

机械设备

2019年及2020Q1总结与展望：紧跟趋势，聚焦核心

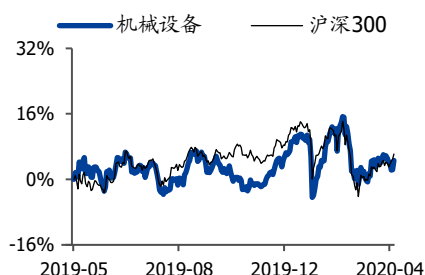
按照申万机械全行业口径统计，2019年机械行业全年实现收入12823.37亿元，同比增速达7.91%，增速低于2018年全年口径，但仍处于2016年以来设备投资扩张阶段。2019年机械行业全年实现归母净利润507.11亿元，同比增速达5.69%，扣除非经常性损益口径，同比增速更快。反映行业经营效率/质量的经营性现金流、总资产周转率、净资产周转率相较于上一年均有不同程度提升，考虑到机械作为各个行业中游的存在，不同行业属性、阶段均存在较大程度的差异性，整体数据仅作为国内固定资产投资形成额中设备端增速的参考。分领域来看，我们根据跟踪的核心公司划分成8个重点方向，具体来看，工程机械、油服装备、光伏装备等2019年行业高景气特征明显；激光器、自动化、锂电设备等2019年均面临不同程度的压力。

工程机械：2019年，工程机械核心品种销量再创历史新高，龙头公司经营质量全面改善，宏观固定资产投资稳定是高销量的基础；更新需求对销量中枢的支撑持续强化；人力成本持续提升下，“机器替人”促进新农村建设用小挖、短臂架泵车等新产品的销售推广。2020Q1业绩受国内疫情影响，高库存显示Q2有望迎来强势反弹。**油服装备：**国内能源自主安全战略下，2019年三桶油资本支出大幅增长，其中非常规油气是重点对象，国内页岩气增量明显。2019年油服及作业设备公司收入端均呈现高增长，存货以及期末在手订单相互验证奠定2020年业绩增长基础。低油价背景下2020Q1仍实现较高增速业绩增长，后续关注国内勘探开发节奏。**锂电装备：**2019年电动车补贴政策退坡幅度较大行业销量低于预期，锂电池扩产节奏放缓，设备端尤其是前、后道工艺设备企业收入、盈利承压。2020Q1新能源汽车国补新政正式出台，将加强国内的需求确定性；欧洲市场电动车销量年初以来同比高增，碳排放交易机制下电动化趋势不改，全球锂电池环节扩产积极性提升。**自动化：**宏观上看，工业企业利润同比下降、制造业固定资产完成额增速下滑。自动化设备通用属性较强，与制造业整体投资增速关联度较高。2019年，自动化设备类企业收入增速放缓、毛利率下行。2020Q1受复工节奏、物流等影响，后续拐点仍需等待。**激光器：**2019年国内激光器行业经历惨烈的价格竞争，价格同比下降30%以上，销量带动下国内光纤激光器市场销售总额超过82.6亿元，同比增长6.7%。2020Q1行业证券化加速背景下市占率仍是第一目标，供应链管控以及产品结构是关注要点。**第三方检测：**检测需求的多元性使得其具备一定抗周期属性，制造业升级下行业整体增速远高于GDP增速，2019年龙头公司经营效率持续提升，资本开支节奏与内生收入增长相互佐证，大行业小公司特征下外延并购战略及其重要。2020Q1受国内疫情影响较大，传统淡季下全年影响相对有限。**制造升级，其他领域：**全年来看，受益于各个下游较高的景气度，核心公司均实现较高的收入、利润增速。2020Q1部分公司受海外疫情冲击以及国内复工程度差异化，收入、利润影响程度不一。考虑到疫情带来的一次性冲击影响，部分公司已出现超跌，后续关注下游行业数据修复下带来的反弹机会。

风险提示：海外疫情进一步发散、国内制造业投资持续下滑。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 姚健

执业证书编号：S0680518040002

邮箱：yaojian@gszq.com

分析师 彭元立

执业证书编号：S0680520030003

邮箱：pengyuanli@gszq.com

相关研究

- 1、《机械设备：全球光伏平价趋势不改，技术升级下设备弹性较大》2020-05-05
- 2、《机械设备：新能源补贴新政出炉，中游扩产趋势增强》2020-04-26
- 3、《机械设备：重磅轨交项目规划出炉，逆周期持续发力》2020-04-19



内容目录

2019 年报及 2020 一季报整体回顾总结	5
工程机械：景气延续，疫情影响阶段性业绩释放	7
2019 年：业绩高增，经营质量全面改善	7
2020Q1：业绩增速暂放缓，库存攀高备战二季度	8
油服：19 年末订单创新高，2020Q1 持续高增	12
2019 年：油公司资本支出高增，油服及设备公司受益增长	12
2020Q1：业绩持续高增，低油价下关注油公司勘探开发投资节奏	14
锂电设备：补贴政策明朗化，行业扩产进一步提速	16
2019 年：锂电设备板块增速放缓，盈利能力承压	16
2020Q1：疫情不改长期趋势，海外迎来大幅扩产	18
光伏设备：平价时代来临，技术升级是主旋律	19
2019 年：新政过后全球光伏装机高增，设备公司收入弹性较大	19
2020Q1：降本提效预期下关注技术升级趋势以及节奏	19
自动化：疫情拉长复苏周期，静待需求拐点	21
2019 年：贸易摩擦影响出口经济，设备资产投资需求承压	21
2020Q1：疫情影响业绩承压，部分公司受益口罩机需求	22
激光器：价格竞争持续，国产化趋势不改	24
2019 年：激光器价格战持续，行业整体盈利能力承压	24
2020Q1：疫情有望加速国产化，供应链管理以及产品升级龙头可期	25
第三方检测：内生收入增速放缓，经营效率持续提升	27
2019 年：龙头公司经营效率仍存较大提升空间	27
2020Q1：疫情冲击下影响较大，Q2 预计环比改善明显	29
制造升级，其余细分赛道汇总	31
核心公司估值	32
风险提示	32

图表目录

图表 1：机械行业收入整体增速（%）	5
图表 2：机械行业归属母公司净利润整体增速（%）	5
图表 3：机械行业经营性现金流量净额增速同比（%）	5
图表 4：机械行业经营活动现金流量净额/总负债	5
图表 5：机械行业总资产周转率	6
图表 6：机械行业扣非后净资产收益率（%）	6
图表 7：机械重点跟踪领域收入/利润增速情况（%）	6
图表 8：国内挖机销量(万台)	7
图表 9：国内汽车起重机销量(万台)	7
图表 10：工程机械主要厂商营业收入及增速	7
图表 11：工程机械主要厂商 2019 年毛利率及净利率变化	7
图表 12：工程机械主要厂商经营性现金流量净额(亿元)	8
图表 13：工程机械主要厂商应收账款周转率	8
图表 14：国内挖机月度销量	8

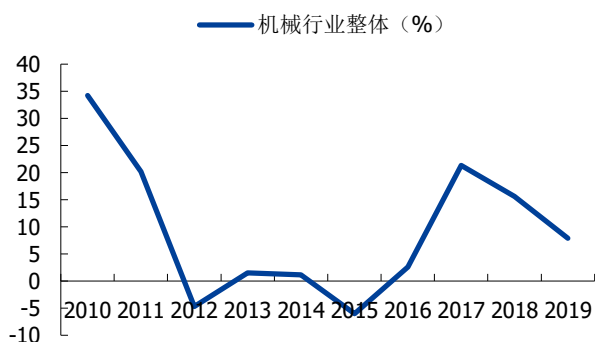
图表 15: 往年一季度挖机销量及全年占比	8
图表 16: 2020Q1 工程机械板块主要厂商营收及增速 (亿元)	9
图表 17: 工程机械主要公司 2019 年及 2020Q1 毛利率变化	9
图表 18: 工程机械板块主要公司 2020Q1 费用率变化	10
图表 19: 工程机械板块主要公司 2020Q1 归母净利润及净利率变化	10
图表 20: 2020Q1 工程机械板块主要厂商经营性活动产生的现金流净额 (亿元)	11
图表 21: 2020Q1 工程机械板块主要厂商存货情况	11
图表 22: 中石油及中石化资本开支	12
图表 23: 国内页岩气产量	12
图表 24: 油服板块主要厂商营业收入及增速	13
图表 25: 2019 年油服板块主要厂商毛利率及净利率变化	13
图表 26: 油服板块主要厂商应收账款周转率	13
图表 27: 油服板块主要厂商 2019 年毛利率及净利率变化	13
图表 28: 杰瑞股份及海油工程新增订单情况	14
图表 29: 2020Q1 油服板块主要厂商营业收入及增速	14
图表 30: 2020Q1 油服板块主要厂商毛利率及净利率变化	14
图表 31: 2018-2019 年新能源车单月销量对比 (万辆)	16
图表 32: 2014-2020E 我国新能源车销量 (万辆)	16
图表 33: 2019 年磷酸铁锂市场份额分布	17
图表 34: 2019 年三元材料市场份额分布	17
图表 35: 2016-2019 年锂电设备板块龙头公司锂电设备业务营收 (亿元)	17
图表 36: 2016-2019 年锂电设备板块龙头公司归母净利润情况 (亿元)	17
图表 37: 2016-2019 年锂电设备板块龙头公司毛利率水平 (%)	18
图表 38: 2016-2019 年锂电设备板块龙头公司净利率水平	18
图表 39: 光伏设备核心公司过去 3 年收入增速情况 (%)	19
图表 40: 光伏设备核心公司过去 3 年毛利率情况 (%)	19
图表 41: 光伏设备核心公司过去 3 年存货情况 (亿元)	19
图表 42: 光伏设备核心公司过去 3 年现金流量净额情况 (亿元)	19
图表 43: 工业企业利润正在筑底	21
图表 44: 制造业固定资产投资完成额同比 (三月移动平均)	21
图表 45: 2019 年自动化板块主要厂商营业收入及增速	21
图表 46: 2019 年自动化板块主要厂商毛利率及净利率变化	21
图表 47: 杰瑞股份及海油工程新增订单情况	22
图表 48: 2020Q1 自动化板块主要厂商营业收入及增速 (亿元)	22
图表 49: 2020Q1 自动化板块主要厂商毛利率及净利率变化	22
图表 50: 2009-2019 年全球激光器市场规模及同比增速	24
图表 51: 2010-2019 年中国激光设备市场销售收入 (亿元)	24
图表 52: 2014-2019 年锐科激光、IPG 国内销售额及增速	25
图表 53: 2018 年国内激光器市场份额	25
图表 54: 2019 年国内激光器市场份额	25
图表 55: 锐科激光 2014-2019 年分产品毛利率水平	26
图表 56: 锐科激光 2014-2019 年毛利率、净利率水平	26
图表 57: 2013-2018 年中国检测市场容量 (亿元)	27
图表 58: 2012-2019 年华测检测、广电计量营收及同比增速	27
图表 59: 2012-2019 年华测检测、广电计量归母净利润及同比增速	28
图表 60: 2012-2019 年华测检测、广电计量资本支出及占营收比重	28

图表 61: 近两年华测检测毛利率显著提高	29
图表 62: 2009-2019 年华测检测人均创收大幅提高	29
图表 63: 广电计量环保、食品检测业务营收大幅增长 (万元)	29
图表 64: 广电计量环保、食品检测业务毛利率大幅提升 (%)	29
图表 65: 细分公司 2019 年及 2020Q1 收入/净利润增速	31
图表 6: 核心公司本周涨跌幅及最新估值	32

2019 年报及 2020 一季报整体回顾总结

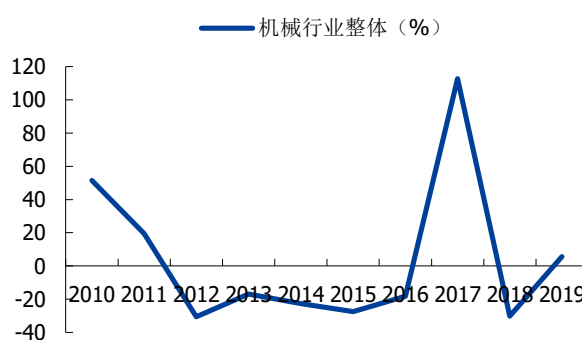
按照申万机械全行业口径统计，2019 年机械行业全年实现收入 12823.37 亿元，同比增速达 7.91%，增速低于 2018 年全年口径，但仍处于 2016 年以来设备投资扩张阶段。2019 年机械行业全年实现归母净利润 507.11 亿元，同比增速达 5.69%，扣除非经常性损益口径，同比增速更快。

图表 1: 机械行业收入整体增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

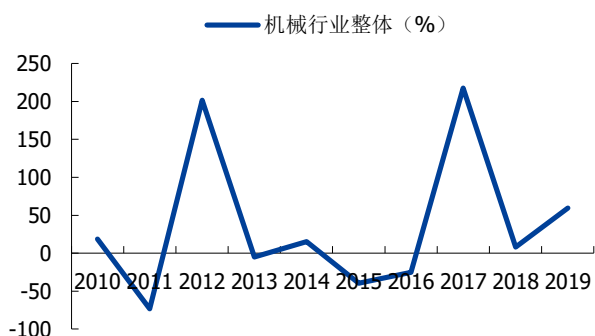
图表 2: 机械行业归属母公司净利润整体增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

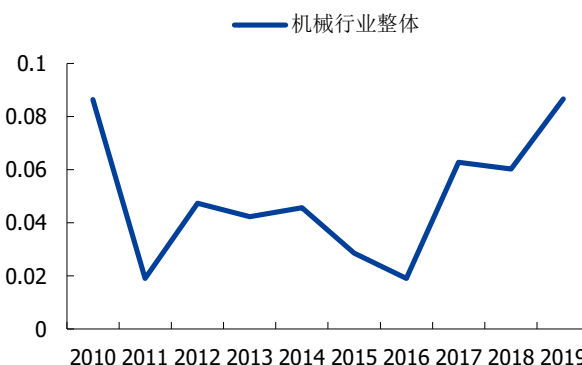
反映经营质量的经营性现金流量净额增速、偿债能力的经营性活动现金流量净额/总负债，数据相较于 2018 年均提升较为明显。

图表 3: 机械行业经营性现金流量净额增速同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

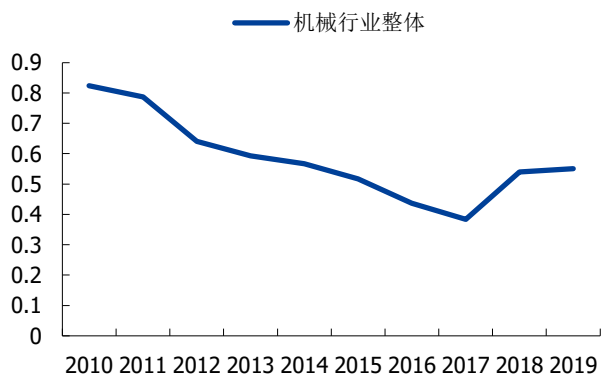
图表 4: 机械行业经营活动现金流量净额/总负债



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

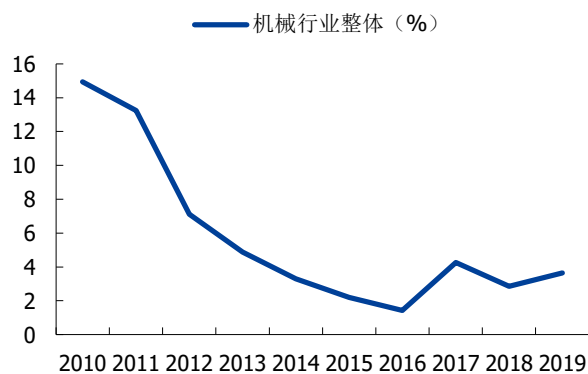
反映行业经营效率的总资产周转率、股东回报率的净资产周转率相较于上一年均有不同程度提升，考虑到机械作为各个行业中游的存在，不同行业属性、阶段均存在较大程度的差异性，整体数据仅作为国内固定资产形成额中设备端增速的参考。

图表 5: 机械行业总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 机械行业扣非后净资产收益率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分行业来看, 我们根据跟踪的核心公司划分成 8 个重点方向, 具体来看, 工程机械、油服装备、光伏装备等 2019 年行业高景气特征明显; 激光器、自动化、锂电设备等 2019 年均面临不同程度的压力, 下文我们将具体展开分析。

图表 7: 机械重点跟踪领域收入/利润增速情况 (%)

	收入增速 (2017)	2018	2019	净利润增速 (2017)	2018	2019
自动化	38.39	40.95	4.79	27.21	19.53	-12.07
轨交装备	-7.00	4.33	5.08	4.27	-30.31	54.25
锂电设备	96.43	35.88	6.35	78.32	31.03	-6.32
第三方检测	31.67	29.16	22.07	28.63	52.10	64.79
激光器	81.49	28.56	24.45	254.17	32.99	-4.36
工程机械	52.60	43.18	34.35	8,620.53	125.43	82.07
油服装备	16.51	29.56	39.78	101.27	389.46	389.67
光伏装备	61.71	31.32	46.89	79.91	37.29	19.60

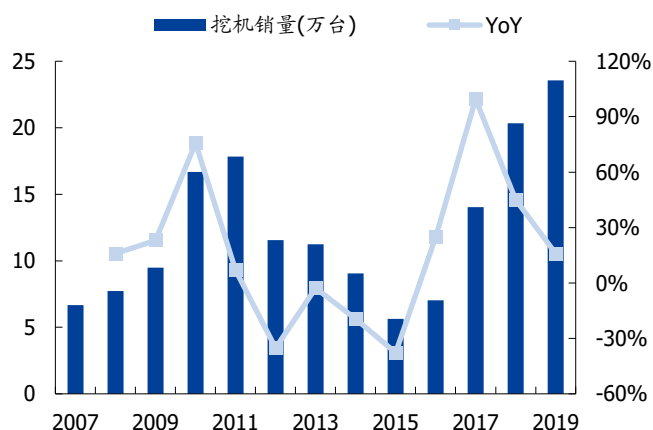
资料来源: wind, 国盛证券研究所

工程机械：景气延续，疫情影响阶段性业绩释放

2019年：业绩高增，经营质量全面改善

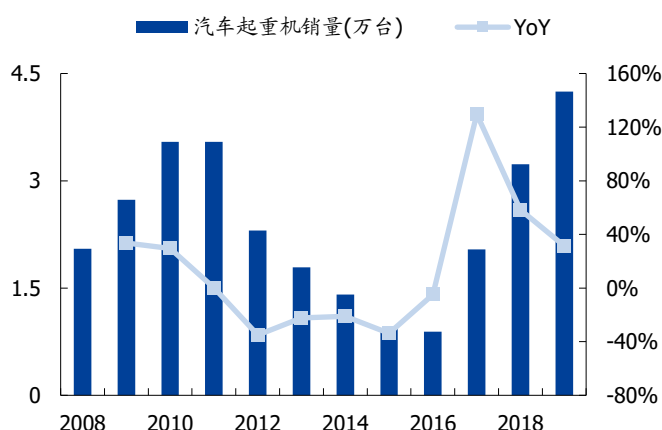
2019年，工程机械核心品种销量再创历史新高。2019年，国内主机厂挖掘机销量达23.57万台，同比增长15.86%。汽车起重机销量4.25万台，同比增长31.41%。两者销量均创历史新高。宏观固定资产投资稳定是高销量的基础；更新需求对销量中枢的支撑持续强化；人力成本持续提升下，“机器替人”促进新农村建设用小挖、短臂架泵车等新产品的大量销售推广。

图表8：国内挖机销量(万台)



资料来源：CCMA，国盛证券研究所

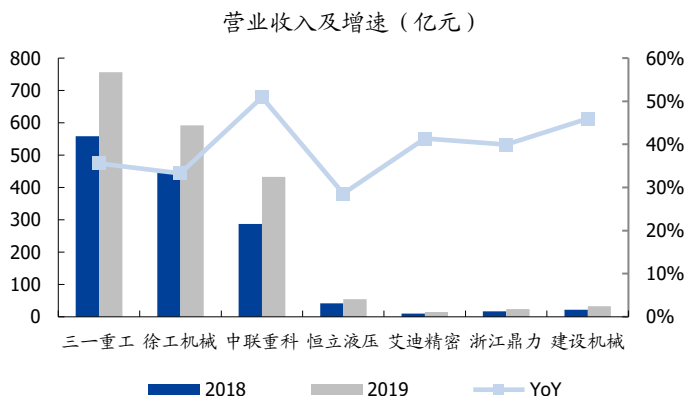
图表9：国内汽车起重机销量(万台)



资料来源：CCMA，国盛证券研究所

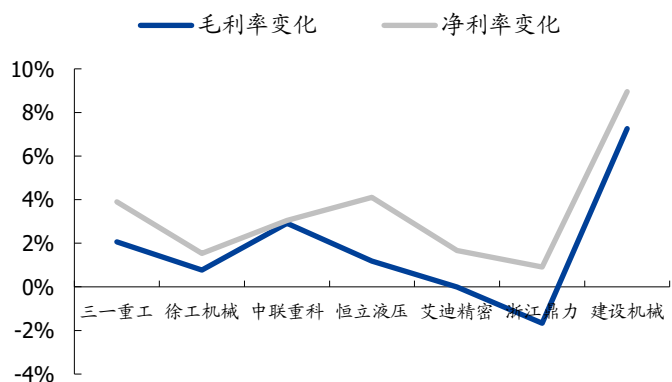
业绩高增，盈利能力大幅提升。下游需求景气度持续攀升，2019年，工程机械产业链主要厂商收入增速及盈利能力均显著提升。2019年营业收入同比增速基本均在30%以上，其中以后周期品种混凝土机械、汽车起重机及塔机为核心产品的中联重科收入增速达50.92%，领先同行。毛利率/净利率均呈现明显改善，装配式建筑带动中大型塔吊需求，租金价格攀升下，建设机械净利润弹性充分释放，2019年毛利率及净利率较去年同期分别大幅提升7.26%、8.96%。

图表10：工程机械主要厂商营业收入及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表11：工程机械主要厂商2019年毛利率及净利率变化

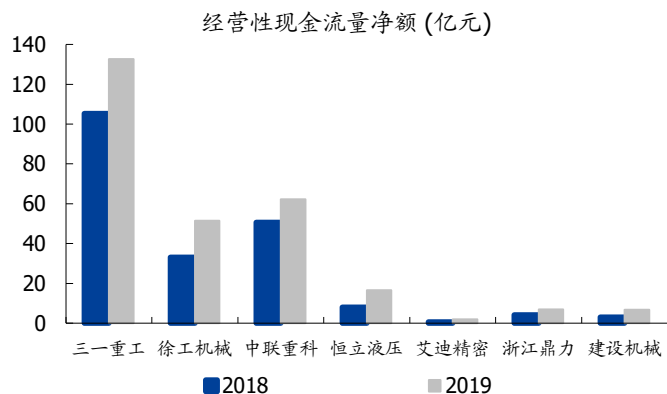


资料来源：wind，国盛证券研究所

经营质量全面改善。收入端高增的同时，应收账款维持良好状态。报告期内，三一重工、

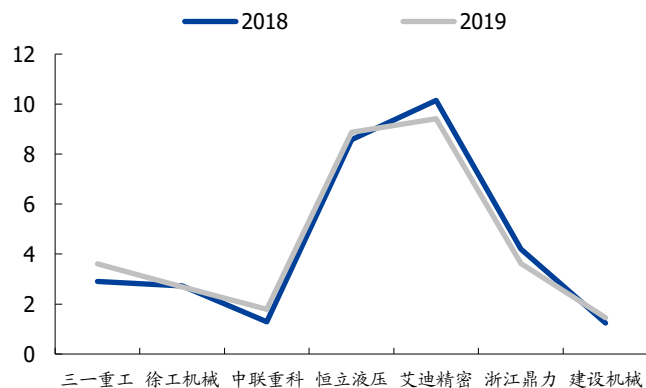
中联重科、恒立液压、建设机械应收账款周转率小幅提升；徐工机械、艾迪精密及浙江鼎力应收账款周转率略降。经营性现金流净额均创历史新高，显示行业较好的回款环境。

图表 12: 工程机械主要厂商经营性现金流量净额(亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 工程机械主要厂商应收账款周转率



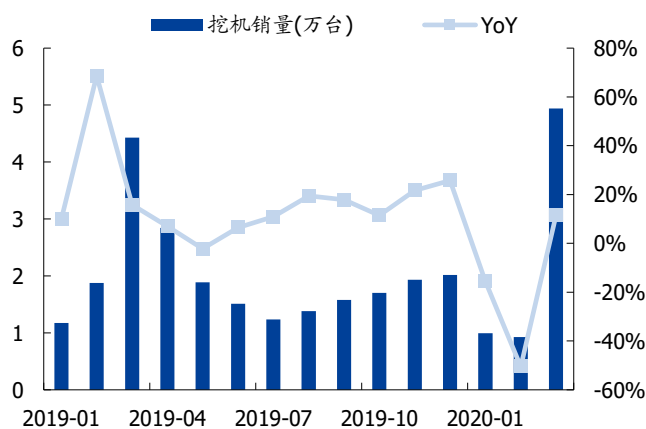
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2020Q1: 业绩增速暂放缓, 库存攀高备战二季度

疫情影响节后下游重大项目复工节奏, Q1 工程机械消费需求推迟。受新冠疫情影响, 节后基建/地产建设项目均推迟复工时间。节点上, 2 月份基本无大规模复工, 3 月份月上旬在疫情逐步得控的基础上, 交通部及地方政府指示重大项目有序复工。对应下游复工节奏, 1-2 月份工程机械需求受到明显压制。2020 年 1 月份, 主机厂挖机销量为 0.99 万台, 同比下滑 15.43%(相较于去年春节提前影响); 2 月份, 挖机销量同比大幅下滑 50.49%, 需求端受抑制的同时, 主机厂发货物流也受到较大影响。3 月份, 基建/地产项目恢复施工+物流恢复, 主机厂挖机销量创单月历史新高达 4.94 万台, 同比增长 11.59%。

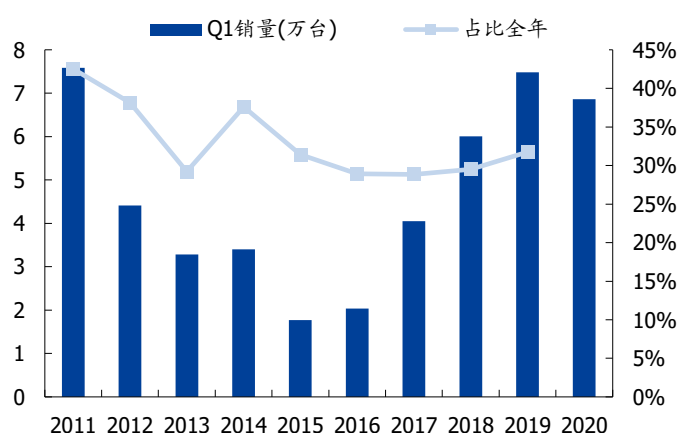
往年回顾看, 节后复工带动购机需求, 一季度基本为全年高峰, 占全年销售总量的比例在 30%左右。2020Q1, 国内挖掘机合计销量 8.86 万台, 同比下滑 8.22%。我们认为疫情影响下, 工程机械消费需求递延。经济下行压力下, 逆周期调节政策将持续发力, 全年展望, 工程机械将呈现“淡季不淡, 旺季更旺”的需求行情。

图表 14: 国内挖机月度销量



资料来源: CCMA, 国盛证券研究所

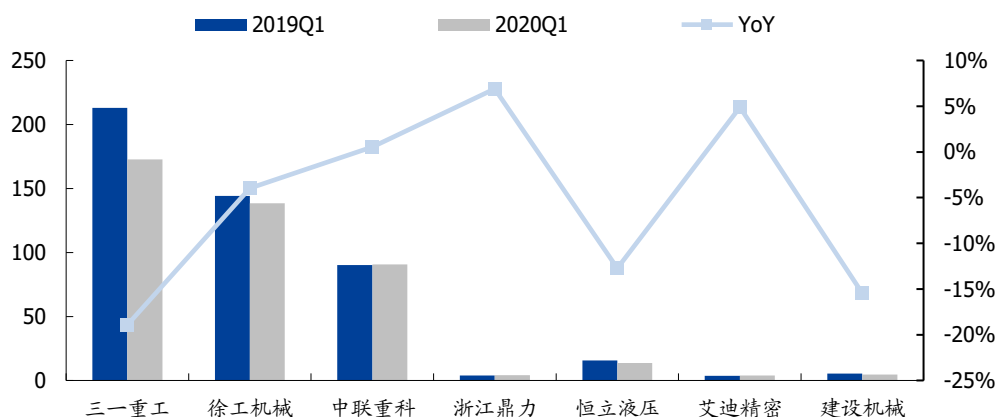
图表 15: 往年一季度挖机销量及全年占比



资料来源: CCMA, 国盛证券研究所

2020Q1，工程机械板块收入增速均放缓。主机厂商，三一重工/徐工机械/中联重科 Q1 收入增速分别为-18.92%/-3.98%/0.55%，较去年全年收入增速出现较大幅度下滑。① 中联重科表现相较优异，核心品种混凝土机械/汽车起重机销量增速好于行业。新品类，挖掘机及高空作业平台放量高增长。② 高空作业平台龙头浙江鼎力 2020Q1 营收同增 6.90%，受益于国内核心客户年后大规模购机（2020 年 1-4 月份，宏信建发新采购高空作业平台超万台）。核心零部件厂商，艾迪精密及恒立液压 Q1 收入增速为 4.87%/-12.74%。随着海外疫情的扩散，进口液压零部件成本逐步提升且存在供货中期拉长风险。国产替代提速，排产情况看基本均处于满产状态，预业绩将在二季度充分释放。设备租赁商，建设机械一季度收入同比下滑-15.45%。低设备出租率是主要因素，前三月庞源租赁塔吊吨米月均使用率分别为 39.9%、12.9%、52.0%，显著低于去年同期水平。

图表 16：2020Q1 工程机械板块主要厂商营收及增速（亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

毛利率季度波动有所差异。中联重科，Q1 毛利率同比增加 0.55%，一方面，得益于核心品种结构性优化，长臂架泵车/大吨位起重机占比提升；另一方面，挖机及高空作业平台规模放量下，盈利能力逐步改善；徐工机械，Q1 毛利率同增 1.55%，混改持续推进，盈利能力有望进入持续改善通道。三一重工，Q1 毛利率较去年同期降 2.54%，一方面，新的会计准则下，销售运费调整到营业成本，影响毛利率；另一方面，核心品种挖机市场看，主要厂商均进行了一定程度的降价，或对主机厂商盈利能力产生较大影响。浙江鼎力，Q1 毛利率较去年同期降 2.91%，对客户规模采购进行部分让利。恒立液压，Q1 毛利率较去年提升 3.08%，泵阀液压元件盈利能力持续改善。艾迪精密，Q1 毛利率较去年下降 2.71%，新投资项目产能逐步释放，后续预期改善。建设机械，受出租率大幅下滑影响，Q1 毛利率降低 9.86%。

图表 17：工程机械主要公司 2019 年及 2020Q1 毛利率变化

毛利率	2020Q1	2019Q1	同比变化	2019	2018	同比变化
三一重工	28.17%	30.72%	-2.54%	32.69%	30.62%	2.07%
徐工机械	18.31%	16.76%	1.55%	17.45%	16.69%	0.76%
中联重科	30.56%	30.01%	0.55%	30.00%	27.09%	2.91%
恒立液压	37.87%	34.78%	3.08%	37.77%	36.58%	1.19%
艾迪精密	40.45%	43.15%	-2.71%	42.83%	42.85%	-0.01%
浙江鼎力	39.98%	42.89%	-2.91%	39.85%	41.52%	-1.67%
建设机械	18.77%	28.63%	-9.86%	40.18%	32.92%	7.26%

资料来源：wind，国盛证券研究所

收入增速放缓，大部分厂商费用率均有所提升。综合来看，在 Q1 收入增速整体放缓的背景下，工程机械主要公司销售/管理合计费用率均呈现小幅上升。建设机械/恒立液压

两项费用率较去年同期分别提升 1.86%、1.75%，增长幅度较大。中联重科/艾迪精密两项费用率分别下降 0.23%、0.71%，疫情之下，费用严控成果显现。

图表 18: 工程机械板块主要公司 2020Q1 费用率变化

费用率	销售费用率			管理费用率			合计变化
	2020Q1	2019Q1	同比变化	2019	2018	同比变化	
三一重工	5.45%	6.75%	-1.29%	6.17%	4.66%	1.51%	0.22%
徐工机械	4.79%	4.44%	0.35%	5.20%	4.40%	0.81%	1.16%
中联重科	7.77%	7.93%	-0.16%	6.03%	6.10%	-0.07%	-0.23%
恒立液压	1.93%	1.24%	0.69%	7.11%	6.05%	1.06%	1.75%
艾迪精密	5.14%	5.09%	0.06%	5.77%	6.54%	-0.76%	-0.71%
浙江鼎力	4.46%	4.54%	-0.07%	5.59%	5.17%	0.42%	0.34%
建设机械	1.04%	1.43%	-0.40%	15.47%	13.22%	2.26%	1.86%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

综合看，工程机械板块 2020Q1 净利润承压。建设机械净利润下滑幅度最大，2020Q1 归母净利润为-0.61 亿元，由盈转亏；三一重工，净利润同比下滑 31.90%；徐工机械同降 41.95%，汇率波动带来的汇兑损失较大，对终端利润产生较大影响；艾迪精密净利润同比小幅下滑 3.52%。中联重科/恒立液压利润端小幅增长，同比增速分别为 2.39%、6.42%；汇兑收益及投资净收益贡献，浙江鼎力在收入端小幅增长的背景下，净利润端维系较高增长，同比增速达 20.59%，板块领先。

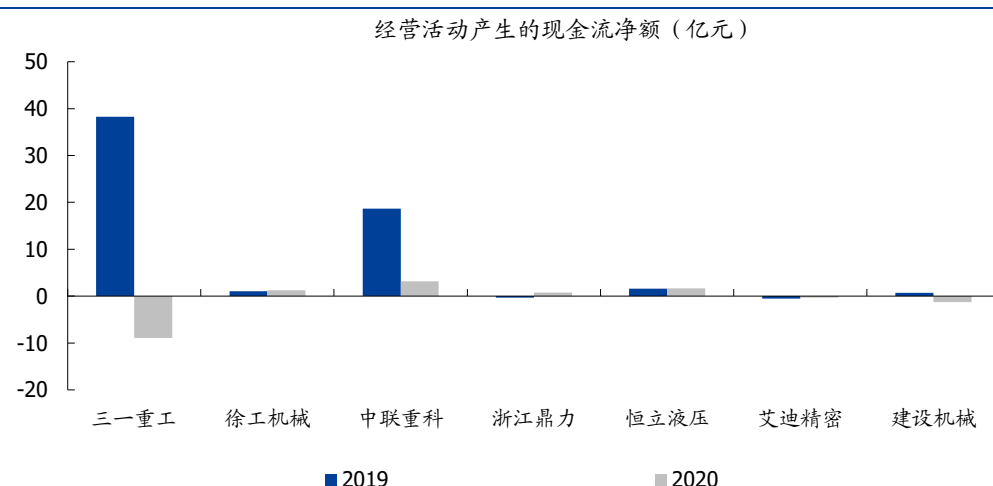
图表 19: 工程机械板块主要公司 2020Q1 归母净利润及净利率变化

	归母净利润			净利率		
	2020Q1	2019Q1	YoY	2020Q1	2019Q1	同比变化
三一重工	21.94	32.21	-31.90%	12.82%	15.61%	-2.79%
徐工机械	6.11	10.53	-41.95%	4.47%	7.34%	-2.87%
中联重科	10.26	10.02	2.39%	11.59%	10.88%	0.70%
恒立液压	3.47	3.26	6.42%	25.41%	20.83%	4.58%
艾迪精密	0.86	0.89	-3.52%	22.49%	24.45%	-1.96%
浙江鼎力	1.22	1.01	20.59%	29.65%	26.29%	3.37%
建设机械	-0.61	0.22	——	-13.27%	3.99%	-17.27%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

主机厂商经营性现金流质量有所下滑，疫情之下，加大对下游经销商扶持力度。2020 年一季度，三一重工/中联重科经营性现金流净额均出现较大幅度下滑，我们认为，一方面，疫情之下在下游经销/终端客户层面经营周转出现较大困难时，主机厂商给予了较为弹性的回款政策支持；另一方面，挖机行业当前竞争环境仍较激烈，在保市占率的发展方向下，主机厂商会给予更大的支持优惠力度。徐工机械呈现小幅改善，浙江鼎力经营性现金净流入。恒立液压/艾迪精密较去年同期均有提升，核心零部件在产业链的突出地位彰显。建设机械由于一季度设备出租率较低，经营性现金流入较少，当期净额为-1.30 亿元，下滑幅度较大。

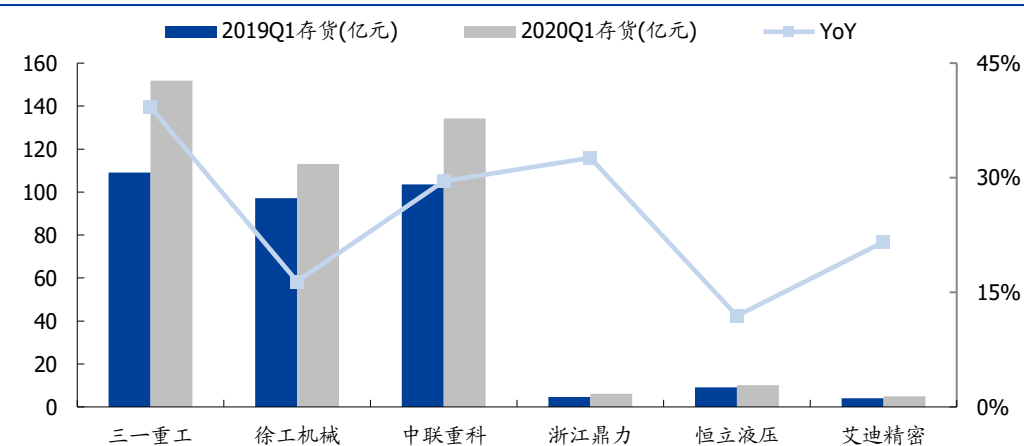
图表 20: 2020Q1 工程机械板块主要厂商经营活动产生的现金流净额 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

季度末存货充足, 积极备战二季度。主机厂商及零部件厂商库存均较充足: **主机厂层面**, 一季度末, 三一重工/徐工机械/中联重科存货分别为 151.86/113.07/134.21 亿元, 同比分别增长 39.23%/16.44%/29.56%。浙江鼎力季度末存货同比增长 32.59%。**零部件厂商**, 恒立液压/艾迪精密同比增长 11.92%/21.56%。绝对数额看, 2020 年一季度末主要公司存货均创历史新高。我们判断, 在下游需求递延后, 阶段性的需求释放后或将出现供不应求的格局, 主机厂商积极备库存以应对二季度爆发性需求。

图表 21: 2020Q1 工程机械板块主要厂商存货情况



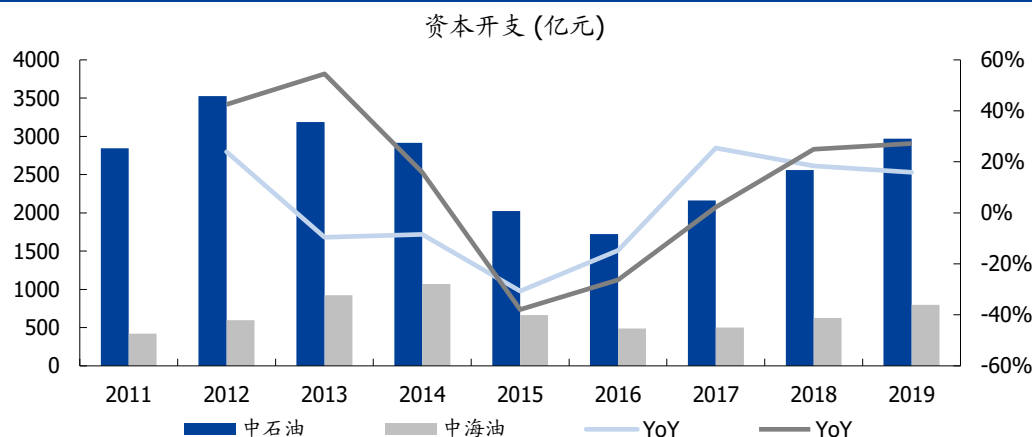
资料来源: wind, 国盛证券研究所

油服：19年末订单创新高，2020Q1持续高增

2019年：油公司资本支出高增，油服及设备公司受益增长

国内能源自主安全战略下，2019年三桶油资本支出大幅增长。国内油气终端消费需求的持续增长与供给能力的缓慢提升形成剪刀差，进口依赖度持续提升下，能源自主化战略意义凸显。以上游油气勘探开采业务为主的中石油及中海油资本支出大幅提升。2019年，中石油资本支出2968亿元，同比增长15.94%；中海油资本支出796亿元，同比增长27.16%。

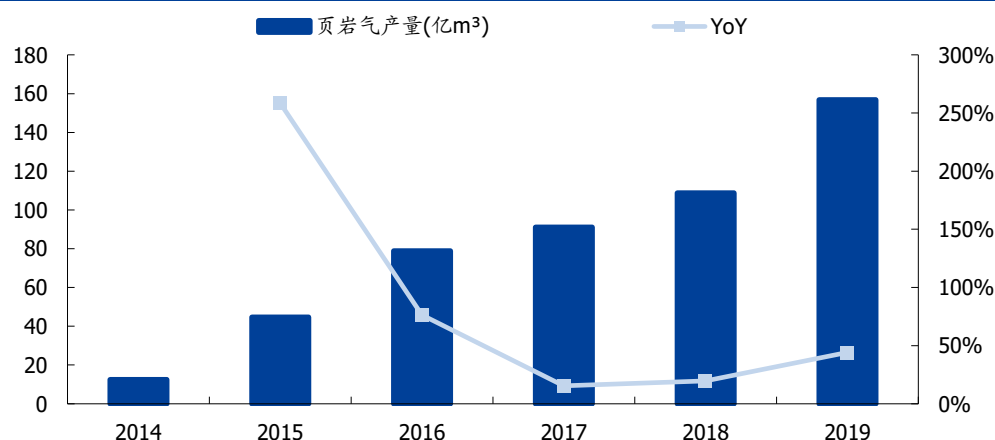
图表 22：中石油及中石化资本开支



资料来源：wind，国盛证券研究所

非常规油气为重点布局对象，国内页岩气产量持续高增长。国内致密油气、页岩油气地质储量丰富，提升非常规油气的产量，是改善国内能源自产比例的重要环节。设备端及开采工艺的进步下，国内页岩油气开采成本逐步降低，为大规模、商业化开采的实现奠定基础。2019年，国内页岩气产量约157亿m³，同比增长44.07%，维持近年高增态势。页岩气开采需要用到水平压裂技术，其大规模开采带动国内钻完井设备尤其是压裂设备需求大幅增长。

图表 23：国内页岩气产量

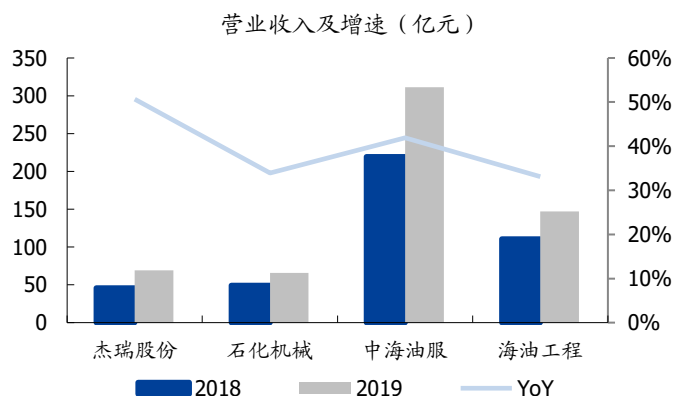


资料来源：自然资源部，国盛证券研究所

2019年，油服及作业设备公司收入端均呈现高增长。收入端看，无论是设备类公司还是油服类公司，2019年营业收入同比增速均在30%以上。盈利能力变动方面有所差异，

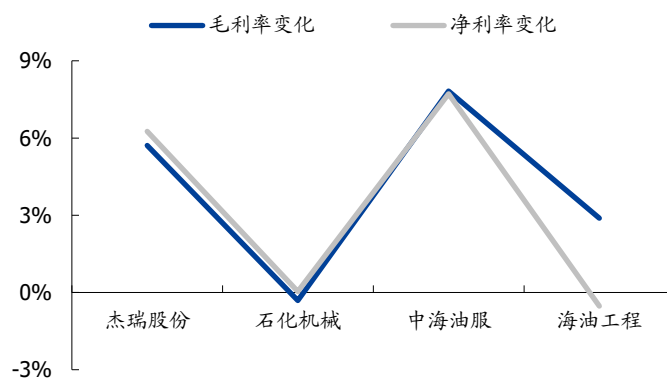
其中杰瑞股份/中海油服毛利率分别大幅提升 5.72%、7.82%，在下游需求增长时，良好的议价能力充分体现。海油工程毛利率增加 2.89%，亦有所改善。石化机械毛利率较去年同期小幅下降 0.31%，业务分拆看，主要是油气钢管产品拖累较明显，2019 年，其毛利率同比分别降低 4.49%；石油机械设备毛利率较去年同期 3.57%，与下游高景气钻完井设备需求相呼应。

图表 24: 油服板块主要厂商营业收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

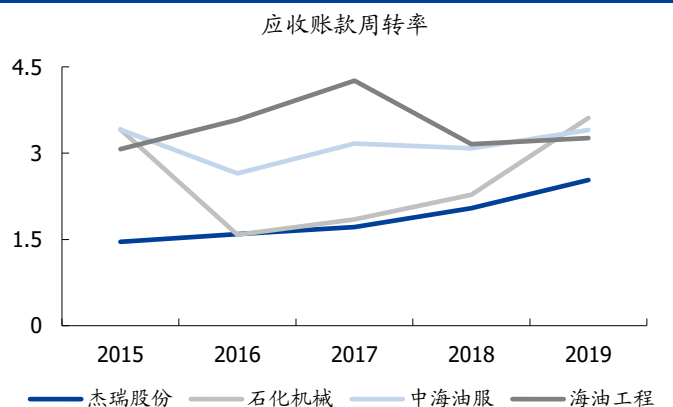
图表 25: 2019 年油服板块主要厂商毛利率及净利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

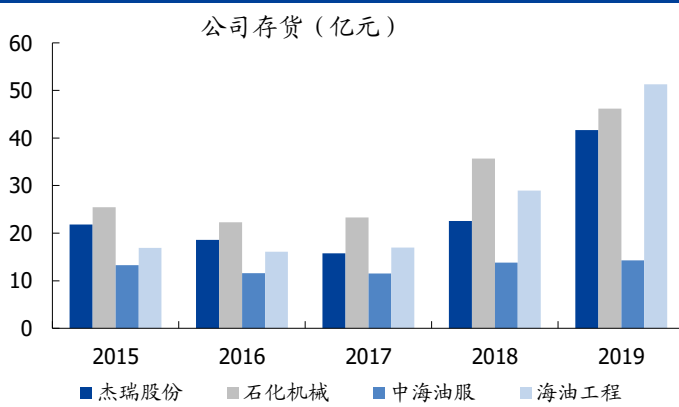
应收账款周转率提升，存货同比显著增长。行业整体应收账款周转率呈现好转，2019 年较去年同期均有提升。存货均现大幅度提升，杰瑞股份/石化机械/中海油服/海油工程 2019 年末存货分别为 41.65/46.21/14.25/51.29 亿元，同比分别增长 84%、30%、3%、77%。订单导向型生产模式下，油服设备公司需要积极备库存以满足下游饱满需求，年末高增长的库存情况一定程度上可验证产业高景气度。

图表 26: 油服板块主要厂商应收账款周转率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

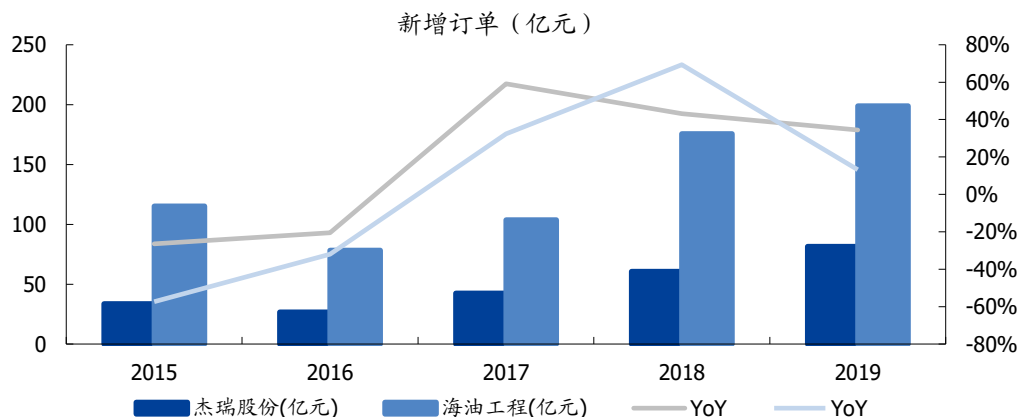
图表 27: 油服板块主要厂商 2019 年毛利率及净利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

期末在手订单创新高，与存货相验证，为 2020 年业绩奠定一定基础。2019 年，杰瑞股份新增订单 81.44 亿元，同比增长 34.46%，创历史新高。海油工程新增订单 198.82 亿元，同比增长 13.26%。年末，杰瑞股份/海油工程在手未完成订单总额分别为 43.73/248 亿元。充足的在手订单为 2020 年业绩释放奠定一定基础。

图表 28: 杰瑞股份及海油工程新增订单情况

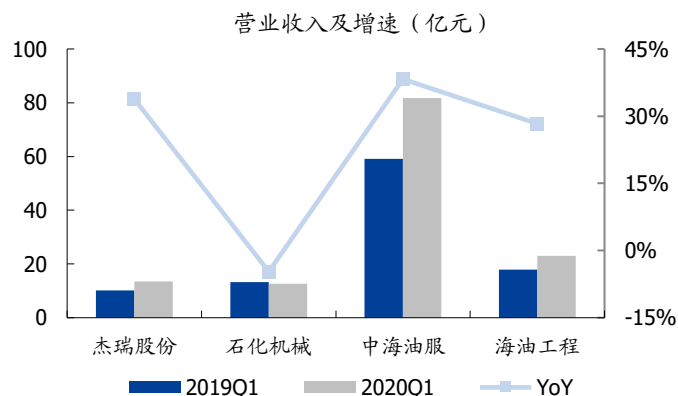


资料来源: 自然资源部, 国盛证券研究所

2020Q1: 业绩持续高增, 低油价下关注油公司勘探开发投资节奏

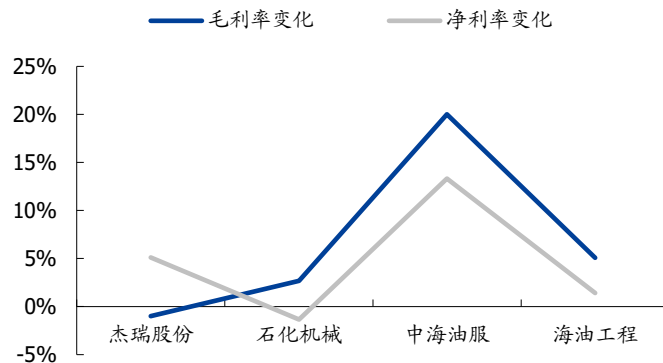
2020Q1, 油服及作业设备公司业绩维持高增长。2020Q1, 杰瑞股份/中海油服/海油工程营业收入增速分别为 33.84%、38.27%、28.33%, 业绩表现整体好于其他板块。一方面, 疫情之后, 相关公司及时复工复产; 另一方面, 一季度业绩对应部分已发货存量设备产品验收确认收入。石化机械位于湖北, 受疫情影响较为严重, 一季度营收同比下滑 4.72%。低基数下, 中海油服毛利率大幅提升 20.01%; 海油工程/石化机械毛利率同比均有所改善; 杰瑞股份一季度毛利率较去年同期小幅下降 0.99%。

图表 29: 2020Q1 油服板块主要厂商营业收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2020Q1 油服板块主要厂商毛利率及净利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

低油价环境下, 关注油公司勘探开发投资节奏。疫情影响全球原油消费需求预期, 产能过剩下, 全球原油价格大幅下滑。从油公司 2019 年年报披露的资本开支计划看, 均有收缩态势: 中石油资本开支预期同比下降 0.60%; 中石化资本支出预期下降 8.94%; 中海油节前预期资本支出同增 6.78%-19.35%, 油价大幅下滑下亦考虑动态调整实际支出。我们认为后续可从两个方面关注国内油公司勘探开发投资景气度:

- ① **OPEC+减产会议达成协议优化供给端格局。**4月13日, OPEC+达成减产协议, 2020年5月至7月期间减产 970 万桶/日; 2020年7月至12月期间减产 800 万桶/日, 2021年1月至4月期间减产 600 万桶/日, 大规模、长时间的减产措施有望改善供给端格局, 而随着疫情稳定经济回暖带动消费端需求增长, 中长期油价有望回升到合理区间。

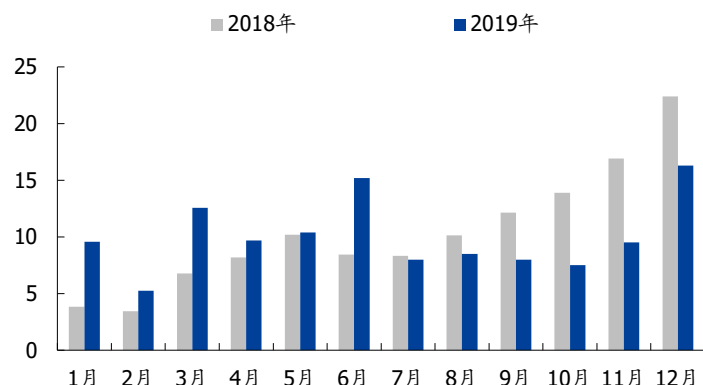
- ② 国内能源自主化主线下，非常规天然气的投资开发投资预期仍将可观增长。一方面，参照页岩气开采“十三五”规划，2020 年国内页岩气产量将达 300 亿 m³，收官之年投资力度可期；另一方面，作为“七年行动计划”实施第二年，资本品的投资处于弹性较大的时点。公司业绩稳定增长仍可期。

锂电设备：补贴政策明朗化，行业扩产进一步提速

2019年：锂电设备板块增速放缓，盈利能力承压

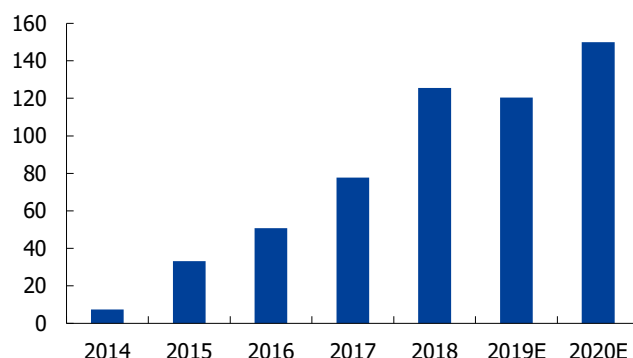
我国 2015 年成为全球电动汽车销量第一大国，2014-2018 年全国电动汽车销量分别为 7.48、33.11、50.7、77.7、125.6 万辆，CAGR 高达 102%。但 2019 年补贴大幅退坡叠加汽车行业整体需求下滑，导致新能源车产销量骤减，全年实现销量 120 万辆，同比下滑 3%。

图表 31：2018-2019 年新能源车单月销量对比（万辆）



资料来源：中汽协，国盛证券研究所

图表 32：2014-2020E 我国新能源车销量（万辆）

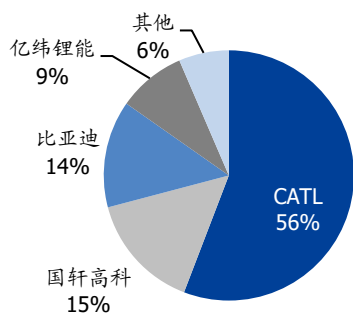


资料来源：中汽协，国盛证券研究所

2020 年电动车需求主要来自：1、特斯拉国内工厂开始生产销售；2、双积分政策实行对传统车厂的倒逼；3、海外传统车厂加码汽车电动化，推出高品质车型，拓宽消费者的选择；4、运营车辆，包括公交车、出租车、网约车等，全面电动化。1-3 月国内电动车销量在疫情影响下，同比下滑超过 50%，后续有望随着疫情的修复，数据逐步反弹，根据电新组预测，2020 年国内新能源车销量有望达到 140 万辆。近期新能源汽车国补新政正式出台，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%，补贴新政的落地，将加强整个行业的需求确定性，进而提振锂电池环节扩产的积极性。

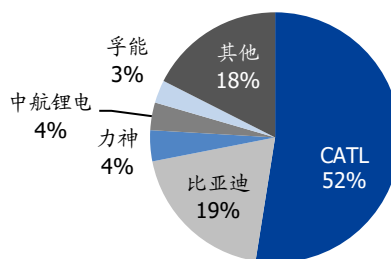
回顾 2019 年，中游锂电池行业呈现产能供给过剩但市场集中度进一步提升的局面。2019 年，动力电池总装机量为 62.1GWh，同比增长 9%。市场份额方面，磷酸铁锂市场集中度很高，2019 年 CR4 为 94%；三元材料市场集中度同样有所提高，CR5 由 2018 年的 77.2%提高至 80%。值得注意的是，宁德时代在 2018 年高市占率的基础上进一步抢占市场份额，磷酸铁锂和三元材料市场市占率均为第一且大幅提升，由 2018 年全年的 48.2%、38.8%提升至 2019 年的 55.8%、52.5%。

图表 33: 2019 年磷酸铁锂市场份额分布



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

图表 34: 2019 年三元材料市场份额分布

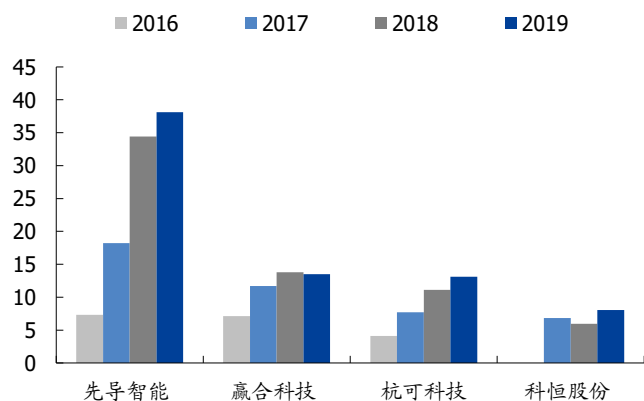


资料来源: GGII, 国盛证券研究所

产能供给过剩但有效产能均衡。我们将有效产能定义为质量可靠、被汽车厂商认可的产能，其中的典型代表就是 CATL。CATL 电池装机量最高得益于其产品质量最高，获得了下游汽车厂商的一致认可。从电池厂和汽车厂的供应关系来看，CATL 的产品供给了除比亚迪以外的全部主流汽车厂，并且和众多汽车厂存在战略合作或长协合同，国际市场中包括宝马、大众、奔驰等重要客户。2 月 27 日，宁德时代公告拟发行定增募集 200 亿元用于建设湖西扩建项目、江苏时代三期、四川时代一期，并另规划建设车里湾基地，四个项目总投资 260 亿元，扩产接近 100GWh，设备投资额 160 亿元左右。这四个项目基本代表了宁德时代未来两到三年国内的建设规划。

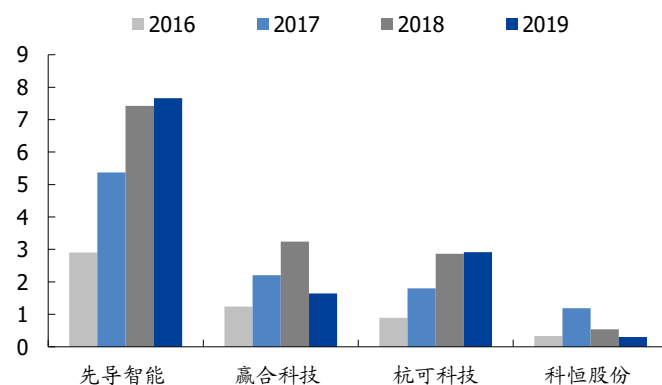
锂电设备板块中最具代表性的公司主要有先导智能、赢合科技、杭可科技、科恒股份（浩能科技）等。2019 年，四家公司累计实现营收 84.7 亿元，同比增长 12%；归母净利润累计实现 12.2 亿元，同比下滑 11%。行业 2019 年收入、利润增速有所放缓主要是电池厂扩产进度减慢。

图表 35: 2016-2019 年锂电设备板块龙头公司锂电设备业务营收（亿元）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

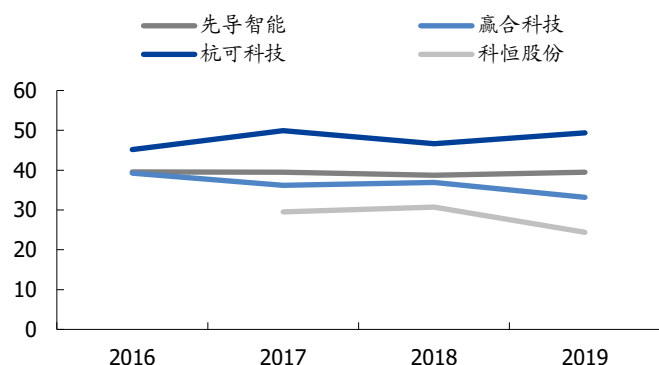
图表 36: 2016-2019 年锂电设备板块龙头公司归母净利润情况（亿元）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

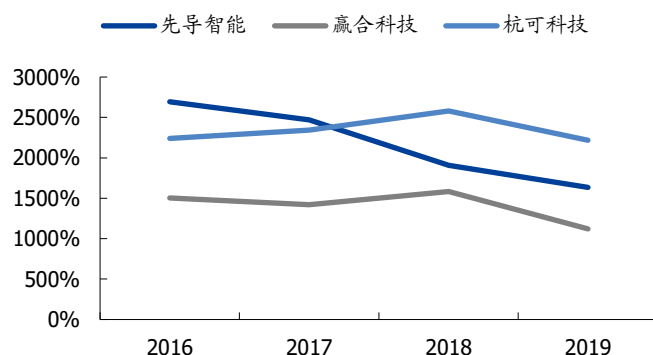
2019 年，行业平均毛利率下滑 1.7 pct 至 36.6%，从结构上来看，主要生产中段后段设备的公司毛利率有所提高，但生产前段设备的公司毛利率下滑严重。行业净利率下滑 3 pct 至 12.8%，各环节设备厂商呈现净利率普遍下滑的局面。

图表 37: 2016-2019 年锂电设备板块龙头公司毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 2016-2019 年锂电设备板块龙头公司净利率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020Q1: 疫情不改长期趋势，海外迎来大幅扩产

宁德时代 2018 年 7 月 9 日公告《关于建设欧洲生产研发基地的议案》，计划投 2.4 亿欧元在欧洲建设动力电池生产研发基地。后于 2019 年 6 月 25 日公告《关于对欧洲生产研发基地项目增加投资的议案》，扩大对欧洲生产研发基地项目的投资规模，计划在德国图林根州埃尔福特市，总投资不超过 18 亿欧元，建设锂离子动力电池生产基地及锂电池研发测试中心。据媒体报道，该项目已于 2019 年 10 月 18 日在德国动工。

Northvolt 计划在欧洲进一步扩充产能，目标是到 2030 年实现约 150GWh 的生产能力。短期目标是到 2023 年电池年产能达 32GWh，预计将耗费 40 亿欧元。2019 年 6 月，大众宣布投资约 10 亿美元与 Northvolt 展开电池生产合作，包括收购 Northvolt 20% 的股份。双方计划在德国成立一家电池工厂，初始年产量预计将达 16GWh 时，并在接下来的几年内增加到 24GWh。

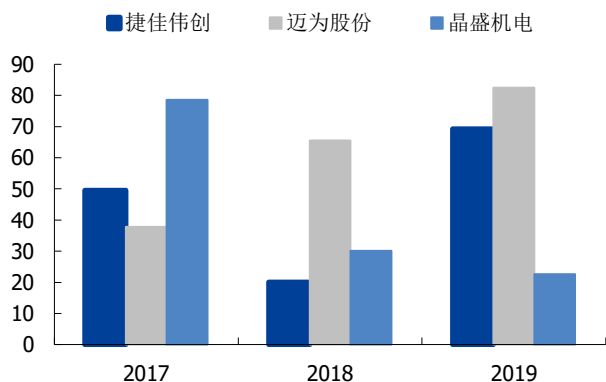
欧洲市场在严格的碳排放交易机制执行下，叠加优秀车型的不断推出，电动车销量有望持续高增长，1-2 月销量超预期的前提下，3 月欧洲新能源汽车销售 6.95 万辆，同环比 +42%/+34%，二季度销量受疫情影响或有压力，海外锂电池项目或受疫情冲击推迟，但长期逻辑未发生变化，国内头部锂电池设备企业有望持续受益。

光伏设备：平价时代来临，技术升级是主旋律

2019 年：新政过后全球光伏装机高增，设备公司收入弹性较大

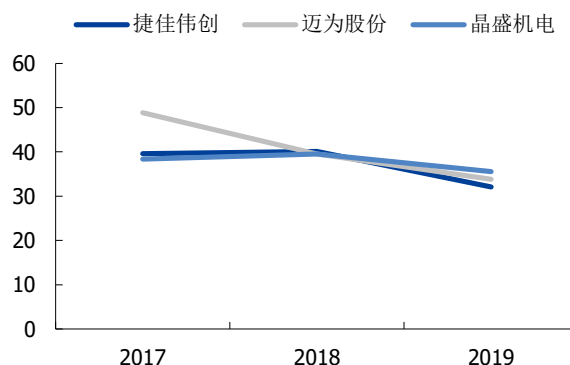
2018 年 531 新政后光伏各产业链价格下降，全球装机量大增，考虑到订单周期，我们选取的三家核心公司晶盛机电、捷佳伟创、迈为股份 2019 年收入均实现较快增速；毛利率端受到新政影响，设备端 2019 年盈利能力均有不同程度的下滑。

图表 39：光伏设备核心公司过去 3 年收入增速情况（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

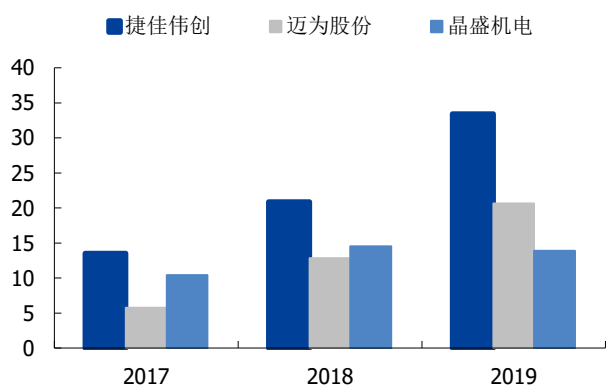
图表 40：光伏设备核心公司过去 3 年毛利率情况（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

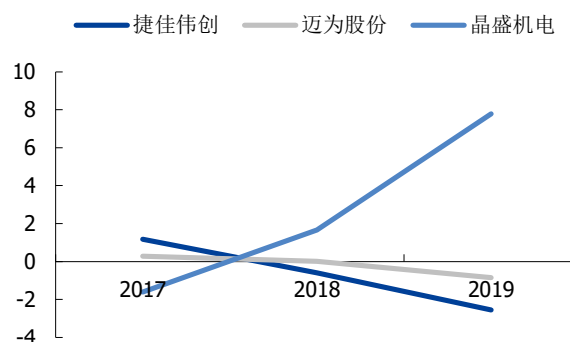
结合存货以及在手订单数据，捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电截至 2019 年年末存货分别为 33.42、20.66、13.89 亿元，2020 年相应设备公司增长均具备较好的基础。

图表 41：光伏设备核心公司过去 3 年存货情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 42：光伏设备核心公司过去 3 年现金流量净额情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2020Q1：降本提效预期下关注技术升级趋势以及节奏

全球平价时代，降本提效将是长期主旋律，电池片环节效率提升空间最大，技术路线从前期的铝背场时代到 perc 再到 perc+、topcon 以及后续的异质结等技术，转换效率持续提升。硅片环节，210 大硅片时代非硅成本进一步下降，中环股份引领行业发展趋势。

年初以来，通威股份、隆基股份等头部光伏企业纷纷发布未来较长一段时间扩产规划，规模效应以及技术领先战略对于光伏制造企业极其重要。海外疫情的不确定性虽然对今年全球装机量带来一定程度的负面影响，需求传导下电池片、硅片环节扩产节奏或受影响，但全球平价时代来临背景下一方面政策扰动影响程度在减弱，对应到行业内业绩波动减少；另外技术的不断升级，行业扩产的弹性有望进一步增大。

自动化：疫情拉长复苏周期，静待需求拐点

2019年：贸易摩擦影响出口经济，设备资产投资需求承压

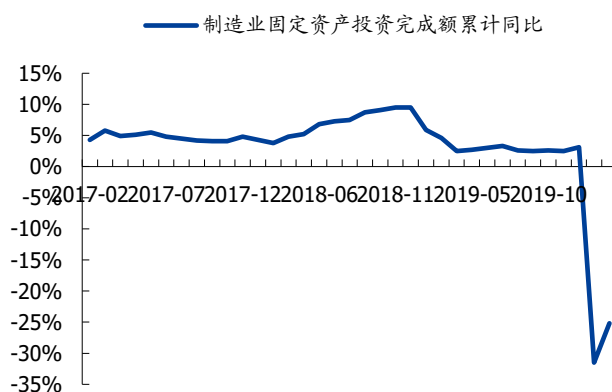
机械设备的周期，理论上是下游制造业企业的投资周期。一般来说，企业的投资决策，受到两个因素的影响，一是企业自身的盈利，即企业首先要挣到钱，然后才能进一步加码投资扩建产能；二是企业对未来的预期。2018年上半年中美贸易摩擦以来，出口型企业的价格竞争优势被削弱，盈利能力受到比较显著的影响，进而影响固定资产投资需求。宏观上看，工业企业利润同比下降、制造业固定资产完成额增速下滑。自动化设备通用属性相较强，与制造业整体投资增速关联度较高。整体上看，2019年，自动化设备类企业业绩压力均较大。

图表 43：工业企业利润正在筑底



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

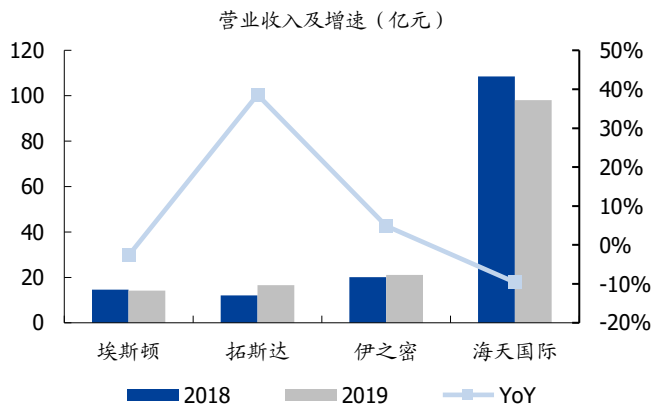
图表 44：制造业固定资产投资完成额同比（三月移动平均）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

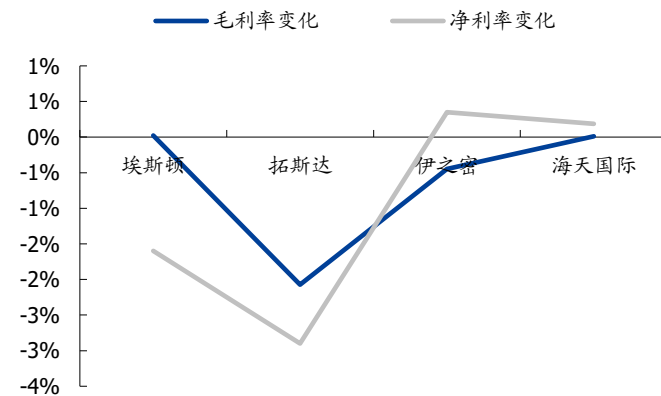
2019年，通用自动化类企业业绩整体压力较大：收入增速放缓，毛利率降低。2019年，除拓斯达之外，通用自动化类企业收入端增速均显著放缓。埃斯顿/海天国际收入分别同比降低2.71%、9.60%；伊之密收入同比略增4.91%；拓斯达收入同比大幅增长38.58%，业务分拆看工业机器人应用及成套装备业务同增13.3%，智能能源及环境管理系统业务同增137.90%，总收入高增长主要受后者带动。盈利承压，毛利率一定幅度下滑。2019年，拓斯达/伊之密毛利率分别降低2.07%、0.45%。受益于产品结构持续优化，埃斯顿毛利率较去年同期小幅提升0.02%。海天国际毛利率水平基本持平去年同期。

图表 45：2019年自动化板块主要厂商营业收入及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

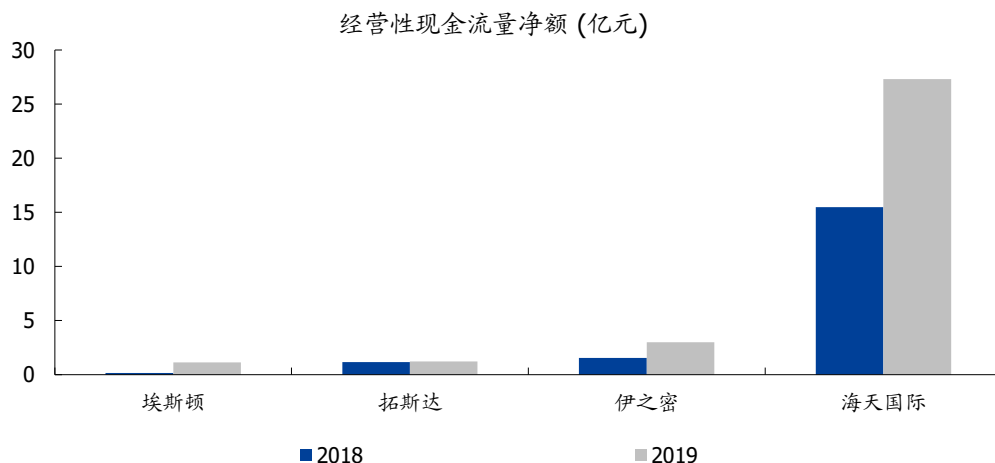
图表 46：2019年自动化板块主要厂商毛利率及净利率变化



资料来源：wind，国盛证券研究所

经营性现金流改善较明显。2019年，埃斯顿/拓斯达/伊之密/海天国际经营性现金流净额分别为1.13亿元、1.22亿元、3.01亿元、27.30亿元，同比分别增长682.22%/6.06%/98.58%/76.36%。一方面，在下游景气度下滑、部分集成类项目回款质量下降的背景下，公司主动筛选优质项目，确保项目回款健康；另一方面，在下游需求并不特别明朗的情况下，年末存货并未出现增长，存货周转率的提升也有效降低经营性流出现金流。整体上看，主要自动化企业在2019年经营性现金流均现显著改善。

图表 47: 杰瑞股份及海油工程新增订单情况

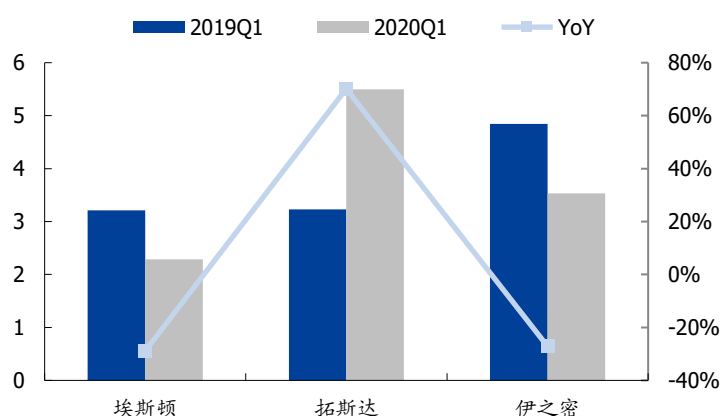


资料来源: 自然资源部, 国盛证券研究所

2020Q1: 疫情影响业绩承压, 部分公司受益口罩机需求

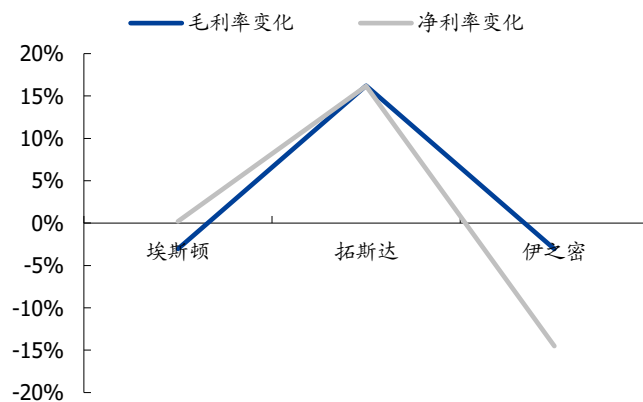
疫情影响一季度承压, 口罩机催化部分企业业绩。疫情影响, 一季度自动化设备企业收入均出现较大幅度下滑, 一方面, 公司复工复产时间节点有所推延; 另一方面, 物流发货及现场调试安装受阻。2020Q1, 埃斯顿/伊之密收入同比分别下滑28.86%、27.15%。口罩机助力拓斯达业绩高增, 一季度收入同比增长70.12%。盈利能力一定程度下滑, 2020Q1, 埃斯顿/伊之密毛利率分别下降3.04%、3.06%。拓斯达毛利率大幅提升16.21%, 主要受益口罩机产品放量。

图表 48: 2020Q1 自动化板块主要厂商营业收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 49: 2020Q1 自动化板块主要厂商毛利率及净利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

国内疫情影响逐步趋弱, 海外疫情边际逐步改善, 静待通用设备类需求拐点。自4月份

以来，国内疫情得控下，全社会复工复产持续推进，经济建设成为主旋律。3 月份，国内制造业 PMI 为 52.00，4 月 PMI 为 50.80，持续在枯荣线以上；国内工业机器人产量在年初下滑后，亦在 3 月份实现同比正增长（12.90%）。国内经济活动持续复苏，叠加海外疫情边际逐步改善，通用设备类企业二季度业绩有望迎来拐点。

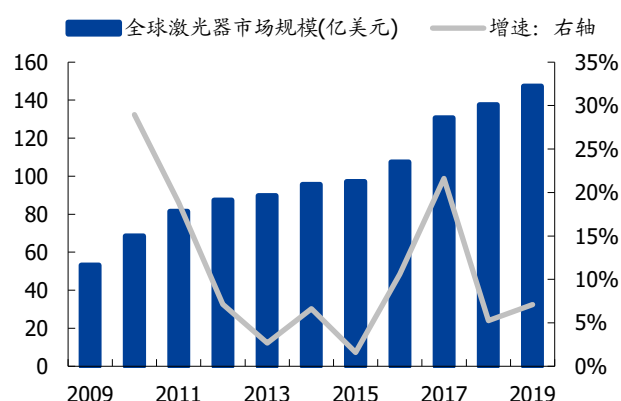
激光器：价格竞争持续，国产化趋势不改

2019年：激光器价格战持续，行业整体盈利能力承压

激光光束拥有高单色性、高相干性、高方向性以及高亮度（高功率）等优异性质，已广泛应用于各行各业。激光产业链的上游主要是激光元器件，包括激光芯片厂商长光华芯、特种光纤厂商长飞光纤、激光设备控制系统厂商柏楚电子、金橙子等；中游即激光器，国外主要厂商包括美国的IPG公司、英国的SPI公司，国内的主要有锐科激光、创鑫激光、杰普特等；下游主要是激光加工设备制造业，国外企业主要有德国通快、美国nLight、意大利PRIMA，国内厂商主要有大族激光、华工科技、亚威股份、帝尔激光、联赢激光、邦德激光、铂力特等；终端使用者主要是汽车、消费电子、光伏、3D打印等行业。

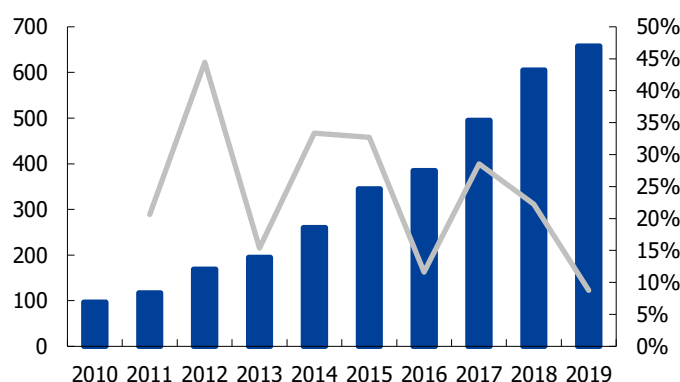
2019年，全球激光器销售额增长至147.3亿美元，同比增长9.9%。2019年，我国激光设备市场销售总收入增长至658亿元，同比增长8.8%。

图表 50：2009-2019 年全球激光器市场规模及同比增速



资料来源：2020 中国激光产业发展报告，国盛证券研究所

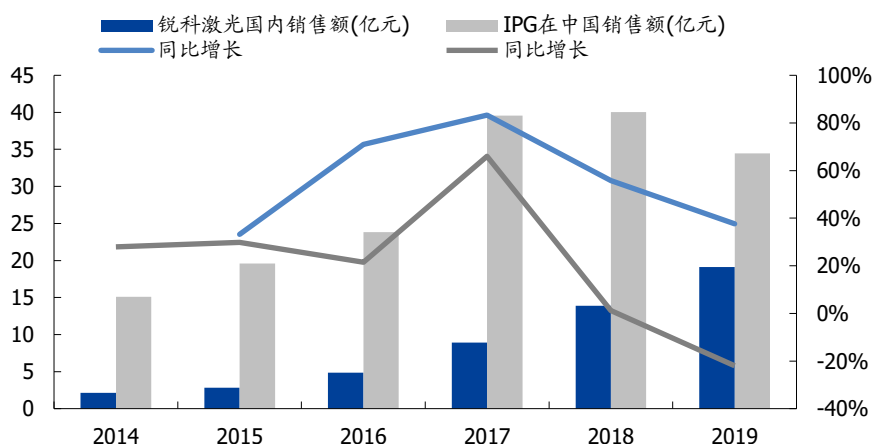
图表 51：2010-2019 年中国激光设备市场销售收入（亿元）



资料来源：2020 中国激光产业发展报告，国盛证券研究所

2019年，国内激光器行业经历了惨烈的价格竞争，价格同比下降了30%以上，但同时销量产生了极大的促进作用，预计全年销量增幅在60%以上。2019年，中国光纤激光器市场销售总额超过82.6亿元，同比增长6.7%。总体来看，由于国内激光器厂商起步较晚、高功率激光器研发难度较大，国内光纤激光器市场份额中国外厂商占比较大。但是，国内厂家发展迅速，近年来快速追赶国际龙头。2019年，锐科激光实现营收14.62亿元，同比增长53.6%。同期IPG在国内销售额仅微增3.6%，从2017年的14.1亿美元增加至14.6亿美元，其中高功率连续激光器销售额同比下降19%。

图表 52: 2014-2019 年锐科激光、IPG 国内销售额及增速

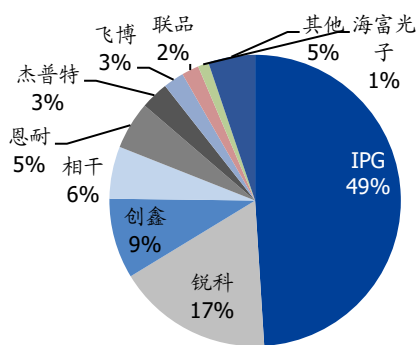


资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

2020Q1: 疫情有望加速国产化, 供应链管理以及产品升级龙头可期

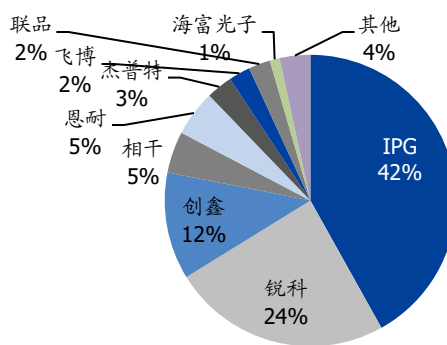
伴随着创鑫激光和杰普特在科创板挂牌上市, 国内激光器市场中前四大厂商已悉数上市。2019年, IPG市占率由2018年的49%大幅下滑7pct至42%, 锐科提升7pct至24.3%, 第三名创鑫激光市占率提高3pct至约12%, 市占率在2%以上的还有相干、恩耐、杰普特、飞博激光等。

图表 53: 2018 年国内激光器市场份额



资料来源: 2019 中国激光产业发展报告, 国盛证券研究所

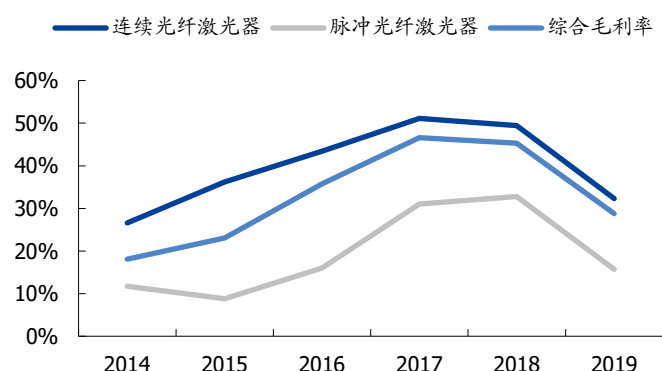
图表 54: 2019 年国内激光器市场份额



资料来源: 2020 中国激光产业发展报告, 国盛证券研究所

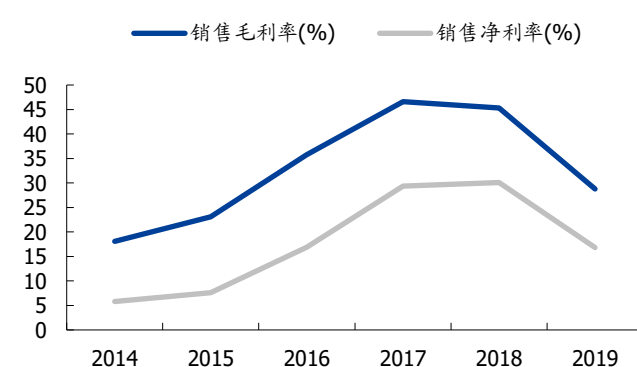
虽然国内激光器厂商在以营收计的市占率方面有较大提升, 但贯穿全年的价格战让行业内厂商承压, 盈利能力大幅下滑。锐科激光毛利率下滑 16.5pct 至 28.8%, 净利率同步下滑 13.3pct 至 16.8%。

图表 55: 锐科激光 2014-2019 年分产品毛利率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 56: 锐科激光 2014-2019 年毛利率、净利率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们持续看好技术最为领先并且核心元器件已基本实现自产的光纤激光器头部企业锐科激光。近几年，锐科激光的产品逐渐获得了下游客户的认可，帮助我国设备整机厂商摆脱了 IPG 一家独大的市场现状。未来两年将在高功率段对 IPG 发起总攻，而海外疫情的不确定性有望使得激光器行业国产化进程进一步提速。

中长期来看，公司仍有一定的成本下降空间，并且产品结构向高功率产品推进。成本方面，锐科激光在有源光纤方面将加大从睿芯光纤的采购，加强光纤光栅的自制能力，从而进一步提高零部件自产率、降低成本。价格方面，IPG 降价意愿趋缓，公司面临的价格压力减小。我们认为，未来在下游需求回归正常水平时，公司凭借着元器件垂直整合能力以及产品线向高端产品迈进，仍能保持较高的毛利率以及行业龙头的地位。

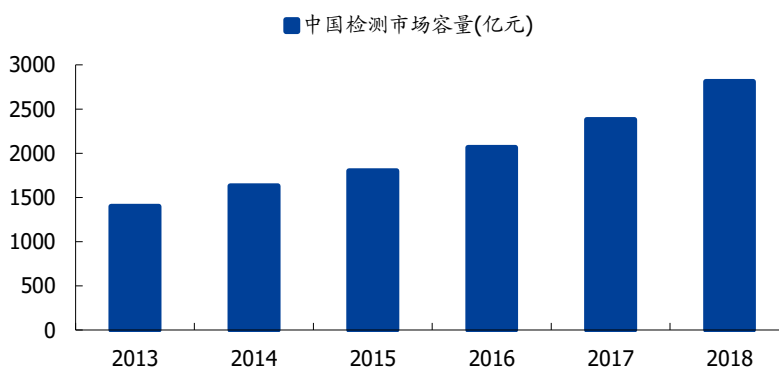
第三方检测：内生收入增速放缓，经营效率持续提升

2019年：龙头公司经营效率仍存较大提升空间

检测行业市场化改革稳步推进，第三方检测机构大有可为。检测市场参与者主要包括政府检测机构、企业内部检测实验室以及独立第三方检测机构。检测行业服务于社会的各行各业，检测需求分布广泛，其长期增长动力来自于人们对QHSE（使用产品的质量、生活健康水平、生产生活的安全性、社会环境保护）等问题的重视，检测项目可以说是有增无减。华测检测、广电计量已成长为国内第三方检测机构中的翘楚。

行业属性决定公司业绩持续稳定增长，受经济周期影响较小。2018年行业统计报告数据显示，2018年我国检测市场容量达到2810亿元，同比增长18.2%。行业集中度仍非常分散，行业合计检测机构数量39472家，但收入5亿元以上机构数量仅为37家。华测检测2019年目前市占率仅为1.1%。

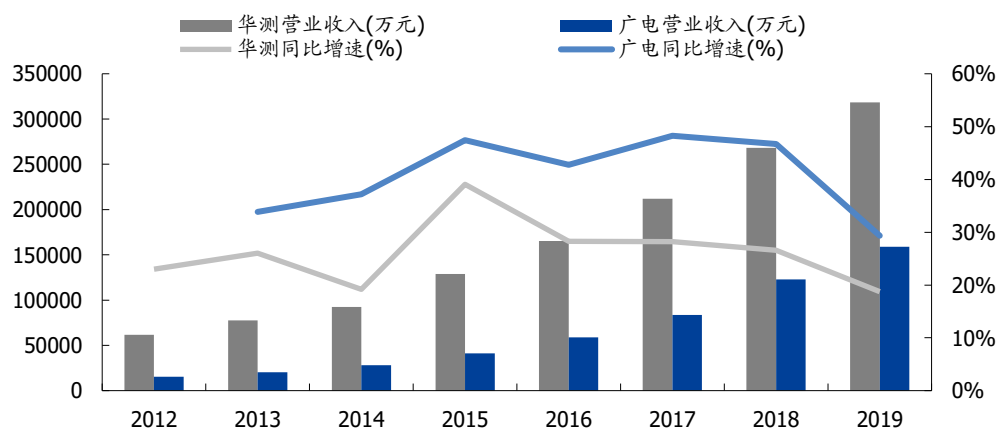
图表 57：2013-2018 年中国检测市场容量（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

稳健增长是检测行业公司的主要特征之一。广电计量2019年实现营收15.9亿元，体量接近华测的一半，但同比增速高达29%，超过华测10 pct。2012年以来，广电营收从1.5亿元增长至15.9亿元，CAGR达40%；同期华测营收从6.2亿元增长至31.8亿元，CAGR达26%。

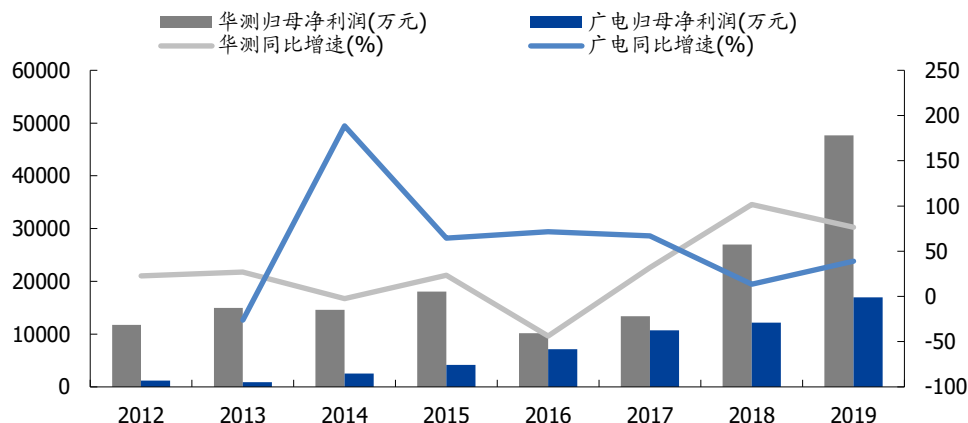
图表 58：2012-2019 年华测检测、广电计量营收及同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

利润方面，广电归母净利润从2012年的0.12亿元增长至2019年的1.69亿元，CAGR高达46%；同期华测归母净利润从1.18亿元增长至4.76亿元，CAGR达22%。

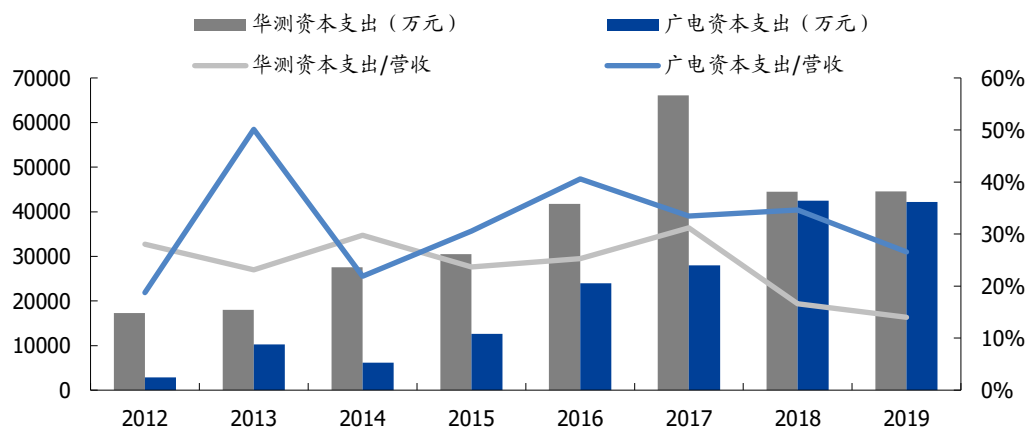
图表 59: 2012-2019 年华测检测、广电归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从发展阶段看，华测检测自2018年起进入“扩张放缓、提效降本”新阶段，实验室新增减少、人员扩张减慢，重视提升实验室利用效率、提高人均产值和控制费用。对比资本支出，2017年华测的资本支出高达6.6亿元，广电是2.8亿元；2018和2019年，华测资本支出骤降至4.4亿元，广电则进一步提升至4.2亿元，二者已相差不大；进一步和营收体量进行比较，华测资本支出占营收比重从2017年的31%下降至2018年的17%，2019年进一步下降至14%；而广电仍维持在30%左右。

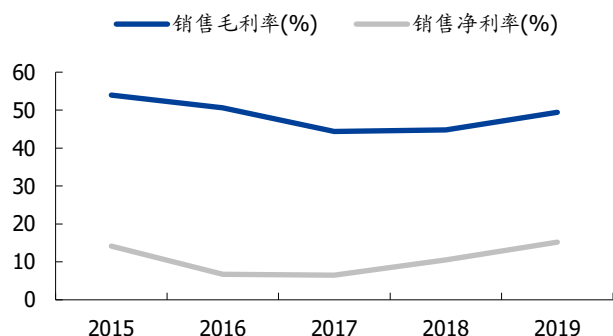
图表 60: 2012-2019 年华测检测、广电计量资本支出及占营收比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

华测检测重点在于精细化管理，提高盈利水平。2018年6月以来，公司在申屠总裁带领下，公司改变以往以收入为考核指标的管理模式，推行以利润为考核指标的精细化管理，并开始削减资本开支，控制人工成本，提高产能利用率。从2019年年报来看，公司整体毛利率达到49.4%，同比+4.6pct，净利率15.2%，同比+4.7pct，显示出公司精细化管理取得成效。

图表 61: 近两年华测检测毛利率显著提高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

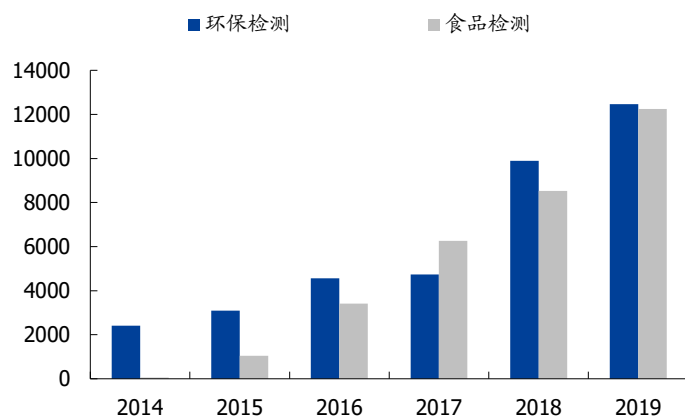
图表 62: 2009-2019 年华测检测人均创收大幅提高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

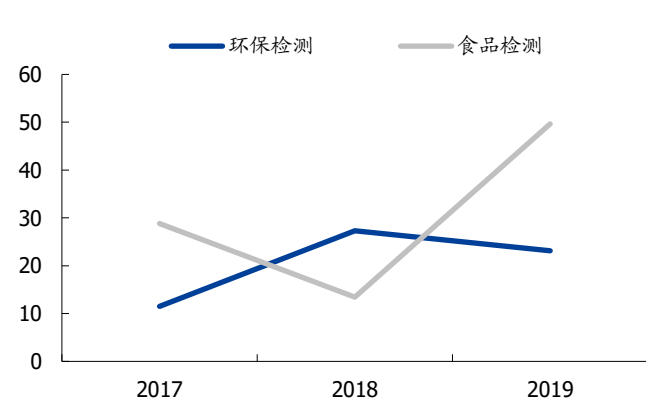
广电计量 2013 年开始布局食品检测和环保检测, 2016~2019 年间加快了食品、环保检测实验室新建速度, 营收保持高速增长 (2015-2019 年 CAGR 达 85%/42%), 目前已基本完成布局。预计食品、环保检测盈利能力有望于 2020 年开始迎来大幅提升, 利润率有望得到修复。

图表 63: 广电计量环保、食品检测业务营收大幅增长 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 64: 广电计量环保、食品检测业务毛利率大幅提升 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020Q1: 疫情冲击下影响较大, Q2 预计环比改善明显

关于疫情对行业整体的影响: 我们可以通过认可检测司行业监测处的数据进行观察。认监委 3 月下旬摸底调查了国内 500 多家检测机构, 根据他的数据, 截至 4 月 3 日, 检测行业复工比例是 96%, 其中 53% 是全员到岗, 30% 的检测机构 9 成人员到岗, 只有 8% 的机构到岗率不足 50% 或尚未复工, 从数据来看目前已基本实现全行业复工复产。同时, 检测机构对今年全年营收预期的信心是有所回升的, 只有 25% 的机构认为营收同比会下降超过 5%, 58% 的机构认为营收保持平稳, 另外有 17% 的机构认为会实现 5% 以上增长。目前全行业遇到的困难集中在 5 个方面, 第一是订单数量下降; 第二是无法为客户进行现场技术服务; 第三是设备维护、购置等无法进行; 第四是员工不能按时到岗或招聘有难度; 第五是没有线上商务平台的话, 现在开拓业务有困难。

具体到公司层面，受疫情的影响，华测检测一季度净利润同比下滑 71%，广电计量亏损 1.1 亿。由于检测行业和下游经济运行情况密切相关，不论是制造业还是进出口贸易，经济活动的停滞都会导致对检测的需求有所减少。叠加检测认证业务大多需要在实验室完成，所以公司复工延迟也造成了一定影响。对广电计量而言，还有一个比较特殊的点是他的计量校准业务需要上门服务，以及特殊行业客户的可靠性与环境试验、电磁兼容检测项目需要客户在实验室现场目击测试，疫情导致这三块业务受影响比较大。营收下降的同时成本是刚性的，导致公司业绩下滑。中期来看，制造业传递到计量检测行业有一定滞后性，对二三季度要持续关注疫情影响的边际变化。但是全年来看，历史上一季度营收只占全年的 15~18%，且需求仍然是存在的，基本是以后移为主，全年业绩受疫情影响相对较小。以广电计量为例，复工复产以来，业务及订单已经逐步恢复正常，3 月份能够实现当月盈利。

制造升级，其余细分赛道汇总

除了上述领域以外，中游制造业领域也正在崛起越来越多的优秀上市公司，以下表格为我们重点跟踪的五家公司，全年来看，受益于各个下游较高的景气度，核心公司均实现较高的收入、利润增速。2020Q1 部分公司受海外疫情冲击以及国内复工程度差异化，收入、利润影响程度不一。考虑到疫情带来的一次性冲击影响，部分公司已出现超跌，后续关注下游行业数据修复下带来的反弹机会。

图表 65: 细分公司 2019 年及 2020Q1 收入/净利润增速

领域	公司名称	2019 收入增速 (%)	2019 净利润增速 (%)	2020Q1 收入增速 (%)	2020Q1 净利润增速 (%)
线性驱动控制系统	捷昌驱动	26.15	11.68	21.15	-8.49
电踏车电机系统	八方股份	27.02	39.38	-21.86	-14.54
电力机器人	亿嘉和	43.29	39.20	38.68	-2.57
光电识别产品	美亚光电	21.06	21.58	-25.43	-37.06
密封件	中密控股	26.08	29.57	-17.47	-38.37

资料来源: wind, 国盛证券研究所

捷昌驱动: 国内线性驱动控制系统龙头，下游家居、医疗、办公等领域高景气度，19 年利润增速低于收入增速主要系中美贸易争端影响所致。

八方股份: 电踏车电机龙头，受益欧洲市场高景气度，2020Q1 收入、利润增速出现负增长主要系欧洲疫情发酵，行业需求、供应链、员工均受到较大影响所致。

亿嘉和: 电力行业机器人优秀企业，受益智能电网时代建设，新产品带电作业机器人推出，公司 2020 年有望实现高增长。

美亚光电: 光电识别领域优秀企业，色选机稳健发展，口腔 CT 受益民营口腔诊所机构发展；新产品口腔扫描仪后续推出，带动公司估值、业绩朝上。

中密控股: 国内密封件龙头，具备工业品消费属性，存量市场滚雪球商业模式下业绩具备安全边际，下游核电、天然气管网等领域订单持续放量中。

核心公司估值

图表 66: 核心公司本周涨跌幅及最新估值

		总市值 (亿元)	净利润(亿元) 2020E	20年增速	PE	看点
工程机械	三一重工	1658	142.77	27%	11.6	挖掘机市占率提升+海外出口
	徐工机械	435	50.47	39%	8.6	起重机市占率回升+国企改革、集团优质资产注入
	中联重科	495	51.98	19%	9.5	起重机、塔吊龙头，发力高空作业平台市场
	恒立液压	612	16.36	26%	37.4	高端液压件龙头，中大挖泵阀进口替代加速
	浙江鼎力	273	8.37	21%	32.6	高空作业平台龙头，新臂式产品放量在即
	建设机械	139	8.55	66%	16.2	塔吊租赁龙头，装配式建筑带动需求量子级升
能源装备	杰瑞股份	239	17.64	30%	13.5	民营油服龙头，受益国内能源自主以及北美存量市场替代
	晶盛机电	301	9.19	44%	32.8	硅片设备龙头，深度绑定中环，受益大硅片发展
	捷佳伟创	209	5.86	53%	35.6	电池片设备龙头，受益光伏技术迭代
	先导智能	335	10.43	36%	32.1	锂电设备中后段设备龙头，深度绑定宁德时代
	杭可科技	145	4.47	54%	32.4	专注后段工艺的锂电设备龙头
检测计量	华测检测	283	5.43	14%	52.2	第三方民营综合检测服务龙头，实验室利用率持续提升
	广电计量	139	2.30	36%	60.5	治理结构突出，国企背景+高管持股，由计量往多领域检测服务市场突破
自动化	埃斯顿	87	1.24	88%	70.5	工业机器人本体龙头，收购Cloos布局高端焊接机器人市场
	拓斯达	91	4.44	138%	20.5	管理机制突出的优质系统集成商
	亿嘉和	104	3.85	50%	26.9	特种机器人龙头，从电网巡检机器人进入带电操作机器人领域
	天准科技	49	2.30	54%	21.3	本体机器视觉龙头，布局非标自动化装备市场
	克来机电	53	1.51	51%	35.3	汽车电子设备龙头，绑定国际一线客户
激光	锐科激光	177	3.73	15%	47.5	光纤激光器龙头，行业价格竞争缓和
	柏楚电子	139	3.05	24%	45.5	激光切割控制系统龙头，发力高功率市场加速国产替代
轨交系统	中国通号	596	42.94	13%	13.9	轨交控制系统龙头，增长稳健
	交控科技	79	1.95	53%	40.4	城轨信号系统龙头，发力高功率市场加速国产替代
	天宜上佳	110	3.66	35%	30.0	高铁粉末冶金闸片龙头
细分龙头	捷昌驱动	88	4.16	47%	21.1	线性驱动系统龙头，下游智能办公、医疗、家居市场高景气度
	杰克股份	80	3.70	23%	21.5	工业缝纫机龙头，受益纺服产能转移，布局纺服自动化市场
	豪迈科技	145	9.18	6%	15.8	全球轮胎模具龙头，市占率持续提升
	美亚光电	284	6.47	19%	43.9	色选机+口腔CT业务，布局口腔扫描仪、椅旁修复系统、骨科CT等
	中密控股	50	2.70	22%	18.5	密封件龙头，具备消费属性，受益电网建设、环保等市场增量

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 晶盛机电、杭可科技、埃斯顿、拓斯达、克来机电、柏楚电子、中国通号、天宜上佳、杰克股份、豪迈科技、美亚光电参考 wind 一致预期)

风险提示

海外疫情进一步发散。海外疫情仍处于扩散期，控制状况未像国内明朗。若后续疫情二次大规模发散，则将影响海外经济复苏节奏。国内较多制造业属于出口导向型企业，若疫情影响海外需求持续萎缩，则出口型企业业绩承压。

国内制造业投资持续下滑。疫情得控下，国内企业复工复产持续推进，整体盈利能力亦逐步改善中，制造业投资景气度有望持续回升。若后续制造业投资复苏不及预期，则中游设备企业存在较大业绩压力。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com