

推荐（维持）

2020年05月07日

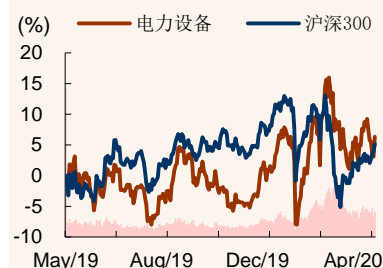
上证指数 2878

行业规模

	占比%
股票家数（只）	171 4.5
总市值（亿元）	12157 2.0
流通市值（亿元）	9433 2.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.7	10.7	1.2
相对表现	-1.3	12.0	-5.6



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《电网投资展望与装备板块经营走势再解读—特高压等电网投资加速，一次装备业绩弹性大》2020-03-15
- 2、《电网投资展望与电力装备板块经营走势解读—电网加大投资，电力装备板块盈利将大幅回升》2020-03-02
- 3、《国网公布第二批智能电表预中标结果，新标准将进入功能测试阶段—智能电表行业报告（三）》2019-11-17

游家训

021-68407937

youjx@cmschina.com.cn

S1090515050001

研究助理

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn

自动化行业系列报告之（七）

工控自动化行业见底复苏，进口替代有望加速

自 2019 年 Q4 开始，国内自动化行业结束了 6-7 个季度不景气的状态，进入弱复苏，目前，疫情对行业复苏有一些扰动，但复苏大的方向没有改变。汇川、信捷等产品公司 20 年 1 季度业绩表现亮眼，订单饱满，增长有望维持。自动化产业过去近 40 年没有大的颠覆和变革，作为应用端的创新，国内企业的在应用相关的 know-how 学习完成之后，竞争力已经上了大台阶。短期看，疫情影响下进口替代在加速，优势国产品牌有望获得更高的份额。一些有产品支撑、有管理的中国公司，有望成为细分领域的世界级公司。

- **自动化行业目前处于底部。**自 2019 年 Q4 开始，国内自动化行业结束了 6-7 个季度不景气的状态，进入弱复苏，目前，疫情对行业复苏有一些扰动，但复苏大的方向没有改变。从微观角度看，几家外资自动化业务相关订单已经处于历史低位，并且开始出现复苏的趋势。Harmonic 2019 年 4 季度订单同比增速转正，发那科中国地区订单 19 年 4 季度同比增长 15%，20 年 1 季度同比增长 16%，结束了连续 6 个月的负增长。综合行业、主要企业经营情况，我们认为行业目前处于底部位置。
- **行业格局已经很清晰，短期疫情影响下进口替代在加速。**目前，国内强势公司进入深度的国产化替代时期，并迫使外企从自 80 年代大进攻、大扩张进入停滞并开始出现趋势性收缩。此外，国内自动化企业野蛮发展的势头也在收尾，2011 年之后基本没有新的创业公司再站起来，最近几年，反而是大中型公司比小公司发展的更快。近期，受疫情影响，部分外资品牌在供应上出现断档的现象，而以公司为代表的国产品牌响应速度更快，同时，成本、服务优势更明显，国产品牌市场份额获得快速提升，进口替代在加快。
- **有产品、有管理的中国公司能够走得更远。**自动化行业在 70 年代之后没有太大的技术颠覆，所以格局总体比较稳定，目前的竞争主要是应用层面的创新，考验的是提升投入产出比、控制扩张边际成本的管理能力。一些有产品支撑、有管理的中国公司，如汇川技术、宏发股份、正泰电器、良信电器、信捷电气等，在技术与工艺上已经具有竞争力，但管理成本、人力成本优势非常显著，这些企业的业务架构与竞争优势正在形成并不断加强。
- **投资建议：**长期推荐：汇川技术、信捷电气、宏发股份、正泰电器；其余推荐或关注：良信电器、麦格米特、鸣志电器。
- **风险提示：**自动化行业企稳不及预期，上游部分原材料供应受海外疫情影响

重点公司主要财务指标（部分业绩预测来自Wind一致预期）

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	19PE	20PE	PB	评级
汇川技术	33.80	0.55	0.83	1.03	61.5	40.9	6.4	强烈推荐-A
信捷电气	40.60	1.16	1.60	2.03	34.9	25.4	4.6	强烈推荐-A
宏发股份	31.53	0.95	1.10	1.38	33.4	28.6	3.5	强烈推荐-A
正泰电器	25.38	1.75	1.98	2.31	14.5	12.8	2.2	强烈推荐-A
良信电器	13.14	0.35	0.46	0.59	37.8	28.7	5.6	强烈推荐-A
麦格米特	20.83	0.77	0.96	1.26	27.1	21.8	4.4	强烈推荐-A
鸣志电器	11.54	0.42	0.61	0.78	27.5	18.8	2.4	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、工控自动化行业公司经营情况	4
二、工控自动化行业目前处于底部位置	8
三、有产品支撑、有管理能力的中国公司将走得更远	12
四、投资推荐	14
相关报告:	16
风险提示:	17

图表目录

图 1 自动化行业历年增长情况及驱动因素	8
图 2 中国变频器行业历年增速情况	8
图 3 中国伺服行业历年增速情况	8
图 4 OEM 行业季度增长情况	9
图 5 项目型市场季度增长情况	9
图 6 工控自动化行业需求与 PMI 具备很强的相关性	9
图 7 工控自动化行业需求与 PPI 具备很强的相关性	9
图 8 HDS 订单额处在过去 10 年的低位	9
图 9 低压电器行业增长情况	11
图 10: 低压电器行业季度增长情况 (单位, 亿元)	11
图 11 低压电器主要下游增长贡献分析 (2018 年)	11
图 12 低压电器主要下游增长贡献分析 (2019 年前三季度)	11
图 13 外资品牌在中国或亚洲区收入增速快速下滑	12
图 14 外资在华资产规模总体有所收缩	12
图 15 自动化行业国产品牌市场份额持续提升	12
图 16 中国变频器行业市场格局 (2018 年)	12
图 17 中国伺服行业市场格局 (2018 年)	13

图 18 中国小型 PLC 行业市场格局（2015 年）	13
图 19 中国低压电器行业市占率情况（2018 年）	13
图 20 中国低压电器行业市占率情况（2019 年前三季度）	13
图 21 自动化产业国内企业演变历程-走过草莽阶段	14
图 22: 电力设备行业历史 PEBand	16
图 23: 电力设备行业历史 PBBand	16
表 1: 工控自动化行业公司收入情况（单位，百万元）	4
表 2: 工控自动化行业公司归上净利润情况（单位，百万元）	5
表 3: 工控自动化行业公司扣非后归上净利润情况（单位，百万元）	5
表 4: 工控自动化行业公司赊销比情况（单位，%）	6
表 5: 工控自动化行业公司应付款项/营业收入情况（单位，%）	6
表 6: 工控自动化行业公司存货/营业收入情况（单位，%）	6
表 7: 工控自动化行业公司商品及劳务获得现金/营收比例（单位，%）	6
表 8: 工控自动化行业公司经营性现金流量净额/税后净利润情况（单位，%）	6
表 9: 工控自动化行业公司 ROA 情况（单位，%）	7
表 10: 工控自动化行业公司 ROE 情况（单位，%）	7
表 11: 工控自动化行业公司 ROIC 情况（单位，%）	7
表 12: 工控自动化行业公司收入/（固定+无形）情况（单位，倍）	7
表 13: 安川订单增速（按地区分类）	10
表 14: 发那科在中国的订单情况	10
表 15: 继电器全球市占率（2018 年）	13
表 16: 推荐公司估值情况（部分业绩预测来自 Wind 一致预期）	16

一、工控自动化行业公司经营情况

产品公司业绩表现强势。由于 2019 年前三季度工控自动化行业处于下行阶段，以汇川技术、信捷电气为代表的产品公司有一定的经营压力，汇川技术 2019 年收入同比增长 25.8%、归上净利润同比下降 18.4%，信捷电气 2019 年收入、归上净利润均同比增长 10%。

2019 年 4 季度开始，工控自动化行业开始进入弱复苏阶段，2020 年 1 季度疫情影响下，国产品牌通过比外资品牌响应速度更快的优势，份额出现快速提升，同时，叠加口罩机等相关设备对伺服、PLC 需求井喷的影响下，国内优势自动化公司收入、利润出现快速增长。2020 年 1 季度，汇川技术收入、归上净利润分别同比增长 40.7%、33.6%。信捷电气收入、归上净利润分别同比增长 23.2%、51.5%。

麦格米特同样为产品类的公司，但公司 2019 年增长主要驱动力为新能源汽车电控和消费类的电源产品，业绩情况和汇川、信捷有一定差异。麦格米特 2019 年收入、归上净利润分别同比增长 48.7%、78.7%，2020 年 1 季度分别同比下降 14.7%、2.4%。

元器件公司有分化。元器件公司与产品公司相比，由于面对的下游需求领域更广，在经济增速下行的背景下，增长中枢较产品公司要慢一些。宏发股份由于家电、汽车需求下降的压力，2019 年收入、归上净利润分别同比增长 2.9%、0.7%，2020 年 1 季度由于疫情影响，收入、归上净利润分别同比下降 11.4%、9.4%。鸣志电器 2019 年收入、归上净利润分别同比增长 8.7%、4.7%。

低压电器相关公司，正泰电器和良信电器在经营模式上有较大差异，正泰电器产品销售主要依靠分销渠道，良信电器则是直销的模式，行业增速趋缓时，正泰受的影响比良信更大，良信可以通过大客户扩张实现增长。

2019 年，正泰收入、归上净利润分别同比增长 10.2%、4.7%，2020 年 1 季度由于疫情对公司温州地区产能复工造成了比较大的影响，公司收入、归上净利润分别同比下降 4.9%、36.9%。

2019 年，良信电器收入、归上净利润分别同比增长 29.5%、23.0%，2020 年 1 季度公司收入、归上净利润分别同比增长 17.4%、5.3%。

表 1：工控自动化行业公司收入情况（单位，百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	2770.5	3660.0	4777.3	5874.4	7390.4	1099.9	1547.5
同比（%）	23.5	32.1	30.5	23.0	25.8	12.8	40.7
信捷电气	302.6	353.5	483.6	590.4	649.6	133.8	164.9
同比（%）	2.9	16.8	36.8	22.1	10.0	15.0	23.2
麦格米特	812.9	1154.2	1494.4	2393.7	3559.6	773.5	659.8
同比（%）	28.1	42.0	29.5	60.2	48.7	101.4	(14.7)
宏发股份	4247.8	5082.8	6020.2	6879.8	7081.5	1624.9	1439.3
同比（%）	4.6	19.7	18.4	14.3	2.9	1.8	(11.4)
正泰电器	12026.5	20164.5	23416.6	27420.8	30225.9	5994.9	5698.6
同比（%）	(5.8)	67.7	16.1	17.1	10.2	17.7	(4.9)
良信电器	1013.0	1225.8	1452.0	1573.8	2038.5	380.7	446.9
同比（%）	18.4	21.0	18.5	8.4	29.5	17.1	17.4
鸣志电器	1173.1	1474.5	1628.4	1894.0	2058.0	436.9	405.3
同比（%）	4.5	25.7	10.4	16.3	8.7	15.7	(7.2)

资料来源: Wind、招商证券

表 2: 工控自动化行业公司归上净利润情况 (单位, 百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	809.3	931.8	1060.0	1166.9	951.9	129.1	172.5
同比 (%)	21.5	15.1	13.8	10.1	(18.4)	(34.3)	33.6
信捷电气	81.3	100.2	123.8	148.6	163.5	31.1	47.1
同比 (%)	7.4	23.3	23.6	20.0	10.0	13.9	51.5
麦格米特	56.6	109.7	117.1	202.1	361.1	58.1	56.7
同比 (%)	50.1	93.8	6.7	72.7	78.7	138.7	(2.4)
宏发股份	472.3	581.8	685.0	698.8	704.1	157.5	142.7
同比 (%)	9.9	23.2	17.7	2.0	0.7	(5.6)	(9.4)
正泰电器	1743.3	2184.8	2839.9	3591.6	3761.8	541.8	341.7
同比 (%)	(4.9)	25.3	30.0	26.5	4.7	(11.6)	(36.9)
良信电器	125.1	162.2	210.2	222.0	273.1	43.2	45.5
同比 (%)	24.8	29.6	29.6	5.6	23.0	7.9	5.3
鸣志电器	98.0	156.8	166.0	166.9	174.6	23.5	14.2
同比 (%)	5.5	60.0	5.8	0.5	4.7	3.7	(39.4)

资料来源: Wind、招商证券

表 3: 工控自动化行业公司扣非后归上净利润情况 (单位, 百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	761.5	857.2	927.8	1,051.2	810.7	101.3	148.5
同比 (%)	19.4	12.6	8.2	13.3	(22.9)	(44.1)	46.6
信捷电气	78.0	97.6	107.5	122.9	136.0	26.2	40.8
同比 (%)	11.5	25.2	10.1	14.3	10.7	9.7	55.8
麦格米特	47.8	94.1	101.2	173.6	314.7	53.0	40.5
同比 (%)	115.0	96.7	7.6	71.6	81.2	255.4	(23.7)
宏发股份	447.1	565.5	633.4	645.2	667.6	150.0	142.6
同比 (%)	11.9	26.5	12.0	1.9	3.5	(5.7)	(4.9)
正泰电器	1,663.5	1,595.7	2,632.3	3,653.8	3,676.4	526.8	318.9
同比 (%)	(4.7)	(4.1)	65.0	38.8	0.6	(12.1)	(39.5)
良信电器	113.1	135.1	167.7	181.1	240.5	39.4	44.1
同比 (%)	28.6	19.5	24.1	8.0	32.8	28.4	11.7
鸣志电器	92.6	156.4	154.8	137.3	160.5	18.1	12.6
同比 (%)	(0.1)	69.0	(1.0)	(11.3)	16.9	72.8	(30.3)

资料来源: Wind、招商证券

收入质量高, 现金流良好。自动化公司在产业链分工中处于相对优势的位置, 下游对公司的占款基本低于公司对上游的占款, 存货占收入的比重也不高, 从而公司长年经营中收入质量都很高, 现金流也很好。2019 年, 汇川、信捷、麦格米特、宏发、正泰、良信、鸣志销售收现比分别为 95.2%、70.2%、77.3%、95.9%、98.7%、81.4%、108.6%, 净现比分别为 134.8%、77.7%、168.9%、174.3%、125.9%、121.3%、121.2%。

保持着高水平的经营效率。自动化公司整体资产都比较轻, 2019 年, 汇川、信捷、麦格米特、宏发、正泰、良信、鸣志收入与固定、无形资产的比值分别为 4.1、4.4、7.4、2.4、1.4、2.6、5.8 倍, ROE 分别为 12.8%、14.5%、20.2%、15.1%、16.4%、15.3%、9.1%。

表 4: 工控自动化行业公司赊销比情况 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	48.7	57.3	60.8	58.1	34.3	276.3	144.7
信捷电气	32.5	29.7	24.0	20.8	7.8	95.8	40.2
麦格米特	37.0	36.8	38.1	50.1	21.2	139.7	107.2
宏发股份	33.3	36.9	34.8	34.1	39.1	160.7	191.1
正泰电器	34.3	36.6	37.8	39.0	39.5	200.7	217.2
良信电器	27.9	26.4	26.0	25.4	9.7	103.9	49.0
鸣志电器	28.1	29.1	29.9	28.4	27.4	116.3	120.9

资料来源: Wind、招商证券

表 5: 工控自动化行业公司应付款项/营业收入情况 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	34.7	31.6	33.4	31.5	33.8	152.6	153.2
信捷电气	13.2	15.2	25.0	15.8	29.8	73.1	135.7
麦格米特	50.2	41.0	44.0	52.9	47.3	166.8	239.6
宏发股份	13.3	17.5	16.1	13.8	21.8	58.3	94.2
正泰电器	14.9	29.9	31.4	32.3	34.5	150.2	153.4
良信电器	19.8	19.5	14.4	18.5	16.2	61.0	69.9
鸣志电器	14.5	15.0	16.8	15.1	12.6	56.1	56.2

资料来源: Wind、招商证券

表 6: 工控自动化行业公司存货/营业收入情况 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	20.8	20.5	21.6	21.5	23.1	124.9	124.3
信捷电气	22.1	22.7	34.5	27.8	36.3	129.9	169.8
麦格米特	36.8	30.1	32.3	34.6	23.4	114.7	131.2
宏发股份	18.3	18.6	21.7	20.7	18.8	77.3	91.4
正泰电器	9.8	10.1	14.0	17.0	16.2	72.3	72.1
良信电器	15.7	12.5	13.0	14.5	13.2	55.3	63.0
鸣志电器	15.1	14.2	15.7	17.6	15.6	79.2	79.7

资料来源: Wind、招商证券

表 7: 工控自动化行业公司商品及劳务获得现金/营收比例 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	92.5	69.7	71.0	80.3	95.2	112.3	111.7
信捷电气	66.6	63.6	59.8	58.9	70.2	66.8	67.9
麦格米特	81.7	81.6	74.7	61.8	77.3	92.7	121.3
宏发股份	91.6	85.8	91.4	82.7	95.9	78.9	124.9
正泰电器	100.6	106.3	101.3	100.4	98.7	99.9	93.6
良信电器	116.8	113.2	85.4	88.4	81.4	91.2	89.7
鸣志电器	111.5	104.1	108.6	111.2	108.6	113.0	120.7

资料来源: Wind、招商证券

表 8: 工控自动化行业公司经营性现金流量净额/税后净利润情况 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	96.1	42.9	45.1	39.0	134.8	15.3	81.4
信捷电气	93.1	95.4	88.7	43.2	77.7	75.7	54.1
麦格米特	21.4	47.5	59.4	(36.8)	168.9	289.6	165.1
宏发股份	114.8	61.4	67.9	86.2	174.3	61.3	43.7
正泰电器	102.9	187.1	85.7	77.1	125.9	(59.5)	(363.6)
良信电器	134.0	137.2	81.5	118.0	121.3	99.4	6.6
鸣志电器	138.1	83.9	88.3	68.3	121.2	(36.9)	340.8

敬请阅读末页的重要说明

资料来源: Wind、招商证券

表 9: 工控自动化行业公司 ROA 情况 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	15.71	14.08	12.82	12.48	8.01	1.36	1.24
信捷电气	22.09	15.10	12.06	12.74	12.25	2.53	3.14
麦格米特	6.37	11.73	8.33	9.40	10.24	1.79	1.28
宏发股份	13.02	13.64	13.54	11.62	10.10	2.39	1.88
正泰电器	15.39	11.03	7.54	8.20	7.72	1.18	0.65
良信电器	11.02	10.38	10.71	10.57	12.15	2.01	1.95
鸣志电器	10.12	13.81	9.82	7.20	6.83	0.94	0.54

资料来源: Wind、招商证券

表 10: 工控自动化行业公司 ROE 情况 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	21.50	21.24	20.90	20.00	12.81	2.03	1.97
信捷电气	27.40	17.36	14.10	14.93	14.45	2.89	3.85
麦格米特	10.25	17.28	11.71	13.67	20.22	3.46	2.76
宏发股份	17.12	18.43	18.67	16.69	15.05	3.49	2.86
正泰电器	27.36	21.75	17.02	17.25	16.40	2.47	1.41
良信电器	14.74	13.16	12.96	12.87	15.32	2.45	2.49
鸣志电器	16.52	22.21	13.47	9.44	9.06	1.26	0.70

资料来源: Wind、招商证券

表 11: 工控自动化行业公司 ROIC 情况 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	19.93	20.61	19.24	18.03	11.77	1.97	1.85
信捷电气	27.16	17.12	13.98	15.05	14.38	2.90	3.80
麦格米特	10.96	20.59	13.56	16.31	19.95	3.44	2.57
宏发股份	15.93	17.15	17.53	14.96	13.24	3.32	2.44
正泰电器	23.21	17.65	11.53	12.42	12.38	2.08	1.35
良信电器	14.48	12.97	12.85	12.73	15.19	2.45	2.46
鸣志电器	15.58	20.05	12.28	8.50	8.14	1.46	0.55

资料来源: Wind、招商证券

表 12: 工控自动化行业公司收入/(固定+无形)情况 (单位, 倍)

	2015	2016	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
汇川技术	3.56	3.95	4.75	4.69	4.09	0.88	0.85
信捷电气	3.74	4.11	3.97	3.91	4.35	0.89	1.08
麦格米特	4.35	4.14	4.69	6.58	7.39	2.04	1.37
宏发股份	2.70	2.55	2.54	2.42	2.37	0.56	0.48
正泰电器	4.99	1.44	1.42	1.71	1.43	0.36	0.27
良信电器	3.26	4.05	4.75	2.21	2.63	0.54	0.58
鸣志电器	8.51	10.12	10.45	6.98	5.80	1.56	1.16

资料来源: Wind、招商证券

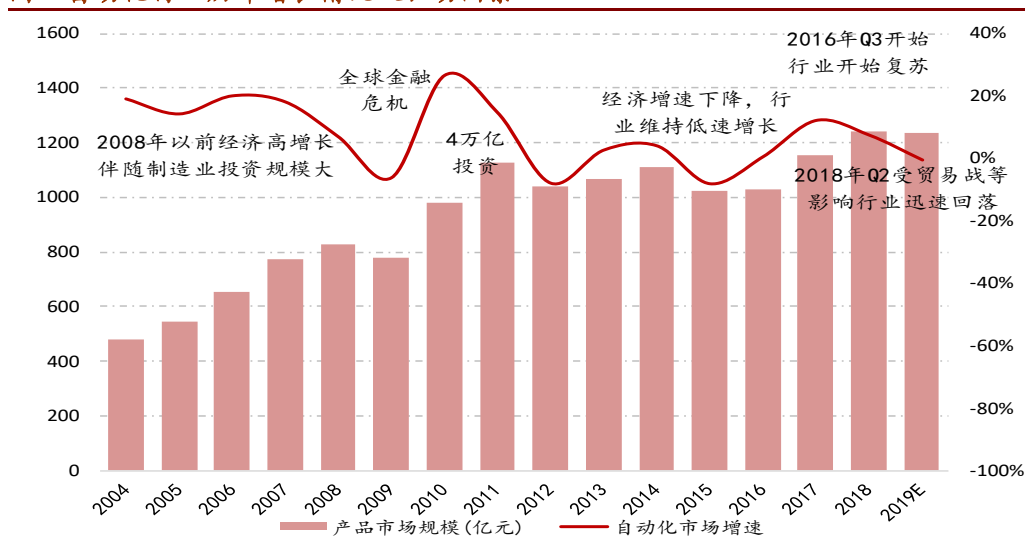
二、工控自动化行业目前处于底部位置

自动化行业目前处于底部。本轮工控自动化行业于 2016 年底复苏，一直持续至 2018 年上半年，2018 年下半年以来行业增长回落，2019 年 4 季度开始，行业出现复苏趋势，目前，疫情对行业复苏有一些扰动，但复苏大的方向没有改变。

从微观角度看，几家外资自动化业务相关订单已经处于历史低位，并且开始出现复苏的趋势。Harmonic2019 年 4 季度订单同比增速转正，发那科中国地区订单 19 年 4 季度同比增长 15%，20 年 1 季度同比增长 16%，结束了连续 6 个月的负增长。

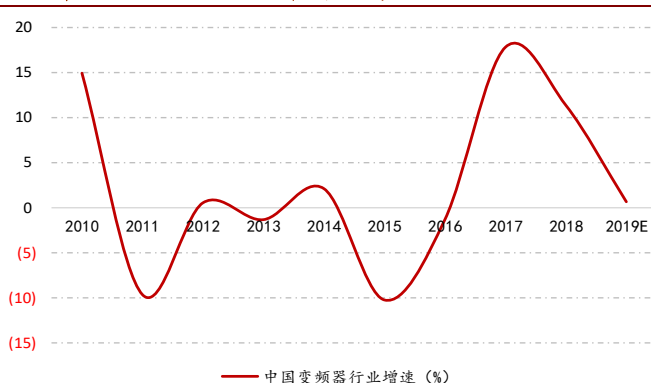
综合行业、主要经营情况，我们认为行业目前处于底部位置。

图 1 自动化行业历年增长情况及驱动因素



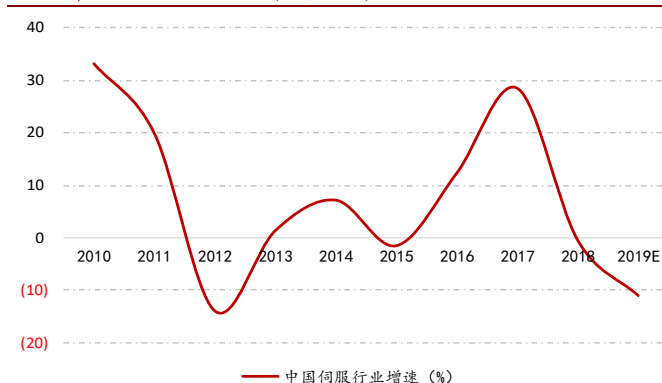
资料来源：工控网、招商证券

图 2 中国变频器行业历年增速情况



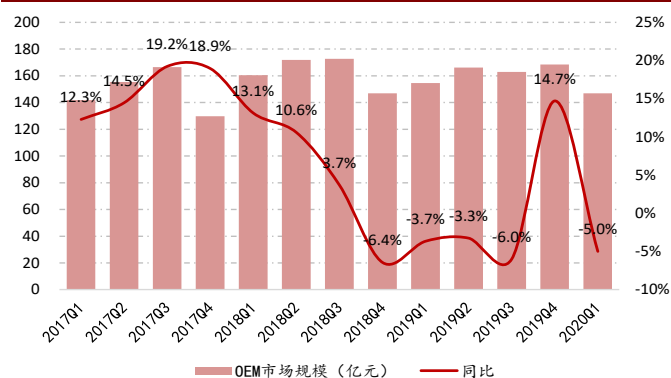
资料来源：格物致胜、招商证券

图 3 中国伺服行业历年增速情况



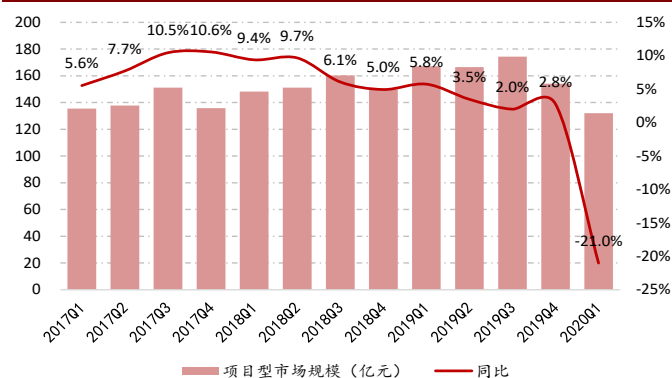
资料来源：格物致胜、招商证券

图 4 OEM 行业季度增长情况



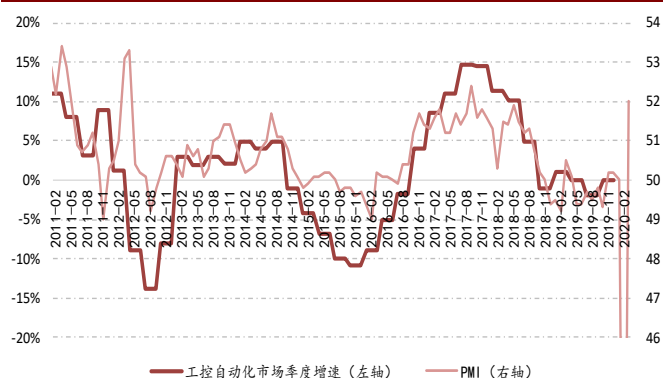
资料来源：工控网、招商证券

图 5 项目型市场季度增长情况



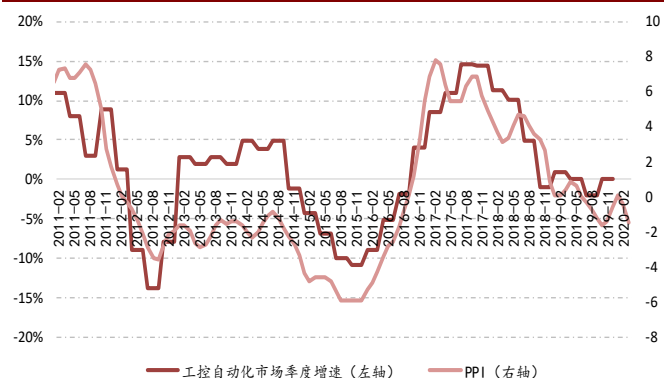
资料来源：工控网、招商证券

图 6 工控自动化行业需求与 PMI 具备很强的相关性



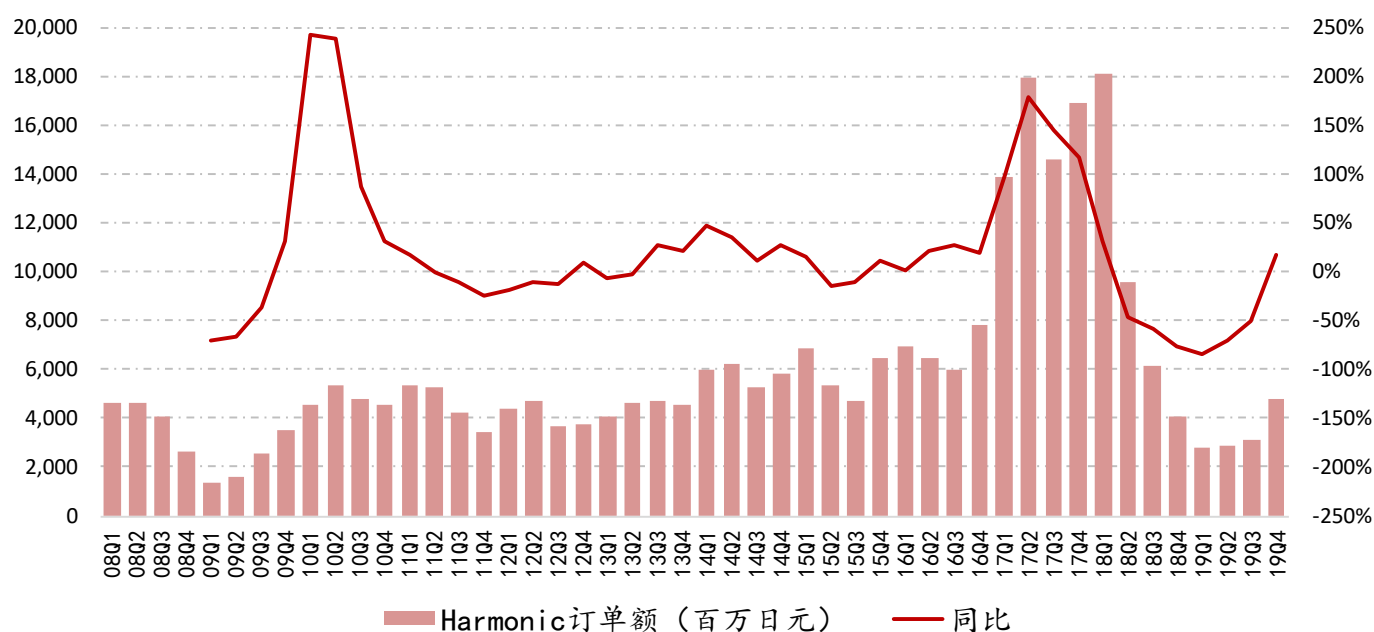
资料来源：工控网、Wind、招商证券

图 7 工控自动化行业需求与 PPI 具备很强的相关性



资料来源：工控网、Wind、招商证券

图 8 HDS 订单额处在过去 10 年的低位



资料来源：Harmonic 公司数据、招商证券

表 13: 安川订单增速 (按地区分类)

(%)		FY2017				FY2018				FY2019			
	地区	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	3-5月	6-8月	9-11月	12月-2月	3-5月	6-8月	9-11月	12月-2月
合计	YoY	8	29	18	16	10	-4	-9	-17	-17	-13	-11	-4
	QoQ	13	4	1	-2	8	-10	-4	-10	7	-6	-2	-3
YoY	日本	-15	23	18	12	18	4	-6	-6	-15	1	-4	6
	美国	15	9	17	0	11	-10	-5	-10	-23	-8	-21	-5
	欧洲	2	73	0	25	16	-6	11	-15	14	-33	-19	-13
	中国	36	34	38	47	6	-9	-25	-39	-22	-21	-3	-15
	亚洲	27	40	20	1	-2	-11	-26	-14	-30	-19	-18	-7
QoQ	日本	-1	12	9	-7	4	-2	-1	-7	-7	17	-6	3
	美国	-1	8	2	-8	10	-12	8	-14	-6	5	-8	4
	欧洲	13	30	-9	-6	5	5	8	-28	39	-34	27	-21
	中国	53	-11	-6	15	10	-24	-22	-7	35	-23	-3	-16
	亚洲	15	-10	5	-7	12	-18	-13	7	-5	-4	-12	16

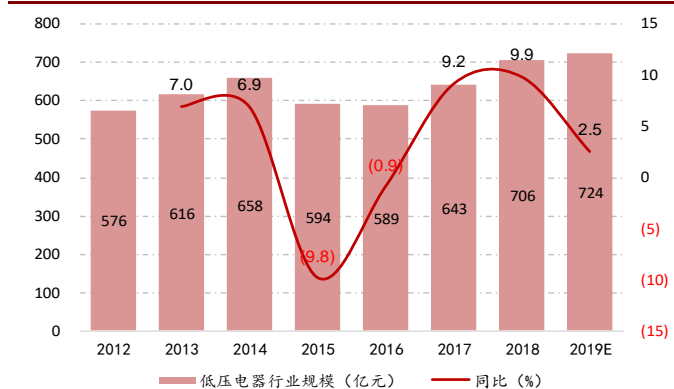
资料来源: 公司数据、招商证券

表 14: 发那科在中国的订单情况

十亿 JPY	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
日本国内	36.5	37.2	37.1	34.7	34.3	30.2	29.5	25.5	22.6
美洲	32.2	28.3	31	26.4	32.7	36.1	35.7	28.2	35.7
欧洲	30.3	32.7	30.3	30.7	28.6	27.6	23.7	25.1	22.9
亚洲	90.3	71.1	47	44.2	44.3	42.3	33.5	38.5	44.3
其中: 中国	54.7	40.8	22	19.5	21.2	20.2	18.6	22.4	24.6
其他	1	1.3	1	1.2	0.8	0.9	1	1.2	1
总计	190.3	170.6	146.4	137.2	140.7	137.1	123.4	118.5	126.5
同比 (%)									
日本国内	19.7	6.0	0.0	(5.5)	(6.0)	(18.8)	(20.5)	(26.5)	(34.1)
美洲	(6.7)	(32.6)	(8.8)	(23.5)	1.6	27.6	15.2	6.8	9.2
欧洲	35.9	22.5	8.6	(11.5)	(5.6)	(15.6)	(21.8)	(18.2)	(19.9)
亚洲	32.6	(24.8)	(33.1)	(49.9)	(50.9)	(40.5)	(28.7)	(12.9)	0.0
其中: 中国				(66.3)	(61.2)	(50.5)	(15.5)	14.9	16.0
其他	42.9	62.5	(28.6)	(14.3)	(20.0)	(30.8)	0.0	0.0	25.0
总计	21.9	(14.3)	(14.2)	(29.8)	(26.1)	(19.6)	(15.7)	(13.6)	(10.1)
环比 (%)									
日本国内	(0.5)	1.9	(0.3)	(6.5)	(1.2)	(12.0)	(2.3)	(13.56)	(11.37)
美洲	(6.7)	(12.1)	9.5	(14.8)	23.9	10.4	(1.1)	(21.01)	26.60
欧洲	(12.7)	7.9	(7.3)	1.3	(6.8)	(3.5)	(14.1)	5.91	(8.76)
亚洲	2.4	(21.3)	(33.9)	(6.0)	0.2	(4.5)	(20.8)	14.93	15.06
其中: 中国	(5.4)	(25.4)	(46.1)	(11.4)	8.7	(4.7)	(7.9)	20.43	9.82
其他	(28.6)	30.0	(23.1)	20.0	(33.3)	12.5	11.1	20.00	(16.67)
总计	(2.7)	(10.4)	(14.2)	(6.3)	2.6	(2.6)	(10.0)	(3.97)	6.75

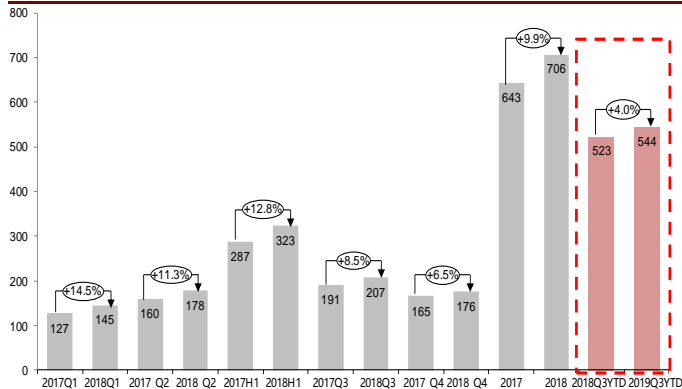
资料来源: 公司数据、招商证券

图 9 低压电器行业增长情况



资料来源：格物致胜、招商证券

图 10: 低压电器行业季度增长情况 (单位, 亿元)



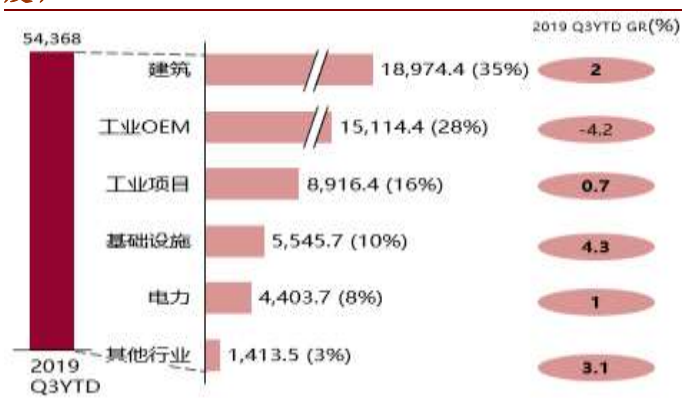
资料来源：格物致胜、招商证券

图 11 低压电器主要下游增长贡献分析 (2018 年)



资料来源：格物致胜、招商证券

图 12 低压电器主要下游增长贡献分析 (2019 年前三季度)



资料来源：格物致胜、招商证券

三、有产品支撑、有管理能力的中国公司将走得更远

行业格局已经很清晰，短期疫情影响下进口替代在加速。自动化下游分散、市场化，技术上过去近 40 年没有大的颠覆和变革，作为应用端的创新，国内企业的在应用相关的 know-how 学习完成之后，竞争力已经上了大台阶。

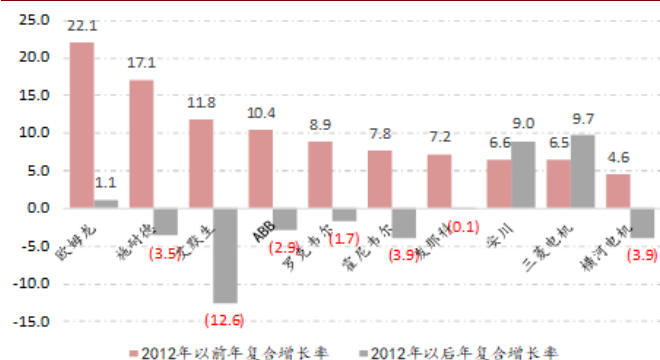
目前，国内强势公司进入深度的国产化替代时期，并迫使外企从自 80 年代大进攻、大扩张进入停滞并开始出现趋势性收缩。此外，国内自动化企业野蛮发展的势头也在收尾，2011 年之后基本没有新的创业公司再站起来，最近几年，反而是大中型公司比小公司发展的更快。

近期，受疫情影响，部分外资品牌在供应上出现断档的现象，而以公司为代表的国产品牌响应速度更快，同时，成本、服务优势更明显，国产品牌市场份额获得快速提升，进口替代在加快。

有产品、有管理的中国公司能够走得更远。自动化行业在 70 年代之后没有太大的技术颠覆，所以格局总体比较稳定，目前的竞争主要是应用层面的创新，考验的是提升投入产出比、控制扩张边际成本的管理能力。

一些有产品支撑、有管理的中国公司，如汇川技术、宏发股份、正泰电器、良信电器、信捷电气等，在技术与工艺上已经具有竞争力，但管理成本、人力成本优势非常显著，这些企业的业务架构与竞争优势正在形成并不断加强。头部的产品公司，近 5 年平均的 ROE 基本都在 15% 以上，ROA 基本在 12-13% 以上。

图 13 外资品牌在中国或亚洲区收入增速快速下滑



资料来源：公司公告，招商证券

图 14 外资在华资产规模总体有所收缩



资料来源：公司公告，招商证券

图 15 自动化行业国产品牌市场份额持续提升

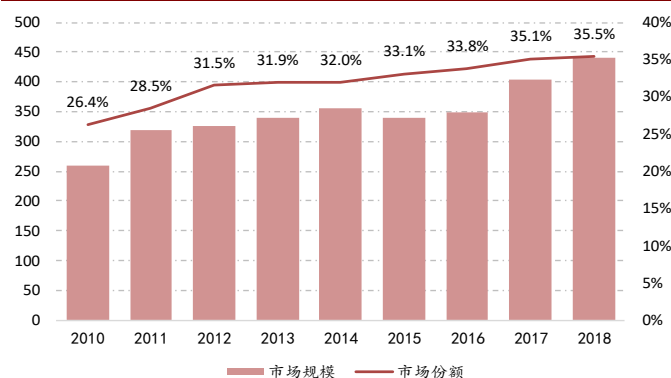
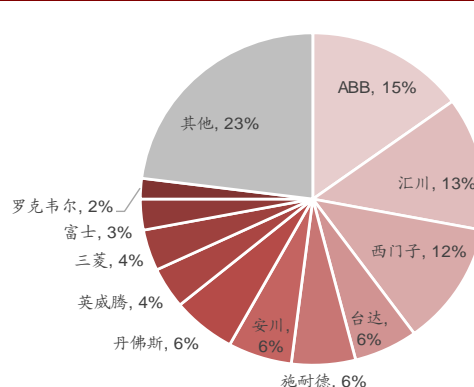


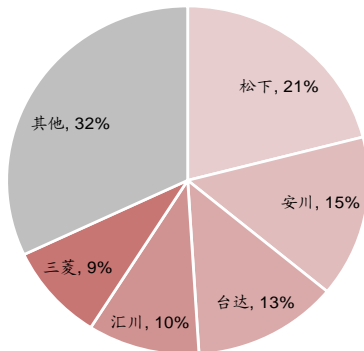
图 16 中国变频器行业市场格局（2018 年）



资料来源：工控网、招商证券

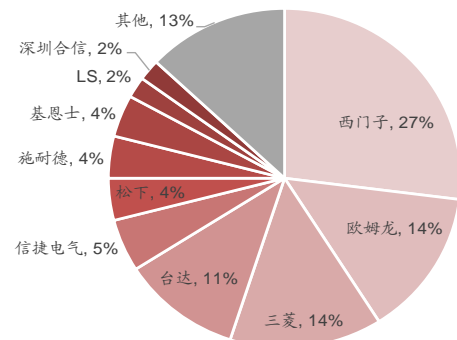
资料来源：格物致胜、招商证券

图 17 中国伺服行业市场格局（2018 年）



资料来源：工控网、招商证券

图 18 中国小型 PLC 行业市场格局（2015 年）



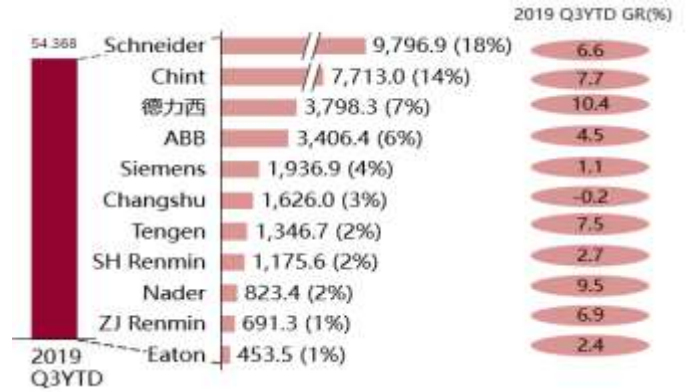
资料来源：工控网、招商证券

图 19 中国低压电器行业市占率情况（2018 年）



资料来源：格物致胜、招商证券

图 20 中国低压电器行业市占率情况（2019 年前三季度）



资料来源：格物致胜、招商证券

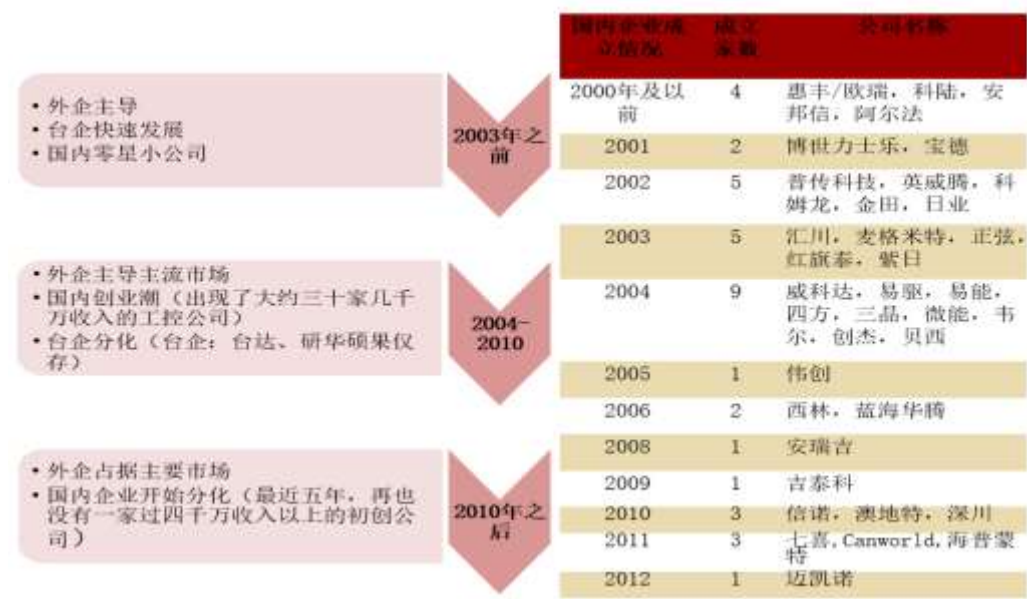
表 15: 继电器全球市占率（2018 年）

功率继电器		汽车继电器		电力继电器	
公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
宏发	23%	Panasonic	22%	宏发	53%
TE	9%	TE	13%	万佳	12%
Sanyou	8%	宏发	8%	GRT	10%
其他	60%	其他	57%	其他	25%

工控继电器		信号继电器		高压直流继电器	
公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
Omron	25%	宏发	13%	Panasonic	37%
TE	9%	Panasonic	11%	宏发	20%
宏发	4%	Omron	11%	Denso	13%
其他	62%	其他	65%	其他	30%

资料来源：公司数据、招商证券

图 21 自动化产业国内企业演变历程-走过草莽阶段



资料来源：各公司官网、招商证券

四、投资推荐

长期推荐：汇川技术、信捷电气、宏发股份、正泰电器；其余推荐或关注：良信电器、麦格米特、鸣志电器。

汇川技术：一季度业绩高增长，自动化进口替代有望加速

1、自动化行业处于底部位置，公司通过快速响应客户有望加速进口替代。目前，自动化行业处于底部位置。近期，受疫情影响，部分外资品牌在供应上出现断档的现象，而以公司为代表的国产品牌凭借快速响应客户，获得了更高的市场份额，进口替代有望加速。2020年1季度，公司通用自动化业务订单获得快速增长，增速预计在45%以上，在手订单饱满，增长具备持续性。

2、新能源汽车业务积极发展。新能源乘用车，海外已拿到一家车企DCDC、OBC定点，国内有5家车企定点，其余车企公司正在积极布局，有望获得突破。公司在新能源汽车领域持续投入研发，二线车企19年已经开始放量，20年一线车企有望放量。

3、公司19年通过收购贝思特能有效提升公司在海外的品牌、渠道、市场影响力，同时，产品上公司与贝思特形成协同，有望通过“大配套”、海外业务更上一个台阶。

信捷电气：小型PLC国内龙头，伺服正在成长为支柱业务

1、小型PLC国内龙头，技术、渠道具备优势。公司是国内小型PLC行业的龙头企业，市占率在6%左右，排名第4，内资企业排名第1。公司小型PLC业务较内资企业有先发优势，较外资企业具备价格、服务、相应速度上的优势，预计市占率能持续提升。公

司研发投入充足，掌握 PLC、伺服等核心技术，同时，公司重视经销网络建筑，掌握了 170 个以上核心经销商。

2、针对性定制方案提升产品打击力与粘性。在现有 PLC、伺服、HMI 等主要产品基础上，公司针对性包装、机床、木工、纺织等领域推出了 50 个以上的细分行业解决方案。贴紧应用场景的解决方案能更快的进入客户体系，并形成好的粘性，附加值也更高。此外，公司围绕行业解决方案布局了工业互联网、机器视觉、机器人业务，有望逐步成为公司新增长的来源。

3、伺服正在成长为支柱业务。借助 PLC 业务的客户群体，公司伺服产品近几年实现了较快增长。目前公司平均 1 台 PLC 出货大概搭售 0.3 台伺服系统。公司伺服产品品质近几年提升较快，业内评价提升比较显著。而行业上看，中小型自动化典型应用中，1 台 PLC 一般搭配 2 台以上伺服系统，伺服市场规模更大，增长与国产化替代都更快。我们预计供公司伺服市占率、盈利能力都有望继续提高，可能快速增长。

宏发股份：国内业务明显回暖，海外市场有望获得更高份额

1、国内业务明显回暖。3 月份起，公司国内业务明显回暖，受此拉动，公司 3 月整体发货额 6.63 亿元，环比 2 月增长 70%，其中，电力、汽车、低压开关、密封、电容分别环比 2 月增长 198%、63%、94%、72%、99%，其它各品类产品环比也有 30%-50% 的快速增长。海外业务目前影响相对较大，但欧美主要海外客户 5 月份将逐步启动复工复产，公司海外业务预计将同步有效恢复。

2、海外市场有望获得更高份额。作为全球继电器行业的龙头企业，公司继电器业务与外资主流企业相比，在成本控制、研发投入、响应速度与服务等多个方面具备优势，过去几年市占率一直在持续提升。短期看，目前疫情对公司海外竞争对手形成了较大冲击，TE 墨西哥、马来西亚等各地工厂已于 3、4 月停工，欧姆龙意大利、印度、马来西亚等地工厂 3、4 月陆续停工，松下马来西亚、菲律宾等地工厂 4 月停工，公司有望借此获得更高的市场份额。

2、电动车即将迎来丰收。公司已成功成为奔驰、大众、路虎、保时捷等海外标杆客户新车型主要供应商，特斯拉海外 M3 项目 10 月启动量产，并已成为 Model3 国内工厂主力供应商。海外电动车明后年放量，将给公司带来可观的业务增量。

3、电动车锁定多家标杆客户，为公司带来确定性的增长点。公司作为全球高压直流开关的主要供应商，优势比较突出，规模已经稳居全球第二。目前，国内业务中，公司已成功进入国内主要 11 家新能源车厂，并实现了全面配套。海外业务中，公司已成功成为特斯拉、奔驰、大众、现代、保时捷等海外标杆客户新车型的主要供应商并开始供货。鉴于公司未来 5-10 年已经锁定海外标杆客户主要供应商地位，随着项目量产爬坡，高压直流业务将呈现国内外同步快速增长，预计到 2023 年将实现年收入 30 亿元。

正泰电器：疫情影响一季度业绩，全年有望实现稳健增长

1、低压业务全年有望实现稳健增长。1 季度公司低压业务下滑主要受疫情影响，温州地区产能复工较慢，估算影响公司 1 个月左右的产能。目前，公司低压分销业务渠道库存水平较低，4 月开始进入补库存阶段，有望拉动公司分销业务。

2、直销业务聚焦电力、机械、通讯、工业、建筑工程和新能源六大行业，培育了专业

直销团队，取得了阶段性的突破。此外，公司 5G 的新领域产品布局也有望带来新的增长点。

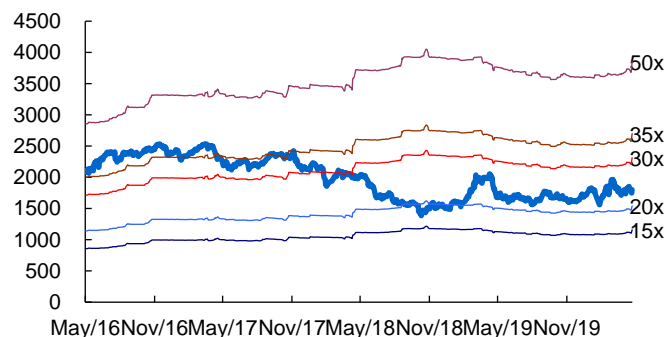
3、公司光伏业务主要由电站运营、光伏组件、EPC（包括户用）构成，其光伏电站运营业绩占比超 50%，经营稳健。目前，公司户用光伏业务模式已经很清晰，与低压电器渠道协同，近几年培育了有力的推广推断。19 年估算公司户用业务实现 1GW 左右的规模，占全国总时长的 20% 以上。目前，公司通过增加户用业务方案，市占率持续提升，户用业务贡献有望加大。

表 16：推荐公司估值情况（部分业绩预测来自 Wind 一致预期）

名称	评级	市值 (亿)	价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			PB
				2019	2020	2021E	2019	2020E	2021E	
汇川技术	强烈推荐-A	587	33.80	0.55	0.83	1.03	61.5	40.9	32.9	6.4
信捷电气	强烈推荐-A	58	40.60	1.16	1.60	2.03	34.9	25.4	20.0	4.6
宏发股份	强烈推荐-A	242	31.53	0.95	1.10	1.38	33.4	28.6	22.8	3.5
正泰电器	强烈推荐-A	547	25.38	1.75	1.98	2.31	14.5	12.8	11.0	2.2
良信电器	强烈推荐-A	103	13.14	0.35	0.46	0.59	37.8	28.7	22.2	5.6
麦格米特	强烈推荐-A	99	20.83	0.77	0.96	1.26	27.1	21.8	16.5	4.4
鸣志电器	强烈推荐-A	48	11.54	0.42	0.61	0.78	27.5	18.8	14.9	2.4

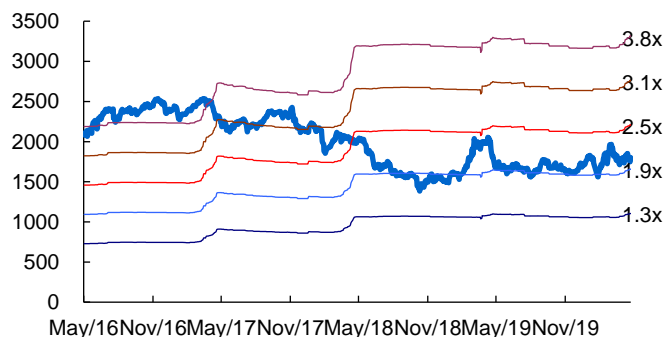
资料来源：公司数据、招商证券

图 22：电力设备行业历史 PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 23：电力设备行业历史 PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告：

- 1、自动化行业系列报告之（六）：中日自动化产业发展历程对比与分析 2018-09-11
- 2、自动化行业系列报告（五）：行业或有短期扰动，优势产品公司长期空间更加清晰，2018-07-24
- 3、自动化行业系列报告（四）：仍有十年以上的产业繁荣，自动化产业开始进入大公司时代，2018-3-11
- 4、自动化行业系列报告（三）：用平台化、全球化的视野看待电气自动化公司，2017-7-10
- 5、自动化行业系列报告（二）：周期叠加成长，投资紧跟需求，2017-2-27

风险提示：

- 1、自动化行业下游众多，宏观经济不景气可能对行业带来影响。自动化行业下游众多，包括传统制造业、先进制造业等等，如果宏观经济不景气则可能影响行业整体的资本开支，从而影响自动化行业的需求。
- 2、上游部分原材料供应受海外疫情影响。自动化 IGBT 等部分原材料供应主要来自于海外，如果海外疫情影响供应，则可能对影响部分公司生产交付。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。