

电气设备

评级: **增持** 前次: **增持**

分析师

分析师

刘江啸

S0740510120006

021-20315167

liujx@r.qlzq.com.cn

2012 年 2 月 12 日

2011 年度回顾与展望：坚持核电设备与高

端电网设备方向

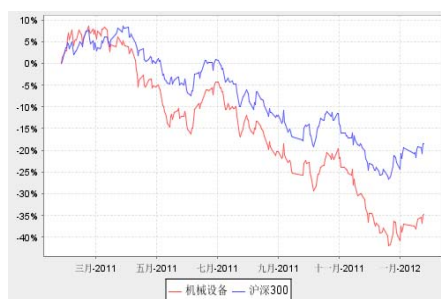
基本状况

上市公司数	75
行业总市值(百万元)	492232.69
行业流通市值(百万元)	373305.93

重点公司基本状况

公司	总股本 (亿股)	收盘价	EPS			P/E		评级
			2012E	2013E	13%12	2012E	2013E	
东方电气	20.04	23.25	1.85	2.03	9.29	12.54	11.47	买入
上海电气	128.24	5.50	0.34	0.40	18.30	16.31	13.79	增持
华西能源	1.67	16.50	0.98	1.22	21.29	16.84	13.49	买入
平高电气	8.19	8.19	0.20	0.37	47.43	41.57	22.44	增持
国电南瑞	10.50	32.07	1.24	1.61	34.14	25.31	19.15	买入
国电南自	6.35	8.25	0.55	0.73	12.76	15.10	11.26	买入

行业-市场走势对比



投资要点

- 回顾 2011 年国内主要电力设备制造，总体上已经恢复到历史最高景气度，大部分产品创出 2008 年金融危机导致经济受冲击、制造业景气度下滑以来的新高：
 - 2011 年全年发电设备产量达到 14738.79 万千瓦，虽创出历史新高，但是各主机产量增长已趋疲软。值得关注的是水电机组产量——自 2008 年产量下降以来出现转折。
 - 电网设备中配网开关与低压开关全年产量增长迅猛：高低压开关面板产量分别创出历史新高，高压开关面板产量同比增速高达 30% 以上，而低压开关面板年产量同比增速近 100%！
 - 变压器、电力电缆等电网设备年产量同比保持微弱增长，而与经济密切相关的交流电动机产量同比虽依旧增长，但增速已经连续 7 个季度下滑；至于绝缘制品则首次出现产量下滑，反映出经济增长已然放缓的现实。
- 我们认为发电设备产量创出新高源自经济发展对电力的刚性需求上升推动，而海外订单、2010 年工业用电增速迅猛反弹导致用电需求预期上升，是 2011 年发电设备产量创出历史新高的重要推手。水电机组产量增长则很好理解——投建大量水电站扩容自身水电装机容量是各个电力集团近十年来不变的选择。风电设备 2012 年预计将陷入衰退，在没有彻底解决并网难题之前，风电整机制造将不复以往的风光。我们预计，发电设备制造的高景气度还将延续，虽然火电设备制造由于投资下降和海外交付延缓存在一定不确定性，但是国内经济长期发展趋势以及居民生活水平的提升决定电力新增需求将推动和维持发电设备制造的景气度。
- 发电设备制造中我们重点提示核电设备制造的景气度：现有已经核准在建核电站项目设备基本将在“十二五”期间交付，但这仅仅是核准项目的前期，如果按照项目设计总量来看，后续工程所需设备量基本等于前期设备量，因此，所谓核电成套设备在经历 2012~2012 年的交付高峰后将陷于停滞的判断，值得反思。我们认为，以目前已知的电源种类而言，能够承担起替代火电重任的只能是核电，一旦放开新项目审核，将会对短中长期核电设备制造皆构成现实利好。
- 受益于电源扩张、城市化与产能西迁，电网设备继续维持景气状态。突出表现的是高低压开关面板的产量暴增。对此我们的解释是电源扩张，以及长距离输电的客观需求将促使超特高压输变电设备的需求保持旺盛；而配网扩张与城农网改造将继续形成对配网设备的新增需求。

- 与电网扩张相关的重要电网设备——电力自动化设备的研制，虽没有直观的产量统计数据，以我们的观察与跟踪，2011 年处在扩张初期：预期的统一坚强智能电网建设的第一阶段——配网智能化并没有如大家所望的大规模展开，对此我们的理解是：（1）智能电网的建设将先由基础研发与构架试验开始，在没有制定出具体的定义与标准之前，大规模展开的预期是不现实的；（2）电网智能化是渐进式的，这包括技术的发展是渐进式的，电网建设也是渐进式的，资本市场所期待的爆发式增长往往不切合产业的实际。我们预计，2012 年配网改造与农网改造的推行将成为电力自动化设备制造的高景气起点。
- 遵循我们对核电设备、电网超特高压主设备、配网设备、电力自动化设备的看好的判断，继续维持对东方电气、上海电气（H 股）、国电南瑞、平高电气、国电南自的推荐。



内容目录

传统电源设备产量创出新高，景气度或将持续	- 5 -
2011 年发电设备口径制造量创新高	- 5 -
火电设备制造见顶，回落幅度有限	- 5 -
水电设备制造突显尖峰	- 7 -
脱网、弃风严重制约风电装机增长，行业入冬	- 8 -
配网设备成为输变电设备制造中的靓丽风景	- 9 -
变压器沉重依旧	- 9 -
开关风光无限	- 9 -
电力电缆平缓增长	- 10 -
电力自动化设备强者成王	- 11 -
其他电气设备制造景气度与经济同步回落	- 11 -
弱势中继续追求结构化机会	- 12 -
以投资总量增长追求整体行业机会的时代已经远去	- 12 -
产业与经济发展规律揭示结构化机会	- 13 -
自然禀赋特征促成结构化转变	- 13 -
火电投资下降或孕育未来缺电窘境	- 14 -
核电设备、电网设备将继续是选择的方向	- 14 -



图表目录

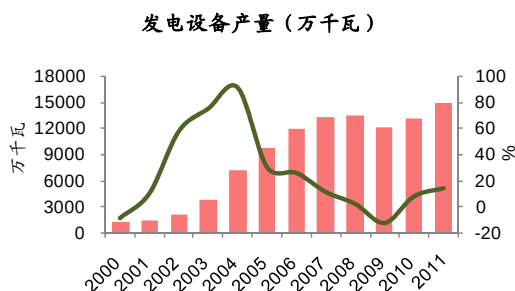
图表 1: 发电设备历史产量及增速.....	- 5 -
图表 2: 发电设备季度累计产量及增速	- 5 -
图表 3: 电站锅炉产量及增速.....	- 6 -
图表 4: 电站汽轮机产量及其增速.....	- 6 -
图表 5: 汽轮发电机组产量及其增速	- 6 -
图表 6: 火电电源新增量、小时数及投资额	- 6 -
图表 7: 2011 年装机结构	- 7 -
图表 8: 2011 年发电量结构.....	- 7 -
图表 9: 预期 2020 年装机结构	- 7 -
图表 10: 预期 2020 年发电量结构.....	- 7 -
图表 11: 水电装机容量及增速.....	- 8 -
图表 12: 水轮发电机组产量及增速.....	- 8 -
图表 13: 风电并网装机容量及增速.....	- 8 -
图表 14: 发电量、风电投资额与小时数	- 8 -
图表 15: 变压器季度累计产量及同比增速.....	- 9 -
图表 16: 高压开关面板产量及增速.....	- 10 -
图表 17: 高压开关面板季度累计产量及同比增速	- 10 -
图表 18: 低压开关面板产量及增速.....	- 10 -
图表 19: 低压开关面板季度累计产量及同比增速	- 10 -
图表 20: 中国近年来城市化进程	- 11 -
图表 21: 电力电缆产量及增速.....	- 11 -
图表 22: 交流电动机产量及增速	- 12 -
图表 23: 交流电动机季度累计产量及累计增速.....	- 12 -
图表 24: 绝缘制品产量及增速.....	- 12 -
图表 25: 绝缘制品季度累计产量及同比增速	- 12 -
图表 26: 电力建设总投资	- 13 -
图表 27: 电源建设投资与电网建设投资	- 13 -
图表 28: 不同电源种类投资额.....	- 14 -
图表 29: 不同电源种类装机容量增速	- 14 -

传统电源设备产量创出新高，景气度或将持续

2011 年发电设备口径制造量创新高

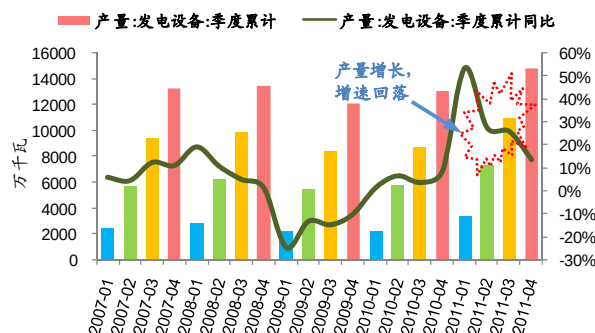
- 2011 年国内发电设备口径年产量达到 14738.79 万千瓦，创出年度产量新高；我们认为，经济发展所需之电力刚性需求，以及居民生活水平提升形成的新增电力需求是支撑发电设备产量稳定在历史高位的根本原因。
- 快速攀升的煤炭价格使得发电集团新建机组的热情下降，叠加 2008 年金融危机形成经济快速滑落导致用电需求增长下降的预期，使得 2009、2010 年发电设备产量下降，以至于在形成缺电预期情形下，2010 年下半年到 2011 年上半年应急投放机组，导致 2011 年发电设备制造量创出新高；同时，新能源装机占比的政策性约束使得水电装机增长回复，产量回升对发电设备口径产量升至历史新高产生额外贡献。

图表 1：发电设备历史产量及增速



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：发电设备季度累计产量及增速



来源：齐鲁证券研究所

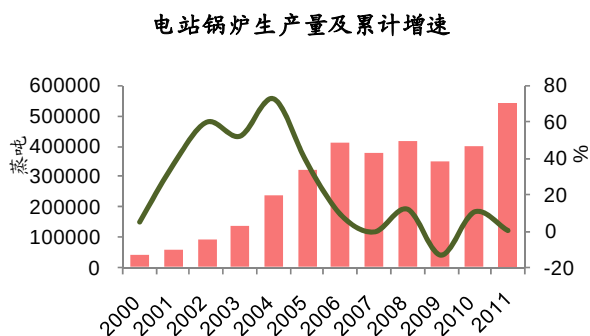
- 值得关注的是，在 1 季度发电设备产量增速达到阶段性高点后，2011 年后三季度产量增速呈现逐季下滑的情形；我们的解释是，设备厂家在观察到下游客户，尤其是火电厂持续亏损后担心其就此丧失产能扩张能力，出于平滑产能释放的目的，主动调节排产量。我们预计 2012 年设备厂商将继续针对火电设备进行排产调节。
- 由上述现实与推测我们判断，2012 年发电设备产量整体上将继续保持高位，增速下降但尚不至于出现 2008~2009 年的谷底状况，发电设备制造的高景气度还在。

火电设备制造见顶，回落幅度有限

- 在火、水、风、核四大支撑电源中，火电的支撑作用与能力最佳；但是，连年亏损导致火电厂继续扩张火电规模的能力受限。
- 在经历数年高煤价的压迫下，尽管苏南地区火电厂由于机组成色新，自动化程度高，利用小时数高，火电厂并未出现严重亏损状况，但是，高煤价的确攫取了火电厂几乎全部利润；而 2007 年以来为发展电源而准许的高杠杆火电建设的财务原则，又限制住了火电厂直接融资的能力。
- 或许只有降煤价、实行即时煤电联动才能重建发展能力，否则，一旦出

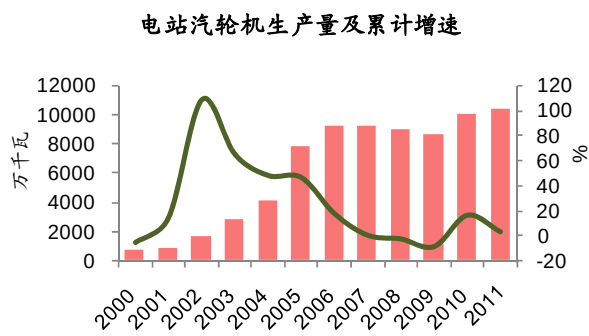
现电荒，我们仍将重蹈电源储备捉襟见肘的窘境。

图表 3：电站锅炉产量及增速



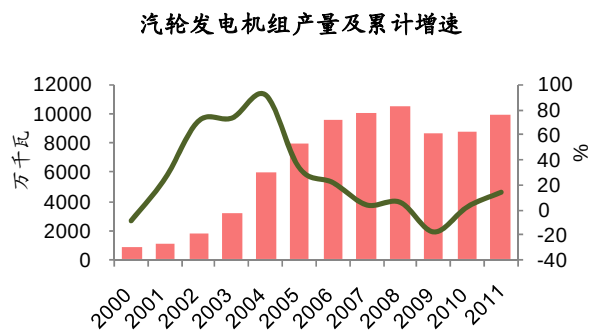
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：电站汽轮机产量及其增速



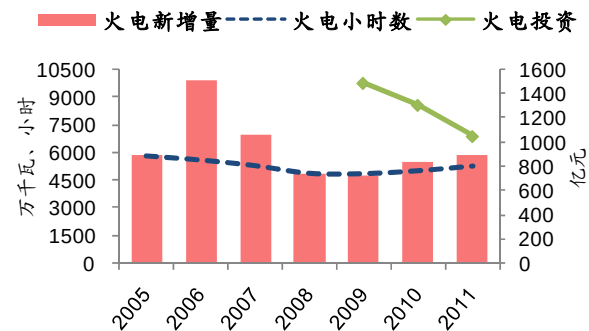
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：汽轮发电机组产量及其增速



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：火电电源新增量、小时数及投资额

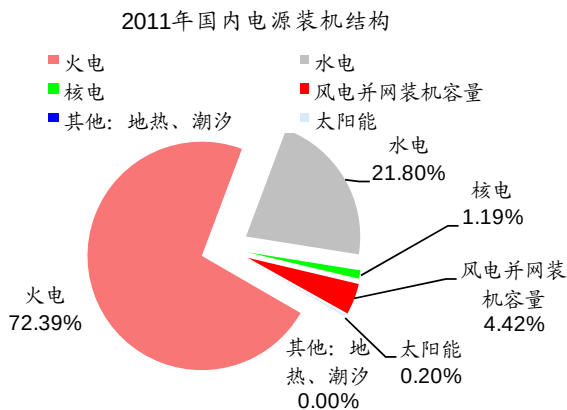


来源：齐鲁证券研究所

- 在亏损情形下，如果出现经济复苏或者其他情形导致的用电需求上升，则除了再次、多次实施煤电联动之外，可能没有任何方法抵消由于亏损和丧失融投资能力所带来的火电扩容能力缺失！
- 尽管诸多层面在强调水电、核电、风电以及新能源的替代作用，以我们的观察和计算，在未来两年，乃至今后的 3~5 年内，核电新增装机量尚不足以使我们能够摆脱火电；至于风电，大规模上网导致的传输电网稳定性缺失问题，预计在今后 2~3 年内不会被解决；而水电，面对长枯短丰、多级开发导致的流域内发不足与用水、环境治理的矛盾，使得其供电效率下为降低；因此，我们断定，未来 5~10 年内，国内经济将离不开火电的支撑！
- 在上述认识基础上，我们以为，短期内火电电源建设上的波折并不能改变长期火电建设的趋势，由此，在 2011 年火电设备产量创出历史新高后，国内火电建设仍将继续维持较高景气度。
- 至于海外订单，我们认为，印度等国短期内由于经济不景气导致的新增装机意愿退缩不能作为推断其今后装机容量停滞的论据。正在膨胀的人口、低下的电力基础设施与供电能力、分散管理体制决定了上述国家在

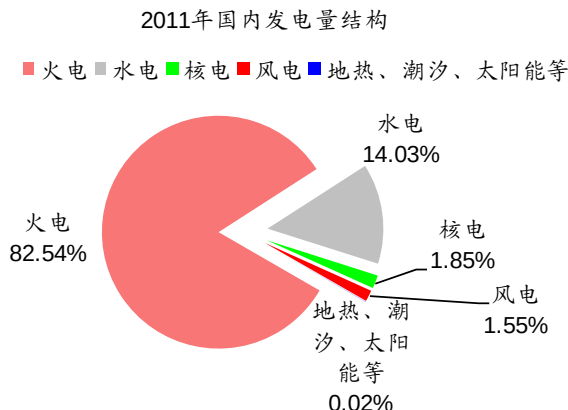
发展火电装机方面具备长期性和不可逆性；而严重缺乏装备制造能力迫使上述国家转向中国寻求最具经济性的电源装备供应。由此，我们预计，国内电源装备制造厂家的海外订单量未来仍将稳步增长，构成对自身制造量的有效补充。

图表 7：2011 年装机结构



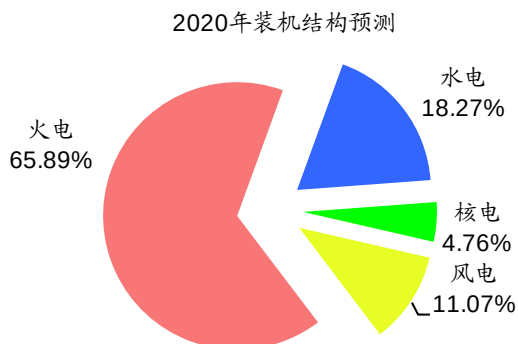
来源：齐鲁证券研究所

图表 8：2011 年发电量结构



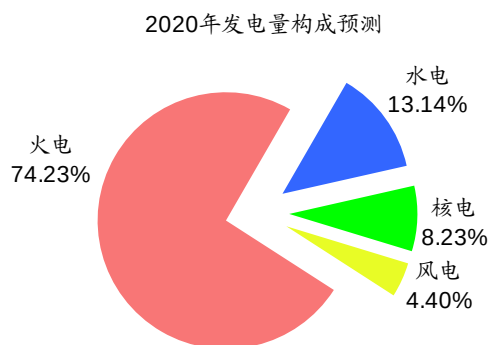
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：预期 2020 年装机结构



来源：齐鲁证券研究所

图表 10：预期 2020 年发电量结构

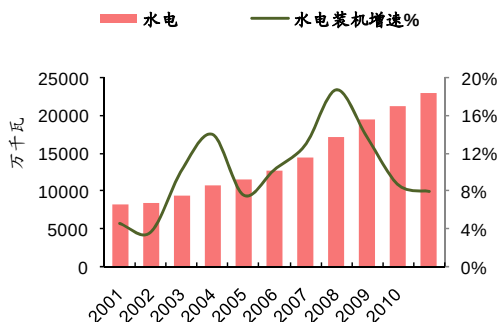


来源：齐鲁证券研究所

水电设备制造突显尖峰

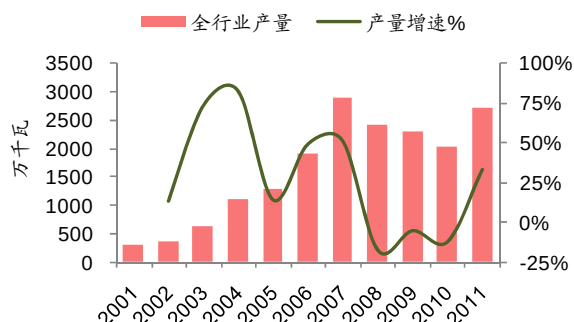
- 水轮发电机组累计产量增速在经历了三年的负增长之后，2011 年增速突然上窜至 32%以上。
- 在三峡完成装机之后，多座大型水电站即将于今后 1~2 年间投运；加上已经预定的多个流域梯级开发计划，我们预计水电机组产量在 2011 年增速快速回升的基础上，有望继续保持较高增速。
- 如果上述预期能够实现，将对主力电源装备制造形成良好的生产负荷补充。
- 从大型发电集团规模扩张的角度，选择水电装机容量增长作为可有效上网的可再生能源装机组成，能够实现其增加可再生能源装机的最快和最现实手段，保障其总装机容量增长目标的实现。

图表 11: 水电装机容量及增速



来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 水轮发电机组产量及增速

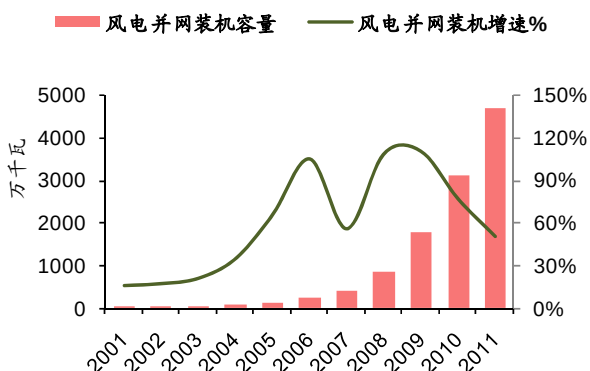


来源: 齐鲁证券研究所

脱网、弃风严重制约风电装机增长，行业入冬

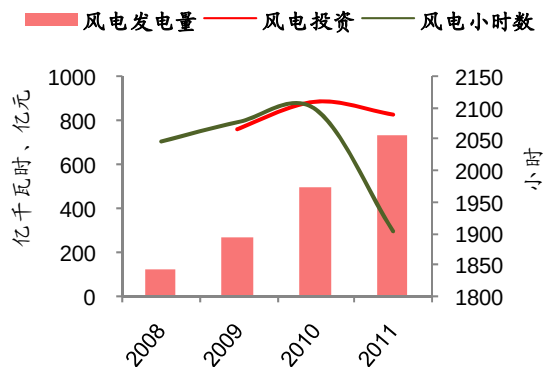
- 并网与稳定运行难题遏制了风电装机总量快速增长势头；2011 年，风电并网装机容量继续上行，但增速急速下降，更有甚者，年利用小时数减少 200 小时，风电场运行经济效益恶化。
- 2011 年上半年，全系统风机脱网 35 次，脱网风机 3848 台/次。大型事故 6 次。其中西北 4.25 事故损失 153.65 万千瓦，脱网机组达 1278 台。
- 2011 年全国风电场弃风量达到 20%，在北方一些风资源丰富的地区可能要超过 20%到 30%；而 2010 年弃风量为 10%左右。

图表 13: 风电并网装机容量及增速



来源: 齐鲁证券研究所

图表 14: 发电量、风电投资额与小时数



来源: 齐鲁证券研究所

- 2011 年风电整机厂家在忙于给以往安装的风电机组加装低电压穿越模块的同时，扎堆研制大型风机和适用于海上风场的风机。继 2010 年 12 月湘电股份宣告其 5MW 风机下线之后，华锐风电、金风科技先后宣称研制成功 3.6MW 到 6MW 风机；上海电气则直接与 Siemens 成立合资公司致力于先进与大型风机的制造，参与国内风电市场的争夺。
- 众多风机整机厂家飞速的产能扩张导致市场竞争白热化，1MW~2MW 风机整体上产能过剩，单千瓦价格从 6000 元以上降至 3400 元，基本进

入亏本区域。

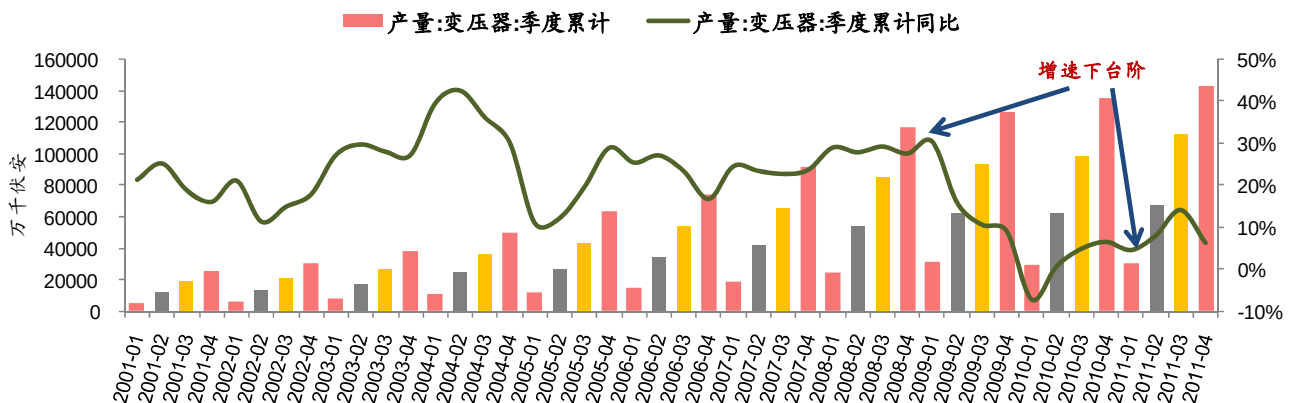
- 我们预计 2012 年风电整机厂商仍将处于相互间苦苦缠斗状态，大型厂商将展开海上大型风机的角逐，或许，谁都不会是胜利者。

配网设备成为输变电设备制造中的靓丽风景

变压器沉重依旧

- 在经历了 2006~2008 年产能扩张的高速增长期之后，2011 年变压器制造延续了温和增长态势；行业总产量继续创出历史新高。

图表 15：变压器季度累计产量及同比增速



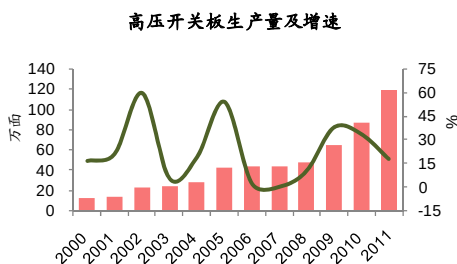
来源：齐鲁证券研究所

- 我们判断，只要中国经济依然处于增长阶段，中国的城市化进程依然在延续，国内变压器制造景气度还将延续，只是，再也不能期待，内需能够激发类似上个产能扩张周期的再一次增长。

开关风光无限

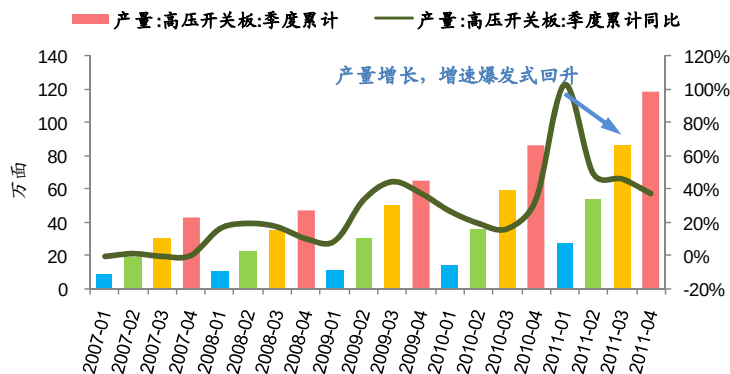
- 高压开关面板产量在 2010 年同比快速增长的基础上，2011 年继续保持较快速度增长。我们预计，高压开关面板产量持续增长的势头或将在 2012 年得到延续，但是同比增速在 2011 年较大基数的基础上应有所下降。总体上，我们推断，2012 年国内高压开关面板生产景气度依旧旺盛，除了城市化带来的增量需求之外，配网改造与农网改造的启动是维持高压开关面板制造景气度的主要支撑。
 - 2011 年我们观察到上市公司中从事高压真空断路器制造、成套电气设备制造、环网柜制造的开关上市公司经营业绩同比基本上实现了 50% 以上的增长，我们认为上市公司作为高压开关制造细分行业领域内的代表，其增长的现实充分显示出配网开关制造在 2011 年的高景气度。
- 以我们对高压真空断路器等主要用于配网建设与改造的电网设备在需求产生与制造过程的理解，判断 2012 年上半年高压开关面板之制造将有望继续保持较高增速，而全年同比增速是否能够超预期继续维持在较高水平，则有待下半年配网与农网改造的实际进展。

图表 16：高压开关面板产量及增速



来源：齐鲁证券研究所

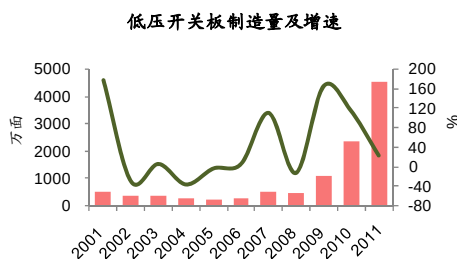
图表 17：高压开关面板季度累计产量及同比增速



来源：齐鲁证券研究所

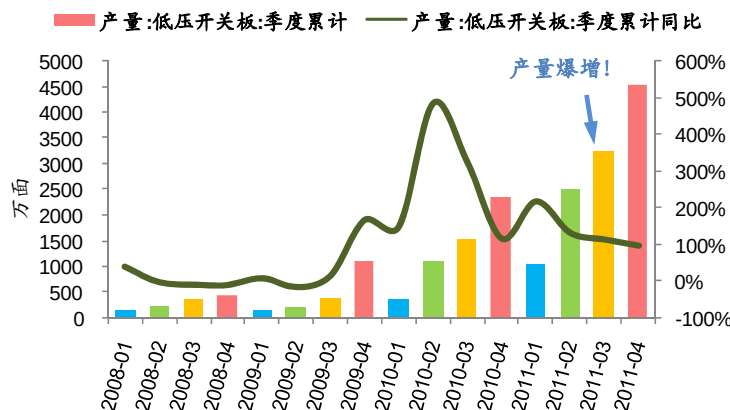
- 2011 年低压开关面板产量暴增，全年产量已近 100% 的同比增速报收，在所有电力设备制造中独占鳌头，也与不景气的经济状况形成鲜明对比。对此我们的解释是城市化与产能向中西部地区搬迁激发出低压开关面板的需求。

图表 18：低压开关面板产量及增速



来源：齐鲁证券研究所

图表 19：低压开关面板季度累计产量及同比增速



来源：齐鲁证券研究所

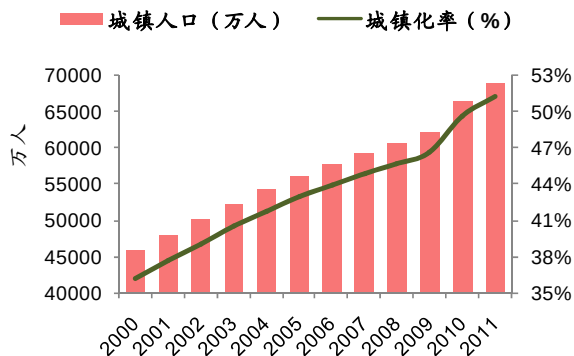
- 我们预料，2012 年低压开关面板产量增速将回落。地方政府财政能力受限、房地产不景气将使得由城市化带来的低压开关面板的繁荣状况受到一定遏制，但是，产能向中西部地区转移的势头仍将延续，因此，2012 年低压开关面板制造或将维持景气状态。

电力电缆平缓增长

- 中国是电力电缆生产大国。从电力电缆使用的行业分布上看，大部分用于建筑；目前国内众多城市正在实施的电缆入地工程使得电力系统对电缆形成一定增量需求；同时配网端以及用户端的改造工程也增加了对电力电缆的需求量。
- 近年来，中国国内城市化进程逐步加快，大型城市电缆入地率逐年提升。

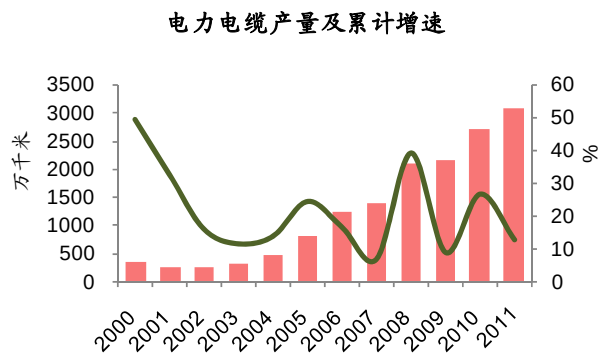
- 加工型、粗放型产能逐步向中西部地区转移使得内地各地正在经历东部地区 20 年前的改善当地基础设施条件以利于招商引资的过程，完善工业用电环境和兴建大量标准化厂房，吸引东部地区制造业厂商加快搬迁步伐。

图表 20：中国近年来城市化进程



来源：齐鲁证券研究所

图表 21：电力电缆产量及增速



来源：齐鲁证券研究所

- 我们预料，2012 年电网公司在实施配网改造与农网改造过程中，将产生新增电力电缆需求，只是，面对巨大的基数，上述可能的增量将有利于那些与电网公司存在业务关系的高低压电缆与裸导线制造企业。

电力自动化设备强者成王

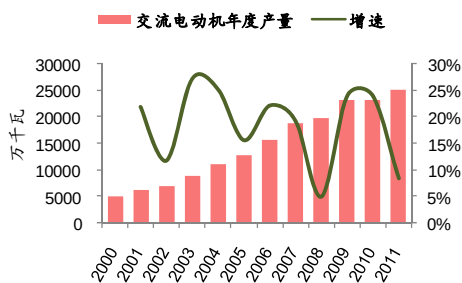
- 2011 年电力自动化设备制造冷热不均，南瑞集团与国电南瑞一枝独秀，在农网自动化、数字化变电站、调度等业务领域内取得快速增长。
- 我们理解，由于国家电网公司在智能电网建设上确立以南瑞集团及国电南瑞上市公司为体系规划制定与建设主体，因而在电网自动化业务领域内的各个专项业务上南瑞集团与国电南瑞已经占据绝对领先地位。2011 年其在各个专业方向上的快速增长，我们认为得益于其先进实用的技术水平、强大的人才基础以及既往业已取得的优秀业绩履历。
- 以我们对电力自动化设备研制行业的了解，以及对中国式统一坚强智能电网建设的理解，预计在即将展开的配网再次改造中，数字化、智能化设备的应用将是主流。由此我们判断，国电南瑞将成为电力自动化设备研制领域内的王者。
- 2012 年配网智能化改造与农网改造建设期的叠加，使得整个电力自动化业务总量获得增长，由此我们判断，尽管核心高端业务或将由南瑞集团与国电南瑞攫取，终将有部分业务由网外企业实施，由此带来整个电力自动化设备研制的高成长与高景气。

其他电气设备制造景气度与经济同步回落

- 2011 年经济景气度下滑也直接表现在与经济发展直接相关的交流电动机制造上。我们预计，如果经济不出现改观迹象，2012 年交流电动机产量或将出现负增长。
- 2011 年交流电动机产量直接表现为同比增长快速下降，自 2010 年

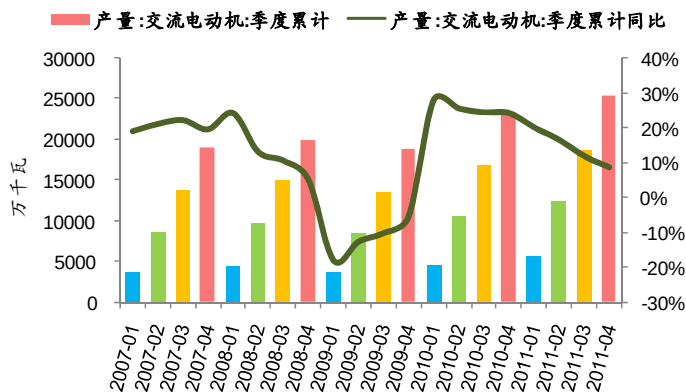
第二季度以来，季度累计产量同比增速下降的趋势已经持续了 7 的季度。

图表 22：交流电动机产量及增速



来源：齐鲁证券研究所

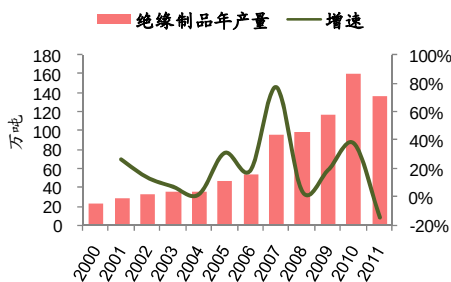
图表 23：交流电动机季度累计产量及累计增速



来源：齐鲁证券研究所

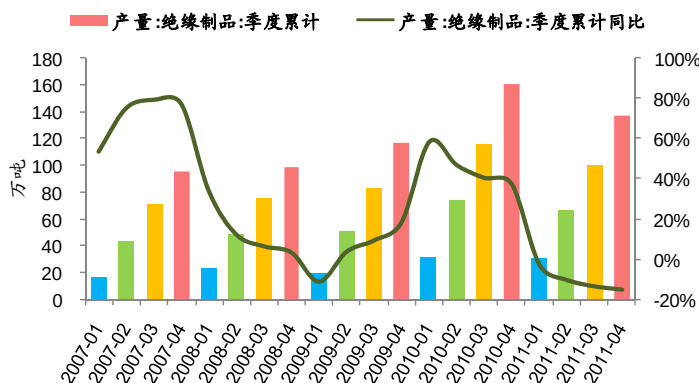
- 绝缘制品则直接表现产量下降：2011 年绝缘制品总产量较 2010 年下降 15%，且全年 4 个季度的累计产量同比都呈下降态势。
- 我们认为，造成绝缘制品产量下降的原因就是因为经济增长遭受挫折，导致电气设备与电气产品需求在总量上呈现下降趋势。
- 2012 年经济如果继续延续 2011 年缓降趋势，我们认为绝缘制品产量或将进一步下降，至于下降的幅度，则要视经济发展的态势。

图表 24：绝缘制品产量及增速



来源：齐鲁证券研究所

图表 25：绝缘制品季度累计产量及同比增速



来源：齐鲁证券研究所

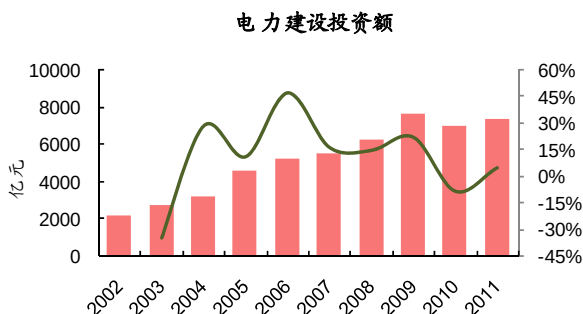
弱势中继续追求结构化机会

以投资总量增长追求整体行业机会的时代已经远去

- 我们认为，在经历了“十一五”期间经济重工业化发展壮大的历史时期之后，以产能产量为代表的重工装备产能建设业已完成。这标志着单纯以建设投资总量去衡量行业与细分行业景气度并据此筛选有成长性潜力标的方法已经失效。
- 我们更关注在已有产能基础上，具备更强大研发与市场推广能力，或者

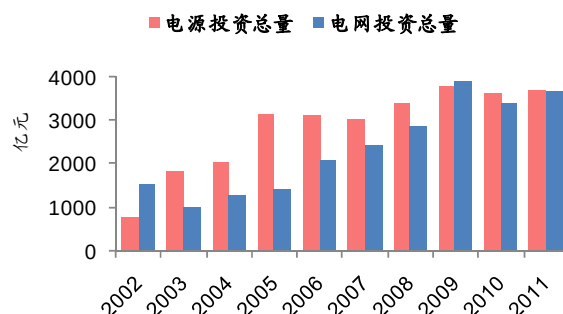
具备特殊壁垒（例如专有技术、专利保护、特殊资源、排他性政策保护，等等）的企业和组织，在产业升级的过程中获得产能释放的最大空间，并藉此获得差别化增长和行业地位的进一步提升或者进一步巩固。

图表 26：电力建设总投资



来源：齐鲁证券研究所

图表 27：电源建设总投资与电网建设总投资



来源：齐鲁证券研究所

产业与经济发展规律揭示结构化机会

- 经过百年发展，电力系统已经成为机加工中重装与高精密度铸锻造加工、高信息化与自动化、人机交互等现代技术的集成产物。
- 工业化程度、城市化与居民生活水平的不断提高使得电力需求呈现长期刚性增长，而环境的压力使得我们在不断扩张电源的同时寻求经济社会可以接受的清洁发电方式，同时在对扩张输电网中以更加先进的 IT 与控制技术使得巨型电网的运行更加安全和高效。论证的结果是：
 - 电源端需要更加清洁与便宜（至少是可大规模应用状态下可接受的成本）的发电方式。
 - 电网端最求能够适应更复杂电网的平台技术与更快、更大的数据传输与处理能力。
- 据上，我们判断，与中国现实国情而言，电源装备中的核电成套设备、火电成套设备，电网设备中的电力自动化设备、配网设备，以及与特高压输变电相关的开关设备，节能电力电子设备将是 2012 年，乃至整个“十二五”期间能够维持高景气度的细分行业与产品领域。

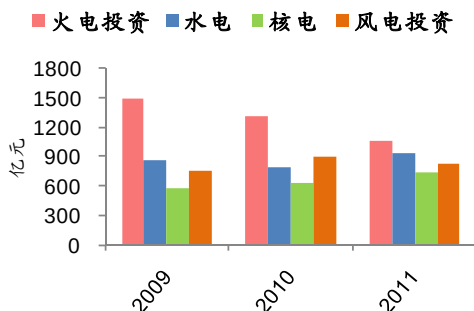
自然禀赋特征促成结构化转变

- “富”煤、缺油、少气的能源自然禀赋特征迫使国内经济在快速发展的进程中只能依靠火电满足快速增长的用电需求。
- 大量火电站投运造成的 CO₂、SO₂ 颗粒物排放等环境污染问题促使国内电源建设寻求清洁能源对现有不良装机结构进行调整。
- 就现实可大规模建设的发电方式而言，兼顾规模性与经济性的电源当属核电与风电；在大规模风电并网存在巨大隐患的情形下，只有核电能够担当起局部替代火电的历史重任。

火电投资下降或孕育未来缺电窘境

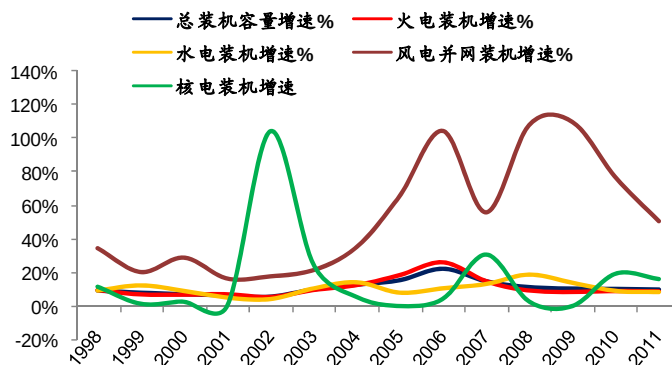
- 在我们对国内已核准核电项目建设、未来新项目审批开闸报以充分信心的前提下，预计国内核电站成套设备以及其他核心相关设备的制造将持续保持较高景气度。
- 观察三年来不同电源种类的建设投资额，火电投资呈现明显下降趋势。

图表 28：不同电源种类投资额



来源：齐鲁证券研究所

图表 29：不同电源种类装机容量增速



来源：齐鲁证券研究所

- 自 2009 年年末动力煤价暴涨以来，2010~2011 年动力煤价格始终在高位徘徊，造成大批单机容量小、煤耗高的机组陷入亏损；火电集团连续三年缩减火电投资量。
 - 以我们的简单测算，60 万千瓦以上单位供电煤耗在 330 克以下的火电机组，两年来处于保本边缘。
 - 长达两年的保本或者亏损经营，使得大型电力集团投建新机组的财务能力逐渐衰退；同时，或许是出于利益角逐和侃价的目的，除了在电力需求旺盛的东南部地区继续投建超临界、超超临界大型机组之外，缩减了对火电机组的投建力度。
- 如果大型电力集团投建火电的力度继续减弱，我们预计，在 2012~2013 年间核电站尚未大规模投产的间隙时间段，以目前经济增长的速度、城市化进程以及对今后的预测，我们预计 2012 年下半年，国内或将出现缺电情形。

核电设备、电网设备将继续是选择的方向

- 以我们对电源装机建设的趋势判断，电源设备中的核电成套设备在今后对已审核批准核电站的持续建设进程中，以及未来新批准核电项目的实施中，将持续处于高景气状态。
- 面对火电投资的连年下降，我们认为，一旦电力集团恢复盈利，加上出现缺电状况，未来或将出现临时加批新火电项目的情形，火电投资将得以局部恢复。
- 鉴于上述推断，我们依旧维持对东方电气、上海电气（H 股）的推荐。
- 我们认为，中国式统一坚强智能电网建设将引领全球电网制式技术发展

方向。与中国国内而言，从事特高压开关设备制造、电力自动化设备制造，具备强大技术基础，以及能够率先获得实际应用的企业，将占据未来电网设备制造的领先地位。

- 我们坚定地看好**国电南瑞**在中国统一坚强智能电网建设中的作用，并坚信在国家电网资产整合进程中，国电南瑞将承担起电网自动化设备、配网关键设备的研制平台，其未来的高增长不仅将延续，其资产边界或将得到进一步扩大。
- 我们建议同时关注国家电网公司旗下的其他上市公司平台——**许继电气**、**平高电气**、**置信电气**在今后先进电网设备研制与应用，以及国家电网按照专业方向实施资产整合时的资产扩张潜力。
- 网外企业中，我们认为电力电子装置研制龙头企业**荣信股份**在超大功率变频、电网级超大功率 SVG 补偿装置、轻型直流输电系统、可控串补等具备国际先进水平设备的研制与产业化应用上，将取得实际成果并藉此获得新的业绩增长。

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。