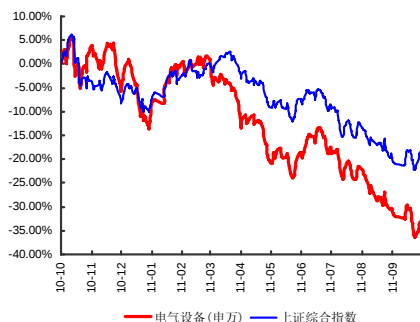


电气设备 & 新能源 2012 年投资策略——

电力设备及新能源行业

2011 年 12 月 27 日

电力设备行业一年来走势图



相关研究：

《电气设备 & 新能源冬季投资策略——看好智能电网、电力电子，关注恢复性增长》

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

行业评级：谨慎看好

投资要点：

● **电网及新能源投资有望成为经济刺激计划之一，可能超预期。**我们预计，2012 年经济下行，电网投资可能成为经济刺激计划之一。我们认为最有可能成为国家大规模投资的领域是技术较成熟的领域，认为电网领域可能大规模投资的是智能电网、农网配网，特高压审批可能有所加快，但考虑到技术因素，不可能大规模审批开工，但预期会好转。新能源投资也可能成为经济刺激计划之一，光伏发电、水电大规模发展的可能性最大，尤其是国内光伏市场，有望启动，光伏逆变器受益最大。

● **节能减排景气度高，受宏观经济影响较小。**目前电机变频器改造只有 30%左右，未来存量改造市场空间仍较大，预计未来 5 年内仍将保持 30%-40%的高增速。宏观经济下行可能影响增量市场，但行业内涉及很多存量改造，仍可以支持行业的快速增长。此外，国网 2011 年整合非合金变压器产业链，非合金变压节能效果明显，未来有望大规模推广。

● **工业类电气需求增速下滑，配网也可能受到影响。**在宏观经济景气下行的背景下，工业企业尤其是小规模工业企业因融资难和下游需求紧缩将逐步减少投资，从而导致其上游投资品的需求面临萎缩风险，相关电气产品的需求增速也将下滑。此外，我们认为配网投资除了和电网投资相关外，和房地产及工业企业增速也高度相关，配网增速可能受到一定的影响，下游为房地产和工业用户的相关企业增速可能受到一定的影响。

● **成本压力减轻，部分子行业盈利有望恢复性增长，交货周期较长行业盈利回升明显。**部分子行业交货周期较长，2011 年部分收入为 2010 年低原材料价格时签订的合同所确认的，这也是 2011 年行业盈利能力大幅下滑的原因之一。2011 年下半年开始原材料价格有所降低，进入 2012 年部分 2011 年上半年高原材料价格签订的合同有望交货，我们预计主要金属及钢铁的价格在未来 1 年内不会出现大幅上涨，明年交货周期较长的细分行业的毛利率有望回升幅度较大。从价格降低幅度来看，硅钢、铜价格降低较为明显，变压器行业将明显受益。此外，钢材价格也出现了下调，水电设备、环保锅炉以及火电设备行业也有望受益。

● **估值分析及投资评级。**受多重因素影响，行业 2011 年下跌，跌幅最大，行业的估值水平也出现了大幅度下移，而相对于 A 股其他板块的估值也下移。考虑到行业估值水平大幅下移，以及未来宏观经济下行后电网及新能源领域可能成为国家刺激经济的领域，此外原材料价格回落使得行业盈利能源在明年 1-2 季度触底回升，综合以上 我们给与行业“谨慎看好”的投资评级。重点关注智能电网、节能减排、光伏逆变器、水电设备、特高压。重点推荐国电南瑞(600406)合康变频(300048)、四方股份(601126)、科华恒盛(002335)、荣信股份(002123)、综艺股份(600770)、汇川技术(300124)、东方电气(600875)、浙富股份(002266)、许继电气(600089)、阳光电源(300274)、置信电气(600517)、平高电气(600312)。

目 录

一、 2012 年电网投资的展望，存在超预期的可能.....	4
2011 年电网投资略超预期.....	4
近年电网投资的特点分析	4
2012 年电气设备及新能源行业我们的判断.....	5
2012 年电力设备及新能源行业投资策略——看好智能电网、节能减排、光伏逆变器、水电设备、特高压	6
二、 智能电网——看好智能变电站、配网自动化	6
智能电网投资战略预计基本不变	6
智能变电站，2012 年有望开始大规模建设	8
配网自动化，未来投资规模巨大	9
三、 国内光伏市场有望启动，看好光伏逆变器	10
四、 节能减排景气度较高，受宏观经济影响较小	12
高压变频受宏观经济影响较小，未来 2 年景气度仍较高.....	12
国网整合非晶合金变压器产业链，非晶合金变压器推广渐趋渐进.....	13
五、 特高压预期有望好转	14
结论及建议	14
2011 年特高压审批速度低于预期，预期有望逐步好转	15
直流投资相对较为确定，相关公司受益金额测算	16
交流线路市场容量测算	18
六、 水电及抽水蓄能未来 5 年投资有望加快	21
水电投资有望提速	21
抽水蓄能未来投资规模不容忽视	23
七、 成本降低，盈利恢复性增长，关注长周期行业	24
变压器受益于硅钢及铜价格回落，毛利率有望回升	25
发电设备受益于钢材价格回落	26
八、 行业估值及投资建议	28
九、 重点公司推荐	30

国电南瑞（600406）——智能电网最大受益者，南瑞继保有望注入.....	30
合康变频(300048) 高压龙头地位进一步提升，低压战略值得期待.....	30
四方股份(601126) 智能变电站建设最敏感的标底，业务全面开花.....	31
浙富股份（002266）——水电、抽水蓄能投资加快最敏感标底.....	32
荣信股份（002266）电力电子龙头，节能减排先锋，新产品储备丰富.....	33
阳光电源（300274）——光伏逆变器龙头，受益于国内光伏市场快速增长.....	35
北京科锐(002350) ——受益农网改造，永磁开关潜力巨大.....	35
三普药业(600869) 千亿战略目标，预打造电缆电子商务全产业链.....	36
科华恒盛(002335)——UPS 龙头，进军新能源.....	37
许继电气——产品线储备宽广，业绩增长点众多，资产注入预期明确.....	38
平高电气——特高压建设最为敏感的企业	39
十、 投资风险.....	39

一、 2012年电网投资的展望，存在超预期的可能

2011 年电网投资略超预期

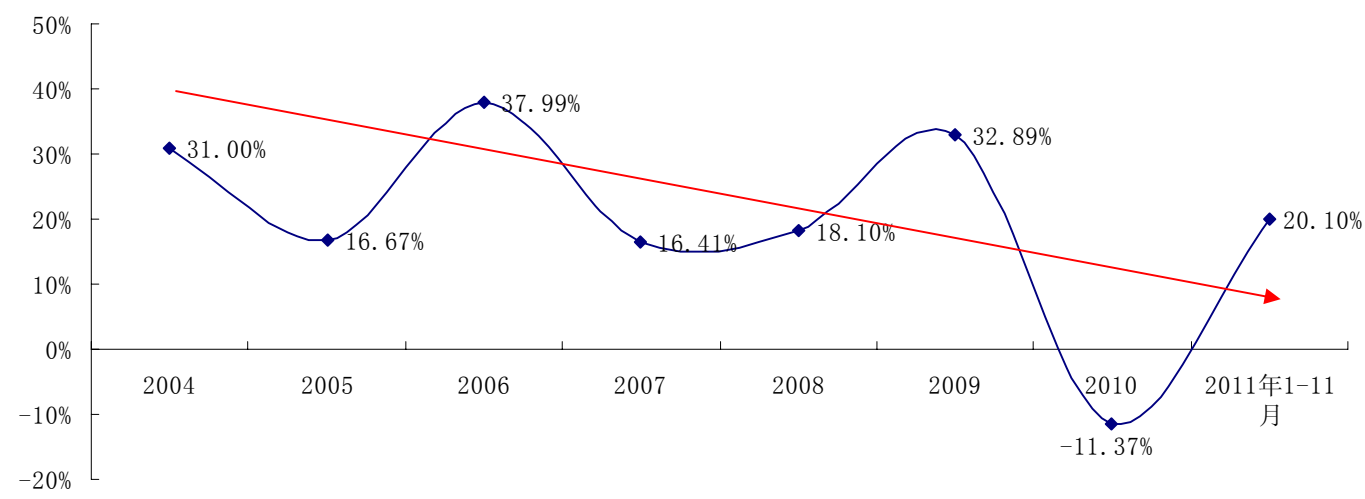
2011 年年初，国家电网与南方电网计划在 2011 年分别投资 2925 亿元、741 亿元，共计 3666 亿元，较去年实际投资 3448 亿元增长了 6.32%。1-11 月份，全国电力工程建设完成投资 6207 亿元，同比增长 9.5%。其中电网工程建设完成投资 3114 亿元，同比增长 20.1%。预计全年电网投资增长在 20%左右，目前看电网投资略超预期。

近年电网投资的特点分析

我们总结了近几年电网投资的数据，发现电网投资有以下几个特点

- 1、 **投资增速波动性较大。**电网投资增速波动性较大，一年投资增速高，第二年则有所下滑，详细见图 1。2009 年电网投资增速 32.89%，2009 年的高基数，透支了电网投资，造成 2010 年电网投资增速下滑-11.37%，2011 年增速有所回升，预计增速在 20%左右。
- 2、 **相对独立于宏观经济，具有一定的逆周期性。**电网投资相对独立于宏观经济环境，甚至在某种形式上存在逆周期的特性。在 2009 年经济危机时，电网投资就作为经济刺激计划之一，2009 年电网投资增速 32.89%，超出市场预期。
- 3、 **投资增速整体下行。**总体看从 2004 年至 2011 年电网投资增速有所下移。2004-2009 年属于电网投资的高峰期，弥补之前电网投资的欠缺，基本电网投资高峰期已经过去。

图 1：2004-至今电网投资增速



资料来源：山西证券整理

2012 年电气设备及新能源行业我们的判断

综合以上电网投资的特点，结合 2012 年中国的宏观经济形势，我们认为 2012 年电气设备及新能源行业可能呈现以下几个特点。

- 1、**电网投资规划增速预计在 10%-15%左右。**考虑到 2011 年的基数以及 2011 年项目审批情况，预计 2012 年电网规划投资的增速在 10%-15%左右。
- 2、**电网投资成为经济刺激计划之一，可能出现超预期。**我们预计，2012 年经济下行，电网投资可能成为经济刺激计划之一。我们认为最有可能成为国家大规模投资的是技术较成熟的领域。我们认为电网领域可能大规模投资的是智能电网、农网配网，特高压审批可能有所加快，但考虑到技术因素，不可能大规模审批开工，但预期会好转。
- 3、**新能源投资可能成为经济刺激计划之一，光伏发电、水电大规模发展的可能性最大。**新能源投资也具备防御性，经济下行有望加大投资规模，我们认为最有可能的是光伏产业，国家有望调高光伏建设规模，我们认为光伏逆变器将最为受益。
- 4、**节能减排景气度高，受宏观经济影响较小。**目前电机变频器改造只有 30% 左右，未来存量改造市场空间仍较大，预计未来 5 年内仍将保持 30%-40% 的高增速。宏观经济下调可能影响增量市场，但行业内涉及很多存量改造，仍可以支持行业的快速增长。此外，国家电网网 2011 年整合非合金变压器产业链，非合金变压节能效果明显，未来有望大规模推广。
- 5、**工业类电气需求增速下滑，配网也可能受到影响。**在宏观经济景气下行的背景下，工业企业尤其是小规模工业企业因融资难和下游需求紧缩将逐步减少投资，从而导致其上游投资品的需求面临萎缩风险，相关电气产品的需求增速也将下滑。此外，我们认为配网投资除了和电网投资相关外，和房地产及工业企业增速也高度相关，配网增速可能受到一定的影响，下游为房地产和工业用户的相关企业增速可能受到一定的影响。
- 6、**成本压力减轻，部分子行业盈利有望恢复性增长，交货周期较长行业盈利回升明显。**部分子行业交货周期较长，2011 年部分收入为 2010 年底原材料价格时签订的合同所确认的，这也是 2011 年行业盈利能力大幅下滑的原因之一。2011 年下半年开始原材料价格有所降低，进入 2012 年部分 2011 年上半年高原材料价格签订的合同有望交货，我们预计主要金属及钢铁的价格在未来 1 年内不会出现大幅上涨，明年交货周期较长的细分行业的毛利率有望回升幅度较大。从价格降低幅度来看，硅钢、铜价格降低较为明

显，变压器行业将明显受益。此外，钢材价格也出现了下调，水电设备、环保锅炉以及火电设备行业也有望受益。

2012 年电力设备及新能源行业投资策略——看好智能电网、节能减排、光伏逆变器、水电设备、特高压

受多重因素影响，行业 2011 年下跌 39%，跌幅最大，行业的估值水平也出现了大幅度下移，相对于 A 股其他板块的估值也下移。考虑到行业估值水平大幅下移，以及未来宏观经济下行后电网及新能源领域可能成为国家刺激经济的领域，此外原材料价格回落使得行业盈利能源在明年 1-2 季度触底回升，综合以上我们给与行业“谨慎看好”的投资评级。重点关注智能电网、节能减排、光伏逆变器、水电设备、特高压。

图 2：中国工业增加值

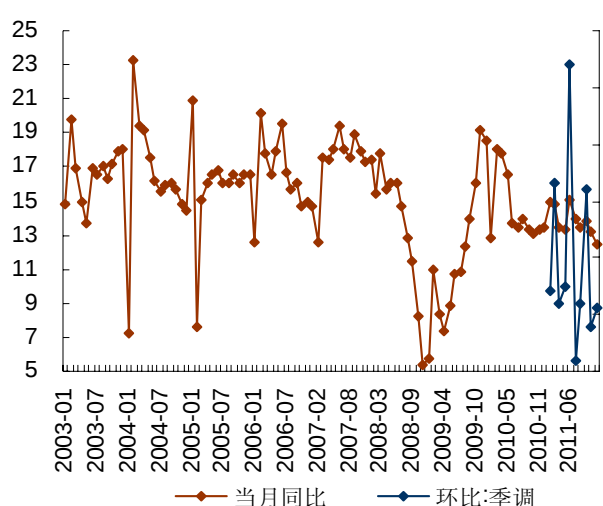
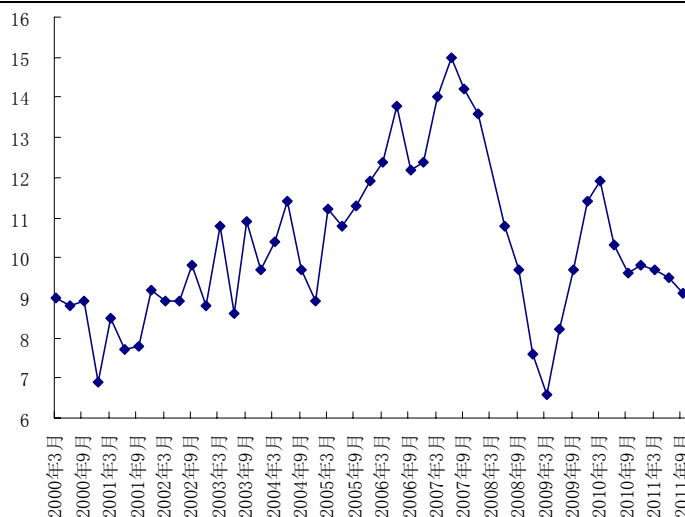


图 3：宏观经济单季度经济增速



资料来源：Wind

二、智能电网——看好智能变电站、配网自动化

智能电网投资战略预计基本不变

智能电网投资战略预计基本不变。国家电网公司 2010 年 1 号文件提出三个阶段的“坚强智能电网”建设的规划:2009~2010 年为规划试点阶段，重点开展规划工作;2011~2015 年为全面建设阶段，加快建设华北、华东、华中“三华”特高压同步电网，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系;2016~2020 年为引领提升阶段，全面建成统一的“坚强智能电网”。根据国家电网此前的规划，到 2020 年智能电网总投资规模接近 4 万亿元，从国家电网的会议及相关文件看智能电网的战略基本不变。

用电、变电、配电是投资重点。从国家电网智能电网投资各个领域的投资规划来看，变电自动化、用电自动化以及配电自动化是核心，其中用电自动化占比 27%，变电自动化占比 24%，配电自动化占比 10%，详细见图 4。变电站自动化主要涉及的是数字化变电站；配电自动化主要涉及城市电网主站和终端的投资；用电自动化涉及细分领域较多，主要包括智能电表和电动汽车充换电站等领域。从各个领域的竞争程度来看，变电站自动化和配电站自动化基本呈寡头垄断的格局，市场相对集中。用电自动化参与主体相对较多，竞争较为激烈。

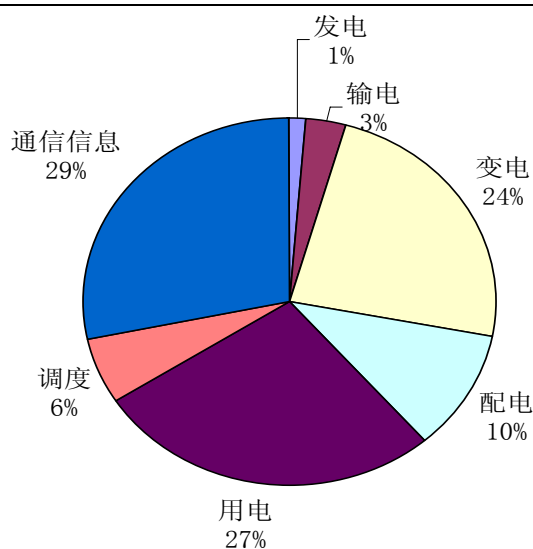
2012 年看好智能变电站领域投资，有望加快。2011 年作为智能电网建设期的首年，智能电网在各个领域的投资基本符合预期，尤其是在配网自动化和用电自动化领域，而变电自动化领域的投资略低于预期，主要原因是相关标准尚未统一，而 2011 年低于预期可能会带来未来的超预期，我们看好未来变电站自动化领域的投资。

表 1、“十二五”期间智能电网投资将达2861亿元

	2011	2012	2013	2014	2015	十二五合计
发电	16.7	16.7	1.7	3.7	1.6	40.5
输电	16.4	18.6	18.5	18.8	18.2	90.6
变电	107.4	142.3	141.0	139.9	143.7	674.3
配电	58.2	58.8	92.9	40.8	46.1	296.9
用电	111.3	160.2	177.8	189.2	143.6	782.1
调度	35.9	34.4	34.7	29.9	31.3	166.3
通信信息	172.4	187.0	166.5	149.1	135.4	810.5
合计	518.3	618.2	633.3	571.4	520.0	2861.1

资料来源：山西证券

图 4：智能电网投资结构预测



资料来源：山西证券，国家电网

智能变电站，2012 年有望开始大规模建设

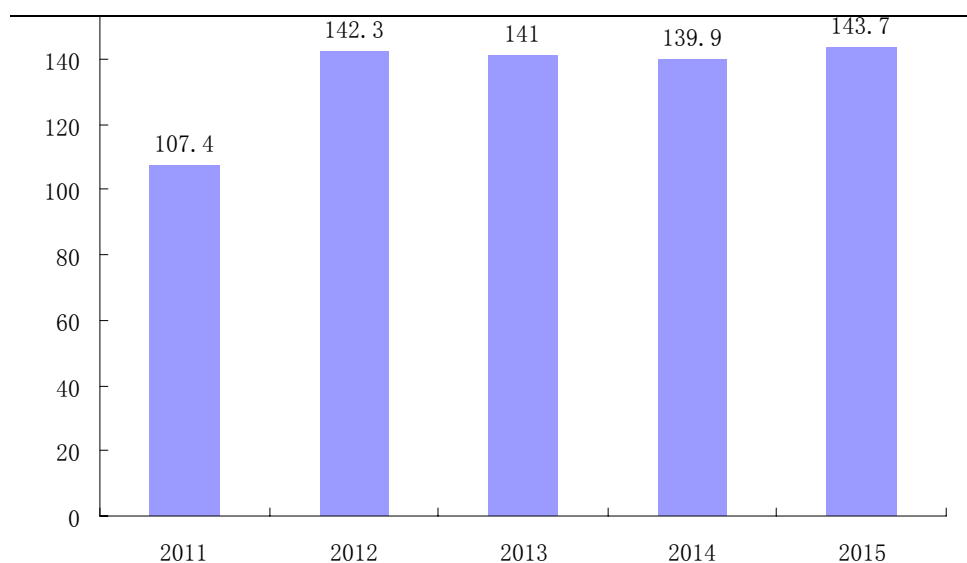
智能变电站投资占整个智能电网投资的 24%，是投资重点。国网规划“十二五”期间建设 5000 套智能变电站，年均建造 1000 套，2011 年目前只招标了 138 套，远低于预期，主要原因由于相关标准仍未统一，预计随着标准制定统一，2012 年投资有望加速。

而从国家电网智能配电的投资规划来看，2012 年开始配电自动化投资 142.3 亿元，较 2011 年同比增长 40%左右，而在整个“十二五”期间，配网自动化每年投资基本稳定在 140 亿左右，未出现大规模下滑。

智能变电站市场已形成国电南瑞、国电南自、许继电气、四方股份等寡头垄断形势，参与竞争的主体较少，竞争相对缓和，盈利能力基本稳定。四方股份主要业务来自于智能变电站，对智能变电站投资规模最为敏感。

从国家电网 2011 年智能变电站的招标情况来看，竞争格局基本稳定，并未出现国网系的市场份额的大规模提高的情况，详细见图 6-9。

图 5：智能电网配电部分国家电网“十二五”期间投资规划



资料来源：国家电网，山西证券整理

图 6：2010 年第 1-4 批 220KV 及以上保护类份额

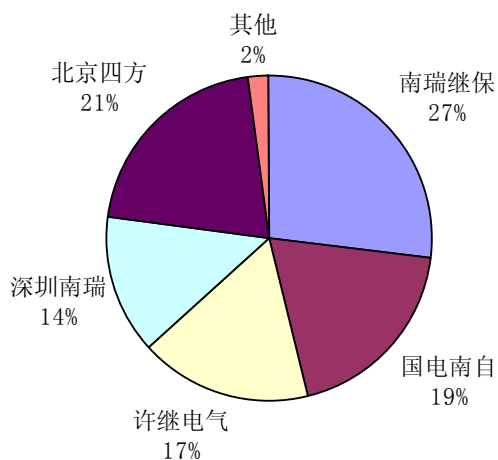
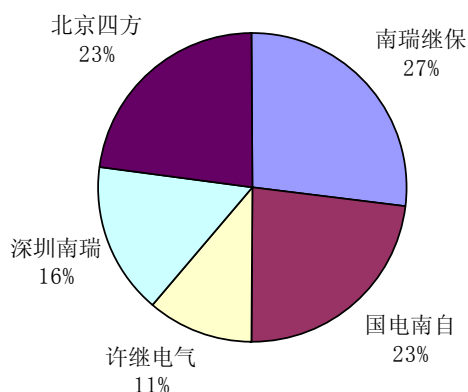


图 7：2011 年第 1-4 批 220KV 及以上保护类份额



资料来源：国家电网

图 8：2010 年第 1-4 批 220KV 及以上自动化份额

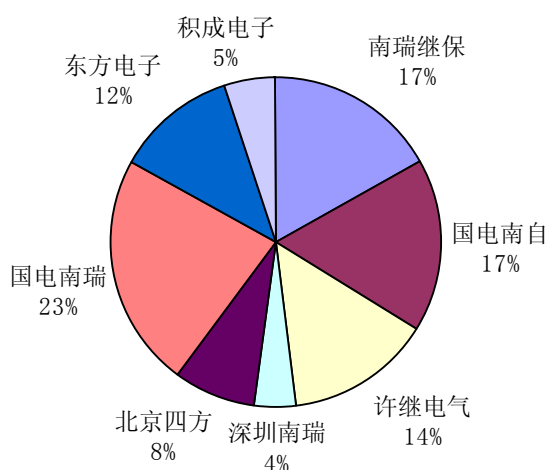
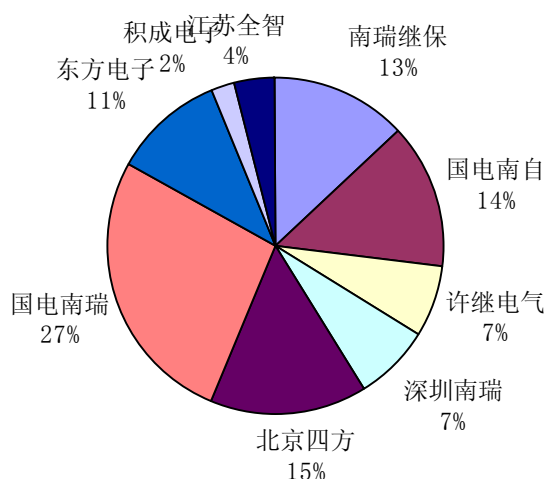


图 9：2011 年第 1-4 批 220KV 及以上自动化份额



资料来源：国家电网

配网自动化，未来投资规模巨大

配网自动化在我国处在起步阶段，国内城市配网馈线自动化率不足 10%，目前国外配网自动化的比例达到 60%-70%。南方电网配网自动化试点较早，国家电网 2011 年开始在 19 个城市试点，总体看配网自动化 2011 年投资规模基本符合预期。从长期看，一旦大城市试点成功，势必向二、三级城市推广，未来可能进一步深入到县的级别。我们简单测算了配网自动化在全国范围内推广后的市场容量，预计主站投资在 107.84 亿元，终端投资在 585.75 亿元，合计金额 693.59 亿元，详见附表。

目前国内积成电子（002339）最早承担南方电网的试点项目，在南方电网市场占有率较高；国电南瑞（600406）是国家电网试点的主力；四方股份（601126）

拿到长沙的试点项目。

表 2：主站投资规模测算

	城市数量	平均每个城市主站系统价格 (万元)	总金额 (亿元)
省会城市	32	1500	4.8
地市城市	283	800	22.64
县级城市	2010	400	80.4
合计			107.84

资料来源：山西证券

表 3：终端投资规模测算

	城市数量	终端数量	平均每个终端单价 (万元)	总金额 (亿元)
省会城市	32	15000	1.5	72
地市城市	283	5000	1.5	212.25
县级城市	2010	1000	1.5	301.5
合计				585.75

资料来源：山西证券

三、国内光伏市场有望启动，看好光伏逆变器

新能源投资可能成为经济刺激计划之一，光伏发电大规模发展的可能性最大。新能源投资也具备防御性，经济下行国家有可能加大投资规模，我们认为最有可能的是光伏产业，国家有望调高光伏建设规模。欧债务危机造成了海外光伏市场低迷，但随着各个环节产品价格的降低，光伏发电成本进一步降低，目前国内已经能够和部分地区的商业用电平价上网，各个方面建设光伏发电的动力增强，我们预计 2012 和 2013 年国内新增装机容量 2500MW、4000MW，增速分别为 108%、60%，维持高增速，详细见表 4。

光伏并网比例有望提升，光伏逆变器市场有望启动。光伏系统的应用分类包括特殊和边远地区应用、农村应用、光伏并网发电、太阳能光伏照明、太阳能商品及其他。我国并网发电目前还非常少，不到 10%，90%以上为独立光伏系统。并网光伏发电目前成本是最低的，对比之下，欧洲在 2006、2007 和 2008 年三年中，每年并网光伏系统的比例达到 99%。本次光伏发电集中应用项目主要在高科技园区和经济开发区，预计并网的比例将大大提升，国内的光伏逆变器市场有望启动。

光伏逆变器市场容量测算，年均增长率 50%以上。我们预计 2012 和 2013 年国内新增装机容量 2500MW、4000MW，增速分别为 108%、60%，维持高增速。据此，我们简单测算了国内光伏逆变器的市场容量，2012-2013 年分别为 25.00 亿元、45.60 亿元，增速分别为 230.69%、82.40%，不考虑海外市场未来

仍维持高增长，详见表 4。而根据“十二五”国家电网公司投资项目及预期目标，光伏发电接入 800 万千瓦，按照 2 元/瓦计算，只考虑国家电网统一并网部分，市场容量在 160 亿左右。此外，目前国外企业仍占据国内市场 50%左右的份额，随着国内厂商的兴起，国外厂商的份额将进一步降低，详细见图 10。

技术壁垒较高，市场份额较为集中。光伏逆变器是光伏系统核心功率调节器件，占据系统成本比例在 10-15%之间，有较高的技术含量，目前全球龙头 SMA 占据市场份额达 40%以上，第二梯队四个厂商合计占据 30%以上市场份额，其余超过 150 多家公司分割剩下的市场，行业集中度较高。

国内光伏市场有望启动，看好逆变器相关企业。目前看 A 股光伏逆变器企业的估值水平并不算高，市场主要担忧欧债危机持续对海外光伏市场的影响以及国内市场启动的进度问题。我们认为随着光伏各个环节成本的降低，光伏发电成本降低，越来越接近平价上网，行业再次高增速的时代很快到来。国内除了行业龙头阳光电源外，荣信股份、科士达的光伏逆变器取得了重大突破，产品已经成熟，2011 年开始贡献了部分收入。不考虑海外市场以及进口替代，国内光伏逆变器未来两年保持 60%以上的高增速，而产品刚刚获得突破的企业，有望保持高于行业平均的增速，提升市场份额。

我们认为现在的光伏逆变器市场未来的发展趋势类似于变频器、UPS 行业，呈现三个阶段的高增长：

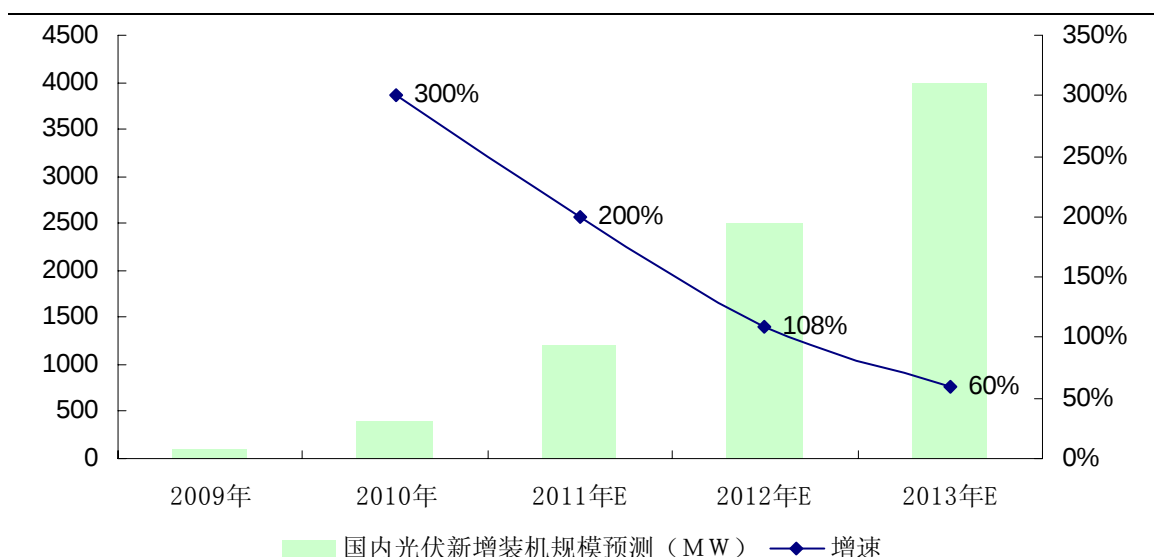
第一阶段：国内市场快速启动高速增长

第二阶段：国内市场平稳增长，进口替代维持高于行业的增长

第三阶段：抢占海外市场，维持高增长

目前国内光伏逆变器市场处于第一阶段，行业仍处于成长的初期。

图 10：国内光伏新增装机规模预测



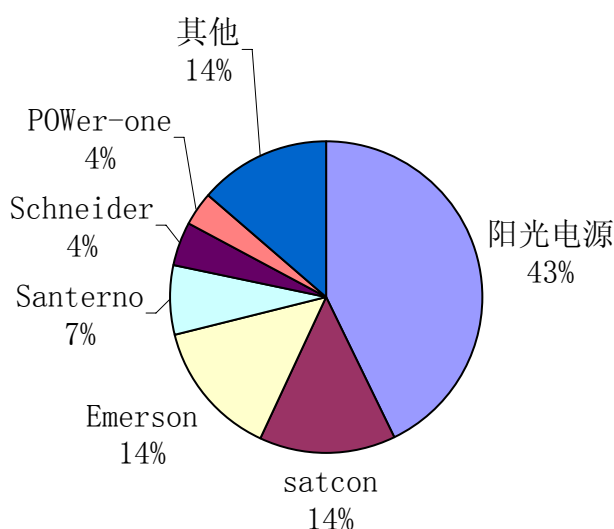
资料来源：山西证券

表 4：光伏逆变器国内市场规模预测

	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
国内光伏新增装机规模预测（MW）	100	400	1200	2500	4000
增速		300.00%	200.00%	108.33%	60.00%
并网比例			30%	50%	60%
并网装机容量（MW）			360	1250	2400
含税单位价格（元/瓦）			2.1	2	1.9
市场容量（亿元）			7.56	25.00	45.60
				230.69%	82.40%

资料来源：山西证券

图 11：2010 年国内光伏逆变器市场占有率



资料来源：山西证券整理

四、 节能减排景气度较高，受宏观经济影响较小

高压变频受宏观经济影响较小，未来 2 年景气度仍较高

企业变频器改造动力较强。高压变频器主要应用于大型工矿企业，节能的能效要高于优于工艺流程，“十二五”节能减排的压力较大，随着能源价格的上涨，企业应用高压变频器节能的效益越来越明显，回收期只有 1-2 年，此外节能改造还能获得政府补贴以及所得税加计扣除的优惠，企业改造动力较强。

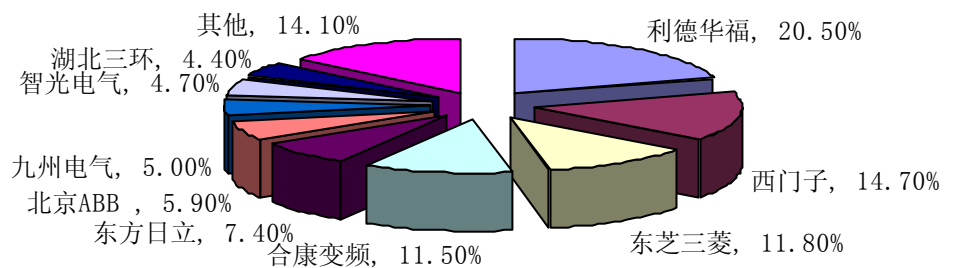
存量改造空间仍广阔，宏观经济影响较弱。目前电机变频器改造只有 30% 左右，未来存量改造市场空间仍较大，预计未来 5 年内仍将保持 30%-40% 的高增速。宏观经济下调可能影响增量市场，但行业内涉及很多存



量改造，仍可以支持行业的快速增长。此外，高压变频器主要面对的大型工矿企业，企业资金实力较强，在目前紧缩的状况下，对企业的购买意愿影响有限。

价格战基本结束，盈利能力趋于稳定。经过 2009-2010 年的价格战，目前高压变频器价格在 500 元 / 瓦左右的水平，行业内的毛利率水平在 30% 左右，中小规模的新进入者毛利率预计还要低于这个水平，相对其他行业而言变频器行业属于中小规模行业，行业龙头的年销售额才 6-8 亿左右，初期进入者规模较小，期间费用率较高，在 30% 左右的毛利率水平下，考虑到期间费用，新进入者盈利情况一般，目前价格下新进入者动力不强。我们认为到目前价格下，行业价格战基本已经结束，行业盈利趋于稳定。

图 12：高压变频器行业市场份额



资料来源：《2009 年中国高压变频市场研究报告》

国网整合非晶合金变压器产业链，非晶合金变压器推广渐趋渐进

非晶变压器节能效果明显：变压器损耗占配电网 30%-60%，其中空载损耗约占变压器损耗 50%~80%。非晶变压器空载损耗低，城乡配电网负载率低。空载损耗下降约 80%，非晶变压器节能效果明显，发达国家使用非晶合金变压器的比重已超过 15%，而中国则尚未达到 1% 的比例。

国网整合非晶变压器产业链，推广速度有望加快：置信电气通过非公开发行股份向国网电科院控股的 9 家子公司增发，交易均完成后，国网电科院合计将持有置信电气 24.98% 比例股份，成为第一大股东。安泰科技与国网组建合资公司，公司持股 51%，国网电科院持股 49%。从国网收购置信电气以及与安泰科技建立合资公司看，国网意在大规模推广非合金变压器。市场之前一直在担心非晶变的推广速度，此次收购及合资证明了国网在非晶合金变压器的态度。



非晶合金变压器相关公司均将受益。目前从招标份额来看，国网系公司的市场份额并没有明显增加，竞争格局基本稳定。我们认为国网收购置信电气有利于非晶合金的推广速度，但不代表置信电气垄断该领域。一旦非晶合金变压器大规模推广，相关技术储备充分公司均将受益，置信电气目前的市场占有率约为 70%，我们认为随着非晶合金变压器的大规模推广，其他相关公司积极进入后，其市场份额可能会有一定幅度的下滑，但仍维持龙头地位。除了关注直接受益公司置信电气（600517）、安泰科技（000969）外，建议关注非晶合金变压器技术成熟的北京科锐（002350），目前非合金变压自主研发成功，已经有了一定销售规模，公司是北京市非晶产业联盟成员之一（包含安泰科技），未来大规模推广后原材料较有保障，也具备一定先发优势。

五、特高压预期有望好转

结论及建议

我们分别测算了国家“十二五”规划中交流线路和直流线路设备制造商的受益金额，测算了相关设备制造商对特高压“十二五”的敏感度，此外分析和比较了相关公司的估值水平，根据敏感度分析及估值水平分析，给出相关投资建议。

绝对受益金额比较：根据特高压直流和交流各大主要企业的受益金额合计后测算相关公司“十二五”期间受益幅度，详细见表 5。从绝对值看，受益金额最大的前三位分别为中国西电、特变电工、天威保变。

相对敏感性比较：为了测算业绩的相对敏感性，我们根据年均受益金额和相关公司 2010 年收入比例来比较其业绩的相关敏感性。经过测算发现，弹性最大的依次是平高电气、天威保变、中国西电、三普药业、许继电气，尤其是平高电气，其“十二五”期间特高压年均容量/2010 年收入值为 2.26，远高于其他公司，详见表 6。

相对估值分析：由于 2011 年特高压审批低于预期，相关公司调整幅度较大，目前的估值水平已经较合理。我们通过比较“十二五”相关公司市场容量/公司市值来比较相关公司的估值水平。总容量/总市值数值从大到小依次是中国西电、平高电气、特变电工、天威保变、三普药业、许继电气，详见表 7。

分析及投资建议：一旦“晋东南—荆门”特高压交流扩建工程试验取得圆满的效果，则特高压的建设很可能在明年提速，相关特高压概念的上市公司有望迎来转机。直流未来确定性高于交流，许继电气全部来自直流，确定性最大，而特变电工和天威保变交流受益金额占比相对较大。根据敏感性分析且结合估值考虑我们推荐平高电气、中国西电、许继电气，尤其是平高电气其敏感度远

高于其他公司。

表 5：相关上市公司特高压直流和交流合计受益测算金额（（单位：亿元））

企业	直流订单规模	交流订单规模	直流+交流测算订单规模
中国西电	296.64	291.2	587.84
特变电工	213.76	303.6	517.36
天威保变	131.04	172.2	303.24
平高电气	119.04	115.5	234.54
三普药业	64	88	152
许继电气	108	0	108
四方股份	24	0	24

资料来源：山西证券

表 6：相关公司业绩敏感性分析

	2010 年收入	十二五相关市场容量	年均容量	年容量/2010 年收入
平高电气	20.76	234.54	46.91	2.26
天威保变	76.30	303.24	60.65	0.79
中国西电	128.83	587.84	117.57	0.91
许继电气	38.56	108.00	21.60	0.56
特变电工	177.70	517.36	103.47	0.58
四方股份	13.48	24.00	4.80	0.36
三普药业	94.60	152.00	30.40	0.32

资料来源：山西证券

表 7：相关公司估值优势分析

	总市值	十二五相关市场容量	总容量/总市值
中国西电	159.03	587.84	3.70
平高电气	72.07	234.54	3.25
特变电工	204.26	517.36	2.53
天威保变	144.16	303.24	2.10
三普药业	80.79	152.00	1.88
许继电气	76.37	108.00	1.41
四方股份	64.09	24.00	0.37

资料来源：山西证券，2011 年 12 月 26 日数据计算

2011 年特高压审批速度低于预期，预期有望逐步好转

根据国家电网规划，2011 年，要确保淮南（皖南）-上海特高压交流工程一季度核准，力争锡盟-南京、淮南（南京）-上海特高压交流工程上半年核准，蒙西-长沙、靖边-连云港特高压交流工程和溪洛渡-浙西、哈密-河南特高压直流工程年内核准。目前看特高压直流核准进度基本符合预期，特高压交流核准远低于预期，仅淮南（皖南）-上海特高压交流工程获得核准。由于围绕特高压交流一直存在较大的争议，导致特高压推进面临较多的困难。

10月下旬，晋东南扩建工程通过竣工验收并即将要进行负荷试验，一旦“晋东南—荆门”特高压交流扩建工程试验取得圆满的效果，则特高压的建设很可能在明年提速。

表8：2011年特高压审批情况

	规划线路	实际获批时间
交流	淮南（皖南）—上海	9月核准
	锡盟—南京、淮南（南京）—上海	计划核准，未核准
	蒙西—长沙	计划核准，未核准
	靖边—连云港	计划核准，未核准
直流	溪洛渡—浙西	6月核准
	哈密—河南	5月核准

资料来源：国家电网，山西证券整理

直流投资相对较为确定，相关公司受益金额测算

- **直流投资规划明确：**根据国家电网发展规划，有9条±800kV直流线路计划“十二五”期间投运，同时有2条将在“十二五”开工，2011年有两条通过了审批，预计总体投资金额在2301亿元，详见表9。我们预计相关设备制造商有一半以上受益，特高压直流设备主要包括变压器、换流阀、GIS、直流保护及特高压电缆。
- **直流设备容量测算：**按照交流设备“十二五”规划，预计将新增换流站数量24座，按照投资数据结合相关经验测算，预计换流站总投资960亿元，按照换流变压器投资占30%、换流阀投资占25%、GIS投资占31%、直流保护投资占5%，测算出变压器投资374.4亿元、换流阀投资240亿元、GIS投资297.6亿元、直流保护投资48亿元，详见表11。
- **相关设备制造商受益金额测算：**我们根据特高压直流变电站、GIS、换流阀、直流保护、特高压电缆的市场未来容量的测算，结合各个设备制造商的市场份额预计，测算了特高压直流设备相关企业在“十二五”期间的受益金额。详细测算见表12-13。

表9：国家电网±800KV直流特高压规划

	投运时间	起点终点	长度(km)	容量(MW)	投资(亿元)	备注
锦屏—苏南	2012	锦屏—苏南	2,100	7,200	214	
宁东—浙江	2012	宁东—绍兴	1,700	7,200	195	
洛溪渡—浙江	2013	洛溪渡—浙西	1,688	7,200	194	已审批
哈密—河南	2014	哈密—郑州	2,400	7,200	230	已审批
呼盟—山东	2014	呼盟—德州	1,600	7,200	189	
蒙西—江西	2015	蒙西—新余	1,600	7,200	189	

酒泉—江苏	2015	酒泉—泰州	2,450	7,200	230
准东—河南	2015	准东—豫北	2,800	7,200	245
蒙古—山东	2015	锡伯敖包—寿光	1,450	7,200	180
哈密—山东	2016	哈密—沂蒙	2,700	7,200	240
锡盟—无锡	2016	锡盟—无锡	1,700	7,200	195
线路合计			22,188	79,200	2,301

资料来源：山西证券整理

表 10：直流特高压市场企业竞争格局

供应商	
直流换流变压器	中国西电、特变电工、天威保变
换流阀	许继集团、中国西电西整公司、中国电科院、四方股份西门子合资公司
平波电抗器	中国西电、特变电工、北京电力设备

资料来源：山西证券

表 11：特高压直流投资测算

项目	数量
换流站数量（座）	24
单位换流站成本（亿元/座）	40
换流站投资（亿元）	960
换流阀（25%）（亿元）	240
换流变压器（39%）（亿元）	374.4
GIS（31%）（亿元）	297.6
直流保护（5%）（亿元）	48
输电线路长度（公里）	16000
单位输电成本（百万/公里）	8
输电线路投资（亿元）	1280
特高压电缆投资（亿元）	320
直流特高压总投资（亿元）	2224

资料来源：山西证券

表 12：相关上市公司特高压交流分设备受益金额测算 单位：亿元

	换流阀 （亿元）	换流变 （亿元）	直流保护 （亿元）	GIS （亿元）	特高压电缆	合计 （亿元）
	240	374.4	48	297.6	320	1280
许继电气	30%					72
中国西电	30%					72
电科院	30%					72
四方股份	10%					24
特变电工		40%				149.76
天威保变		35%				131.04
中国西电		25%				93.6
许继电气			50%			24
南瑞继保			50%			24
平高电气				40%		119.04

中国西电				40%		119.04
新东北				20%		59.52
三普药业					20%	64
特变电工					20%	64
合计						1088

资料来源：山西证券 注：相关公司市场份额按照过往业绩预计，四方股份与西门子成立合资公司，换流阀业务放入其中，假设其市场份额10%

表13：相关上市公司特高压直流合计受益金额

企业	直流测算订单规模（亿元）
特变电工	213.76
天威保变	131.04
中国西电	296.64
三普药业	64
平高电气	119.04
许继电气	108
四方股份	24

资料来源：山西证券

交流线路市场容量测算

- **“十二五”特高压规划明确交流线路投资力度：**国家电网“十二五”特高压投资规划出台，国家电网宣布到2015年将建成华北、华东、华中（“三华”）特高压电网，形成“三纵三横一环网”。三纵包含：锡盟-南京，张北-南昌，陕北-长沙；三横包含：蒙西-潍坊，晋中-徐州，雅安-皖南；长三角特高压双环网：淮南-南京-泰州-苏州-上海-浙北-皖南-淮南，详见表14。整个“十二五”特高压交流建设将带来总共3000亿左右的投资，平均到每年接近500-600亿，相关设备制造商受益一半以上，特高压交流建设的主要设备投资为变压器、GIS、互感器、电缆等。
- **淮南-上海特高压交流输电示范工程获批。**淮南-上海特高压交流输电示范工程起于安徽淮南变电站，止于上海沪西变电站，线路全长656千米，静态总投资185.36亿元，由安徽、浙江、上海电力公司共同出资建设。
- **交流设备容量测算：**按照交流设备“十二五”规划，预计将新增特高压变电站37座，按照相关经验投资数据测算，预计变电站总投资1400亿元，按照变压器投资占30%、GIS投资占25%，互感器投资占10%，测算出变压器投资420亿元、GIS投资350亿元、互感器投资140亿元，详见表15。
- **特高压交流电缆测算：**按照规划预计建设线路长度约3万公里，根据经验测算预计输变电线路总投资1680亿元，按照电缆投资25%测算，特高压交流电缆总投资420亿元，详见表15。

- **相关设备制造商受益金额测算：**我们根据特高压变电站、GIS、互感器、特高压电缆未来市场容量的测算，结合各个设备制造商的市场份额预计，测算了特高压交流设备相关企业在“十二五”期间的受益金额。详细测算见表17-18。

表 14：“十二五”1000KV交流特高压规划

	线路	新增变电站	新增线路长度 (KM)
三纵	锡盟—南京	锡盟 北京东 天津南 济南 徐州 南京	1550
	张北—南昌	张北 北京西 石家庄 豫北 驻马店 武汉 南昌	1800
	蒙西—长沙	蒙西 晋中 长沙	900
三横	蒙西—潍坊	晋北 潍坊	900
	晋中—徐州		700
	雅安—皖南	雅安 乐山 重庆 长寿 万县 皖南	2100
一环网	淮南—苏州—淮南	淮南 泰州 苏州 上海 浙北	1300
合计			9250

资料来源：山西证券

表15：“十二五”特高压交流设备投资容量测算

项目	详情
新增特高压变电站（座）	37
变电容量（亿 KVA）	2.8
单位变电站投资（元/KVA）	500
变电站设备总投资（亿元）	1400
变压器投资（30%）（亿元）	420
GIS 投资（25%）（亿元）	350
互感器投资（10%）（亿元）	140
建设线路长度（公里）	30000
单位公里线路投资（万/公里）	600
线路总投资（亿元）	1800
电缆投资（25%）（亿元）	450
交流特高压总投资（亿元）	3200

资料来源：山西证券

表16：交流设备主要供应商

主要设备	供应商
1000kV 交流特高压 变压器	特变电工、天威保变、中国西电三分天下
并联电抗器	中国西电、特变电工、中国西电三分天下
GIS 组合电器	平高电气、新东北电气、中国西电三分天下

资料来源：山西证券整理

表17：相关上市公司特高压交流分设备受益金额测算 单位：亿元

变压器	GIS	互感器	特高压电缆	受益金额
-----	-----	-----	-------	------

投资额	420	350	140	440	910
特变电工	40%				168
天威保变	30%				126
中国西电	30%				126
平高电气		33%			115.5
中国西电		34%			119
新东北		33%			115.5
特变电工			34%		47.6
天威保变			33%		46.2
中国西电			33%		46.2
三普药业				20%	88
特变电工				20%	88
合计					1086

资料来源：山西证券 注：市场份额根据过往业绩预测

表18：相关上市公司特高压交流合计受益金额 单位：亿元

企业	交流测算订单规模（亿元）
特变电工	303.6
天威保变	172.2
中国西电	291.2
三普药业	88
平高电气	115.5

资料来源：山西证券

图 13：2010 年第 1-4 批 220KV 变压器市场份额

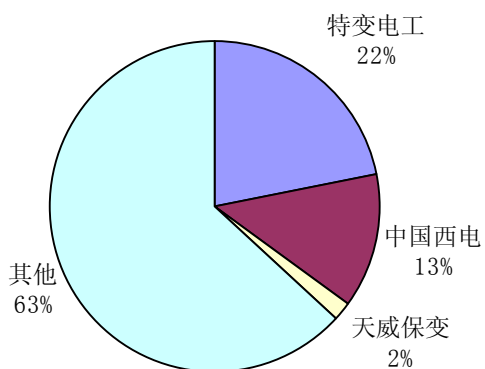
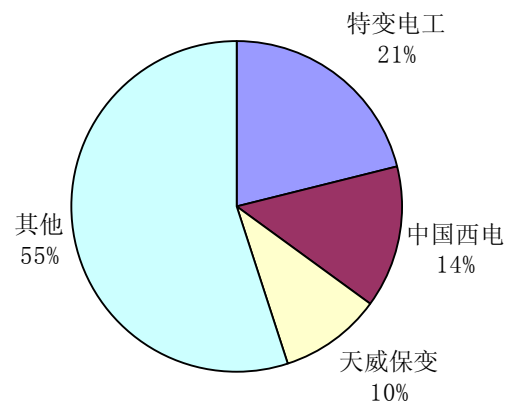


图 14：2011 年第 1-4 批 220KV 变压器市场份额



资料来源：国家电网

图 15：2010 年第 1-4 批 330KV 变压器市场份额

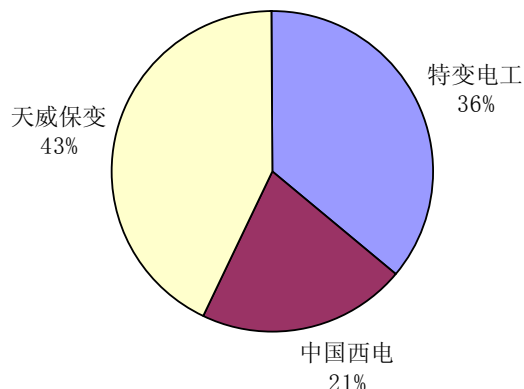
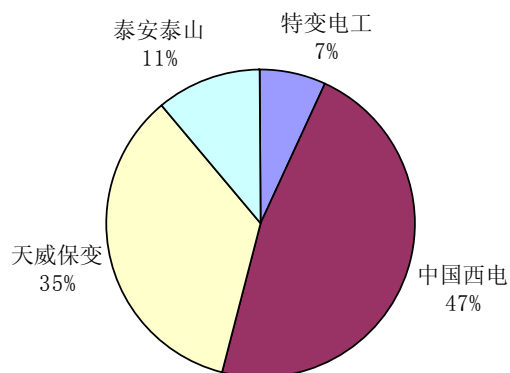


图 16：2011 年第 1-4 批 330KV 变压器市场份额



资料来源：国家电网

图 17：2010 年第 1-4 批 500KV 变压器市场份额

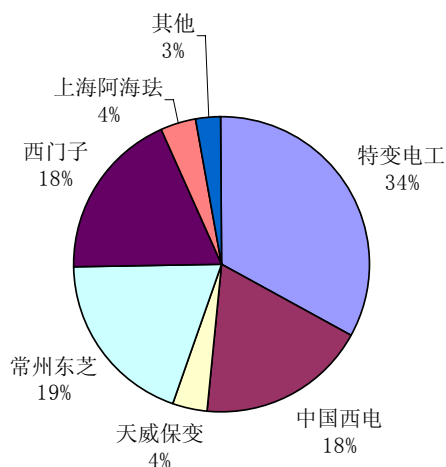
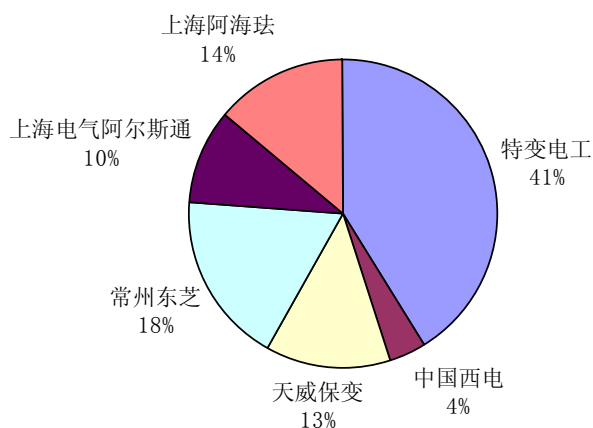


图 18：2011 年第 1-4 批 500KV 变压器市场份额



资料来源：国家电网

六、 水电及抽水蓄能未来5年投资有望加快

水电投资有望提速

- 水电是实现 2020 年我国节能减排约束性指标的关键环节之一，未来 5 年水电投资速度加快。我国 “十二五” 水电发展的目标是到 2015 年，水电装机容量将达到 3.1 亿千瓦，2020 年将达到 3.8 亿千瓦。截至 2009 年底，全国水电装机容量达 1.97 亿千瓦。“十一五” 规划中，列举的重点开工的水电站有 33 座，装机容量 7402.1 万千瓦。但是，截至 2009 年底国家只核准水电站 11 座，装机容量 2003 万千瓦，核准开工水电站数量占比仅 33.3%，装机容量占比仅 27.1%。按照规划，十年间水电装机容量新增 1.3-1.4 亿千瓦，考虑到大型水电站建设周期较长，为完成 2020 年的装机目标，大型水电站建设将集中

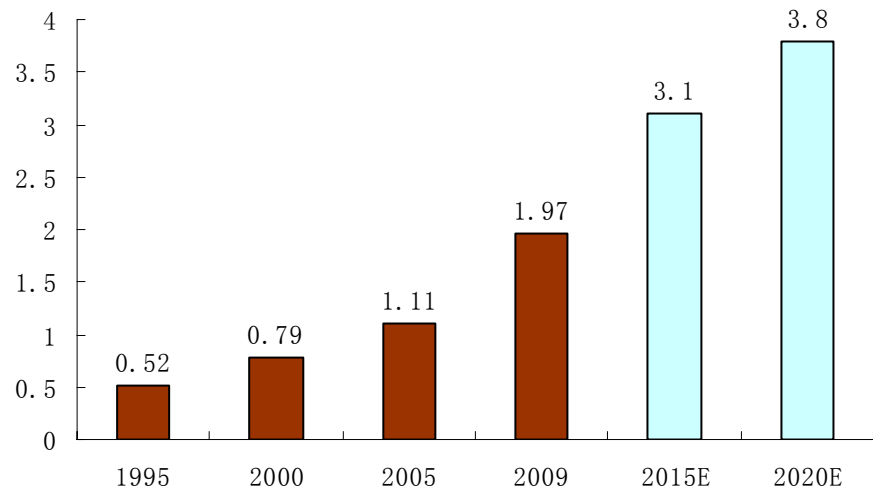


在 2010-2015，预计未来 5 年水电投资速度将加快，预计年均增加 2000 万千瓦左右，较前几年速度明显加快，而 2000-2010 年 10 年间年均水电投产装机容量仅 1000 万千瓦。

- **大型水电审批有望放宽：**受环保问题的影响，我国大型水电项目的审批有所推迟。但由于节能减排的压力，大型水电项目的审批肯定要继续恢复。而这对于水电制造商将是利好因素。
- **水电设备出口有望进入景气度周期：**
 - ✓ **中国水电设备物美价廉：**从产品制造水平来看，虽然欧美与日本技术能力领先，但许多装备已经老化，制造能力较为滞后。中国经过几十年的技术积累，已经形成了相当的科研能力，除了抽水蓄能电站设备、燃气机组等高端产品未能有所突破外，常规产品已经达到国际先进水平。从产品价格来看，同类电力设备产品，中国制造至少比欧美日制造便宜 20%~30%，甚至更多。对于发展中国家，这种价格上的较大差异无疑是极具吸引力和竞争力的。由于我国水轮发电机组的性能与国际先进水平接近，而且设备价格便宜，经久耐用，因此比较适合于发展中国家使用。此外，我国有一大批经验丰富的水电站勘测设计、安装调试、行业管理人才，可以将我国开发水电的技术和设备一起出口，为发展中国家服务。因此，我国中小型水轮发电机组在国际上的竞争优势已经转变成了具体的海外订单。
 - ✓ **发展中国家需求旺盛：**从未来国际市场的供需情况来看，我国周边亚洲国家的电力发展迅速，而且周边亚洲国家水力资源丰富，且开发程度较低，水电开发需求增长成为必然。目前看，世界未开发的水能资源主要蕴藏量在发展中国家。据有关资料统计，世界河流水能资源理论蕴藏量为 40.3 万亿 KWH，经济可开发水能资源为 8.08 万亿 KWH，为理论蕴藏量的 20%。其中发展中国家拥有经济可开发水能资源 5.57 万亿 KWH，占世界总量的 68.9%。从水力资源开发程度来看，北美与中美洲，开发程度为 75%；欧洲，开发程度为 70.2%；澳大利亚，40%；南美洲，35.5%；亚洲，20.3%；非洲，6%。因此，水电开发的市场机遇将集中在亚、非、南美等发展中国家。
- **投资建议：**考虑到国内水电未来 5 年可能又一次进入黄金周期以及海外需求的旺盛，我们看好水电设备制造商的业绩前景。受近期水电审批速度放慢影响水电设备公司业绩增速及订单增速进入低谷期，相关公司的估值水平也处于较低水平。其中东方电气（600875）水电业务是核心业务之一，如果增速加快，对公司整体业务推动较为明显，考虑到公司其他新能源也处于景气度周期，水电板块增速的提高无疑对公司来说是锦上添花。而纯水电设备制造商浙富股份（002266）业务主要集中在中小型水电设备制造，具备较强的竞争力，作为民营企业非常看好其拓展海外市场的能力。



图 19：水电装机容量及规划（单位：亿千瓦）



资料来源：中电联

表19：主要国家可开发水能资源统计表（单位：万千瓦）

国别	技术可开发	经济可开发	国别	技术可开发	经济可开发
中国	19233	12600	委内瑞拉	2607	1035
巴西	13000	7635	瑞典	1300	900
俄罗斯	16700	6000	墨西哥	1600	800
加拿大	9810	5360	法国	720	715
刚果	7740	4192	意大利	690	540
印度	6600	4436	奥地利	7537	537
美国	5285	3760	西班牙	700	410
挪威	2000	1796	印度尼西亚	4016	400
哥伦比亚	2000	1400	瑞士	410	355
阿根廷	1720	1300	罗马尼亚	400	300
土耳其	2150	1230	德国	250	200
日本	1356	1143			

资料来源：山西证券

抽水蓄能未来投资规模不容忽视

- **我国抽水蓄能电站装机容量的比重是偏低，大力发展抽水蓄能成为必然：**目前，部分国家的抽水蓄能机组占全国装机的比重已超过 10%，其中奥地利达到 16%，瑞士达到 12%，意大利达到 11%，日本达到 10%。国内有专家学者认为，从我国的电源构成和电网布局看，我国抽水蓄能电站的比重达到 5% 是符合我国基本国情的。截至 2009 年底，我国已建的抽水蓄能装机容量约 1420 万千瓦，我国整体装机容量 8.6 亿万千瓦，抽水蓄能占总装机容量比例为 1.65%，比例远低于合理水平。随着我国风电、光伏、核电等可再



生能源的高速发展，类似抽水蓄能电站这类调峰电源的需求量也将大大增加，因此预计我国抽水蓄能电站的装机目标将大幅扩容。

- **未来十年市场容量广阔：**据报道我国抽水蓄能电站 2020 年规划装机目标将大幅提升，原计划约为 5000 万千瓦，实际上有望提升到 1 亿千瓦。然而，尽管整体水电装机目标将提前完成，但其中，抽水蓄能电站规划目标可能难以如期实现，“十一五”规划目标为到 2010 年实现抽水蓄能 2,000 万千瓦，截至 2009 年底，我国已建的抽水蓄能装机容量约 1420 万千瓦，预计 2010 年我国实际能够实现抽水蓄能 1,900 万千瓦。如若按照 2020 年 1 亿千瓦的规划，2010-2020 年 合计建造 8000 万千瓦，按照 3000 元/瓦的造价，预计未来容量在 2400 亿元，年均市场在 240 亿元，市场空间较大，抽水蓄能的市场已经不是小品种电力设备市场，而是大市场之一，不容被忽视。
- **国产化有待进一步提高：**目前我国设备制造企业在大型抽水蓄能机组的设计制造方面与国外先进厂家相比尚有较大差距。据统计，我国已建成的 7 个抽水蓄能电站的 27 台机组是全部进口的，国内企业虽然也参与了一些分包制造，但在关键技术的开发和重要部件的设计、制造方面还没有主动权。在高水头、25 万千瓦及以上大型机组研制方面的能力更弱。目前，东电（东方电机）和哈电（哈尔滨电机）已经部分实现了抽水蓄能的国产化，但由于其业务占整个上市公司的业务比重较小，所以没有太大影响。浙富股份也参与了广东清远机组的投标，不过可能本次并不能中标。
- **投资建议：**目前 A 股上市公司有抽水蓄能技术储备的企业包括东方电气（600875）、浙富股份（002266），考虑到未来的市场规模及国产化的推进，我们看好该领域的投资，浙富股份（002266）作为专业水电公司，目前业务规模并不是很大，业绩敏感度较高，我们认为浙富股份有望能分享抽水蓄能机组快速增长的行业景气。但目前公司仍未能有中标经历，但已经有相关分包制造经历。随着第三批抽水蓄能招标的开始公司有望通过联合中标的形式中标，进一步提高国产化水平。

七、 成本降低，盈利恢复性增长，关注长周期行业

部分子行业交货周期较长，2011 年部分收入为 2010 年低原材料价格时签订的合同所确认的，这也是 2011 年行业盈利能力大幅下滑的原因之一。2011 年下半年开始原材料价格有所降低，进入 2012 年部分 2011 年上半年高原材料价格签订的合同有望交货，我们预计主要金属及钢铁的价格在未来 1 年内不会出现大幅上涨，明年交货周期较长的细分行业的毛利率有望回升幅度较大。从价格降低幅度来看，硅钢、铜价格降低较为明显，变压器行业将明显受益。此外，钢材价格也出现了下调，水电设备、环保锅炉以及火电设备行业也有望受益。

变压器受益于硅钢及铜价格回落，毛利率有望回升

从 2008 年至今变压器招标价格情况来看，变压器单位容量价格持续降低，但从趋势上看，在 2010 年触底开始回升，2011 年价格回升明显，详细见图 20-21。变压器单位容量价格持续下降的主要原因是由于其最大成本取向硅钢价格持续下降，我们统计了硅钢价格自 2008 年初至今的情况，与变压器单位容量价格高度相关，但有一定的滞后期，滞后约半年左右。

硅钢价格在 2011 年初出现了较大幅度的上涨，造成了变压器招标价格也出现了一定幅度的回升，硅钢价格在 2011 年 5 月份达到高点后，开始出现了较大幅度的下滑，详见图 22-23。按照半年期的交货周期，我们认为明年变压器行业的毛利率有望明显回升。

图 20：220KV 单位容量价格（元/KVA）

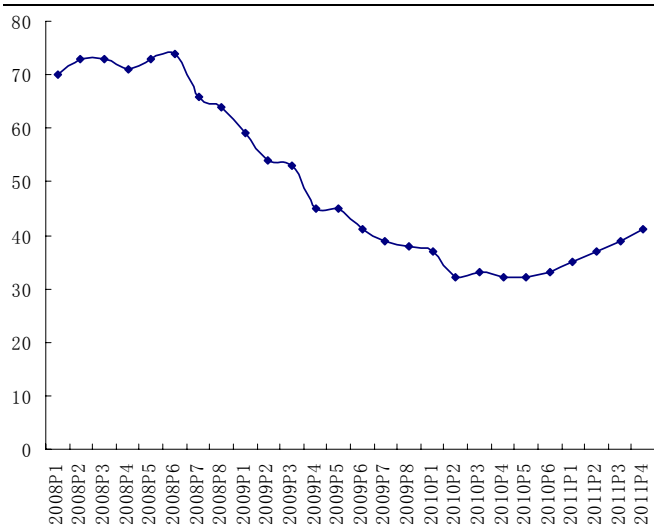
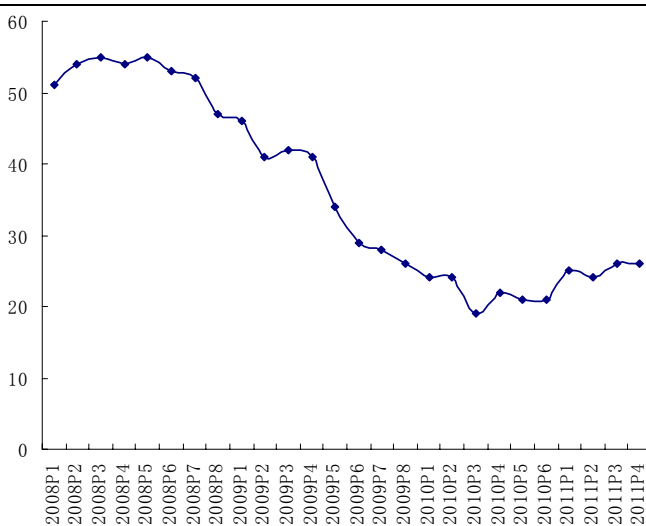
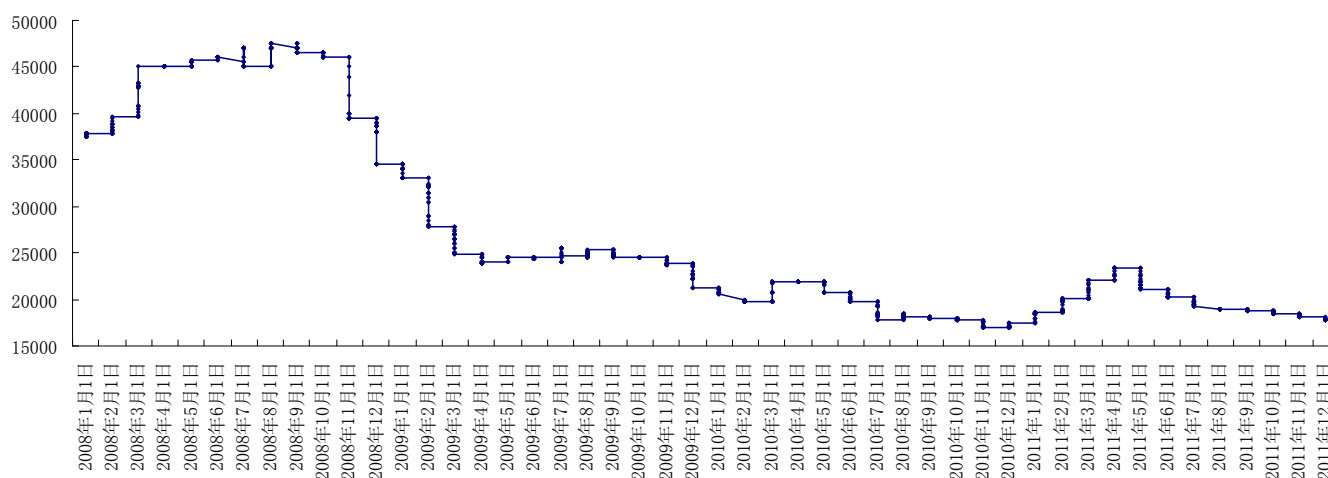


图 21：550KV 单位容量价格（元/KVA）



资料来源：国家电网，山西证券整理

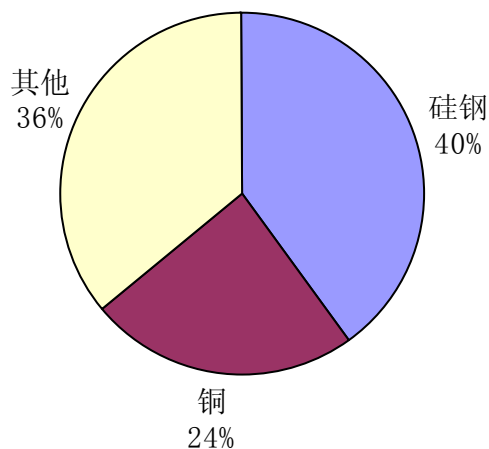
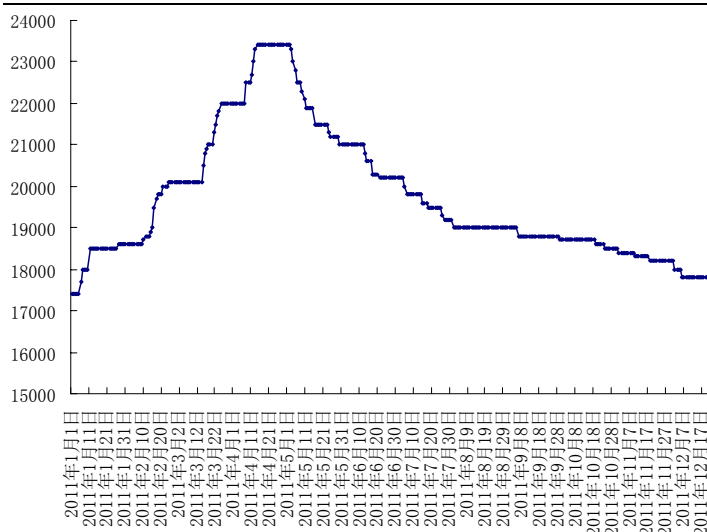
图 22：取向硅钢 2008 年初至今价格走势



资料来源：百川资讯，山西证券整理

图 23：2011 年硅钢价格走势

图 24：220KV 变压器成本构成



资料来源：百川咨询，山西证券整理

图 25：2008 年初至今铜的现货价格



资料来源：Wind

发电设备受益于钢材价格回落

火电设备、环保锅炉以及水电站设备的核心原材料为钢材，钢材价格自 2010 年开始上涨后自 2011 年中期达到峰值，2011 年下半年出现了一定幅度的回落，按照半年的交货周期，相关行业盈利能力在 2012 年有望回升，尤其是对于下游

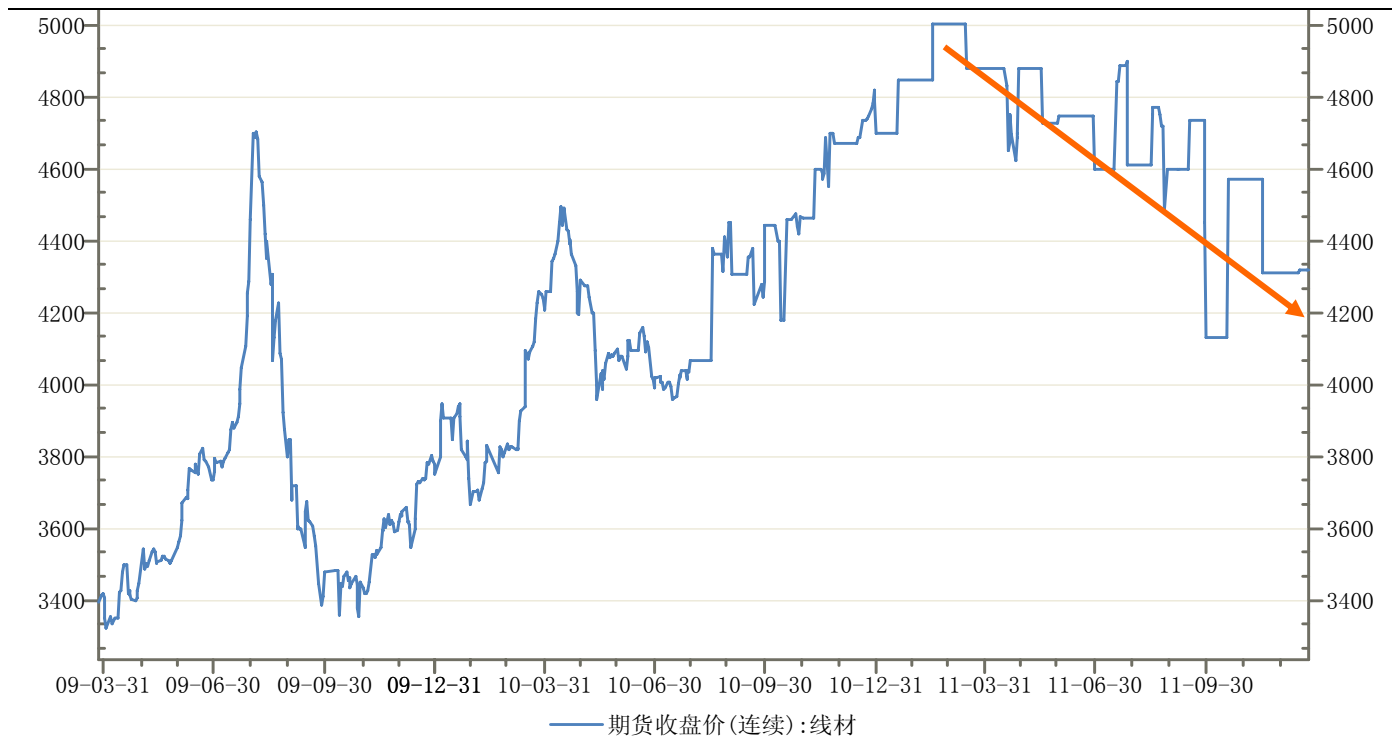
需求旺盛的行业，议价能力相对较强，环保锅炉及水电设备行业可能受益更为明显。

图 26：螺纹钢期货价格走势



资料来源：Wind

图 27：螺纹钢期货价格走势



资料来源：Wind

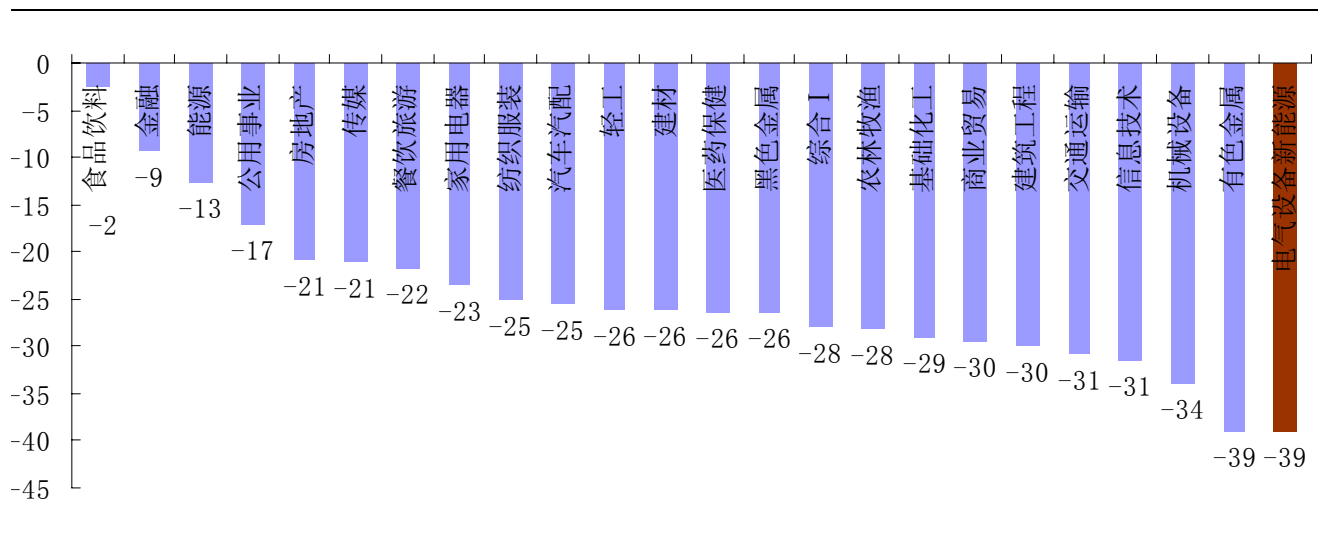


八、行业估值及投资建议

受多重因素影响，行业 2011 年下跌 39%，跌幅最大，行业的估值水平也出现了大幅度下移，行业整体动态市盈率为 24 倍，相对于 A 股其他板块的估值也下移。

电网及新能源领域可能成为国家刺激经济的领域，看好智能电网、节能减排、光伏逆变器、水电设备、特高压。考虑到行业估值水平大幅下移，以及未来宏观经济下行后电网及新能源领域可能成为国家刺激经济的领域，此外原材料价格回落使得行业盈利能源在明年 1-2 季度触底回升，综合以上我们给与行业“谨慎看好”的投资评级。重点关注智能电网、节能减排、光伏逆变器、水电设备、特高压。重点推荐国电南瑞（600406）合康变频(300048)、四方股份(601126)、科华恒盛(002335)、荣信股份（002123）、综艺股份（600770）、汇川技术（300124）、东方电气（600875）、浙富股份（002266）、许继电气（600089）、阳光电源（300274）、置信电气（600517）、平高电气（600312）。。

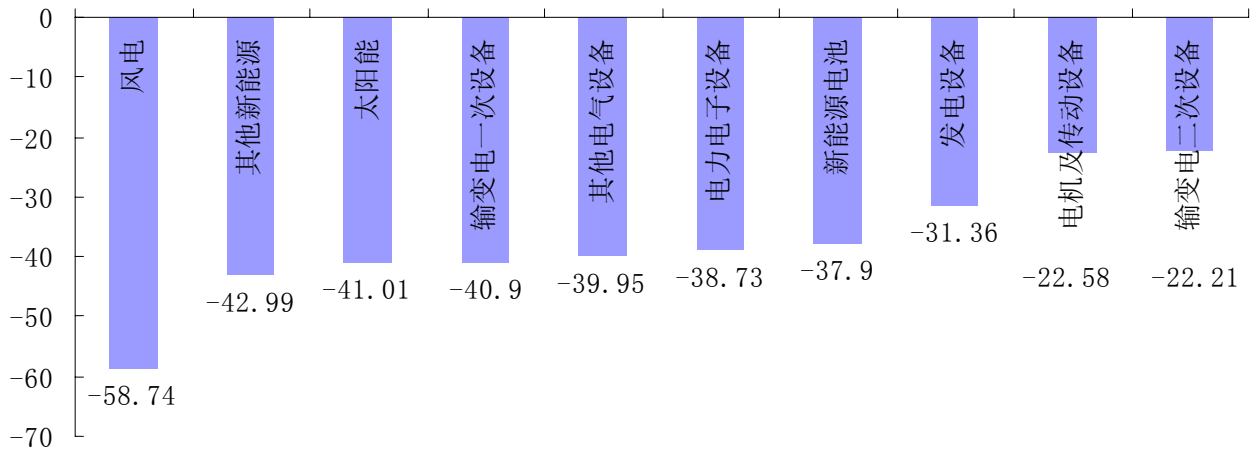
图 28：年初至今各板块涨跌幅（根据国信行业）



资料来源：Wind



图29：年初至今电气设备细分行业涨跌幅



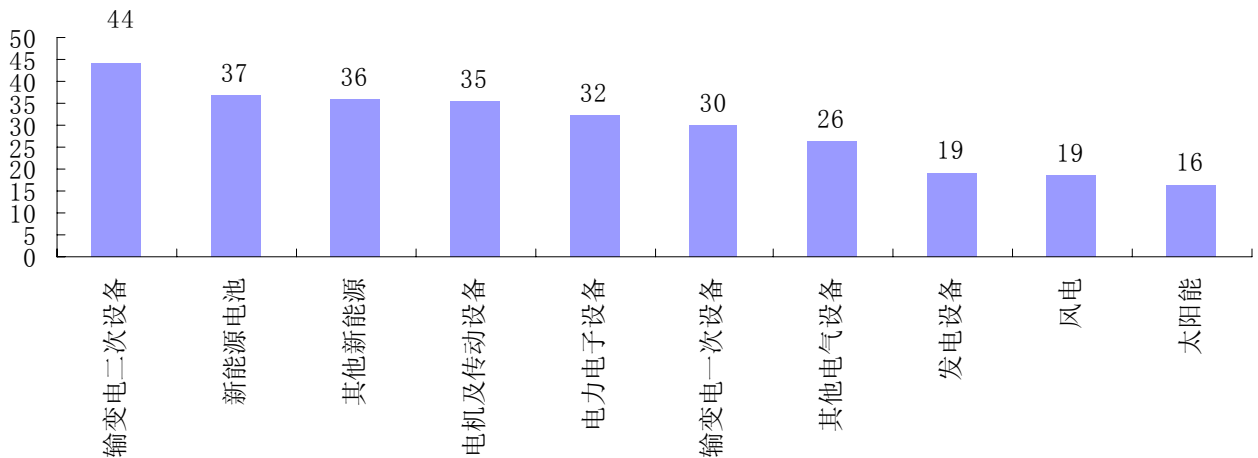
资料来源：Wind

图 30：行业估值比较（根据国信行业）



资料来源：Wind

图 31：电气设备细分行业估值比较（根据国信行业）



资料来源：Wind



九、重点公司推荐

国电南瑞（600406）——智能电网最大受益者，南瑞继保有望注入

- **智能变电站未来有望提速。**变电站自动化系统是公司的第二大业务，占公司业务的 30%左右。国网计划“十二五”新建 5000 座智能变电站，目前受到技术标准不统一，智能变电站尚未大规模开建，今年该业务的增速低于预期，我们预计明年标准有望统一，开始大规模建设，该业务增速有望加快。
- **配网自动化业务有望持续高增长。**公司配网自动化业务近两年快速增长，占公司收入比例达到 15%左右，公司在配网自动化领域竞争实力较强，参加国家电网多个省市的试点。配网自动化在我国处在起步阶段，国内城市配网馈线自动化率不足 10%，目前国外配网自动化的比例达到 60%-70%。按照平均每个城市投资主站 5000 万，采集终端覆盖 2 万个，每个采集终端 2 万元测算，每个城市配网自动化总投资在 4.5 亿左右。从长期看，一旦大城市试点成功，势必向二、三级城市推广，未来可能进一步深入到县的级别，市场空间广大。
- **智能充电站有望爆发式增长。**根据最新官方表述，国家电网公司在未来五年新建电动汽车充换电站 2900 多座和充电桩 54 万个，按照新的建设规模，预测电动汽车充电设施投资在 600 亿元左右。公司参加国家电网多个省市的试点，是该领域的龙头，未来该领域的增长可期。
- **南瑞继保有望注入上市公司。**公司控股东南瑞集团、实际控制人国家电网承诺在一定时期内通过资产整合解决关联交易、同业竞争问题。我们认为最有希望先注入的是南瑞继保，因为其同业竞争最为明显，目前南瑞集团拥有 80%的股权，南瑞继保在电网变电站自动化和保护中市场份额位居第一，公司收入规模在 30 亿左右，基本与公司的收入规模持平，注入后有望明显增厚公司每股收益。
- **盈利预测及投资评级：**预计公司 2011-2012 年业绩分别为 0.80、1.36（各年业绩均考虑了增值税返还），对应目前市盈率为 40、24 倍，给予“增持”的投资评级。

合康变频(300048) 高压龙头地位进一步提升，低压战略值得期待

- **市场份额有望进一步提升。**公司市场份额从 2008 年的 10%左右提升到目前的 20%左右，跃居内资市场份额第一，随着公司产能瓶颈的解决以及新的产品战略，未来可能超过施耐德高压变频器事业部（原利德华福），跃居行业第一。
- **高压变频器行业增速仍值得期待。**高压变频器主要应用于大型工矿企业，节能



的能效要高于优于工艺流程，而“十二五”节能减排的压力较大，此外随着能源价格的上涨，企业应用高压变频器节能的效益越来越明显，回收期只有 1-2 年，企业改造动力较强，而目前电机变频器改造只有 30%左右，未来新增及存量改造市场空间仍较大，预计未来 5 年内仍将保持 30%-40%的高增速。宏观经济下调可能影响增量市场，但行业内涉及很多存量改造，仍可以支持行业的快速增长。此外，高压变频器主要面对的大型工矿企业，企业资金实力较强，在目前紧缩的状况下，对企业的购买意愿影响有限。

- **高性能变频器进入业绩收获期。**预计 2011 年~2013 年，随着大容量同步矿井提升机通过验收并展开市场推广，高性能高压变频器将维持快速增长，预计 2011 年确认收入 1 亿左右，2012 年有望确认 1.5 亿。由于同步机的生产者较少，短期难以有新进入者，销售将使得高毛利率的维持成为可能，预计近三年高性能高压变频器毛利率维持在 60%以上，高薪能变平器将开始为公司大规模贡献利润。
- **进军低压变频器市场，市场潜力巨大。**公司进军低压变频器市场，目前已经实现了销售，主要来源于原有客户交叉销售，预计全年实现销售收入 3000-5000 万元，预计 2012 年收入超过 1 亿元，公司在该领域的目标是进入中低压国产品牌前 3 名。
- **防爆变频器具备市场及技术优势。**公司在矿山领域的绝对领先优势，使得公司向高压矿用防爆变频器市场进军奠定了良好的技术和市场基础。而随着煤矿安全重要性日益增强，防爆变频器的市场需求将快速增长。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年业绩分别为 0.64、0.88 元，对应目前市盈率为 26、19 倍，考虑到变频器行业正处于景气周期以及公司积极推进低压变频器策略，给予公司“增持”的投资评级。
- **投资风险。**高压变频器行业下游客户多为电力、采掘、石油石化、冶金、水泥等重工业，宏观经济的不景气可能会影响其采购意愿；行业竞争激烈，导致产品价格下降、毛利率下滑；高性能变频器推广不如预期；低压变频器市场拓展低于预期。

四方股份(601126) 智能变电站建设最敏感的标底，业务全面开花

- **智能变电站建设最敏感的标底：**继电保护及变电站自动化系统作为公司的核心产品，主要应用于电网的变电环节，是智能化投资的重要环节之一。在今年国家电网公司前三次集中招标中，在所有设备厂商排名中继续保持第二位。目前受到技术标准不完全统一，智能变电站尚未大规模开建，我们预计明年标准有望统一，开始大规模建设。公司 70%的业务来自于此，是二次设备企业中对智能变电站建设规模最敏感的企业，届时公司业绩有望爆发式增长。



- **配网自动化业务潜力巨大：**在智能电网领域，除了继电保护及变电站自动化外，公司在配网自动化领域竞争实力较强，公司中标长沙项目，是国家电网试点的19个城市之一。配网自动化在我国处在起步阶段，国内城市配网馈线自动化率不足10%，目前国外配网自动化的比例达到60%-70%。按照平均每个城市投资主站5000万，采集终端覆盖2万个，每个采集终端2万元测算，每个城市配网自动化总投资在4.5亿左右。从长期看，一旦大城市试点成功，势必向二、三级城市推广，未来可能进一步深入到县的级别，市场空间广大。公司作为该领域技术成熟的核心企业之一将受益于此，公司该业务目前处于起步阶段，未来有望爆发式增长，成为公司的核心业务之一。
- **与ABB合作抢占中国直流市场：**公司与ABB中国成立合资公司，合资公司将专注于提供全套高压直流（HVDC）输电解决方案，包括生产换流阀、控制和保护系统等关键设备，其中公司和ABB各占50%，由ABB并表。ABB拥有世界领先的换流阀生产技术，合资公司在中国直流市场前景广阔。
- **发电厂自动化有望快速增长。**公司积极拓展电厂自动化业务，水电厂继电保护和自动化产品增速较快。前几年国家停批水电站影响了该领域的投资速度，目前国家已经开始重新放开常规水电站的核准，预计未来几年水电项目较多，公司该领域有望较快增长。
- **积极拓展工矿企业自动化。**公司积极开拓电网外的风电升压站、冶金钢铁、石油石化、化工、煤炭、地铁及交通等工矿企业的电力自动化业务。随着国内厂矿企业的产量的增长，工矿企业的电力设备改造与新建项目需求将增长，公司在该领域有望较快增长。
- **盈利预测及投资评级：**我们预计公司2011-2013年业绩分别为0.55、0.75、0.99元（各年业绩均考虑了增值税返还），对应目前市盈率为35、25、20倍，在二次设备中估值并不算高，公司积极拓展海外市场、工矿企业、电厂业务，这不仅增加公司业务的增长点，也降低对国家电网的依赖程度，考虑到智能电网未来5-10年投资较为明确，给予“增持”的投资评级。
- **投资风险。**公司70%以上的业务来自于电网，电网投资的减慢对公司业绩影响较大。

浙富股份（002266）——水电、抽水蓄能投资加快最敏感标底

- 从国内水电规划看，水电未来5年可能又一次进入黄金周期以及海外需求的旺盛，我们看好水电设备制造商的业绩前景。
- 公司主要集中在中小型水电设备制造，具备较强的竞争力，作为民营企业非常看好其拓展海外市场的能力。
- 抽水蓄能电站2020年规划装机目标将大幅提升，原计划约为5000万千瓦，



实际上有望提升到 1 亿千瓦，年均市场空间巨大。公司尚未中标抽水蓄能项目，但公司有过分包经验，期待第三次抽水蓄能招标中公司能有所中标

- **盈利预测及投资评级。**预计 2011-2012 年公司每股收益为 0.49 元和 0.76 元，对应目前 PE 分别为 32 倍、21 倍，给与“增持”的投资评级。

荣信股份（002266）电力电子龙头，节能减排先锋，新产品储备丰富

- **下半年订单增速提速，明年业绩增速有望重回 30%的水平。**公司上半年订单增速约 10%左右，低于市场预期，这也是造成公司今年业绩低于预期的重要原因之一。三、四季度公司订单增长较快，我们预计全年公司订单增速重回 30%的水平，而今年的订单增长将保证公司明年业绩高增长。
- **电能质量管理仍有望维持稳定增速。**公司电能质量管理的主要产品为 SVC，SVG，目前 SVG 市场增速快于 SVC，尤其是在小容量领域，SVG 对 SVC 的替代明显，而单位容量价格高出 30%，使得无功补偿领域的总体容量增大，部分弥补了量的增速降低的影响。此外，公司 SVG 在电网的订单增长也较快以及海外市场的拓展，也将提升公司在该领域的增速。受到宏观经济下行影响，预计该项业务增速将有所降低，但仍能维持在 15%-20%之间的高增长。
- **西气东输明年有望获得合同，长期可持续增长，高端产品研发持续推进。**公司是西气东输压气站电机驱动变频系统国产化攻关的 2 家入围企业之一，明年有望获得 3-4 个定单，单套按照 2000 万计算，预计合同在 6000-8000 万左右，是高压变频器的核心增长点之一。西气东输属于我国长期规划，随着公司产品的成熟公司的市场份额逐步提高，该部分的贡献量进一步提升。此外，公司储备 LNG 液化用更高容量的变频器，LNG 应用 56000KV 的，高于西气东输的 25000KV，技术难度更高，未来也有望实现进口替代。LNG 的市场空间广大，如果能够实现进口替代，未来该部分也将成为公司的核心盈利贡献点。
- **串补成立合资公司，明年有望再次贡献合同，重燃市场对该业务的信心：**串补在特高压交流、500KV 交流输变电工程方面都具有广阔的市场空间，每条 500KV 线路的串补设备投资都在 1 个亿以上。荣信股份和西门子组成联合体为云南电网 500kV 德宏至博尚至墨江双回线串补工程提供了串补成套设备，合同金额 1.44 亿元，去年已经完成了收入确认。目前荣信股份跟西门子成立合资公司，西门子将串补业务都放入这个公司来做，未来在海外市场及南网都有很好的市场前景，明年有望再次为公司贡献合同，将重燃市场对公司该业务的信心。
- **公司推进矿井安全自动化与节能整体解决方案，大力发展煤矿市场。**公司推进矿井安全自动化与节能整体解决方案，包括矿井上及矿井下全系列业务，



主要产品包括 SVG、SVC、高压变频、防暴变频器、防暴 SVG、防暴软启动、智能瓦斯（MBAZ）。以煤炭为主的能源结构短期无法改变，我国大型煤矿开采成为趋势，煤矿安全日趋受到重视，公司推出的整体解决方案有望更大程度的占领煤炭领域的市场。该部分今年收入在 6000-7000 万左右，我们预计明年有望达到 1.5 亿左右，弥补其他行业增速的下滑。

- **轻型直流输电值得看好：**2011 年 4 月，由公司完全自主研发的国内首条商运轻型直流输电系统在中海石油文昌油田群投运成功，公司是国内仅有的两家有轻型直流输电工程履历的企业之一，轻型直流未来将广泛用于海上风电输出、石油钻井平台改造、孤岛供电、城市输电等领域，除了石油钻井平台改造、孤岛供电等领域外，公司有望获得城市轻型直流输电试点项目。
- **有望受益“人造太阳”巨大工程。**国际热核聚变实验反应堆（ITER），是目前规模最大的国际科技合作项目，由中国、欧盟、美国、日本等 7 方参与，共涉及 33 个国家，选址在法国南部的城市卡达拉舍(Cadarache)。2008 年开始，ITER 计划进入正式实施阶段，在今后漫长的 35 年里，这个被俗称为“人造太阳”的实验将耗资 100 亿欧元以上。中国需要承担 ITER 即“人造太阳”总工程量的 9%，涉及到超导、电源、包层、遥控技术和加料系统五大领域。其中，无功补偿及脉冲电源正是公司的目标，公司早于 2007 年底就正式成立了 ITER 项目部，并与曾经为 ITER 项目组织制作过整流器样机、拥有众多的产品和专家的意大利安萨尔多公司开展了全面的合作，明年有望获得订单。
- **光伏逆变器看好长期发展。**今年受到国际环境的影响，订单低于预期。目前多晶硅价格持续走低，组件及电池环节价格也在逐步走低，光伏发电的成本持续降低，目前国内某些地区已经有望实现与商业用电平价上网，各方建设光伏发电的动力逐步增强，长期看光伏逆变器的前景十分广阔，长期看好公司该产品，有望成为公司核心产品之一。
- **新产品储备丰富，支持长期增长。**公司储备的新产品包括故障限流器 FCL、储能逆变器、固态开关、风电变流器，多数属于进口替代产品，其中部分已经进入到了产业化阶段，市场容量均较大，未来陆续成为公司的盈利贡献点，分别有望做到 3-5 亿规模。公司中期的收入目标是 50 亿，考虑到公司新产品储备较多，公司有望实现该目标，公司长期高增长可期。
- **宏观经济增速下行对公司有一定影响，但影响较弱。**公司目前贡献利润的核心产品主要是 SVC/SVG、高压变频、余热余压。高压变频及余热余压属于节能减排领域，占公司收入的 50%左右，节能减排“十二五”期间政府支持力度较大，政府给予节能补贴及税收优惠，而其投资回收期较短，企业改造动力较强，而目前存量改造空间较大，其增速受宏观经济下行影响较弱。SVG/SVC 主要为新建，但也存在一部分存量技改，可能受到一定的影响，公司海外市场拓展力度较大，将弥补一定国内市场增速的下滑。此外，公司新



领域在明年可能有望取得较大突破，如轻型直流输电、串联补偿等产品。综合来看宏观经济下行对公司业绩总体影响有限，公司具备一定的防御性。

- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.66、0.91 元，对应市盈率分别为 27、20 倍，在电力电子行业估值处于较低水平，考虑到公司是电力电子龙头，技术领先，目前储备和正在研发的新产品很多，支持公司长期高增速，我们给予“增持”的投资评级。
- **投资风险。**公司下游客户多为冶金、电力、采掘、石油石化、水泥等重工业，受宏观经济变动影响较大，宏观经济的不景气可能会影响其采购意愿；公司目前很多新产品尚在产业化初期，未来市场拓展情况仍需进一步观察。

阳光电源（300274）——光伏逆变器龙头，受益于国内光伏市场快速增长

- **产品在行业内领先。**公司大功率光伏逆变器产品的转换效率达到 98.5%，最大功率跟踪效率 MPPT 达到 99.9%，在业内领先。公司 2010 年的国内市场占有率高达 42.8%，稳居市场第一，预计未来龙头地位仍将保持。
- **行业处于高成长初期。**未来 5 年国内光伏新增装机需求复合增长率将有望超过 50%，公司在行业的龙头地位将促使公司在未来继续高速增长。
- **盈利预测与估值：**我们预计，公司 2011 年到 2013 年 EPS 为 1.02 元，1.51 元和 2.01 元，对应市盈率分别为 27、18、14 倍。考虑到公司所在的国内市场增速在未来 5-10 都将保持在高位，给予“买入”的投资评级。
- **合同增长较快，2012 年高增长有保障：**2011 年上半年，公司新签合同额 4.75 亿元，比去年同期增长 90%，主要增长来自于永磁开关和故障指示器，均为高毛利率产品，未来贡献利润可观。故障指示器交货较快，预计 2011 年即可产生利润；永磁开关交货周期较长，预计将于 2012 年贡献利润。

北京科锐（002350）——受益农网改造，永磁开关潜力巨大

- **模块化变电站推动永磁机构开关快速增长：**公司永磁机构真空开关设备包括柱上开关、永磁开关和模块化变电站等产品。永磁机构开关得益于模块化变电站的快速增长，今年合同量成几倍增长。公司模块化变电站已经做到 110KV，在丘陵地区、高原地区较受欢迎，随着城市用地的紧张，未来有望向城市大规模推广。
- **永磁机构开关产品潜力巨大：**目前公司永磁机构开关的销售主要靠模块化变电站和柱上开关带动，单独销售的规模尚小。永磁开关具备故障率低、寿命长、免维护等诸多优越性能，性价比高。随着公司市场开拓的进一步深入以及客户



对永磁开关产品的逐渐认可，永磁开关产品将会逐渐成为市场的主流产品。如果永磁开关市场导入的进程能够持续推进，公司在永磁开关领域将会迎来更大的发展机会和成长空间。永磁开关大规模市场导入的影响因素主要有两个：第一，永磁开关技术完全成熟并得以在全行业推广；第二，行业用户累积一定的永磁开关使用记录后开始全面采购永磁开关。一旦上述两个因素发生突破性的变化，永磁开关行业的快速增长是可以预期的。

- **故障指示器保持快速增长：**公司故障指示器具备故障指示、通讯的功能，受到客户的欢迎，在发达城市很受欢迎，市场占有率在 40%左右，目前正处在高速增长期。未来公司致力于为客户提供一套故障解决方案，进一步提高产品竞争力。
- **智能环网柜有望平稳增长：**公司智能环网柜具备小型化、智能化的特征，智能化比例远高于行业平均水平，是未来配网自动化的核心产品之一，随着智能电网的推广面临良好的发展前景，有望保持 20%左右的增速。
- **变电站处于业绩低谷，非晶合金变压器未来增长潜力较大：**目前公司箱式变电站处于业绩低点，受铜、硅钢价格的影响毛利率大幅下滑，毛利率水平不到 10%，考虑到三项费用基本处于亏损状态，这不符合行业发展规律，随着竞争激烈部分中小企业将被淘汰出局，有利于这个行业盈利能力的回升，我们预计未来公司该业务盈利能力将逐步恢复，带动公司业绩增长。受制于国内非晶带材产量有限影响，非晶合金变压器仍未大规模推广，一旦安泰科技的非晶带材产量放量，国网将大规模推进非晶合金变压器，公司是北京市非晶产业联盟成员之一（包含安泰科技），未来大规模推广后原材料较有保障，具备先发优势。
- **受益于农网改造投资：**公司的变压器、柱上开关、故障指示器、模块化变电站均适用于农网改造，根据今年 5 月国务院办公厅转发发改委通知要求，在“十二五”期间，新一轮农村电网改造升级工程将全面展开，农网改造将拉动公司业绩增长。
- **盈利预测及投资评级，**我们预计公司 2011-2012 年业绩分别为 0.55、0.92 元，对应目前市盈率为 33、20 倍，考虑到故障指示器和永磁机构开关处于业绩快速增长期，给予“增持”的投资评级。
- **投资风险。**公司主要客户为电网客户，电网投资持续低于预期将影响公司业绩；配网领域竞争越发激烈，公司盈利能力可能进一步下降。

三普药业(600869) 千亿战略目标，预打造电缆电子商务全产业链

- **电缆企业龙头，千亿战略目标。**公司拥有国内外先进的生产设备和检测设备 1 千多台（套），已成交联聚乙烯电缆最高电压等级达 500kV、架空导线最高



电压等级达 1000 kV，年产销能力超 150 亿元的规模，规划到 2020 年实现 1000 亿销售规模。

- **将打造电缆行业电子商务的全产业链。**公司成立江苏远东电缆买卖宝有限公司，具体经营以下三大业务：一、是打造全球电缆行业门户网站—电缆网，为用户提供业内最全面、最及时、最专业的信息资讯；二是创建全球首个电缆交易平台—电缆买卖宝，为电缆买卖双方提供专业的电子商务服务平台；三是创建全球首个电缆材料交易平台—中国电缆材料交易所，构建铜、铝、塑料、橡胶等商品连续现货交易平台。公司电缆行业电子商务的全产业链战略将改变行业的竞争格局，进一步增强公司在行业的话语权，改变了公司传统的盈利模式，为公司高速增长注入了新的动力。我们看好公司电缆买卖宝业务的长期发展，未来将可能成为公司核心利润点，是公司实现千亿销售的重要组成部分。
- **碳纤维复合导线市场前景广阔：**公司碳纤维复合导线今年上半年销售约 3000 多公里，开始量产，该产品毛利率在 40%以上，远高于传统电缆。公司已经实现了碳纤维芯棒的国产化，降低了生产成本，随着原材料的国产化成本将进一步降低，使得碳纤维复合导线的经济性凸现。国家电网目前推行节能环保力度增强，预计碳纤维复合导线未来 1-2 年需求井喷式增长，公司作为国内唯一实现量产的碳纤维复合导线企业，将受益于此。
- **定向增发项目有望快速产生利润：**公司增发主要投向于风电、核电与太阳能等新能源用特种电缆、智能电网超高压电缆、高强度节能环保型特种导线等五个项目。公司增发项目技术方面已经充分，公司已经拿到核电电缆的证书，风电电缆公司已经开始销售，占市场份额的 60%-70%，交联聚乙烯电缆最高电压等级达 500kV、架空导线最高电压等级达 1000 kV，增发项目有望快速产生利润。
- **盈利预测及投资评级：**预计公司 2011-2013 年业绩分别为 1.30、1.75、2.12 元，对应目前市盈率为 17、13、11 倍，具备估值优势，考虑到碳纤维复合导线市场广阔的前景以及公司电缆行业电子商务战略的实施，给予“增持”的投资评级。
- **投资风险。**碳纤维导线推广低于预期；电缆行业电子商务项目低于预期。

科华恒盛(002335)——UPS 龙头，进军新能源

- **进口替代，UPS 收入仍有望高速增长。**在 UPS 领域公司市场份额排名第一，占比约 10%左右，产品线覆盖全面，覆盖了大、中、小功率。目前 UPS 领域主要份额仍被外资占领，外资巨头艾默生、APC-MGE 和伊顿市场占有率近 60%。随着公司产品知名度提升及高端产品的增长，公司产品有望实现进口替代，逐步争夺外资市场份额。此外，公司积极拓展海外市场，目前海外收入占比约 20%



左右。考虑到进口替代以及海外市场的增长，公司营业收入增速远高于行业增速，我们预计公司在 UPS 领域仍有望维持 30%-40% 的高增长。

- **进军新能源，储备新的利润增长点。**公司重视研发投入，推出了风电双馈变频器、太阳能逆变器、风能控制系统电源设备等多项新能源产品。光伏逆变器是光伏系统核心功率调节器件，占据系统成本比例在 10-15% 之间，有较高的技术含量，目前全球龙头 SMA 占据市场份额达 40% 以上，第二梯队四个厂商合计占据 30% 以上市场，目前国内企业处于起步阶段，未来有望逐步实现进口替代。国内光伏市场目前保持年均 60% 以上的增速，随着光伏发电成本的逐步降低，预计 2014 年有望与工商业用电平价，政府补贴可以退出，企业自发建设行为可能兴起，国内光伏市场增速有望进一步加快。光伏逆变器是光伏产业链上技术含量较高的环节，国内技术储备充分的企业将充分受益。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益为 0.78、1.14，对应目前市盈率分别为 27、18 倍，在电力电子行业估值水平处于低位水平，考虑到 UPS 行业高景气度仍将维持且公司未来可能进入太阳能逆变器行业，给与公司“增持”的投资评级。
- **投资风险。**原材料价格超预期上涨；太阳能逆变器产品推出低于预期。

许继电气——产品线储备宽广，业绩增长点众多，资产注入预期明确

- **全面介入智能电网各主要环节：**主要产品包括数字化变电站试点、配网自动化、智能电表和用电信息采集系统、电动汽车充电设施、新能源发电联网控制等，随着智能电网投资进入实质性阶段，公司相关产品开始逐步释放业绩。
- **受益于特高压建设，直流输电业务增势强劲：**公司在直流输电业务领域技术领先，±800kv 云广线、±800kv 向上线、±660kv 宁东—山东线等直流输电工程进展顺利。公司在特高压直流保护和特高压换流阀领域占据半壁江山，十二五期间特高压直流规划明确，公司将充分受益于此，详见特高压部分分析。
- **电气化铁路建设增速值得期待：**公司拥有电气化铁路系统市场约一半份额，随着电气化铁路建设的提速以及城市轨道交通的大发展，轨道交通牵引供电系统的需求出现明显的增长未来几年将保持较高的增速。
- **集团资产注入值得期待：**2010 年 6 月初，公司发布了实际控制人变更为中国电科院的公告，为了解决关联交易和同业竞争问题，公司势必再次启动许继集团整体上市的工作。
- **投资建议：**在不考虑资产注入的情况下，预测 2010-2012 年每股收益分别为：0.5、0.75，对应目前 PE 水平分别为 60 倍和 40 倍，考虑到强烈的资产注入



预期以及公司产品线众多且各业务面临良好的增长空间，此外，公司股本较小对各业务的盈利较为敏感，也即存在爆发的可能性，给予“买入”的投资评级。

平高电气——特高压建设最为敏感的企业

- 公司的业务基本上均为开关类业务，而开关类产品在特高压建设中是占比最高的设备，公司的业绩对特高压建设投资敏感度较大，如果公司能够保持合理的盈利能力，业绩存在爆发的可能性。
- 公司的市值/收入的比例较小，主要由于公司本部的盈利能力较差，随着国网收购后的整顿，预计公司的管理能力有所提升，公司市值/收入的比例回升到正常水平。我们认为随着公司收入规模的提升以及盈利能力的提升，公司盈利提升空间较大。
- 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.1、0.30 和 0.45 元，对应目前 PE 水平分别为 128 倍、42 倍、28 倍，给与“增持”的投资评级。

十、 投资风险

- 国家新能源政策、智能电网等政策出现变化
- 行业竞争激烈，影响企业盈利能力

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。