

行业研究/行业中期投资策略

2013年07月10日

行业评级:

电力设备与新能源 增持(维持)

许方宏 执业证书编号: S0570512020001
研究员 025-83290941
xufanghong@mail.htsc.com.cn

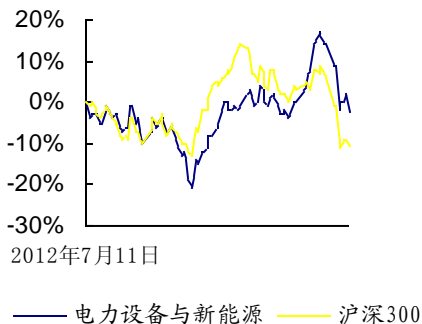
江艳 执业证书编号: S0570512070025
研究员 010-68085588-621
jiangyan@mail.htsc.com.cn

郑丹丹 021-28972087
联系人 zhengdandan@mail.htsc.com.cn

闫鲁 021-28972086
联系人 yanlu@mail.htsc.com.cn

相关研究

行业走势图



收放之间，看结构亮点

电力设备与新能源行业 2013 年中期投资策略

投资要点:

◆ **核心观点:** 投资驱动不足将延续，抑制行业整体表现。行业投资方面，建议在结构性机会下，关注业绩验证对个股估值走势的影响，以及“自下而上”选股策略。

收: 未来电力建设投资增长将持续放缓甚至出现小幅收缩，市场供需矛盾加深；欧盟双反政策为光伏企业出口量价施压；工控行业市场需求复苏力度逐步减弱。

放: 能源局简政放权，行业投资导向增强了市场化色彩；电网建设重心向特高压、配电网、智能化转移，相关细分市场稳健成长；我国推行一系列政策，利好光伏内需市场发展；上市公司积极谋变，电网外与海外业务渐成新的利润增长点。

◆ **投资策略:** “收”与“放”并行的市场环境下，我们认为，对结构性机会和上市公司个体差异的关注，将成为市场总量承压下的投资突破口。展望下半年，随着中报、三季报业绩及其预告的发布，市场将逐步进入业绩验证阶段。我们预计，财报业绩将对个股估值走势产生影响。业绩预期较好且由中报得以初步验证的个股，其估值中枢有望趋稳或上行；业绩较差或低于预期的个股，其估值中枢或将承压下移。

◆ **维持行业“增持”评级**，建议重点关注业绩兑现概率大、积极调整业务结构与竞争策略的公司，如思源电气、国电南瑞、置信电气、积成电子、万马电缆、国电南自。

◆ **智能电网板块:** 国家电网管理层平稳过渡，坚强智能电网建设持续预期确定。特高压、配电网、智能变电站仍为电网投资结构性亮点。我们预计，中报、三季报业绩同比改善的公司数目将超过一半，利好板块估值走势企稳。

◆ **电源设备板块:** 我们认为，在欧盟双反逐步落定后，行业的底部已经确定，供需关系也如预期开始改善，但盈利能力继续向上的动力不足，同时板块的长期估值中枢还没有调整到位；预计下半年将是“国内政策”与“贸易纷争”的对弈，在预期验证过程中，以事件性投资机会为主，中期看股价将向合理估值回归。

◆ **工控节能板块:** 板块复苏力度渐弱，公司业绩分化将加大。高压变频全年业绩或无增长；中低压变频需求下半年同比增速或将收窄。燃机余热锅炉需求将维持高位，但竞争加剧，盈利能力较差。在产能恢复及新建产能投放导致铅蓄电池开工率维持低位，尤其是动力电池子行业已开始新一轮价格战，市场将面临新的洗牌。

◆ **风险提示:** 1) 国内宏观经济形势复苏放缓，电力建设投资总量增速放缓，下游行业需求改善不能持续；2) 清洁能源相关政策施行、坚强智能电网建设进度或低于预期；3) 市场竞争或趋激烈，招标模式或发生变化，影响制造商毛利率水平。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
002028	思源电气	15.57	增持	0.56	0.86	1.13	1.37	27.6	18.2	13.8	11.4
600406	国电南瑞	13.84	增持	0.48	0.61	0.72	0.79	28.9	22.6	19.2	17.4
600517	置信电气	14.10	增持	0.22	0.66	1.03	1.19	64.1	21.4	13.7	11.9
002339	积成电子	8.07	增持	0.27	0.36	0.45	0.54	29.8	22.6	17.8	15.1

正文目录

核心投资观点.....	4
投资驱动不足将延续，总量压力是大前提.....	4
关注结构性机会，结合事件触发和“自下而上”选股.....	4
维持“增持”评级.....	5
风险提示.....	5
重点推荐股票.....	6
上半年行情回顾.....	8
智能电网板块：依然看结构性机会.....	9
电网建设月度投资增速收窄，均衡程度提高.....	9
国网高管团队稳定，坚强智能电网建设可持续.....	9
特高压：关注交流线路事件性机会、直流线路确定性机会.....	10
变电站：智能化、集成化引领变电站建设新趋势.....	12
配电网：城配网建设将成主力，短期市场难现井喷.....	14
电源设备板块：光伏基本面继续改善，关注估值风险.....	15
总量投资持续回暖，看好清洁转型.....	15
光伏：短期以事件性机会为主，中期将向合理估值回归.....	16
基本面：光伏产业链供需改善，而竞争分化.....	17
下半年：关注“国内政策”对弈“贸易纷争”.....	18
中长期：估值将回归合理.....	19
工控与节能板块：复苏力度减弱.....	20
变频器：复苏减弱，下半年同比增速放缓.....	20
余热锅炉：需求不旺，燃机余热是唯一亮点.....	21
铅蓄电池：开工率持续低迷，下半年旺季到来将有所改善.....	22

图表目录

图 1： 2013 年 1~6 月份电力设备与新能源行业行情走势.....	8
图 2： 2013 年 1~6 月份各行业累计涨跌幅对比.....	8
图 3： 2011 年至今我国电网月度投资统计分析.....	9
图 4： 国家电网公司 2013 年特高压交流输电工程建设规划.....	10
图 5： 国家电网公司 2013 年特高压直流输电工程建设规划.....	11
图 6： 2011 年以来国网 110(66)~750kV 变电站监控系统集招数量统计.....	12
图 7： 2011 年以来国网 110(66)~750kV 智能变电站监控系统集招数量统计.....	12
图 8： 2011 年以来国网 110(66)~750kV 变电站监控系统集中招标统计.....	13

图 9:	国网 2013 年前 2 批 110(66)~750kV 智能变电站监控系统中标结果.....	13
图 10:	国网 2013 年前 2 批 110(66)~750kV 传统变电站监控系统中标结果.....	13
图 11:	2005~2012 年国网农网投资额统计与分析.....	14
图 12:	2011 年~2013 年火电投资月度数据对比 亿元.....	15
图 13:	2011 年~2013 年水电投资月度数据对比 亿元.....	15
图 14:	2011 年~2013 年核电投资月度数据对比 亿元.....	16
图 15:	2011 年~2013 年风电投资月度数据对比 亿元.....	16
图 16:	2013 上半年光伏子板块的行情波动回顾.....	16
图 17:	全球光伏装机的市场预期分布.....	17
图 18:	全球电池组件产能情况.....	17
图 19:	2013 年国产多晶硅现货价格走势.....	18
图 20:	2013 年光伏产业链附加值变化.....	18
图 21:	光伏产业链平均盈利情况测算.....	18
图 22:	2011 年至今汇丰 PMI 指数变动情况.....	20
图 23:	高压变频器市场规模统计与预测 (按新增订单额).....	20
图 24:	中低压变频器市场规模统计与预测.....	21
图 25:	铅蓄电池企业数量.....	22
图 26:	铅蓄电池行业总产能 万 kVAh.....	23
图 27:	铅蓄电池行业开工率持续下降.....	23
图 28:	铅蓄电池行业在产/在建产能情况 万 kVAh.....	23
图 29:	铅蓄电池在建产能分布.....	23
图 30:	超威和天能的产能扩张计划 万个.....	24
图 31:	超威和天能的毛利率呈下滑态势.....	24
图 32:	2011 年~2012 年汽车季度产量 万辆.....	24
图 33:	三大运营商的通信电池招标量 万 kVAh.....	25
图 34:	中国三大运营商资本开支预测.....	25
表格 1.:	2013 年国家电网公司交流特高压工程建设进度预期.....	10
表格 2.:	2013 年国家电网公司直流特高压工程建设任务.....	11
表格 3.:	2013 上半年特高压输电工程进展情况与更新.....	11
表格 4.:	2013 年 1~5 月份电源投资及新增发电容量增长.....	15
表格 5.:	光伏子板块下半年投资主线及受益公司.....	17
表格 6.:	光伏产品国内现货报价变化幅度.....	17
表格 7.:	国内光伏细分市场预期.....	19
表格 8.:	2012 年光伏子板块上市公司 P/S 情况.....	19

核心投资观点

投资驱动不足将延续，总量压力是大前提

根据年初国家电网和南方电网的年度电网建设投资预算，我们坚持之前推测，继2012年电网建设投资同比微增0.2%之后，2013年电网建设投资规模仍将维持低速增长。虽然1~5月份电网建设投资规模实现19.74%的同比增长，但纵观上半年的月度数据，高增速明显呈收窄趋势，预计下半年增速将继续降低。

1~5月份电源工程投资整体继续呈现小幅回暖的趋势，相较于2012年电源建设投资同比下降3.9%，同比衰退幅度缩小至1.4%，与我们年度策略的预期一致：各类清洁能源建设投资占比稳定提高，拉动全年的电源投资总量基本持平或恢复增长。但1~5月份全社会用电量同比增长4.9%，低于去年全年用电量增速，将给后续电源投资总量带来不利影响。

2013年上半年工控行业需求总体呈弱复苏态势，且进入二季度后复苏力度逐步减弱，这与国内宏观经济弱复苏的趋势是一致的。5月份汇丰PMI继续下滑至48.2，制造业需求环比呈下滑趋势。我们认为，下半年工控行业需求同比增速将出现环比下滑，甚至可能没有增长。

关注结构性机会，结合事件触发和“自下而上”选股

我们认为，在行业投资驱动不足，总量压力压制的前提下，在投资、政策、市场的收放之间，自2012年延续至今的结构亮点仍将成下半年的投资主线；同时我们坚持此前提出的关注事件触发和“自下而上”的选股策略。

智能电网板块关注结构性机会下的事件触发

上半年，智能电网板块的智能化、特高压与配电网三个主要的结构性投资领域存在不同程度的低于预期。其中，国家电网第三批招标智能化率回落显著（44.3%）；配网自动化建设在试点工程结束后未能及时全面推广；特高压交流输电工程仅有浙北—福州线路一季度获批。但鉴于国网与南网公司年度工作会议近乎一致的安排下，我们仍看好下半年智能化、特高压和配电网的结构性机会。

关注光伏市场“国内政策”与“贸易纷争”的对弈

我们认为，在欧盟双反逐步落定后，行业的底部已经确定，供需关系也在如预期中那样开始改善，但盈利能力在经历小幅改提升后，继续向上的动力不足，同时板块的长期估值中枢还没有调整到位。预计下半年将是“国内政策”与“贸易纷争”的对弈，在预期验证过程中，以事件性投资机会为主，中期看股价仍将向合理估值回归。

工控市场弱复苏下个股业绩分化

伴随宏观经济复苏放缓，工控市场复苏开始逐步减弱，我们预计下半年工控市场需求增速环比有所下滑，全年仅有10%以内的增长，而各企业业绩将出现一定分化。高压变频企业订单需求几无增长，全年业绩堪忧；中低压变频企业受制于OEM市场复苏力度较弱，单纯依靠通用产品的企业将面临很大的挑战；但新产品储备丰富，产品线不断延伸的企业将受益于新产品的放量以及传统市场中市场份额的提升。

铅蓄电池方面，在产能的恢复以及大厂新建产能的投放导致供过于求压力加大，行业开工率持续维持低位。天能、超威两大动力电池巨头发动新一轮价格战，预计动力电池企业下半年盈利将继续恶化；而起动电池企业受累于销售淡季及铅价下行，上半年增速较低，预计三季度开始逐步有所回暖，四季度将迎来销售旺季，价格及盈利将明显好转；通信电池企业将伴随国内4G需求的释放而迎来稳定增长，但价格难有明显改善。

加强“自下而上”选股，寻找个股机会

我们提出“自下而上”选股的脉络主要有：

- 持续关注国网系上市公司，其作为相应细分市场领域的龙头企业，兼具明显的技术和标准的先发优势、市场和渠道优势的传统优势、“三集五大”约束下的管理优势；
- 重点关注订单充裕、业绩增长确定性较强的公司，并通过中报、三季报业绩及其预告的发布进行动态修正；
- 跟踪积极进行产业内外拓展重组关注的公司，包括产品与市场结构优化调整、谋求于“电”外市场发展、海外市场突围等，可规避产能过剩带来的激烈竞争，调整业绩与市场结构，寻找和开拓新的业绩增长点。

因此，我们认为行业投资的“自上而下”的结构性机会需结合事件触发和“自下而上”选股，求得对个股投资机会的精准定位。

展望下半年，随着中报、三季报业绩及其预告的发布，市场将逐步进入业绩验证阶段。我们预计，尤其在弱势市场或波动性较大的市场中，财报业绩将对个股估值走势产生影响。业绩预期较好且不断得以验证的个股，其估值中枢有望趋稳或上行；业绩较差或低于预期的个股，其估值中枢或将承压下移。我们建议，近期重点关注中报业绩对下半年估值走势的影响。

维持“增持”评级

2013年1~6月份，电力设备与新能源行业走势领先于上证指数，申万电气设备行业指数累计涨幅7.98%，超越市场20.76个百分点，符合此前行业评级预期。

展望下半年，我们预计，结构性机会依然是行业投资主线，同时关注：1) 行业内事件触发机会，如特高压新线路获批、配网自动化建设推广启动、欧盟双反和国内推动政策落地等预期兑现；2) 部分个股为应对市场激烈竞争、行业投资驱动不足等，纷纷调整产品、业务、市场结构，或带来“自下而上”的选股机会。

同时，考虑到细分领域投资增长、低基数效应、成本费用控制与价格改善等因素影响，行业盈利有望持续改善。我们维持对电力设备与新能源行业的“增持”评级。

风险提示

- 1、国内宏观经济形势复苏放缓，工控与节能板块下游行业需求改善不能持续；市场竞争加剧导致产品价格下降；订单交付延期等的风险。
- 2、国内清洁能源相关政策与执行低于预期，国外贸易谈判的结果演进存在不确定性；企业估值较高，短期内业绩没有支撑。
- 3、电网建设投资规模或低于预期，主要体现于智能变电站全面推广力度、特高压输电工程核准与建设进度、配网自动化和智能化推广建设范围等。

重点推荐股票

思源电气 (002028.SZ)

公司市场竞争力不断提升,利好业绩持续增长。我们看好公司未来2~3年的业绩持续增长:

- 1) GIS、电力电子成套设备等新产品销售有望持续放量。
- 2) 海外市场拓展具有潜力。公司是我国为数不多具备输变电一二次主流产品综合供货能力的厂商之一,继去年获得政府部门颁发的《对外承包工程资格证书》后,成功中标巴基斯坦“伊斯兰堡新国际机场145kV GIS变电站工程总承包”项目,实现海外战略重要突破。
- 3) 随着收入递增、前期投入消化,未来2~3年公司的期间费用率有望逐步回落。

我们预计,公司于2012~2015年期间有望实现年均复合增速24.3%的收入增长,以及年均复合增速34.2%的净利润增长;当前股本下,公司2013、2014年将分别实现EPS 0.86元、1.13元,分别对应18.2倍、13.8倍P/E,建议“增持”。

国电南瑞 (600406.SH)

创新业务、海外市场有望为公司未来持续稳健发展注入新动力。我们认为:

- 1) 技术创新储备有望孵化新的业绩增长点,如:新一代智能变电站和一体化变电站监控、城市轨道交通与高速铁路运行监控、可再生能源分布式发电与微电网、流程工业过程自动化、智能用电营业厅互动化等;
- 2) 国家电网已在美洲、欧洲、非洲等地设立了9个办事处,海外资产与电网建设项目或将逐步增多,公司有望借助国网平台与自身优势,加大国际业务拓展力度。

我们预计,2013、2014年,公司的现有资产于当前股本下将分别实现EPS 0.61元、0.72元。如成功增发,我们预计,2013、2014年,公司重组后资产将分别实现收入101.19亿元、116.07亿元,实现归属母公司净利润16.37亿元、18.94亿元,实现摊薄后EPS 0.675元、0.78元,分别对应20.5倍、17.7倍P/E,增厚EPS 0.065元、0.06元,维持“增持”评级。

置信电气 (600517.SH)

在资产重组完成后,置信电气已成为国网旗下唯一以非晶合金变压器为主的配变资产平台;同时,公司在国网电科院的支持下,快速切入节能工程与服务市场,由节能装备制造转型为节能服务集成商,并于5月签订了重庆市巴南区能源管理服务战略合作框架协议。

我们看好公司节能配电变压器未来2年的业绩释放。国网和南网强力推广非晶变,要求2013年非晶变采购比例分别不低于60%和65%,将成为市场需求爆发的主要驱动力;发改委先后公布了两批高效节能配变推广企业和产品目录,公司产品在入围名单中优势明显。

而随着公司节能事业部的成立、巴南项目的承接和主营业务范围的变更,公司将成为国网电科院的节能服务平台,进而成为国家电网节能服务体系中的重要部分。新业务拓展为公司中长期发展延伸了空间,利好估值预期提升。

暂不考虑公司节能服务业务业绩释放,我们预计,2013~2015年,公司将分别实现EPS 0.66元、1.03元和1.19元,分别对应21.4倍、13.7倍、11.9倍P/E。考虑到新业务拓展利好估值预期提升,维持“增持”评级。

积成电子 (002339.SZ)

未来 2~3 年, 我们预计, 1) “小而全” 的电力自动化业务有望受益电网招标集中度提高和试点项目承接, 实现年均逾 20% 收入增长; 2) 公用事业自动化业务或将受益行业快速发展, 以及产品和业务模式创新, 实现年均逾 40% 收入增长; 3) 企业能效管理与新能源发电自动化等新业务崭露头角, 为公司整体业绩持续增长带来新亮点。收入增长将带来规模效应, 平抑费用率变化, 盈利水平有望保持稳定。

我们预计, 当前股本下, 公司将于 2013~2015 年分别实现 EPS 0.36 元、0.45 元、0.54 元, 分别对应 22.6 倍、17.8 倍、15.1 倍 P/E, 建议“增持”。

万马电缆 (002276.SZ)

公司日渐成为线缆综合供应商, 我们看好其“稳中求进”的中长期投资价值, 可作中长期稳健价值配置之选。

我们判断, 公司来自电网、广电通信、工业与常规电气装备等市场的传统业务有望于未来 2~3 年实现稳健成长, 为公司业绩持续增长提供足够的安全边际。此外, 轨道交通、布电线和电缆材料等新锐业务或将加速业绩成长。

我们预计, 当前股本下, 公司将于 2013~2015 年分别实现 EPS 0.27 元、0.32 元、0.37 元, 分别对应 16.3 倍、13.6 倍、11.9 倍 P/E, 建议“增持”。

国电南自 (600268.SH)

公司战略布局基本完成, 逐步形成了智能电网、数字化电厂、水电及新能源、节能减排、轨道交通及公用事业、智能电力设备等并行发展的六大产业。

公司近期总包类业务发展较快, 逐步由产品制造商向解决方案提供商转型的发展路径逐渐明晰, 有利于发挥各业务间的协同效应, 提升公司整体业绩和市场竞争力。

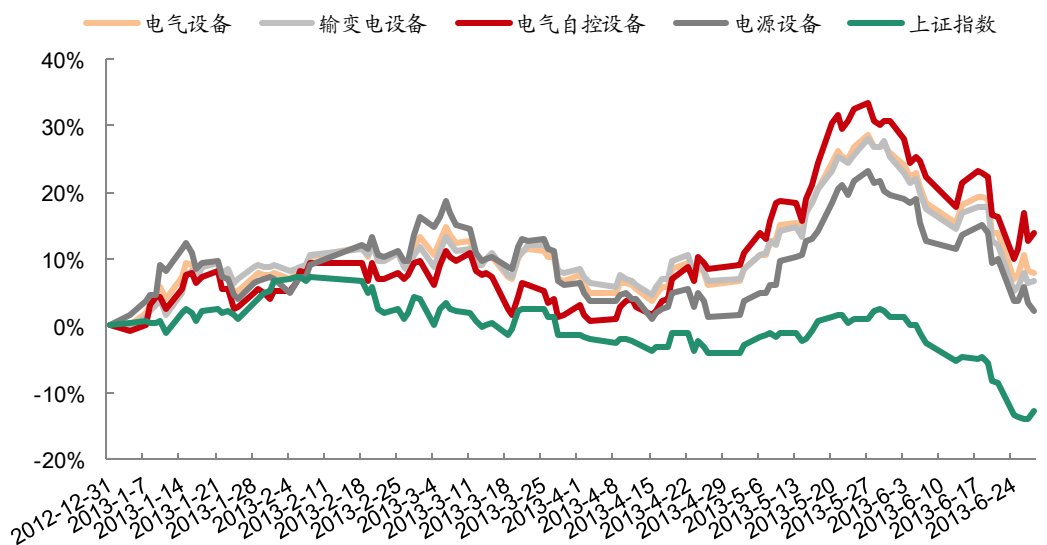
我们预计, 在轨道交通与节能减排等新业务拓展、总包优势、费用管控等合力推动下, 公司未来业绩有望稳健成长。同时预测, 当前股本下, 公司 2013、2014 年将分别实现 EPS 0.285 元、0.35 元, 对应 19.1 倍、15.7 倍 P/E。建议“增持”。

上半年行情回顾

2013年1~6月份，上证指数累计下跌12.78%；而电力设备与新能源行业走势继续保持前5个月的大幅领先，上半年录得7.98%的涨幅，超越市场行情20.76个百分点。得益于电网智能化建设在上半年的顺利推进，电气自控设备上涨13.86%，成为涨幅最大的子行业；输变电设备和电源设备则分别上涨6.67%和2.21%。

期间行业主要的领先行情出现在4、5月份，随着国网拆分传言的平息、能源领域简政放权政策的出台、欧盟初裁确定后光伏产业利空出尽、一季报后行业业绩反转预期逐渐确立及估值提升，行业涨幅在5月底达到峰值；6月份受累于大盘下挫的系统性风险，单月下跌14.27%（同期上证指数下跌13.97%）。

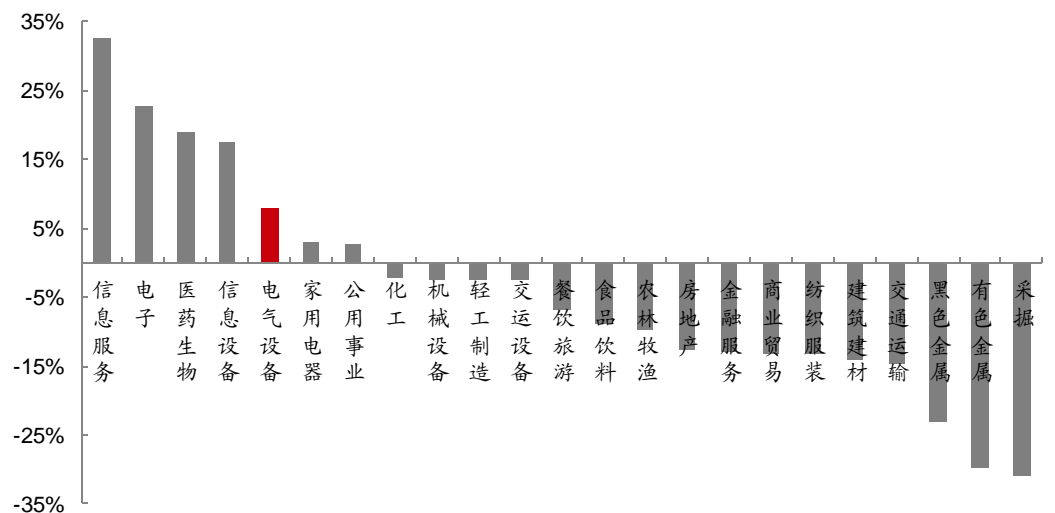
图1： 2013年1~6月份电力设备与新能源行业行情走势



资料来源: WIND 资讯 华泰证券研究所

2013年1~6月份，申万沪深一级行业上涨6个，下跌16个。如将电力设备与新能源行业（对应申万“二级”行业中的电气设备行业）与22个申万一级行业相比，其累计涨幅排名居前。

图2： 2013年1~6月份各行业累计涨跌幅对比



资料来源: WIND 资讯 华泰证券研究所

智能电网板块：依然看结构性机会

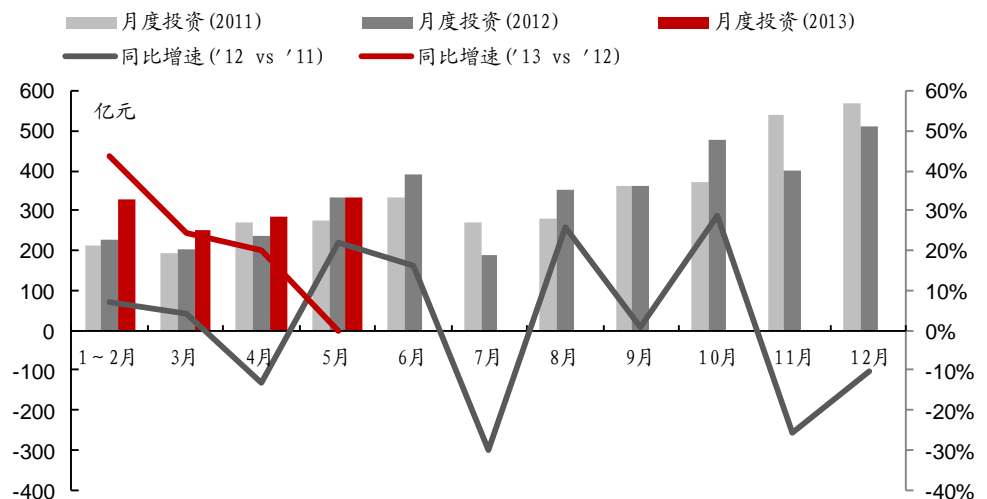
电网建设月度投资增速收窄，均衡程度提高

根据国家电网和南方电网的年度电网建设投资预算，我们推测，继2012年电网建设投资同比微增0.2%之后，2013年电网建设规模仍将维持低速增长，即便是在特高压、配电网和智能化三大细分领域建设进程顺利的乐观预期下，同比增速亦难超5%。

据能源局6月14日发布的统计数据，2013年1~5月，全国电力工程建设完成投资2,328亿元，同比增长8.48%。其中电网工程建设完成投资1,201亿元，同比增长19.74%。对于该“靓丽”的投资增速，我们认为：

- 前5个月，电网建设投资的大幅增长，其主因是上半年较大规模的电网基建工程建设较为密集，如新疆与西北电网750kV第二通道输变电工程、皖电东送交流特高压示范工程、南方电网“两渡”直流输电工程和国家电网哈郑与溪浙±800kV特高压直流输电工程等，而去年同期超高压、特高压工程建设相对较少。
- 电网建月度投资规模的均衡程度将有所提高，5月份单月电网建设完成投资335亿元，与去年已基本持平；电网建设累计投资同比增速自年初起持续下降，从1~2月份的43.7%下降至1~5月份的19.7%，预计下半年该增速将进一步收窄。

图3： 2011年至今我国电网月度投资统计分析



资料来源：国家能源局 中电联 华泰证券研究所

在电网建设投资总量疲弱的框架判断下，设备制造商市场竞争将加剧。我们认为，未来国内市场供需矛盾将持续存在，尤其是输变电主设备产能相对过剩，价格上行阻力较大，竞争将更为激烈。在出现明显的行业产能整合前，我们看淡由输变电主网新增容量拉动的投资机会，建议持续关注电网智能化、特高压、配电网建设领域的结构性投资机会。

国网高管团队稳定，坚强智能电网建设可持续

据国网网站5月20日报道，党中央、国务院决定，国家电网公司设立董事会，刘振亚同志任董事长、党组书记；舒印彪同志任总经理；同时，国资委党委决定，舒印彪同志任董事。

刘振亚、舒印彪在上一任领导班子中，分别担任总经理和副总经理的职位，是国家电网公司“坚强智能电网”建设目标的设计者、包括“十二五”电网智能化规划在内多项专项规划的制定者、近年来重大发展战略和路线实施的重要决策者。因此，我们认为，此次人事任命将

维持国家电网公司领导集体的稳定性，“十二五”国家电网多领域、多环节投资建设共同推进的规划将得以继续施行，利好智能电网设备市场的可持续发展。

特高压：关注交流线路事件性机会、直线路确定性机会

2013 年，国家电网设定的交流特高压工程建设任务为：“一投、四开、四核准、两路条”；特高压直流工程建设任务为“一投、一建、三开工”。此外，南方电网目前正全力确保糯扎渡工程（云南普洱—广东江门±800kV 直流输电工程）于 9 月 15 日实现单极低端投产。

3 月底，动态总投资 188.7 亿元的浙北—福州±1000kV 特高压交流工程获发改委核准。这是国家电网获批的第三条特高压交流输变电工程，目前，该工程角钢塔、钢管塔招标已经结束，而主设备如主变压器、GIS 等的竞争性谈判招标正在进行中。

我们认为，国家电网预计开工建设的 2013 年特高压交流线路规划均为区域电网线路或现有线路的延伸线，面临的争议相对较小，这有利于逐步推动特高压交流输电工程建设前行。我们对于浙北—福州线路外的其他线路年内获批持谨慎乐观态度，尤其看好雅安—武汉、淮南—南京—上海线路分别在三季度和四季度获批预期；对于蒙西—长沙线路的获批和其他跨区域线路的核准暂维持观望态度。

表格1：2013 年国家电网公司交流特高压工程建设进度预期

进度预期	具体任务	进程与预期判断
一投	努力实现皖电东送工程 10 月底建成投运。	进展顺利，符合预期。
四开	完成蒙西-长沙工程前期工作，配合“四交”工程（淮南—南京—上海、浙北—福州、雅安—武汉、蒙西—长沙）核准、开建。	浙北—福州工程已于 3 月底获准，其余 3 条年内开建情况或低于预期。
四核准	加快开展锡盟—南京、晋东南—徐州、靖边—潍坊、武汉—皖南工程前期工作，促进后续“四交”年内获得核准。	或低于预期。
两路条	提前开展南阳—淮南、张北—南昌工程前期工作，促进项目在取得路条后尽快报核准。	或低于预期。

资料来源：国家电网报 华泰证券研究所

图 4： 国家电网公司 2013 年特高压交流输电工程建设规划



资料来源：华泰证券研究所整理

特高压直流输电工程于 2013 上半年虽无新线路获批，但社会各方对特高压直流线路建设几无争议，未来建设预期较为明确。我们认为，特高压直流建设步伐仍将稳定、快速推进，真正实现常态化建设。

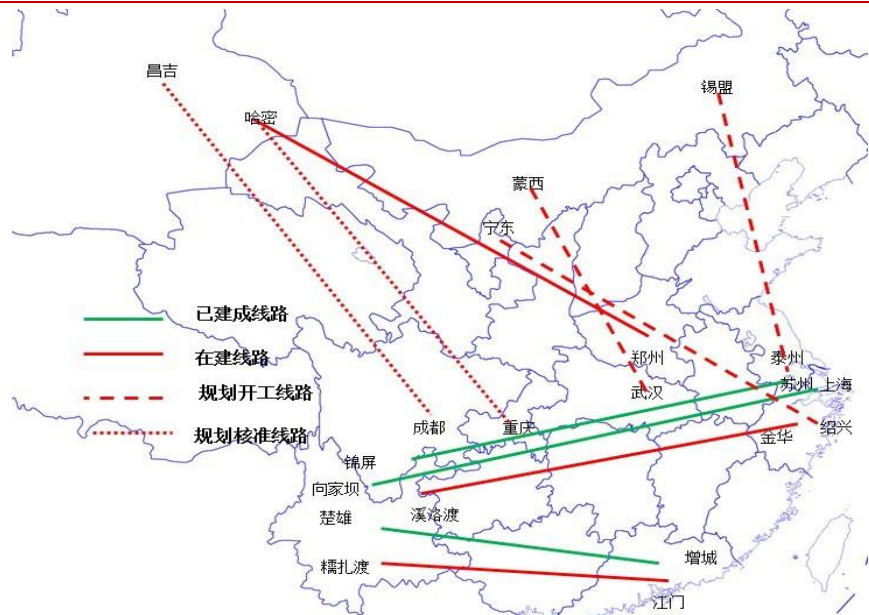
上半年，多个特高压直流在建项目均进展顺利。3 月底，哈密南—郑州 ± 800kV 特高压直流工程首段架线试点启动，标志着工程正式转入架线施工阶段；溪洛渡左岸—浙江金华 ± 800kV 特高压直流工程双龙换流站也迎来基础施工的重要节点；南方电网糯扎渡直流线路则于 6 月 30 日全线贯通，计划于 9 月中旬单极低端投产。

表格2：2013 年国家电网公司直流特高压工程建设任务

任务短语	具体任务	进程与预期判断
一投	确保哈密南—郑州 ± 800kV 特高压直流输电工程投运。	进展顺利，符合预期。
一建	确保溪洛渡—浙西 ± 800kV 特高压直流输电工程全线架通。	进展顺利，符合预期。
三开工	确保宁东—浙江、锡盟—泰州、蒙西—武汉三回 ± 800kV 特高压直流输电工程年内开工。	或低于预期。

资料来源：国家电网报 华泰证券研究所

图 5： 国家电网公司 2013 年特高压直流输电工程建设规划



资料来源：华泰证券研究所整理

表格3：2013 上半年特高压输电工程进展情况与更新

交/直流	起落点	进展情况
直流	哈密南-郑州 (在建)	郑州换流站自 4 月进入土建与电气设备安装高峰期，500kV 交流场设备计划 7 月底安装完成。预计今年 9 月 30 日实现低端双极投运。
直流	浙北-福州 (在建)	截至 5 月，1000kV 浙北变特高压 GIS 设备进入大规模试验阶段；福建段全面进入开工阶段。或成为我国第 5 个直流特高压输变电工程，其中位于受端诸暨换流站预计投资 60.22 亿元。项目预计 2013 年 6 月前后开建，2015 年投运。
直流	溪洛渡-浙西 (在建)	4 月 26 日，± 800kV 金华换流站土建工程正式开工。工程计划 10 月份架线施工完毕。
直流	向家坝—上海 (已建)	6 月顺利完成双极过负荷运行。工程自 2010 年 7 月 8 日正式投运至今，已安全稳定运行 3 年。

交流	淮南-浙北-上海(在建)	6月11日,淮南站1000kV GIS完成安装并通过交流耐压试验。6月19日,沪西变电站两组8台主变压器(其中2台备用)安装全部完成。工程预计9月投运。 6月14日,淮南、皖南站500kV配套工程和六安皋城500kV变电站扩建工程获得安徽省发改委核准批复,工程动态投资共计4.38亿元。 6月15日,浙江省发改委核准批复了皖电东送浙北站一杭北变、天一—春晓III回、台州第二发电厂送出等5个500kV输变电工程,工程动态投资27.32亿元。
直流	普洱-江门(在建)	6月30日,工程全线贯通,换流站内设备启动验收工作全面展开,直流线路工程19个标段中已有12个标段开始启动验收工作。
直流	准东-成都(拟建)	国网于6月启动±1100kV特高压设备现场试验技术研究。

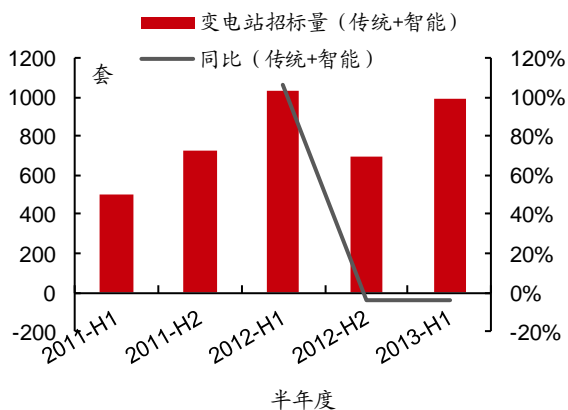
资料来源:国家电网公司网站 国家电网报 南方电网公司网站 华泰证券研究所

我们依然认为,特高压的结构性投资机会的实现,将以区域电网内特高压交流输电线路获批的事件性触发为主。特高压工程路线规划图谱渐趋清晰,下半年可重点关注淮南—南京—上海、雅安—武汉两条线路的获准开建预期兑现。

变电站:智能化、集成化引领变电站建设新趋势

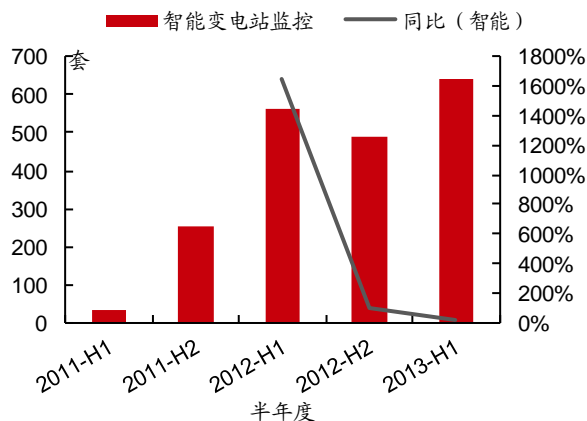
自2011年以来,国家电网智能变电站推广进入快速发展时期,纳入国网集招范围的智能化变电站建设规模和智能化率较之以往均有大幅增加。2013年上半年,纳入国家电网上半年常规批次招标(区别于新一代智能变电站和标准配送式智能变电站专项招标)的智能变电站共计641个(为保持同比口径的一致性,统计未含35kV电压等级),同比增长14.1%。虽然增速因同比基数原因明显收窄,但招标数量仍维持较大规模。

图 6: 2011 年以来国网 110(66)~750kV 变电站监控系统集招数量统计



资料来源:国家电网公司电子商务平台 华泰证券研究所

图 7: 2011 年以来国网 110(66)~750kV 智能变电站监控系统集招数量统计

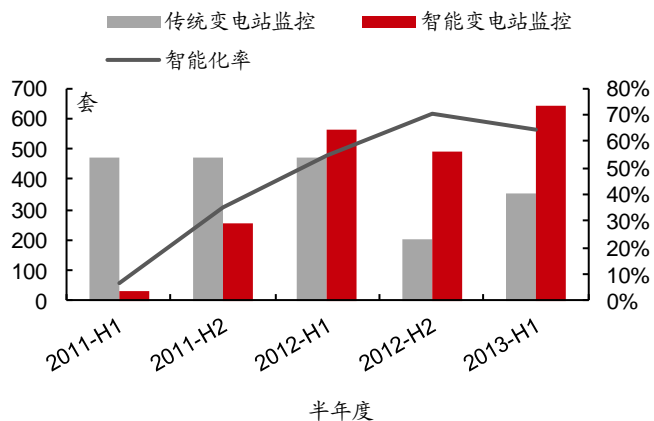


资料来源:国家电网公司电子商务平台 华泰证券研究所

2011年、2012年和2013年上半年分别招标智能变电站监控系统284套、1050套和641套,智能化率分别为23.2%、60.9%和64.4%。可以看出,2013年上半年智能变电站建设规模和智能化率仍然维持高位,尽管第三批招标智能化率有所回落(45.6%,2012年第三批招标智能化率为同样全年低点的36.4%),但我们认为,2013年国家电网集中招标变电站的智能化率总体有望持续走高;可重点验证国网2013年集招第四批输变电设备中变电站监控系统规模和智能化率的反弹。

因此,我们坚持此前判断:智能变电站全面推广建设将带动变电站智能监控和智能继电保护等产品需求的持续增长。

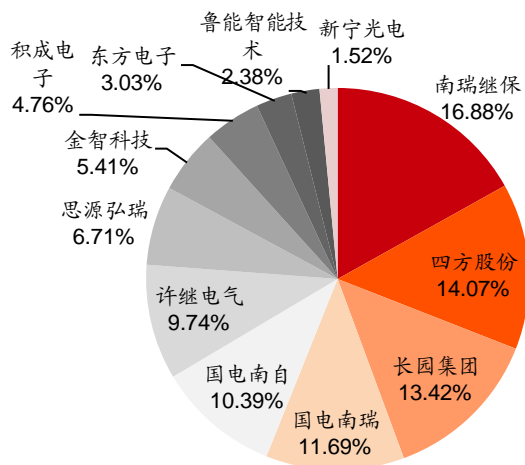
图 8: 2011 年以来国网 110(66)~750kV 变电站监控系统集中招标统计



资料来源: 国家电网公司电子商务平台 华泰证券研究所

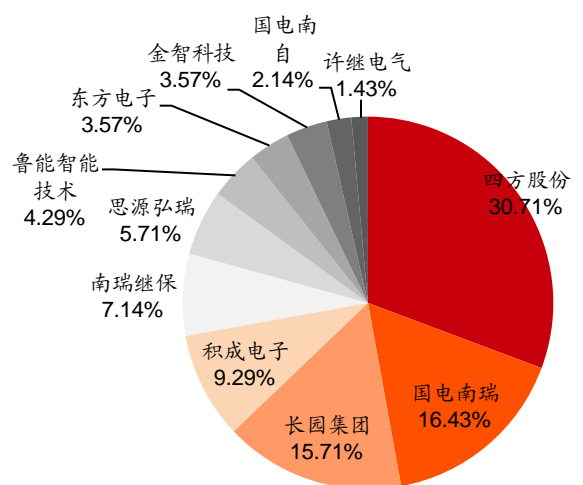
在 2013 年前 2 批集中招标 (不含专项招标) 中, 共有 13 家厂商中标, 其中 12 家的智能监控系统中标, 11 家的传统监控系统中标。上市公司中, 四方股份、长园集团、国电南瑞等公司的中标份额较高, 各自在 110(66)~750kV 智能、传统变电站市场的中标份额皆超过 10%。

图 9: 国网 2013 年前 2 批 110(66)~750kV 智能变电站监控系统中标结果



资料来源: 国家电网公司电子商务平台 华泰证券研究所

图 10: 国网 2013 年前 2 批 110(66)~750kV 传统变电站监控系统中标结果



资料来源: 国家电网公司电子商务平台 华泰证券研究所

此外, 2012 年智能变电站建设的一大特点是技术路线的多样化。2012 年 12 月, 国家电网启动新一代智能变电站示范工程建设, 共包括 6 个试点项目: 重庆合川 220kV 大石变、武汉未来科技城 110kV 东扩变、天津 110kV 高新园变、北京 220kV 未来城变和 110kV 海鹳落变、上海 110kV 叶塘变, 均将于 2013 年底建成投产。

新一代智能变电站以“集成化智能设备与一体化业务系统”为主要特征, 将实现专业设计向整体集成设计的转变, 一次设备智能化向智能一次设备的转变, 是先进适用技术的集成应用。中国工程院院士沈国荣以“系统高度集成、结构布局合理、装备先进适用、经济节能环保”概括了新一代变电技术的特征。

2013 年 2 月, 国家电网又启动标准配送式智能变电站招标, 共包括 5 个项目: 安徽 110kV 孙岗变、漳州 110kV 恒苍 (东美) 变、江苏 110kV 陵口变、上海 110kV 园海变、浙江 220kV 袍南变; 其中二次设备招标模式为预制舱式二次组合设备。7 月份启动第 4 次专项招标, 标

包内含 5 个 110kV 标准配送式智能变电站。

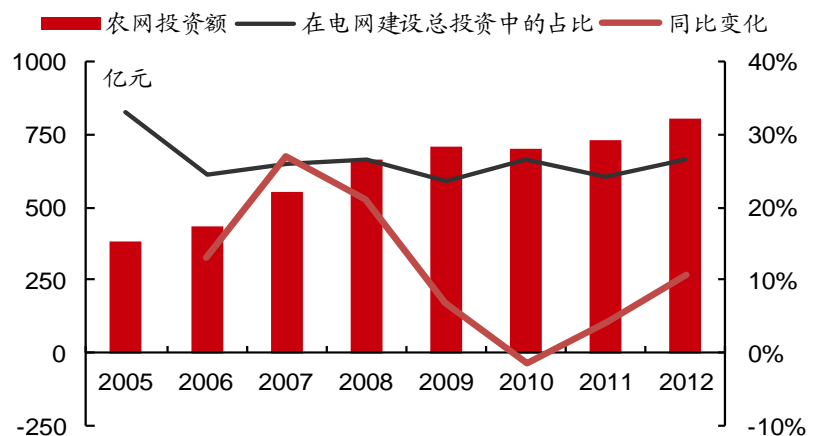
6 月 8 日，国网江苏 110kV 陵口变电站正式投运，成为全国首个建成投运的标准配送式智能变项目；6 月 30 日，上海市首座装配式智能变电站——110kV 园海变电站成功顺利投运。与普通变电站相比，配送式智能变电站在土建过程中采用全预制装配结构建筑模式，实现二次设备“即插即用”，极大缩短了变电站的整体建设工期。

我们坚持认为，新一代智能变电站、标准配送式智能变电站等将带来产品研制方面的革新，集成式断路器、电力电子变压器、广域保护、预制舱式二次组合设备等或将取代传统设备，逐步迎来广泛应用。许继电气、国电南瑞、国电南自等公司，作为行业内领先的智能变电站设备供应商，积极参与了新一代智能变电站关键设备的研制，从而有望在智能变电站的技术升级及后续推广建设中取得市场和技术方面的先发优势。

配电网：城配网建设将成主力，短期市场难现井喷

根据《国家电网公司 2012 年社会责任报告》，国网公司 2012 年农网建设投资达 807 亿元，为历年来最大规模。4 月 1 日，财政下达 2013 年中央基建投资预算（拨款）100 亿元，专项用于支持辽宁、福建、江西、河南、重庆、云南、青海、新疆等 25 个省区实施农村电网改造升级工程。但我们认为，随着于 2010 年启动的此轮农网升级改造投资进入尾声，2013 年农配网投资规模或将出现回落。而城配网投资随着配电自动化建设和智能配电网建设的推广，有望持续增长，成为配电网投资增长的主要拉动力。

图 11： 2005~2012 年国网农网投资额统计与分析



资料来源：国家电网公司 2012 年社会责任报告 华泰证券研究所

我们认为，配电网投资建设将是一个循序渐进的过程，多数细分市场不会出现短期井喷的情况，建议关注相关上市公司中长期成长价值。

电源设备板块：光伏基本面继续改善，关注估值风险

总量投资持续回暖，看好清洁转型

据能源局统计数据，2013年1~5月，电源工程建设分别完成投资1,127亿元，同比下降1.4%。电源工程投资整体继续呈现小幅回暖的趋势，同比衰退幅度缩窄。我们维持此前判断，主要受益于电源结构的清洁转型，预计全年的总量投资可能同比2012年持平，并有望实现低速增长。

截至5月份，火电建设投资的短复苏已结束，而清洁能源投资的复苏则方兴未艾，水电、风电同比转正。全国主要发电企业的电源项目新开工规模为1758万千瓦，比上年同期增加578万千瓦。

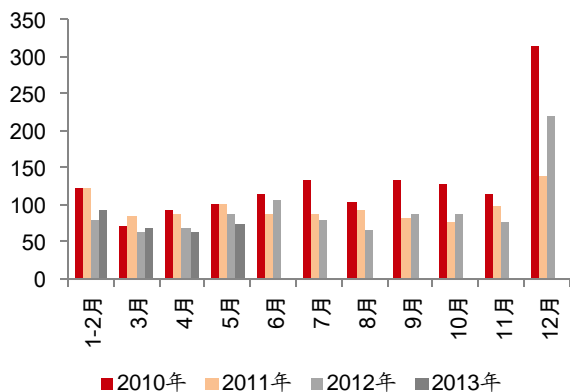
- 火电投资长期呈下降趋势。单月投资规模的环比及同比均继续下滑，累计同比增长缩窄至1.6%。预计常规火电难改衰退趋势，未来年新增装机量将逐步下降至4000万千瓦的水平。
- 水电投资同比回升，中期增长趋势依然确定。1~5月同比增长2.3%，自2013年以来首次恢复正增长。
- 核电仍处在底部，维持大幅衰退的状况，同比下滑25%。4月18日，中广核宁德核电一期工程1号机组（109万千瓦）投运。由于新项目进展缓慢，导致核电在建项目下降至2807万千瓦。
- 风电继续温和复苏，投资规模同比转增3.1%，但是鉴于同比基数较低，整体依然维持在低位。

表格4：2013年1~5月份电源投资及新增发电容量增长

电源类型	投资额(亿元)	同比增长%	新增容量(万kW)	同比增长%
累计	1127	-1.4%	2466	34.7%
其中：水电	454	2.3%	684	132.7%
火电	300	1.6%	1227	0.1%
核电	190	-25.1%	109	—
风电	454	3.1%	343	15.1%
太阳能	—	—	103	—

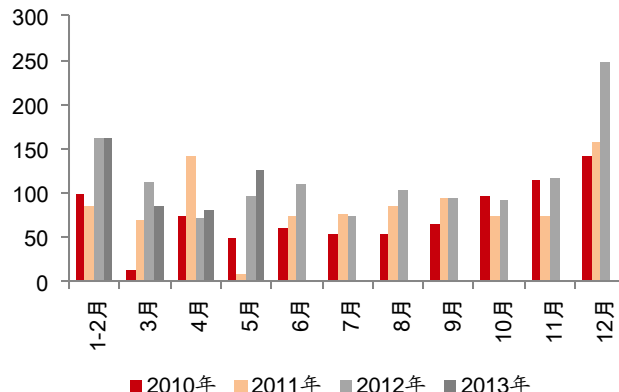
资料来源：中电联 华泰证券研究所

图 12： 2011年~2013年火电投资月度数据对比 亿元



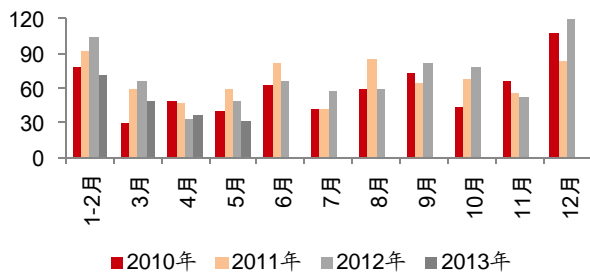
资料来源：能源局 华泰证券研究所

图 13： 2011年~2013年水电投资月度数据对比 亿元



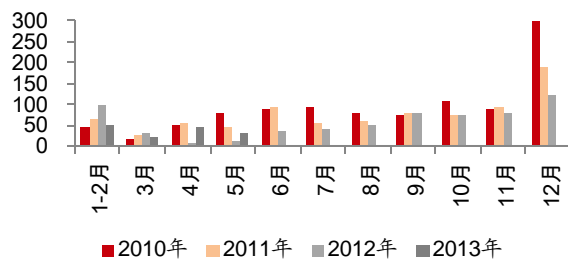
资料来源：能源局 华泰证券研究所

图 14: 2011年~2013年核电投资月度数据对比 亿元



资料来源: 能源局 华泰证券研究所

图 15: 2011年~2013年风电投资月度数据对比 亿元



资料来源: 能源局 华泰证券研究所

光伏: 短期以事件性机会为主, 中期将向合理估值回归

我们认为, 在欧盟双反逐步落定后, 行业的底部已经确定, 供需关系也在如预期中那样开始改善, 但盈利能力在经历小幅改提升后, 继续向上的动力不足, 同时板块的长期估值中枢还没有调整到位。预计下半年将是“国内政策”与“贸易纷争”的对弈, 在预期验证过程中, 以事件性投资机会为主, 中期看股价将向合理估值回归。

我们提取了 A 股上市的主流光伏公司, 以此回顾上半年板块的波动及背后的影响因素, 主要结论有:

- 1) 经历了 2012 年的大幅下跌, 光伏子板块存在反弹的基础;
- 2) 国内政策的热度提高, 行业有一年内反转的预期;
- 3) 利好事件的促动及利空的出尽;
- 4) 大盘及创业板的强势带动。

图 16: 2013 上半年光伏子板块的行情波动回顾



资料来源: 天软数据 华泰证券研究所

表格5: 光伏子板块下半年投资主线及受益公司

受益方向	财务状况筛选后的相关公司
电站投资:	海润光伏、航天机电、中利科技
受益多晶硅双反:	特变电工
国内政策受益最大:	阳光电源
一线龙头企业:	隆基股份, 阳光电源, 晶盛机电, 海润光伏

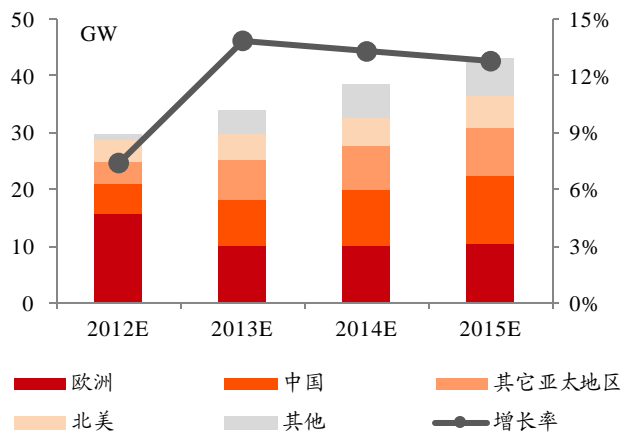
资料来源: 华泰证券研究所

基本面: 光伏产业链供需改善, 而竞争分化

我们认为光伏市场已经渡过了初期的快速成长阶段。同时伴随体量的增加, 以及全球区域分布的均衡化, 总量将很难因单一国家的爆发而出现高增长。中性预期下, 2013 年市场达到 35GW, 增长 15%, 并在未来 2 年维持增速, 装机在 2014 年会接近 40GW。

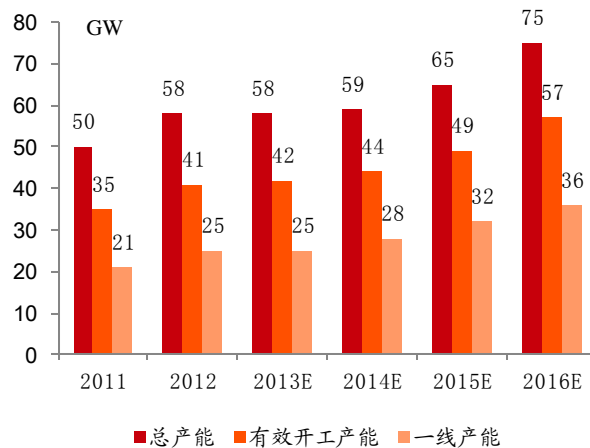
目前全球范围内的电池—组件总产能约 60~70GW, 处于有效运转的约 45GW。多晶硅产能还要更高。产业处在逐步的整合阶段, 供需关系将慢慢好转。但需要注意的是, 行业竞争的差异化加剧, 市场增量更多的被一线厂商所消化, 中小企业可能会长期维持较低的开工率。

图 17: 全球光伏装机的市场预期分布



资料来源: 华泰证券研究所

图 18: 全球电池组件产能情况



资料来源: SolarBuzz 华泰证券研究所

产业链价格及盈利能力短期保持稳定

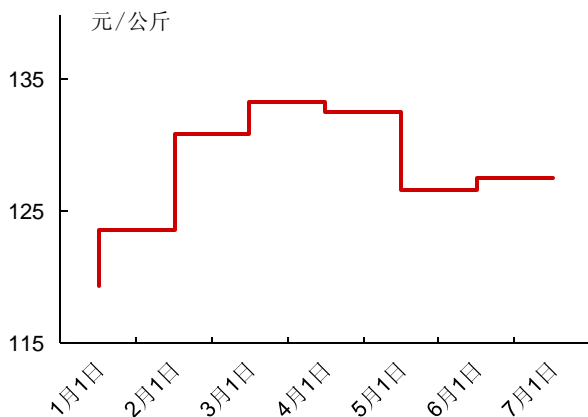
年初在多晶硅双反的预期下, 原料价格出现上涨, 带动全产业链价格回升, 后逐步维持平稳。同时由于企业大都在 2012 年报中做了资产减记, 使库存成本处于历史上的最低点。行业的盈利能力由此得到了一定改善。我们预计, 行业盈利在短期内将保持稳定, 下游的组件及电站, 仍是盈利最佳的两个环节。

表格6: 光伏产品国内现货报价变化幅度

产品	价格	周涨幅	月涨幅
原生多晶硅	17.7\$/kg	0.28%	0.05%
156 多晶硅片	0.21\$/W	0.28%	0.05%
156 多晶电池片	0.28\$/W	0.28%	0.05%
电池组件	0.54\$/W	0.28%	0.05%

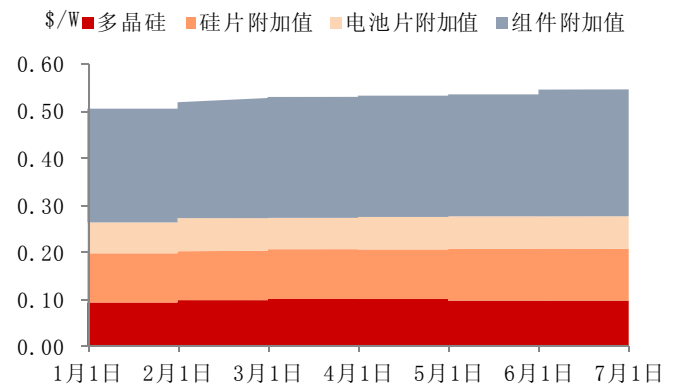
资料来源: PV News 华泰证券研究所

图 19: 2013 年国产多晶硅现货价格走势



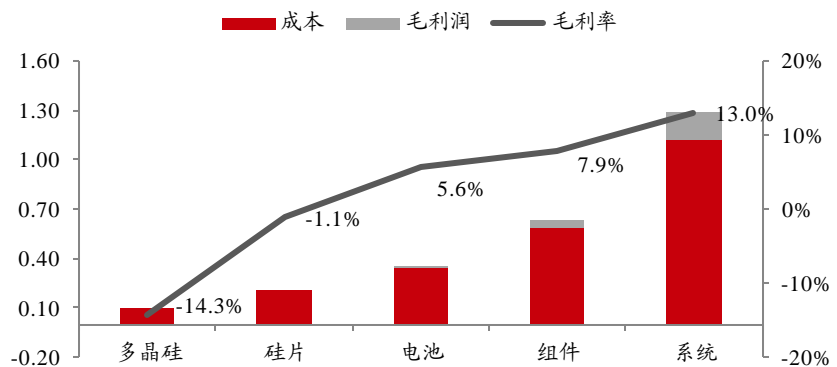
资料来源: PV News 华泰证券研究所

图 20: 2013 年光伏产业链附加值变化



资料来源: PV News 华泰证券研究所

图 21: 光伏产业链平均盈利情况测算



资料来源: 华泰证券研究所

下半年: 关注“国内政策”对弈“贸易纷争”

➤ 中欧: 价格承诺和总量限制

中欧光伏第二轮谈判已于 6 月 23 日进行, 目前大体框架达成一致, 主要围绕价格承诺和总量限制进行。但谈判进展并不顺利, 双方就最低价格方面存在分歧。

我们认为配额及价格的谈判结果很难共同达到国内厂商的预期, 势必要折中选择。但对谈判的结果, 我们保持谨慎乐观。

1) 配额限制将对供给端产生一定压力。如果对欧盟组件出口配额在 6~7GW 左右, 不考虑价格竞争力的因素, 预计中国的组件市占率将由 2012 年的 80% 下降至 60%, 出货量将由 13GW 下降至 6GW。

2) 价格承诺同样存在不确定性: 适中的价格虽能利好企业的结构性盈利能力, 但无法保证市占率的稳定。

➤ 多晶硅双反: 差异化低税率

我们维持此前的观点, 多晶硅征高税率的可能性在下降, 并可能执行差异化的合理税率。多晶硅价格大幅上涨的可能性较小。

1) 德国作为欧洲多晶硅的主要产地, 其立场是反对光伏双反的, 因此中国不太会恶意针对; 同时德国也是李克强总理首访欧洲的两国之一, 未来加强合作的可能性更高。

- 2) 来料加工理论上可以规避部分进口多晶硅的税率, 使征税的影响下降。
- 3) 对多晶硅征税会降低中国光伏产品的全球竞争力, 受到光伏中下游企业的强烈抵制。
- 国内政策: 电站模式受益, 补贴力度未定

国务院总理李克强 6月14日主持召开国务院常务会议, 研究促进光伏产业健康发展。光伏产业是新能源的重要方向, 要在努力巩固国际市场的同时, 用改革的办法, 发挥市场机制作用, 激发国内市场有效需求, 推动产业创新升级。我们认为会议主要强调了以下三个方面:

- 1) 完善电价补贴, 建立市场机制, 同时强调分布式的发展模式。
- 2) 加强电站模式的“后勤保障”支持, 利于 BT模式的顺利开展。
- 3) 鼓励重组, 优质企业的融资困难得到舒缓, 设备辅材类企业可能获得科技补贴。

比较确定的是, 会议解决了光伏电站并网不及时、限电、补贴滞后等问题, 使光伏发电项目的商业价值真正显现。但国内的市场规模是否会超预期, 还要看后续的补贴电价细则(预期中的配套细则: 光伏补贴方案, 行业准入门槛、可再生能源配额制、税惠、补贴基金上调等)。

我们推断, 中西部大型电站的规模将维持稳定, 主要发展潜力主要还是看分布式项目、及东部地区的大型电站。预计调价后的电站投资回报率(IRR)仍然可以维持在10%。但目前分布式的补贴方式, 仍然不利于商业推广, 可能会低预期。

表格7: 国内光伏细分市场预期

细分市场 (GW)	2013E	2014E
中西部-上网电价	4-5	4-5
东部上网电价	1	2-4
分布式-度电补贴	0.5	4-6
金太阳等部委政策	3	0
总计	8.5-9.5	10-15

资料来源: 华泰证券研究所

中长期: 估值将回归合理

我们认为, 光伏市场的中期复合增长率预计在10~20%, 假设中游制造环节能够回归3~5%的净利润水平, 则PS合理估值应0.5~1倍。目前板块价值在2.5倍左右, 不具备合理的价值支撑, 存在一定的风险。

我们判断, 下半年在国内支持、引导性政策的集中出台, 及贸易纷争的改善预期下, 光伏子板块仍可能带来事件性机会, 但长期看估值将回归合理。

表格8: 2012年光伏子板块上市公司 P/S 情况

公司名称	2012 P/S	公司名称	2012 P/S
中环股份	6.6	东方日升	3.1
中利科技	0.9	阳光电源	4.3
向日葵	4.7	航天机电	6.0
海润光伏	1.3	隆基股份	3.0
亿晶光电	2.3	—	—

资料来源: 华泰证券研究所

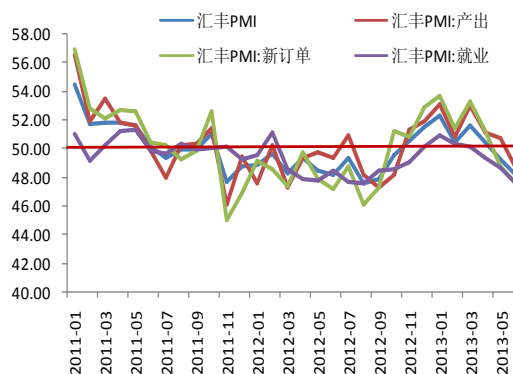
工控与节能板块：复苏力度减弱

变频器：复苏减弱，下半年同比增速放缓

2013年上半年工控行业需求呈弱复苏态势，且进入二季度后复苏力度减弱，这与国内经济弱复苏趋势一致。从汇丰PMI指数来看，5月份汇丰PMI继续下滑至48.2，显示经济复苏力量继续减弱，制造业需求环比呈下滑趋势。

在国内经济复苏动能减弱的大背景下，工控行业需求复苏也较弱；由于去年同期的低基数，我们预计二季度工控行业需求同比仍将实现正增长，但增幅10%以内。分产品来看，2013年上半年高压变频器需求同比可能没有增长，低压变频器则有10%以内的增长。

图 22: 2011年至今汇丰PMI指数变动情况



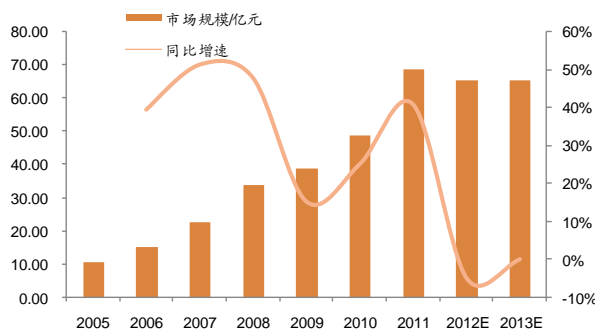
资料来源: WIND 资讯 华泰证券研究所

进入下半年，我们认为，工控行业需求同比增速将出现环比回落，甚至可能没有增长。这一方面因为国内经济复苏动能逐步减弱，制造业需求也会维持弱势；另一方面则由于去年下半年工控行业即开始复苏，需求同比降幅缩窄，基数相对较高。

高压变频器需求全年几无增长，价格基本企稳

高压变频器主要满足电机节能需求，其下游主要是电力、冶金、煤矿等高耗能行业，长远来看，一方面高耗能行业产能过剩问题突出，盈利艰难，投资冲动将会受到制约；另一方面诸如水泥、电力等行业的电机变频化率已经较高，未来改造空间有限；因此行业整体增速将从原来50%以上回落至10%~15%左右。2013年上半年，市场期待的火电脱硝改造带来的新增需求尚未释放，下半年市场估计也难以启动，因此高压变频器新增订单难有增长。

图 23: 高压变频器市场规模统计与预测 (按新增订单额)



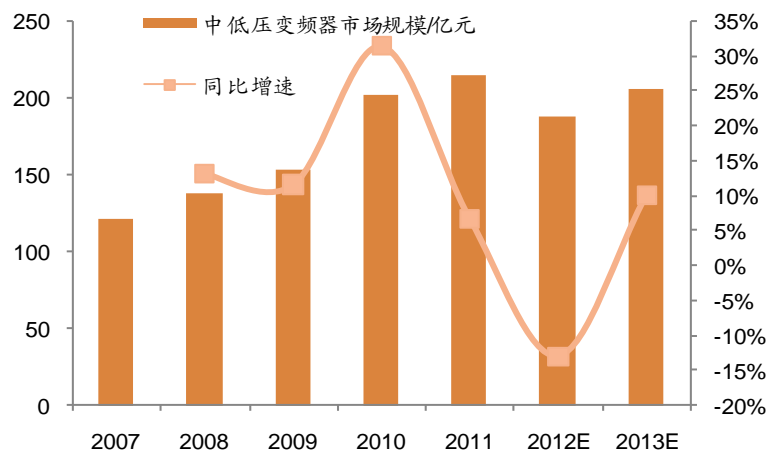
资料来源: 变频器世界 华泰证券研究所

高压变频市场经过几年的价格战，目前市场格局已基本定型，前 5~6 家高压变频企业垄断市场，龙头企业增速基本与行业整体增速一致。个别采取 EMC 模式的企业可能获得更快发展，但由于垫资，企业现金流会较差，而且存在回款风险，我们并不看好该扩张模式。我们认为，通用产品价格已基本企稳，毛利率基本已在 30% 以下，高性能产品仍然以外资品牌为主，毛利率水平仍可维持 60% 以上。

中低压变频弱复苏，增速将低于 10%

对中低压变频而言，投资的加快有利于项目型市场的复苏。但新一届政府上台后，对经济低增速有一定容忍，希望能以此换取调结构的机会，因此我们判断，下半年投资对项目型市场的拉动将有限；而 OEM 市场则因下游终端行业产能过剩，需求复苏将受到压制，仅个别消费类行业需求会较好。总体来看，由于 2012 年中低压变频器需求出现负增长带来的低基数效应，2013 年弱复苏下行业可能实现 10% 以内的正增长。

图 24: 中低压变频器市场规模统计与预测



资料来源: 工控网 华泰证券研究所

复苏减弱，企业业绩分化可能加大

对高压变频企业而言，由于订单跨期结算，结算周期一般 8~9 个月，结合 2012 年及 2013 年上半年的新增订单来看，高压变频企业在 2013 年全年都难有较好的业绩表现，预计业绩亦几无增长右。

对中低压变频企业而言，由于国内企业主要做 OEM 市场，受制于主要下游产能过剩（机床、纺机等），OEM 市场复苏力度较弱，单纯依靠中低压通用产品的企业将面临行业增低而竞争加剧的风险，其收入和利润增速都面临很大的挑战；但对新产品储备丰富，产品线不断延伸的企业而言，由于新产品放量以及传统市场份额的提升，其收入和利润增速将得到保障。

余热锅炉：需求不旺，燃机余热是唯一亮点

余热锅炉市场主要可分为工业余热利用、燃机余热利用和垃圾焚烧余热利用等，各细分市场呈现出不同的发展态势，燃机余热市场是唯一亮点。

从近期市场需求来看，工业余热利用市场仍然相对疲软，市场仍集中在钢铁、有色行业，其

他行业需求较少。工业余热利用市场在经历了水泥窑余热利用市场的大发展后已开始逐步下滑，钢铁、有色领域的余热利用渗透率也在提高，市场空间将越来越小。

燃机余热锅炉受益于国内天然气发电市场的发展，需求旺盛，“十二五”期间市场容量估计接近 100 亿元。2012~2013 年是燃机发电招标的高峰，今年燃机余热锅炉需求还会维持较高水平，但同比不会有太大的增长。从市场竞争来看，传统电源建设放缓导致东锅等一线锅炉企业出于产能利用率的考虑也开始进入燃机余热锅炉市场，竞争日益激烈，市场格局有较大改变，杭锅的市场份额下滑较快，华光和东锅的市场份额则有所上升；另外毛利率也大幅下降，目前毛利率已从 20% 跌至 14% 左右，企业盈利空间受到大幅挤压。

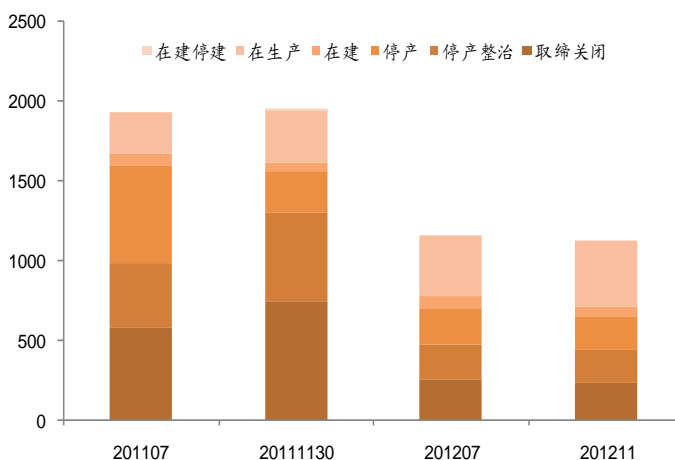
垃圾焚烧已成为城市垃圾处理的重要方式，未来在垃圾处理市场中的占比还会提高，但其发展面临很多困难：首先焚烧产生的有害烟气对生活环境的污染导致垃圾焚烧厂的选址和建设充满着重重阻碍，尤其是在经济发达地区，百姓维权意识较强，往往导致垃圾焚烧项目的缓建甚至停建；其次垃圾焚烧的经济性并不显著，而且垃圾处理费及电价补贴的支付到位没有有效机制保障；第三垃圾焚烧是资金密集型产业，在投资乏力、经济低迷的市场环境下，企业的动力略显不足。因此我们认为垃圾焚烧市场的发展存在较大的不确定性，主要依赖于环保政策的支持力度以及地方政府的资金配套情况，乐观估计“十二五”期间的市场规模可达到 37.5 亿元，杭锅股份、华光股份、华西能源均会受益。

铅蓄电池：开工率持续低迷，下半年旺季到来将有所改善

在产产能大幅恢复，开工率维持低位

根据环保部最新公布的各省铅蓄电池企业情况，截至 2012 年 11 月底，全国铅蓄电池企业 1151 家，其中在产企业 414 家，占比 36.0%，在建企业 67 家，取缔关闭 242 家，停产整治 207 家，停产 201 家。与 2011 年同期相比，铅蓄电池企业数量减少 810 家，但在产企业增加 82 家；与 2012 年 7 月底相比，企业数量仅减少 16 家，在产企业增加 25 家。由此可见，行业整治已导致大量不合格的铅蓄电池企业关闭，企业数量大幅减少，但到 2012 年底，大规模的整治已基本接近尾声，未来将进入对铅蓄电池企业的持续、动态管理期。

图 25: 铅蓄电池企业数量



资料来源: 环保部 华泰证券研究所

注: 2012 年 11 月底公布的数据中, 河北省有 1 家企业拆除设备; 广东省有 19 家企业未注明生产状态。

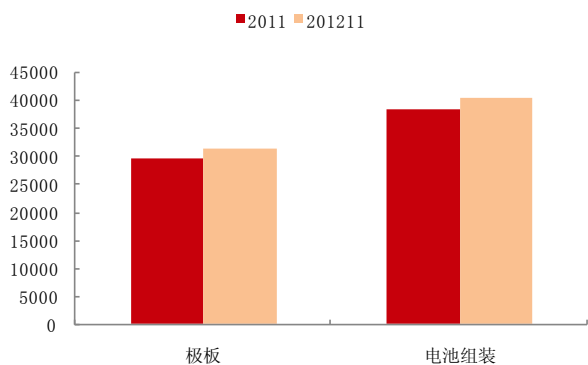
在行业整治过程中，从总产能来看，全行业变化不大，极板和电池组装总产能分别维持在 3 亿 kVAh 和 4 亿 kVAh 左右，但在产产能变化较大。随着企业搬迁、整改的完成以及部分在

建产能的释放，铅蓄电池在产企业数量稳步增加，在产产能快速增长。

截止2012年11月底，电池组装在产企业350家，在产产能2.61亿kVAh，同比增长74.40%；电池极板在产企业224家，在产产能2.22亿kVAh，同比增长82.06%。2012年全国铅蓄电池产量1.75亿kVAh，以在产电池组装及极板产能测算的产能利用率分别仅为67.05%和78.83%，行业产能的快速恢复导致铅蓄电池产能过剩的市场格局依旧，行业开工率维持低位。

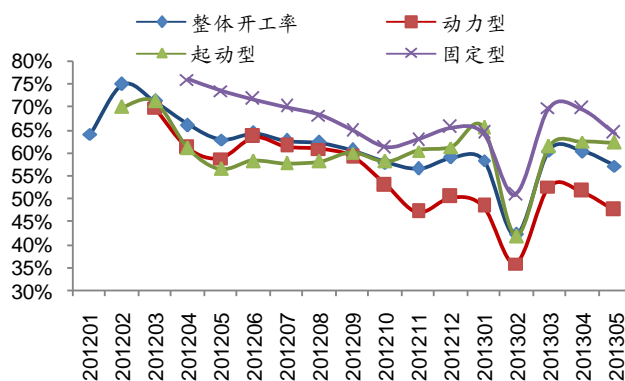
从上海有色金属网跟踪的铅蓄电池行业开工率数据来看，2012年行业整体开工率持续下降，进入2013年，行业整体开工率最高仅60%左右，5月份又降至60%以内，为57.17%，其中动力电池最差，开工率已不足50%。

图 26: 铅蓄电池行业总产能 万 kVAh



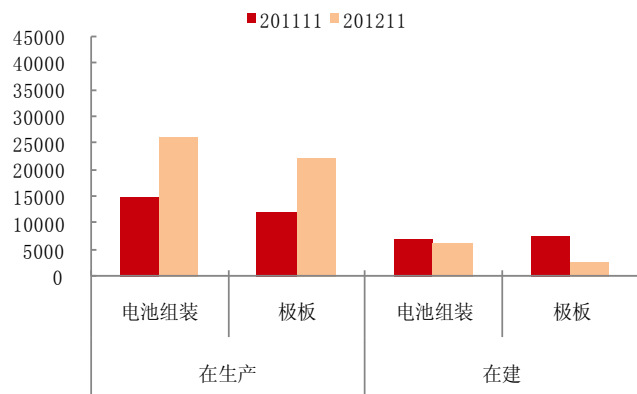
资料来源: 环保部 华泰证券研究所

图 27: 铅蓄电池行业开工率持续下降



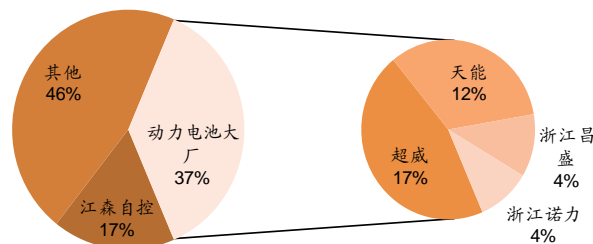
资料来源: 上海有色金属网 华泰证券研究所

图 28: 铅蓄电池行业在产/在建产能情况 万 kVAh



资料来源: 环保部 华泰证券研究所

图 29: 铅蓄电池在建产能分布

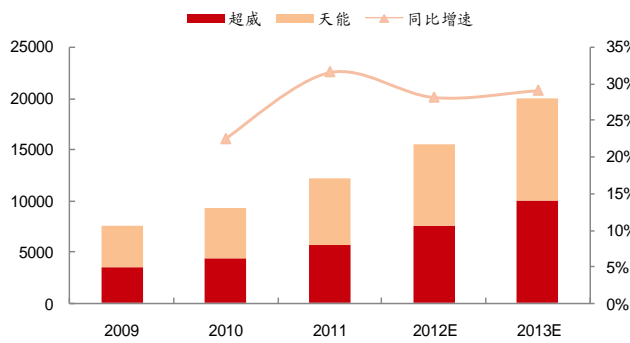


资料来源: 环保部 华泰证券研究所

动力电池价格战又起，下半年盈利更加艰难

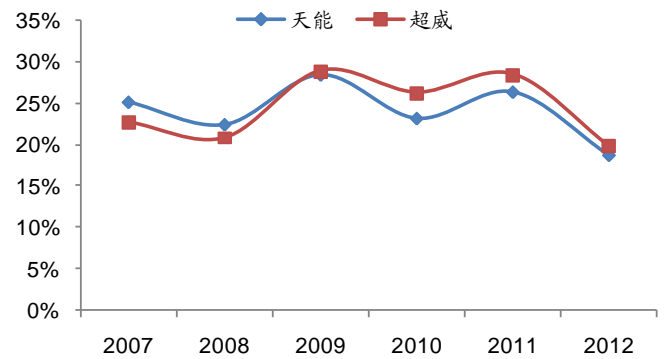
对电动自行车而言，行业产能扩张最快，2013年在建产能投放压力最大，同时电动自行车行业增速放缓至个位数，供过于求压力逐渐加大。而天能、超威两大寡头为争夺市场份额，在2013年春节后开始降价，掀起新一轮价格战，48V 12Ah 电池价格最低已到300元/组，与二三线品牌价格差距进一步缩小，中小企业普遍出现停减产现象。考虑到两大寡头今年新产能的投放压力，可能会引致行业进一步洗牌，大量守法经营的中小规模企业将关闭。虽然过剩产能出清利好长期市场格局，但短期来看，动力电池企业盈利压力将越来越大，天能、超威都已发出中报业绩同比大幅下滑警告。

图 30: 超威和天能的产能扩张计划 万个



资料来源: 公司公告 华泰证券研究所

图 31: 超威和天能的毛利率呈下滑态势

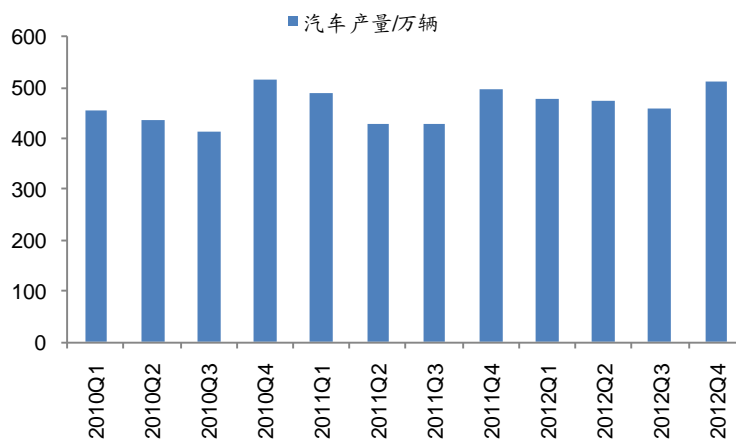


资料来源: 公司公告 华泰证券研究所

起动电池上半年价格承压，下半年预计将逐步好转

对汽车行业而言，每年二季度、三季度是传统的销售淡季；同时起动电池一般在气温偏低时容易出现更换需求，二、三季度温度渐高，更换需求也将受到压制；需求不旺再加上供给的恢复，起动电池价格也承受一定压力，同时一季度铅价下行，铅蓄电池铅价联动的定价方式加大了起动电池价格下行压力。我们预计，三季度此种状态还会有所延续，四季度进入销售旺季，需求及价格将有所回暖。

图 32: 2011 年~2012 年汽车季度产量 万辆



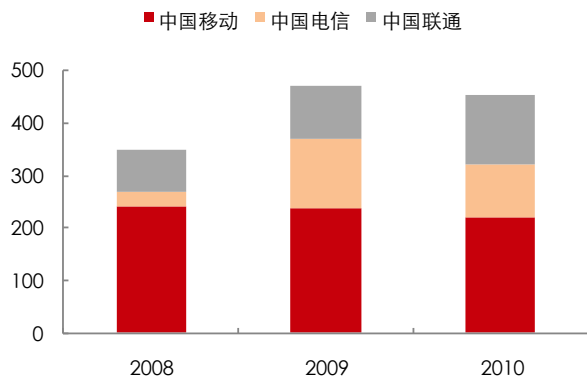
资料来源: WIND 资讯 华泰证券研究所

通信行业需求稳定增长，但价格无明显上涨

今年 3 月 6 日，工信部部长苗圩表示 4G 牌照估计今年年内发放，根据中国移动规划，2013 年 TD-LTE 基站将超过 20 万个，比 2012 年的 2 万个增长 9 倍，新增约 18 万个。4G 建设的大规模铺开将拉动通信基站投资增长，从而拉动电信行业投资增速由负转为 10% 左右的正增长，通信电池需求也将实现接近两位数的增长。

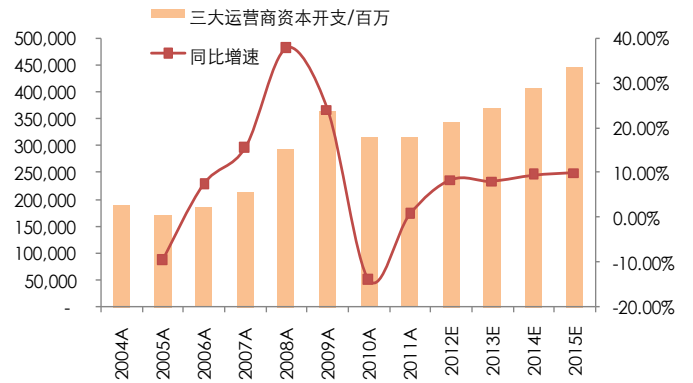
中国移动已于 6 月启动招标，中国电信预计会在四季度开始招标，因此下半年通信行业投资将提速，通信后备电池需求也将得到保障。相对于起动和动力电池而言，通信电池以集中招标为主，下游需求方处于强势地位，长期供货协议价格维持较低水平，2013 年中国电信的电池招标价格上浮 10% 左右，但从今年中国移动招标来看，通信电池价格上涨不明显，基本维持平稳。

图 33: 三大运营商的通信电池招标量 万 kWh



资料来源: 公司公告 华泰证券研究所

图 34: 中国三大运营商资本开支预测



资料来源: 公司公告 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路90号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街2号月坛大厦5楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 / 传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn