加导致了企业盈利能力下滑。

表2: 2011年前三季度以及第三季度行业整体营收(单位:百万元)

	2011Q1-3	2010Q1-3	同比%	2011Q3	2010Q3	同比%
销售收入	231118.35	204447.38	13.05	83042.46	72066.16	15.23
毛利润	47307.92	43616.63	8.46	16577.37	15507.12	6.90
净利润	18206.82	18831.18	-3.32	6200.63	6895.87	-10.08

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三季度行业竞争更趋激烈,资金成本增加,毛利率和净利率继续下滑
前三季度行业毛利率同比下降0.86个百分点,主要原因在于行业整体竞争环境仍

然激烈以及原材料价格仍在高位运行，前三季度铜铝和板材均价分别同比上升21.51%、9.74%和14.46%，行业成本压力较去年尚未有效缓解。前三季度行业期间费用率同比增加0.4个百分点，其中管理费用率同比上升0.4个百分点，主要由于行业内大部分企业仍在规模扩张阶段，规模效应尚未释放，毛利率下滑和费用开支增长导致前三季度净利率同比减少1.33个百分点。

第三季度行业毛利率同比和环比继续下滑1.56和0.92个百分点，主要三季度行业竞争态势更趋激烈。三季度期间费用同比增加0.17个百分点，其中由于国家紧缩银根的货币政策带来的资金成本上升使得财务费用率上升明显，行业竞争激烈和费用上升导致第三季度企业盈利能力进一步下降。值得注意的是，第三季度起随着国内通胀开始见顶回落，原材料价格也环比有所下滑，第三季度铜、钢板材和取向硅钢价格环比分别下跌3.38%、1.3%和12.78%。由于第三季度国内电力供应仍然偏紧，电解铝价格受电力成本影响有所上升，国内铝价环比上升5.94%，原材料压力缓解对毛利率改善的影响已在三季度部分显现，预计行业将在四季度至明年一季度集中受益。

表3: 2011年前三季度行业整体费用率和盈利情况 (%)

	2011Q1-3	2010Q1-3	同比变动	2011Q3	2010Q3	2011Q2	同比变动	环比变动
销售费用率	4.38	4.36	0.03	4.31	4.72	4.23	-0.41	0.08
管理费用率	6.53	6.13	0.40	6.36	6.39	6.07	-0.03	0.29
财务费用率	0.68	0.71	-0.03	1.05	0.45	0.52	0.61	0.54
毛利率	20.47	21.33	-0.86	19.96	21.52	20.89	-1.56	-0.92
净利率	7.88	9.21	-1.33	7.47	9.57	8.04	-2.10	-0.57

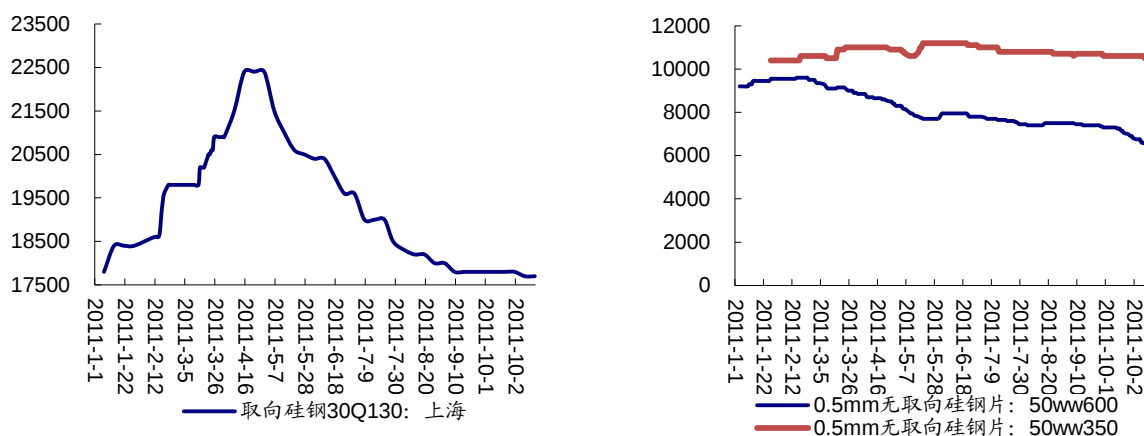
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表4: 2011年前三季度原材料均价变动情况 (单位: 元/吨)

	2011Q1-3	2010Q1-3	同比变动 (%)	2011Q3	2011Q2	环比变动
长江铜现货	69276	57011	21.51	67246	69596	-3.38
长江铝现货	17064	15549	9.74	17714	16720	5.94
取向硅钢	19726	19674	0.26	18357	21046	-12.78
无取向硅钢	9504	8900	6.79	9147	9571	-4.43
中厚板	4911	4328	13.47	4889	4969	-1.61
3mm 热轧板	4805	4198	4.46	4792	4855	-1.30

数据来源: Bloomberg, 我的钢铁网, 广发证券发展研究中心

图4: 2011年初至今取向硅钢片价格 (元/吨) 图5: 2011年初至今无取向硅钢片价格 (元/吨)



数据来源: 我的钢铁网, 广发证券发展研究中心

图6: 2011年初至今中厚板价格走势 (元/吨)

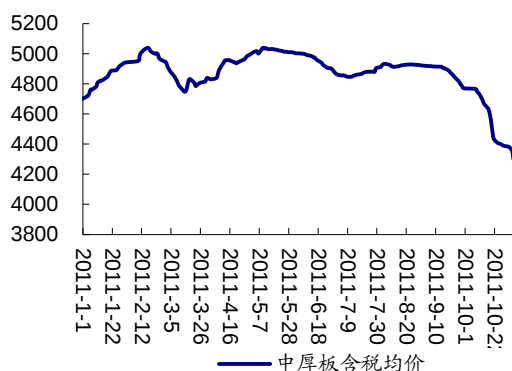
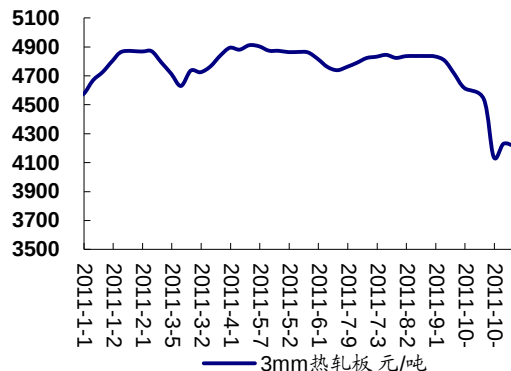


图7: 2011年初至今3mm热轧板价格走势 (元/吨)



数据来源: 我的钢铁网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图8: 2011年初至今伦敦铜和长江铜价格走势

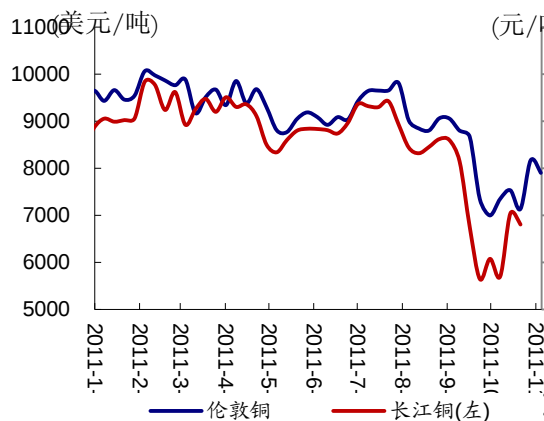
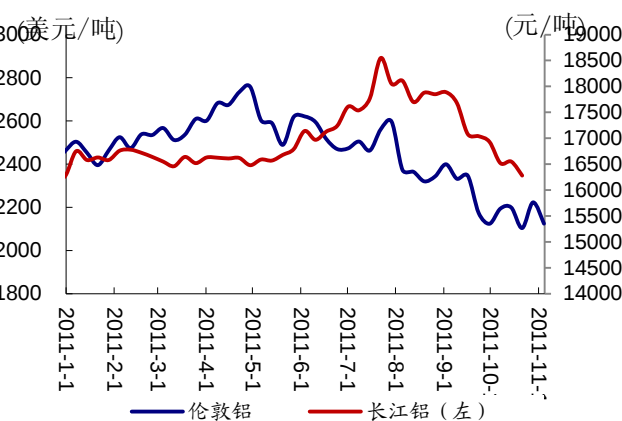


图9: 2011年初至今伦敦铝和长江铝价格走势



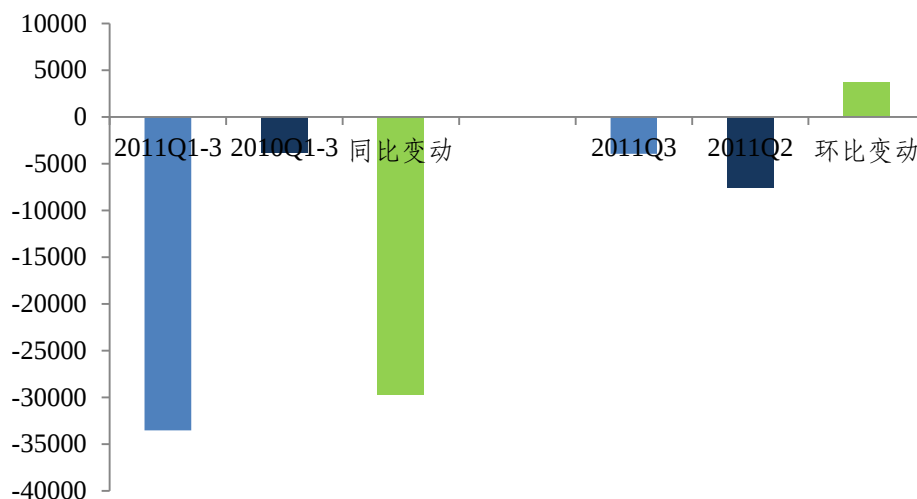
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

经营现金流净额同比大幅减少, 现金流压力凸显

2011年前三季度行业营业现金流净额同比大幅减少297亿元, 虽然第三季度单季的营业现金流净额环比增加36.54亿元, 但依然为-39.31亿元, 由于电力设备行业下游主要面对电网、电厂以及大型工矿企业等强势客户, 针对这些客户的赊销增加以及应收

账款账期的延长虽然坏账风险较低，但在目前信贷紧缩的宏观经济背景下，行业整体经营现金流压力加大仍然不容小觑。考虑到第四季度是行业企业集中收回贷款的季度，虽然回款状况可能不如往年，但我们预计行业内资金紧张的状况将在四季度有所缓解。

图10: 2011年前三季度营业现金流（单位：百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

第三季度光伏行业增速大幅放缓、盈利大幅下滑；高压一次设备收入同比回升明显，但业绩改善还要期待明年 前三季度风电和高压一次设备收入同比下滑，电机受稀土价格上涨影响净利润同比下降

前三季度细分行业销售收入同比增长位于前五位的行业分别是太阳能、电表、保护及监控、工控和电缆，同比分别增长为50.32%、43.58%、34.3%、29.23%和29.07%；净利润同比增幅处于前五位的则是太阳能、工控、保护及监控、电缆和发电设备，增长率分别为55.77%、45.98%、40.48%、35.28%和22.03%；高压一次设备和风电是仅有的两个收入和净利润均同比出现下滑的子行业；电机行业受上半年稀土价格上涨影响净利润也同比出现下滑。

今年以来国网特高压交流线路投资慢于预期，而智能电网和城乡电网改造的投资则在稳步推进。今年3月以来我国多地出现的“电荒”加速了国网加强对系统调度、在线监测以及用电采集的投资力度，因而电表、保护监控类和电缆子行业成为收入增长最为受益的子行业。而太阳能子行业的增长则主要是因为前期国内多晶硅料和硅片的产能扩张，对生产和加工设备的需求大幅增加，光伏设备公司的业绩随着订单的逐渐交付而兑现。工控类行业企业受国家节能减排政策的推进今年以来一直延续了高增长并且作为软件开发类企业也具有较高的盈利能力；相反，由于电表行业竞争激烈原材料占成本比重较高使得前三季度的利润总额基本和上年同期持平。

表5: 2011年1-9月细分行业收入、费用和利润（百万元）

行业分类	销售收入	销售成本	毛利润	销售费用	管理费用	财务费用	净利润
------	------	------	-----	------	------	------	-----

发电设备	当期值	87940.47	71238.01	16702.46	2118.45	6496.99	-27.46	6740.45
	同比值	77036.74	63000.51	14036.23	2085.68	5969.97	51.22	5523.56
	同比%	14.15	13.08	19.00	1.57	8.83	-153.61	22.03
高压设备	当期值	28300.65	22478.20	5822.45	1937.90	2074.84	469.74	1294.31
	同比值	29883.70	22924.64	6959.06	1739.89	1784.70	478.06	3031.95
	同比%	-5.30	-1.95	-16.33	11.38	16.26	-1.74	-57.31
中低压设备	当期值	14696.69	11528.40	3168.29	707.76	835.01	-17.10	1391.05
	同比值	11499.62	8692.55	2807.07	512.26	719.56	31.17	1288.17
	同比%	27.80	32.62	12.87	38.16	16.04	-154.86	7.99
电缆	当期值	31624.86	27100.32	4524.54	1371.68	935.54	457.84	1880.16
	同比值	24502.81	20647.15	3855.65	1284.42	637.34	277.14	1389.83
	同比%	29.07	31.25	17.35	6.79	46.79	65.20	35.28
保护及监控	当期值	9002.01	5991.06	3010.95	918.04	1063.76	153.38	855.50
	同比值	6703.05	4497.57	2205.47	722.03	813.43	116.51	609.00
	同比%	34.30	33.21	36.52	27.15	30.77	31.64	40.48
电表	当期值	2903.19	2177.94	725.25	225.04	238.23	-5.94	221.86
	同比值	2021.94	1344.03	677.91	209.05	217.16	-3.11	218.32
	同比%	43.58	62.05	6.98	7.65	9.70	90.99	1.62
电源设备	当期值	3402.35	2395.84	1006.51	307.24	310.80	-59.15	376.90
	同比值	2833.35	1984.22	849.13	235.76	223.18	-11.43	343.50
	同比%	20.08	20.74	18.53	30.32	39.26	417.57	9.73
电机	当期值	10138.11	8339.44	1798.67	445.84	600.66	234.42	554.11
	同比值	9130.12	7331.73	1798.39	409.78	557.65	77.48	594.18
	同比%	11.04	13.74	0.02	8.80	7.71	202.53	-6.74
工控	当期值	2771.95	1751.87	1020.08	210.41	328.11	-57.49	468.60
	同比值	2144.99	1447.48	697.51	155.82	207.75	-10.63	321.00
	同比%	29.23	21.03	46.25	35.04	57.94	440.84	45.98
高压变频	当期值	2355.46	1384.42	971.04	301.08	250.06	22.69	378.24
	同比值	1825.49	1101.52	723.98	210.30	206.53	-6.51	327.70
	同比%	29.03	25.68	34.13	43.17	21.08	-448.73	15.42
发电厂环保	当期值	1513.01	1029.36	483.65	62.22	143.95	-27.87	244.42
	同比值	1209.75	789.14	420.61	46.85	115.53	-4.01	223.38
	同比%	25.07	30.44	14.99	32.79	24.60	-595.50	9.42
无功补偿	当期值	1484.86	767.79	717.08	199.79	180.23	29.01	296.47
	同比值	1231.38	681.29	550.09	132.19	161.12	6.98	256.70
	同比%	20.59	12.70	30.36	51.14	11.86	315.73	15.49
风电	当期值	21085.37	17077.62	4007.75	936.17	904.42	232.63	1841.45
	同比值	25079.66	19250.35	5829.31	915.99	536.49	180.70	3615.55
	同比%	-15.93	-11.29	-31.25	2.20	68.58	28.74	-49.07
太阳能	当期值	13144.28	10004.51	3139.77	322.66	661.11	169.24	1584.41
	同比值	8744.27	6709.81	2034.46	202.61	329.31	273.95	1017.12

	同比%	50.32	49.10	54.33	59.25	100.76	-38.22	55.77
	当期值	755.09	545.65	209.45	60.67	75.73	1.64	78.88
核电	同比值	600.53	428.77	171.76	42.75	62.58	-3.77	71.22
	同比%	25.74	27.26	21.94	41.93	21.03	-143.46	10.76

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

第三季度太阳能行业增速大幅放缓、盈利大幅下滑; 高压一次设备收入同比回升明显, 但业绩改善还要期待明年

就第三季度来看, 细分行业销售收入同比增长位于前五位的分别是电表、保护和监控、核电、电缆以及工控, 同比分别增长为47.56%、39.43%、32.54%、29.36%以及26.9%; 净利润同比增幅处于前五位的是电缆、保护和监控、工控、发电设备和中低压设备, 增长率分别为72.93%、36.57%、29.82%、15.51%和8.12%。第三季度太阳能、无功补偿、电厂环保、高压变频、工控、电机、电源设备、中低压设备等8个子行业收入增速出现不同程度的放缓, 而高压一次设备、保护监控类设备、发电设备、电表、核电收入增速继续提升, 尤其是高压一次设备在第三季度收入同比回升明显。从盈利增长方面来看, 除电缆和中低压设备外, 其余子行业净利润增速均出现不同程度的下滑, 中低压设备和电缆行业主要是订单到交货周期相对较短, 因此企业业绩得以对三季度原材料价格下行的利好迅速反应。而对于订单到交货周期相对较长的高压一次设备企业, 三季度净利润降幅同比仍然有所扩大, 我们预计三季度原材料价格下行的有利影响落实到业绩改善还要期待明年。

表6: 2011年7-9月细分行业收入、费用和利润 (百万元)

行业分类		销售收入	销售成本	毛利润	销售费用	管理费用	财务费用	净利润
发电设备	当期值	30864.85	25109.13	5755.72	714.54	2162.43	19.02	2480.95
	同比值	26309.25	21270.37	5038.89	800.60	2180.59	-17.71	2147.74
	同比%	17.32	18.05	14.23	-10.75	-0.83	-207.37	15.51
高压设备	当期值	9822.52	7914.18	1908.34	648.60	688.05	179.62	287.31
	同比值	9181.48	7110.23	2071.25	642.98	610.17	117.00	762.49
	同比%	6.98	11.31	-7.87	0.87	12.76	53.52	-62.32
中低压设备	当期值	5438.22	4276.84	1161.39	264.08	319.69	22.29	492.18
	同比值	4373.26	3350.53	1022.74	187.58	296.22	-1.35	455.21
	同比%	24.35	27.65	13.56	40.79	7.92	-1746.59	8.12
电缆	当期值	12135.98	10362.10	1773.88	520.94	361.32	186.43	884.96
	同比值	9381.82	7931.34	1450.48	521.80	250.07	107.33	511.75
	同比%	29.36	30.65	22.30	-0.16	44.49	73.69	72.93
保护及监控	当期值	3553.32	2399.26	1154.06	335.58	367.53	58.46	290.05
	同比值	2548.43	1778.70	769.72	250.67	274.96	44.16	212.37
	同比%	39.43	34.89	49.93	33.87	33.67	32.37	36.57
电表	当期值	1182.22	891.55	290.67	89.86	91.52	-1.75	92.90
	同比值	801.17	536.24	264.92	60.80	95.03	-0.21	98.81
	同比%	47.56	66.26	9.72	47.78	-3.70	747.50	-5.98
电源设备	当期值	1228.80	858.03	370.76	107.09	115.05	-20.06	141.98

	同比值	1048.14	732.15	316.00	89.57	80.68	-7.98	133.64
	同比%	17.24	17.19	17.33	19.56	42.60	151.35	6.24
电机	当期值	2963.28	2407.42	555.86	140.11	208.86	117.51	109.78
	同比值	2783.26	2209.87	573.39	133.19	193.34	42.86	175.06
	同比%	6.47	8.94	-3.06	5.20	8.03	174.20	-37.29
工控	当期值	1053.13	661.71	391.42	75.30	133.06	-18.56	178.86
	同比值	829.90	554.53	275.37	59.11	77.02	-3.10	137.78
	同比%	26.90	19.33	42.14	27.39	72.77	498.77	29.82
高压变频	当期值	829.54	492.01	337.53	116.14	79.54	9.38	157.67
	同比值	698.83	404.20	294.63	84.00	73.34	-1.35	153.15
	同比%	18.70	21.73	14.56	38.25	8.45	-795.01	2.95
发电厂环保	当期值	484.93	333.90	151.03	25.77	53.18	-10.22	73.64
	同比值	443.56	290.18	153.38	20.51	41.58	-2.99	82.36
	同比%	9.33	15.07	-1.53	25.63	27.90	-241.78	-10.59
无功补偿	当期值	459.71	231.03	228.68	70.18	59.56	9.04	118.49
	同比值	431.77	222.92	208.85	53.52	54.99	3.44	110.20
	同比%	6.47	3.64	9.49	31.12	8.30	163.02	7.52
风电	当期值	8558.37	7113.58	1444.80	325.12	369.01	106.30	548.88
	同比值	9630.53	7458.06	2172.47	414.47	230.15	94.09	1346.83
	同比%	-11.13	-4.62	-33.50	-21.56	60.33	12.98	-59.25
太阳能	当期值	4196.47	3214.42	982.05	127.50	248.55	215.07	319.20
	同比值	3400.21	2563.68	836.53	73.27	127.29	-49.58	541.70
	同比%	23.42	25.38	17.40	74.01	95.26	-533.75	-41.07
核电	当期值	271.12	199.93	71.18	20.03	27.80	1.71	23.79
	同比值	204.56	146.04	58.52	11.19	21.04	-3.34	26.77
	同比%	32.54	36.90	21.65	79.10	32.14	-151.15	-11.13

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

第四季度高压一次设备、保护与监控、发电设备、核电等子行业将保持增长, 其余子行业收入增速料将放缓

我们预计高压一次设备、保护与监控、发电设备、核电等子行业在四季度将继续保持增长, 其余子行业受经济增速放缓以及国际银根收紧政策影响, 预计四季度增长继续放缓。其中: “电荒”使得今年的发电设备景气持续全年, 特高压直流淮南-上海新线获批将带动一次设备, 轨道交通和新能源汽车充换电站等建设带动二次设备企业收入继续增长。新能源方面, 核电板块景气仍在逐渐恢复, 行业新增订单出现预计要到明年。环保方面, 四季度是电厂环保企业的旺季, 据我们了解如龙源技术目前订单已经排满, 全年业绩符合预期, 预计明年开始将迎来收入高速增长期。

第三季度光伏行业盈利能力下滑明显

2011年前三季度盈利能力最强的前三个子行业分别是无功补偿、工控、发电厂环保和, 净利率分别为19.97%、16.91%和16.15%; 盈利能力排在最后三位的则是高压设备、

电机和电缆，净利率分别为4.57%、5.47%和5.95%。2011年前三季度仅有工控、发电设备、保护监控、太阳能、电缆的净利率出现同比上升。其余细分子行业的盈利水平和去年同期相比均出现不同程度的下降，其中高压一次设备子行业的净利率下降最明显，下降幅度达5.57个百分点。

表7：2011年前三季度细分子行业整体费用率和盈利情况（%）

	毛利率（%）		净利率（%）		销售费用率（%）		管理费用率（%）		财务费用率（%）	
行业分类	11Q1-3	同比%	11Q1-3	同比%	11Q1-3	同比%	11Q1-3	同比%	11Q1-3	同比%
发电设备	18.99	0.77	7.66	0.49	2.41	-0.30	7.39	-0.36	-0.03	-0.10
高压设备	20.57	-2.71	4.57	-5.57	6.85	1.03	7.33	1.36	1.66	0.06
中低压设备	21.56	-2.85	9.47	-1.74	4.82	0.36	5.68	-0.58	-0.12	-0.39
电缆	14.31	-1.43	5.95	0.27	4.34	-0.90	2.96	0.36	1.45	0.32
保护及监控	33.45	0.54	9.50	0.42	10.20	-0.57	11.82	-0.32	1.70	-0.03
电表	24.98	-8.55	7.64	-3.16	7.75	-2.59	8.21	-2.53	-0.20	-0.05
电源设备	29.58	-0.39	11.08	-1.05	9.03	0.71	9.13	1.26	-1.74	-1.34
电机	17.74	-1.96	5.47	-1.04	4.40	-0.09	5.92	-0.18	2.31	1.46
工控	36.80	4.28	16.91	1.94	7.59	0.33	11.84	2.15	-2.07	-1.58
高压变频	41.23	1.57	16.06	-1.89	12.78	1.26	10.62	-0.70	0.96	1.32
发电厂环保	31.97	-2.80	16.15	-2.31	4.11	0.24	9.51	-0.04	-1.84	-1.51
无功补偿	48.29	3.62	19.97	-0.88	13.45	2.72	12.14	-0.95	1.95	1.39
风电	19.01	-4.24	8.73	-5.68	4.44	0.79	4.29	2.15	1.10	0.38
太阳能	23.89	0.62	12.05	0.42	2.45	0.14	5.03	1.26	1.29	-1.85
核电	27.74	-0.86	10.45	-1.41	8.03	0.92	10.03	-0.39	0.22	0.85

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2011年第三季度毛利率同比改善的子行业分别是工控、保护监控、无功补偿和电源设备，此外，电缆、工控、无功补偿三个子行业的净利率同比有所回升。盈利能力同比下滑最大的太阳能、风电、高压设备和电表，净利率分别下降8.32、7.57、5.38和4.48个百分点。太阳能行业盈利能力下滑主要是三季度光伏产业链价格下滑明显，此外银行债务利息负担加重也导致光伏企业财务费用率高企。

表8：2011年第三季度细分子行业整体费用率和盈利情况（%）

	毛利率（%）		净利率（%）		销售费用率（%）		管理费用率（%）		财务费用率（%）	
行业分类	11Q3	同比%	11Q3	同比%	11Q3	同比%	11Q3	同比%	11Q3	同比%
发电设备	18.65	-0.50	8.04	-0.13	2.32	-0.73	7.01	-1.28	0.06	0.13
高压设备	19.43	-3.13	2.92	-5.38	6.60	-0.40	7.00	0.36	1.83	0.55
中低压设备	21.36	-2.03	9.05	-1.36	4.86	0.57	5.88	-0.90	0.41	0.44
电缆	14.62	-0.84	7.29	1.84	4.29	-1.27	2.98	0.31	1.54	0.39
保护及监控	32.48	2.27	8.16	-0.17	9.44	-0.39	10.34	-0.45	1.65	-0.09
电表	24.59	-8.48	7.86	-4.48	7.60	0.01	7.74	-4.12	-0.15	-0.12
电源设备	30.17	0.02	11.55	-1.20	8.71	0.17	9.36	1.67	-1.63	-0.87
电机	18.76	-1.84	3.70	-2.59	4.73	-0.06	7.05	0.10	3.97	2.43
工控	37.17	3.99	16.98	0.38	7.15	0.03	12.63	3.35	-1.76	-1.39

高压变频	40.69	-1.47	19.01	-2.91	14.00	1.98	9.59	-0.91	1.13	1.32
发电厂环保	31.15	-3.43	15.19	-3.38	5.31	0.69	10.97	1.59	-2.11	-1.43
无功补偿	49.74	1.37	25.78	0.25	15.27	2.87	12.96	0.22	1.97	1.17
风电	16.88	-5.68	6.41	-7.57	3.80	-0.50	4.31	1.92	1.24	0.27
太阳能	23.40	-1.20	7.61	-8.32	3.04	0.88	5.92	2.18	5.13	6.58
核电	26.26	-2.35	8.77	-4.31	7.39	1.92	10.25	-0.03	0.63	2.26

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

细分行业运营能力分析

前三季度行业应收账款回款均有所放缓，除中低压设备和电厂环保外各子行业出现不同程度存货积压，第三季度太阳能行业回款放缓尤为明显

前三季度，各细分子行业应收转款周转天数均有不同程度增加，其中风电、无功补偿、保护监控等子行业回款进度放缓最为明显，前三季度，除电厂环保和中低压设备外，行业其余子行业存货周转天数均有不同程度增长。第三季度，太阳能行业回款放缓尤为明显，存货积压也有所增长，我们预计四季度太阳能行业运营能力还将继续下滑。

表9：2011年前三季度和第三季度存货和应收账款周转天数

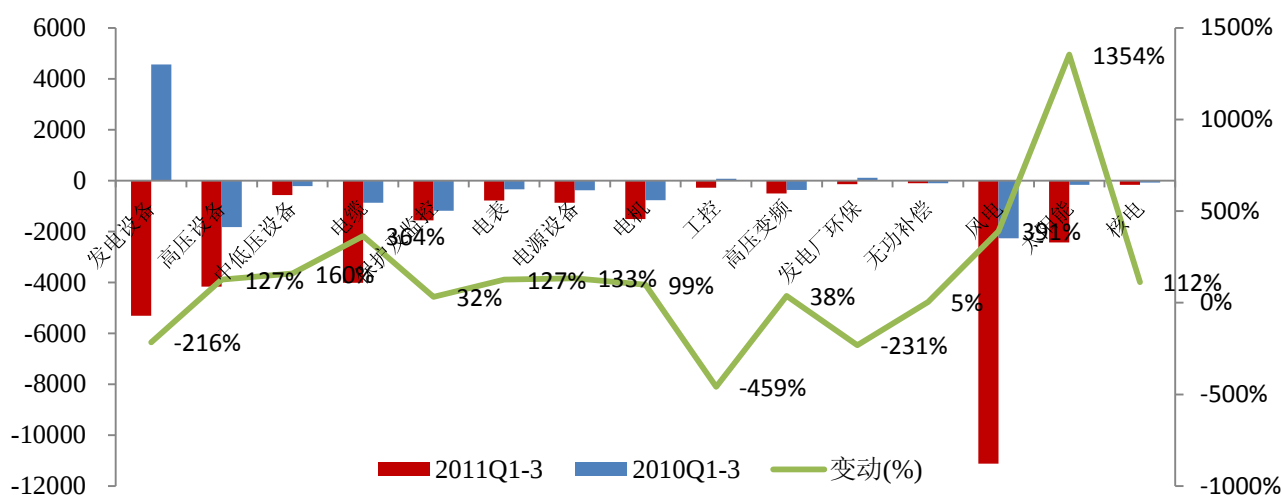
行业分类	存货周转天数						应收账款周转天数					
	2011Q1-3	2010Q1-3	同比	2011Q3	2010Q3	同比	2011Q1-3	2010Q1-3	同比	2011Q3	2010Q3	同比
发电设备	184	184	0	184	184	0	150	143	8	150	143	8
高压设备	158	155	3	158	155	3	189	182	7	189	182	7
中低压设备	118	125	-7	118	125	-7	137	125	12	137	125	12
电缆	68	56	11	68	56	11	107	89	19	107	89	19
保护及监控	197	154	43	197	157	40	250	202	48	250	202	47
电表	173	126	46	173	126	46	112	75	37	112	75	37
电源设备	161	123	38	161	123	38	178	150	29	178	143	35
电机	106	81	25	106	81	24	114	94	20	114	102	12
工控	122	89	33	122	89	33	66	57	8	66	57	8
高压变频	194	175	19	194	175	19	255	250	4	255	250	4
发电厂环保	170	199	-28	170	199	-28	154	143	12	154	143	12
无功补偿	96	61	36	96	61	36	171	107	64	171	107	64
风电	186	101	86	186	101	86	202	95	107	202	95	107
太阳能	124	87	38	124	86	39	76	73	4	76	60	17
核电	177	165	11	177	165	11	191	148	43	191	148	43

数据来源：广发证券发展研究中心

太阳能、工控、风电、电缆子行业现金流大幅下降，行业整体经营现金流为负，现金流压力加剧

存货周转天数和应收账款周天数的显著增加，直接导致各细分行业的营业现金流大幅下降，电力设备新能源板块前三季度的营业现金流净额全部为负，其中下降幅度最大的依次为太阳能（-1354%）、工控（-459%）、风电（-391%）、电缆（-364%）、电厂环保（-231%）、发电设备（-216%）。目前国内银根紧缩，下游需求放缓，市场开拓难度增加，企业为了扩大销售而对次优质客户赊销和延长收款期加剧了行业现金流紧张的局面。其中，工控行业由于下游客户面广，受经济增速放缓和银根紧缩影响明显，行业经营性现金流大幅下降已经向投资者示警其中部分应收账款有可能到年末转为坏账而集中计提减值损失。虽然目前通胀有见顶回落趋势，但考虑到通胀水平仍处于高位，国内货币政策仍然不敢彻底放松，我们建议投资者选择标的时将企业每股收益的现金流质量纳入考量。

图11：2011年前三季度营业现金流净额



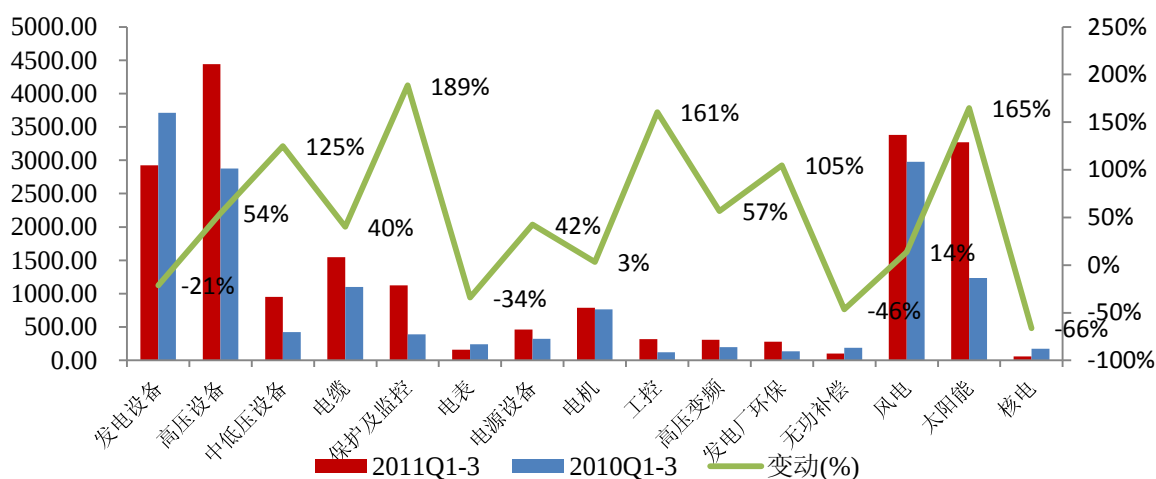
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

资本支出以及资产负债率分析

第三季度工控、高压变频和中低压设备资本支出继续同比大幅增长，警惕这部分新增投资转化为行业过剩产能风险

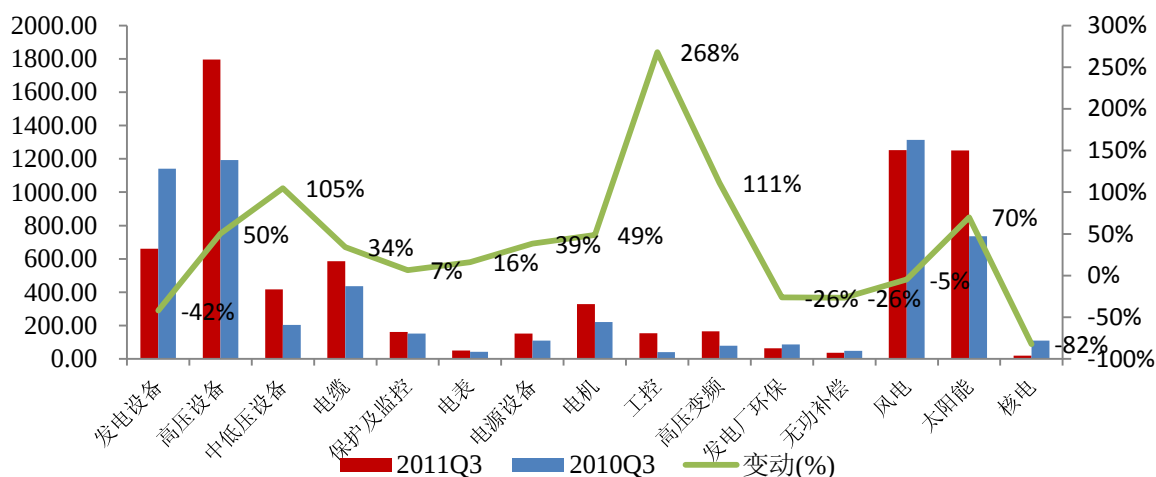
2011年前三季度电力设备新能源板块各子行业的资本开支投资都较2010年同期有不同程度的增加，其中保护及监控、太阳能、工控、中低压设备和发电厂环保者五个子行业的投资增幅均超过100%，同比增幅分别为189%、165%、161%、125%和105%。就第三季度来看，工控、高压变频和中低压设备子行业增速同比继续大幅提升，考虑到三季度起工控、高压变频和太阳能行业增速出现不同程度放缓，预计四季度恐将继续放缓，并且目前太阳能行业产能供过于求十分显著，我们预计这部分资本开支将增加子行业企业竞争压力，相关新增投资有转化为行业过剩产能的风险。

图12：2011年前三季度资本支出变化（单位：百万元）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 2011年第三季度资本支出变化 (单位: 百万元)

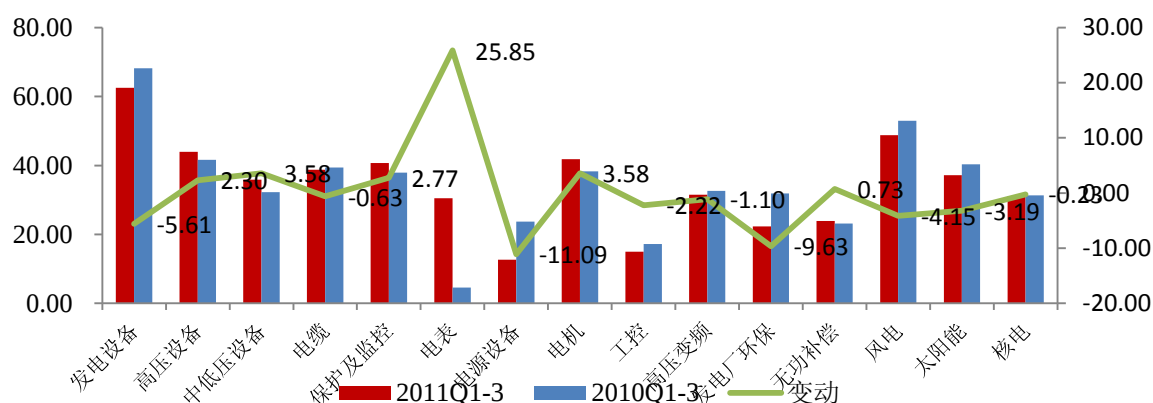


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

前三季度细分行业资产负债率保持合理, 资本结构良性发展

除电表行业的资产负债率增幅相对明显但仍低于警戒线外, 电力设备和新能源行业前三季度的总体资产负债率水平和去年同期相比略有下降, 主要原因是行业内近两年来新上市公司数量迅速扩容, 股权融资规模增长以及过去一年相对紧缩的货币政策减少了企业债务融资的规模。整体而言, 前三季度各子行业资本结构仍然保持良性发展。

图14: 2011年前三季度资产负债率变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资业绩改善品种、兼顾现金流安全

目前经济增速放缓、国家紧缩货币政策不会立即退出,第三季度电力设备新能源板块已经有8个子行业出现不同程度的增速放缓,我们预计这一趋势在四季度恐将延续。高压一次设备、保护监控类设备、发电设备等子行业在三季度或出现业绩改善,或延续高增长,预计这些行业全年将继续向好,我们认为合适的投资策略是在这些子行业精选投资品种,并且兼顾现金流安全,首选投资标的包括:国电南瑞、特变电工、东方电气、平高电气、汇川技术、鑫龙电器等。

风险提示

行业面临的主要风险有:上游原材料价格波动风险,特高压、智能电网建设进度低于预期,核电审批存在不确定性、光伏产业终端需求低于预期等。

附录:

表10: 重点公司2011年3季报概览

公司	代码	销售收入 (百万)				毛利润 (百万)				净利润 (百万)			
		2011Q1-3	同比%	2011Q3	同比%	2011Q1-3	同比%	2011Q3	同比%	2011Q1-3	同比%	2011Q3	同比%
思源电气	002028	1224	(1)	449	(10)	422	(19)	141	(29)	102	(73)	32	(77)
长高集团	002452	248	15	95	77	96	20	36	70	41	10	15	52
特变电工	600089	12718	(1)	4517	10	2722	(5)	900	1	1025	(27)	317	(22)
平高电气	600312	1725	43	705	34	256	10	129	63	(38)	(1)	40	(203)
天威保	6005	3984	(15)	1073	(23)	771	(11)	276	0	279	(49)	13	(90)

变	50												
三变科	0021	683	5	277	14	127	(13)	44	(14)	2	(94)	1	(95)
技	12												
中国西	6011	7718	(14)	2706	16	1429	(36)	382	(31)	(117)	(118)	(132)	(233)
电	79												
东源电	0020	493	31	118	(8)	132	34	36	5	51	48	14	23
器	74												
鑫龙电	0022	640	43	234	36	223	56	89	58	52	83	22	170
器	98												
鑫龙电	0022	640	43	234	36	223	56	89	58	52	83	22	170
器	98												
北京科	0023	478	39	172	46	164	36	64	59	36	58	13	129
锐	50												
森源电	0023	479	41	200	60	159	42	66	61	87	68	37	76
气	58												
中能电	3000	231	89	90	40	95	66	34	11	46	73	16	(2)
气	62												
宝光股	6003	495	19	179	9	81	(11)	30	(2)	7	(58)	3	(62)
份	79												
广电电	6016	846	16	285	30	225	28	82	22	126	31	49	(6)
气	16												
置信电	6005	968	(13)	338	(8)	256	(42)	85	(37)	154	(47)	53	(41)
气	17												
正泰电	6018	6327	36	2325	28	1428	13	531	9	683	12	241	15
器	77												
众业达	0024	3741	26	1496	25	405	34	145	47	149	30	45	33
	41												
上风高	0009	1502	30	489	27	162	91	77	176	56	476	28	496
科	67												
南洋股	0022	1432	15	587	23	223	6	88	15	122	4	48	4
份	12												
万马电	0022	1848	22	701	18	250	9	87	(9)	75	(11)	23	(34)
缆	76												
太阳电	0023	2545	64	1037	76	271	35	99	30	95	11	31	(12)
缆	00												
中利科	0023	3008	52	1131	46	410	42	140	63	156	20	37	72
技	09												
摩恩电	0024	293	8	120	45	55	(28)	14	(40)	6	(81)	(8)	(200)
气	51												
中超电	0024	1288	58	489	59	218	66	87	88	47	27	15	6
缆	71												
汉缆股	0024	2610	21	941	29	521	2	244	31	258	(14)	114	(20)
份	98												

金杯电 工	0025 33	1752	31	672	23	196	15	77	24	93	15	31	(2)
通达股 份	0025 60	602	18	179	62	80	31	20	34	37	37	8	21
长园集 团	6005 25	1280	25	497	7	557	29	222	12	579	287	413	624
经纬电 材	3001 20	312	3	90	(4)	42	3	15	40	24	(15)	5	(37)
三普药 业	6008 69	8206	24	3222	19	1239	15	480	16	326	37	108	35
宝胜股 份	6009 73	4947	24	1981	30	301	(13)	124	(7)	6	(92)	32	37
许继电 气	0004 00	2378	20	968	22	798	20	283	25	161	12	49	21
金智科 技	0020 90	501	8	162	14	135	16	49	45	31	(6)	9	34
理工监 测	0023 22	146	70	47	14	87	66	35	58	29	15	14	56
积成电 子	0023 39	263	23	107	31	118	26	49	57	26	7	12	4
中元华 电	3000 18	104	19	50	78	52	10	22	33	28	(12)	11	(4)
国电南 自	6002 68	1758	27	722	47	525	42	222	84	115	121	28	27
国电南 瑞	6004 06	2834	72	1112	70	842	69	321	86	407	65	141	71
四方股 份	6011 26	939	27	344	28	440	28	168	25	91	33	39	36
ST 阿继	0009 22	80	(17)	41	(13)	12	(41)	6	(52)	(32)	115	(12)	(484 0)
浩宁达	0023 56	298	108	107	68	58	19	24	21	8	(15)	3	(38)
林洋电 子	6012 22	1056	43	445	61	267	3	106	4	87	(1)	37	5
三星电 气	6015 67	1550	36	630	37	400	8	161	12	127	5	52	(10)
奥特迅	0022 27	96	(9)	36	(4)	30	(29)	9	(42)	9	(33)	1	(73)
科华恒 盛	0023 35	626	62	263	76	217	44	84	40	74	24	32	40
中恒电 气	0023 64	199	19	72	23	67	8	24	9	31	16	11	9
鼎汉技	3000	234	16	70	1	123	46	42	22	64	53	26	52

术	11												
科士达	002518	637	56	211	48	155	22	54	22	56	7	20	17
南都电源	300068	900	(11)	321	(12)	159	(12)	67	17	29	(42)	12	(32)
科泰电源	300153	348	11	104	3	93	4	25	1	30	(16)	4	(57)
科大智能	300222	92	12	31	(29)	51	12	16	(36)	17	(25)	6	(60)
新联电子	002546	270	69	121	47	112	66	50	52	67	64	30	51
浙富股份	002266	691	20	251	33	205	22	67	44	93	24	28	7
东方电气	600875	30091	16	10332	14	6223	26	2097	10	2316	30	747	1
华光股份	600475	2899	25	1132	41	403	8	138	6	116	(5)	40	(9)
杭锅股份	002534	2498	4	898	12	537	1	183	15	272	(7)	94	18
上海电气	601727	51762	13	18253	18	9335	16	3271	17	3944	21	1571	25
江特电机	002176	573	68	187	29	130	87	48	84	39	115	12	47
方正电机	002196	439	14	141	4	73	14	21	(9)	27	77	6	7
大洋电机	002249	1802	15	496	1	365	22	77	(20)	167	7	31	(28)
金龙机电	300032	190	1	65	2	62	4	21	5	34	(10)	12	(9)
湘电股份	600416	4710	5	1182	(4)	859	(6)	290	(6)	123	(35)	5	(92)
卧龙电气	600580	2424	11	893	25	310	(21)	99	(2)	164	(8)	43	1
海德控制	002184	988	3	363	6	168	6	57	14	20	(19)	9	48
英威腾	002334	498	39	199	38	208	41	87	44	88	10	34	(10)
新时达	002527	496	39	202	32	205	37	86	28	97	54	44	44
汇川技术	300124	790	69	289	51	439	82	162	64	263	72	91	44
荣信股份	002123	1225	22	371	1	617	34	194	3	239	14	99	(1)

智光电 气	0021 69	332	9	131	9	98	6	33	1	25	5	12	3
九洲电 气	3000 40	391	41	151	31	92	20	37	16	26	(12)	10	(33)
合康变 频	3000 48	407	70	176	86	164	75	73	76	87	36	36	38
海陆重 工	0022 55	863	13	304	11	209	2	74	(3)	109	(5)	38	(15)
龙源技 术	3001 05	440	67	101	10	177	41	41	1	72	44	10	4
燃控科 技	3001 52	210	15	81	4	98	8	36	(2)	63	8	26	(8)
和顺电 气	3001 41	120	8	46	36	41	(3)	16	59	26	2	11	47
恒顺电 气	3002 08	140	21	43	41	59	25	19	72	31	45	9	160
荣信股 份	0021 23	1225	22	371	1	617	34	194	3	239	14	99	(1)
金风科 技	0022 02	9420	(14)	4226	(8)	1754	(34)	651	(42)	708	(56)	217	(72)
天顺风 能	0025 31	671	78	280	91	128	20	49	25	76	20	24	(3)
泰胜风 能	3001 29	441	11	157	0	70	(52)	33	(46)	42	(50)	18	(15)
华仪电 气	6002 90	1056	(15)	358	(25)	231	(5)	89	(8)	60	(22)	21	(20)
华锐风 电	6015 58	8389	(27)	3064	(23)	1571	(37)	525	(35)	901	(49)	242	(49)
银星能 源	0008 62	1109	74	473	75	253	69	98	118	54	23	26	81
拓日新 能	0022 18	379	(11)	122	(26)	60	(55)	8	(85)	(39)	(161)	(48)	(267)
东方日 升	3001 18	1750	6	548	(18)	314	(14)	131	(12)	118	(29)	38	(58)
向日葵	3001 11	1701	2	453	(30)	296	(19)	92	(35)	97	(37)	(35)	(140)
超日太 阳	0025 06	2728	66	930	50	487	59	196	64	238	54	107	2
新大新 材	3000 80	1458	84	407	32	275	51	62	3	141	22	27	(39)
天龙光 电	3000 29	595	92	177	42	252	139	79	85	112	93	31	41
爱康科	2610	1102	21	405	16	177	15	60	(23)	159	135	8	(80)

技													
京运通	601908	1531	122	510	54	679	134	166	11	425	101	76	(32)
精功科技	002006	1901	193	645	229	600	359	190	292	333	1334	114	785
南风股份	300004	284	28	110	24	97	32	38	27	52	16	21	11
中核科技	000777	471	24	161	39	112	14	33	16	27	2	2	(68)

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 重点公司2011年3季报盈利能力概览

公司	代码	毛利率 (%)				净利率 (%)				期间费用率 (%)			
		2011Q1-3	同比%	2011Q3	同比%	2011Q1-3	同比%	2011Q3	同比%	2011Q1-3	同比%	2011Q3	同比%
思源电气	002028	34	(8)	31	(9)	8	(22)	7	(21)	27	3	27	4
长高集团	002452	39	2	38	(1)	17	(1)	16	(3)	16	1	17	(3)
特变电工	600089	21	(1)	20	(2)	8	(3)	7	(3)	13	2	12	1
平高电气	600312	15	(4)	18	3	(2)	1	6	13	17	(6)	12	(5)
天威保变	600550	19	1	26	6	7	(5)	1	(8)	16	4	18	3
三变科技	002112	19	(4)	16	(5)	0	(6)	0	(7)	17	3	15	2
中国西电	601179	19	(6)	14	(10)	(2)	(9)	(5)	(9)	19	3	19	(0)
东源电器	002074	27	1	30	4	10	1	12	3	14	(2)	22	3
鑫龙电器	002298	35	3	38	5	8	2	9	5	24	1	26	0
鑫龙电器	002298	35	3	38	5	8	2	9	5	24	1	26	0
北京科锐	002350	34	(1)	37	3	7	1	7	3	24	(1)	28	0
森源电气	002358	33	0	33	0	18	3	19	2	11	(2)	11	(1)
中能电气	300062	41	(6)	37	(10)	20	(2)	18	(7)	17	(1)	15	0
宝光股份	600379	16	(6)	16	(2)	1	(2)	1	(3)	14	(3)	14	2

广电电 气	6016 16	27	2	29	(2)	15	2	17	(7)	19	(2)	19	3
置信电 气	6005 17	26	(13)	25	(11)	16	(10)	16	(9)	9	2	9	1
正泰电 器	6018 77	23	(5)	23	(4)	11	(2)	10	(1)	9	(2)	10	(2)
众业达	0024 41	11	1	10	1	4	0	3	0	5	1	5	1
上风高 科	0009 67	11	3	16	8	4	3	6	5	9	3	13	7
南洋股 份	0022 12	16	(1)	15	(1)	9	(1)	8	(2)	4	0	4	0
万马电 缆	0022 76	14	(2)	12	(4)	4	(1)	3	(3)	9	(0)	8	(2)
太阳电 缆	0023 00	11	(2)	10	(3)	4	(2)	3	(3)	5	(1)	5	(1)
中利科 技	0023 09	14	(1)	12	1	5	(1)	3	0	8	0	8	(0)
摩恩电 气	0024 51	19	(9)	11	(16)	2	(9)	(6)	(16)	12	(2)	10	(8)
中超电 缆	0024 71	17	1	18	3	4	(1)	3	(2)	10	2	11	2
汉缆股 份	0024 98	20	(4)	26	0	10	(4)	12	(7)	7	(1)	8	(1)
金杯电 工	0025 33	11	(2)	12	0	5	(1)	5	(1)	5	(1)	5	(0)
通达股 份	0025 60	13	13	11	(2)	6	6	4	(1)	5	5	5	(1)
长园集 团	6005 25	44	2	45	2	45	31	83	71	31	6	33	4
经纬电 材	3001 20	13	0	17	5	8	(2)	6	(3)	5	2	10	7
三普药 业	6008 69	15	(1)	15	(0)	4	0	3	0	10	(2)	11	(1)
宝胜股 份	6009 73	6	(3)	6	(2)	0	(2)	2	0	6	(0)	5	(2)
许继电 气	0004 00	34	0	29	1	7	(0)	5	(0)	26	(0)	22	(2)
金智科 技	0020 90	27	2	30	7	6	(1)	5	1	21	(0)	21	0
理工监 测	0023 22	60	(1)	74	20	20	(9)	29	8	39	(2)	39	6
积成电	0023	45	1	46	8	10	(1)	12	(3)	35	(1)	31	3

子	39												
中元华电	300018	50	(4)	44	(15)	27	(10)	21	(18)	16	4	16	3
国电南自	600268	30	3	31	6	7	3	4	(1)	30	6	26	5
国电南瑞	600406	30	(0)	29	3	14	(1)	13	0	12	(3)	11	(0)
四方股份	601126	47	47	49	(1)	10	10	11	1	36	36	35	(9)
ST 阿继	000922	15	(6)	15	(12)	(40)	(24)	(30)	(30)	60	22	45	17
浩宁达	002356	20	(14)	22	(9)	3	(4)	3	(6)	19	(8)	21	(1)
林洋电子	601222	25	25	24	(13)	8	8	8	(4)	14	14	13	(12)
三星电气	601567	26	26	25	(6)	8	8	8	(4)	16	16	16	(0)
奥特迅	002227	31	(9)	25	(17)	9	(3)	3	(9)	37	7	38	(1)
科华恒盛	002335	35	(4)	32	(8)	12	(4)	12	(3)	20	(1)	17	(3)
中恒电气	002364	34	(4)	33	(4)	16	(0)	15	(2)	14	(2)	13	(2)
鼎汉技术	300011	53	11	60	10	27	7	37	13	22	6	21	0
科士达	002518	24	(7)	26	(5)	9	(4)	9	(2)	14	(2)	15	(3)
南都电源	300068	18	(0)	21	5	3	(2)	4	(1)	13	1	13	4
科泰电源	300153	27	(2)	24	(1)	9	(3)	4	(5)	16	2	20	6
科大智能	300222	55	55	51	(6)	19	19	19	(15)	35	35	35	18
新联电子	002546	41	(1)	41	2	25	(1)	25	1	11	(5)	11	(2)
浙富股份	002266	30	1	27	2	14	0	11	(3)	16	4	14	3
东方电气	600875	21	2	20	(1)	8	1	7	(1)	9	0	9	(1)
华光股份	600475	14	(2)	12	(4)	4	(1)	4	(2)	10	(1)	9	(3)
杭锅股份	002534	21	(1)	20	0	11	(1)	11	1	8	0	7	(0)

上海电 气	6017 27	18	0	18	(0)	8	0	9	0	10	(1)	9	(3)
江特电 机	0021 76	23	2	26	8	7	1	6	1	14	(1)	18	4
方正电 机	0021 96	17	0	15	(2)	6	2	5	0	10	0	10	0
大洋电 机	0022 49	20	1	16	(4)	9	(1)	6	(3)	9	2	8	(1)
金龙机 电	3000 32	32	1	32	1	18	(2)	18	(2)	12	3	14	4
湘电股 份	6004 16	18	(2)	24	(0)	3	(2)	0	(5)	15	1	23	5
卧龙电 气	6005 80	13	(5)	11	(3)	7	(1)	5	(1)	12	2	10	3
海德控 制	0021 84	17	1	16	1	2	(1)	3	1	14	1	12	(1)
英威腾	0023 34	42	1	44	2	18	(5)	17	(9)	22	5	24	8
新时达	0025 27	41	(1)	43	(1)	20	2	22	2	19	(4)	20	(1)
汇川技 术	3001 24	56	4	56	4	33	1	32	(2)	17	(0)	20	2
荣信股 份	0021 23	50	5	52	1	20	(1)	27	(0)	31	4	34	6
智光电 气	0021 69	30	(1)	25	(2)	8	(0)	10	(1)	23	0	17	(0)
九洲电 气	3000 40	24	(4)	25	(3)	7	(4)	7	(6)	15	(1)	15	(1)
合康变 频	3000 48	40	1	41	(2)	21	(5)	21	(7)	16	4	18	5
海陆重 工	0022 55	24	(3)	24	(3)	13	(2)	13	(4)	9	0	10	2
龙源技 术	3001 05	40	(7)	40	(4)	16	(3)	9	(0)	18	(7)	32	2
燃控科 技	3001 52	47	(3)	45	(2)	30	(2)	32	(4)	9	(4)	7	(3)
和顺电 气	3001 41	35	(4)	36	5	22	(1)	24	2	9	(2)	8	0
恒顺电 气	3002 08	42	42	43	8	22	22	21	9	17	17	20	(1)
荣信股 份	0021 23	50	5	52	1	20	(1)	27	(0)	31	4	34	6
金风科	0022	19	(6)	15	(9)	8	(7)	5	(12)	13	4	11	2

技	02												
天顺风能	002531	19	(9)	17	(9)	11	(5)	9	(8)	5	(4)	6	(2)
泰胜风能	300129	16	(21)	21	(18)	10	(12)	12	(2)	6	(8)	7	(13)
华仪电气	600290	22	2	25	4	6	(1)	6	0	13	3	15	5
华锐风电	601558	19	19	17	(3)	11	11	8	(4)	5	5	6	1
银星能源	000862	23	(1)	21	4	5	(2)	5	0	18	1	16	3
拓日新能	002218	16	(15)	6	(24)	(10)	(26)	(39)	(57)	23	11	34	26
东方日升	300118	18	(4)	24	2	7	(3)	7	(7)	9	(0)	25	22
向日葵	300111	17	(5)	20	(2)	6	(4)	(8)	(21)	13	1	31	29
超日太阳	002506	18	(1)	21	2	9	(1)	11	(6)	4	(3)	6	7
新大新材	300080	19	(4)	15	(4)	10	(5)	7	(8)	7	(0)	8	1
天龙光电	300029	42	8	44	10	19	0	18	(0)	13	3	18	8
爱康科技	2610	16	(1)	15	(7)	14	7	2	(10)	12	4	13	5
京运通	601908	44	2	33	(13)	28	(3)	15	(19)	8	2	9	3
精功科技	002006	32	11	29	5	18	14	18	11	7	(7)	7	(8)
南风股份	300004	34	1	35	1	18	(2)	19	(2)	11	2	11	4
中核科技	000777	24	(2)	20	(4)	6	(1)	1	(5)	23	1	24	4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

武夏，研究助理，复旦大学金融学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wuxia@gf.com.cn，021-68817881。

相关研究报告

2011 年第四季度电力设备新能源投资策略报告：看好中低压配电与电力电子应用	王昊	2011-09-27
电力设备新能源 2011 中报综述：工控与保护监控表现突出，关注高成长与拐点显现公司	王昊	2011-09-02

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。