

证券研究报告—深度报告

机械设备

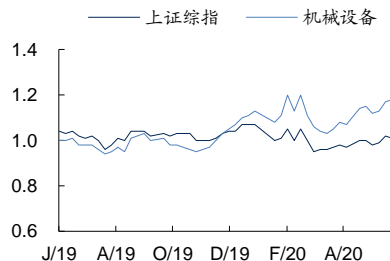
机械行业 2020 年中投资策略暨
6 月策略

中性

(维持评级)

2020 年 06 月 17 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《机械行业 2019&20Q1 财报总结暨 5 月策略: 关注长期趋势, 精选优质个股》——2020-05-12
《机械行业 2020 年 4 月策略: 检测产业链梳理》——2020-04-14
《机械行业 2020 年 03 月策略: 半导体装备产业链梳理》——2020-03-09
《机械行业 2020 年 2 月策略: 锂电装备产业链梳理》——2020-02-13
《机械行业 2020 年 1 月策略: 制造业复苏产业链梳理》——2020-01-22

证券分析师: 贺泽安

E-MAIL: hezean@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080003

证券分析师: 吴双

E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519120001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

把握结构性机会, 精选优质赛道龙头公司

● 行业基本面回顾与展望

机械行业整体延续了自 2016 年底以来的景气周期, 行业营收和业绩稳步增长, 经营质量持续改善。尤其是以工程机械为代表的传统周期机械财务表现出色, 带动行业景气向好, 另轨交装备、光伏和油气装备景气度显著提升, 激光、工业自动化、注塑机等子板块景气出现触底反弹。

当前时点看, 短期的内外部经济环境、疫情等因素并不明朗, 企业的经营基本面触底时点、反弹力度仍旧需要评估, 因此我们认为目前阶段的选股应当基于长期的产业逻辑、公司的竞争力和资本市场的估值水平来综合考虑, 精选长期胜出概率大的公司, 而不是着眼于短期的行业或者业绩爆发力。

● 投资建议: 寻找结构性机会

基于总量需求的担忧和对经济增长的不确定性的担忧, 我们认为机会依旧是结构性的, 我们维持 2018 年下半年以来对行业的“中性”评级。

从投资主线的角度, 我们持续看好 4 个方向:

1) 商业模式好、增长空间大的检测服务行业: 重点推荐华测检测、广电计量、安车检测(汽车组覆盖)、迪安诊断(医药组覆盖), 其他关注苏试试验、康达新材、国检集团、电科院。

2) 景气度高的专用装备行业: a、半导体装备行业重点推荐汉钟精机, 其他关注北方华创等; b、锂电装备行业重点推荐杭可科技, 其他关注先导智能; c、光伏装备行业重点推荐捷佳伟创; d、核电装备行业重点推荐应流股份、中密控股、江苏神通。

3) 左侧布局受益制造业见底复苏的通用行业: a、激光行业重点推荐柏楚电子, 其他关注锐科激光; b、注塑机行业重点推荐伊之密; c、工业自动化重点推荐拓斯达。

4) 受益基建等拉动内需增长的方向: a、工程机械行业重点推荐三一重工、恒立液压、浙江鼎力; b、轨交装备行业重点推荐交控科技。

● 行业重点推荐组合

重点组合: 华测检测、广电计量; 柏楚电子、浙江鼎力、恒立液压、三一重工、汉钟精机、杭可科技、捷佳伟创、北方华创、伊之密。组合(等权重) 5 月表现 5.01%, 中信机械指数 0.72%, 沪深 300 -1.16%。

其余建议关注: 应流股份、江苏神通、交控科技、苏试试验、国检集团、康达新材、锐科激光等。

● 风险提示:

宏观经济下行、中美贸易摩擦、汇率大幅波动。

内容目录

5月行情回顾	4
5月机械板块重点推荐组合表现	4
5月机械板块上涨0.72%，跑赢沪深300 1.88个点	4
5月机械板块TTM市盈率基本平稳	5
5月机械子行业中新能源汽车装备、电梯装备、光伏装备涨幅靠前	6
行业投资建议：把握结构性机会，精选优质赛道龙头公司	8
华测检测：扬帆起航的民营第三方检测龙头，行稳致远打造百年老店	8
广电计量：成长最快的第三方综合性检测公司，业绩拐点将至	9
苏试试验：收购半导体检测龙头上海宜特，强协同效应加速公司成长	10
康达新材：风电快速增长可期，拟收购京瀚禹切入军工电子元器件检测	10
杭可科技：锂电后段设备龙头持续成长可期	11
柏楚电子：激光切割控制系统龙头，充分受益激光渗透加速和高功率进口替代	12
伊之密：周期底部或将反转，控股股东全额认购定增股票彰显发展信心	12
汉钟精机：崛起中的国内半导体真空设备龙头，深度受益下游需求向好	13
应流股份：两机叶片放量，固定资产投资放缓，业绩步入拐点期	14
江苏神通：在手订单创新高，未来几年营收业绩高确定性增长	14
三一重工：疫情影响短期业绩承压，持续受益基建回暖看好全年表现	15
恒立液压：液压件龙头，泵阀持续放量加速成长	16
浙江鼎力：国内需求旺盛业绩大超预期，期待臂式产品放量加速成长	16
风险提示	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 机械行业（中信分类）单月涨跌幅	5
图 2: 机械行业（中信分类）单年/月涨跌幅全行业排名	5
图 3: 中信一级行业 5 月单月涨跌幅排名	5
图 4: 机械行业（中信分类）近 10 年 PE（TTM）/PB	5
图 5: 机械行业（中信分类）近 2 年 PE（TTM）/PB	5
图 6: 机械子行业 5 月单月涨跌幅排名	6
图 7: 机械子行业 2020 年至今涨跌幅排名	6
图 8: 机械行业 2020 年至今涨跌幅前后五名	7
图 9: 机械行业 5 月涨跌幅前后五名	7
表 1: 国信机械月度组合收益情况	4
表 2: 重点推荐公司最新估值	4

5 月行情回顾

5 月机械板块重点推荐组合表现

我们今年 5 月份的重点推荐组合为：汉钟精机、华测检测、广电计量、恒立液压、应流股份、浙江鼎力、三一重工、杰瑞股份、先导智能、杭可科技、捷佳伟创、北方华创、锐科激光、捷昌驱动、伊之密、杰克股份、江苏神通。组合（等权重）5 月表现 5.01%，中信机械指数 0.72%，沪深 300 -1.16%。

6 月份重点推荐组合包括：华测检测、广电计量；柏楚电子、浙江鼎力、恒立液压、三一重工；汉钟精机、杭可科技、捷佳伟创、北方华创、伊之密。

关注股票池，主要包括：中微公司、先导智能、晶盛机电、美亚光电、石头科技、科沃斯、杰瑞股份、机器人、锐科激光、华兴源创、建设机械、精测电子、豪迈科技、杭氧股份、科瑞技术、捷昌驱动、交控科技、杰克股份、应流股份、中密控股、江苏神通、国检集团、电科院、苏试试验、康达新材、伊之密，其中已覆盖标的建议关注：应流股份、江苏神通、苏试试验、国检集团、康达新材、交控科技、锐科激光等。

表 1：国信机械月度组合收益情况

月份	组合收益率	沪深 300 收益率	机械板块收益率
2020 年以来	13.07%	-5.60%	0.69%
2020 年 05 月	5.01%	-1.16%	0.72%
2020 年 04 月	14.78%	6.14%	5.52%
2020 年 03 月	-16.43%	-6.44%	-6.69%
2020 年 02 月	4.84%	-1.59%	0.94%
2020 年 01 月	7.07%	-2.26%	-0.80%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 2：重点推荐公司最新估值

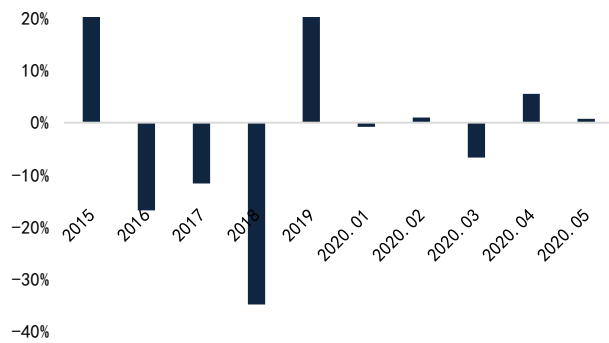
公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			EPS（元）			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
汉钟精机	60.57	2.46	3.06	3.85	0.46	0.57	0.72	24.62	19.79	15.73
华测检测	306.07	4.76	5.79	7.46	0.29	0.35	1.11	64.25	52.89	41.04
广电计量	134.91	1.69	2.26	3.41	0.32	0.43	4.82	79.64	59.83	39.61
柏楚电子	151.99	2.46	2.64	3.82	2.46	2.64	151.99	61.78	57.57	39.79
恒立液压	651.62	12.96	15.89	18.69	1.47	1.80	8.38	50.28	41.01	34.86
三一重工	1652.52	112.07	135.78	151.97	1.33	1.61	0.23	14.75	12.17	10.87
浙江鼎力	352.56	6.94	8.01	10.47	1.43	1.65	14.96	50.80	44.03	33.68
杭可科技	191.16	2.91	4.47	5.74	0.73	1.11	11.89	65.69	42.76	33.30
捷佳伟创	256.43	3.82	6.04	8.11	1.19	1.88	24.85	67.13	42.46	31.62
北方华创	738.71	3.09	5.07	7.41	0.62	1.02	30.13	239.07	145.70	99.69

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理及预测

5 月机械板块上涨 0.72%，跑赢沪深 300 1.88 个点

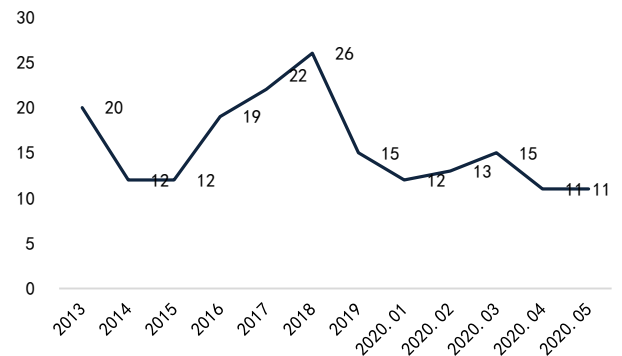
5 月份市场整体略有下滑。机械行业（中信分类）指数上涨 0.72%，跑赢沪深 300 指数 1.88 个百分点。从全行业看，机械行业 5 月涨幅在 30 个行业（中信分类）中排第 11 位。

图 1: 机械行业（中信分类）单月涨跌幅



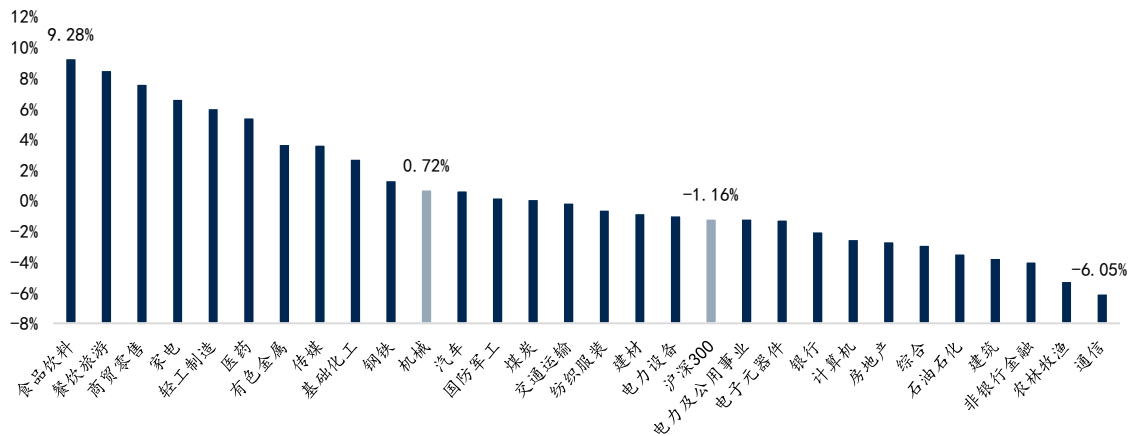
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 机械行业（中信分类）单年/月涨跌幅全行业排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 中信一级行业 5 月单月涨跌幅排名

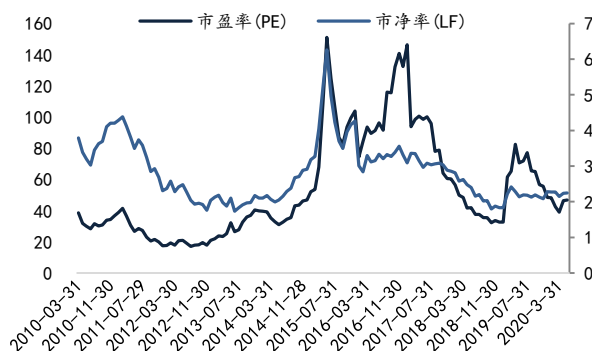


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

5 月机械板块 TTM 市盈率基本平稳

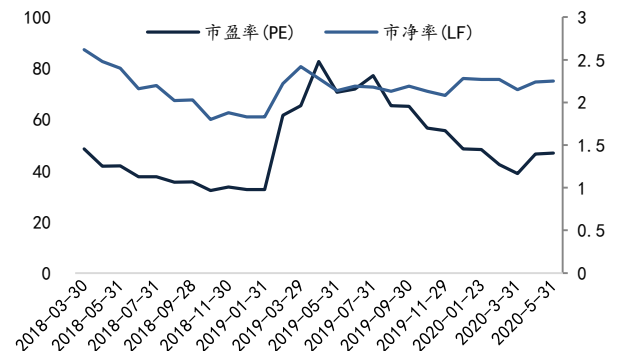
截止 5 月 31 日收盘日，从市盈率看，机械行业 TTM 市盈率约为 46.87 倍。从市净率看，机械行业市净率约为 2.25 倍，处于历史较低位置。

图 4: 机械行业（中信分类）近 10 年 PE (TTM) /PB



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 机械行业（中信分类）近 2 年 PE (TTM) /PB

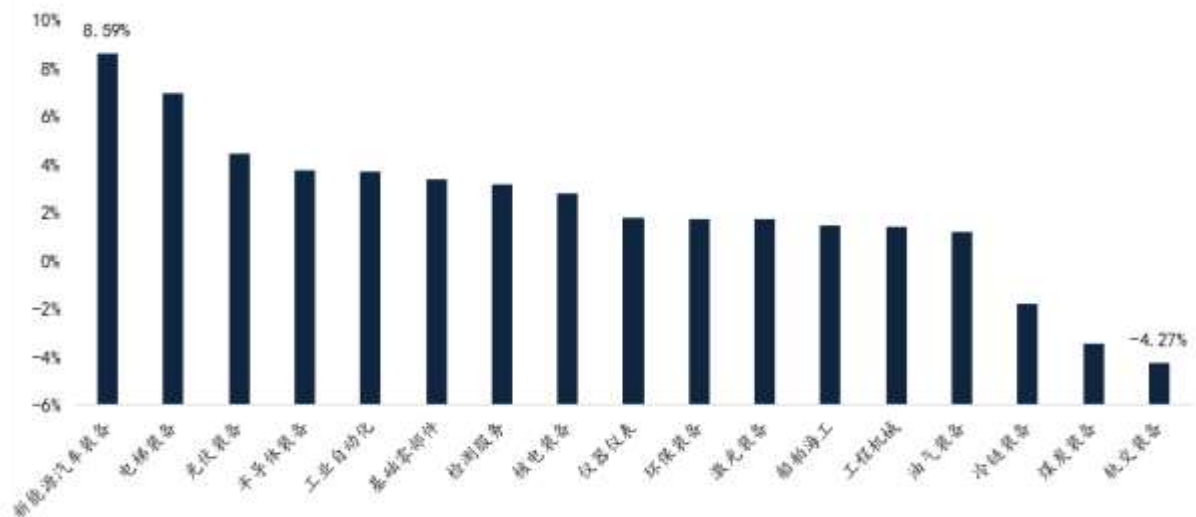


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

5月机械子行业中新能源汽车装备、电梯装备、光伏装备涨幅靠前

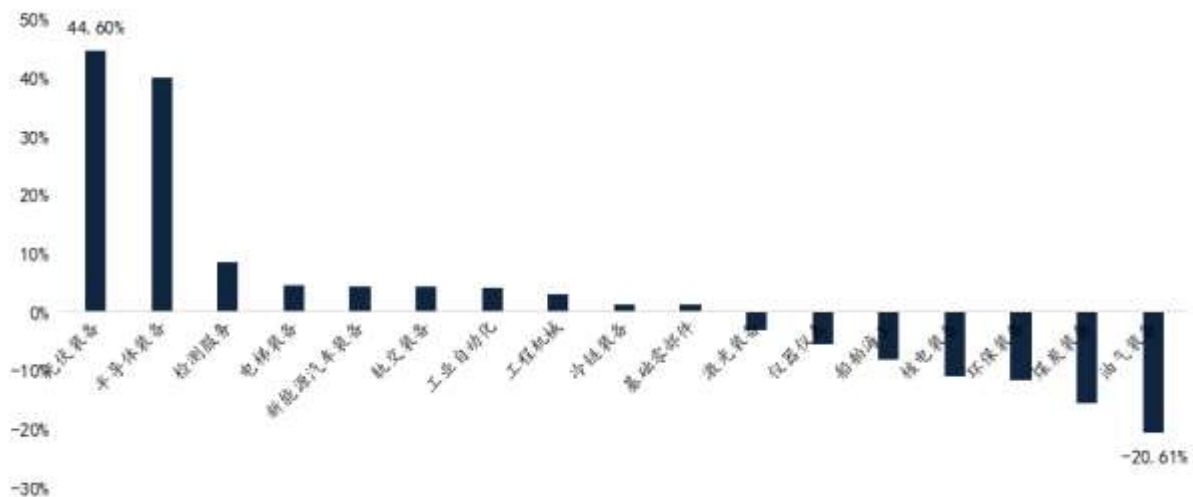
从我们分类的 17 个机械子行业（各子行业按等权重加权）来看，5 月份**新能源汽车装备、电梯装备、光伏装备涨幅靠前**，冷链装备、煤炭装备、轨交装备涨幅靠后。2020 年以来（截至到 6 月 5 日），**光伏装备、半导体装备、检测服务涨幅靠前**，环保装备、煤炭装备、油气装备涨幅靠后。

图 6：机械子行业 5 月单月涨跌幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

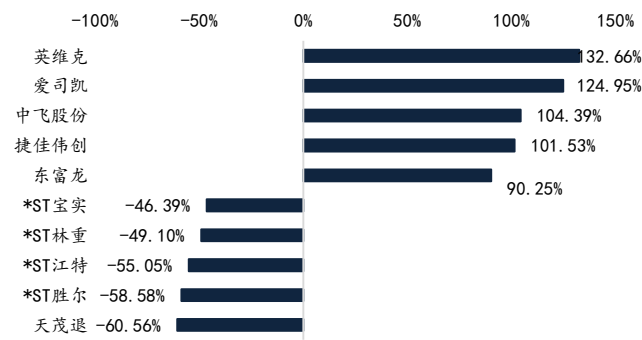
图 7：机械子行业 2020 年至今涨跌幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

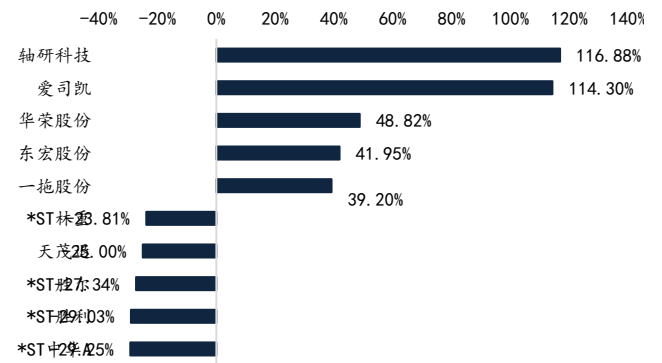
从个股表现来看，2020 年至今（截止到 6 月 5 日）涨跌幅排名前五位的公司分别为：英维克、爱司凯、中飞股份、捷佳伟创、东富龙；5 月单月涨跌幅排名前五位的公司分别为：轴研科技、爱司凯、华荣股份、东宏股份、一拖股份。

图 8: 机械行业 2020 年至今涨跌幅前后五名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 机械行业 5 月涨跌幅前后五名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

行业投资建议：把握结构性机会，精选优质赛道龙头公司

当前时点，短期的内外部经济环境、疫情等因素并不明朗，企业的经营基本面触底时点、反弹力度仍旧需要评估，因此我们认为目前阶段的选股应当基于长期的产业逻辑、公司的竞争力和资本市场的估值水平来综合考虑，精选长期胜出概率大的公司，而不是着眼于短期的行业或者业绩爆发力。从投资主线的角度，我们持续看好4个方向：

1) 商业模式好、增长空间大的检测服务行业：重点推荐华测检测、广电计量、安车检测（汽车组覆盖）、迪安诊断（医药组覆盖），其他关注苏试试验、康达新材、国检集团、电科院。

2) 景气度高的专用装备行业：a、半导体装备行业重点推荐**汉钟精机**，其他关注北方华创等；b、锂电装备行业重点推荐**杭可科技**，其他关注先导智能；c、光伏装备行业重点推荐**捷佳伟创**；d、核电装备行业重点推荐**应流股份、中密控股、江苏神通**。

3) 左侧布局受益制造业见底复苏的通用行业：a、激光行业重点推荐**柏楚电子**，其他关注锐科激光；b、注塑机行业重点推荐**伊之密**；c、工业自动化重点推荐**拓斯达**。

4) 受益基建等拉动内需增长的方向：a、工程机械行业重点推荐**三一重工、恒立液压、浙江鼎力**；b、轨交装备行业重点推荐**交控科技**。

华测检测：扬帆起航的民营第三方检测龙头，行稳致远打造百年老店

行业：检测市场空间大、增长稳，处于成长阶段

检测行业是一个人力密集、资产驱动的服务性（偏消费属性）行业，受益于QHSE需求不断增长+国内市场从垄断走向开放，行业中短期处于成长阶段，长期稳健持续增长，且得益于先收钱再出报告的付费模式，检测龙头公司先发优势显著，长期看能永续经营分享公司成长的红利，中短期检测公司的超额收益往往来自于公司自身经营周期的一个变化，其经营周期主要就体现在检测行业是一个人力密集、资产驱动的服务性行业，往往在大量资本开支的时候会显著压低公司的盈利能力（储备人力成本，折旧成本等），当投入告一段落，资本开支放缓的时候，就会迎来2~3年的一个利润释放红利期。

公司：第三方检测国内龙头，内生+外延提份额、扩赛道，稳定持续增长

华测检测战略目标清晰，一直将发展放在第一位，自2005年以来持续进行多产品线、多网点布局，一方面通过新设实验室和成立地区分公司完善布局加快内生发展，另一方面通过持续收购新的检测机构外延拓展新市场，公司2007-2018年收入/净利润CAGR达33%/19%，逐步成长为国内最大的民营第三方检测机构。公司目前已基本完成业务布局和建立遍及全国的区域网络，形成了明显的先发优势，基于国内领先的研发能力和诚信、独立的原则多年来逐步构筑了强大的市场公信力，与管理水平共同构筑其核心竞争力。当前公司在环保检测、食品检测、贸易保障检测等多个领域等居于行业领先地位，新业务不断拓展打开更高天花板，自2018年下半年以来金进入利润释放红利期，叠加公司推线精细化管理持续兑现业绩，我们认为今明两年业绩释放有望延续，净利率提升空间仍然不小。

公司全面战略转型，管理提效，利润快速释放

公司因扩张较快叠加管理粗犷等导致近几年利润受到压制，18年起公司开始战

略转型，以利润为导向，通过精细化管理推动人均产值和实验室产能利用率的提升，强调高质量增长，18 年已初见成效，实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 101.63%，19 年业绩同比增长 76%，延续这一趋势。

投资建议：短期疫情不改业绩持续释放趋势，维持“买入”评级

长期维度看，伴随着国内产业转型升级，中国也必然会诞生类似于全球龙头 SGS 的大型综合性检测机构，华测检测最有望成为中国的“SGS”，我们预计 2020-22 年归母净利润至 5.79/7.46/9.34 亿元，对应 PE 53/41/33 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

整体经济下行；公信力受不利事件影响；行业竞争加剧。

广电计量：成长最快的第三方综合性检测公司，业绩拐点将至

检测市场空间大、增长稳，商业模式好

检测行业是一个人力和知识密集型的服务行业，受全社会对 QHSE（质量、健康、安全、环境）要求不断提高而持续发展，特别的中国检测市场还处于从垄断走向开放，政策推动市场准入逐步放宽，市场化进程加快的过程，行业仍处于成长阶段。全球/中国检测市场规模超 10000/2800 亿元，近 10 年 CAGR 达 9%/19%，其中中国第三方检测市场规模超 1000 亿元，近 10 年 CAGR 25%。检测行业竞争格局极为分散，全球/中国 Top3 市占率均不到 10%，95%都是小微机构，长尾效应显著，其服务客户同样分布广泛，再得益于检测服务高频次低单价、检测周期短的消费属性，使得检测公司具有较强的议价权、现金流极其优异，**资质+长期积累形成的公信力（核心竞争力）+业务及服务网络布局（先发及服务优势）+管理水平**共同构筑优秀检测公司的高壁垒，特别是综合性检测机构独有的“一站式”服务优势进一步强化护城河。

成长最快的第三方综合性检测机构，差异化竞争优势显著

公司以计量服务业务起家，逐步成长为国内领先的第三方综合性检测机构，在计量校准、可靠性与环境试验、电磁兼容检测等领域居于行业领先地位，合计收入占比超 70%，近年通过扩建原有实验室/布局新实验室网点不断巩固现有业务，另切入并大力发展化学分析、食品检测及环保检测新业务。公司 2012-18 年收入/归母净利润 CAGR 达 41.57%/47.49%，在可比上市公司中增速最快。公司治理好，主要体现在：**1）体制机制优势：**广州国资委控股+核心管理层持股，完全市场化经营、激励充分，在政府及各行业大型客户的认可更具优势，大客户占比高（年交易 100/10 万元以上客户营收占比超 35%/75%）；**2）细分领域公信力显著，业务布局完善：**公司在计量服务、可靠性与环境实验及电磁兼容检测领域资质完善、全国性布局已基本完成，处于行业领先地位，得到了质量监督/环保/食品等政府部门及南方电网/中车/中航工业/广汽/华为等大型客户的充分认可，当前先发优势显著，部分行业具备垄断优势，协同新发展的环保检测/食品检测/化学分析逐步构建“一站式”检验检测服务优势。

净利润拐点将至，未来 3 年步入收获期

公司近年来加大资本开支，一方面通过扩建原有实验室、布局新的实验室网点不断巩固、提升现有优势业务，另一方面持续加大市场和技术投入，大力发展化学分析、食品检测及环保监测等新的业务领域，当前业务发展态势良好。不过受实验室费用前置效应且新投产实验室产能利用率暂未释放，叠加资本开支增加有息负债带来财务费用大幅增加，使得公司利润率从 17 年来持续收缩，当前主营优势业务全国布局已基本完成，新兴业务稳健发展，我们预计未来 3 年随着实验室产能利用率逐步提升+财务费用率稳中有降，公司将进入收获期，收入保持快速增长，利润率触底回升，业绩弹性将加速释放。

投资建议：成长确定性高，净利润将加速释放，维持“买入”评级

公司质地突出，成长确定性高，近两年加大资本开支导致利润率收缩，未来 3 年将进入收获期，收入保持快速增长，利润率触底回升。我们预计 2020-22 年归母净利润 2.26/3.41/5.12 亿元，对应 PE 60/40/26 倍。维持“买入”评级。

风险提示：

业绩释放不及预期；公信力受不利事件影响；行业竞争加剧。

**苏试试验：收购半导体检测龙头上海宜特，强协同效应加速公司成长
可靠性与环境试验业务的先行者，成长天花板不断突破**

公司以可靠性与环境试验设备起家，业务逐步拓展到可靠性与环境试验服务，实现“设备+试验服务”双轮驱动，在行业内均处于领先地位。从业务看，1) 设备业务产品品类从力学环境进一步拓展到气候环境设备及三综合试验系统，市场天花板从 30 亿元增至超过 100 亿元，打开公司设备业务的成长空间，后续随着公司温湿度环境试验箱技改扩建项目完成，未来几年有望提速发展，同时公司 19 年 7 月收购重庆四达，将进一步扩展公司环境试验设备产品线，提升公司在环境试验设备行业地位；2) 可靠性与环境试验业务属于服务类业务，业务周期性弱，行业当前处于快速成长阶段，整体保持较快增长，近年进一步布局电磁兼容检测，和可靠性与环境试验形成极强的业务协同性，共同加速检测服务业务的发展。

收购上海宜特，强协同效应打造半导体全产业链检测服务提供商

2019 年 9 月 27 日公司公告以 2.8 亿元人民币收购上海宜特 100% 股权，正式切入半导体检测领域。上海宜特是国内半导体检测龙头，业务主要涵盖集成电路可靠度验证、失效分析、晶圆材料分析等，客户包括博世、高通、三星电子等外资 IC 产业龙头以及华为海思、寒武纪、地平线托等国内知名企业。苏试试验收购上海宜特之后将成为全国首家业务可全面覆盖电子产品供应链上游晶圆制造至中下游终端产品的芯片检测服务企业，可提供全方位可靠度验证与失效分析工程技术服务，两者业务有极强的互补性，将有望在军工和半导体领域实现快速发展。

盈利预测与投资建议：

公司“设备+服务”双轮驱动，短期疫情影响有限，各项业务成长动力强劲，我们预计公司 2020-22 年归母净利润 1.29/1.71/2.22 亿元，对应 PE 33/23/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

军工业务不及预期；半导体检测业务发展不及预期；行业竞争加剧。

**康达新材：风电快速增长可期，拟收购京瀚禹切入军工电子元器件检测
拟收购军工电子元器件检测标的京瀚禹，已迈出收购实质性第一步**

19 年年底公司公告拟以预估值 8.23/12.70 亿元分两步收购北京京瀚禹 100% 股权。京瀚禹是军工电子元器件检测市场龙头，主要对集成电路、晶体晶振、电源模块、继电器、电阻电容电感等电子元器件进行检测，服务客户主要为航空、航天、兵器、船舶、科研机构等军工单位。行业需求快速增长（认监委数据电子电器检测 137 亿市场，CAGR 超 20%）；京瀚禹公司承诺 2020-2023 年业绩 0.92/1.06/1.22/1.42 亿元，CAGR+15%，并购完成后将显著增强公司盈利能力。当前收购京瀚禹已迈出实质性一步（第一步交易现金收购 8.51% 股权）。

公司是国内结构胶粘剂龙头，短期受益国内风电高景气，中长期海外空间广阔

公司主营业务是结构胶粘剂，下游包括风电、软包装、轨交等多个领域，周期敏感性低。公司在风电领域公司超过 50% 市占率，短期受益国内风电高景气度，中长期看当前公司已进入海外风电巨头维斯塔斯和西门子歌美飒供应链，与维斯塔斯完成业务对接，歌美飒进入小批量叶片试制阶段。海外客户的逐渐导入，打开公司成长空间，有望实现未来可持续较快成长。

内生+外延并举拓展军工业务

公司积极布局军工产业链，高附加值显著提升公司盈利能力。公司 2014 年以来积极拓展军工业务，自主研发聚酰亚胺泡沫隔热材料应用于海军船舶工程领域，该材料 2014 年 3 月通过了军方的研制鉴定审查，目前已应用于军工生产，且客户使用情况良好，2017 年收购成都必控科技切入航天航空电磁兼容领域，新增军工电磁兼容和电源模块等相关业务，此次收购京瀚禹将进一步切入军工检测业务，预计 2020-21 年将逐步完成收购。

投资建议：维持“买入”评级

公司“新材料+军工”双轮驱动，作为国内结构胶粘剂龙头，胶粘剂业务有望稳步增长（短看风电高景气、长看海外风电巨头供应链逐步切入），军工电子业务快速成长，当前加码军工电子元器件检测服务业务，盈利能力有望大幅提升。预计公司 2020-22 年归母净利润 1.66/2.01/2.46 亿元，对应 PE 值 23/19/15 倍（考虑京瀚禹收购 20-22 年分别并表 20%/70%/100%，预计 2020-22 年归母净利润 1.84/2.75/3.68 亿元，对应 PE 值 21/14/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

胶粘剂业务不及预期；收购后公司整合不及预期；军品业务不及预期。

杭可科技：锂电后段设备龙头持续成长可期

锂电后段设备龙头，服务国内外一线电池厂

公司是国内锂电后段设备龙头，主营充放电设备、内阻测试仪等后处理系统核心设备，并能提供锂电池生产线后处理系统整体解决方案，深度绑定三星、LG、索尼（现为村田）、ATL、比亚迪、国轩等国内外一线锂电池制造商，且积极开拓了 SKI、AESC、松下、YUASA 等优质新客户。公司近年来受益动力电池厂产能扩张驱动设备投资上行，收入/归母净利润快速增长，从 2015 年的 2.58/0.57 亿元增至 2019 年的 13.13/2.91 亿元，CAGR 达 50.20%/50.48%。

动力电池扩产驱动锂电设备投资上行，行业空间不断扩大

随着电动车销量的提升，动力电池需求持续攀升。2018 年全球动力电池总需求为 93GWh，假设 2025 年全球新能源电动汽车销量达到 1750 万辆，对应动力电池需求量将接近 1000GWh。全球锂离子电池行业 2018 年实现营业收入 230 亿美元，预计到 2025 年将增长至 840 亿美元，为 2018 年的 3.65 倍。公司产品属于锂电后段设备，主要下游市场为锂离子电池生产线（含动力电池与消费电池），随着动力电池产能的扩张，锂电设备的投资持续上行，行业空间不断扩大。2016 年-2018 年中国锂电生产设备产值分别为 119.6 亿元、150 亿元及 186.1 亿元。按照后处理设备占锂电生产设备的三分之一估算，对应后处理设备的市场规模分别为 39.87 亿元、50.00 亿元、62.03 亿元。

投资建议：

杭可科技是国内锂电后段设备龙头。当前海内外动力电池需求广阔，设备公司将迎来新一轮的成长机会，杭可科技在后段充放电设备具备优于同行的综合竞争力（技术处于业内领先、产业链垂直整合度高带来更强的盈利能力、更好的产线把控能力及更高的性价比，当前产能充沛能更好满足客户需求），中长期看有望充分受益新能源汽车行业爆发及马太效应带来的行业集中度提升。我们预

计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.20/6.04/8.42 亿元，对应 PE 值 45/32/23 倍。给予“买入”评级。

风险提示：

新技术替代风险；安全事故导致发展低预期；补贴大幅低预期；新能源汽车销量低预期；动力电池企业扩产进度低预期。

柏楚电子：激光切割控制系统龙头，充分受益激光渗透加速和高功率进口替代

2019 年收入增长 53%，业绩增长 77%

公司发布 2019 年报，实现营收 3.76 亿元，同比+53.33%；归母净利润 2.46 亿元，同比+76.85%，扣非归母净利润 2.24 亿元，同比+63.92%；2020Q1 实现营收 0.76 亿元，同比+4.89%；归母净利润 0.52 亿元，同比-6.96%，在疫情影响情况下营收仍实现正增长，整体维持较好表现。

公司盈利能力极强，2019 年毛利率/净利率 81.52%/65.45%，同比变动 +0.35/8.66 个 pct，主要由公司极轻资产，研发驱动，核心技术“软件控制算法”的可复制性好，业务拓展边际成本极低的业务特性所决定。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.75%/7.82%/10.99%/-0.29%，同比变动 -0.16/-4.40/-0.48/-0.17 个 pct，整体显著下降。公司 19 年经营性现金流净额 2.40 亿元，同比大增 72.12%，主要系公司订单快速增长所致，公司现金流表现始终优异主要系公司采取较为强势的预收款政策所致。

激光切割控制系统龙头，高功率产品国产替代可期

1) 公司 2019 年随动系统/板卡系统/总线系统收入 1.65/1.51/0.24 亿元，同比 +37.56%/46.57%/347.57%。中低功率板卡系统市占率超 60%，其中中功率产品超 90%，高功率产品市占率 10%国内第一，当前的技术指标和使用性能国内领先，逐步实现高功率产品国产替代可期。2) 公司 19 年随动系统/板卡系统销售 1.99/2.12 万套，同比+32.36%/38.74%，总线系统销售 628 套，同比+318.67%。3) 公司激光切割控制系统产品价格稳中有升，与下游激光切割设备销量正相关，在去年激光器行业降价抢市场提销量的背景下，公司收入取得了较大幅度的增长，我们认为 2020 年公司仍有望保持一个较好的增长。

投资建议：给予“买入”评级

公司是激光切割控制系统绝对龙头，轻资产/研发驱动的商业模式使其具备极强的盈利能力，充分受益国内激光行业的快速成长和高功率产品持续的国产替代，我们预计 2020-22 年归母净利润 2.64/3.82/5.28 亿元，对应 PE 58/40/29 倍，给予“买入”评级。

风险提示：

行业竞争加剧；高功率突破不及预期；激光行业发展不及预期。

伊之密：周期底部或将反转，控股股东全额认购定增股票彰显发展信心 公司竞争力强、是行业内成长最快的公司

公司 10 年时间从一个新进入者做到了注塑机行业第二+压铸机行业第二，不论行业景气好坏，市占率持续提升。公司快速成长的核心在于：治理完善、股权激励充分；重视研发、产品竞争力强；直销为主、定制化生产、客户响应快服务好。

当前行业已处于周期底部，静候拐点到来

注塑机行业是典型的周期行业，下游主要为汽车、3C、家电、包装、及通用塑

料行业等，其核心驱动因素在于产品的刚性寿命和下游客户为实现更高投入产出比带来的产品更新需求，复盘过往行情，2009-10 年销售高峰，11-12 年回落，13 年小幅回暖，14-15 年制造业资本开支收到一定压制再次向下，16-18 年上半年逐步复苏直至高点，18 年行业再次向下，19 年需求见底一直至今，当前已处于周期底部，我们认为注塑机行业在未来一年景气度或将触底反弹，公司过去几年里市占率持续提升，产品竞争力强，将充分受益行业好转。

压铸机下游主要集中在汽车行业，14 年销售高峰，15-16 年有所下滑，17 年强势反弹行业大好，18 年快速掉头向下，19 年需求底部维持，其景气度后续将跟随汽车行业景气度进行变化。

投资建议：

公司是行业内有竞争力的注塑机/压铸机企业，考虑到注塑机行业或将反转，公司实施二次股权激励，且控股股东以 1.8 亿元全额现金认购定增股票彰显发展信心，我们预计 2020-22 年归母净利润 2.26/3.09/3.71 亿元，对应 PE 15/11/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

下游行业需求大幅下滑；行业竞争加剧；海外疫情风险。

汉钟精机：崛起中的国内半导体真空设备龙头，深度受益下游需求向好

半导体真空泵打破国外垄断迎来快速放量期，有望受益下游半导体行业高景气。半导体真空泵是半导体各制程中必备的通用设备，应用于单晶拉晶、LL、Etching、CVD、ALD、封装、测试等清洁或严苛制程。全球 150 亿元市场空间（中国大陆/台湾预计超 40/30 亿元）。Atlas 旗下 Edwards 为全球龙头，汉钟精机是国内龙头，当前国产率不到 5%，国产替代空间广阔。公司在中国台湾已有台积电、力积电、日月光、力成等半导体公司使用公司真空泵，实现批量供货，在中国大陆市场已成功通过国内多家大型半导体企业的验证，已有厂商陆续下单，获得小批量供货订单，业务收入加速放量。当前在晶圆厂新建浪潮及 3D NAND/EUV 对真空环境更高要求的行业趋势下，公司有望加快国产替代进程。半导体真空泵类似耗材属性，每工作一段时间需要维修养护，工作条件越恶劣、要求越高，养护周期越短，正常半导体行业的真空泵养护周期在 1 年左右，每次养护成本约为售价 20%，随着渗透率的提升，维保收入的比重将增大，维保属于轻资产、高利润的业务，这决定了半导体真空泵的成长性和持续性都非常值得期待。

螺杆压缩机、真空泵龙头，受益光伏、锂电产业景气周期

公司是螺杆压缩机、真空泵龙头，传统业务（制冷压缩机用于空调、冷链运输行业，热泵用于集中采暖/工业制热行业，空气压缩机用于工业自动化动力气源）国内份额第一，保持稳健增长；在光伏及锂电领域真空泵业务占据主要市场份额，得到隆基股份/晶盛机电等知名企业的认可。从下游需求看，公司传统业务在冷链物流及空气源热泵行业有望实现较快发展，真空泵业务受益于光伏、锂电产业周期景气向上，有望在未来几年实现高速增长。

经营拐点已现，将迎来戴维斯双击

公司 2019 年营收/归母净利润 18.07/2.47 亿元，同比+4.34%/21.82%。单季度看 19Q3/Q4 营收 5.14/5.50 亿元，同比+14.34%/18.03%，业绩 0.75/0.77 亿元，同比+36.84%/74.42%，连续两季度超过 0.70 亿元，主要系真空泵业务开始放量，预计该业务有望持续放量拉动公司成长。

投资建议：

公司是半导体设备最大的细分赛道、估值最低的优质龙头，证明过自己的优质

公司，具备延展性的核心技术，制造业上游的核心设备公司，横跨半导体、光伏、锂电、冷链等行业，成长空间广阔，路径清晰。我们预计 2020-22 年归母净利润 3.06/3.85/4.88 亿元，对应 PE 值 20/16/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

整体经济下行；真空泵业务不及预期；原材料价格波动。

应流股份：两机叶片放量，固定资产投资放缓，业绩步入拐点期

应流股份具备延展性的铸造核心技术，是制造业上游的核心设备公司，横跨两机叶片/油气/工矿/核电等行业，成长空间广阔。公司传统铸造业务客户以艾默生、卡特彼勒等全球巨头为主，贡献稳定现金流。公司两机叶片业务国内领先，所处市场空间大（千亿级），壁垒高竞争格局好，可见未来份额提升是必然事件，重资产投入业务放量带动收入自 2018 年开始突破，利润加速释放，我们预计产品结构变化将带动毛利率上行，收入放量期间费用率将进入下行通道，今年两年完成在建工程转固后折旧占比下行将释放更大利润弹性。

两机叶片业务有望持续放量

公司在航空发动机和燃气轮机两机叶片持续多年进行大幅研发投入，目前已形成相关产品，2016-19 年收入分别为 0.24/0.47/0.88/1.78 亿元，实现高速增长。两机叶片业务空间大，壁垒极高，公司已完成了硬件建设和核心工艺研发，预计明年初 20 万叶片新生产线将投产，乐观估计 20 年有望继续翻倍。

核电重启带动核电业务增长提速

公司拥有主泵泵壳、金属保温层、中子吸收材料、爆破阀等核电产品，今年初漳州/惠州华龙一号及石岛湾 CAP1400 项目等 6 台核电机组已获核准，10 月 16 号漳州项目正式开工建设，标志着核电时隔三年正式重启，受益于此，公司一方面获得新核电订单，另一方面在手核电订单交付加速，预计公司有望持续获得新订单，核电业务有望较快增长。

投资建议：

我们预计归母净利润至 2.00/2.88/3.97 亿元，对应 PE 值 43/30/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

两机叶片短期订单较难跟踪，产品放量不及预期；核电订单释放不及预期。

江苏神通：在手订单创新高，未来几年营收业绩高确定性增长

阀门隐形冠军，充分受益行业高景气

公司专注阀门业务，主营球阀及蝶阀等特种阀门，下游主要为冶金能源及核电行业，冶金特种阀门/核电球阀蝶阀市占率超 70%/90%，公司 17-19 年营收/业绩 CAGR 超 30%/50%。

核电乏燃料后处理业务取得突破，打开新空间

运营核电站每年会产生 20-25 吨乏燃料，以前主要暂存在核电站乏燃料贮存池，随着时间推移已经逐渐饱和，我们预计 2025 年将达到临界点，且运营核电站数量从 2014 年的 22 台快速增至 2019 年的 47 台，乏燃料年均产生量快速增加，当前乏燃料处理厂建设已迫在眉睫，预计至少需新建 6 个 200 吨乏燃料处理厂才能满足需求。当前第 1 个乏燃料处理厂已开启招标，江苏神通深度参与核废物取样装置、空气提升装置等项目的研发和制造，19 年已取得 0.88 亿的相关订单，打开公司业务新的增长，预计 20 年有望持续获得新的相关订单。此外，公司各项业务均呈向好趋势，公司计划 20 年力争实现营收/归母净利润

29.80%/30%-60%增长。

新股东协同效应加速公司合同能源管理业务成长

合同能源管理项目的商业模式是一次性投入建设节能系统，建成后向客户提供节能服务在 5-6 年内持续收取费用获取收入，公司 19 年取得 2.8 亿元订单，实现收入/净利润 1.15/0.46 亿元，净利率约 40.35%，预计 20 年有望获得不超过 5.5 亿元订单，保守估计投产后有望带来新增年均 1 亿收入，这将改善公司业务结构，进一步加速公司成长。

投资建议：维持“买入”评级

公司低估值业绩确定性高，19 年新增订单创历史新高，短期下游冶金能源核电行业需求持续全面向好，中长期公司作为通用核心零部件供应商，产品品类多、技术延展性强，可拓展高端阀门逐步推动进口替代，可广泛应用于冶金/能源/核电/乏燃料后处理/氢能源汽车等领域，当前乏燃料后处理市场已取得突破打开成长空间。我们预计 2020-22 年归母净利润为 2.51/3.43/4.30 亿元，对应 PE 16/12/9 倍。维持“买入”评级。

风险提示：

股权变更风险；行业景气下行；关联交易过大的风险。

三一重工：疫情影响短期业绩承压，持续受益基建回暖看好全年表现

2019 年收入增长 36%，业绩增长 83%

公司 2019 年实现营收 756.66 亿元，同比+35.55%；归母净利润 112.07 亿元，同比+83.23%，符合预期，主要系下游基建需求回暖拉动工程机械快速增长，公司全线产品市场份额加速提升。公司 2020Q1 实现营收 172.66 亿元，同比-18.92%；归母净利润 21.94 亿元，同比-31.90%，主要系疫情影响下基建、矿山开采、房地产等下游行业的开工及投资放缓，设备需求推迟。

销售强劲增长，受益基建回暖

2019 年公司挖掘机营收 276.24 亿元，同比+43.52%，国内市场上已连续九年蝉联销量冠军，市场份额加速提升，全年销量突破 6 万台；混凝土机械实现营收 232.00 亿元，同比+36.76%，稳居全球第一品牌，市场地位持续巩固；起重机械营收达 139.79 亿元，同比+49.55%，销售创历史新高，市场地位显著提升，履带式起重机稳居行业第一；桩工机械销售收入 48.09 亿元，同比+2.54%，稳居中国第一品牌。

经营能力大幅提升，创历史最好水平

1) 盈利水平好：公司推动数字化转型，经营效率大幅提升，公司毛利率/净利率为 32.69%/15.19%，同比提升+2.07/+3.90 个 pct，人均产值 410.11 万元，同比+27.71%，处于全球工程机械行业领先水平；**2) 费用控制到位：**期间费用率为 14.72%，同比下降 0.30 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.25%/2.71%/6.21%/-0.06%，同比变动-0.71/-0.95/+0.83/-0.30 个 pct；**3) 资产质量持续改善：**应收账款周转天数从上年的 126 天下降至 103 天，逾期贷款大幅下降、价值销售逾期率控制在历史最低水平；**4) 经营活动净现金流净额** 132.65 亿元，同比增长 26.01%，再创历史新高。

盈利预测与投资建议：

我们预计 2020-22 年归母净利润 112.07/131.17/148.80 亿元，对应 PE 15/13/11 倍。维持“买入”评级。

风险提示：

国内基建投资不及预期；海外疫情风险。

恒立液压：液压件龙头，泵阀持续放量加速成长

2019 年业绩高增长，20Q1 经营稳健

公司发布 2019 年报，实现营收 54.14 亿元，同比+28.57%；归母净利润 12.96 亿元，同比+54.93%，扣非归母净利润 12.12 亿元，同比+62.31%，符合预期。公司毛利率/净利率/扣非净利率为 37.77%/23.98%/22.39%，同比变动 +1.19/+4.10/+4.65 个 pct，收入业绩增长主要受益下游挖掘机市场需求强劲，且液压泵阀持续放量市占率稳步提升，公司规模效应和产品结构优化带动盈利能力提升。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.06%/3.57%/4.47%/-0.57%，同比变动 -0.68/-1.50/+0.39/+0.14 个 pct，整体持续下降。经营性现金流净额 16.60 亿元，同比+107.85%，表现良好。公司 2020Q1 实现营收 13.69 亿元，同比-12.74%；归母净利润 3.47 亿元，同比+6.42%，一季度收入下滑受疫情和 19Q1 挖机异常火爆产生的高基数影响，但业绩保持正增长，整体表现良好。

液压件龙头，挖机油缸持续火爆，液压泵阀放量翻倍增长

分业务看，1) 挖机油缸：实现收入 21.88 亿元，同比+20.79%，小挖/中挖/大挖分别销售 24.30/17.46/6.73 万只，同比+29.66%/-1.15%/+27.36%，挖机油缸在 18 年高基数下仍实现快速增长。2) 非标油缸：实现收入 13.53 亿元，同比+18.28%，其中起重系列类油缸收入+10.55%，高端海工海事油缸收入+53.07%，新能源及其他领域非标油缸收入+114.49%。3) 液压泵阀放量翻倍增长：实现收入 11.61 亿元，同比大增 142.62%，小挖泵阀市占率超 30%；中大挖泵阀在主机厂的市场份额持续增长，大批量地配套在数十个机型中；回转马达已通过了装机验证，在主机厂陆续开始批量配套使用。

盈利预测与投资建议：

公司是液压件龙头，油缸业务稳健增长，液压泵阀国产化替代持续放量加速公司成长，我们预计 2020-22 年归母净利润 15.94/18.84/21.80 亿元，对应 PE 41/34/30 倍。给予“增持”评级。

风险提示：

下游需求不及预期；行业竞争加剧；新领域拓展不及预期。

浙江鼎力：国内需求旺盛业绩大超预期，期待臂式产品放量加速成长

国内需求旺盛，19 年报及 20Q1 业绩均超预期

公司 2019 年实现营收 23.89 亿元，同比+39.93%；归母净利润 6.94 亿元，同比+44.46%，大超预期。2019Q4 营收 9.44 亿元，同比+147.34%，净利润 2.50 亿元，同比+196.67%，主要系国内产品销量超预期。公司毛利率/净利率 39.85%/29.05%，同比变动 -1.67/+0.91 个 pct；公司销售/管理/研发/财务费用率 4.38%/2.40%/3.31%/-1.62%，同比变动 -1.00/-0.92/-0.29/+0.47 个 pct，成本管控到位。经营性现金流净额 6.96 亿元，同比+67.46%。公司 20Q1 实现营收 4.11 亿元，同比+6.90%；归母净利润 1.22 亿元，同比+20.59%，疫情影响下收入表现较好，业绩增速更快主要系汇兑收益及投资收益同比大幅增长所致。

发力国内市场，募投项目进一步扩大产能，臂式产品放量可期

分业务看，臂式/剪叉式/桅柱式高空作业平台实现收入 2.91/18.39/1.27 亿元，同比+40.43%/+43.32%/-15.62%，毛利率-6.87/-1.17/-1.98 个 pct，臂式和剪叉式高空作业平台收入增长较快，主要系国内销售渠道拓展，租赁市场对臂式和剪叉式高空作业平台需求量增加，臂式高空作业平台毛利率下降主要系产品结构调整，毛利率较低的通用款产品比重上升，毛利率较高的定制化产品同比减

少。分地区看，2019 年公司发力国内市场，国内/国外分别实现营收 14.25/8.32 亿元，同比+98.96%/-10.01%，营收占比 63.12%/36.88%，加快布局国内市场有效对冲了海外贸易摩擦的影响，预计受海外疫情影响也将减弱。此外，公司募投项目年产 3200 台臂式大型智能高空作业平台建设项目预计 2020 年下半年达产，届时臂式产品有望成为公司新的增长点。

投资建议：

预计 2020-22 年归母净利润为 8.01/10.47/13.13 亿元，对应 PE 44/34/27 倍。维持“买入”评级。

风险提示：

行业竞争加剧；海外市场风险；募投项目不及预期。

风险提示

宏观经济下行、中美贸易摩擦、汇率大幅波动。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032