

电气设备行业 2012 年投资策略

电网投资有望提速，电气设备投资良机再现

电气设备

投资要点：

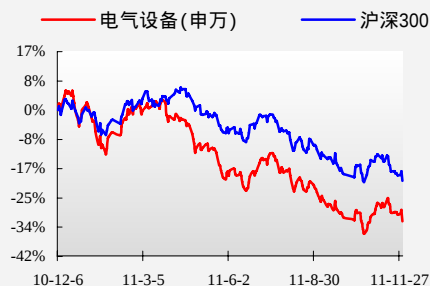
- 电气设备板块目前基本面正逐渐转好，2012 年行情有望回暖复苏，投资机遇远大于风险。受多重利空因素打压，板块在 2011 年领跌各子行业，但目前电网招投标的量价因素和原材料成本因素都在好转，核电重启审批在即，行业有望迎来拐点。在当前房地产等固定资产投资增速下滑和出口数据下滑的背景下，2012 年电力设备投资存在超预期的可能。
- 预计 2012 年电网投资额将达到甚至超过 2009 年高峰期，输变电设备中重点关注特高压、配用电和智能二次设备。2011 年 1-10 月完成电网投资 2574 亿，同比增长 14.45%。高压一次设备厂商受近期集中招标量价齐升，且原材料价格持续低位，预计 2012 年上半年利润回升。中低压电气在 2012 年或将维持景气度，关注跨区域扩张及进入核心元器件制造的设备商及工业电气分销龙头。二次设备中主推保护及监控类设备厂商，智能变电站设备招标规模已持续放大。
- 发改委限煤价调上网电价直接改善电力企业盈利，间接利好电力投资，重点关注三大动力集团和处于高景气的气电、水电设备商。2011 年 1-10 月累计完成电源投资 2760 亿，同比增长 2.64%，水电、核电投资保持在 25-30%较快增速。由于国内电源投资增速快于发电新增设备容量，且印度等海外市场需求旺盛，多元化经营的三大动力集团业绩增长和估值安全均有保障，期待核电审批开闸后估值修复，预计时点在 2011 年中。单一发电业务经营的设备商中，建议关注受目前处于高景气的“气电”、“水电”且业绩弹性大的企业。
- 电力电子板块中工控节能类有一定隐忧，2012 年相对看好高压变频和光伏逆变器的景气度。高压变频下游以大客户为主，目前仍处于景气周期，且市场环境进入良性竞争，毛利率企稳。中低压变频器周期性更强，下游中小客户资金链吃紧，增速或将回落。预计 2012 年国内光伏市场装机将达到 3GW 以上，虽然销售单价和市场占有率将有小幅下滑，但阳光电源作为国内光伏逆变器龙头，仍将是重大赢家。
- 2012 年重点推荐个股：东方电气、众业达、国电南瑞、置信电气、平高电气、阳光电源。

优于大势

维持评级

发布时间：2011 年 12 月 5 日

走势图



子行业	评级
中低压主设备	优于大势
输配电二次设备	优于大势
电力电子（高压变频）	优于大势
高压主设备	同步大势

重要公司	评级
东方电气	推荐
众业达	推荐
国电南瑞	推荐
置信电气	推荐
平高电气	推荐
阳光电源	推荐

分析师：周思立 联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-315
FAX: (8621)6337 3209
Email: yangjl@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

目录

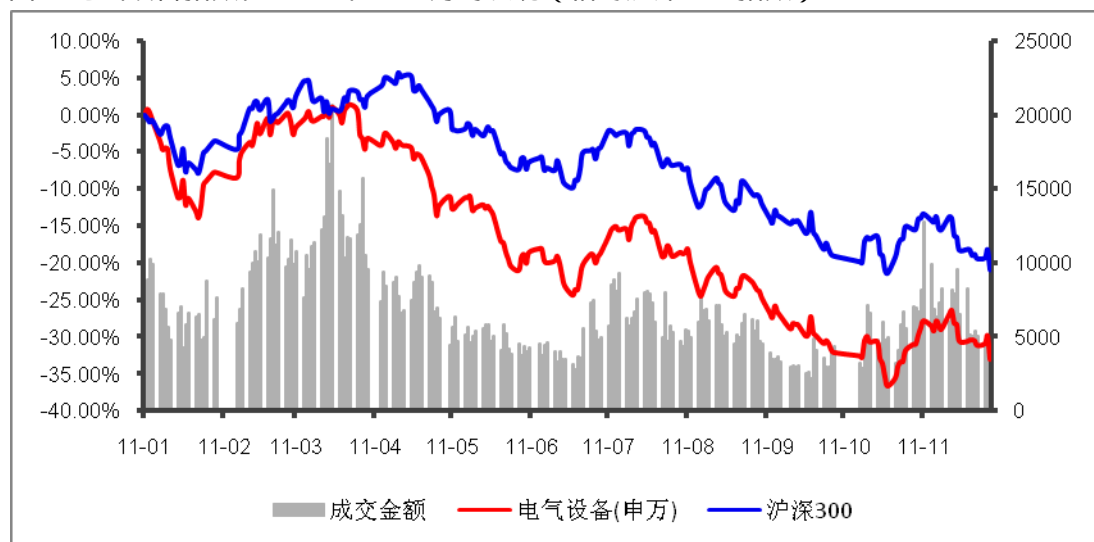
1. 电气设备板块 2011 年行情回顾和 2012 年投资展望.....	3
1.1 电气设备板块 2011 年 1-11 月行情回顾：受基本面和估值双重压力，大幅跑输	3
1.2 电气设备板块估值水平：接近历史低位，板块内优质个股初具配置价值	4
1.3 电力设备 2012 年投资前瞻：多种因素促成投资规模加速，期待行业回暖	4
2. 输变电设备板块 2012 年投资机会分析：	6
2.1 回顾 2011 年 1-10 月电网基础建设投资和新增变电设备容量完成情况：	6
2.2 高压一次设备：即将走出低谷，预计从 2012 年上半年开始盈利水平将有恢复	8
2.3 中低压配电设备：2012 年维持景气度，关注地域扩张、元器件制造和工业电气渠道商	10
2.4 二次设备：主推保护及监控类设备商，智能变电站设备招标规模持续放大	12
3. 发电设备板块 2012 年投资机会分析：	14
3.1 回顾 2011 年 1-10 月电源基础建设投资和发电设备新增容量完成情况：	14
3.2 三大动力集团：业绩增长和估值安全皆有保障，期待核电审批重启的催化剂	15
3.3 气电和水电进入高景气度，建议配置子行业中业绩弹性大的个股	16
4. 电力电子板块 2012 年投资机会分析：	17
4.1 电力电子技术的重点应用领域和子行业景气度分析	17
4.2 高压变频器：行业仍处景气周期，市场环境进入良性竞争，毛利率企稳	18
4.3 中低压变频器：周期性较强，宏观环境使中小客户资金链吃紧，有增速回落隐忧	18

1. 电气设备板块 2011 年行情回顾和 2012 年投资展望

1.1 电气设备板块 2011 年 1-11 月行情回顾：受基本面和估值双重压力，大幅跑输

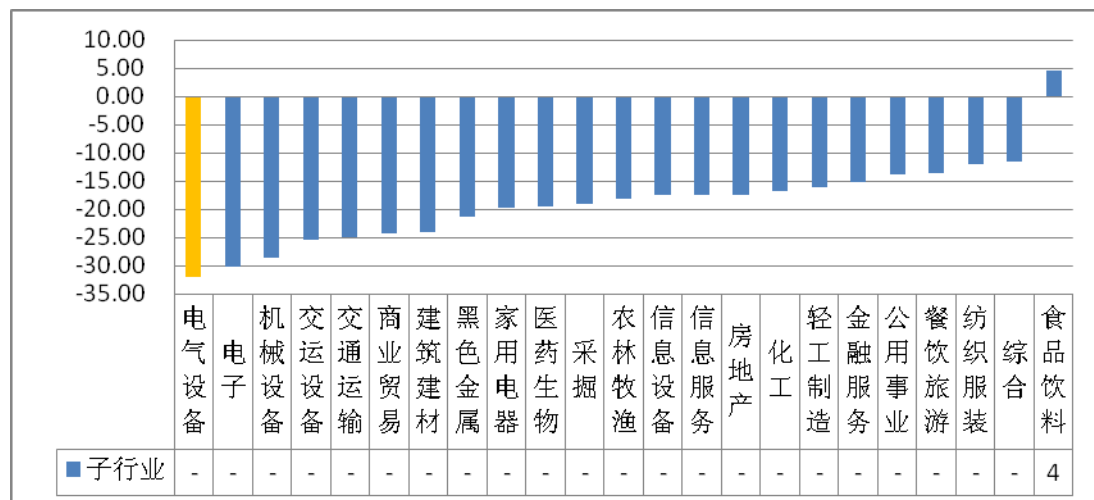
受 2010 年电网投资下滑（同比下降约 11.55%）且国网集中规模招标采购实行最低价中标原则（量价齐跌），输变电设备上市公司的 2010 年年报、2011 年前三季报普遍低于市场预期，尤其是高压一次设备普遍出现了营收和毛利率双降；而发电设备中（新能源类）：核电概念股受日本福岛核电事故影响，国内新项目审批冻结；风电概念股受行业政策趋紧审批趋严的影响，业绩增速出现明显向下拐点；光伏概念股亦受欧洲市场需求萎靡而国内产能严重供过于求的影响，产业链各环节产品价格大幅跳水；以上多重因素的集中时点爆发使得整个电气设备板块的多数企业股价出现大幅度调整。我们统计电气设备板块指数在今年前 11 个月（年初至 11 月 30 日）下跌了 32.08%，大幅跑输沪深 300 指数（如图 1 所示），同时也是所有子行业中领跌的板块（如图 2 所示）。

图 1 电气设备指数在 2011 年 1-11 月的表现（相对沪深 300 指数）



数据来源：WIND 资讯、东北证券

图 2 各子行业在 2011 年前 11 个月的市场表现对比



数据来源：WIND 资讯、东北证券

1.2 电气设备板块估值水平：接近历史低位，板块内优质个股初具配置价值

我们统计了近 5 年电气设备板块的动态市盈率变化趋势（如图 3 所示），可以看出除了 2008 年金融危机外，本板块的估值通常都在 30 倍以上，而当前板块整体估值已回落到了 30 倍以内（2011 年 11 月 30 日：板块市盈率为 29.06 倍）。应该说：这个估值水平与其他很多行业的动态市盈率横向对比，尚无明显低估值优势；但在电气设备板块的不同历史时段纵向对比来看，当前估值水平已接近历史低位，板块在当前点位再深度下探的可能性是很小的，最多也是伴随大盘同幅度的调整。

图 3 电气设备板块近 5 年动态市盈率的变化情况



资料来源：WIND 资讯、东北证券

事实上，我们也注意到：电气设备板块在 2011 年 11 月跑赢沪深 300 指数约 3.5%（其中沪深 300 指数下跌 6.44%，电气设备板块指数下跌 2.95%），根据我们统计观察，这是电气设备板块在 2011 年前 11 个月以来，单月行情表现最好的成绩。除了前面提到的估值基本是底部的因素外，我们也确实看到基本面的一些回暖因素：例如国网最近两批集中招标量价齐升，特高压新的线路招标在即，核电重启审批有望，大宗原材料价格已持续 2-3 个月低位等等，我们在报告的以下内容中也将详细阐述这些积极的信号。

总体上，我们认为：电气设备板块在当前时点已基本是基本面和估值的双底部，我们对 2012 年板块的基本面转好以及个股的股份表现都持积极乐观态度，继续维持板块“优于大势”的评级。

1.3 电力设备 2012 年投资前瞻：多种因素促成投资规模加速，期待行业回暖

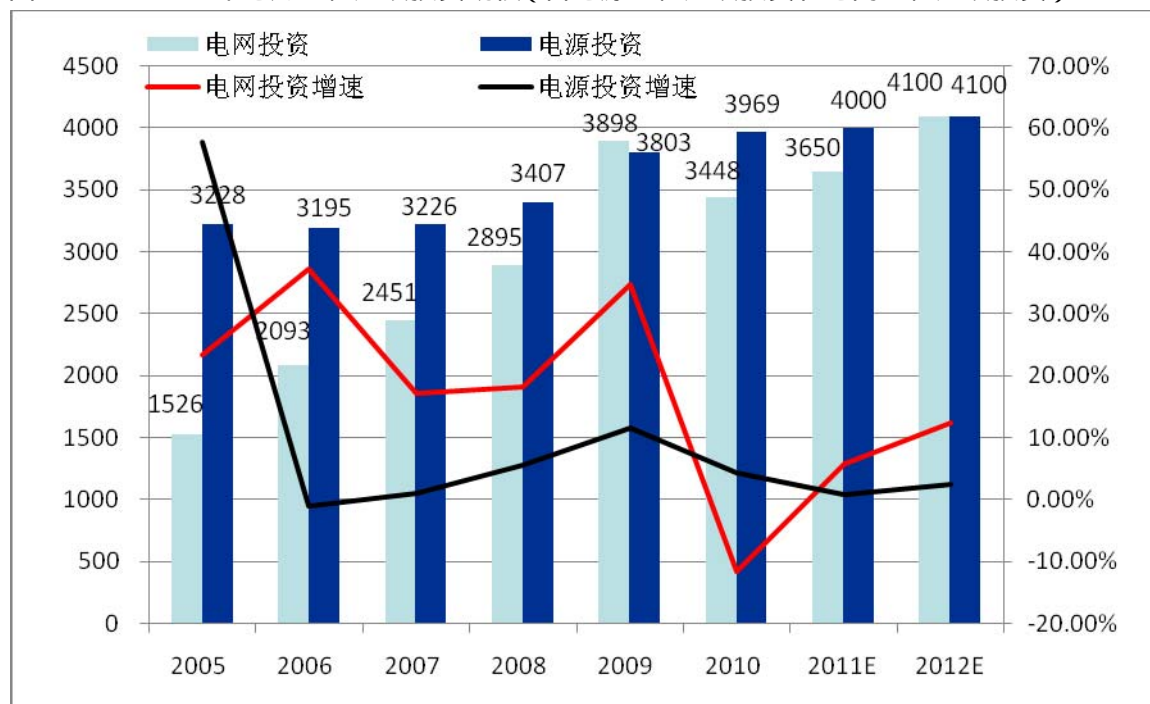
虽然当前主要电力运营商尚未公布 2012 年的投资规模预算，但我们对发电企业和电网公司 2012 年的设备投资规划总体持乐观态度，主要基于以下几方面的综合考虑：

（1）国家发改委于 2011 年 11 月底发文限煤、同时上调火电上网电价及非居民用销售电价（2011 年共上调了两次火电上网电价，6 月份也调过一次），根据我们对该文的解读，对发电企业形成直接利好，对电力设备类企业形成间接利好（主要是运营商盈利水平提高，更大可能会增加设备类投资）。按照该规定，发电企业采购方面：2012 年度合同电煤价格涨幅不得超过上年合同价格的 5%并对市场交易电煤规定最高限价；发电企业销售方面：自 2011 年 12 月 1 日起，将全国燃煤厂上网电价平均每千瓦时提高约

2.6 分钱,从而将在一定程度上改善发电企业的现金流和盈利能力(虽然改善幅度有限),以五大发电集团为代表的运营商对发电设备新增投资方面态度也会相对积极一些。同时,非居民用销售电价平均每千瓦时提高 3 分钱,我们认为将提高工业类企业增加自备电厂和变频节能设备的积极性。而关于居民生活用电试行阶梯电价则在客观上要求电网公司进一步加大用电信息采集系统(如智能电表、集中器、采集器)投资,最终达到全覆盖。

(2) 当前在宏观经济形势不明朗的背景下,电网投资可能会再次成为拉动经济的救命稻草,2012 年或重演 2009 年的电网投资高峰。反观过去,2009 年是电网投资的历史高峰年,当时在经济危机爆发后各行业偃旗息鼓,加大电网投资成了拉动 GDP 增长的重要措施。虽然说,当前的经济环境还不能完全类比 2008-2009 年的情形,但面对房地产等固定投资增速下滑和海外市场萎靡出口数据下滑等利空因素,我们认为宏观层面不排除国家会再次加码电网投资作为保增长的弥补手段。我们判断 2011 年电网投资将达到甚至略超过 2009 年的水平,在 4000-4200 亿左右(如图 4 所示)。从另一个角度考量:由于整个十二五期间电网投资将至少达 2.2 万亿(国网 1.7 万亿,南网 5000 亿),平均额为 4400 万亿,则在 2013 年前后应达到该投资水平。另外值得注意的是:电网的高压/超高压/特高压领域和中低压领域的景气度未必一致,后者因为下游行业比较开放,所以周期性更强;而前者主要与电网投资直接关联,有时候存在一定的逆周期特征,所以我们认为以 110kV 为界限,不管宏观层面是好是坏,电网设备都存在一定投资机会。

图 4 2005-2012 年电力工程建设投资规模(含电源工程建设投资和电网工程建设投资)

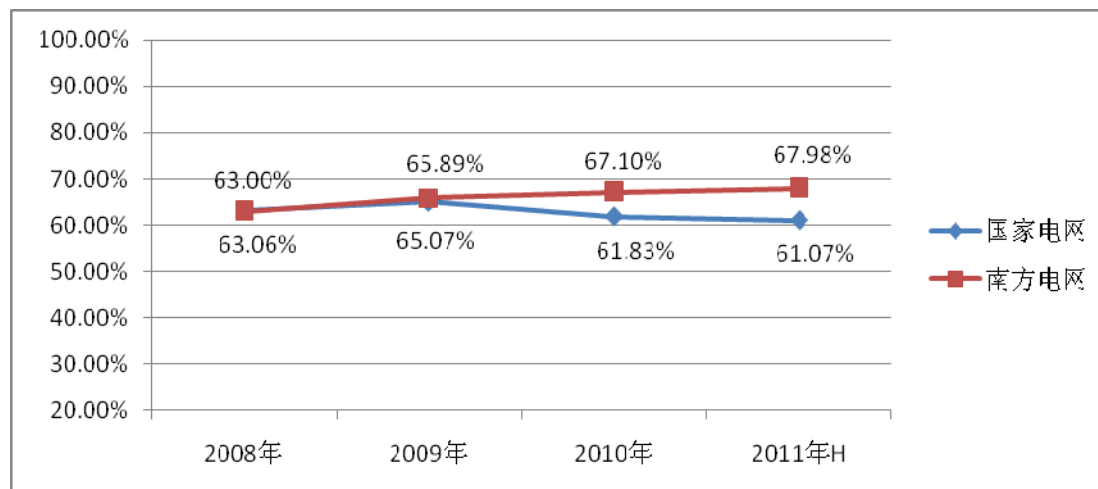


资料来源:中电联、东北证券

(3) 电网公司有较强烈的投资意愿,并且财务上较低的资产负债率也允许这样做。我们统计国网和南网近几年的资产负债率(如图 5 所示),均维持在 60-70%之间(国网一般在 60-65%,南网略高些),较低的资产负债率允许在“十二五”期间加大电网投资规模。电网公司的经营状况较好,盈利能力也较强,如国家电网 2010 年实现净利润 324.4 亿,而 2011 年上半年已实现 184.7 亿。另外,电网公司的资金渠道较为多样化,可发行债券、票据和融资券,有直接来自中央补贴,还有上调销售电价预期(中国的销售电

价相比国外依然低很多)等等,所以我们认为从财务层面提高电网投资存在可实现性。

图5 近几年国家电网和南方电网的资产负债率水平



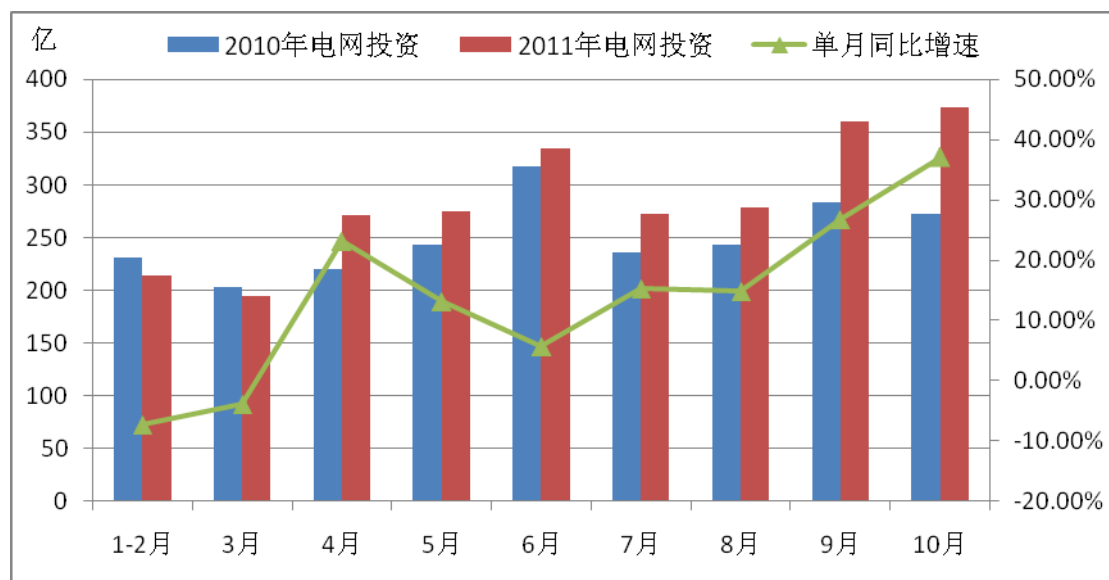
资料来源:中国债券信息网、东北证券

2. 输变电设备板块 2012 年投资机会分析:

2.1 回顾 2011 年 1-10 月电网基础建设和新增变电设备容量完成情况:

2011 年 1-10 月累计完成电网基础建设投资额为 2574 亿,投资增速由负转正,同比增速为 14.45%(上年同期投资增速为-9.60%),已超过 2009 年同期 2487.72 亿元的投资高峰水平,单月的电网投资额及单月同比增速如图 4 所示。我们注意到:从 2011 年下半年 7 月份开始,单月电网投资均保持在 10%以上较高的增速水平,并且 9 月份单月电网投资增速 26.76%,10 月份单月电网投资增速更是高达 37.13%,呈快速放大状态。

图6 2010-2011 年 1-10 月电网基本建设投资完成额



数据来源:中电联、东北证券

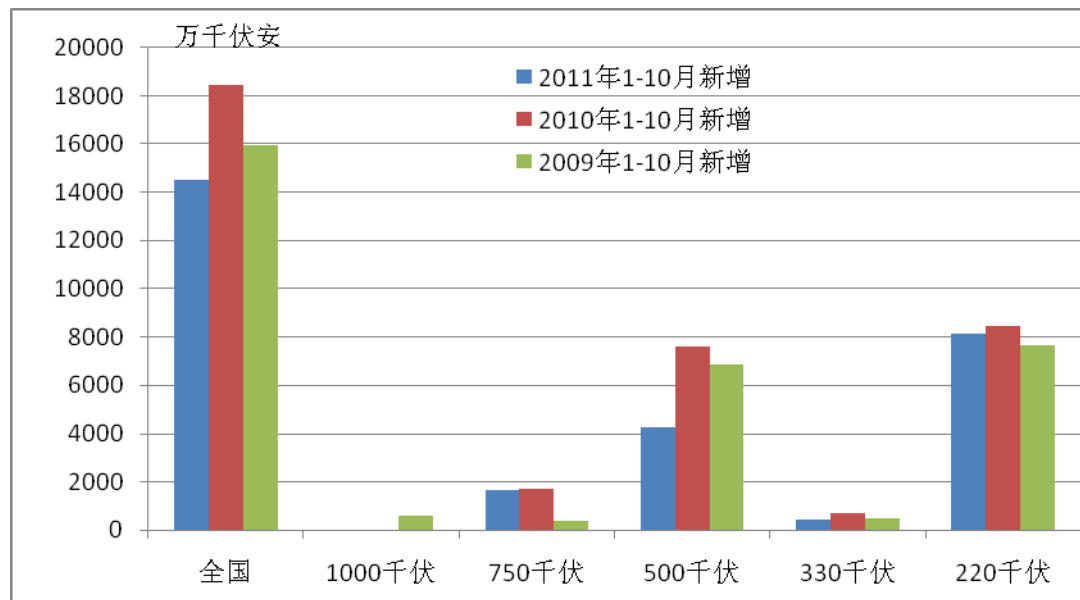
从电力投资结构来看,当前电网投资占全部电力基础建设投资的 48.26%,仍落后于电源投资。从 2011 年全年规划完成情况来看,根据《2010 年社会责任报告》中对 2011 年的工作展望,国网计划电网投资 2925 亿,南网计划电网投资 741 亿,两网合计投资

为 3666 亿，同比增速为 7.51%。2011 年 1-10 月已完成电网投资目标额的 70.2%，进度基本符合预期。由于每年 11-12 月是投资高峰，单月投资额通常明显高于其他月份，我们预计按此节奏，电网全年实际投资额在 3600 亿以上是大概率事件。

从变电设备容量来看，2011 年 1-10 月，电网新增 220 千伏及以上变电设备容量为 14504 万千伏安（如图 7 所示），比上年同期少投产 3955 万千伏安。其中，新增 500 千伏变电设备容量减少最多，比上年同期少投产 3380 万千伏安；而同期的 750 千伏电压等级的变电设备容量投产增长较快，2011 年 1-10 月份，电网新增 750 千伏的变电设备容量为 1660 万千伏安，与 2010 年同期水平（1710 万千伏安）接近，同时远超过 2009 年的同期水平（360 万千伏安）。而从送电线路长度来看，2011 年 1-10 月，电网新增 220 千伏及以上送电线路长度为 25187 千米，同比减少 4938 千米。

针对以上数据，即电网新增 220 千伏及以上变电设备容量和送电线路长度双双出现同比下降的现象，我们作出以下点评：（1）220 千伏、330 千伏、500 千伏电压等级的传统电网骨干线路经过过去几年的大规模建设，目前已趋完善，因而，其未来投资增速放缓是已成定局的。换言之，高压一次设备厂商若无特高压建设或电网外/海外业务的带动，要实现业绩的快速增长是较难的。（2）中电联公布的电力建设情况中，电网投资和新增设备规模是存在时点先后差别的。我们认为：电网投资额是板块景气度的先行指标，与国网集中招投标以及微观企业当期的新增订单是比较吻合的口径，而新增设备规模则是滞后指标，由于是在原材料采购、设备生产并交付到现场之后，应当和微观企业当期的收入确认是比较吻合的口径。换言之，2011 年 1-10 月电网新增 220 千伏及以上变电设备容量和送电线路长度同比下滑的数据趋势，基本和高压一次设备板块前三季度营业收入增速同比下降的业绩是一致的，但需要提醒的是：实际国网招投标中还有相当规模的既有线路扩建和改造，因而，单参照新增设备规模并不十分严谨客观。

图 7 2009~2011 年 1-10 月电网新增 220 千伏及以上变电设备容量（交流部分）



数据来源：中电联、东北证券

2.2 高压一次设备：即将走出低谷，预计从 2012 年上半年开始盈利水平将有恢复

此前三个季度，我们一直给予高压一次设备板块“同步大势”的评级。由于 2010 年电网投资下滑和集中招标采购（主要是 220kV 以上电压等级）最低价中标原则的双杀，延后影响到 2011 年上半年业绩，同时特高压建设“雷声大、雨点小”，使得高压一次设备板块成为电气设备板块 2011 年业绩最差、经营最为困难的子行业。以中国西电、特变电工、天威保变、平高电气等为代表的个股 2011 年业绩均出现了不同程度的下滑甚至亏损，且因毛利率下滑和期间费用率上涨，营业利润下滑幅度超过营业收入下滑幅度（如表 1 所示）。但站在当前的时点上，我们认为：高压一次设备板块的利空因素已基本消化殆尽，而利好因素已初现端倪（主要指 2011 年第五、第六批集中招标放量，2011 年中标价格回升，原材料价格低迷方面），可以考虑谨慎参与或配置该子行业。

表 1 输变电高压一次设备板块 2011 年三季报业绩汇总

公司名称	营业收入（万）		毛利率		期间费用率		营业利润（万）		归母净利润（万）	
	2011-3Q	同比	2011-3Q	同比	2011-3Q	同比	2011-3Q	同比	2011-3Q	同比
中国西电	771,838	-14.14%	18.51%	-6.43%	18.94%	3.67%	-4,664	-105.94%	-7,901	-112.29%
特变电工	1,271,796	-1.26%	21.41%	-0.89%	12.56%	2.18%	109,022	-27.59%	102,046	-25.56%
天威保变	398,418	-15.37%	19.36%	0.91%	16.09%	3.52%	11,372	-79.86%	23,208	-56.86%
平高电气	172,511	42.85%	14.81%	-4.38%	17.03%	-5.57%	-4,161	-30.88%	-3,635	-4.68%
思源电气	122,384	-0.50%	34.44%	-7.80%	27.19%	2.60%	9,018	-77.24%	9,386	-73.68%
大连电瓷	41,512	-3.41%	34.84%	-1.81%	25.13%	0.12%	3,649	-8.81%	4,110	-27.64%
东北电气	17,650	-25.30%	29.03%	8.98%	31.93%	9.02%	1,368	-277.84%	1,453	-278.60%
长高集团	24,830	15.37%	38.62%	1.52%	16.36%	0.60%	4,993	16.39%	4,514	18.29%
三变科技	68,288	4.53%	18.56%	-3.79%	16.81%	2.75%	272	-94.29%	238	-94.25%
Total	2,889,227	-5.43%	20.83%	-2.62%	16.07%	2.44%	130,868	-60.52%	133,420	-55.50%

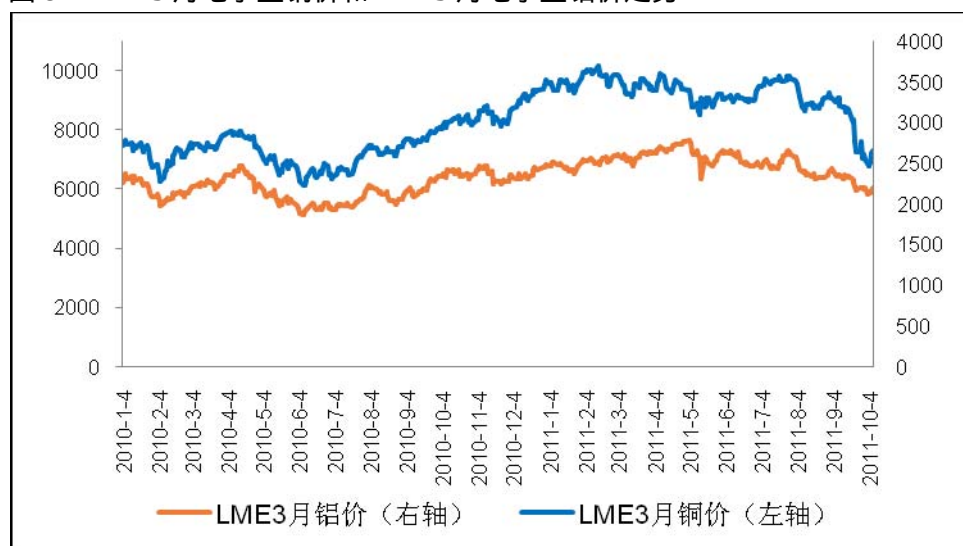
资料来源：巨潮资讯网、东北证券

截止到 2011 年 11 月，国家电网已公布了全年共 6 批次的集中招标，应该说，从交货节奏来看，相关上市公司 2012 年上半年的业绩已基本锁定。由于 2011 年国网集中招标价格回升且下半年大宗商品持续低位，我们认为 2012 年上半年高压一次设备的毛利率回升和盈利水平触底反弹将是大概率事件。

从国网集中招标的价格来看，我们认为：微观企业在 2010 年下半年拿的低价订单应该在 2011 年前三季度基本消化完毕；客观上，去年的这种最低价中标模式也引发了产品质量安全忧患。从 2011 年的集中招标开始，改用次平均价中标模式（相较于平均价再略往下浮），主要一次设备的价格走势稳中有升。我们观察 220kV、500kV 变压器 2011 年的各批次中标价格，当前中标价格较历史最低价格的回升幅度在 30%左右。2011 年第一批国网集中招标是在 3 月 18 号公布中标结果，我们按照变压器 6 个月的生产周期、开关设备 3 个月的生产周期测算，则今年中标的订单应当在三季度部分进入交货并在四季度后集中交付，并逐渐体现到 2012 年上半年的业绩中。

而从高压一次设备的主要原材料的价格趋势来看，近期铜、铝等主要金属的价格跌幅较大（如图 8 所示），也缓解了一次设备厂商的原材料采购压力。由此我们判断：高压一次设备厂商的毛利率水平在 2011 年 3Q-4Q 是阶段性底部，此后毛利率将有小幅回升。但应当指出：由于输变电设备领域产能供过于求和激烈竞争的现象依然存在，并且下游客户具有高度垄断议价能力格局未改，所以产品价格总体还处在历史较低水平，对于毛利率反弹的幅度不应预期太高。

图 8 LME 3 月电子盘铜价和 LME3 月电子盘铝价走势



数据来源：WIND 资讯、东北证券

从国网集中招标的规模来看，2011 年前 6 批集中规模招标一次设备的金额约 150 亿，同比增长约 18%，但由于 2011 年国网将很多 110 千伏及以下电压等级的中低压设备也纳入了统一招标范围，我们认为若不分电压等级去同比招标规模意义并不大。比较喜人的信号在于：2011 年全年招标增速呈现前低后高的态势，最近前五、第六批集中招标的规模有明显的放量迹象，220kV 及以上电压等级的变压器、GIS 招标量显著增长。我们统计 2011 年全年 6 批的合计招标量，220kV 及以上电压等级的变压器容量（GVA）只与 2010 年基本持平，而 GIS 的招标量（按间隔算）增长近 30%，利好平高电气。总体而言，由于招标规模和招标价格都有上扬趋势，我们认为这些积极信号是子行业景气度的先行指标，虽然尚未体现到相关上市公司当前的业绩中，但从生产周期换算，我们已无需等待太久。

对于整个高压一次设备来说，我们认为经过“十一五”期间两网对输电线路的大规模建设，传统 220kV~750kV 的主干线已趋完善，该电压等级范围的招标量不太可能再出现大幅度放量，主要是伴随着发电侧新增装机量而稳步增长。从子行业催化剂来看，特高压无疑是高压一次设备厂商最大的亮点。

从特高压直流建设进程来看，总体如期推进并存在超预期，目前云南-广东、向家坝-上海±800kV 的两条线已满负荷运转进行远距离送电，糯扎渡-广东、锦屏-苏南±800kV 的两条线均已开工建设完成设备招标并将于 2012 年投运，而今年 5-6 月，哈密-郑州、溪洛渡-浙西±800kV 的两条线先后由国家能源局给国家电网发文表示同意开展工程前期工作，我们预计在理想的情况下，这两条线路将于 2011 年年底或 2012 年年初开始设备招标。

从特高压交流建设进程来看，由于首条线路晋东南-荆门由于满负荷运转未达设计输送能力，因而于 2010 年底启动了扩建工程，此前预计该扩建将于 2011 年 11 月竣工，根据近期英大网的报道：“2011 年 11 月 25 日已成功完成第一阶段大负荷试验，在 450 万千瓦功率下累计运行 8 小时，最大输送功率 503 万千瓦。”此前由于特高压交流在稳定性和可靠性方面存在较大争议，业内电力专家的质疑声音和审批阻力均较大，我们对特高压交流新线路审批的观点也是认为应当在晋东南线路扩建完工之后再开闸，但实际上淮南-上海交流线路已于 2011 年 9 月 27 日由发改委核准，略超业内预期，主要还是

由于今年结构性缺电倒逼所致，并且该线路位于华东区域内，尚未构成“三华”联网。

总体而言，我们认为特高压板块在 2012 年还会有些催化剂，表现在新的交/直流线路的核准、既有 3 条线路将启动招标等方面，而相关个股股价经过 11 个月的深度调整后均已接近历史底部，可以考虑谨慎参与特高压板块投资机会，其中，平高电气（取决于交流进程）和大连电瓷是特高压建设弹性较大的两个个股，中国西电由于产品种类齐全是特高压受益最全面的品种，而特变电工则是估值最有安全边际的品种。结合业绩弹性和估值水平，我们重点推荐的品种是：平高电气（接下来的重大催化剂将是淮南-上海特高压交流线的招标）和特变电工（企业经营管理能力突出，估值最低，有煤电/多晶硅/海外业务加码）。

2.3 中低压配电设备：2012 年维持景气度，关注地域扩张、元器件制造和工业电气渠道商

中国的电网建设在“十一五”期间“重输轻配”，但从 2011 年开始，电网对配电领域的投资明显加大，相关配电类公司迎来爆发式增长。因而，有别于高压一次设备 2011 年的经营困境，以北京科锐、鑫龙电器、森源电器为代表的中低压配电设备厂商在同期普遍交出了一份靓丽的三季度业绩，营业收入和净利润增长均较快，如表 2 所示。

表 2 中低压配电设备厂商 2011 年三季报业绩汇总

公司名称	营业收入（万）		毛利率		期间费用率		营业利润（万）		扣非后净利润（万）	
	2011-3Q	同比	2011-3Q	同比	2011-3Q	同比	2011-3Q	同比	2011-3Q	同比
置信电气	96,800	-12.82%	26.49%	-13.00%	9.07%	1.73%	15,962	-53.86%	10,649	-54.21%
广电电气	84,551	16.33%	26.65%	2.50%	18.63%	-2.10%	12,146	31.46%	11,128	33.27%
鑫龙电器	63,996	43.47%	34.87%	2.80%	23.93%	0.85%	6,077	76.41%	5,081	79.79%
东源电器	49,307	31.43%	26.67%	0.60%	14.48%	-2.21%	5,236	73.10%	3,514	62.29%
北京科锐	47,767	38.52%	34.28%	-0.63%	24.33%	-1.37%	4,114	66.22%	3,308	88.20%
森源电气	47,875	41.23%	33.17%	0.15%	11.40%	-2.00%	9,874	65.92%	8,641	72.07%
特锐德	40,534	30.09%	35.94%	-1.20%	13.48%	2.35%	8,405	10.82%	7,134	10.46%
中能电气	23,112	89.22%	41.05%	-5.79%	16.63%	-1.05%	5,247	65.92%	3,860	48.76%
中联电气	17,671	4.69%	36.87%	0.22%	12.63%	4.15%	4,071	-10.96%	3,460	-5.72%
正泰电器	632,667	35.77%	22.58%	-4.66%	9.09%	-1.54%	81,584	9.57%	59,880	8.28%
众业达	374,120	26.34%	10.83%	0.62%	5.42%	0.61%	18,203	25.63%	14,158	23.37%
Total	1,478,400	27.83%	22.31%	-2.71%	10.38%	-0.35%	170,918	4.86%	130,813	6.46%

资料来源：巨潮资讯网、东北证券

对此，我们作如下分析：（1）国内中低压开关成套设备厂商主要提供开关柜、环网柜、箱式变电站等产品，其生产组织方式偏组装，核心元器件以外购为主，这决定了其生产周期是相对短的，因而，2010 年电网投资下降等负面因素对其业绩影响并没有全面延续到 2011 年上半年；相反，配电设备厂商是率先在业绩上体现 2011 年国网投资规模同比增长这一利好消息的子行业。（2）农配网建设是未来电网建设投资的重要方向，利好中低压电气大产业。未来 5 年两网将在新一轮农网改造中投入年均近千亿的改造投资额，能基本保证中低压配电设备的投资增速高于电网整体投资增速。（3）区别于高压一次设备的下游严重依赖于电网客户，中低压配电设备的下游行业宽泛，如包括市政工程、大型工业/工程客户、轨道交通等，这使得配电厂商在下游客户选择上有较大的发挥施展空间。今年以来，城市基建投资对配电设备的需求拉动也是较明显的。

由于中低压配电设备子行业在今年一季度业绩就初现景气端倪并在二季度持续高

增长，因而该板块也成为今年前三季度行业整体亮点缺乏的情况下少有的一道风景线，板块内相对优质的个股也得到了较充分发掘和推荐，从当前该子行业的整体估值而言，我们认为已较为合理，并不存在板块整体性的明显低估。在当前国家宏观政策调控及银根紧缩的大背景下，我们认为该子行业的景气度是否可持续是需要紧密跟踪的，尤其需要警惕是否有下游客户（如铁路、工业类等）出现项目工程投资推迟、项目交付及货款回笼速度放缓等情况。总体上，我们认为：中低压配电设备的景气度或可在 2012 年维持，但部分公司的增速将低于 2011 年的高增长水平；而 2012 年农网改造方面的投资力度将同比 2011 年有持续放大，对主攻农村市场、中低端高性价比产品的公司形成利好。

从中低压配电设备厂商的长期择股逻辑来看，我们认为主要应把握以下三点：

（1）抓销售能力强的团队，尤其是具备跨行业、跨区域拓展能力的公司。由于配电成套类产品总体有较强的同质性，对于通过零部件组装方式完成产品制造的企业，公司核心资源是其销售人员和销售网络铺设。目前绝大部分配电类企业都有较明显的地域性竞争特征（如北京科锐在华北地区的业务占比达 32.9%，鑫龙电器在华东地区的业务占比高达 42.6%，森源电气在华中地区的业务占比高达 55.24%，广电电气在华东地区的业务占比亦高达 50.68%），在当前国网招标电压等级不断往下收的趋势下，中低压配电设备厂商需要逐渐从区域性竞争格局中逐步走向全国性竞争舞台；而对于单一下游行业过于依赖的公司，现实也逼迫他们加强多个行业的延伸从而减少因某个领域投资骤减带来的冲击。

（2）核心元器件的研发和制造能力是中低压配电企业基业长青的基石。我们认为，配电企业的销售能力固然重要，也能在某个阶段助长企业规模，但这种增长始终会受到开关柜成套产品的低毛利率水平和低资金周转率（项目制为主，分期收款，需要有高流动资金来支撑）的束缚，并且销售的地域性特征也容易受当地基建进程、地方投资力度的影响（这类业务的增长可持续性不够明朗），这也是我们看到目前中低压配电上市企业营收规模基本在 10 亿以内的主要原因（据我们了解：非上市公司中营收规模达到 10 亿以上的也为数寥寥）。目前板块内的上市公司也普遍意识到这个问题，纷纷向利润率丰厚、资金周转速度快（因为元器件的销售模式主要走经销商渠道）的核心元器件业务加大投资力度，应该说，这些企业的核心元器件自产能力总体还是比较弱的，大家普遍还处在起跑阶段，尚未形成大规模销售，短时间内还难分胜负，我们建议持续跟踪广电电气、正泰电器、鑫龙电器等公司的后续进展。根据我们对元器件业务的理解，因为技术门槛高、前期研发投入大（若靠自身研发需要有足够的资金实力）、对外资类品牌认可度高（若自立品牌需要的培育期较长，很多开关柜客户会指定内置的断路器厂商），我们认为业内公司中，正泰电器打造全新高端品牌“诺雅克”和广电电气采购德国授权的知名品牌“AEG”这两种方式相比其他公司更容易获得成功的。

（3）节能型配电变压器推广节奏将加快，利好置信电气和安泰科技。此前，国家电网并未大规模采购非晶合金变压器（主要适用于 10-35kV 配电领域），主要设备厂商都是通过打通地方电网关系进入省一级电网招标系统，同时也受制于上游原材料供应受限（日本日立金属产能有限且售价高昂，国内安泰科技的产品有待进一步完善）。但从置信电气和安泰科技在 2011 年 11 月 16 日的公告来看，未来的格局将会大不相同。若如期通过国资委和证监会的相关核准，国网电科院将成为置信电气的第一大股东（公司将由民营企业变身为“国网系”公司），表明了国网推广节能型配电变压器的决心，某种程度上，我们认为这也是受电荒倒逼，降低配电网损耗亦迫在眉睫。未来置信电气也将成为国网非晶合金变压器的唯一平台，预计此前推广过程中的各种障碍将扫清，未来

公司的产销量将数倍于当期水平，该子行业将解冻步入春天。

除了中低压配电设备厂商外，我们还特别看好中低压电气分销行业（即渠道通路商），以众业达为典型代表。目前整个中低压电气大产业市场规模约 1500-2000 亿，由于销售模式区别于高压电气的两网招投标模式，工业类电气产品种类丰富且下游行业和客户极为分散，因为采用专业分销已是该产业链中不可或缺的环节。目前来看，这个分销领域的市场集中度还很低，行业龙头如众业达、福大自动化等的市占率约 3-4%，还处于行业整合的前夜，成熟度低于国外工业电气分销行业，也低于国内如家电等的分销行业，一旦进入行业整合并购阶段，必将诞生几个类似“苏宁电器”的行业龙头。众业达作为当前国内工业电气分销行业的龙头，经营风格稳健扎实，有望通过不断深化“区域、产品、行业”覆盖来获得可持续增长，未来几年内达到百亿营收规模并非遥远。

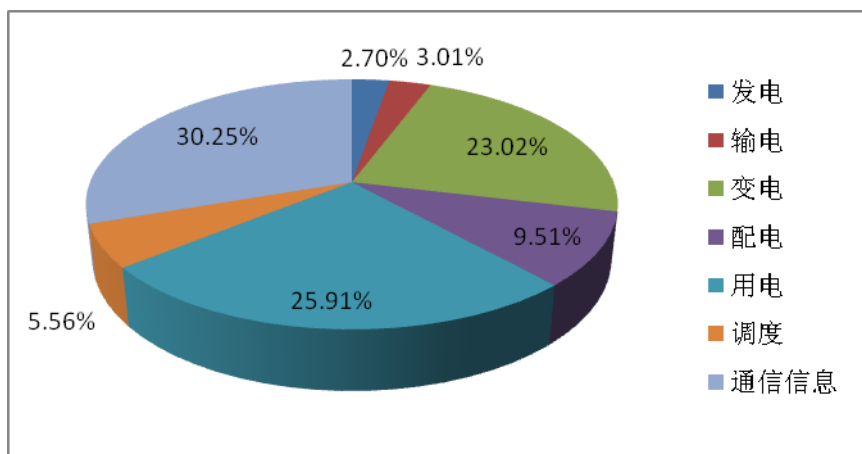
2.4 二次设备：主推保护及监控类设备商，智能变电站设备招标规模持续放大

我们这里所指的二次设备，包括了保护及监控类设备、电能表、电源类设备三大类，其中，以国电南瑞、国电南自、四方股份、许继电气等为代表的所处的保护及监控类设备子行业是我们最为看好的，其主要原因在于：这类企业的传统业务是变电站保护类设备和变电站综合自动化设备，但其业务不仅限于此；广义上讲，需要实现自动化软件控制的领域均是可拓展的下游应用，这也解释了为什么 2011 年上半年在智能变电站尚未大规模启动、220kV 及以上保护及监控类设备招标量同比下滑的情况下，相关上市公司的营业收入和新增订单增长依然强劲。例如：2011 年中报期间，国电南瑞实现新签合同 30.20 亿，同比增长 68.81%；国电南自实现新增合同 21.94 亿，同比增速 40.45%；四方股份实现新增合同 11.63 亿，同比增长 30.94%。简单地归纳：保护及监控类设备的业绩驱动因素，并不局限于国网对二次设备的集中规模招标，还受到如电网调度、配电自动化、用电自动化、城市轨道交通自动化等多方面业务的拉动，需要综合考量。

从今年智能电网建设的实际进程来看，智能调度、配电自动化、用电信息采集系统的这几个环节的建设进度都是符合预期的（用电信息采集环节招标量超预期），只有智能变电站和充换电站的当前建设进度是低于预期的。具体地：智能调度系统的试点工作目前正在扩大建设，国电南瑞中报期间该业务实现营收增速高达 61.32%，毛利率维持在 40+%。配电自动化业务第二批 19 个城市的试点正在有条不紊地展开，科大智能作为中压配电载波通信的细分龙头企业，可以说是配电自动化景气度的晴雨表，中报期间营收增速高达 57.31%（三季报业绩短暂回落，偶然因素居多）。用电信息采集系统中，目前国家电网已完成第五批智能电表集中招标，2011 年实际招标量约 6000 万只（超出年初 5500 万只的规划），同比增速接近 30%。并且在国网的第五批招标中，首次将终端设备（包括集中器、采集器、专网终端）也纳入了集中招标体系，其时点之早略超出我们预期；我们判断集招后终端设备的中标价格将有小幅下滑（应该没有 2010 年电表价格战厮杀那么惨烈），但招标规模也将比集招前显著增长。

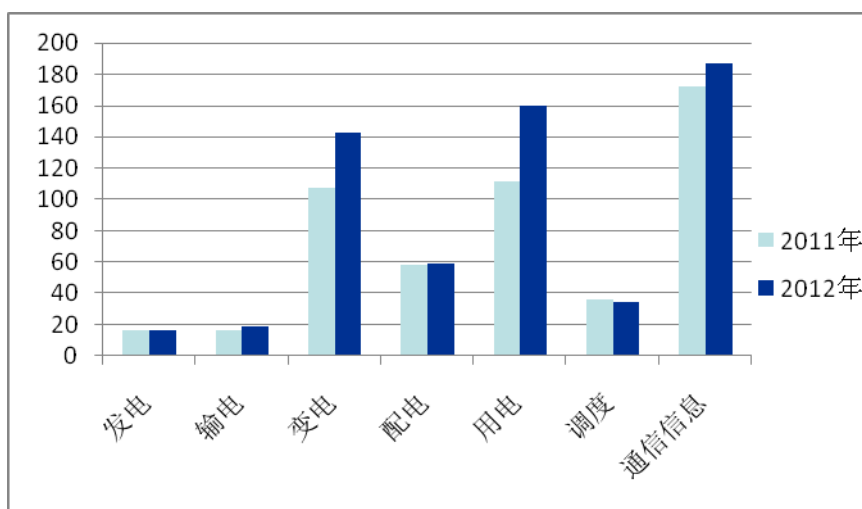
2011 年上半年智能变电站仅完成了 2010 年年初规划的新建和改造智能变电站 74 座的招标工作，应该说，2010-2011 年智能变电站的建设进度都是比预期要慢的，主要原因是相关技术标准以及招标形式都在探索和规范中。从“十二五”期间智能变电站的规划（新建 5000+座，改造 1000 座）来看，倒逼现在的建设节奏需加快，而从国网最近四批次集中招标来看，智能站的比例在提高，相关智能二次设备（如智能监控产品、智能保护产品）的采购量和普及率也在显著增长，并且从第五批集中招标开始，在线监测产品（针对变压器和组合电器）也纳入了集中招标范围。我们认为智能变电站建设已经全面进入了非试点项目的招标时代，预计大规模招标在即。

图9 国家电网2012年各环节智能化投资规划



资料来源：《国家电网公司十二五智能化规划》、东北证券

图10 国家电网和南方电网2011年和2012年各环节智能化投资额对比



资料来源：《国家电网公司十二五智能化规划》、东北证券

这里我们特别指出，此前我们一直给予保护及监控设备“优于大势”的评级，但是该子行业的高景气度属于业内共识，相关个股的估值水平也始终处于整体电气设备行业的高位，较难寻找买点。而近期伴随大盘调整，板块内优质个股也终于出现了较大幅度回调，在子行业基本面依然向好，而估值出现调整的背景下，我们建议投资者积极关注国电南瑞、新联电子、科大智能等优质个股的买入机会，板块内相关个股的盈利预测和估值水平如表3所示。

表3 智能二次设备重点个股的盈利预测和当前的估值水平

证券简称	收盘价	EPS-2011E	EPS-2012E	PE-2011	PE-2012
国电南瑞	35.76	0.794	1.227	45.0	29.1
国电南自	10.08	0.378	0.525	26.7	19.2
许继电气	23.6	0.659	0.856	35.8	27.6
四方股份	20.66	0.546	0.774	37.9	26.7
新联电子	20.03	0.750	1.031	26.7	19.4
科大智能	32.88	1.234	1.836	26.6	17.9

资料来源：WIND 资讯、东北证券

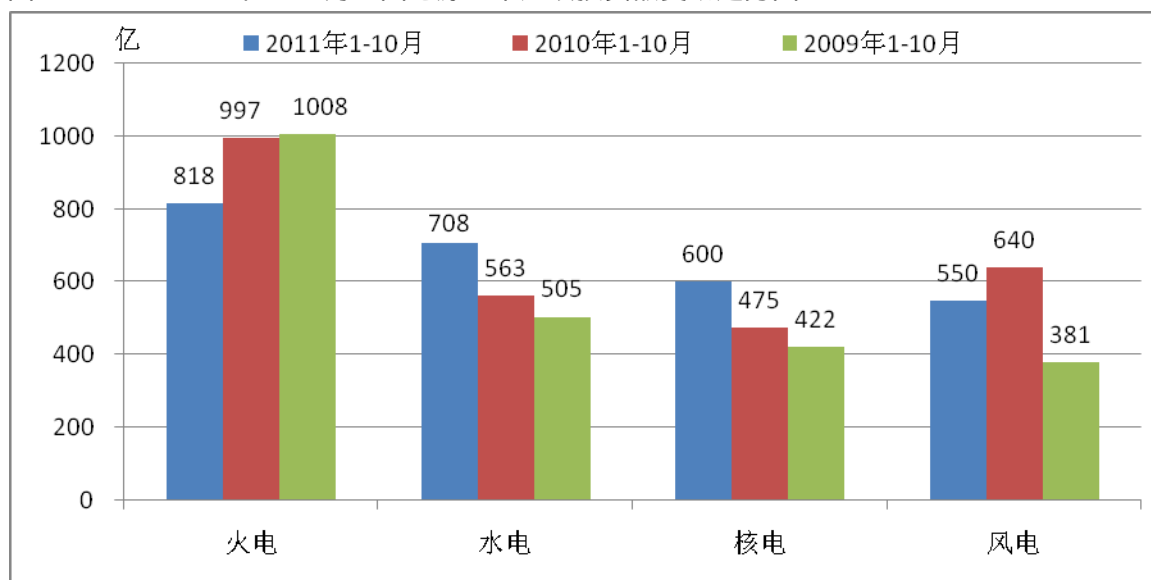
3. 发电设备板块 2012 年投资机会分析：

3.1 回顾 2011 年 1-10 月电源基础建设和发电设备新增容量完成情况：

从电源投资来看（如图 11 所示），2011 年 1-10 月，全国共完成电源基本建设投资额为 2760 亿元，同比增长 2.64%，呈稳步增长态势。其中，火电投资额为 818 亿元，同比下降 17.95%，在电源建设投资额的比重仅为 29.64%，比去年同期的火电投资占比下滑了 7.4%。电源投资结构持续向清洁能源倾斜，2011 年 1-10 月共向清洁能源领域（含水电、核电、风电）投资 1858 亿元，投资增速较快，同比增长为 10.73%，电源投资结构进一步优化。

清洁能源中，水电完成投资 708 亿，同比增长 25.75%；核电完成投资 600 亿，同比增长 26.32%；风电完成投资 550 亿，同比下降 14.06%。由此可以看出：清洁能源中，水电和核电均保持在较快投资增长水平（25-30%左右），而风电是清洁能源中唯一出现投资增速下滑的新能源品种（主要是部分风电大省投资有所减少），2011 年也是风电在经历 5 年爆发式增长后首度出现投资同比下滑的年份。

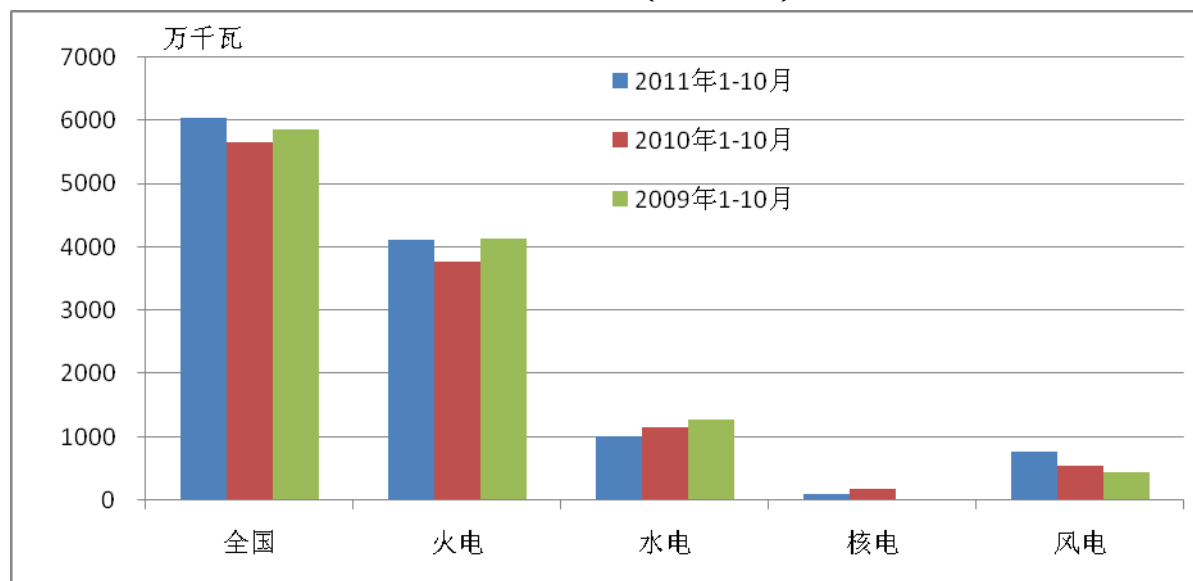
图 11 2009~2011 年 1-10 月全国电源基本建设投资额变动趋势图



资料来源：中电联、东北证券

从电源侧新增发电设备来看（如图 12 所示），2011 年 1-10 月，全国共完成基建新增发电生产能力（正式投产）6037 万千瓦，比上年同期多投产 366 万千瓦，主要是第三季度以来，新增装机容量比上年同期多 330 万千瓦左右。1-10 月份，火电新增装机规模为 4111 万千瓦，比上年同期多投产 337 万千瓦；水电新增装机 1014 万千瓦，比上年同期少投产 144 万千瓦；风电新增装机 776 万千瓦，比上年同期多投产 220 万千瓦；核电新增装机 109 万千瓦，主要是广东岭澳核电站二期 2 号机组（108.69 万千瓦）在 2011 年 8 月份投产，比上年同期少投产 64 万千瓦（2010 年同期投产 173 万千瓦）。并网太阳能光伏发电新增 27.7 万千瓦，比上年同期多投产 18.7 万千瓦。

图 12 2009~2011 年 1-10 月全国发电新增设备容量（正式投产）



资料来源：中电联、东北证券

3.2 三大动力集团：业绩增长和估值安全皆有保障，期待核电审批重启的催化剂

在对发电设备厂商进行分析时，我们认为广义上分为两大类：一类是以三大动力集团（上海电气、东方电气、哈尔滨动力）为代表的多元发电业务并举的企业，一类是以金风科技、浙富股份为代表的单一发电业务的企业。前者由于多元化经营，业绩受单一业务的波动较小，通常有此消彼长的效应；而后者受所处子行业景气度的影响非常大。

今年发电设备在日本福岛核电事故导致国内新项目审批暂停、风电行业增速放缓且政策收紧（并网审查、新项目审批权上收）、火电投资额继续下滑等多重负面因素的打压下，三大动力集团的股价也经历了深度调整。我们认为，以东方电气为代表的估值水平是过于悲观的也是具有较高安全边际的，应当客观看待以下方面因素：

（1）多元化经营的发电类企业更应该用整体性眼光去评价。2011 年 1-10 月发电新增设备容量同比略有增长，考虑到清洁能源的装机比重在提高而其单位造价也高于传统火电设备，则电源投资增长速度应高于基建新增装机容量增长。从这个角度讲，没必要把核电、风电等子行业阶段性受挫的负面因素在三大动力集团身上过于放大，因为各子业务中必然存在“东方不亮西方亮”的情况，否则就会出现因整体装机容量不足造成的全国性电荒。同时，由于三大动力集团的海外业务占比在逐年提高并且增长态势超过国内业务，所以综合而言，三大动力集团的整体业绩增长也应高于国内电源工程建设投资增速，这在大逻辑上保证了三大集团的业绩增长是有基本保障的。

（2）火电业务短期给力，气电和水电业务迎来发展的春天。虽然我们前面指出：2011 年 1-10 月国内火电投资额是同比下滑的，但是三大动力集团上半年传统火电业务普遍出现了营收增长和毛利率上升的喜人态势，营收增长主要是因为是在缺电背景下业主要求部分订单加快交付，设备厂商出现了火电排产和交货高峰（事实上，2011 年 1-10 月国内火电新增装机量是同比增长的，幅度约 9%），而火电毛利率改善主要是因为是在手合同中大型机组比例的提高，并伴随着企业在超超临界机组的技术和生产工艺的成熟化，从而具备了较理想的盈利能力。对于火电业务长期发展的判断，我们认为，国内对火电新项目建设依然是有控制的，但下滑不会特别厉害（主要考虑近期限煤价上调上网电价对火电企业盈利水平的缓解，以及上调销售电价对工业类企业增加自备电厂的驱动力），

而海外火电工程总包项目（尤其是印度市场）会是对国内火电市场萎缩的很好补充。天然气发电方面，伴随着西气东输二线的贯通和东部结构性缺电的刺激，三大动力集团今年的燃气轮机新增订单态势喜人，预计东电和上电今年全年的燃机新增订单规模均在 50-60 亿左右（往年同期只有 10 亿左右水平），较好地弥补了同期风电和核电新增订单不达预期的现状。水力发电方面，“十二五”规划中明确提出优先发展水电并将迎来黄金十年，我们从 2011 年 1-10 月水电投资额同比增长 25.75% 以上，也可以明确看到：水电新项目审批在提速；虽然当前水电新增装机容量还没见到增长，而相关上市除哈动力外有高速增长（2011 年中报水电机组产量增长 51.46%，营收增长 45.23%）外，东电和浙富股份的水电业绩表现尚不明显，但我们倾向于认为这是水电建设周期偏长而“十一五”期间水电审批几乎停滞的因素，2011 年已启动的较快的水电投资增长必然会逐渐体现到相关上市公司的业绩中来。

（3）三大动力集团股价的最大催化剂依然是核电项目的审批开闸。今年 9 月下旬有消息面称新建核电项目审批或将于明年年初重启，给相关核电概念股带来了一拨小反弹；我们通过对核电业内人员以及核电设备厂商的调研访谈，了解到目前《核安全规划》的制定过程中各方意见和利益立场分歧较大，今年年前出台草案恐有难度，而新项目审核放开的时点较大可能性是在 2012 年年中（6-7 月份），我们认为在此之前进行相关个股的积极介入都是机遇大于风险的。由于 2010-2011 这两年间核电新批项目极少，业内人士预计一旦放闸，获审批的量会较大（要考虑三大核电运营商的利益平衡，但也有可能获批的是此前没拿到路条的但运营商已下单给设备商的），并且预计新项目主要在沿海地带，内陆项目的审批会非常谨慎。而从核电在手订单交货时点来看，2011 年增速较平缓，2012-2013 年将是交货高峰，届时也将成为相关公司业绩的重要拉动引擎。

3.3 气电和水电进入高景气度，建议配置子行业中业绩弹性大的个股

我们在发电设备厂商分类中提到：除三大发电集团多元化经营外的类型外，还有单一发电业务经营的企业，我们分火电、气电、风电、核电、水电五大子行业分开来看，气电和水电是在当前景气度较理想的子行业，我们也建议投资者从这两个子行业中筛选该业务占比高、业绩弹性大的个股来做配置。

其中，水电行业在经历 08-09 年的招标低谷后，从 2010 年开始已全面复苏，新项目审批已明确提速，行业整体迎来向上拐点，水电也被放在“十二五”可再生能源发展的第一位。由于水电建设周期长，2020 年的规划量要在 2015 年前完成招标，水电设备商首先受益；水电行业集中度高，大中型水轮发电机组被东方电气、哈尔滨动力、天津阿尔斯通、伏伊特西门子、浙富水电、东芝水电这 6 家垄断竞争，且新进入者有很高的项目资质/履历门槛（这点明显区别于风电和光伏行业）。我们看好水电收入占比高弹性大、且有抽水蓄能潜力的水电设备商，主推 A 股中唯一的纯水电业务标的：浙富股份。

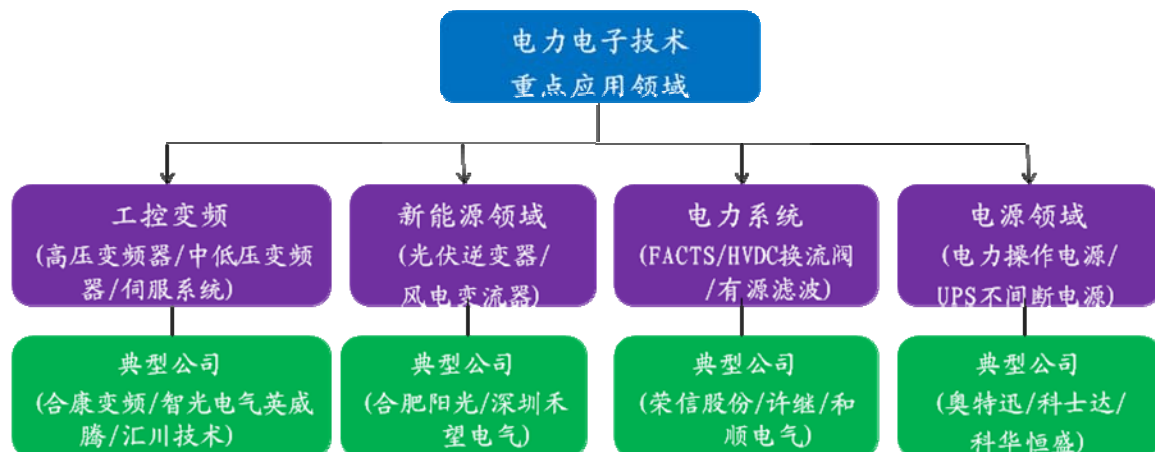
气电方面，受天然气供应和下游电力需求的双方面利好，天然气发电在 2011 年迎来了招投标的热潮，国家在政策面上也积极推进天然气分布式发电项目，预计到 2020 年天然气分布式发电规模将是目前的 10 倍（从当前的 500 万千瓦达到 5000 万千瓦）；而 2015 年燃机装机规划是 7000 万千瓦（目前国内天然气发电规模为 2800 万千瓦），这也将带动燃气发电设备（主要是燃气轮机和配套的余热锅炉）产业的发展。其中，燃气轮机主要是由三大动力集团和南京汽轮机供货，而燃机余热锅炉有超过 50% 的市场是由杭锅股份供货的，也是我们主推的气电业务设备标的。在西气东输一线贯通时，给杭锅股份带来了 30 亿订单，而公司在 2010 年全年的营业收入约 33 亿，是受天然气电站建设业绩弹性最大的设备供应商。

4. 电力电子板块 2012 年投资机会分析：

4.1 电力电子技术的重点应用领域和子行业景气度分析

我们这里所指的电力电子技术，重点分析的几个应用领域，包括工控变频（高压变频器、中低压变频器、伺服系统）、电子电源（电力操作电源、UPS 电源）、电能质量改善类产品（无功补偿、谐波治理等）、新能源接入产品（光伏逆变器、风电变流器）这四大类（如图 13 所示）。其中，工控变频类产品由于受节能减排和高端装备升级等多重政策推动，行业景气度较高，增长强劲，也是我们最看好的子行业。电子电源中，以科华恒盛、科士达为代表的 UPS 厂商除了加快在技术壁垒较高的大功率产品覆盖外，也积极向光伏逆变器等产品作同源技术延伸拓展。电能质量改善类产品中，我们根据对荣信股份的分产品营收和新增订单的跟踪，认为无功补偿在下游工业领域渗透率已较高，预计整体趋势是稳定增长，目前 SVC 每年新增规模的量较稳定，而 SVG 还有较快增长的阶段；而谐波治理产品方面，今年上半年森源电气的有源滤波 APF 产品出现了放量（中报分项营收 4000 多万），但总体而言，由于 APF 较高的产品性能也对应了较高的售价，我们认为目前还处在部分行业领域（目前地铁、医院、通讯信息中心等逐渐成为标配）突破的阶段，但尚未进入全面开花的时期。

图 13 电力电子技术的重点应用领域和典型公司



资料来源：东北证券

电力电子板块内重点上市公司的估值水平如表 4 所示，由于近期中小板和创业板整体调整幅度较大，我们认为：板块内部分基本面优质的个股，经过股价大幅回落后，已基本具备投资价值，建议积极布局。

表 4 电力电子领域重点上市公司盈利预测和估值水平

证券简称	收盘价	EPS-2011E	EPS-2012E	PE-2011	PE-2012
合康变频	20.45	0.603	0.864	33.9	23.7
智光电气	9.49	0.210	0.334	45.1	28.4
荣信股份	19.53	0.709	0.970	27.6	20.1
汇川技术	65.35	1.763	2.571	37.1	25.4
英威腾	33.34	1.245	1.807	26.8	18.5
新时达	18.13	0.599	0.824	30.3	22.0
科华恒盛	19.02	0.713	0.924	26.7	20.6

科士达	24.4	0.839	1.190	29.1	20.5
阳光电源	32.9	1.017	1.422	32.3	23.1

资料来源：WIND 资讯、东北证券

4.2 高压变频器：行业仍处景气周期，市场环境进入良性竞争，毛利率企稳

经历了“十一五”期间的快速发展，高压变频器的行业规模在 2010 年达到了接近 50 亿，内资企业也已经成为这个子行业的主要竞技对手。虽然其市场容量仍远小于中低压变频器，但高压变频器的行业增速不容小觑。2011 年在节能减排、结构性电荒、工业电价上调等因素的刺激下，高压变频器相关上市公司的业绩总体仍保持在快速增长的水平，以合康变频、智光电气、荣信股份为代表的典型企业该业务营业收入增速均在 30% 以上，并且新增订单增长态势也较良好，由于高压变频器主要采用项目制销售，整个产品的验收周期较长，今年的新增订单也基本预示了明年的业绩增长，因而我们认为起码这两年的业绩都是比较明朗的、有较快增长的。而由于今年行业龙头利德华福被施耐德收购，行业竞争格局也发生了微妙的变化，我们认为前两年的价格战厮杀在今年是有所缓和的，相关上市公司的毛利率水平也基本企稳，进入了良性竞争状态。

在高压变频器领域，我们认为以下几点发展趋势是值得关注的：（1）有技术实力的企业正在积极布局超大功率和矢量控制四象限运行的高性能产品，也是具有较大进口替代空间的细分领域，我们在合康变频（煤炭行业同步提升机变频）、广电电气（西气东输管线电驱压缩机组 25MVA 级变频调速）等公司身上都看到了这样的进展；（2）运作模式上，行业大客户绑定和合同能源管理 EMC 模式的比例均在提高，如合康变频与华电集团、晋煤集团均有战略合作，而 EMC 模式在当前全国资金链吃紧的背景下也变得更有吸引力。需要警惕的是：由于高压变频器的存货周转率和应收账款周转率比较低，属于行业性特征，生产企业对流动资金的需求非常大，资本后盾是必不可少的。应该说：当前的宏观经济变化对工业节能类企业多少是有些冲击的，但高压变频器行业受影响相比中低压变频器行业要小些，目前也还没见到明显的需求萎缩状况，主要是因为高压变频器的下游客户大多以大用户大央企等为主（如电力、煤炭、冶金等），其资金状况没有小企业那么吃紧。

4.3 中低压变频器：周期性较强，宏观环境使中小客户资金链吃紧，有增速回落隐忧

由于中低压变频器的下游应用行业领域非常广阔，几乎涵盖国民经济的各个领域，且有近 80% 的进口替代空间，中高端应用主要被欧美系、日系、台系品牌占据。从长期发展趋势来讲，中低压将是变频器未来竞技的主战场。通常中低压变频器的市场规模增长在 10-15% 的水平，但 2010 年的增速首次超过了高压变频器，达到了 30% 的加速发展，预计市场规模已达到了接近 200 亿。需要指出的是：中低压变频器行业是个强周期行业，与国家经济周期紧密相关；虽然受自动化改造和高端装备升级的驱动因素不改，但是今年在国家严格的紧缩政策下，部分中小企业由于原材料涨价、用工成本增加以及贷款困难，对新设备采购和技术改造的资本性投入面临资金困境，对变频器的需求有所放缓，而中小用户对承兑汇票的使用也降低了渠道商的市场开拓积极性，因而，我们认为：从行业整体来看，中低压变频器在 2011 年的增长增速将会有所放缓，预计很难达到 2010 年的高增速水平，事实上，在已公布的相关公司 2011 年三季度报中已经显现了增速回落的隐忧。

虽然我们对 2011 年中低压变频器行业的整体增速预期有所调低，但我们对子行业中相关上市公司的长期发展前景依然十分看好。主要原因在于：（1）以汇川技术、英威

腾、新时达为代表的中低压变频器上市公司目前营收规模还基本在 10 亿以内，相比整个行业的规模容量，还有很大的施展空间，相关公司的业绩增速高于行业整体增速则是大概率事件。(2) 以汇川技术、英威腾的核心团队脱胎于华为、艾默生等业内知名企业，延续了深厚的技术积淀、企业文化和管理体制，并且这些因素由于历史发展的原因已基本不可在其他公司得以复制，这也奠定了相关公司基业长青的基础。(3) 不管是产品类型、还是下游行业开拓，都还有很多可播种的领域；例如：汇川技术和新时达的传统优势行业在电梯，但现在业务都不局限于此。同时利用充足的在手资金，相关公司既能在自身运营所需流动资金方面有较大施展空间，也能快速用外延式扩张模式弥补自身薄弱环节，从而能比行业内众多未上市企业跑得更快走得更远。我们预计中低压变频器的几家上市公司业绩增速在 2011-2012 年将相比 2010 年的高增长有所回调，但届时若股价存在超跌，质地优秀的公司依然可以积极布局，或是难得的买点。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。