



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009年9月30日

电气设备

研究部

陈华, CFA

分析员

chenhua@cicc.com.cn

石冉

联系人

shiran@cicc.com.cn

电网招标全面回暖趋势确立 利好输配电设备板块

行业近况:

国家电网第7期集中招标延续第6期回暖趋势:

- ▶ **变压器**招标容量同比增长13%，延续了第6期以来同比正增长的趋势。其中220kV变压器是亮点，招标容量创今年新高，同比增长22%。
- ▶ **组合电器**招标金额创今年新高，同比增长43%，自第3期招标以来同比增长率首次回正。220和550kV招标台数均创今年新高，同比分别增长33%和47%。
- ▶ **断路器**招标金额创今年新高，同比增长348%（去年第7期基数过低）。

评论:

电网招标全面回暖趋势确立。如果说第6期招标只有变压器出现回暖迹象的话，第7期招标可谓变压器和开关的全面复苏。我们维持8月19日“电网招标一改颓势”报告中的观点，用电量的恢复提升电网的投资回报率，作为电网投资的领先指标，电网招标将逐步回暖。我们认为第7期招标确认了第6期形成的拐点，电网招标回暖的趋势确立，市场对输配电设备的投资信心将进一步巩固。

特变电工和天威保变市场份额大幅上升。特变电工变压器市场份额从去年前6期的14%提升到今年的32%，前6期累计中标容量同比增长达79%，其中750kV等级同比增长近500%。天威保变变压器市场份额从去年前6期的6%提升到今年的11%，前6期中标容量同比增长42%，其中220kV级别同比增长超300%。

估值与建议:

电网招标全面回暖趋势确立，普遍利好输配电企业。预计特变电工将乘胜追击，置信电气将继续发挥其非晶合金变压器龙头优势。推荐特变电工（股价对应2010年22倍市盈率）、置信电气（22倍）。另外，第7期开关类招标金额增长明显，代表企业平高电气（30倍）和思源电气（22倍）值得关注。

投资风险:

输配电设备竞争加剧，今年以来招标价格明显下降（平均同比降幅约10%），将对变压器企业明年下半年和开关企业明年上半年的毛利率产生负面影响。

图表 1: 国家电网变压器招标情况

	容量 (MVA)					同期增长				
	500KV	220KV	330KV	750KV	Total	500KV	220KV	330KV	750KV	Total
单独招标				2,000	2,000					
2008年1期	5,508	12,960	2,400	0	20,868					
2008年2期	15,714	17,450	2,235	0	35,399					
2008年3期	7,758	23,760	2,520	3,600	37,638					
2008年4期	12,292	21,090	1,440	0	34,822					
2008年5期	14,908	16,510	720	2,800	34,938					
2008年6期	9,756	15,190	480	0	25,426					
2008年7期	12,726	13,920	240	0	26,886					
2008年8期	11,304	8,460	600	5,600	25,964					
2009年1期	8,154	9,890	1,680	0	19,724	48%	-24%	-30%	n.a.	-5%
2009年2期	7,908	14,081	720	0	22,709	-50%	-19%	-68%	n.a.	-36%
单独招标				23,100	23,100					
2009年3期	3,480	11,163	1,180	0	15,823	-55%	-53%	-53%	-100%	-58%
2009年4期	8,018	12,660	0	0	20,678	-35%	-40%	-100%	n.a.	-41%
2009年5期	7,260	9,123	960	0	17,343	-51%	-45%	33%	-100%	-50%
2009年6期	9,654	11,850	0	9,336	30,840	-1%	-22%	-100%	n.a.	21%
2009年7期	12,012	16,950	1,440	0	30,402	-6%	22%	500%	n.a.	13%
2009年前7期合计	56,486	85,717	5,980	32,436	180,619	-28%	-29%	-40%	286%	-17%

资料来源：国家电网，中金公司研究部整理

图表 2: 国家电网变压器中标情况

(MVA)	2009 (1-6期)					2008 (1-6期)				
	500KV	220KV	750KV	Others	Total	500KV	220KV	750KV	Others	Total
特变电工	16750	16364	12236	2160	47510	9654	13680	2100	1035	26469
同比增长	74%	20%	483%	109%	79%					
市场份额	38%	24%	38%	48%	32%	15%	13%	25%	11%	14%
天威保变	3000	3600	9800	0	16400	7242	840	3500	0	11582
同比增长	-59%	329%	180%	n.a.	42%					
市场份额	7%	5%	30%	0%	11%	11%	1%	42%	0%	6%
西电	7906	8880	6300	1900	24986	1002	13980	2800	1920	19702
同比增长	689%	-36%	125%	-1%	27%					
市场份额	18%	13%	19%	42%	17%	2%	13%	33%	21%	10%
ABB	6804	5010	4100	0	15914	19066	10650	0	0	29716
同比增长	-64%	-53%	n.a.	n.a.	-46%					
市场份额	15%	7%	13%	0%	11%	29%	10%	0%	0%	16%
东芝	5760	720	0	0	6480	14956	960	0	360	16276
同比增长	-61%	-25%	n.a.	-100%	-60%					
市场份额	13%	1%	0%	0%	4%	23%	1%	0%	4%	9%
西门子	0	960	0	0	960	5508	6900	0	960	13368
同比增长	-100%	-86%	n.a.	-100%	-93%					
市场份额	0%	1%	0%	0%	1%	8%	6%	0%	10%	7%
总招标容量	44474	68767	32,436	4540	150217	65936	106960	8400	9315	191091
同比增长	-33%	-36%	286%	-51%	-21%					

资料来源：国家电网，中金公司研究部整理

图表 3: 国家电网组合电器(GIS)招标情况

	台数					金额 (万元) 合计	同期增长					招标金额增长 合计
	550KV	252KV	363KV	126KV	750KV		500KV	252KV	363KV	126KV	750KV	
2008年1期	2	13	0	0		3,870						
2008年2期	4	17	1	1		6,555						
2008年3期	1	23	1	1		5,493						
2008年4期	3	26	0	0		7,014						
2008年5期	2	28	0	0		6,660						
2008年6期	5	29	1	1		9,513						
2008年7期	6	15	0	0		7,146						
2008年8期	7	18	0	0		8,430						
2009年1期	5	18	1	1		7,392	150%	38%	n.a.	n.a.	n.a.	91%
2009年2期	5	18	0	0		6,908	25%	6%	-100%	-100%	n.a.	5%
单独招标					3	7,398						
2009年3期	3	18	3	1		6,773	200%	-22%	200%	0%	n.a.	23%
2009年4期	3	18	0	0		5,471	0%	-31%	n.a.	n.a.	n.a.	-22%
2009年5期	3	16	1	0		5,511	50%	-43%	n.a.	n.a.	n.a.	-17%
2009年6期	3	19	1	0		6,064	-40%	-34%	0%	-100%	n.a.	-36%
2009年7期	8	22	1	0		10,210	33%	47%	n.a.	n.a.	n.a.	43%
2009年前7期合计	30	129	7	2	3	55,727	30%	-15%	133%	-33%	n.a.	20%

资料来源: 国家电网, 中金公司研究部整理 (以市场价格估算招标金额)

图表 4: 国家电网组合电器(GIS)中标情况

(台数)	2009 (1-6期)						2008 (1-6期)					
	550KV	252KV	363KV	126KV	750KV	合计 (万元)	550KV	252KV	363KV	126KV	750KV	合计 (万元)
平高电气	6	26	0	1	1	11641	7	46	0	1	0	13714
同比增长	-14%	-43%	n.a.	0%	n.a.	-15%						
市场份额	27%	24%	0%	50%	33%	26%	41%	34%	0%	33%	n.a.	35%
西电	4	24	4	1	1	11471	2	19	2	2	0	5964
同比增长	100%	26%	100%	-50%	n.a.	92%						
市场份额	18%	22%	67%	50%	33%	25%	12%	14%	67%	67%	n.a.	15%
新东北电气	4	17	2	0	1	9289	3	34	1	0	0	8915
同比增长	33%	-50%	100%	n.a.	n.a.	4%						
市场份额	18%	16%	33%	0%	33%	20%	18%	25%	33%	0%	n.a.	23%
山东泰开	0	30	0	0	0	5524	0	23	0	0	0	4278
同比增长	n.a.	30%	n.a.	n.a.	n.a.	29%						
市场份额	0%	28%	0%	0%	0%	12%	0%	17%	0%	0%	n.a.	11%
山东鲁能恩莫帕瓦	3	1	0	0	0	2340	2	3	0	0	0	2010
同比增长	50%	-67%	n.a.	n.a.	n.a.	16%						
市场份额	14%	1%	0%	0%	0%	5%	12%	2%	0%	0%	n.a.	5%
三菱电机天威	3	0	0	0	0	2156	3	0	0	0	0	2178
同比增长	0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-1%						
市场份额	14%	0%	0%	0%	0%	5%	18%	0%	0%	0%	n.a.	6%
前6期总招标	22	107	6	2	3	45517	17	136	3	3	0	39105
同比增长	29%	-21%	100%	-33%	n.a.	16%						

资料来源: 国家电网, 中金公司研究部整理 (以市场价格估算中标金额)

图表 5：国家电网断路器招标情况

	台数				招标金额 (万元) 合计	同期增长				招标同期增长 合计
	550KV	252KV	750KV	363KV		550KV	252KV	750KV	363KV	
单独招标			42		28,896					
2008年1期	11	207	0	25	16,050					
2008年2期	87	292	0	17	37,640					
2008年3期	57	280	6	40	36,743					
2008年4期	68	271	0	35	34,207					
2008年5期	33	238	6	4	24,469					
2008年6期	58	154	2	0	23,054					
2008年7期	7	116	0	0	7,487					
2008年8期	3	163	17	19	22,886					
2009年1期	23	172	0	50	20,039	109%	-17%	n.a.	100%	25%
2009年2期	36	191	0	2	18,285	-59%	-35%	n.a.	-88%	-51%
单独招标			46		31,332					
2009年3期	18	174	10	64	27,446	-68%	-38%	67%	60%	-25%
2009年4期	39	125	0	0	15,493	-43%	-54%	n.a.	-100%	-55%
2009年5期	12	131	2	9	11,796	-64%	-45%	-67%	125%	-52%
2009年6期	26	150	3	23	18,449	-55%	-3%	50%	n.a.	-20%
2009年7期	29	270	18	8	33,510	314%	133%	n.a.	n.a.	348%
2009年前7期合计	183	1,213	79	156	176,349	-43%	-22%	41%	29%	-15%

资料来源：国家电网，中金公司研究部整理（以市场价格估算招标金额）

图表 6：国家电网断路器中标情况

(台数)	2009 (1-6期)					2008 (1-6期)				
	550KV	252KV	750KV	330KV	合计 (万元)	550KV	252KV	750KV	330KV	合计 (万元)
西电集团	51	167	20	49	39973	61	154	27	4	41465
同比增长	-16%	8%	-26%	1125%	-4%					
市场份额	33%	18%	33%	33%	28%	19%	11%	48%	3%	21%
河南平高电气股份有限公司	20	32	21	19	22953	84	194	5	77	42775
同比增长	-76%	-84%	320%	-75%	-46%					
市场份额	13%	3%	34%	13%	16%	27%	13%	9%	64%	21%
北京ABB高压开关设备有限公司	15	292	11	47	31200	70	429	16	12	50792
同比增长	-79%	-32%	-31%	292%	-39%					
市场份额	10%	31%	18%	32%	22%	22%	30%	29%	10%	25%
西门子(杭州)高压开关有限公司	26	201	0	7	16998	44	313	0	0	26254
同比增长	-41%	-36%	n.a.	n.a.	-35%					
市场份额	17%	21%	0%	5%	12%	14%	22%	0%	0%	13%
苏州阿海珩高压电气开关有限公司	15	225	0	26	17856	5	269	0	28	18070
同比增长	200%	-16%	n.a.	-7%	-1%					
市场份额	10%	24%	0%	18%	13%	2%	19%	0%	23%	9%
新东北电气(沈阳)高压开关有限公司	27	9	9	0	13018	50	63	8	0	20704
同比增长	-46%	-86%	13%	n.a.	-37%					
市场份额	18%	1%	15%	0%	9%	16%	4%	14%	0%	10%
山东泰开高压开关有限公司	0	17	0	0	842	0	20	0	0	1000
同比增长	n.a.	-15%	n.a.	n.a.	-16%					
市场份额	0%	2%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
前6期总招标	154	943	61	148	142839	314	1442	56	121	201059
同比增长	-51%	-35%	9%	22%	-29%					

资料来源：国家电网，中金公司研究部整理（以市场价格估算中标金额）

图表 7: 可比公司估值

公司	代码	评级	货币	股价	总市值 百万人民币	每股盈利			PE			PB		
						08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
输配电设备														
A股														
置信电气	600517.CH	推荐	CNY	18.51	11,452	0.34	0.56	0.86	54.2	32.9	21.6	12.2	9.7	7.2
特变电工	600089.CH	推荐	CNY	21.41	38,482	0.54	0.85	0.99	40.0	25.2	21.5	7.4	6.0	4.9
平高电气	600312.CH	审慎推荐	CNY	17.09	10,485	0.34	0.46	0.56	50.6	37.2	30.3	7.1	6.0	5.1
国电南瑞	600406.CH	中性	CNY	37.89	9,664	0.49	0.60	0.68	77.1	63.5	55.4	9.9	8.8	7.8
宝胜股份	600973.CH	中性	CNY	15.46	2,412	0.03	0.50	0.56	471.6	30.8	27.7	3.2	2.9	2.7
思源电气	002028.CH	无评级	CNY	24.51	10,777	0.79	0.92	1.14	31.1	26.6	21.5	5.0	3.4	2.9
许继电气	000400.CH	无评级	CNY	22.62	8,557	0.10	0.48	0.63	224.0	47.3	36.2	4.0	3.6	3.3
欧洲														
ABB	ABBN.VX	无评级	CHF	20.82	318,706	9.29	7.79	9.29	14.8	17.6	14.8	4.2	16.9	3.6
施奈德	SU.FP	无评级	EUR	70.69	184,108	69.87	39.02	69.87	10.1	18.0	10.1	1.6	12.4	1.7
耐克森	NEX.FP	无评级	EUR	53.99	15,028	31.45	21.26	31.45	17.1	25.3	17.1	1.0	12.2	0.9
中值									45.3	28.7	21.6	4.6	7.4	3.4

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。