

电气设备

电力设备及工控 2019&2020Q1 总结： 2019 年板块稳健增长，2020Q1 龙头表现超预期

评级：增持（维持）

分析师：苏晨

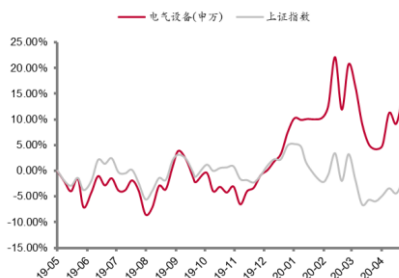
执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	197
行业总市值(百万元)	1957550
行业流通市值(百万元)	933036

行业-市场走势对比



相关报告

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
国电南瑞	20.10	0.94	1.09	1.31	1.51	21.4	18.4	15.3	13.3	增持
汇川技术	32.73	0.55	0.82	1.01	1.22	59.5	39.9	32.4	26.8	增持
正泰电器	24.90	1.75	2.04	2.36	2.75	14.2	12.2	10.6	9.1	增持
良信电器	12.99	0.35	0.49	0.66	0.83	37.1	26.5	19.7	15.7	增持
中恒电气	13.71	0.14	0.31	0.46	0.63	97.9	44.2	29.8	21.8	增持

投资要点

- **电力设备板块：2019 年板块经营稳健，2020Q1 电网投资发力支撑板块逆势增长。**2019 年电网投资下滑 9.6%，2020Q1 由于疫情影响，电网投资同比下滑 27.4%。2019 年电力设备板块营收同比增长 12.87%、扣非业绩增速 12.68%，毛利率及净利率保持相对稳定，经营较 2018 年有所改善。2020Q1 电力设备板块营收同比下滑 8.4%、扣非业绩同比逆势增长 1.3%，原因为电网 2 月以来积极推进复工复产、加大投资力度，带动产业上下游业务增长。细分来看，电网业务占比较高的企业 2020Q1 扣非业绩增速表现较好，且盈利能力及经营现金流表现更优。
- **特高压、电力物联网为建设主线，多环节加码支撑电网投资稳健增长，将带动相关板块景气度提升。**2020 年电力物联网主线继续推进、数字化转型深化有望带动信息化投资持续高增，特高压环节建设超预期将开启主设备板块景气周期，多环节投资加码将支撑全年电网投资稳健增长。2020 年宏观经济增速压力较大，两网将发挥投资顶梁柱作用，充分带动设备供应商逆势增长。
- **工控板块：2019 年营收及业绩稳健提升，疫情致 Q1 国内需求承压。**2019 年国内工控产品市场小幅提升，疫情致 2020Q1 需求下滑，且项目型市场表现持续优于 OEM。2019 年工业控制板块营收及扣非业绩分别同比增长 12.0%/14.6%，盈利能力小幅提升，期间费用率有所下降，经营现金流显著改善；2020Q1 营收及扣非业绩分别同比下滑 5.8%/32.1%，毛利率小幅提升但费用增长致净利率下滑明显。工控龙头汇川技术、信捷电气等凭借外资替代加速、口罩机需求增量等逆势大幅增长，份额进一步提升。
- **外资替代进程加速，进口替代加速支撑全年增长。**2020Q1 国内外疫情带来新压力，随着国内复工复产推进顺利、宏观经济增速及投资持续回升、海外疫情拐点可期，二季度起国内工控需求有望恢复，考虑到新基建大力推进、疫情刺激产业升级加速等因素，全年需求有望正增长。疫情下本土品牌凭借灵活性、本土化供应链持续抢占外资份额，进入高端大客户供应链，未来将凭借领先的研发创新实力、解决方案配套能力持续提升市占率，持续超越行业增长。
- **投资建议：电力设备板块：推荐智能化与信息化全产业链龙头国电南瑞、“云网融合”全产业链覆盖者国网信通、国网电商入驻打造的能源互联网支撑平台远光软件、电力信息化民企佼佼者中恒电气、智能电表订单充沛的林洋能源，建议关注思源电气、经纬辉开、平高电气、许继电气、海兴电力等；工控板块：推荐工业自动化龙头汇川技术、国内小型 PLC 领导者信捷电气、多元化业务协同高增的麦格米特等；低压电器板块：推荐中高端低压电器市场领导者良信电器、国内低压电器龙头正泰电器等；以及全球继电器龙头宏发股份。**
- **风险提示：电网投资增速不及预期、宏观经济增速放缓、行业竞争加剧、原材料价格波动风险等。**

内容目录

一、电力设备：电网发力支撑板块逆势增长 多环节投资加码全年投资有望提升	- 6 -
1.1、回顾：2019 电网投资降幅收窄 疫情致 Q1 投资及用电下滑	- 6 -
1.2、经营总结：2019 整体经营稳健 20Q1 电网加速复工带动板块逆势增长	- 9 -
1.2.1 2019 年整体经营稳健 二次设备扣非业绩增速优于一次设备	- 9 -
1.2.2 2020Q1：疫情致板块整体下滑 电网复工迅速带动板块逆势增长	- 13 -
1.3、展望：电网加速复工复产 多环节加码支撑全年投资增长	- 17 -
1.3.1 能源互联网战略明确 信息化投资有望继续上台阶	- 17 -
1.3.2 特高压大规模招标即将开启 核心设备供应商订单有望爆发	- 18 -
1.3.3 海外电表需求旺盛 国内等待新一代电表落地	- 20 -
1.3.4 多环节投资加码支撑电网投资稳健增长 上下游供应商开启景气周期	- 21 -
1.4、重点公司分析：2019 经营稳健 2020 高增可期	- 23 -
1.4.1 国电南瑞：2019 持续稳健增长 20Q1 业绩超预期彰显龙头本色	- 23 -
1.4.2 中恒电气：Q1 订单饱满，支撑全年业绩高增	- 25 -
1.4.3 林洋能源：海外订单饱满+EPC 集中确认，2020 业绩将迎高增	- 26 -
1.5、投资建议	- 28 -
1.6、风险提示	- 28 -
二、工业自动化：疫情致 20Q1 需求承压 进口替代加速支撑全年增长	- 29 -
2.1、行业回顾：19Q4 工控市场回暖 20Q1 需求下滑但进口替代加速	- 29 -
2.2、经营总结：2019 稳健增长 疫情致 20Q1 下滑	- 33 -
2.2.1 2019 年稳健增长 盈利能力小幅提升	- 33 -
2.2.2 2020Q1：疫情致营收及业绩下滑 费用率提升致净利率大幅下降	- 35 -
2.3、全年展望：Q2 起需求有望修复 疫情强化工控长期逻辑	- 36 -
2.4、龙头公司分析：龙头地位稳固 2020 高增可期	- 37 -
2.4.1 汇川技术：Q1 业绩超预期，工控龙头再起航	- 37 -
2.4.2 良信电器：一季度业绩逆势增长，股权激励彰显全年高增信心	- 39 -
2.4.3 正泰电器：业绩符合预期，龙头地位稳固	- 41 -
2.5、投资建议	- 43 -
2.6、风险提示	- 43 -

图表目录

图表 1: 2019 年电网投资同比下滑 9.6%	- 6 -
图表 2: 2019 年全社会用电量同比增长 4.5%	- 6 -
图表 3: 国家电网加速复工复产时间轴	- 7 -
图表 4: 《国家电网有限公司 2020 年重点工作任务》中的电力物联网建设任务	- 7 -
图表 5: 特高压线路开工数量分布	- 8 -
图表 6: 特高压线路核准数量分布	- 8 -
图表 7: 电力设备板块上市公司标的选取总览	- 9 -
图表 8: 电力设备板块 2019 年经营数据总览 (金额: 亿元)	- 10 -
图表 9: 2019 年电力设备板块营收及业绩稳健增长 (金额: 亿元)	- 10 -
图表 10: 2019 年电力设备板块盈利能力保持稳定	- 10 -
图表 11: 2019 年电力设备板块期间费用率小幅下降	- 11 -
图表 12: 2019 年电力设备板块经营现金流大幅改善 (金额: 亿元)	- 11 -
图表 13: 一次设备板块与二次设备板块 2019 年经营数据总览 (金额: 亿元)	- 11 -
图表 14: 2019 年一次设备板块营收增速高于二次设备板块	- 12 -
图表 15: 2019 年一次设备板块归母净利润增速高于二次设备板块	- 12 -
图表 16: 2019 年二次设备板块扣非归母净利润增速高于一次设备板块	- 12 -
图表 17: 2019 年二次设备板块毛利率及净利率表现均优于一次设备板块	- 12 -
图表 18: 2019 年二次设备板块 ROE 表现优于一次设备板块	- 13 -
图表 19: 2019 年一次及二次设备板块经营现金流均有改善 (金额: 亿元)	- 13 -
图表 20: 2020Q1 电力设备板块经营数据总览 (金额: 亿元)	- 13 -
图表 21: 2020Q1 电力设备板块整体经营出现下滑 (金额: 亿元)	- 14 -
图表 22: 2020Q1 电力设备板块盈利能力相对稳定	- 14 -
图表 23: 2020Q1 电力设备板块期间费用率小幅下滑	- 14 -
图表 24: 2020Q1 电力设备板块经营现金流显著改善 (金额: 亿元)	- 14 -
图表 25: 电网业务占比较高与较低划分总览	- 15 -
图表 26: 电网业务占比较高 (A 版块) 与占比较低版块 (B 版块) 2020 年一季度经营数据总览及对比 (金额: 亿元)	- 16 -
图表 27: 2020Q1 A 版块与 B 版块营收均出现下滑	- 16 -
图表 28: 2020Q1 A 版块归母净利润增速优于 B 版块	- 16 -
图表 29: 2020Q1 A 版块扣非归母增速优于 B 版块	- 17 -
图表 30: 2020Q1 A 版块毛利率与净利率表现均优于 B 版块	- 17 -
图表 31: 2020Q1 A 版块 ROE 大幅提升, B 版块 ROE 有所下滑	- 17 -

图表 32: 2020Q1 A 版块经营现金流表现显著优于 B 版块 (金额: 亿元)	17 -
图表 33: 国家电网信息化设备招标数量跟踪 (单位: 件)	18 -
图表 34: 国网智能化水平持续提升——新能源大数据创新平台	18 -
图表 35: 2020 年特高压建设及投资规模大超预期	18 -
图表 36: 2019-2025 年招标线路及核心设备招标金额测算	19 -
图表 37: 2020-2021 特高压投资额为主流企业带来订单及收入、业绩弹性预测 (亿元)	20 -
图表 38: 全球智能电表需求分布及增长趋势	21 -
图表 39: 新一代智能电表相关事件时间轴	21 -
图表 40: 2020 年国网配电自动化覆盖率有望大幅提升	22 -
图表 41: 2020 年国网供电可靠性预计继续提升	22 -
图表 42: 国家电网投资额及结构预测	22 -
图表 43: 国电南瑞 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览	23 -
图表 44: 国电南瑞 2020 年一季报关键数据总览	23 -
图表 45: 中恒电气 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览	25 -
图表 46: 中恒电气 2020 年一季报关键数据总览	25 -
图表 47: 林洋能源 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览	26 -
图表 48: 林洋能源 2020 年一季报关键数据总览	27 -
图表 49: 2019 年 GDP 增速继续下行, 疫情致 2020Q1 GDP 下滑	29 -
图表 50: 2020 年 3 月 PMI 回升至荣枯线之上	29 -
图表 51: 2019 年国内工控产品市场小幅调整	30 -
图表 52: 2019 年项目型市场表现优于 OEM	30 -
图表 53: 2019 年 OEM 市场中风电、建筑机械、电梯等下游表现较优	30 -
图表 54: 2019 年项目市场中冶金、化工、石化、公共设施等下游表现较优	30 -
图表 55: 2019 年切削与成形机床降幅趋稳, 2020 年 3 月已有回升	31 -
图表 56: 2019 年电梯产量增速升至 12.8%, 2020Q1 同比下滑 20.7%	31 -
图表 57: 2019Q4 工业机器人产量显著回暖, 2020Q1 同比下滑 8.2%	32 -
图表 58: 2020Q1 本土品牌伺服份额提升至 27%	32 -
图表 59: 2020Q1 本土品牌小型 PLC 份额提升至 39%	32 -
图表 60: 工业自动化板块上市公司标的选取总览	33 -
图表 61: 工业控制板块 2019 年经营数据总览 (金额: 亿元)	33 -
图表 62: 2019 年工业控制版块营收及业绩稳健增长 (金额: 亿元)	34 -
图表 63: 2019 年工业控制版块毛利率小幅下降, 净利率及 ROE 小幅提升	34 -
图表 64: 2019 年工业控制版块期间费用率小幅下降	34 -
图表 65: 2019 年工业控制版块经营现金流大幅改善 (金额: 亿元)	34 -
图表 66: 2020Q1 工业控制版块经营数据总览 (金额: 亿元)	35 -

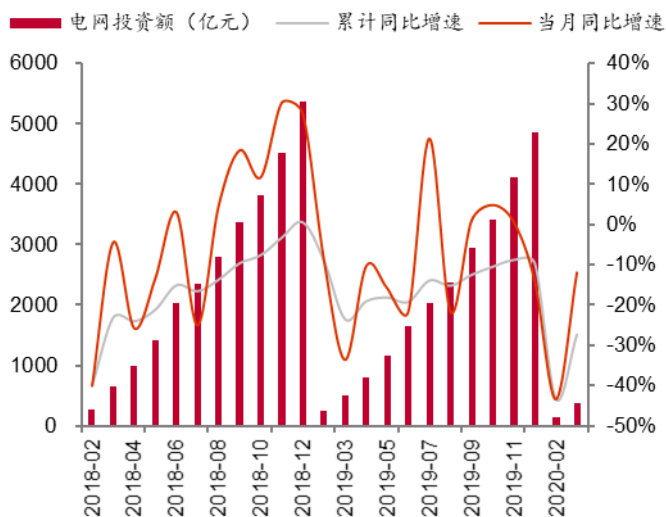
图表 67: 2020Q1 工业控制版块营收及业绩均出现下滑 (金额: 亿元)	- 36 -
图表 68: 2020Q1 工业控制版块毛利率小幅提升, 但净利率及 ROE 下滑	- 36 -
图表 69: 2020Q1 工业控制版块期间费用率显著提升	- 36 -
图表 70: 2020Q1 工业控制版块经营现金流恶化 (金额: 亿元)	- 36 -
图表 71: 制造业就业人数进入下行通道	- 37 -
图表 72: 本土工控领导品牌持续超越行业增长	- 37 -
图表 73: 汇川技术 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览	- 37 -
图表 74: 汇川技术 2020 年一季报关键数据总览	- 38 -
图表 75: 良信电器 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览	- 39 -
图表 76: 正泰电器 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览	- 41 -
图表 77: 正泰电器 2020 年一季报关键数据总览	- 41 -

一、电力设备：电网发力支撑板块逆势增长 多环节投资加码全年投资有望提升

1.1、回顾：2019 电网投资降幅收窄 疫情致 Q1 投资及用电下滑

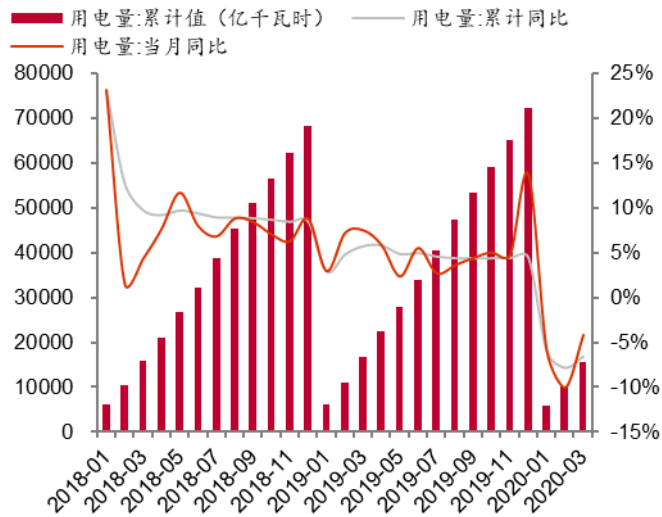
- **2019：电网投资同比下滑 9.6%，用电量增速放缓至 4.5%。**电网投资：2019 年全年电网投资额为 4856 亿元，同比下滑 9.6%，进入下半年以来降幅持续收窄；其中 2019 年四季度电网投资为 1903 亿元，同比下滑 5% 左右；2019 年电网投资同比下滑原因可能为用电量增速放缓、电价持续下行等。用电量：2019 年全社会用电量累计达 72255 亿千瓦时，同比增长 4.50%；其中单 12 月全社会用电量达 7110.51 亿千瓦时，同比增长 13.77%，增速较高。2019 年全社会用电量增速较前三年进一步放缓原因可能为宏观经济增速放缓、工业用电量增速下滑等。
- **2020Q1：疫情影响一季度项目开工与用电，3 月已有明显回暖。**电网投资：2020 年一季度电网投资为 365 亿元，同比下滑 27.40%，随着 2 月以来国家电网积极推动复工复产，投资降幅已有显著缩窄；其中单三月电网投资为 227 亿元，同比下降 12%。用电量：2020 年一季度全社会用电量为 15698 亿千瓦时，同比下滑 6.50%，主要由于疫情影响企业复工复产、项目进度与用电需求；其中 3 月用电量 5493 亿千瓦时，环比提升 24.9%，3 月复工复产推进顺利。

图表 1：2019 年电网投资同比下滑 9.6%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：2019 年全社会用电量同比增长 4.5%



来源：wind，中泰证券研究所

- **2 月以来电网加速复工复产，“大国重器”作用凸显。**2020 年 2 月以来国家电网与南方电网加快恢复建设、推进企业复工复产，以国家电网为例，2 月 7 日出台《应对疫情影响、全力恢复建设助推企业复工复产的 12 项举措》，加快重点在建工程建设、加大新投资项目开工力度、提前

制定工程招标及评审等工作，其中特高压环节4月初在建9条特高压输电通道已全部复工，全年投资规划大幅提升至1811亿元，3月投资降幅已有显著收窄，预计4月投资有望同比正增长。

图表3：国家电网加速复工复产时间轴



来源：国家电网官网，中泰证券研究所

- **能源互联网战略目标确立，电力物联网主线继续推进。**2020年2月国家电网印发《国家电网有限公司2020年重点工作任务》，提出了推进电网高质量发展、改革攻坚、提质增效、强化科技创新等31项重点任务，关键词涵盖电力物联网、特高压、综合能源服务等。2020年3月国家电网党组会议提出将“具有中国特色国际领先的能源互联网企业”确立为引领公司长远发展的战略目标。2020年4月国家电网召开2020年第二季度工作会议，强调“能源互联网”战略目标内涵，明确了电力物联网主线地位，将与智能电网共同支撑能源互联网建设推进。

图表4：《国家电网有限公司2020年重点工作任务》中的电力物联网建设任务

分类	建设任务	责任部门
重点任务： 全力推进电力互联网高质量发展	十二、迭代完善顶层设计。 深化理论、技术、标准和效益体系研究，因地制宜、统筹开展试点示范。建立试点项目验证评估机制，做好先进成果和经验做法的总结提炼和推广应用，对于投入产出效益不明显的项目坚决叫停，严防低效投资和产生新的“烟囱”。	互联网部及相关部門
	十三、持续夯实基础支撑	
	1. 建成国网云和数据中台，实现数据共享、便捷应用。加快制定公司数据发展战略，建立数据管理工作标准和规范，常态化开展数据治理和价值挖掘。	互联网部及相关部門
	2. 落实通信网建设新标准，完成OTN网络扩容建设和地市传输网优化改造。	国调中心、发展部
	3. 持续开展信息化系统“瘦身健体”，清理下线“僵尸”系统，推进移动应用整合，提高实用水平，防止重建设、轻应用的不良倾向。	互联网部
十四、赋能电网建设运营	1. 初步建成电网资源和客户服务业务中台，建成统一物在管理平台。	互联网部、设备部、营销部
	2. 做好营配贯通优化提升，挖掘智能电表非计量功能，拓展停电信息分析到户等业务应用，加快推进营销2.0试点建设。	互联网部、设备部、营销部
十五、推动“平台+生	1. 聚焦能源互联网产业链，拓展平台业务，加快形成具有市场竞争力的产品、服务和商业模式。	互联网部及相关部門

态”建设

2. 推动源网荷储协同互动,提升负荷调控能力。深化新一代电力调度专业应用。

国调中心、北京电

力交易中心、营销部、互联网部

3. 优化网上国网等平台型应用服务功能,持续改善客户体验,增强客户粘性。

营销部、互联网部

4. 加强网上电网、同期线损等综合应用,完善公司发展经营重点指标统计标签体系,深化SGOC电力景气指数研究应用。完成新能源云推广应用。加快建设项目管理业务中台。

发展部

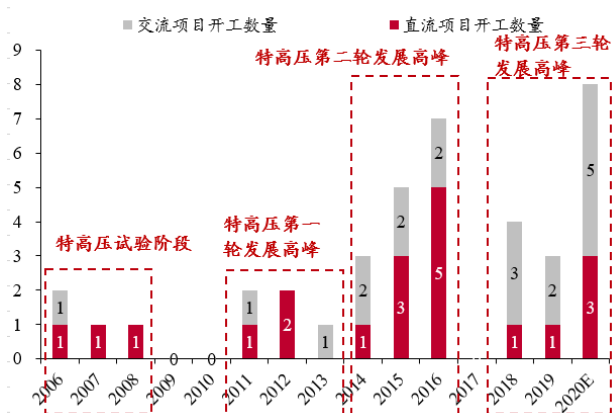
5. 强化政企联动,结合新型智慧城市建设拓展新兴业务,因地制宜构建能源大数据中心

 互联网部及相关部
门

来源:《国家电网有限公司2020年重点工作任务》,中泰证券研究所

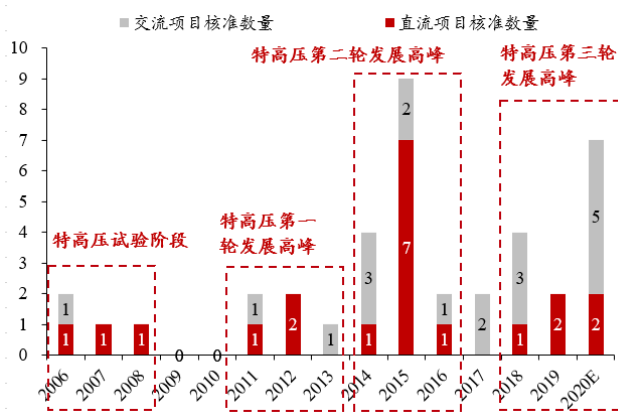
- **特高压:截至2019年底国网已有21条在运、8条核准在建特高压线路。**
- 截至2019年底,国家电网已建成投运“10交11直”21项特高压工程,核准、在建“4交3直”8项特高压工程,2019年特高压跨区跨省输送电量达到3750.5亿千瓦时,累计特高压输送电量超过1.6万亿千瓦时,强化了世界输电能力最强电网地位、资源配置能力持续提升。2020年2月国网推出“应对疫情影响全力恢复建设助推企业复工复产的12项举措”,特高压复工复产加速;3月国网指出全年特高压建设项目投资规模1811亿元,并印发《2020年重点电网项目前期工作计划通知》,特高压建设规划与投资规模均超市场预期。

图表5:特高压线路开工数量分布



来源:能源局,发改委,中泰证券研究所

图表6:特高压线路核准数量分布



来源:能源局,发改委,中泰证券研究所

1.2、经营总结：2019 整体经营稳健 20Q1 电网加速复工带动版块逆势增长

图表 7：电力设备板块上市公司标的选取总览

细分行业	代码	公司名称	细分行业	代码	公司名称
一次设备方向	中国西电	601179.SH	二次设备方向（智能化、信息化业务方向等）	国电南瑞	600406.SH
	平高电气	600312.SH		海兴电力	603556.SH
	特变电工	600089.SH		国电南自	600268.SH
	东方电气	600875.SH		四方股份	601126.SH
	上海电气	601727.SH		林洋能源	601222.SH
	保变电气	600550.SH		许继电气	000400.SZ
	尚纬股份	603333.SH		金智科技	002090.SZ
	置信电气	600517.SH		科陆电子	002121.SZ
	特锐德	300001.SZ		智光电气	002169.SZ
	合纵科技	300477.SZ		东方电子	000682.SZ
	大连电瓷	002606.SZ		远光软件	002063.SZ
	汉缆股份	002498.SZ		积成电子	002339.SZ
	摩恩电气	002451.SZ		亿嘉和	603666.SH
	北京科锐	002350.SZ		涪陵电力	600452.SH
	思源电气	002028.SZ		炬华科技	300360.SZ
一次标的合计		15	二次标的合计		17
电力设备标的合计			32		

来源：wind，中泰证券研究所

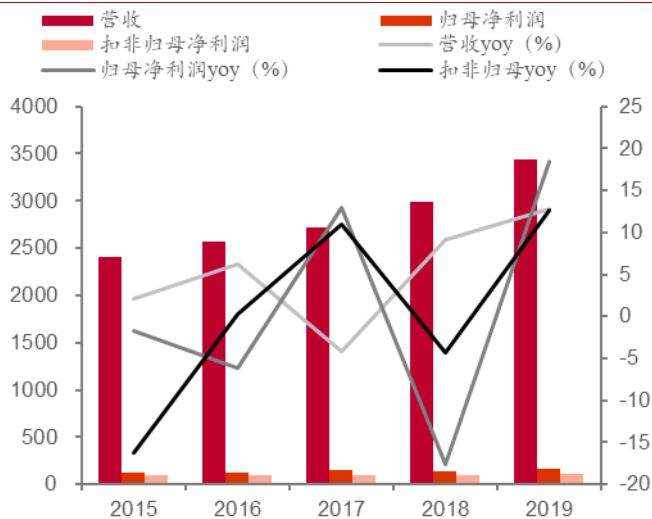
1.2.1 2019 年整体经营稳健 二次设备扣非业绩增速优于一次设备

- 2019 年电力设备版块营收及业绩稳健增长，盈利能力保持稳定，费用率显著下降，现金流大幅改善。1）经营方面，2019 年电力设备板块总营收 3443.50 亿元，同比增长 12.87%，在整体电网投资同比下滑 9.6% 背景下，板块整体增速较去年有所提升（2018 年增速 9.07%）；2019 年板块归母净利润为 160.41 亿元，同比增长 18.45%，增速显著改善（2018 年增速 -17.61%）；2019 年板块扣非归母净利润为 110.92 亿元，同比增长 12.68%，增速显著改善（2018 年增速 -4.33%）；2019 年板块存货周转率与应收账款周转率分别为 3.38/2.62，分别同比提升 0.67/0.26，显著改善；2）盈利能力方面，2019 年板块毛利率为 22.11%，同比下滑 0.24pct；2019 年板块净利率为 5.55%，同比持平；2019 年板块 ROE 为 6.46%，同比提升 0.23pct；2）费用方面，2019 年板块管理费用率（含研发）、销售费用率、财务费用率同比分别变动 +0.11/-0.33/0.02pct，期间费用率整体下降 2.14pct；3）现金流方面，经营活动现金流为 286.55 亿元，同比显著改善。

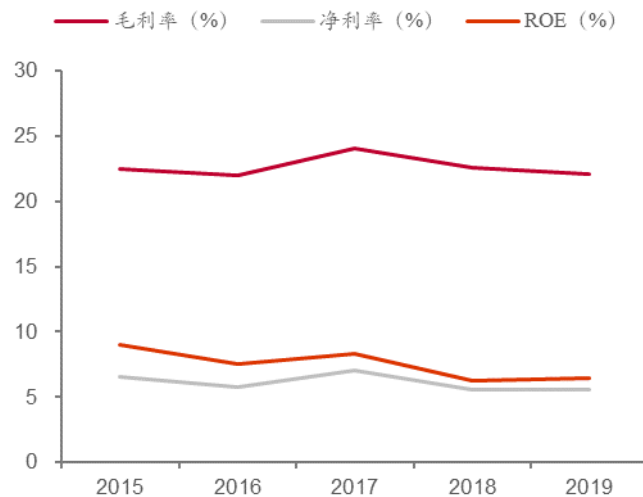
图表8：电力设备板块2019年经营数据总览（金额：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019
营收	2,400.42	2,575.68	2,721.77	2,989.66	3,443.50
营收 yoy (%)	2.15	6.24	-4.11	9.07	12.87
归母净利润	124.76	117.71	155.93	131.64	160.41
归母净利润 yoy (%)	-1.67	-6.19	12.98	-17.61	18.45
扣非归母净利润	92.46	92.69	102.89	98.44	110.92
扣非归母 yoy (%)	-16.26	0.25	11.01	-4.33	12.68
毛利率 (%)	22.45	21.98	24.02	22.64	22.11
净利率 (%)	6.58	5.77	7.06	5.55	5.55
ROE (%)	9.05	7.52	8.30	6.23	6.46
经营活动现金流净额	223.75	313.69	0.75	125.29	286.55
管理费用率 (%)	8.94	8.91	9.95	10.90	11.01
销售费用率 (%)	4.87	5.14	5.08	5.08	4.75
财务费用率 (%)	0.59	0.39	1.02	1.05	1.03
存货周转率	2.26	2.53	2.44	2.71	3.38
应收账款周转率	2.30	2.30	2.21	2.36	2.62

来源：wind，中泰证券研究所

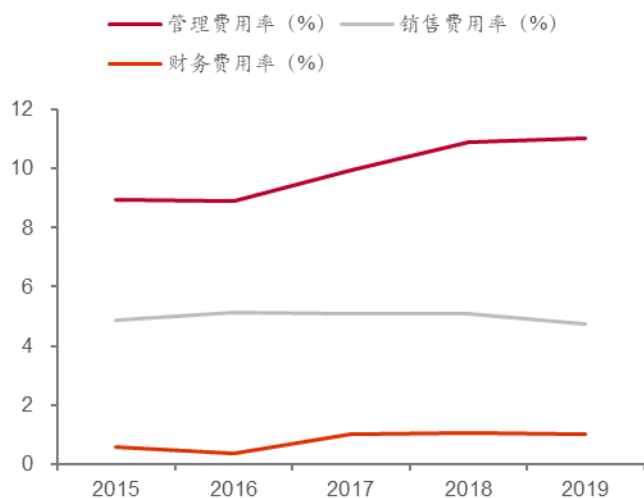
图表9：2019年电力设备板块营收及业绩稳健增长（金额：亿元）


来源：wind，中泰证券研究所

图表10：2019年电力设备板块盈利能力保持稳定


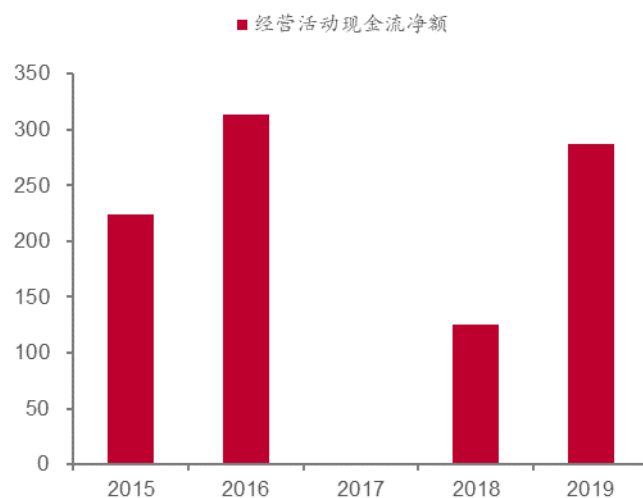
来源：wind，中泰证券研究所

图表 11: 2019 年电力设备板块期间费用率小幅下降



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2019 年电力设备板块经营现金流大幅改善(金额: 亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 2019 年一次设备板块营收及归母净利润增速高于二次设备板块, 但扣非归母净利润增速、毛利率及净利率均弱于二次设备板块。从主要业务方向来看, 2019 年一次设备板块营收同比增速 13.95%, 优于二次设备板块营收同比增速 9.79%; 一次设备板块归母净利润同比增速 26.80%, 优于二次设备板块归母净利润同比增速 9.12%; 但二次设备板块扣非归母净利润增速为 19.11%, 高于一次设备板块扣非归母净利润增速 6.31%; 2019 年二次设备板块毛利率与净利率分别为 29.43%/8.42%, 分别同比变动+0.08/-0.66pct, 均显著高于一次设备板块毛利率(19.63%, yoy-0.87pct)与净利率(4.58%, yoy+0.15pct); 一次设备与二次设备板块 2019 年 ROE 与经营现金流均有改善。二次设备行业规模低于一次设备, 但由于技术含量相对较高、竞争格局相对较好, 因此盈利水平显著优于一次设备; 2019 年电网投资结构趋向智能化与信息化, 因此二次设备行业扣非归母净利润增速高于一次设备行业。

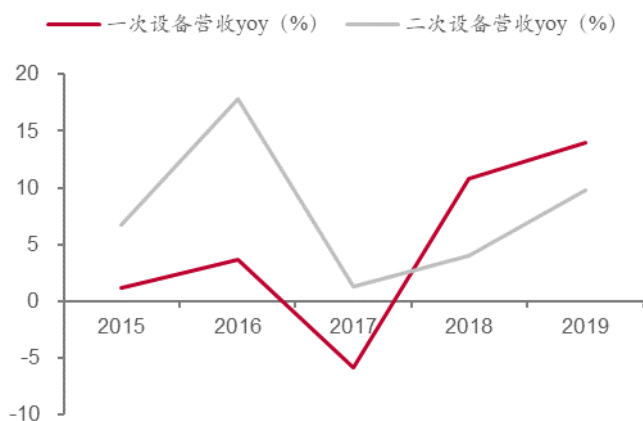
图表 13: 一次设备板块与二次设备板块 2019 年经营数据总览 (金额: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019
一次设备营收	1,962.27	2,058.88	2,027.43	2,267.65	2,572.94
一次设备营收 yoy (%)	1.17	3.67	-5.84	10.79	13.95
二次设备营收	438.15	516.80	694.34	722.01	870.56
二次设备营收 yoy (%)	6.77	17.86	1.34	3.99	9.79
一次设备归母净利润	77.68	66.05	84.94	71.47	90.65
一次设备归母净利润 yoy (%)	-6.99	-15.76	22.37	-19.50	26.80
二次设备归母净利润	47.07	51.66	70.98	60.17	69.76
二次设备归母净利润 yoy (%)	8.57	9.74	3.49	-15.24	9.12
一次设备扣非归母净利润	49.87	47.34	61.23	49.48	52.61
一次设备扣非归母 yoy (%)	-28.51	-5.07	29.35	-19.19	6.31

二次设备扣非归母净利润	42.60	45.35	41.66	48.96	58.32
二次设备扣非归母 yoy (%)	4.74	6.47	-8.14	17.53	19.11
一次设备毛利率 (%)	20.67	20.44	22.01	20.50	19.63
二次设备毛利率 (%)	30.42	28.10	29.90	29.35	29.43
一次设备净利率 (%)	5.47	4.51	5.56	4.43	4.58
二次设备净利率 (%)	11.59	10.78	11.43	9.08	8.42
一次设备 ROE (%)	7.86	6.16	6.67	5.32	5.62
二次设备 ROE (%)	13.31	11.86	12.73	8.46	8.49
一次设备经营活动现金流净额	187.77	265.31	-63.13	49.80	174.67
二次设备经营活动现金流净额	35.98	48.38	63.87	75.49	111.87

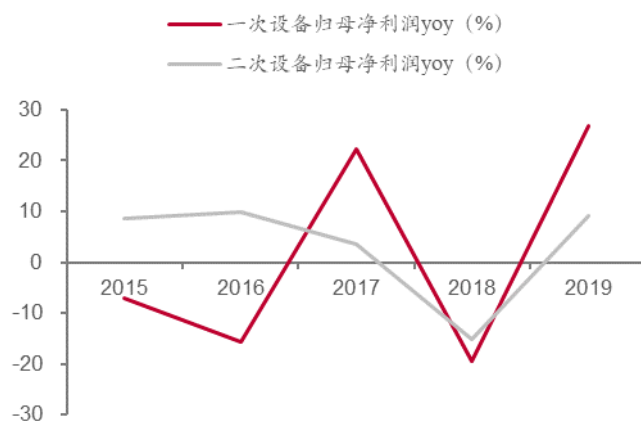
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2019 年一次设备板块营收增速高于二次设备板块



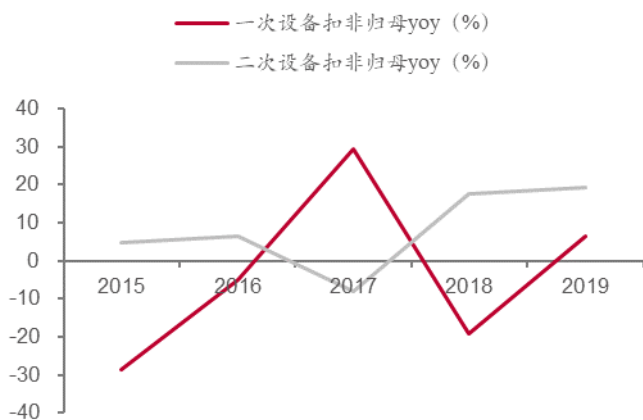
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 2019 年一次设备板块归母净利润增速高于二次设备板块



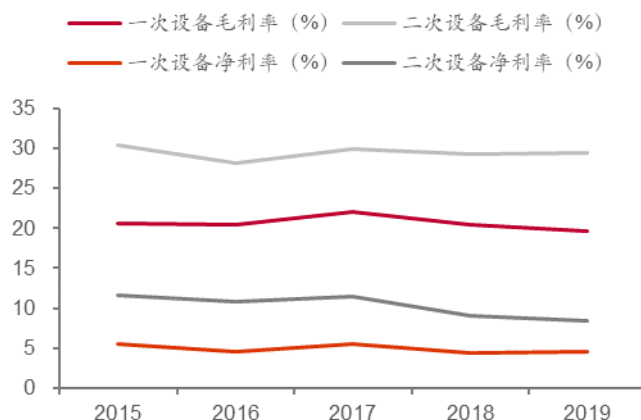
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 2019 年二次设备板块扣非归母净利润增速高于一次设备板块

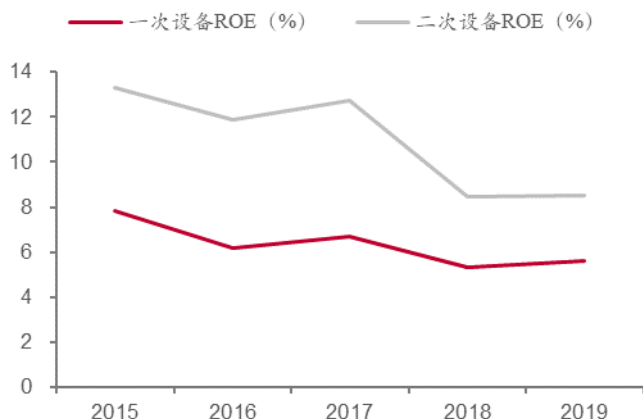


来源: wind, 中泰证券研究所

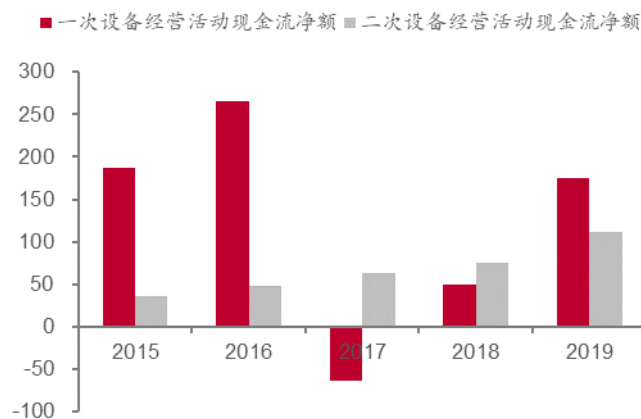
图表 17: 2019 年二次设备板块毛利率及净利率表现均优于一次设备板块



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18：2019 年二次设备板块 ROE 表现优于一次设备板块


来源：wind，中泰证券研究所

图表 19：2019 年一次及二次设备板块经营现金流均有改善（金额：亿元）


来源：wind，中泰证券研究所

1.2.2 2020Q1：疫情致板块整体下滑 电网复工迅速带动板块逆势增长

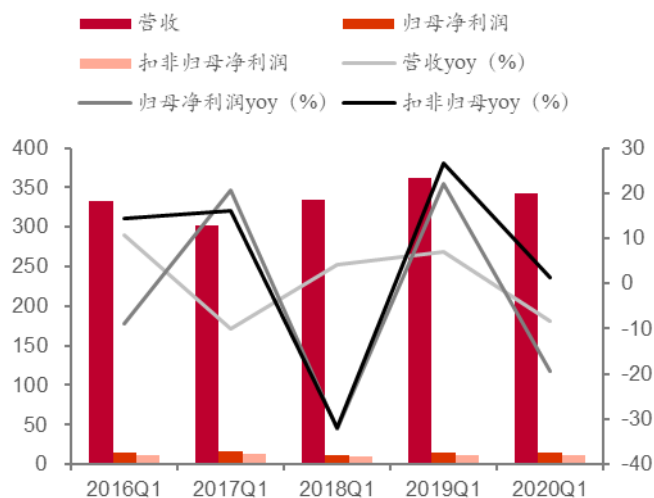
- 疫情下 2020Q1 电网投资下滑 27%，电力设备整体经营出现下滑，扣非业绩逆势小幅增长。1) 经营方面，2020 年一季度年电力设备板块总营收 342.28 亿元，同比下滑 8.44%；归母净利润为 14.56 亿元，同比下滑 19.30%；扣非归母净利润为 11.88 亿元，同比增长 1.30%；2) 盈利能力方面，2020 年一季度电力设备板块毛利率为 22.75%，同比下滑 0.45pct；净利率为 4.77%，同比提升 0.45pct；ROE 为 0.67%，同比下降 0.11pct；2) 费用方面，2020 年一季度电力设备板块管理费用率（含研发）、销售费用率、财务费用率同比分别变动+0.18/-0.20/-0.73pct，期间费用率整体下降 0.75pct；3) 现金流方面，2020 年一季度电力设备板块经营活动现金流为-28.02 亿元，同比有所改善。2020 年一季度由于疫情影响，电网投资同比下滑 27.40%，电力设备板块营收与归母净利润均出现较明显下滑，考虑到国网与南网 2 月以来积极推动复工复产、行业招标门槛持续提升、一季度费用率有所降低等因素，一季度电力设备板块扣非归母净利润增速逆势小幅增长。

图表 20：2020Q1 电力设备板块经营数据总览（金额：亿元）

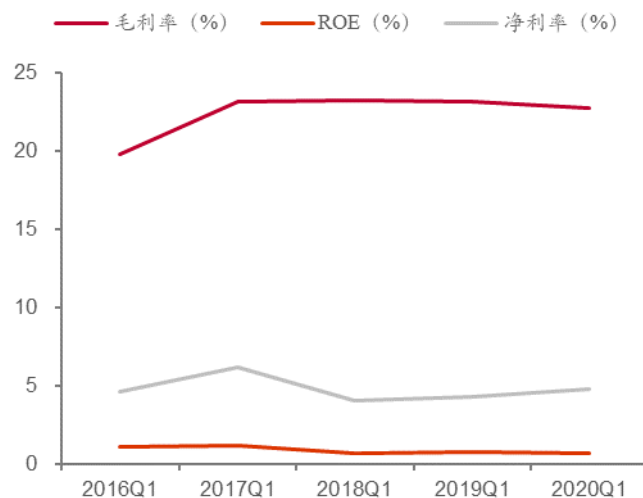
	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1
营收	333.57	302.33	333.68	361.67	342.28
营收 yoy (%)	10.78	-10.13	4.21	7.15	-8.44
归母净利润	14.54	16.93	11.81	14.84	14.56
归母净利润 yoy (%)	-8.96	20.61	-32.22	21.94	-19.30
扣非归母净利润	11.70	13.57	9.25	11.73	11.88
扣非归母 yoy (%)	14.36	16.05	-31.83	26.76	1.30
毛利率 (%)	19.79	23.17	23.25	23.20	22.75

净利率 (%)	4.63	6.20	4.07	4.32	4.77
ROE (%)	1.11	1.20	0.72	0.78	0.67
经营活动现金流净额	-89.52	-82.88	-119.56	-109.15	-28.02
管理费用率 (%)	8.71	9.96	10.31	11.61	11.79
销售费用率 (%)	5.33	6.03	6.27	6.38	6.18
财务费用率 (%)	0.76	1.11	2.13	1.93	1.20
期间费用率 (%)	14.80	17.09	18.71	19.92	19.17

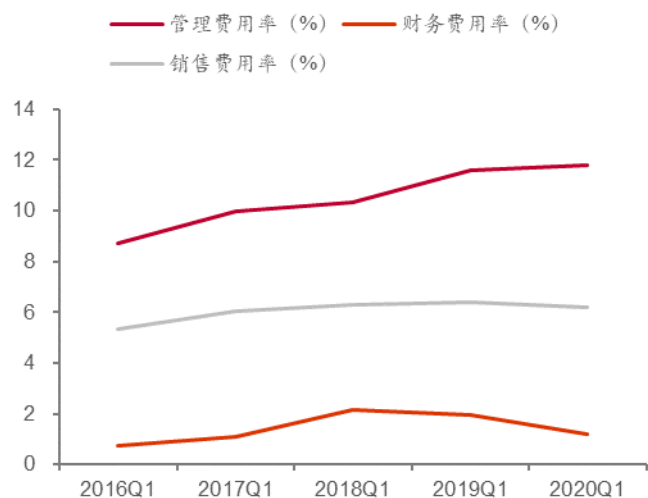
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 21: 2020Q1 电力设备板块整体经营出现下滑 (金额: 亿元)


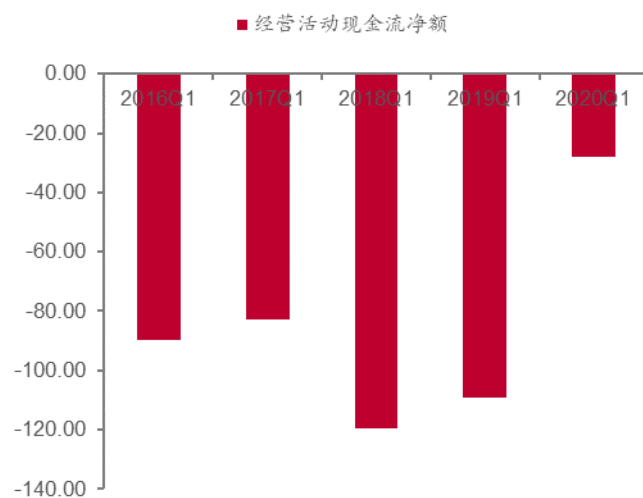
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: 2020Q1 电力设备板块盈利能力相对稳定


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2020Q1 电力设备板块期间费用率小幅下滑


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 24: 2020Q1 电力设备板块经营现金流显著改善 (金额: 亿元)


来源: wind, 中泰证券研究所

- **两网大力恢复建设带动上下游企业复工复产，电网业务占比较高企业2020Q1经营表现较好。**2月以来国家电网与南方电网加速推进项目建设与企业复工复产，如国家电网出台《应对疫情影响、全力恢复建设助推企业复工复产的12项举措》，积极带动社会投资、发挥“大国重器”和“顶梁柱”作用，截至3月中旬国网建设项目已提前实现全部复工复产，因此电网业务占比较高企业一季度经营表现较好。以电网业务占比为划分依据，2020年一季度A版块（电网业务占比较高）营收、归母净利润、扣非归母净利润同比增速分别为-12.43%/9.29%/396.56%，显著优于B版块（电网业务占比较低）的-6.61%/-28.85%/-27.69%，同时2020年一季度A版块毛利率与净利率均有大幅提升，分别提升0.83/3.91pct至23.49%/5.84%，B版块毛利率与净利率分别同比下滑1.00/1.04pct至22.42%/4.31%。

图表 25：电网业务占比较高与较低划分总览

划分	代码	公司名称	代码	公司名称
电网业务占比相对较高（A版块）	平高电气	600312.SH	四方股份	601126.SH
	保变电气	600550.SH	许继电气	000400.SZ
	置信电气	600517.SH	亿嘉和	603666.SH
	思源电气	002028.SZ	涪陵电力	600452.SH
	国电南瑞	600406.SH	炬华科技	300360.SZ
	国电南自	600268.SH	国网信通	600131.SH
合计：12				
电网业务占相对较低（B版块）	中国西电	601179.SH	北京科锐	002350.SZ
	特变电工	600089.SH	海兴电力	603556.SH
	东方电气	600875.SH	林洋能源	601222.SH
	上海电气	601727.SH	金智科技	002090.SZ
	尚纬股份	603333.SH	科陆电子	002121.SZ
	特锐德	300001.SZ	智光电气	002169.SZ
	合纵科技	300477.SZ	东方电子	000682.SZ
	大连电瓷	002606.SZ	远光软件	002063.SZ
	汉缆股份	002498.SZ	积成电子	002339.SZ
	摩恩电气	002451.SZ	朗新科技	300682.SZ
合计：20				
总计：32				

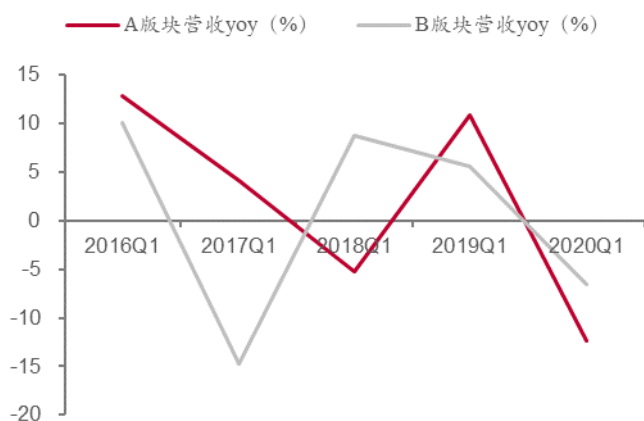
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 26：电网业务占比较高（A 版块）与占比较低版块（B 版块）2020 年一季度经营数据总览及对比（金额：亿元）

	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1
A 版块营收	79.78	86.00	98.38	109.02	103.18
A 版块营收 yoy (%)	12.91	4.13	-5.28	10.82	-12.43
B 版块营收	253.79	216.33	235.30	252.65	239.10
B 版块营收 yoy (%)	10.12	-14.77	8.77	5.64	-6.61
A 版块归母净利润	3.39	1.97	0.02	1.99	5.27
A 版块归母净利润 yoy (%)	-22.61	-32.36	-99.04	8,287.15	5.74
B 版块归母净利润	11.14	14.96	11.79	12.85	9.29
B 版块归母净利润 yoy (%)	-3.35	35.24	-21.21	5.83	-28.85
A 版块扣非归母净利润	2.92	1.08	-0.62	0.80	3.98
A 版块扣非归母 yoy (%)	484.59	-62.99	-157.50	-228.85	396.56
B 版块扣非归母净利润	8.77	12.49	9.87	10.93	7.90
B 版块扣非归母 yoy (%)	-9.80	42.37	-20.96	10.66	-27.69
A 版块毛利率 (%)	23.67	20.59	23.01	22.66	23.49
B 版块毛利率 (%)	18.57	24.19	23.35	23.43	22.42
A 版块净利率 (%)	4.06	2.15	-0.12	1.93	5.84
B 版块净利率 (%)	4.81	7.81	5.82	5.35	4.31
A 版块 ROE (%)	0.93	0.49	0.00	0.30	0.64
B 版块 ROE (%)	1.18	1.51	1.07	1.04	0.69
A 版块经营活动现金流净额	-32.79	-40.39	-34.60	-26.96	-6.42
B 版块经营活动现金流净额	-56.73	-42.48	-84.96	-82.19	-21.60

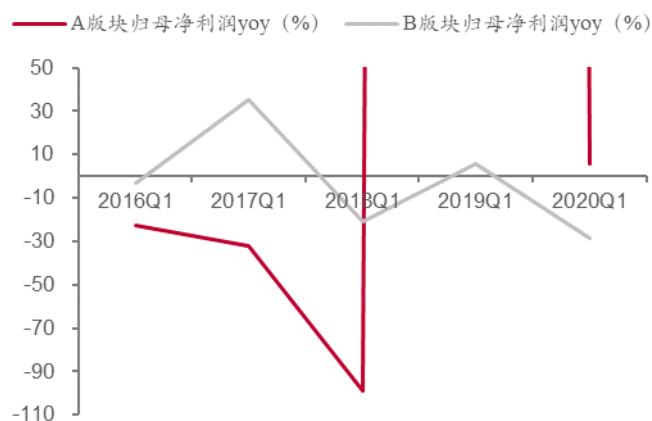
来源：wind，中泰证券研究所

图表 27：2020Q1 A 版块与 B 版块营收均出现下滑



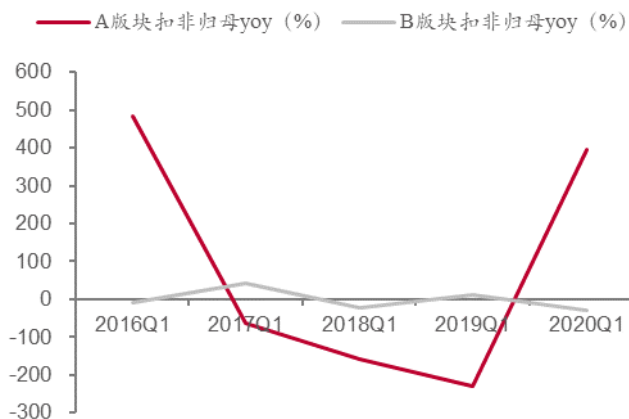
来源：wind，中泰证券研究所

图表 28：2020Q1 A 版块归母净利润增速优于 B 版块



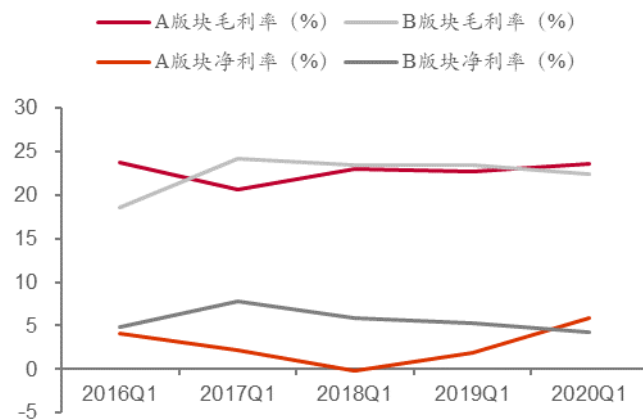
来源：wind，中泰证券研究所

图表 29: 2020Q1 A 版块扣非归母增速优于 B 版块



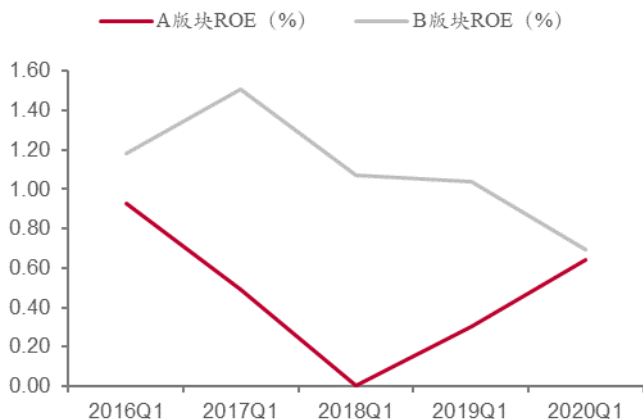
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 30: 2020Q1 A 版块毛利率与净利率表现均优于 B 版块



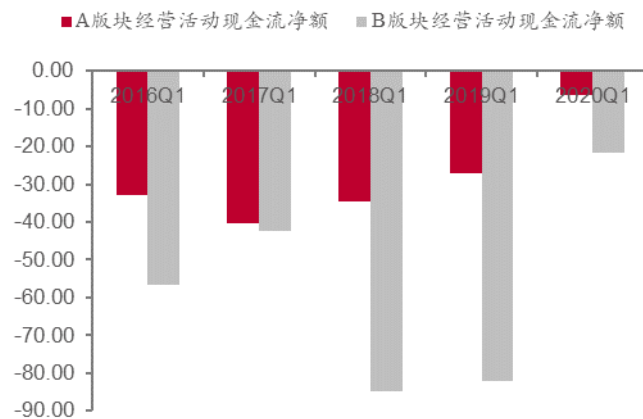
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 31: 2020Q1 A 版块 ROE 大幅提升, B 版块 ROE 有所下滑



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 32: 2020Q1 A 版块经营现金流表现显著优于 B 版块 (金额: 亿元)



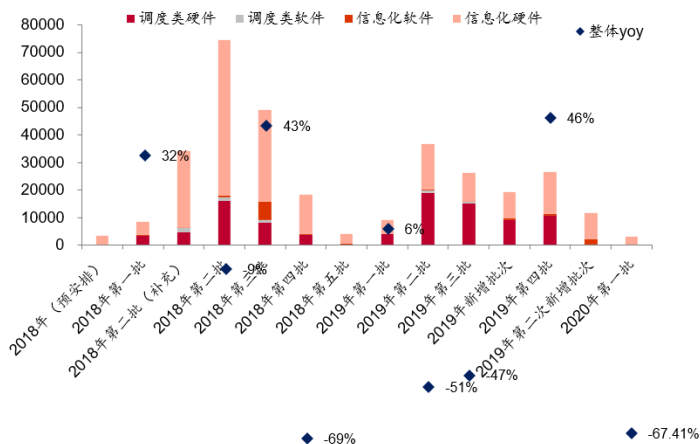
来源: wind, 中泰证券研究所

1.3、展望：电网加速复工复产 多环节加码支撑全年投资增长

1.3.1 能源互联网战略明确 信息化投资有望继续上台阶

- **能源互联网内涵明确, 信息化投资有望继续高增。**2020 年 4 月 18 日国网召开 2020 年第二季度工作会议, 强调深刻领会“具有中国特色”、“国际领先”、“能源互联网”三个内涵, 其中“能源互联网”为: 以坚强智能电网为基础平台, 强化网络互联互通和先进信息、通信、控制技术应用, 全面建设能源网架体系、信息支撑体系、价值创造体系, 构建具有绿色安全、泛在互联、高效互动、智能开放等特征的智慧能源系统。电力物联网主线地位明确, 将与智能电网共同支撑能源互联网战略目标推进, 2020 年国网信息化投资有望继续高增。

图表 33: 国家电网信息化设备招标数量跟踪 (单位: 件)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 34: 国网智能化水平持续提升——新能源大数据创新平台



来源: wind, 中泰证券研究所

- **新型数字基础设施建设地位持续强化, 为信息化投资带来增长驱动力。** 4月2日国家电网召开“新基建”工作领导小组第一次会议, 指出以5G网络等为代表的新型数字基础设施有利于培育战略性新兴产业, 并提出“加快现代信息通信技术推广应用”、“强化创新驱动, 聚焦重点领域, 开展技术攻关, 加强大功率充电、5G、大数据、人工智能、物联网等技术研究”。4月24日国家电网召开“新基建”工作领导小组第二次会议, 指出新型数字基础设施建设是“新基建”的重要内容, 是数字经济发展的基础, 毛伟明董事长指出, 加快新型数字基础设施建设是电网向能源互联网转型升级的关键, 也是实现公司战略目标的重要基础。

1.3.2 特高压大规模招标即将开启 核心设备供应商订单有望爆发

- **特高压投资额大超预期, 核心供应商开启景气周期。** 国家电网官网明确特高压为“新基建”七大领域之一, 并于3月14日指出全年特高压建设项目投资规模1811亿元, 大超市场预期。预计2020年最少将进行2直5交共7条线路主设备招标, 核心设备招标规模有望达250亿元。考虑到1-1.5年的收入确认周期, 2021-2022年主流供应商将迎来收入与业绩弹性高峰。此外,《通知》额外给出3条新特高压直流线路, 支撑特高压投资可持续性。

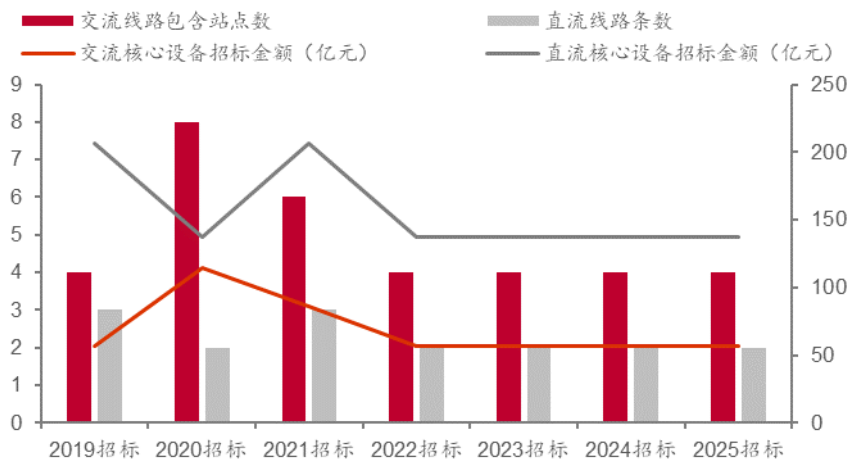
图表 35: 2020 年特高压建设及投资规模大超预期

分类	编号	项目名称	类型	状态	核准时间	开工时间	建成投运时间	项目投资额(亿元)	第一次设备招标时间	预计在 2020 招标	2021 招标
2018 年重 启线路	1	南阳-荆门-长沙	交流	待核准	2020.03	2020 (E)		105		√	
	2	张北-雄安	交流	已核准、已开工	2018.11	2019.03	2020 建成	60	2018.12		
	3	驻马店-南阳	交流	已核准、已开工	2018.12	2019.03	2020 建成	51	2018.12		

	4	驻马店-武汉	交流	待核准	2020.10	2020 (E)		35	✓
	5	南昌-武汉	交流	待核准	2020.12	2020 (E)		69	✓
	6	南昌-长沙	交流	待核准	2020.06	2020 (E)		72	✓
	7	荆门-武汉	交流	待核准	2020.09	2020 (E)		61	✓
	8	青海-河南	直流	已核准、已开工	2018.10	2018.11	2020 建成	226	2018.11
	9	陕北-湖北	直流	已核准、已开工	2019.01	2020.02	2020 完成里程碑计划	185	2018.11
	10	雅中-江西	直流	已核准、已开工	2019.08	2019.09	2020 完成里程碑计划	244	2019.07
	11	白鹤滩-江苏	直流	待核准	2020.06	2020 (E)		307	✓
	12	白鹤滩-浙江	直流	待核准	2020.12	2020 (E)		270	✓
新线路	13	金上水电外送	直流	2020.06 完成预可研				280	✓
	14	陇东-山东	直流	2020.06 完成预可研				280	✓
	15	哈密-重庆	直流	2020.06 完成预可研				280	✓
其他在建特高压线路	16	蒙西-晋中	交流	已核准、已开工	2018.03	2018.11	2020 建成	50	2018.09
	17	其他重点配套工程	-	待核准	-	2019.09		150	✓

来源：国网电子商务平台，能源局，《2020 年重点电网项目前期工作计划通知》，中泰证券研究所

图表 36: 2019-2025 年招标线路及核心设备招标金额测算



来源：中泰证券研究所

- **核心供应商收入及业绩弹性高峰预计出现在 2021-2022 年。**在 1) 十四五期间开工 10 直 10 交线路、2) 单条特高压交流线路平均包含 2 个站点、3) 当年签署的订单在当年确认 40%，第二年确认 50%，第三年确认 10% 等假设条件下，预计特高压投资为主流设备供应商收入与业绩弹性预计将出现在 2020-2022 年，其中弹性相对较高的有平高电气、中国西电、许继电气等。

图表 37: 2020-2021 特高压投资额为主流企业带来订单及收入、业绩弹性预测 (亿元)

公司	2019 订单	2020 订单	2021 订单	2022 订单	2020 收入	2021 收入	2022 收入	净利率	2020 业绩	2021 业绩	2022 业绩
国电南瑞	35.0	21.8	32.7	21.8	26.2	27.5	27.3	20%	5.2	5.5	5.5
许继电气	20.9	14.0	20.9	14.0	16.1	17.5	17.5	18%	2.9	3.1	3.1
平高电气	24.0	35.7	31.4	20.9	26.3	32.8	27.6	18%	4.7	5.9	5.0
中国西电	53.6	49.4	58.7	39.2	46.6	53.6	50.0	10%	4.7	5.4	5.0
特变电工	46.4	39.8	49.7	33.1	39.1	44.4	42.1	10%	3.9	4.4	4.2
经纬辉开	-	5.6	6.0	4.0	2.8	5.8	5.0	20%	0.6	1.2	1.0
思源电气	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	15%	0.0	0.1	0.0
四方股份	4.5	3.0	4.5	3.0	3.5	3.8	3.8	15%	0.5	0.6	0.6

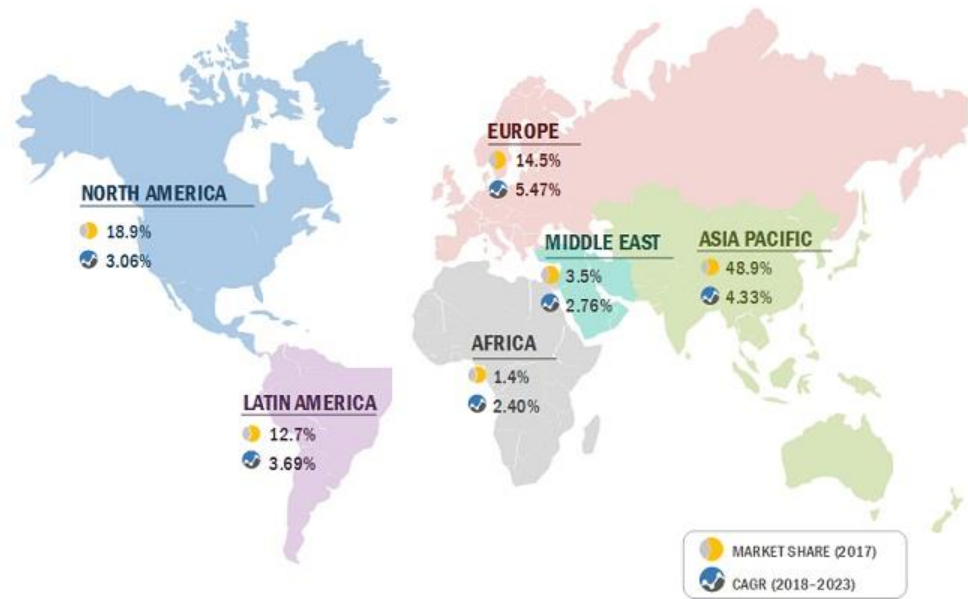
公司	2019 收入	2019 业绩	2020 收入 弹性	2021 收入 弹性	2022 收入 弹性	2020 业绩 弹性	2021 业绩 弹性	2022 业绩 弹性	
国电南瑞	285.40	41.62	9.2%	9.6%	9.6%	12.6%	13.2%	13.1%	*基数为 2018 年数据
许继电气	101.56	4.26	15.8%	17.2%	17.2%	67.8%	73.7%	73.7%	
平高电气	111.60	2.29	23.5%	29.4%	24.7%	206.9%	258.3%	217.5%	
中国西电	136.90	5.69	34.0%	39.1%	36.5%	81.8%	94.1%	87.8%	*基数为 2018 年数据
特变电工	369.80	20.18	10.6%	12.0%	11.4%	19.4%	22.0%	20.9%	
经纬辉开	23.32	1.37	12.0%	24.9%	21.4%	40.7%	84.4%	72.7%	
思源电气	63.80	5.58	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	
四方股份	36.81	1.88	9.5%	10.3%	10.3%	27.8%	30.2%	30.2%	

来源: 中泰证券研究所

1.3.3 海外电表需求旺盛 国内等待新一代电表落地

- **海外电表需求旺盛，电网智能化与数字化转型加速推进。**海外市场对智能电表、用电信息采集以及 AMI(先进计量系统架构)系统等加快布署，如欧洲市场持续推进可再生能源资源与智能电网的整合、北美地区推进智能电网和智慧城市建设、亚太地区快速工业化带来较大智能电表需求、中东和非洲处于初期增长阶段，电力基础设施建设需求旺盛，有望成为全球智能电表需求增速最高的地区之一。2019 年末沙特启动了总量达 1000 万台的智能电表及系统部署计划、非洲等地区开始部署具备全方位防窃电功能的智能电表及系统。

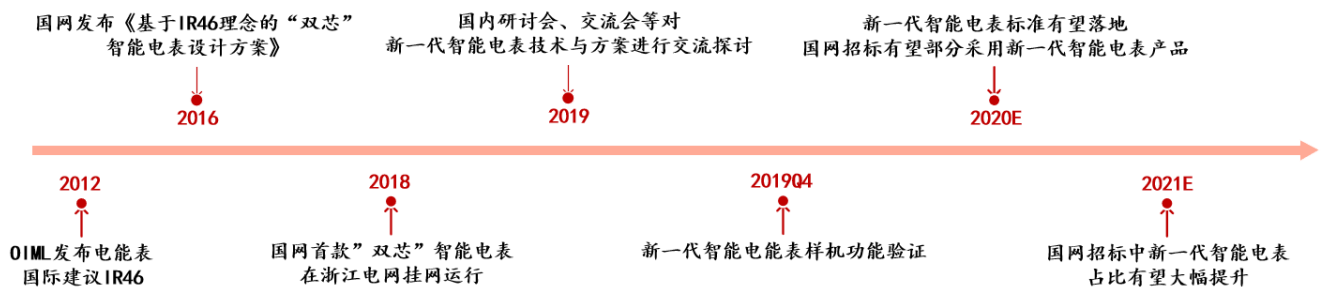
图表 38: 全球智能电表需求分布及增长趋势



来源: Markets and Markets, 中泰证券研究所

- **2019 年新一代电表样机验证, 2020 年有望开启招标。**2016 年国家电网发布《基于 IR46 理念的“双芯”智能电能表设计方案》, 开启“双芯”智能电表研发进程; 2018 年 11 月, 国网首款“双芯”智能电表在浙江电网挂网运行; 2019 年 10 月国网计量中心组织新一代智能电能表样机功能验证。新一代智能电表技术标准有望于 2020 年落地, 2020 年第二批招标中有望开启, 2021 年招标占比有望显著提升。

图表 39: 新一代智能电表相关事件时间轴



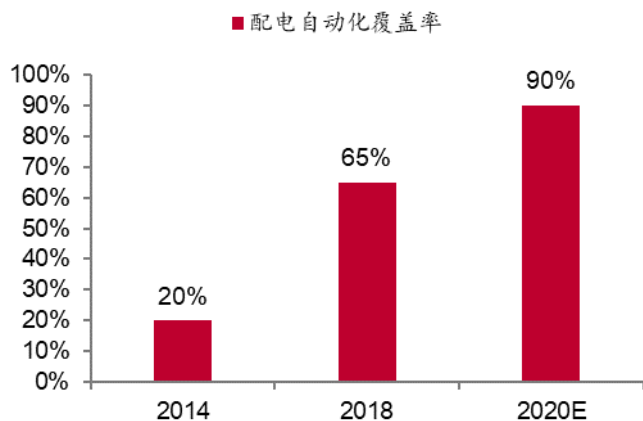
来源: 公开资料, 中泰证券研究所

1.3.4 多环节投资加码支撑电网投资稳健增长 上下游供应商开启景气周期

- **多环节投资加码, 2020 电网投资预计稳健增长。**2020 年特高压规划与投资超预期, 能源互联网与新型数字基础设施建设地位明确, 电力物联网平台层与应用层等多项任务持续推进, 电表“非计量”功能强化, 配

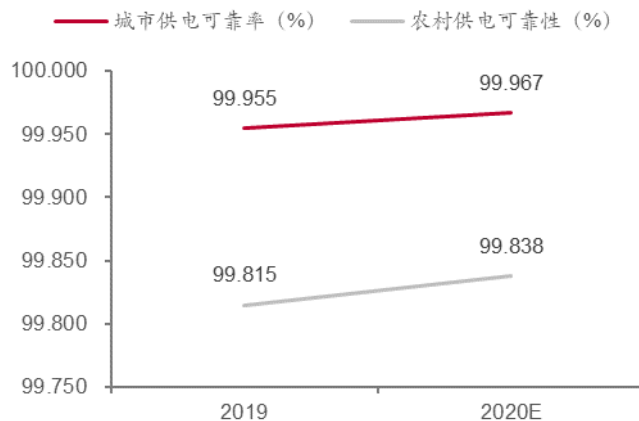
网环节自动化水平持续提升，综合能源服务收入目标再上台阶，新利润点培育加速。2020年3月6日国家电网“2020年公开发行公司债券(面向专业投资者)”已获上交所受理，拟发行规模高达800亿元，国网融资规模提升将保障充沛资本开支能力。2020年特高压、信息化、智能化等多个环节投资有望加码，预计电网整体投资稳健增长。

图表 40: 2020 年国网配电自动化覆盖率有望大幅提升



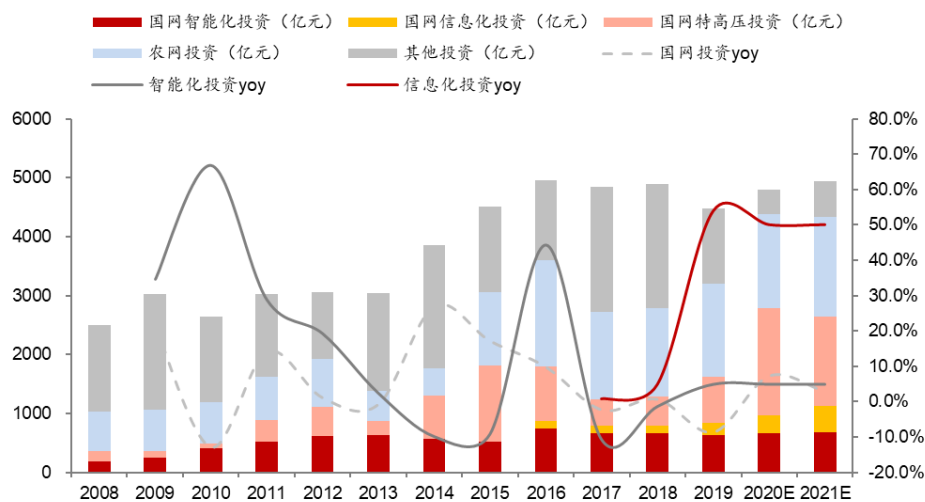
来源：国网社会责任报告，《2020 年设备管理重点工作任务》，中泰证券研究所

图表 41: 2020 年国网供电可靠性预计继续提升



来源：国网社会责任报告，《2020 年设备管理重点工作任务》，中泰证券研究所

图表 42: 国家电网投资额及结构预测



来源：国家电网社会责任报告，wind，中泰证券研究所

1.4、重点公司分析：2019 经营稳健 2020 高增可期

1.4.1 国电南瑞：2019 持续稳健增长 20Q1 业绩超预期彰显龙头本色

图表 43：国电南瑞 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览

	2019	2018	同比	2019Q4	2019Q3	2018Q4	同比	环比
营业收入（亿元）	324.24	285.40	13.61%	152.44	62.46	113.80	33.95%	144.08%
毛利（亿元）	93.34	82.03	13.79%	43.66	19.59	34.48	26.63%	122.87%
归母净利润（亿元）	43.43	41.62	4.35%	21.97	9.45	18.46	18.99%	132.43%
扣非归母净利润（亿元）	41.49	36.18	14.66%	21.36	8.99	16.90	26.45%	137.65%
毛利率	28.79%	28.74%	0.05%	28.64%	31.37%	30.30%	-1.66%	-2.73%
净利率	14.37%	15.59%	-1.22%	15.59%	16.05%	17.55%	-1.96%	-0.46%
ROE	14.82%	16.90%	-2.08%	7.47%	3.40%	6.86%	0.61%	4.07%
EPS	0.94	0.93	1.08%	0.48	0.20	0.40	18.00%	132.42%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 44：国电南瑞 2020 年一季度关键数据总览

	2020Q1	2019Q1	同比
营业收入（亿元）	38.74	37.51	3.27%
毛利（亿元）	8.85	9.04	-2.13%
归母净利润（亿元）	0.76	0.77	-1.03%
扣非归母净利润（亿元）	0.50	0.48	5.58%
毛利率	22.84%	24.11%	-1.26%
净利率	2.19%	2.40%	-0.21%
ROE	0.25%	0.28%	-0.03%
EPS	0.02	0.02	-1.20%

来源：wind，中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年年报：**实现营收 324.24 亿元，同比增长 13.61%，实现归母净利润 43.43 亿元，同比增长 4.35%，实现扣非归母净利润 41.49 亿元，同比增长 14.66%；毛利率 28.79%，同比增长 0.05pct；净利率为 14.37%，同比下降 1.22pct；EPS 为 0.94 元；符合市场预期。
- **公司发布 2020 年一季度：**实现营收 38.74 亿元，同比增长 3.27%，实现归母净利润 0.76 亿元，同比下滑 1.03%；实现扣非归母净利润 0.50 亿元，同比增长 5.58%；毛利率为 22.84%，同比下降 1.26pct；净利率为 2.19%，同比下滑 0.21pct；EPS 为 0.02 元。一季度经营略超市场预期。
- **2019 年：营收及扣非稳健增长，毛利率保持稳定。**2019 年公司营收 324.24 亿元，同增 13.61%，归母净利润 43.43 亿元，同增 4.35%，扣非归母净利润 41.49 亿元，同增 14.66%，营收及扣非业绩稳健增长；毛利率 28.72%，保持稳定。2020 年一季度：疫情下电网积极复工复产，公司扣非业绩逆

势增长。2020Q1 实现营收 38.74 亿元，同比增长 3.27%，实现归母净利润 0.76 亿元，同比下滑 1.03%；实现扣非归母净利润 0.50 亿元，同比增长 5.58%，主要由于电网 3 月以来积极推进复工复产。

- **信通与集成业务增速较高，在手订单接近 400 亿。**2019 年公司业务结构未明显变化，其中集成、信通业务增速较高，发电水利及环保业务同比下滑；整体毛利率保持稳定，其中发电及水利环保、集成业务毛利率提升，信通、继保及柔性输电业务毛利率有所下降。截至 2019 年末公司在手订单 398.32 亿元，同比增长 20.33%，充沛订单储备将支撑公司收入与业绩规模持续稳健增长。
- **能源互联网战略明确，数字化转型提振信息化投资。**电力物联网主线地位明确，将与智能电网共同支撑能源互联网战略目标推进，2020 年国网信息化投资有望继续高增。公司为电网信息化建设与数字化转型的核心支撑力量，2019 年信息化招标项目份额达 40%以上，龙头地位凸显，信通业务规模有望持续高增长。
- **特高压投资超预期，公司凭借份额优势将迎弹性高峰。**2020 年特高压投资规模达 1811 亿元，超市场预期，将开启 2 直 5 交共 7 条线路主设备招标，核心设备招标规模有望达 250 亿元。公司在设备价值量较大的换流阀、直流控制保护系统等环节份额领先，考虑到 1-1.5 年的收入确认周期，2020 年起公司特高压业务板块有望迎来收入与业绩弹性高峰。
- **投资建议：**公司为电网智能化与信息化龙头，电工装备产业体系完备，研发创新实力领先。2020 年电网投资预计稳健增长，特高压环节投资超预期，能源互联网与数字化转型推进有望带动信息化与智能化投资持续增长，公司将充分受益。预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别为 50.6/60.5/70.5 亿元，EPS 分别为 1.09/1.31/1.51 元，对应 2020 年 4 月 30 日收盘价 PE 分别为 18.4/15.3/13.3 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、电网投资不及预期、市场竞争加剧等

1.4.2 中恒电气：Q1 订单饱满，支撑全年业绩高增

图表 45：中恒电气 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览

	2019	2018	同比	2019Q4	2019Q3	2018Q4	同比	环比
营业收入（亿元）	11.74	9.84	19.26%	5.52	2.45	4.04	36.53%	125.39%
毛利（亿元）	3.95	3.27	20.88%	1.60	0.87	0.94	69.69%	84.88%
归母净利润（亿元）	0.77	0.77	0.12%	0.14	0.21	-0.12	-215.32%	-32.63%
扣非归母净利润（亿元）	0.70	0.59	17.23%	0.14	0.19	-0.21	-167.34%	-28.07%
毛利率	33.65%	33.20%	0.45%	29.04%	35.40%	23.37%	5.68%	-6.36%
净利率	6.25%	7.22%	-0.97%	2.64%	8.42%	-3.24%	5.88%	-5.78%
ROE	3.59%	3.38%	0.21%	0.67%	1.01%	-0.55%	1.22%	-0.34%
EPS	0.14	0.14	0.00%	0.03	0.04	(0.02)	-215.45%	-32.63%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 46：中恒电气 2020 年一季报关键数据总览

	2020Q1	2019Q1	同比
营业收入（亿元）	0.66	1.99	-66.79%
毛利（亿元）	0.13	0.57	-77.81%
归母净利润（亿元）	-0.24	0.11	-312.62%
扣非归母净利润（亿元）	-0.29	0.08	-458.38%
毛利率	19.21%	28.75%	-9.54%
净利率	-39.38%	5.04%	-44.41%
ROE	-1.14%	0.53%	-1.66%
EPS	-0.04	0.02	-312.87%

来源：wind，中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年年报：**实现营收 11.74 亿元，同比增长 19.26%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比增长 0.12%；实现扣非归母净利润 0.70 亿元，同比增长 17.23%；毛利率 33.65%，同比上升 0.45pct；净利率为 6.25%，同比下降 0.97pct；EPS 为 0.14 元，同比持平；符合市场预期。
- **公司发布 2020 年一季报：**营收 0.66 亿元，同比下滑 66.79%；实现归母净利润 -0.24 亿元，同比下滑 312.62%；毛利率为 19.21%，同比下滑 9.54pct；净利率为 -39.37%，同比下滑 44.41pct；基本符合市场预期。
- **2019 年经营稳健，疫情致 2020Q1 下滑。**2019 年营收与扣非归母净利润分别增长 19.26%/17.23%，毛利率小幅提升整体经营稳健。2020Q1 营收与归母净利润分别下滑 66.79%/312.62%，下滑原因主要为疫情影响复工复产与货运交付。
- **5G 基站电源优势验证，20Q1 订单已超 19 全年。**2020 年 3 月中国移动组合式开关电源招标，公司份额高达 40%，位居第一，超市场预期，本次中标验证了公司在 5G 基站通信电源领域的领先地位，为全年订单高增奠定基础。根据互动易平台，公司一季度通信电源产品新增订单规模

已超 2019 年全年，饱满订单将支撑全年业绩高增。

- **IDC 供电方案领导者，巴拿马新品打开增长新空间。**公司深耕通信电源领域多年，为 HVDC 领域国内龙头，2019 年公司研发成功预制式 10kV 直转 240V/336V HVDC 供电系统——巴拿马系统，是对 IDC 供配电方案的颠覆式创新。根据互动易平台，公司一季度 IDC 供电系统产品新增订单规模已超 2019 年全年的一半，随着以 BAT 为首的互联网巨头数据中心建设节奏加快，二季度起 IDC 供电系统订单有望持续超预期。
- **成功切入两轮换电领域，绑定龙头迎来业绩新增量。**2020 年 4 月公司出资认购宁德智享新增注册资本，并与宁德智享签署了新一代换电柜合作框架协议，成功切入两轮换电领域。考虑到哈啰出行在共享助力车领域的发展前景以及换电柜行业的潜在空间，未来几年公司换电柜新业务带来的业绩弹性有望持续超预期。
- **投资建议：公司为 5G 基站电源与 IDC 供电系统领导者，充分受益于“新基建”中 5G 基站、IDC、充电桩等多环节需求爆发。**公司一季度交付节奏延后致业绩短暂波动，新签订单大超预期将支撑全年高增，二季度有望步入业绩高增阶段。与宁德智享合作助公司切入两轮电动车换电领域，将带来业绩新增量。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别为 1.76/2.60/3.56 亿元，EPS 分别为 0.31/0.46/0.63 元，对应 2020 年 4 月 30 日收盘价 PE 分别为 43.9/29.7/21.7 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**5G 基站建设不及预期、IDC 建设不及预期、市场竞争加剧等

1.4.3 林洋能源：海外订单饱满+EPC 集中确认，2020 业绩将迎高增

图表 47：林洋能源 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览

	2019	2018	同比	2019Q4	2019Q3	2018Q4	同比	环比
营业收入（亿元）	33.59	40.17	-16.36%	8.14	8.78	12.73	-36.06%	-7.33%
毛利（亿元）	15.18	15.19	-0.08%	2.96	4.53	3.71	-20.25%	-34.74%
归母净利润（亿元）	7.00	7.61	-9.93%	0.14	2.69	1.13	-87.43%	-94.69%
扣非归母净利润（亿元）	6.79	7.44	-8.64%	0.00	2.74	1.14	-99.80%	-99.92%
毛利率	45.19%	37.82%	7.37%	36.33%	51.59%	29.13%	7.20%	-15.26%
净利率	20.94%	19.05%	1.89%	1.90%	30.64%	8.87%	-6.96%	-28.74%
ROE	6.69%	7.86%	-1.17%	0.14%	2.60%	1.15%	-1.01%	-2.46%
EPS	0.4	0.43	-6.98%	0.01	0.15	0.06	-87.38%	-94.70%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 48: 林洋能源 2020 年一季报关键数据总览

	2020Q1	2019Q1	同比
营业收入 (亿元)	6.88	6.94	-0.94%
毛利 (亿元)	2.90	3.14	-7.47%
归母净利润 (亿元)	1.32	1.55	-18.72%
扣非归母净利润 (亿元)	1.02	1.49	-33.33%
毛利率	42.18%	45.15%	-2.97%
净利率	19.20%	22.44%	-3.25%
ROE	1.28%	1.55%	-0.27%
EPS	0.07	0.09	-14.69%

来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年年报:** 实现营收 33.59 亿元, 同比下滑 16.36%; 实现归母净利润 7.00 亿元, 同比下滑 9.93%; 实现扣非归母净利润 6.79 亿元, 同比下滑 8.64%; 毛利率为 45.19%, 同比提升 7.37pct; 净利率为 20.94%, 同比提升 1.89pct; EPS 为 0.40 元, 基本符合市场预期。
- **公司发布 2020 年一季报:** 2020Q1 实现营收 6.88 亿元, 同比下滑 0.94%; 归母净利润 1.32 亿元, 同比下滑 18.72%; 毛利率为 42.18%, 同比下滑 2.97pct; 净利率为 19.20%, 同比下滑 3.25pct; EPS 为 0.07 元, 基本符合市场预期。
- **2019 年 EPC 并网节奏延至 2020 年, 2020Q1 疫情影响电表发货及 EPC 现场施工进度。** 2019 年收入结构来看, 电能表与电费业务继续稳健增长, EPC 业务由于并网节奏延至 2020 年出现较大下滑, 其他业务相对稳定; 且电能表、EPC、LED 等业务毛利率均有不同程度提升。2020 年一季度营收及归母净利润下滑原因主要为疫情因素带来的智能电表发货推迟、光伏 EPC 现场建设进度滞后等。
- **2019 年智能电表业务稳健增长, 2020 年海外订单饱满。** 2019 年公司电能表及系统营收为 13.58 亿元, 同比增长 2.08%; 国内订单方面, 2019 年公司在国家电网与南方电网招标项目中标合计约 10.73 亿元, 较 2018 年同比大幅增长约 60%。2019 年公司境外业务拓展顺利, 2020 年 1 月中标中电装备沙特智能电表项目、3 月与沙特 CEE 签订智能电表及通讯模块合同, 2020Q1 新增海外电表订单已超 7 亿元, 饱满订单将支撑电表业务持续高增。
- **2019 年电费业务稳健增长, 2020 年 EPC 业务将迎爆发。** 2019 年公司电费收入 14.36 亿元, 同比增长 8.03%; 截至 2019 年底公司并网运行光伏电站装机容量约 1.5GW, 在手储备项目约 2GW。由于 EPC 工程并网节奏延后, 2019 年确认规模较低。2020 年 3 月公司与泗洪中广核签订总价 8 亿元的 EPC 总承包合同, 项目竣工日期为 2020 年 6 月, 将为公司 2020 年光伏业务版块带来显著增量, 2020 年 EPC 业务将迎来高增。

- **投资建议：**公司智能+节能+新能源战略格局清晰，智能电表稳居第一梯队，2020 年海外订单高增、光伏 EPC 规模有望爆发、综合能源服务有望贡献新增量。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别为 10.0/12.7/15.7 亿元，EPS 分别为 0.57/0.72/0.89 元，对应 2020 年 4 月 30 日收盘价 PE 分别为 9.0/7.2/5.8 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期、新一代智能电表落地不及预期、光伏行业政策波动

1.5、投资建议

- 2020 年电力物联网主线继续推进、数字化转型深化有望带动信息化投资持续高增，特高压环节建设超预期将开启主设备板块景气周期，多环节投资加码将支撑全年电网投资稳健增长。2020 年宏观经济增速压力较大，两网将发挥投资顶梁柱作用，充分带动设备供应商逆势增长。我们推荐智能化与信息化全产业链龙头国电南瑞、“云网融合”全产业链覆盖者国网信通、国网电商入驻打造的能源互联网支撑平台远光软件、电力信息化民企佼佼者中恒电气、智能电表订单充沛的林洋能源，建议关注思源电气、经纬辉开、平高电气、许继电气、海兴电力等。

1.6、风险提示

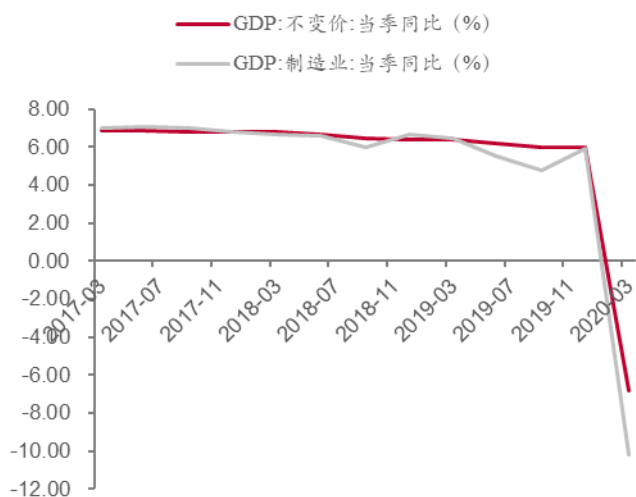
- **电网投资额不及预期。**
电网投资受国网盈利能力与宏观经济大环境影响，当前国内经济发展形势错综复杂，宏观指标可能出现较大波动；同时，电网售电价格持续下降，面临盈利能力下降的风险，从而导致国家电网投资能力收缩，进一步影响各环节主流公司的订单。
- **特高压投资不及预期。**
目前多条线路尚未核准，仍处于前期项目准备阶段，若后续核准及开工进程推进不及预期，则会影响特高压投资额与供应商订单落地情况
- **市场竞争加剧风险。**
电网行业设备招标市场化程度有提升趋势，如果未来参与者增加、新产品及相关技术更新换代周期缩短，市场竞争可能加剧。

二、工业自动化：疫情致 20Q1 需求承压 进口替代加速支撑全年增长

2.1、行业回顾：19Q4 工控市场回暖 20Q1 需求下滑但进口替代加速

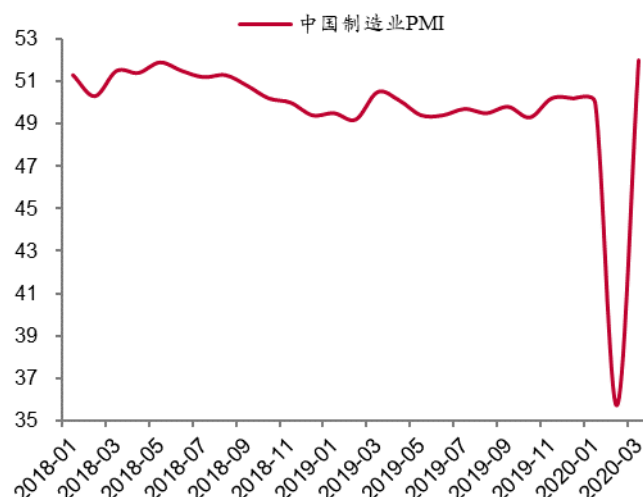
- 2019 年 GDP 增速回落至 6%，疫情致 2020Q1 GDP 下滑，3 月 PMI 已回升至 52。2019 年全年 GDP 增速为 6.0%，环比增速持平，其中制造业 GDP 全年同比增速回升至 5.9%。2020 一季度疫情影响复工复产，GDP 同比增速降至-6.8%，随着复工复产推进与新基建等加速建设，二季度有望好转。2020 年 3 月 PMI 为 52，显著回升至荣枯线之上，原因为企业复工复产持续推进以及 2 月低基数影响。

图表 49：2019 年 GDP 增速继续下行，疫情致 2020Q1 GDP 下滑



来源：wind，中泰证券研究所

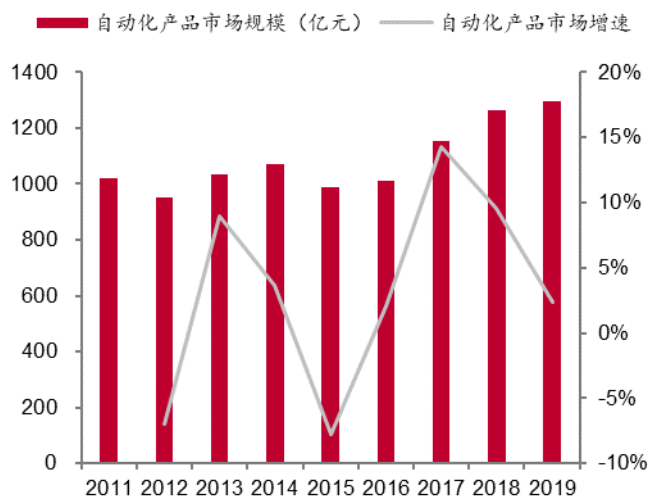
图表 50：2020 年 3 月 PMI 回升至荣枯线之上



来源：wind，中泰证券研究所

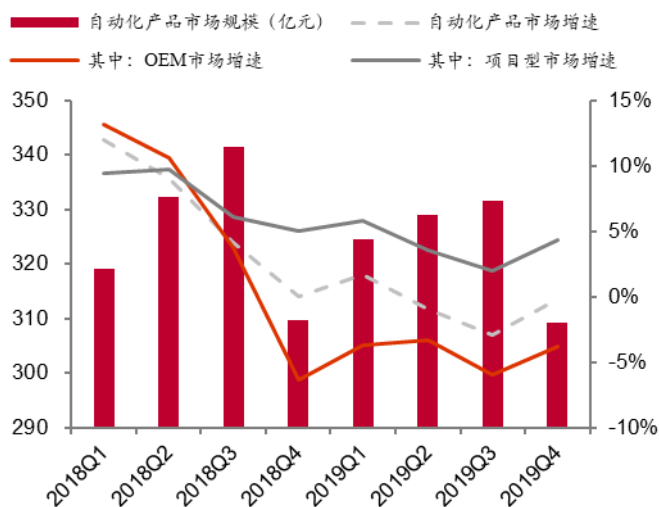
- 2019 年工控产品需求小幅调整，项目型市场表现持续优于 OEM。工控行业需求在较大程度上受宏观经济影响，2019 年工控产品市场需求为 1294 亿元，同比小幅下滑 0.6%，受宏观经济增速下行以及外部环境波动影响，整体工控需求较为疲软；其中，2019 年四季度工控产品市场需求为 309.1 亿元，同比小幅下滑 0.20%，需求环比有所回暖。2018 年三季度以来，项目型市场表现持续优于 OEM 市场，2019 年项目型市场与 OEM 市场需求增速分别为 3.9%/-4.2%，其中项目型市场表现较好主要由于升级改造需求放量、环保政策加速出台，冶金、化工、石化等需求较为旺盛；OEM 市场需求同比下滑主要由于宏观经济增速下行与外部环境波动，3C、造纸、印刷机械等需求下滑幅度较大。

图表 51: 2019 年国内工控产品市场小幅调整



来源: 工控网, 中泰证券研究所

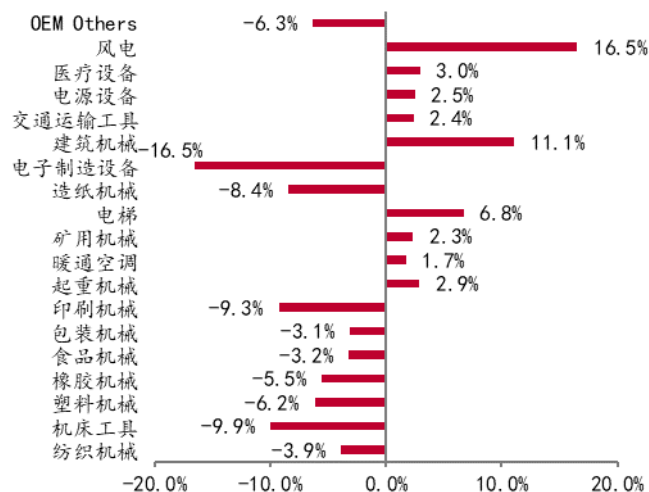
图表 52: 2019 年项目型市场表现优于 OEM



来源: 工控网, 中泰证券研究所

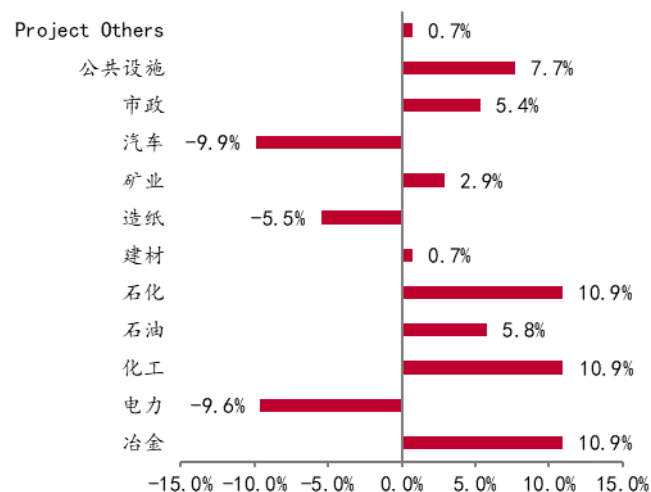
- 从下游来看: 2019 年 OEM 市场中, 风电、建筑机械、电梯等细分市场表现较好, 行业需求规模分别同比提升 16.5%/11.1%/6.8%, 主要原因为风电行业政策带动抢装、基建与公共设施带动、产业升级带动设备更新、房屋竣工较好、老旧小区改造带来电梯需求等。2019 年项目型市场中, 冶金、化工、石化等细分市场表现较好, 行业需求规模分别同比提升 10.9%/10.9%/10.9%, 原因系产能置换、产业改革升级、化工需求较好、环保政策带动等。

图表 53: 2019 年 OEM 市场中风电、建筑机械、电梯等下游表现较优



来源: 工控网, 中泰证券研究所

图表 54: 2019 年项目型市场中冶金、化工、石化、公共设施等下游表现较优

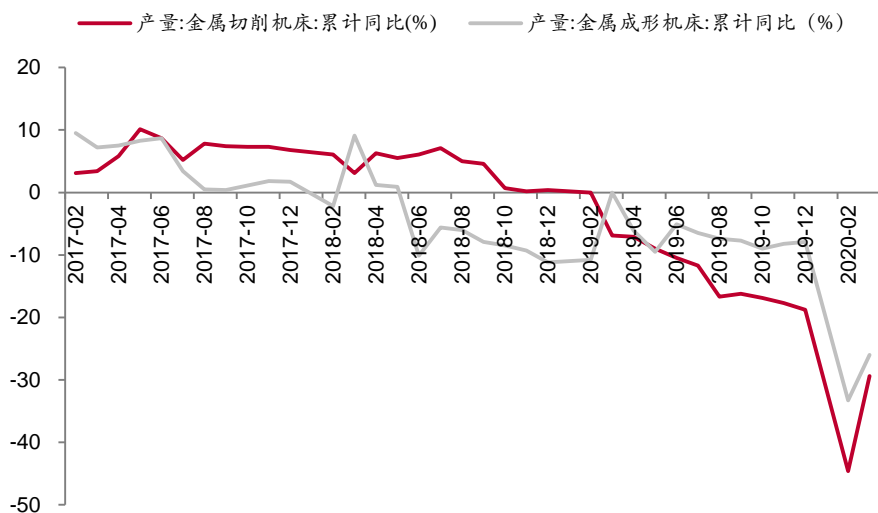


来源: 工控网, 中泰证券研究所

- 2019 年: 机床需求疲软、电梯维持较高增速、工业机器人四季度回暖; 2020Q1: 疫情致机床、电梯、工业机器人需求下滑, 3 月已有回升。2019

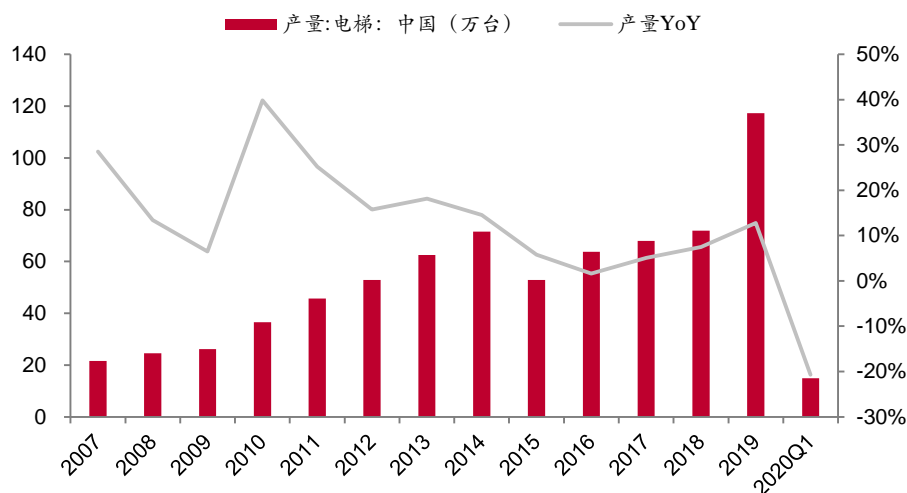
年国内金属切削/成形机床产量分别为 41.6/23.4 万台，分别同比下滑 18.8%/7.9%，机床需求疲软，主要由于多数 OEM 行业以及汽车等行业萎缩；2020 年一季度国内金属切削/成形机床产量分别为 7.2/3.7 万台，分别同比下滑 29.4%/26%，3 月产量已有回升。2019 年国内电梯、自动扶梯及升降机产量为 117.30 万台，同比增长 12.80%，全年产量维持较好增势；2020 年一季度国内电梯产量为 14.9 万台，同比下滑 20.7%，主要原因为疫情影响项目开工。2019 年国内工业机器人产量为 18.69 万台，同比下滑 6.1%，四季度产量显著回暖；2020 年一季度国内工业机器人产量为 3.46 万台，同比下滑 8.2%。

图表 55：2019 年切削与成形机床降幅趋稳，2020 年 3 月已有回升



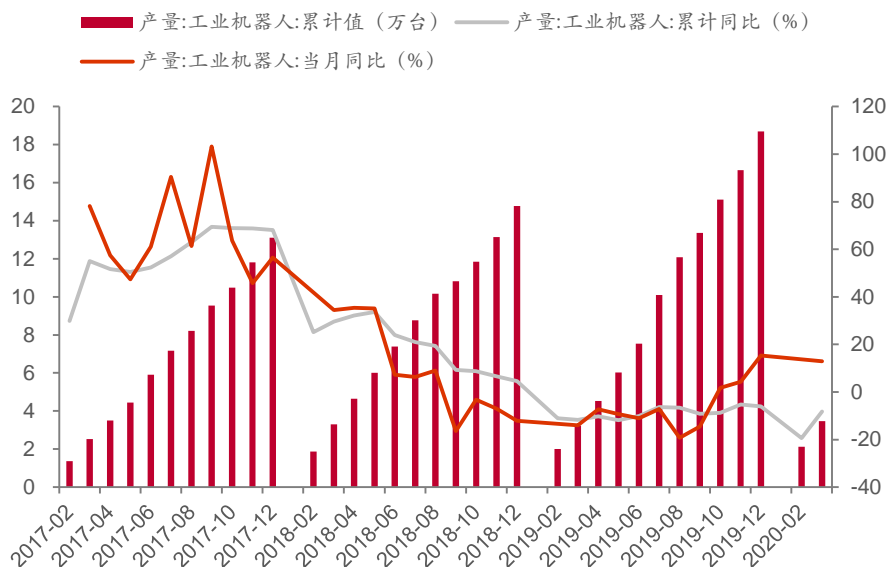
来源：wind，中泰证券研究所

图表 56：2019 年电梯产量增速升至 12.8%，2020Q1 同比下滑 20.7%



来源：wind，中泰证券研究所

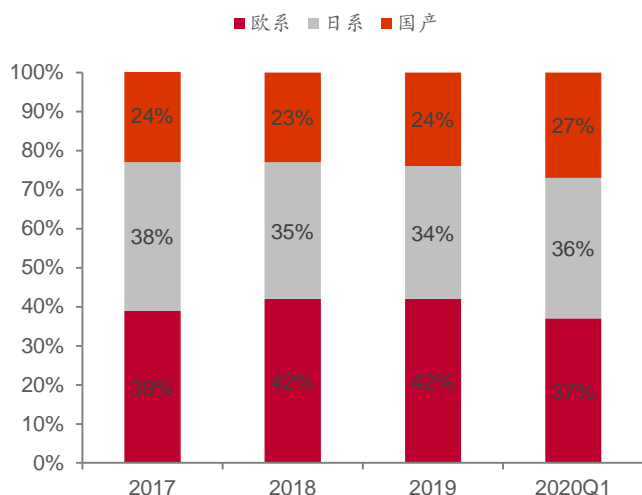
图表 57: 2019Q4 工业机器人产量显著回暖, 2020Q1 同比下滑 8.2%



来源: wind, 中泰证券研究所

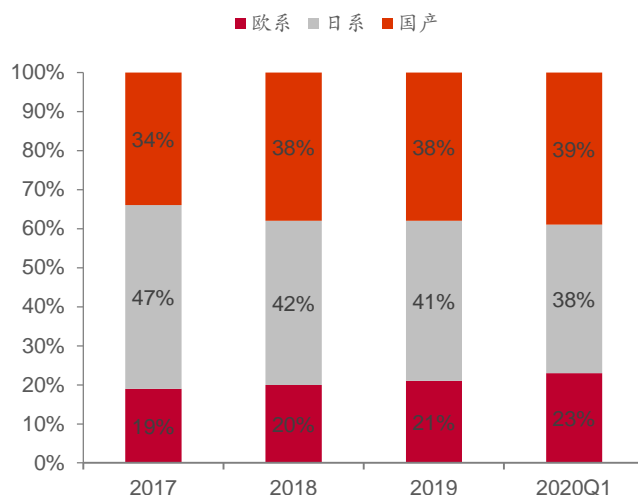
- **疫情影响下国产替代进程加速。**1月下旬以来国内疫情爆发导致制造业生产部分停滞,3月以来海外疫情持续发酵,导致海外生产及关键原材料器件供应困难;疫情影响期间,本土品牌凭借复工复产迅速、服务灵活性强、产业链本土化程度高等优势持续抢占外资品牌份额,并受益于口罩机等医疗设备领域需求快速爆发,2020年一季度工控市场竞争格局优化,外资替代进程加速。根据 MIR Databank 数据,2020年一季度伺服、小型 PLC 领域国产品牌份额分别提升至 39%/27%。

图表 58: 2020Q1 本土品牌伺服份额提升至 27%



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 59: 2020Q1 本土品牌小型 PLC 份额提升至 39%



来源: wind, 中泰证券研究所

2.2、经营总结：2019 稳健增长 疫情致 20Q1 下滑

图表 60：工业自动化板块上市公司标的选取总览

细分行业	代码	公司名称	代码	公司名称
工业控制	良信电器	002706.SZ	英威腾	002334.SZ
	正泰电器	601877.SH	新时达	002527.SZ
	宏发股份	600885.SH	蓝海华腾	300484.SZ
	汇川技术	300124.SZ	安控科技	300370.SZ
	麦格米特	002851.SZ	海得控制	002184.SZ
	信捷电气	603416.SH	合康新能	300048.SZ
	中恒电气	002364.SZ	合计	13

来源：wind，中泰证券研究所

2.2.1 2019 年稳健增长 盈利能力小幅提升

- **2019 年工业控制版块营收及业绩稳健增长，盈利能力小幅提升，期间费用率小幅下降，经营现金流显著改善。**1) 经营方面，2019 年工业控制板块总营收 628.64 亿元，同比增长 12.00%，延续 2018 年稳健增势；归母净利润为 59.74 亿元，同比增长 16.09%，增速显著改善（2018 年增速 -10.95%）；扣非归母净利润为 54.75 亿元，同比增长 14.56%，增速显著改善（2018 年增速 -6.96%）；2019 年板块存货周转率与应收账款周转率分别为 3.51/3.47，保持相对稳定；2) 盈利能力方面，2019 年工业控制板块毛利率为 30.89%，同比下滑 0.67pct；净利率为 10.09%，同比提升 0.23pct；ROE 为 11.61%，同比提升 0.64pct；2) 费用方面，2019 年工业控制板块管理费用率（含研发）、销售费用率、财务费用率同比分别变动 -0.49/+0.12/+0.02pct，期间费用率整体下降 0.36pct；3) 现金流方面，经营活动现金流为 106.44 亿元，同比显著改善。

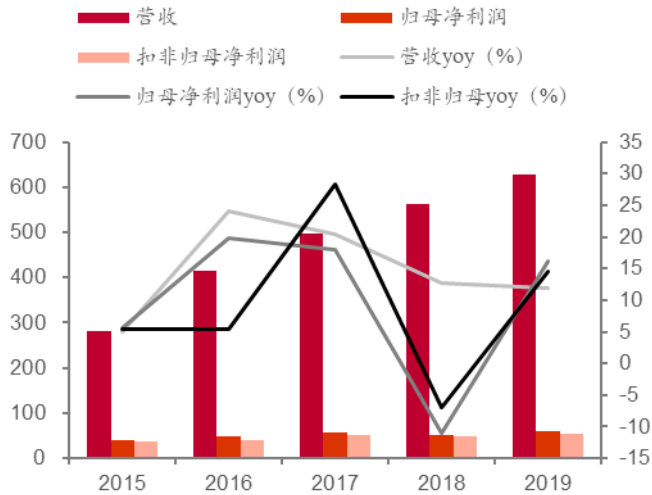
图表 61：工业控制板块 2019 年经营数据总览（金额：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019
营收	280.13	413.61	497.83	561.30	628.64
营收 yoy (%)	5.05	24.16	20.36	12.75	12.00
归母净利润	40.51	49.02	57.80	51.47	59.75
归母净利润 yoy (%)	5.51	19.71	17.91	-10.95	16.09
扣非归母净利润	37.95	40.04	51.36	47.79	54.75
扣非归母 yoy (%)	5.48	5.50	28.27	-6.96	14.56
毛利率 (%)	37.05	33.69	32.14	31.55	30.89
净利率 (%)	15.84	13.85	12.71	9.87	10.09
ROE (%)	17.83	17.29	14.29	10.96	11.61
经营活动现金流净额	38.38	66.43	35.98	44.66	106.44
管理费用率 (%)	11.99	11.01	11.13	11.75	11.26
销售费用率 (%)	7.09	6.28	6.57	6.86	6.97

财务费用率 (%)	0.23	1.13	1.36	1.16	1.18
存货周转率	3.59	4.41	3.99	3.48	3.51
应收账款周转率	3.61	3.78	3.45	3.40	3.47

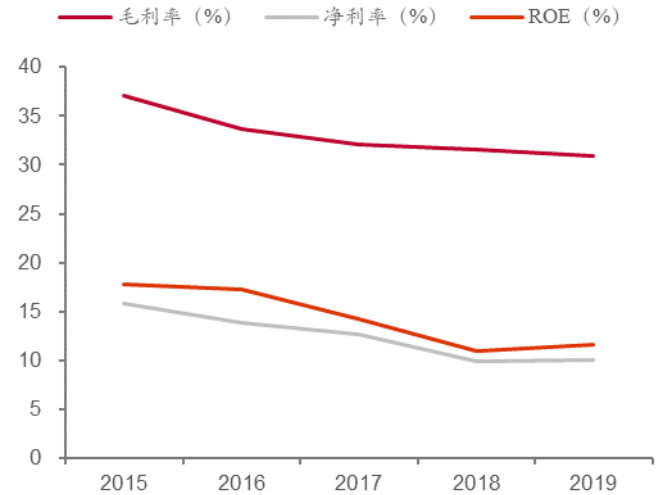
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 62: 2019 年工业控制板块营收及业绩稳健增长 (金额: 亿元)



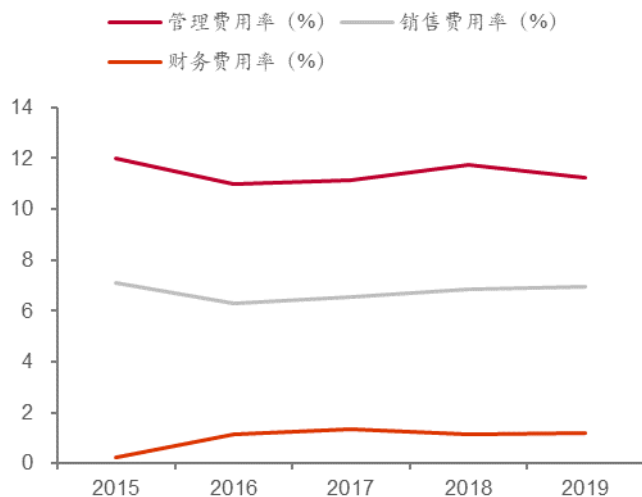
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 63: 2019 年工业控制板块毛利率小幅下降, 净利率及 ROE 小幅提升



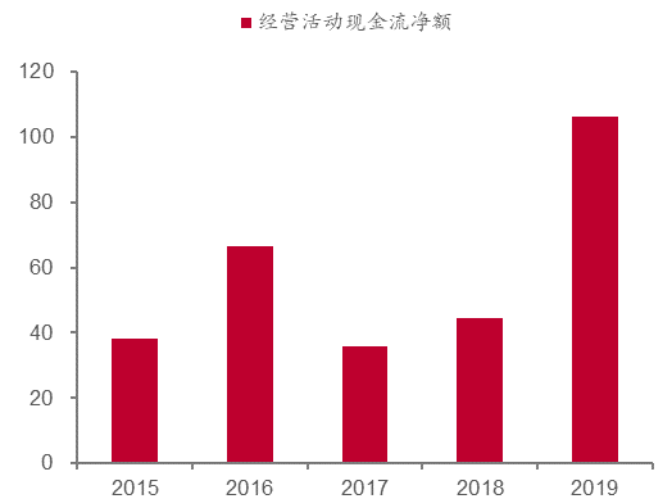
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 64: 2019 年工业控制板块期间费用率小幅下降



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 65: 2019 年工业控制板块经营现金流大幅改善 (金额: 亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

2.2.2 2020Q1: 疫情致营收及业绩下滑 费用率提升致净利率大幅下降

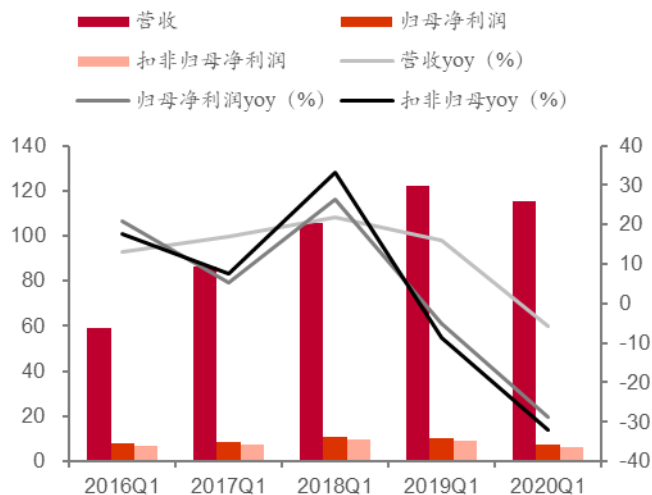
- 疫情下 2020Q1 工控需求下滑，工控板块营收及业绩均出现下滑，毛利率小幅提升但费用增长致净利率下滑明显。1) 经营方面，2020 年一季度年工业控制板块总营收 115.28 亿元，同比下滑 5.80%；归母净利润为 7.18 元，同比下滑 28.69%；扣非归母净利润为 6.09 亿元，同比下滑 32.05%；2) 盈利能力方面，2020 年一季度工业控制板块毛利率为 30.85%，同比提升 0.89pct；净利率为 6.76%，同比下滑 2.20pct；ROE 为 1.32%，同比下降 0.72pct；2) 费用方面，2020 年一季度工业控制板块管理费用率（含研发）、销售费用率、财务费用率同比分别增长 1.16/2.48/0.08pct，期间费用率整体上升 3.72pct；3) 现金流方面，2020 年一季度工业控制板块经营活动现金流为-10.73 亿元，同比有所恶化。2020 年一季度由于疫情影响，制造业企业及上下游复工复产延后，宏观经济及制造业投资均出现下滑，工控板块下游需求疲软、原材料供货及货运受限，营收与归母净利润均出现下滑；毛利率同比提升原因可能为产业销售结构变化、缺货带来的竞争格局改善等，净利率下滑幅度较大原因可能为疫情下复工复产等带来的费用增加。

图表 66：2020Q1 工业控制板块经营数据总览（金额：亿元）

	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1
营收	59.28	86.51	105.55	122.38	115.28
营收 yoy (%)	13.08	16.96	22.00	15.95	-5.80
归母净利润	7.96	8.39	10.61	10.07	7.18
归母净利润 yoy (%)	20.87	5.42	26.35	-5.08	-28.69
扣非归母净利润	6.86	7.37	9.81	8.96	6.09
扣非归母 yoy (%)	17.51	7.44	33.14	-8.65	-32.05
毛利率 (%)	37.30	32.66	31.11	29.97	30.85
净利率 (%)	14.78	10.75	11.05	8.96	6.76
ROE (%)	3.02	1.97	2.23	2.04	1.32
经营活动现金流净额	2.86	-5.67	-7.47	-0.21	-10.73
管理费用率 (%)	13.50	12.84	12.63	11.90	13.06
销售费用率 (%)	7.81	7.30	6.82	6.78	9.25
财务费用率 (%)	0.56	1.57	2.23	2.24	2.33
期间费用率 (%)	21.86	21.70	21.68	20.92	24.64

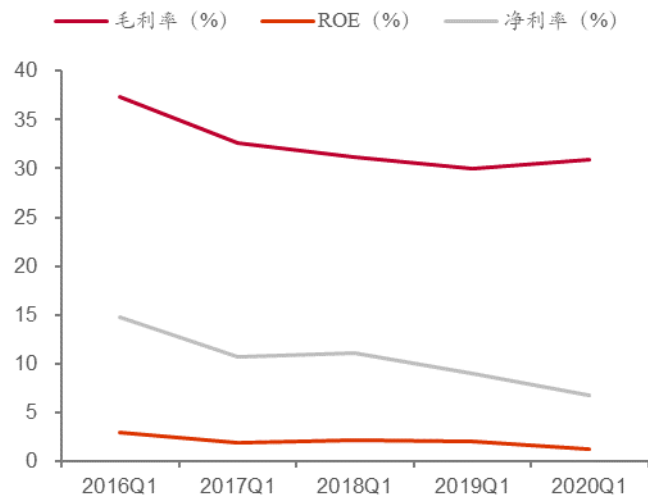
来源：wind，中泰证券研究所

图表 67: 2020Q1 工业控制板块营收及业绩均出现下滑 (金额: 亿元)



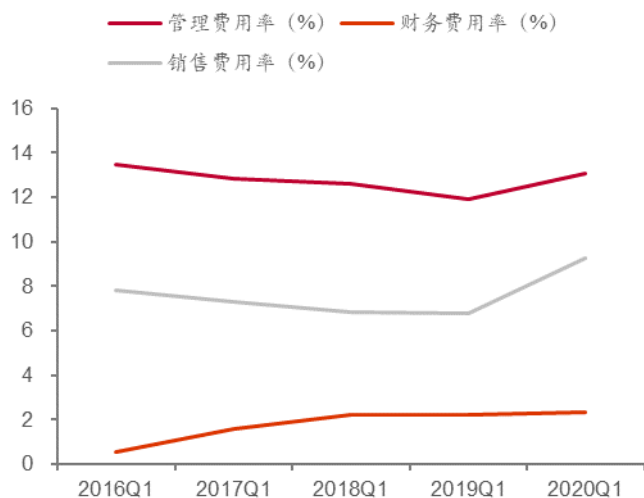
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 68: 2020Q1 工业控制板块毛利率小幅提升, 但净利率及 ROE 下滑



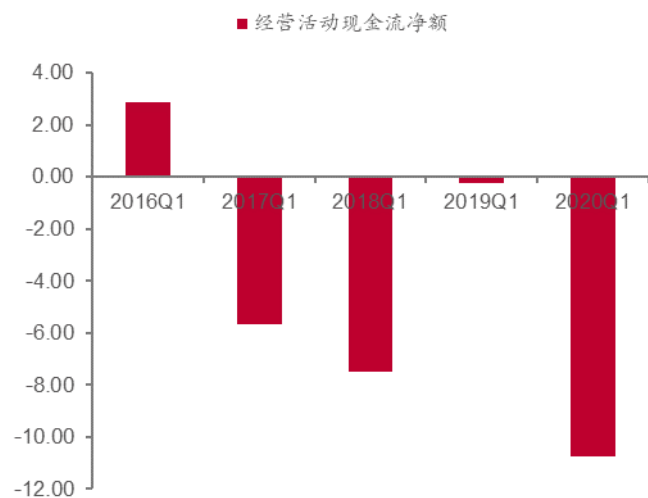
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 69: 2020Q1 工业控制板块期间费用率显著提升



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 70: 2020Q1 工业控制板块经营现金流恶化 (金额: 亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

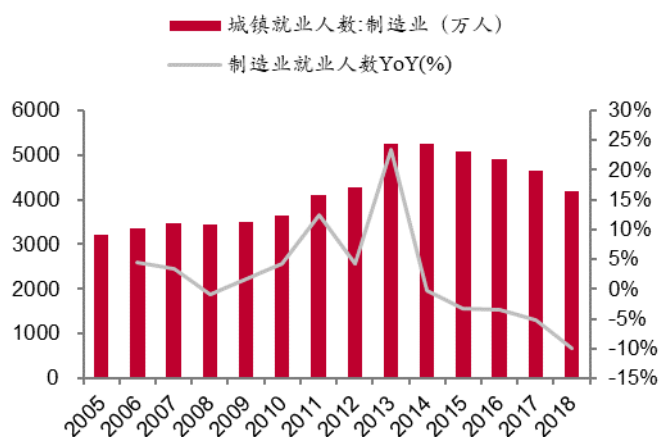
2.3、全年展望: Q2 起需求有望修复 疫情强化工控长期逻辑

- **Q2 起需求有望恢复, 海外疫情带来结构性增长。**疫情影响下, 国内制造业复工复产有所延后、海外供应链及货运受限, 内外双重压力下一季度工控需求下滑幅度较大, 根据工控网数据, 一季度国内自动化市场 API 和 ASI 创近 20 年来最低记录。二季度以来国内复工复产推进顺利、制造业需求逐步回暖、新基建等加速建设带动需求回升, 国内工控需求有望恢复; 下半年考虑到海外疫情好转等因素, 工控需求有望恢复增长。

此外，二季度海外疫情将为国内 N95 口罩机、包装机械等领域带来显著增量，工控需求有望呈结构性增长。

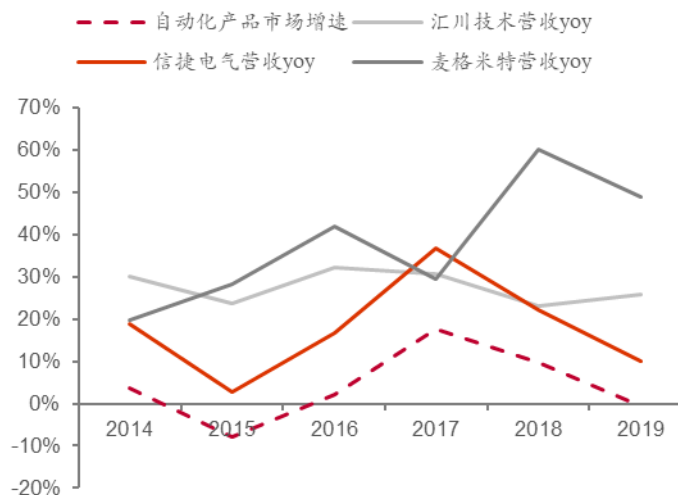
- **工控长期逻辑强化，龙头份额有望加速提升。**近年来制造业人数下行、人均工资抬升，劳动力相对自动化的性价比逐渐减弱，制造业产线亟需升级；本次疫情为多数制造业工厂带来生产危机，自动化升级与人工替代进程有望加快，从而带动工控需求快速增长。此外，疫情下本土品牌凭借复工复产迅速、服务灵活性强、产业链本土化程度高等优势加速抢占外资品牌份额，成功进入部分高端客户供应链，未来国内龙头公司有望基于快速提升的研发创新实力、解决方案能力、品牌影响力加速市占率提升，从而穿越行业景气周期、持续超越行业增长。

图表 71：制造业就业人数进入下行通道



来源：wind，中泰证券研究所

图表 72：本土工控领导品牌持续超越行业增长



来源：wind，中泰证券研究所

2.4、龙头公司分析：龙头地位稳固 2020 高增可期

2.4.1 汇川技术：Q1 业绩超预期，工控龙头再起航

图表 73：汇川技术 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览

	2019	2018	同比	2019Q4	2019Q3	2018Q4	同比	环比
营业收入（亿元）	73.90	58.74	25.81%	24.82	21.89	19.35	28.25%	13.37%
毛利（亿元）	27.82	24.56	13.28%	9.04	7.63	7.57	19.40%	18.50%
归母净利润（亿元）	9.52	11.67	-18.42%	3.06	2.47	3.73	-17.94%	23.62%
扣非归母净利润（亿元）	8.11	10.51	-22.88%	2.45	2.22	3.19	-23.06%	10.73%
毛利率	37.65%	41.81%	-4.16%	36.42%	34.85%	39.13%	-2.70%	1.58%
净利率	13.67%	20.58%	-6.91%	11.90%	12.87%	19.51%	-7.61%	-0.96%
ROE	13.79%	19.99%	-6.20%	3.98%	3.74%	6.15%	-2.17%	0.24%
EPS	0.58	0.71	-18.31%	0.18	0.15	0.22	-21.22%	18.59%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 74: 汇川技术 2020 年一季报关键数据总览

	2020Q1	2019Q1	同比
营业收入 (亿元)	15.48	11.00	40.69%
毛利 (亿元)	5.96	4.56	30.90%
归母净利润 (亿元)	1.72	1.29	33.57%
扣非归母净利润 (亿元)	1.49	1.01	46.63%
毛利率	38.53%	41.41%	-2.88%
净利率	11.94%	12.75%	-0.81%
ROE	1.97%	2.03%	-0.05%
EPS	0.10	0.08	28.19%

来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年年报:** 实现营收 73.90 亿元, 同比增长 25.81%; 实现归母净利润 9.52 亿元, 同比下滑 18.42%; 实现扣非归母净利润 8.11 亿元, 同比下滑 22.88%; 毛利率为 37.65%, 同比下降 4.16pct; 净利率为 13.67%, 同比下降 6.91pct; EPS 为 0.58 元, 基本符合市场预期。
- **公司发布 2020 年一季报:** 实现营收 15.48 亿元, 同比增长 40.69%; 实现归母净利润 1.72 亿元, 同比增长 33.57%; 毛利率为 38.53%, 同比下滑 2.88pct; 净利率为 11.94%, 同比下滑 0.81pct; EPS 为 0.10 元, 超市场预期。
- **2019 年:** 贝思特并表致营收大幅增长, 毛利率下降及费用增长致业绩下滑。2019 年营收大幅增长原因主要为贝思特并表, 剔除贝思特公司营收 59.86 亿元, 同比增长 1.90%, 在 2019 年工控市场需求下滑背景下逆势增长, 产品份额进一步提升。2019 年净利润下滑原因主要为: 1) 整体毛利率降低 (主要为控制类与新能源汽车产品等)、2) 人员费用与财务费用增长、3) 增值税软件退税金额减少等。
- **2020 年一季度:** 贝思特并表及伺服、控制系统收入高增长致 Q1 营收高增, 业务结构变动及降本增效带来部分产品毛利率提升。2020Q1 营收增速较高原因为: 1) 新增合并主体贝思特、2) 伺服及控制系统收入快速增长等; 业绩增速较高原因为: 1) 销售结构变化及降本增效带来伺服、控制及电梯一体化等产品毛利率提升、2) 公司收到的软件退税与政府补助金额增加、3) 汇率波动导致公司对海外并购基金投资损失减少等。
- **“三大”业务:** 通用自动化逆势小幅增长, 贝思特并表完成强化电梯领导地位, 新能源汽车持续突破。2019 年国内工控市场需求较为疲软, 公司通用自动化业务 (含电液伺服) 实现营收 29 亿元, 同比逆势增长约 1%, 份额持续提升。2019 年国内电梯行业需求保持增长, 公司完成贝思特并购, 在跨国企业渗透、后市场、海外大配套等方面进展顺利, 电梯领导地位进一步强化。2019 年新能源汽车 (尤其商用车) 产销规模有

所调整,公司乘用车业务国内外客户拓展顺利,业务规模持续快速增长。

- **“两小”业务：工业机器人与轨交均实现快速增长。**汽车与电子产业需求疲软,2019 年国内工业机器人销量下滑,公司在手机制造与锂电等行业实现批量销售,工业机器人营收 1.05 亿元,同增 25%。2019 年国内城市轨交新建项目减少,公司新增中标金额 3.92 亿元,营收 3.49 亿元,同增 65%,2019 年底在手订单规模达 10.88 亿元。
- **投资建议：公司为内资工控龙头,产品、技术及管理团队优势凸显;2019 年以来持续深化组织变革、强化优势细分行业、加速外资替代,持续超越行业增长。2020Q2 起国内新基建有望推动下游需求回暖,制造业升级确保长期增长逻辑,本土化供应链助力抢占外资份额,公司全年业绩高增可期。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别为 14.3/17.4/21.1 亿元, EPS 分别为 0.82/1.01/1.22 元,对应 2020 年 4 月 27 日收盘价 PE 分别为 39.9/32.4/26.8 倍,维持增持评级。**
- **风险提示：宏观经济不及预期、新能源汽车业务不及预期、市场竞争加剧**

2.4.2 良信电器：一季度业绩逆势增长,股权激励彰显全年高增信心

图表 75：良信电器 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览

	2019	2018	同比	2019Q4	2019Q3	2018Q4	同比	环比
营业收入 (亿元)	20.39	15.74	29.53%	5.33	5.60	3.48	53.43%	-4.68%
毛利 (亿元)	8.31	6.43	29.35%	2.09	2.31	1.23	70.89%	-9.50%
归母净利润 (亿元)	2.73	2.22	23.03%	0.20	0.98	0.02	806.54%	-79.54%
扣非归母净利润 (亿元)	2.40	1.81	32.75%	0.18	0.92	-0.07	-360.27%	-80.23%
毛利率	40.78%	40.84%	-0.06%	39.27%	41.36%	35.25%	4.01%	-2.09%
净利率	13.40%	14.10%	-0.71%	3.76%	17.52%	0.64%	3.12%	-13.76%
ROE	15.67%	12.86%	2.81%	1.12%	5.67%	0.12%	0.99%	-4.55%
EPS	0.35	0.28	25.00%	0.03	0.12	0.00	814.29%	-79.50%

来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年年报：**实现营收 20.39 亿元,同比增长 29.53%;实现归母净利润 2.73 亿元,同比增长 23.03%;实现扣非归母净利润 2.40 亿元,同比增长 32.75%;EPS 为 0.35 元,符合市场预期。单四季度来看:2019Q4 实现营收 5.33 亿元,同比增长 53.43%;归母净利润 0.20 亿元,同比增长 806.54%;单季度毛利率为 39.27%,同比提升 4.01pct;净利率为 3.76%,同比提升 3.12pct。
- **公司发布 2020 年一季度报告：**实现营业收入 4.47 亿元,同比增长 17.39%;实现归母净利润 0.45 亿元,同比增长 5.26%;实现扣非归母净利润 0.44 亿元,同比增长 11.73%;毛利率 39.42%,同比小幅下降 0.19pct;净利

率 10.18%，同比下降 1.17pct；符合市场预期。

- **业务板块新增智能电工，高增速拉动占比提升。**2019 年公司调整业务结构，新增智能电工板块，终端电器、配电电器、控制电器与智能电工业务营收占比分别为 44.82%/44.13%/6.53%/4.17%；其中智能电工业务 2019 年大幅增长 124%，业务占比显著提升，产品主要为开关面板、智能家居等。
- **地产需求稳健，绑定龙头客户支撑份额增长。**地产业务为公司基石业务，当前占比过半；2019 年地产竣工面积增速持续回升，行业集中度进一步集中，中高端需求规模持续提升。公司地产业务品牌影响力及份额持续提升，深入高端写字楼与商业配电系统；当前公司地产业务体量在 10-20 亿级别，TOP30 房企客户已绑定 20 家以上，未来增长空间巨大。
- **5G 专用 1U 产品竞争力凸显，通信业务增量显著。**2019 年以来我国 5G 商业化进程加速，2020 年新建 5G 基站有望达 70 万个，带来广阔配套电源系统与低压电器需求。2019 年公司联合华为推出业内首款 5G 专用 1U 微断产品，完美解决 5G 基站电源密度提升与机柜空间不足痛点；通过绑定 5G 龙头华为，2020 年将持续贡献显著业务增量。
- **2020 股权激励计划落地，彰显公司高增信心。**公司发布 2020 年奋斗者 1 号员工持股计划：本期计划参与人数约 315 人，合计持股数量不超过 1610.88 万股（占公司总股本的 2.05%），对应购买价格为 6.83 元/股，锁定期 12 个月，锁定期届满后股票权益将依据公司未来 3 年业绩情况及个人考核情况分三批确认归属；以 2019 年报数据为基数，2020-2022 年三批归属条件分别为营收增速不低于 25%/56%/95%、扣非净利润增速不低于 15%/32%/52%。若以 13.47 元/股价格作为参照，本期持股计划产生总费用约为 1.07 亿元，预计 2020-2023 分别摊销费用 0.46/0.41/0.16/0.04 亿元。
- **二季度增速有望再上台阶，全年收入将再攀高峰。**新基建背景下，5G 基站大规模建设催生广阔配套低压电器需求，公司凭借 2019 年联合华为推出的 5G 基站专用 1U 微断占得先机，2020 年将贡献显著增量；二季度地产需求有望持续修复，公司已绑定大多数龙头房企，份额提升将带来巨大增长空间；2020 年电网投资稳健增长，公司新客户拓展顺利，电力业务有望高增。此外，智能家居、工商建、工建等下游持续大力拓展，2020 年起有望成为新增长驱动力。公司业务多点开花，二季度增速有望持续上台阶，全年收入将再攀高峰。
- **海盐基地奠定“百亿”基础，业务数字化赋能民族品牌。**2019 年 9 月公司海盐生产基地开工，将助力公司实现年产值 100 亿目标，同时将完善供应链布局、深化供应商及经销商合作、优化库存结构、降低生产成本。此外，公司明确未来五年“业务数字化”发展方向，生产效率与产品质量有望持续提升。

- **投资建议：**公司为国内低压电器中高端市场领导者，研发实力领先、品牌影响力凸显，2020年新基建与电网投资加码为低压电器需求带来高景气，公司智能楼宇（绑定龙头房企）、通信业务（5G基站1U产品需求爆发）、电力、新能源等多个下游有望高增长，收入规模将再攀高峰。我们预计公司2020-2022年归母净利润将分别达3.87/5.20/6.54亿元，EPS分别为0.49/0.66/0.83元，对应2020年4月30日收盘价PE分别为26.5/19.7/15.7倍，维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、市场竞争加剧、5G基站建设不及预期

2.4.3 正泰电器：业绩符合预期，龙头地位稳固

图表 76：正泰电器 2019 年报及 2019Q4 关键数据总览

	2019	2018	同比	2019Q4	2019Q3	2018Q4	同比	环比
营业收入（亿元）	302.26	274.21	10.23%	77.49	80.50	83.10	-6.76%	-3.74%
毛利（亿元）	88.17	81.35	8.38%	22.07	25.52	24.46	-9.78%	-13.53%
归母净利润（亿元）	37.62	35.92	4.74%	8.98	10.80	8.02	12.00%	-16.89%
扣非归母净利润（亿元）	36.76	36.54	0.62%	8.78	10.69	8.55	2.72%	-17.87%
毛利率	29.17%	29.67%	-0.50%	28.48%	31.71%	29.44%	-0.95%	-3.22%
净利率	13.14%	13.72%	-0.58%	12.62%	13.99%	10.52%	2.10%	-1.37%
ROE	16.29%	17.16%	-1.54%	3.78%	4.75%	3.77%	0.00%	-0.97%
EPS	1.75	1.68	4.17%	0.42	0.50	0.37	12.00%	-16.89%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 77：正泰电器 2020 年一季报关键数据总览

	2020Q1	2019Q1	同比
营业收入（亿元）	56.99	59.95	-4.94%
毛利（亿元）	15.86	16.12	-1.61%
归母净利润（亿元）	3.42	5.42	-36.93%
扣非归母净利润（亿元）	3.19	5.27	-39.46%
毛利率	27.84%	26.89%	0.94%
净利率	6.33%	9.54%	-3.21%
ROE	1.41%	2.47%	-1.06%
EPS	0.16	0.25	-36.89%

来源：wind，中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年年报：**实现营收 302.3 亿元，同比增长 10.23%，实现归母净利润 37.6 亿元，同比增长 4.74%，实现扣非归母净利润 36.76 亿元，同比增长 0.62%；毛利率 29.17%，同比下滑 0.50pct；净利率为 13.14%，同比下降 0.58pct；EPS 为 1.75 元；符合市场预期。

- **公司发布 2020 年一季报：**实现营收 56.99 亿元，同比下滑 4.94%，实现归母净利润 3.42 亿元，同比下滑 36.93%；毛利率为 27.84%，同比增长 0.94pct；净利率为 6.33%，同比下滑 3.21pct；EPS 为 0.16 元；基本符合市场预期。
- **2019 年：营收稳健增长，剔除水投电站影响业绩增速达 18.40%。**2019 年公司营收稳健增长 10.23%，剔除去年同期水投电站出售影响，归母净利润同口径增速为 18.40%。2020 年一季度：疫情致营收及业绩同比下滑。2020 年一季度实现营收 56.99 亿元，同比下滑 4.94%，实现归母净利润 3.42 亿元，同比下滑 36.93%；营收及业绩同比下滑原因主要为疫情带来的复工复产延后。随着公司产能逐渐恢复至较高水平，新基建等投资拉动需求回升，二季度起增速预计显著好转，全年有望持续稳健增长。
- **低压电器：龙头地位持续强化，2020 毛利率有望提升。**渠道端，2019 年公司持续强化销售网络领导地位，新增授牌 800 余家，分销渠道覆盖率进一步提升；直销端，公司聚焦电网、民用商业建筑、基础设施、通信、工控自动化、新能源与工业等行业细分市场，行业销售规模快速扩张。2019 年公司低压电器板块收入规模 178.77 亿元，同比增长 9.41%，毛利率保持相对稳定，行业份额进一步提升。考虑到原材料价格整体下行，2020 年低压电器毛利率有望提升。
- **新能源：业务规模持续扩张，总装机容量达 3.71GW。**截至 2019 年末，公司总装机容量达 3.71GW，电站运营端实现营收 24.44 亿元，同比增长 25.21%；在 EPC 领域实现营收 38.56 亿元，同比增长 77.11%；在制造端实现 3.90GW 组件销售，对应 56.20 亿元营收，同比下滑 10.03%；2019 年公司整体光伏业务板块实现营收 119.19 亿元，同比增长 14.88%，毛利率为 22.49%，同比小幅下降 1.95pct，其中 EPC 业务毛利率同比下降 8.34pct。
- **投资建议：**公司为国内低压电器龙头，经销网络优势凸显、直销业务增势强劲，2020 年 5G 基站与数据中心需求爆发、国网投资加码，低压电器景气度高，且原材料价格下跌有望支撑毛利率增长。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别为 43.93/50.87/59.23 亿元，EPS 分别为 2.04/2.36/2.75 元，对应 2020 年 4 月 30 日收盘价 PE 分别为 12.2/10.6/9.1 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、市场竞争加剧等

2.5、投资建议

- 2020Q1 国内外疫情带来新压力，随着国内复工复产推进顺利、宏观经济及投资意愿持续回升、海外疫情拐点可期，二季度起国内工控需求有望恢复，考虑到新基建大力推进、疫情刺激产业升级加速等因素，全年需求有望正增长。疫情下本土品牌凭借灵活性、本土化供应链持续抢占外资份额，进入高端大客户供应链，未来将凭借领先的研发创新实力、解决方案配套能力持续提升市占率，持续超越行业增长。**工控板块我们推荐工业自动化龙头汇川技术、国内小型 PLC 领导者信捷电气、多元化业务协同高增的麦格米特等；低压电器板块推荐中高端低压电器市场领导者良信电器、国内低压电器龙头正泰电器等；以及全球继电器龙头宏发股份。**

2.6、风险提示

- **宏观经济形势不及预期**
工控下游需求与宏观经济形势密切相关，当前国内经济发展形势错综复杂，宏观指标可能出现较大波动，从而影响工控产品需求，可能给公司产品及服务销售带来一定压力。
- **新能源汽车销量及客户拓展不及预期**
国内新能源汽车市场进入后补贴时代，销量扩张进度有不及预期风险；同时可能存在客户拓展不及预期风险。
- **行业竞争加剧风险**
工控行业产品更新速度较快，如果不能保证高研发投入、快速响应能力，可能在行业竞争加剧情况下面临失去份额的风险。
- **原材料价格上涨风险**
铜、钢、白银等原材料为低压电器重要原材料，半导体、PCB、IGBT 等核心元器件为工控产品重要原材料，如果原材料价格出现较大波动，可能会给公司带来成本上升、毛利率下降的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。