

## 电气设备

## 2019 中报总结：拐点将至，静待反转

**评级：增持（维持）**

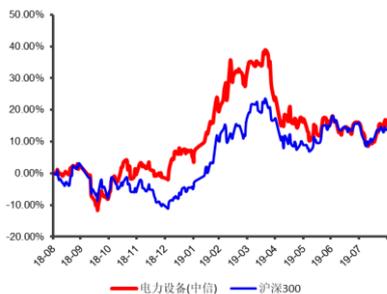
分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	164
行业总市值(百万元)	1317159
行业流通市值(百万元)	1059375

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
国电南瑞	17.3	0.90	0.93	1.27	1.42	19.2	18.5	13.7	12.2	增持
汇川技术	23.02	0.70	0.84	1.00	1.26	32.9	27.4	23.0	18.3	增持
正泰电器	22.4	1.67	1.96	2.35	2.72	13.4	11.4	9.5	8.2	增持
宏发股份	24.61	0.94	1.12	1.34	1.63	26.3	22.0	18.4	15.1	增持

**投资要点**

- 电力设备：2019 年上半年电网投资增速放缓拖累营收与业绩增速。**由于泛在电力物联网上层规划尚未明晰、工商业电价下调、用电量增速放缓等因素影响，2019 年 1-7 月电网投资增速下滑至-13.9%，从而影响行业整体营收及业绩增速。2019H1 版块营收增速放缓至 1.29%，归母净利润增速改善至 2.20%；毛利率与净利率分别+0.23/-0.12pct 至 21.52%/5.99%；经营效率小幅提升；期间费用率有所上涨。**单季度来看：**2019Q2 营收与归母净利润增速分别回落至-3.12%/0.41%，毛利率与净利率分别提升 0.91/0.16pct；期间费用率显著上涨。**分行业来看：**2019H1 二次设备表现较好，除业绩增速低于一次设备外，二次设备在在营收、毛利率、净利率、经营现金流等方面均优于一次设备行业。
- 投资增速回升在即，龙头订单有望加速。**7 月电网投资额同比大幅提升 21.2%，考虑到泛在电力物联网建设节奏与电网投资季节性规律，预计下半年电网投资增速有望回升。7 月中旬国家电网年中会议提出加快推进“三型两网”，并展示丰硕试点成果，9 月下旬的国网第四批信息化招标有望放量，产业链相关企业预计将迎来订单加速。
- 工控：2019 年上半年下游需求疲软致营收业绩大幅回落。**2019H1 宏观经济增速持续下行、制造业景气度承压、下游需求相对疲软，受此影响，2019H1 版块营收增速放缓至 13.92%，归母净利润增速降至 0.99%；毛利率与净利率分别下滑 1.28/1.64pct 至 31.06%/11.70%；经营效率有所提升；期间费用率保持稳定。**单季度来看：**2019Q2 营收与归母净利润增速分别回落至 12.30%/4.26%，毛利率与净利率分别下滑 1.40/1.23pct；期间费用率控制较好，小幅下降 0.12pct。
- 下游需求静待筑底回升，龙头企业有望穿越周期。**6-7 月制造业固定资产投资增速连续回升，工业增加值累计增速逐渐趋稳，下半年制造业下游需求有望筑底回升。在人工替代与制造业升级大逻辑下，国产替代持续推进、份额持续向龙头集中，坚持研发创新、打磨产品及解决方案能力、细分行业持续深耕的龙头企业有望穿越行业景气周期，获得持续稳健增长驱动力。
- 投资建议：电网投资有望回暖，泛在推进有望加速，重点推荐智能化与信息化产业链龙头国电南瑞；工控下游需求有望筑底回升，重点推荐研发实力强、产品完备的行业龙头汇川技术、正泰电器、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

目录	- 1 -
一、电力设备：电网投资放缓拖累增速 下半年订单加速在即	- 6 -
1.1、行业回顾：电网投资增速放缓 泛在推进即将加速	- 6 -
1.2、经营总结：营收及业绩增速放缓 毛利率有所回升	- 7 -
1.2.1 2019H1：营收增速疲软 业绩增速有所改善	- 8 -
1.2.2 2019Q2：营收业绩显著放缓 毛利率大幅改善	- 10 -
1.2.3 行业对比：二次设备表现优于一次设备	- 10 -
1.3、下半年展望：投资增速回升在即 龙头订单有望加速	- 11 -
1.3.1 信息化招标有望放量 电网投资增速回升在即	- 11 -
1.3.2 特高压稳步推进 智能电表需求全线回暖	- 12 -
1.4、龙头公司分析：业绩符合预期，三季度拐点将至	- 14 -
1.4.1 国电南瑞：业绩符合预期，三季度拐点将至	- 14 -
1.5、投资建议	- 17 -
1.6、风险提示	- 17 -
二、工业自动化：需求疲软压力尚在 静待下游筑底回升	- 19 -
2.1、行业回顾：制造业压力尚未好转 项目型市场表现较好	- 19 -
2.2、经营总结：营收业绩大幅回落 毛利率小幅下滑	- 20 -
2.2.1 2019H1：营收业绩大幅回落 毛利率小幅下滑	- 20 -
2.2.2 2019Q2：增速放缓，盈利能力下降	- 21 -
2.3、下半年展望：下游需求静待筑底回升 龙头企业有望穿越周期	- 22 -
2.4、龙头公司分析：龙头表现亮眼 业务持续优化	- 23 -
2.4.1 汇川技术：电梯轨交表现出色，等待工控下游回暖	- 23 -
2.4.2 正泰电器：低压电器结构优化，经营保持稳健增长	- 26 -
2.4.3 宏发股份：业绩符合预期，需求企稳静待反转	- 29 -
2.5、投资建议	- 32 -
2.6、风险提示	- 32 -

## 图表目录

图表 1: 2019 年 1-7 月电网投资增速同比下降 14%.....	- 6 -
图表 2: 2019 年 1-7 月用电量增速降至 4.62%.....	- 6 -
图表 3: 泛在电力物联网时间轴总览.....	- 7 -
图表 4: 2019 年前三次信息化招标数量尚未迎来爆发 (单位: 台) .....	- 7 -
图表 5: 电力设备板块上市公司标的选取总览.....	- 8 -
图表 6: 电力设备板块 2019H1 经营整体数据.....	- 8 -
图表 7: 2019H1 营收增速显著放缓.....	- 9 -
图表 8: 2019H1 业绩增速有所改善.....	- 9 -
图表 9: 2019H1 毛利率提升、净利率下滑.....	- 9 -
图表 10: 2019H1 经营效率有所提升.....	- 9 -
图表 11: 2019H1 经营现金流有待改善.....	- 9 -
图表 12: 2019H1 期间费用率同比增长.....	- 9 -
图表 13: 电力设备板块 2019Q1 及 Q2 经营整体数据.....	- 10 -
图表 14: 一次设备与二次设备板块 2019H1 经营整体数据.....	- 10 -
图表 15: 2019H1 二次设备行业营收增速表现较好.....	- 11 -
图表 16: 2019H1 一次设备行业业绩增速表现较好.....	- 11 -
图表 17: 2019H1 二次设备行业毛利率表现较好.....	- 11 -
图表 18: 2019H1 二次设备行业净利率表现较好.....	- 11 -
图表 19: 电网投资增速季节效应明显, 7 月投资已显著回暖.....	- 12 -
图表 20: 我国有 21 条在运特高压线路及 12 条在建特高压输电线路.....	- 13 -
图表 21: 智能电表招标数量大幅回暖 (单位: 万只) .....	- 14 -
图表 22: 用电信息采集装置招标数量大幅回暖 (单位: 万只) .....	- 14 -
图表 23: 国电南瑞中报关键数据概览.....	- 14 -
图表 24: 2019H1 营收同比增长 3.57%.....	- 15 -
图表 25: 2019H1 归母净利润同比下降 11.17%.....	- 15 -
图表 26: 2019H1 毛利率同比基本持平.....	- 15 -
图表 27: 2019H1 公司信通及集成业务毛利率显著提升.....	- 15 -
图表 28: 公司细分业务增速总览 (金额: 亿元) .....	- 16 -
图表 29: 2019H1 信通业务增速较高 (金额: 亿元) .....	- 16 -
图表 30: 公司节能设备租赁情况 (金额: 亿元) .....	- 17 -
图表 31: GDP 增速缓慢回落, 制造业增速疲软.....	- 19 -
图表 32: PMI 小幅回暖但仍位于荣枯线之下.....	- 19 -

图表 33: 项目型市场表现较好.....	- 19 -
图表 34: 工业自动化板块上市公司标的选取总览.....	- 20 -
图表 35: 工业控制板块 2019H1 经营整体数据.....	- 20 -
图表 36: 2019H1 增速放缓至 13.84%.....	- 21 -
图表 37: 2019H1 业绩大幅回落至 0.99%.....	- 21 -
图表 38: 2019H1 毛利率及净利率下滑超过 1pct.....	- 21 -
图表 39: 2019H1 经营效率有所提升.....	- 21 -
图表 40: 2019H1 经营现金流大幅改善.....	- 21 -
图表 41: 2019H1 期间费用率保持稳定.....	- 21 -
图表 42: 工业自动化板块 2019Q1 及 Q2 经营整体数据.....	- 22 -
图表 43: 制造业投资增速触底回升.....	- 22 -
图表 44: 工业增加值整体趋稳.....	- 22 -
图表 45: 制造业就业人数进入下行通道.....	- 23 -
图表 46: 龙头企业变频器营收增速高于市场增速.....	- 23 -
图表 47: 汇川技术中报关键数据概览.....	- 23 -
图表 48: 2019H1 营收同比增长 9.96%.....	- 24 -
图表 49: 2019H1 归母净利润同比下滑 19.67%.....	- 24 -
图表 50: 汇川技术细分业务增速总览 (金额: 亿元).....	- 24 -
图表 51: 2019H1 电梯一体化稳健增长 12.3%.....	- 25 -
图表 52: 2019H1 通用自动化小幅增长 3%.....	- 25 -
图表 53: 2019H1 轨道交通取得高速增长.....	- 25 -
图表 54: 2019H1 工业机器人稳健增长 8%.....	- 25 -
图表 55: 2019H1 新能源汽车业务整体出现下滑.....	- 26 -
图表 56: 2019H1 电液伺服业务下滑 12%.....	- 26 -
图表 57: 正泰电器中报关键数据概览.....	- 26 -
图表 58: 2019H1 营收同比稳健增长 21.22%.....	- 27 -
图表 59: 2019Q2 营收同比增长 23.88%.....	- 27 -
图表 60: 正泰电器细分业务增速总览 (金额: 亿元).....	- 27 -
图表 61: 2019H1 两大业务继续齐头并进.....	- 27 -
图表 62: 2019H1 光伏业务占比持续提升.....	- 27 -
图表 63: 2019H1 低压电器营收增速继续高于行业.....	- 28 -
图表 64: 2019H1 龙头地位进一步巩固.....	- 28 -
图表 65: 公司毛利率与原材料价格关系密切.....	- 28 -
图表 66: 宏发股份中报关键数据概览.....	- 29 -
图表 67: 营收小幅增长 业绩符合预期 (单位: 亿元).....	- 29 -

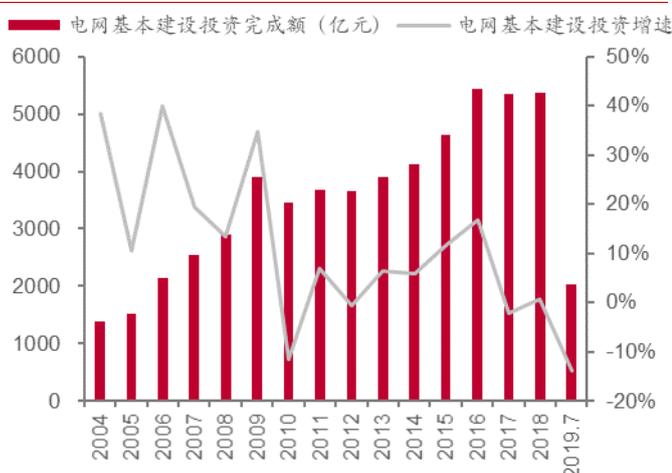
图表 68: 键盈利能力保持稳定.....	- 29 -
图表 69: 2019Q2 业绩环比显著改善 (单位: 亿元) .....	- 30 -
图表 70: 2019Q2 盈利能力环比增强.....	- 30 -
图表 71: 电力继电器显著复苏.....	- 30 -
图表 72: 高压直流继电器持续高速增长.....	- 30 -
图表 73: 工控继电器持续稳健增长.....	- 31 -
图表 74: 信号继电器持续稳健增长.....	- 31 -
图表 75: 竞争加剧致功率继电器下滑 7.3%.....	- 31 -
图表 76: 低压电器增速放缓.....	- 31 -
图表 77: 坚持高研发投入 (金额: 亿元) .....	- 32 -
图表 78: 经营性现金流大幅增长 (金额: 亿元) .....	- 32 -

## 一、电力设备：电网投资放缓拖累增速 下半年订单加速在即

### 1.1、行业回顾：电网投资增速放缓 泛在推进即将加速

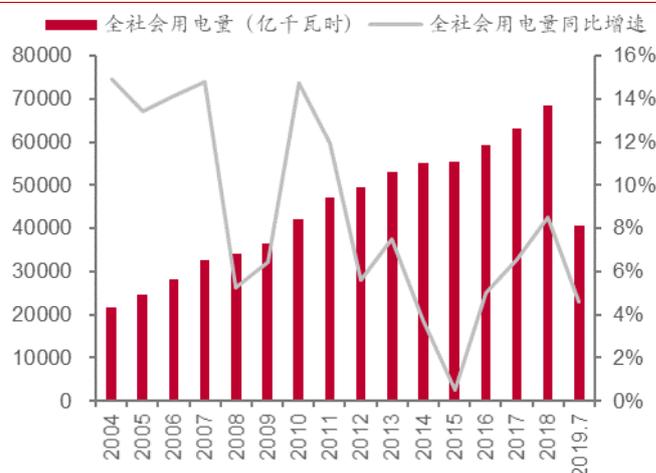
- 电网投资与用电量增速放缓。**2019年1-7月国家电网累计投资额为2021亿元，同比下滑13.9%，国家电网投资额增速放缓，可能系1) 泛在电力物联网建设整体规划尚未明晰，投资力度有所延后；2) 工商业电价进一步下降，压缩国网利润空间，同时2019年上半年全社会用电量增速放缓，给国家电网资本开支带来一定压力。2019年1-7月全社会用电量累计达40652亿千瓦时，同比增长4.62%（去年同期9%），用电量增速放缓，可能系1) 宏观经济增速放缓、工业等下游景气度不高，导致工业用电量大幅下滑；2) 去年同期用电量增速较高，致基数较大。

图表1：2019年1-7月电网投资增速同比下降14%



来源：wind，中泰证券研究所

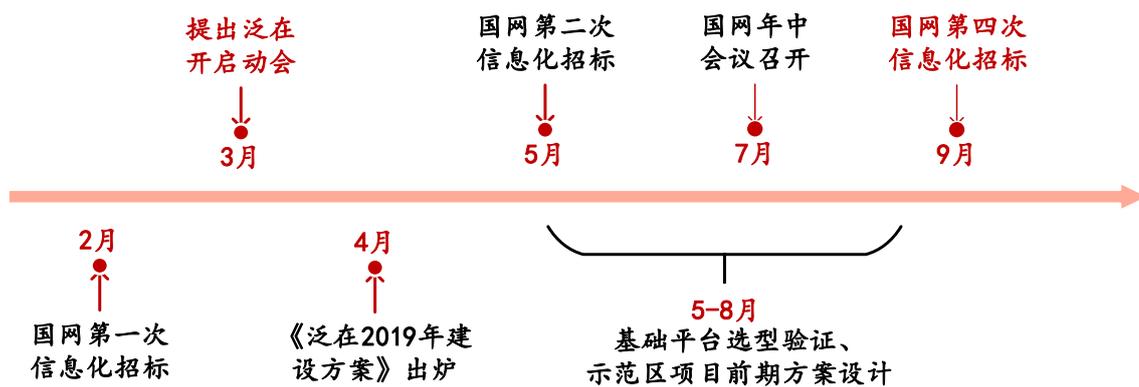
图表2：2019年1-7月用电量增速降至4.62%



来源：wind，中泰证券研究所

- 国网进入“三型两网”战略转型期，泛在电力物联网试点推进如火如荼。**在电价持续下降以及分布式能源并网需求持续增长的背景下，国家电网以往高投入、重资产的发展方式已不再适用，2019年3月国家电网在“两会”上提出建设“三型两网”，泛在电力物联网建设随着开启，国网将加快技术创新和商业模式创新，改造提升传统业务，培育增长新动能和竞争新优势，从而为国家电网持续发展注入强劲驱动力。国家电网已于2019年4月发布《泛在电力物联网2019年建设方案》，给出2019年泛在电力物联网57项建设任务，其中重点建设任务27项，核心建设方向为信息化、智能化。

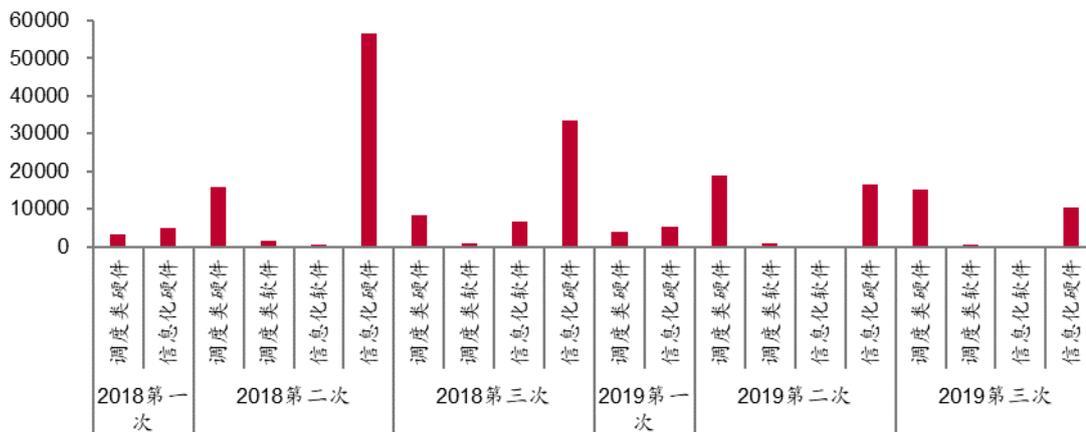
图表3: 泛在电力物联网时间轴总览



来源: 中泰证券研究所

- 信息化招标爆发将至，双寡头格局维持稳定。截至2019年8月底，国家电网共进行三次信息化设备招标，由于泛在电力物网上层建设方案与基础平台仍处于选型验证、试点探索阶段，前三次信息化招标数量尚未迎来爆发。竞争格局方面，国电南瑞与岷江水电（重组后）仍占据份额前两位，相比2018年未发生明显变化。

图表4: 2019年前三次信息化招标数量尚未迎来爆发(单位: 台)



来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

## 1.2、经营总结: 营收及业绩增速放缓 毛利率有所回升

**图表5：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	中国西电	601179.SH	二次设备	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		<b>二次标的合计</b>		<b>9</b>
	大连电瓷	002606.SZ				
	汉缆股份	002498.SZ				
	摩恩电气	002451.SZ				
	北京科锐	002350.SZ				
	思源电气	002028.SZ				
<b>一次标的合计</b>		<b>15</b>	<b>电力设备标的合计</b>		<b>24</b>	

来源：wind，中泰证券研究所

### 1.2.1 2019H1：营收增速疲软 业绩增速有所改善

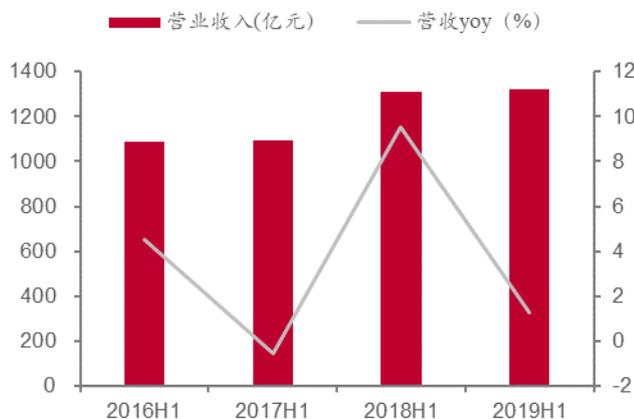
- **电网投资放缓致 2019H1 营收增速疲软，业绩增速有所改善。**2019H1 电力设备板块总营收 1320.91 亿元，同比增长 1.29%，增速显著放缓，主要原因系电网投资增速放缓；2019H1 归母净利润为 65.06 亿元，同比增长 2.20%，增速有所改善；2019H1 整体毛利率为 21.52%，同比提升 0.23pct；2019H1 整体净利率为 5.99%，同比下滑 0.12pct；经营效率方面，存货周转率与应收账款周转率分别为 1.30/1.06，分别同比提升 0.12/0.05；销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率同比分别上涨 0.16/2.20/0.48pct；经营活动现金流为-134.33 亿元，仍需改善。

**图表6：电力设备板块 2019H1 经营整体数据**

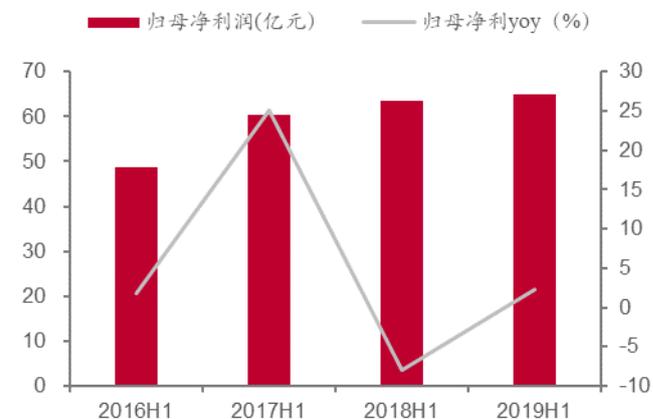
时间	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
营业收入(亿元)	1090.13	1093.40	1309.42	1320.91
营收 yoy (%)	4.54	-0.52	9.53	1.29
归母净利润(亿元)	48.73	60.39	63.47	65.06
归母净利 yoy (%)	1.84	25.02	-8.00	2.20
毛利率 (%)	20.60	22.81	21.29	21.52
净利率 (%)	5.81	6.77	6.11	5.99
存货周转率	1.04	1.03	1.18	1.30
应收账款周转率	0.98	0.94	1.01	1.06
总资产周转率	0.22	0.21	0.22	0.20
经营活动现金流净额(亿元)	-8.38	-138.10	-169.59	-134.33
销售费用率 (%)	4.68	4.83	4.52	4.68

管理费用率 (%)	7.96	8.73	7.27	9.47
财务费用率 (%)	0.47	0.95	1.04	1.52

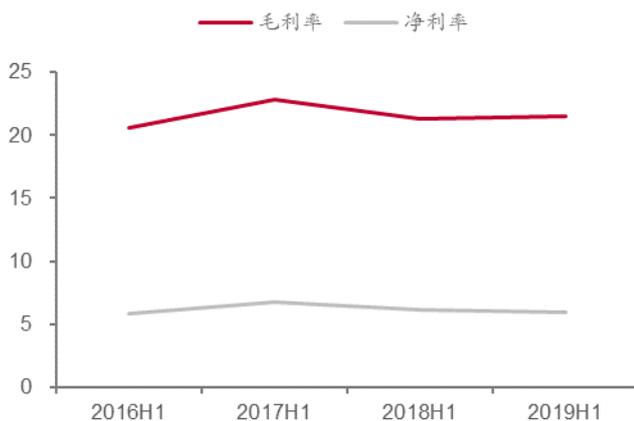
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 2019H1 营收增速显著放缓**


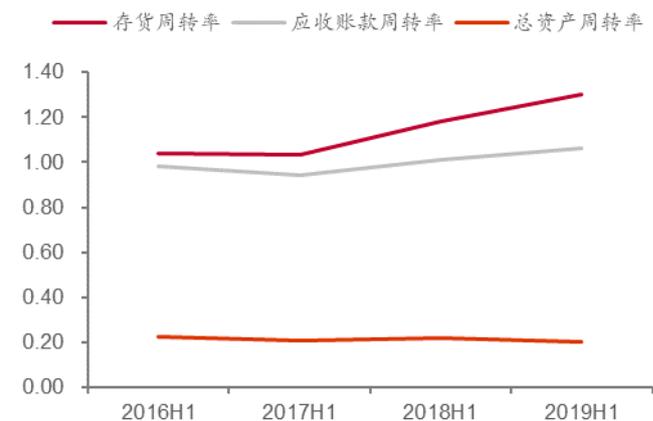
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 8: 2019H1 业绩增速有所改善**


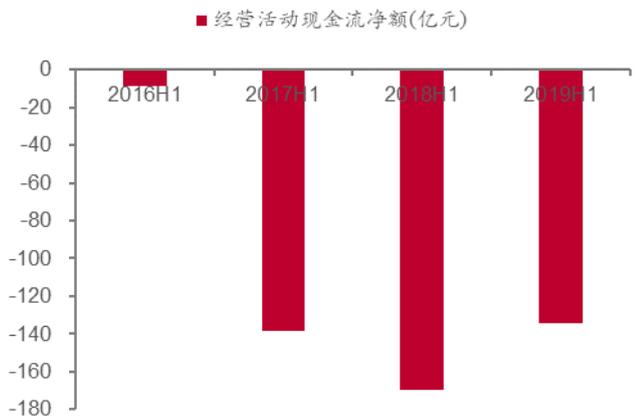
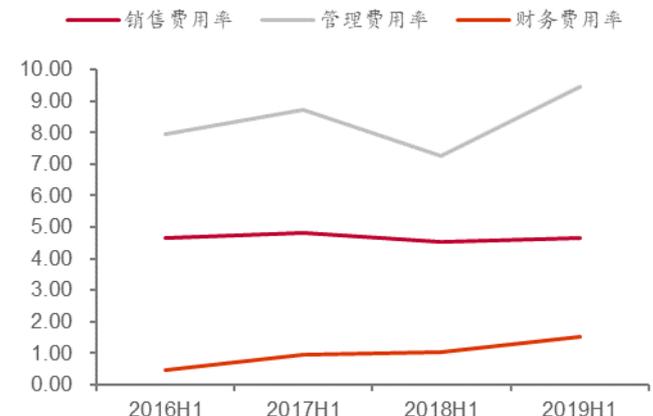
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 9: 2019H1 毛利率提升、净利率下滑**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 10: 2019H1 经营效率有所提升**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 11: 2019H1 经营现金流有待改善**

**图表 12: 2019H1 期间费用率同比增长**


来源: wind, 中泰证券研究所

来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2.2 2019Q2: 营收业绩显著放缓 毛利率大幅改善

- 2019Q2 营收及业绩显著放缓, 毛利率大幅改善。**2019Q2 电力设备板块整体营收金额为 771.10 亿元, 同比下滑 3.12%; 归母净利率为 45.48 亿元, 同比下滑 0.41%, 二季度营收及业绩增速均显著放缓; 毛利率为 21.67%, 同比提升 0.91pct; 净利率为 7.14%, 同比提升 0.16pct; 经营活动现金流净额为 79.65 亿元, 同比大幅改善; 销售费用率、管理费用率(含研发)、财务费用率同比分别上涨 0.39/2.97/0.55pct, 期间费用率同比大幅提升。

**图表 13: 电力设备板块 2019Q1 及 Q2 经营整体数据**

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入(亿元)	422.93	670.47	568.35	903.34	506.09	803.33	598.70	959.10	549.80	771.10
营收 yoy (%)	-11.67	8.08	2.78	-13.62	9.10	9.80	1.74	12.63	8.20	-3.12
归母净利润(亿元)	21.69	38.70	25.82	57.19	17.64	45.83	29.95	24.78	19.58	45.48
归母净利 yoy (%)	16.43	30.41	2.44	7.16	-22.28	-1.00	1.59	-51.23	8.85	-0.41
毛利率	23.18	22.58	22.30	25.37	22.13	20.76	22.60	22.98	21.32	21.67
净利率	6.27	7.08	5.92	7.69	4.74	6.98	6.25	3.61	4.39	7.14
经营活动现金流净额(亿元)	-151.04	12.94	-71.27	195.23	-202.23	32.64	-10.66	285.00	-213.98	79.65
销售费用率	5.22	4.59	4.91	5.19	5.12	4.13	5.24	5.40	4.90	4.52
管理费用率	10.20	7.80	9.44	11.11	9.96	5.59	8.84	13.00	10.75	8.56
财务费用率	1.22	0.77	1.26	1.06	1.94	0.47	0.31	1.61	2.22	1.02

来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2.3 行业对比: 二次设备表现优于一次设备

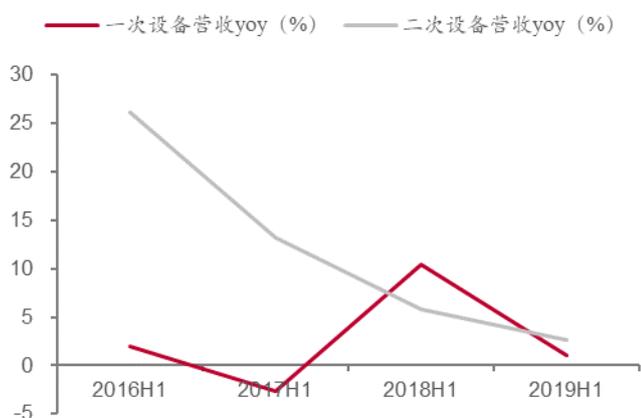
- 二次设备行业经营表现整体好于一次设备行业。**细分行业来看: 2019H1 营收增速为二次设备板块(+2.58%) 高于一次设备板块(+1.02); 2019H1 归母净利润同比增速为一次设备板块(+8.52%) 高于二次设备板块(-9.29%); 2019H1 毛利率与净利率为二次设备板块高于一次设备板块, 且同比增幅显著大于一次设备; 2019H1 经营性现金流为二次设备板块好于一次设备板块。

**图表 14: 一次设备与二次设备板块 2019H1 经营整体数据**

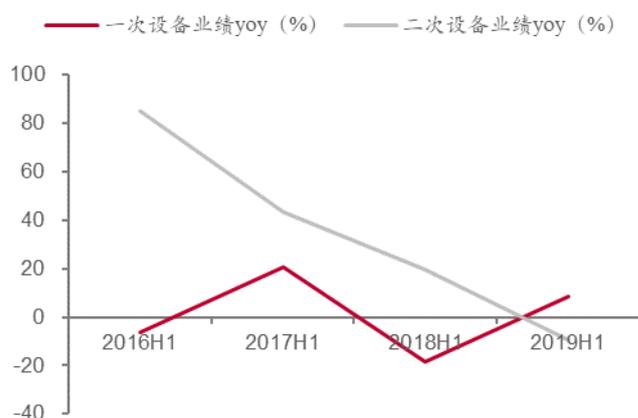
	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
一次设备营收(亿元)	939.33	922.52	1079.81	1085.38
二次设备营收(亿元)	150.80	170.88	229.61	235.53
一次设备营收 yoy (%)	1.92	-2.70	10.36	1.02
二次设备营收 yoy (%)	26.10	13.15	5.80	2.58
一次设备业绩(亿元)	38.82	47.03	40.91	44.60

二次设备业绩 (亿元)	9.90	13.36	22.56	20.46
一次设备业绩 yoy (%)	-6.43	20.63	-18.43	8.52
二次设备业绩 yoy (%)	85.14	43.36	19.79	-9.29
一次设备毛利率 (%)	19.66	22.01	19.72	19.94
二次设备毛利率 (%)	26.44	27.14	28.69	28.82
一次设备净利率 (%)	5.61	6.52	5.18	5.29
二次设备净利率 (%)	7.06	8.11	10.50	9.22
一次设备经营现金流 (亿元)	19.44	-119.57	-149.19	-134.32
二次设备经营现金流 (亿元)	-27.81	-18.53	-20.40	-0.01

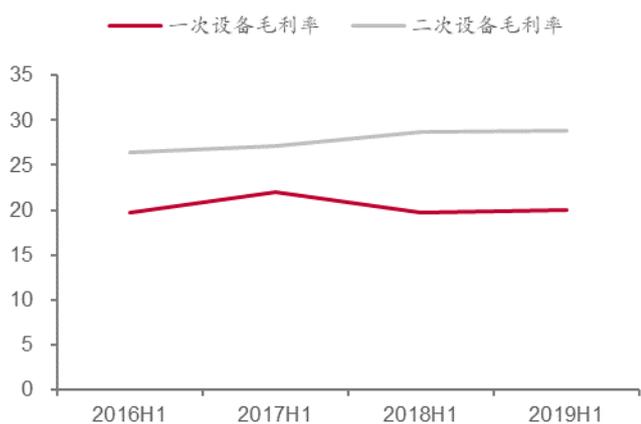
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 15: 2019H1 二次设备行业营收增速表现较好**


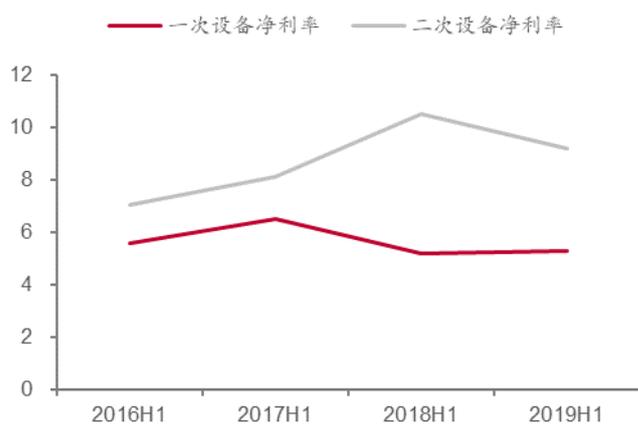
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 16: 2019H1 一次设备行业业绩增速表现较好**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 17: 2019H1 二次设备行业毛利率表现较好**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 18: 2019H1 二次设备行业净利率表现较好**


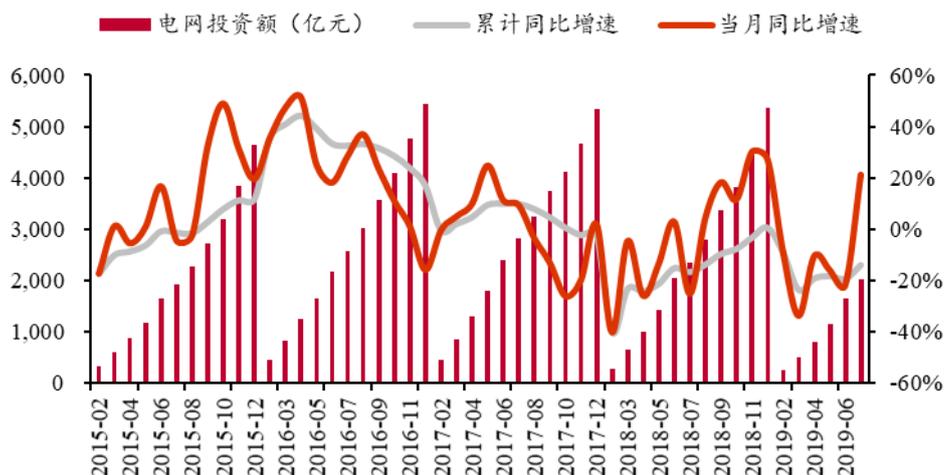
来源: wind, 中泰证券研究所

## 1.3、下半年展望: 投资增速回升在即 龙头订单有望加速

### 1.3.1 信息化招标有望放量 电网投资增速回升在即

- **7月投资大幅回暖，电网投资增速回升在即。**2019年3月国家电网提出“三型两网”、泛在电力物联网建设大幕拉开，上半年由于泛在整体规划仍在制定，电网投资略低于预期。尽管2019年1-7月电网累计投资额同比下滑13.90%，但7月单月投资额377亿元，同比大幅提升21.2%。考虑到泛在电力物联网建设节奏与电网投资季节性规律，预计下半年电网投资增速有望回升。

**图表 19：电网投资增速季节效应明显，7月投资已显著回暖**



来源：wind，中泰证券研究所

- **信息化第四批招标有望放量，泛在建设有望加速。**泛在电力物联网提出至今仅半年时间，考虑到“泛在”覆盖面较广、企业及数据中台选型难度较大、成熟商业模式仍需探索，过去6个月泛在电力物联网上层建设方案与基础平台仍处于选型验证、试点探索阶段，故前三次信息化招标数量尚未迎来爆发。2019年7月中旬国家电网召开年中工作会议，明确下半年加快推进“三型两网”建设，各网省公司上半年试点项目推进顺利，多点开花、形成丰硕成果，预计下半年有望基于成功实践案例加快推进泛在电力物联网建设，9月下旬的国网第四批信息化招标有望放量。

### 1.3.2 特高压稳步推进 智能电表需求全线回暖

- **“雅中-江西”核准，特高压建设稳步推进。**2019年8月23日，国家发改委核准批复雅中-江西±800kV特高压直流线路项目，《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》明确的9项重点输变电工程建设稳健推进。截至2019年8月末，我国已有21条在运特高压线路（8交13直）、12条在建特高压线路（7交5直，包含本轮重启特高压线路）以及6条拟核准特高压线路（4交2直，为本轮重启特高压线路）。根据国家电网电子商务平台公布的特高压交/直流线路的设备中标情况，特高压市场高度集中，本轮特高压周期建设持续推进将为主流供应商带来显著增长弹性。

图表 20: 我国有 21 条在运特高压线路及 12 条在建特高压输电线路

项目名称	类型	线路长度 (km)	输送容量 (万千瓦)	投资总金额 (亿元)	开工日期	投运日期	目前状态
晋东南-南阳-荆门	交流	654	600	58.6	2006.1	2009.01	在运
淮南-浙北-上海	交流	656	2100	191.7	2011.1	2013.09	在运
浙北-浙中-浙南-福州	交流	2×603	1800	188.7	2013.04	2014.12	在运
淮南-南京-上海	交流	2×779.5	1200	268	2014.11	2016.07	在运
锡盟-北京东-承德-济南	交流	2×730	1500	178.2	2014.11	2016.07	在运
蒙西-晋北-北京西-天津南	交流	1220	1600	175	2015.03	2016.11	在运
榆横-晋中-石家庄-济南-潍坊	交流	2×1048.5	1500	241.8	2015.05	2017.08	在运
锡盟-胜利	交流	2×240	600	49.56	2016.04	2017.07	在运
苏通 GIL 综合管廊工程	交流	35		47.63	2016.08		在建
北京西-石家庄	交流	228*2		34.72	2018.03		在建
山东-河北	交流	2×819.5	1500	140.4	2018		在建
蒙西-晋中	交流	2×304		49.6			在建
南阳-荆门-长沙	交流	1400	600	210			在建
张北-雄	交流	700	600	105	2019Q1		在建
驻马店-南阳	交流	600	-	90			在建
驻马店-武汉	交流	600	-	90			拟核准
南昌-武汉	交流	800	-	120			拟核准
南昌-长沙	交流	800	-	120			拟核准
荆门-武汉	交流	300	-	45			拟核准
云南-广州	直流	1438	500	137	2006.12	2010.06	在运
向家坝-上海	直流	1907	720	233	2007.12	2010.07	在运
锦屏-苏南	直流	2100	760	220	2008.12	2012.12	在运
糯扎渡-广东	直流	1451	5000	159	2011.12	2013.09	在运
哈密南-郑州	直流	2210	800	234	2012.07	2014.01	在运
溪洛渡-浙江金华	直流	1680	800	239	2012.08	2014.07	在运
宁东-浙江绍兴	直流	1720	1600	237	2014.11	2016.04	在运
酒泉-湖南湘潭	直流	2383	1600	262	2015.06	2017.06	在运
晋北-江苏南京	直流	1119	1600	162	2015.06	2017.06	在运
锡盟-泰州	直流	1620	2000	254	2015.12	2017.09	在运
扎鲁特-山东青州	直流	1234	2000	221	2016.08	2017.12	在运
上海庙-山东临沂	直流	1238	2000	221	2016.03	2017.12	在运
准东-皖南	直流	3324	2400	407	2016.01	2018.12	在建
大理-广东深圳	直流	1959	500	222	2016.04	2018.05	在运
准东-四川	直流	2356	2400	407	2016.01		在建
青海-河南	直流	1582	1000	271.3	2018.11		在建
雅中-江西	直流	1701	800	307.9	2019		在建
陕北-湖北	直流	1109	800	200.7			在建
白鹤滩-江苏	直流	900	800	162.9			拟核准
白鹤滩-浙江	直流	1100	800	199.1			拟核准

来源: 国家能源局, 发改委, 中泰证券研究所

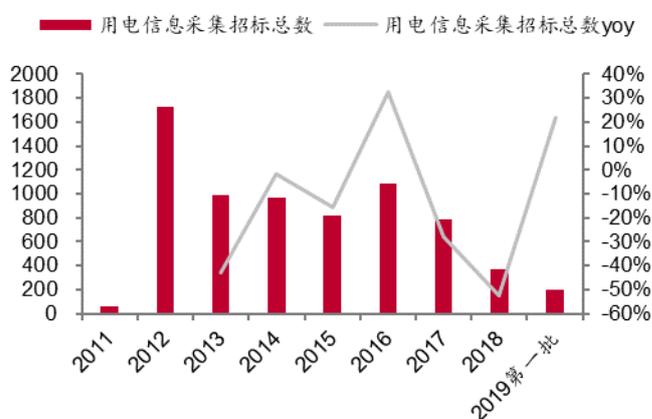
- 智能电表招标量全线回暖，“旧电表更换+泛在新标准”共同驱动行业需求快速增长。**根据国家电网电子商务平台数据，2018年全年国网对于智能电表招标量为5279万只，同比回升41.7%，结束了连续三年招标量下滑态势，其中2018年第二批招标显著回暖，同比增长超过80%；2019年第一批智能电表招标量为4017万只，同比大幅提升70.45%，环比增加21.93%，进一步表明智能电表需求量进入全线回暖的新阶段。随着09版标准智能电表更换进度加快、2019年泛在电力物联网建设大幕拉开，新一代通信标准的智能电表需求快速放量将共同刺激智能电表行业需求进入快速增长期。

图表 21: 智能电表招标数量大幅回暖 (单位: 万只)



来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 22: 用电信息采集装置招标数量大幅回暖 (单位: 万只)



来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

## 1.4. 龙头公司分析: 业绩符合预期, 三季度拐点将至

### 1.4.1 国电南瑞: 业绩符合预期, 三季度拐点将至

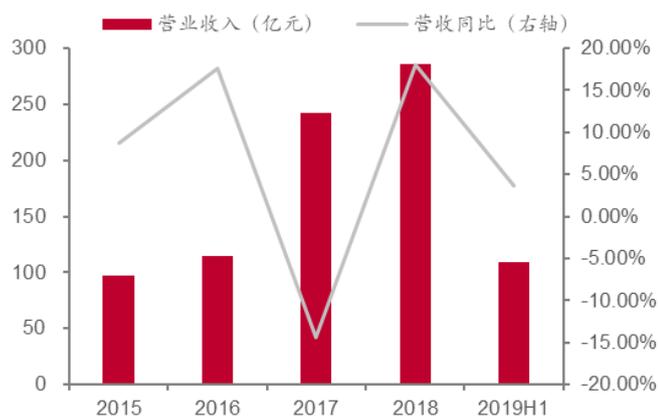
图表 23: 国电南瑞中报关键数据概览

	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2019Q1	2018Q2	同比
营业收入 (亿元)	109.34	105.58	3.57%	71.83	37.51	67.14	6.99%
毛利 (亿元)	30.09	29.06	3.54%	21.04	9.04	19.52	7.79%
归母净利润 (亿元)	12.01	13.52	-11.17%	11.25	0.77	12.58	-10.59%
扣非归母 (亿元)	11.14	10.70	4.11%	10.66	0.48	9.88	7.87%
毛利率	27.52%	27.52%	-0.01%	29.30%	24.11%	29.08%	0.22%
净利率	11.72%	13.53%	-1.81%	16.59%	2.40%	19.69%	-3.10%
ROE	4.36%	6.08%	-1.72%	4.07%	0.28%	5.65%	-1.57%
EPS	0.26	0.31	-16.13%	0.24	0.02	0.27	-11.37%

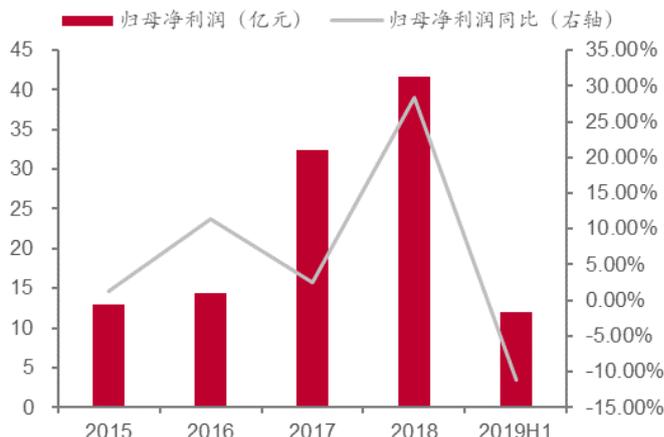
来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司发布 2019 年中报:** 2019H1 营收 109.34 亿元, yoy+3.57%; 归母净利润 12.01 亿元, yoy-11.17%; 扣非归母净利润 11.14 亿元, yoy+4.11%; EPS 为 0.26 元; 毛利率 27.52%, yoy-0.01pct; 净利率 11.72%, yoy-1.81pct。

考虑到 2018H1 存在租赁回购金额 7 亿左右，剔除该影响预计营收实际增速约 10%；考虑到会计政策变更影响 2019H1 业绩约 0.75 亿元，剔除该影响预计扣非业绩实际增速约 11%，符合市场预期。**单季度来看：**2019Q2 营收 71.83 亿元，yoy+6.99%；归母净利润 11.25 亿元，yoy-10.59%；单季度毛利率为 29.30%，yoy+0.22pct；净利率为 16.59%，yoy-3.10pct。

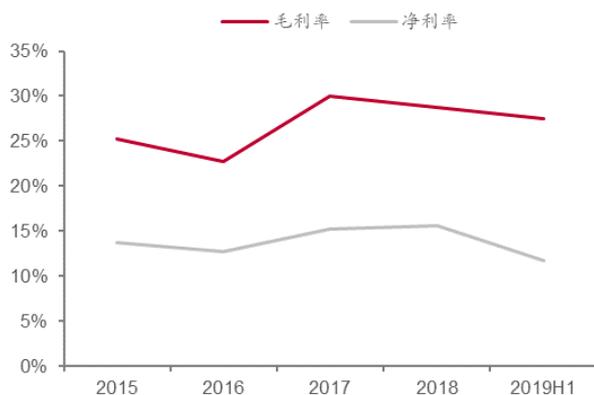
**图表 24：2019H1 营收同比增长 3.57%**


来源：wind，中泰证券研究所

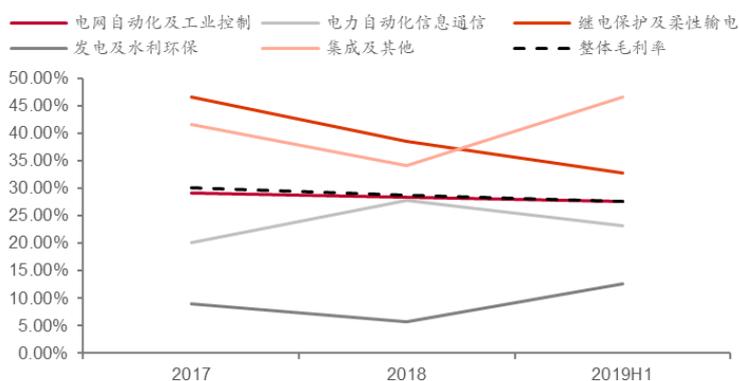
**图表 25：2019H1 归母净利润同比下降 11.17%**


来源：wind，中泰证券研究所

- 整体毛利率持平，信通与集成毛利率提升。**2019H1 公司整体毛利率持平，保持在 27.52%。其中信通业务毛利率提升 2.94pct 至 23.26%，原因系网络安全设备增速较大、业务结构持续改善；继电保护及柔性输电业务毛利率下滑 3.31pct 至 32.83%，原因系 IGBT 等原材料涨价、竞争加剧；电网自动化业务毛利率下滑 0.92pct 至 27.53%，原因系业务结构变动；集成业务毛利率大幅提升 17.45pct 至 46.66%，原因系节能设备租赁费增长。

**图表 26：2019H1 毛利率同比基本持平**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 27：2019H1 公司信通及集成业务毛利率显著提升**


来源：wind，中泰证券研究所

- 全面支撑泛在建设，信通业务表现亮眼。**2019H1 公司信通业务同比增长 12.25%，全面参与国网泛在顶层方案与专项设计，承担江苏物联网云主站、上海“三站合一”等示范工程建设；电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电业务小幅增长，国网与南网中标份额持续提升、特高压领

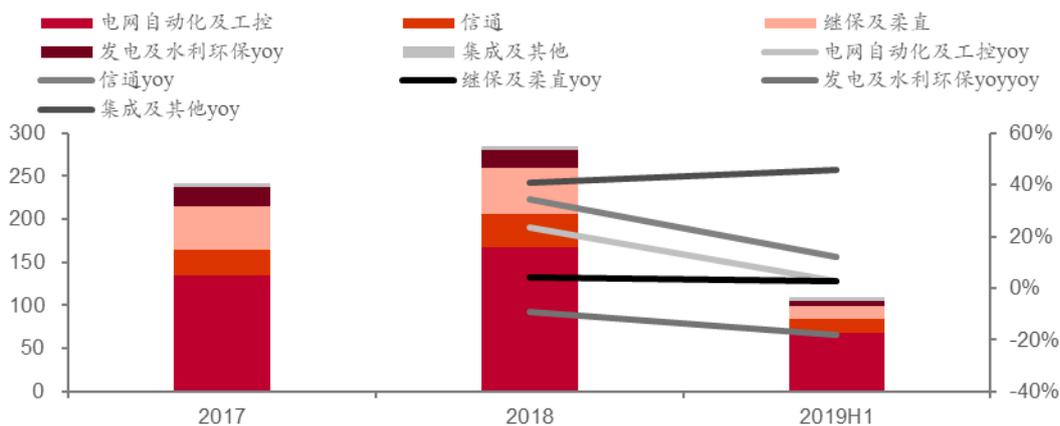
域维持优势；发电及水利同比下滑 18.03%，原因系火电市场持续调整。

图表 28：公司细分业务增速总览（金额：亿元）

	2017	2018	2019H1
电网自动化及工控	135.46	167.56	68.44
电网自动化及工控 yoy		23.70%	2.88%
电网自动化及工控毛利率	29.07%	28.30%	27.53%
信通	28.49	38.23	16.01
信通 yoy		34.19%	12.25%
信通毛利率	20.11%	27.79%	23.26%
继保及柔直	51.55	53.77	14.20
继保及柔直 yoy		4.31%	2.48%
继保及柔直毛利率	46.64%	38.44%	32.83%
发电及水利环保	21.92	19.90	6.52
发电及水利环保 yoy		-9.22%	-18.03%
发电及水利环保毛利率	9.08%	5.71%	12.58%
集成及其他	3.59	5.06	3.75
集成及其他 yoy		40.95%	45.73%
集成及其他毛利率	41.67%	34.08%	46.66%
整体营收	241.98	285.40	109.34
整体营收 yoy		17.94%	3.57%
整体营收毛利率	30.01%	28.74%	27.52%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29：2019H1 信通业务增速较高（金额：亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **电网投资增速回升在即，订单有望迎来加速。**2019H1 由于泛在整体规划仍在制定，电网投资略低于预期，考虑到泛在电力物联网建设节奏与电网投资季节性规律，预计下半年电网投资增速回升。公司为智能电网与信息化建设产业链龙头，将充分受益于信息化与智能化投资增长，订单增速有望持续回升。

- **节能设备租赁业务稳健发展，租赁费提升拉升集成业务毛利率。**截至 2019 年上半年末，公司在建工程中节能设备租赁项目账面余额为 28.70 亿元，同比提升 95.54%；用于经营租赁的节能设备为 20.99 亿元，同比大幅增长 172.24%，故 2019 年上半年节能设备租赁费增长，从而拉高集成业务毛利率。

**图表 30：公司节能设备租赁情况（金额：亿元）**

项目	2017 末	2018H1 末	2018 末	2019H1 末	yoy
节能设备在建工程	13.67	14.68	14.68	28.7	95.50%
新增节能设备在建工程	8.76	14.05	21.55	18.61	32.46%
节能设备转入固定资产	5.18	3.2	13.84	4.59	43.44%
用于经营租赁的固定资产	10.15	7.71	17.6	20.99	172.24%
节能设备固定资产	10.64	8.25	18.94	23.53	185.21%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **投资建议：**公司为国内电网领域智能化与信息化全产业链龙头，在国网信息化、电网自动化等多个领域具备显著竞争优势。随着泛在电力物联网周期开启、特高压第三轮建设高峰到来、农网改造升级加速及智能电表需求回暖，公司作为龙头供应商将充分受益。**考虑到会计准则变更影响，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 42.77/58.04/64.92 亿元，EPS 分别为 0.93/1.27/1.42 元，对应 2019 年 8 月 30 日收盘价的 PE 分别为 18.5/13.7/12.2 倍，维持增持评级。**

## 1.5、投资建议

- 2019 年上半年电力设备行业整体增速放缓与电网投资增速下滑密切相关，考虑到电网投资季节性特点以及上半年泛在电力物联网建设规划不明晰等因素，预计下半年电网投资增速将大幅回暖；同时，泛在电力物联网与智能电网建设的持续推进将带动电网投资结构上进一步趋向智能化与信息化。此外，特高压建设持续稳健推进、智能电表需求显著回暖以及配网与农网建设加速也将为相关产业链主流供应商带来订单上的加速增长。**我们继续推荐智能化与信息化全产业链龙头、特高压及配网建设核心供应商之一的国电南瑞；建议关注泛在电力物联网核心受益者岷江水电、智能电表及配用电解决方案全球领先者海兴电力等。**

## 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，进一步影响电网信息化投资及主流公司的订单。
- **泛在电力物联网建设不及预期。**

国家电网提出“三型两网”战略，泛在电力物联网建设已开启，当前 2019 年泛在重点建设任务已下发各网省公司，但泛在电力物联网整体建设整体仍处于试点阶段。若建设不及预期，信息化投资额增速受限，则相关产业链公司订单及业绩兑现将会受到影响。

■ **市场竞争加剧风险。**

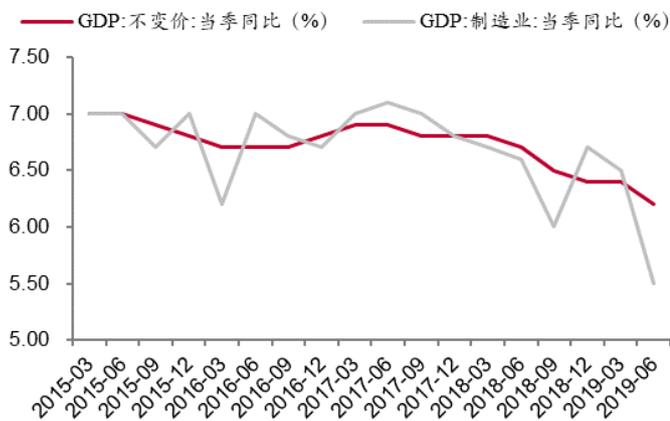
当前泛在电力物联网已进入全面试点阶段，相关产品如物联网智能终端等技术更新换代周期缩短，市场新参与者逐渐增多，若公司无法维持较强创新驱动动力，不能及时把握新技术及产品发展趋势，则竞争优势可能会被削弱。

## 二、工业自动化：需求疲软压力尚在 静待下游筑底回升

### 2.1、行业回顾：制造业压力尚未好转 项目型市场表现较好

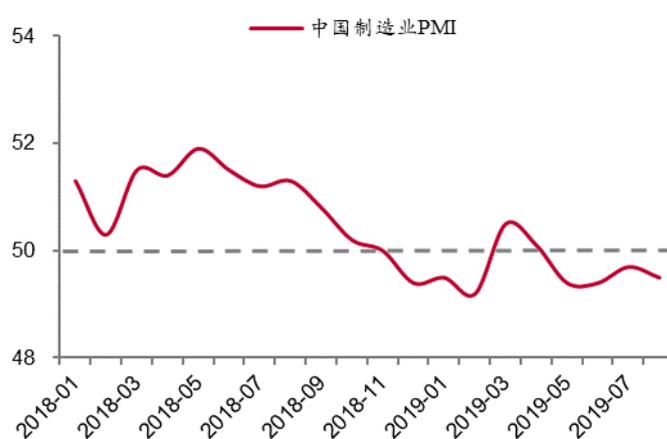
- **GDP 增速缓慢回落，制造业景气度压力尚未好转。**2019 年二季度 GDP 增速为 6.2%，环比继续回落 0.2pct，其中制造业 GDP 二季度增速下滑 1.0pct 至 5.5%，拖累整体经济增速水平。2019 年 8 月制造业 PMI 为 49.5，环比小幅下滑 0.2pct，自 3-4 月反弹至荣枯线之上后连续四个月低于荣枯线，下游需求仍低位徘徊，制造业景气度下行压力暂未见好转。

图表 31: GDP 增速缓慢回落，制造业增速疲软



来源: wind, 中泰证券研究所

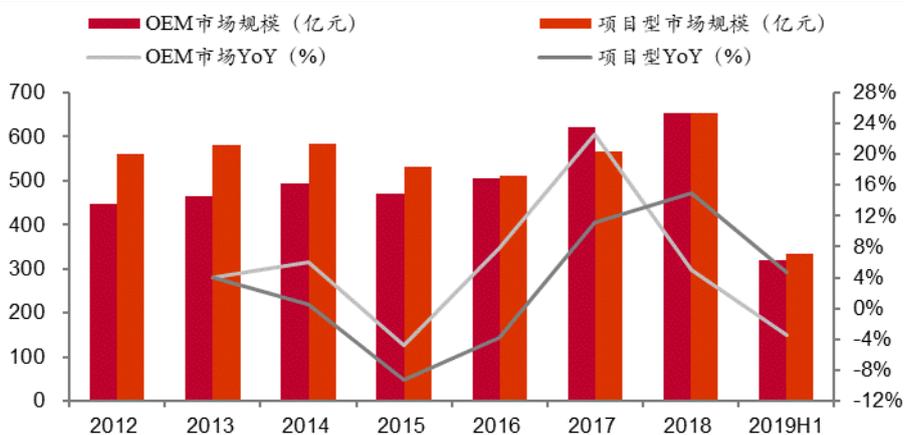
图表 32: PMI 小幅回暖但仍位于荣枯线之下



来源: wind, 中泰证券研究所

- **2019H1 项目型市场表现好于 OEM 市场。**2018 年国内项目型市场增速重新超过 OEM 市场，原因系供给侧改革推动劣质产能清除，市场集中度有所提升，随着项目型市场升级改造需求放量、环保政策等加速出台，项目型市场需求强势反弹；与此同时，OEM 市场受到宏观经济下行压力与国际环境波动影响，市场需求有所放缓。2019H1 该趋势有进一步扩大的表现。

图表 33: 项目型市场表现较好



来源: 工控网, 中泰证券研究所

## 2.2、经营总结：需求疲软致营收业绩大幅回落 毛利率小幅下滑

图表 34：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
	亿嘉和	603666.SH	合计	13

来源：wind，中泰证券研究所

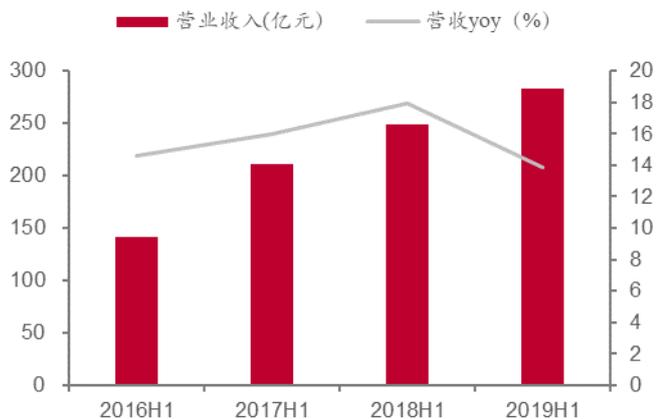
### 2.2.1 2019H1：营收业绩大幅回落 毛利率小幅下滑

- 营收业绩增速大幅回落，毛利率小幅下滑，经营现金流大幅改善。**2019H1 工业自动化板块总营收 283.17 亿元，同比增长 13.84%，增速有所放缓，同比下降 4.08pct，原因系制造业下游需求疲软；2019H1 归母净利润为 30.72 亿元，同比小幅增长 0.99%，增速大幅回落 13.92pct；2019H1 整体毛利率为 31.06%，同比下滑 1.28pct；2019H1 整体净利率为 11.70%，同比下滑 1.64pct；经营效率方面，存货周转率与应收账款周转率分别为 1.66/1.56，分别同比提升 0.01/0.01；销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率同比分别变动+0.04/-0.51/0.13pct，期间费用率保持稳定；经营活动现金流为 27.20 亿元，同比大幅改善。

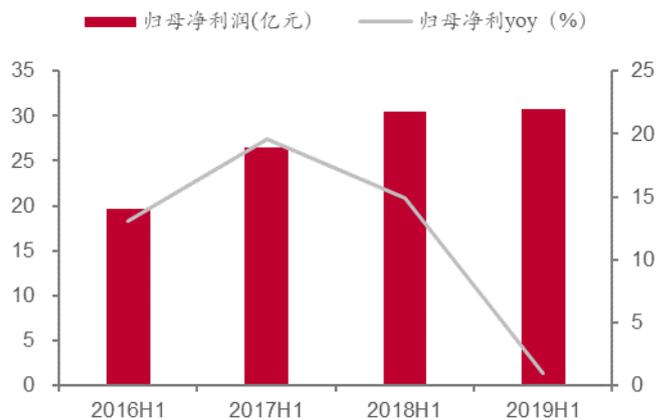
图表 35：工业控制板块 2019H1 经营整体数据

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
营业收入(亿元)	141.73	210.93	248.74	283.17
营收 yoy (%)	14.60	16.01	17.93	13.84
归母净利润(亿元)	19.65	26.47	30.42	30.72
归母净利 yoy (%)	13.04	19.63	14.91	0.99
毛利率	36.95	33.06	32.33	31.06
净利率	15.57	13.71	13.34	11.70
存货周转率	1.65	1.90	1.58	1.66
应收账款周转率	1.60	1.62	1.54	1.56
总资产周转率	0.34	0.28	0.27	0.29
经营活动现金流净额(亿元)	16.74	6.46	0.97	27.20
销售费用率 (%)	7.29	6.44	6.47	6.51
管理费用率 (%)	12.21	11.16	11.47	10.97
财务费用率 (%)	0.23	1.23	1.21	1.34

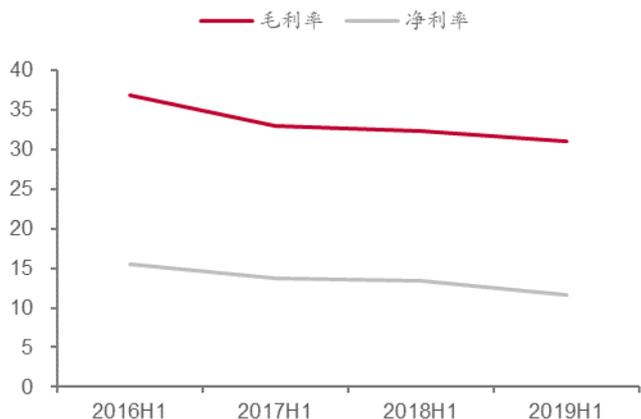
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 36: 2019H1 增速放缓至 13.84%**


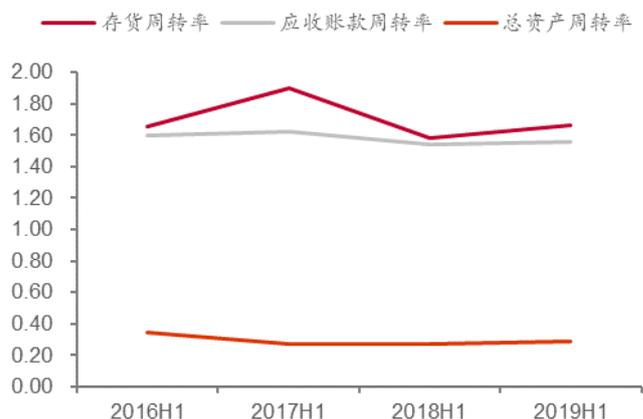
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 37: 2019H1 业绩大幅回落至 0.99%**


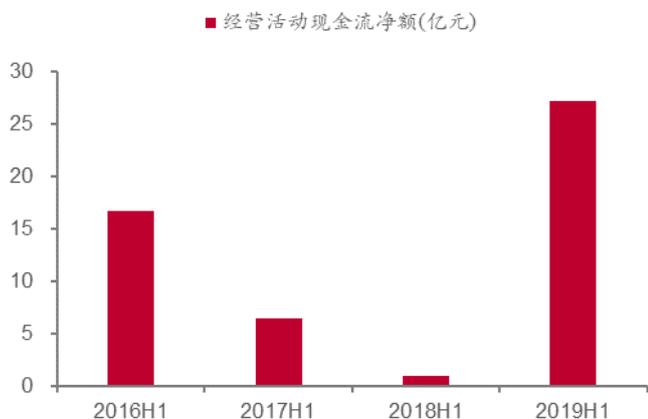
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 38: 2019H1 毛利率及净利率下滑超过 1pct**


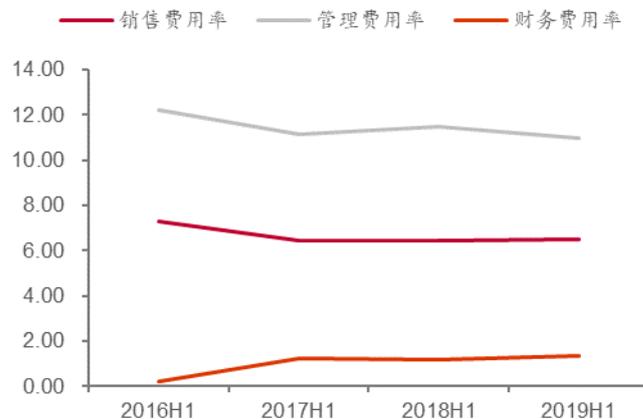
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 39: 2019H1 经营效率有所提升**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 40: 2019H1 经营现金流大幅改善**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 41: 2019H1 期间费用率保持稳定**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2.2 2019Q2: 增速放缓, 盈利能力下降

- 2019Q2 营收业绩增速放缓，毛利率小幅下降，费用管控良好。**2019Q2 工业自动化板块整体营收金额为 161.73 亿元，同比增长 12.30%，同比下降 2.33pct；归母净利率为 20.42 亿元，同比增长 4.26%，同比下降 1.65pct；毛利率为 31.63%，同比下降 1.40pct；净利率为 13.54%，同比下降 1.23pct；经营活动现金流净额为 27.31 亿元，同比提升 19.68，有所改善；销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率同比分别变动 +0.04/-0.40/+0.23pct，期间费用率同比小幅下降 0.12pct。

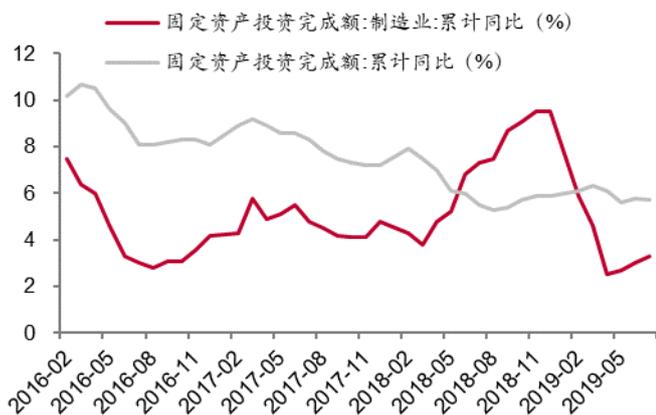
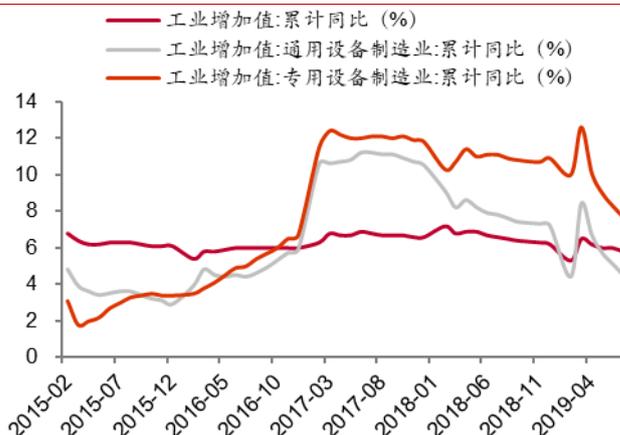
**图表 42：工业自动化板块 2019Q1 及 Q2 经营整体数据**

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入(亿元)	84.96	125.97	125.90	156.08	104.72	144.02	143.31	164.46	121.43	161.73
营收 yoy (%)	17.71	14.88	25.42	24.30	23.26	14.33	13.83	5.37	15.96	12.30
归母净利润(亿元)	7.99	18.49	15.84	16.24	10.84	19.58	18.84	3.29	10.31	20.42
归母净利 yoy (%)	7.15	26.23	16.80	26.06	35.75	5.91	18.90	-79.76	-4.90	4.26
毛利率	32.55	33.40	32.77	31.19	31.37	33.03	32.48	30.39	30.29	31.63
净利率	10.50	15.87	13.72	11.46	11.37	14.77	14.17	1.84	9.24	13.54
经营活动现金流净额(亿元)	-6.15	12.61	8.77	20.95	-6.67	7.63	9.63	34.66	-0.12	27.31
销售费用率 (%)	7.35	5.83	6.72	6.51	6.74	6.27	6.78	7.37	6.77	6.31
管理费用率 (%)	12.89	10.00	10.25	11.72	12.59	10.67	11.10	12.54	11.90	10.27
财务费用率 (%)	1.66	0.94	1.55	1.54	2.30	0.41	0.67	1.66	2.27	0.64

来源：wind，中泰证券研究所

## 2.3、下半年展望：下游需求静待筑底回升 龙头企业有望穿越周期

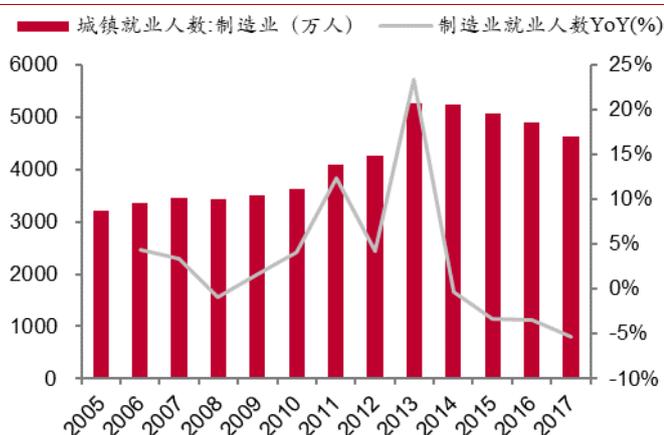
- 投资增速触底回升，工业增加值整体趋稳。**2019 年 7 月固定资产投资整体增速与制造业投资增速分别为 5.7%/3.3%，分别环比变动-0.1/0.3pct，增速疲软但已有触底回升趋势，尤其制造业投资增速已连续两个月环比上涨。2019 年 1-7 月工业增加值累计同比增速为 5.8%，环比小幅下滑 0.2pct 但整体趋稳，其中通用设备与专用设备制造业工业增加值累计同比增速仍继续回落。

**图表 43：制造业投资增速触底回升**

**图表 44：工业增加值整体趋稳**


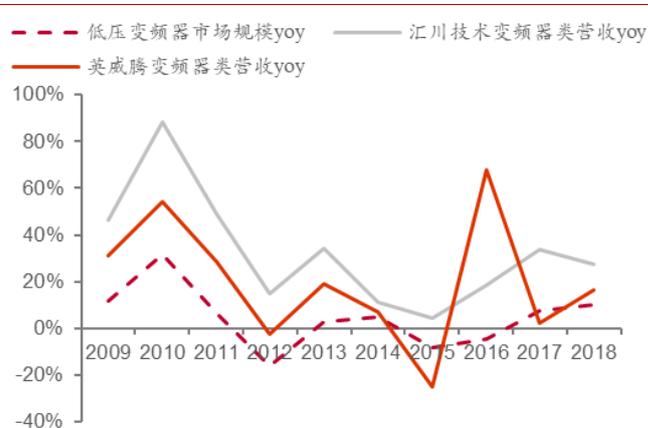
来源: wind, 中泰证券研究所

来源: wind, 中泰证券研究所

- **工控长期逻辑不变, 龙头份额集中有望穿越周期。**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; 随着国内企业大力推进研发创新, 本土品牌产品性能已逐渐赶上外资品牌, 进口替代进程持续推进, 国内品牌发展通道良好。同时, 龙头企业凭借强大研发实力、成熟解决方案能力、品牌影响力以及快速响应能力持续抢占市场份额, 未来国内份额将进一步向龙头企业集中。在当前宏观经济增速下行、国际形势波动较大、制造业下游短期承压背景下, 继续坚持研发创新、打磨产品及解决方案能力、细分行业持续深耕的龙头企业有望穿越行业景气周期, 获得持续稳健增长驱动力。

**图表 45: 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 46: 龙头企业变频器营收增速高于市场增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

## 2.4、龙头公司分析: 龙头表现亮眼 业务持续优化

### 1.4.1 汇川技术: 电梯轨交表现出色, 等待工控下游回暖

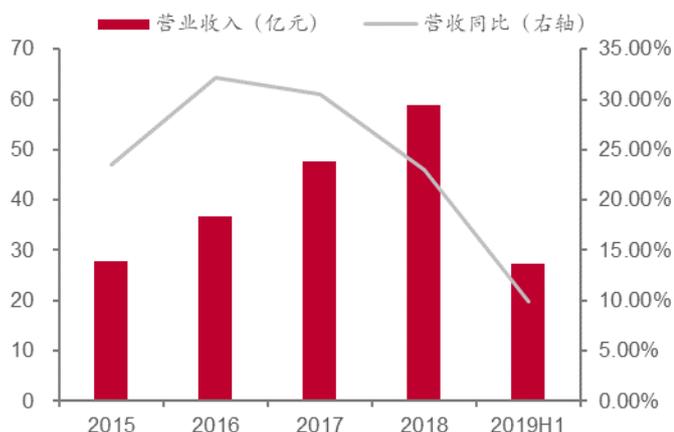
**图表 47: 汇川技术中报关键数据概览**

	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2019Q1	2018Q2	同比	环比
营业收入 (亿元)	27.19	24.73	9.96%	16.19	11.00	14.97	8.12%	47.19%
毛利 (亿元)	11.15	11.06	0.81%	6.60	4.56	6.62	-0.37%	44.84%
归母净利润 (亿元)	3.99	4.96	-19.67%	2.69	1.29	3.00	-10.09%	108.59%
扣非归母 (亿元)	3.44	4.58	-24.88%	2.43	1.01	2.77	-12.32%	139.42%
毛利率	41.02%	44.74%	-3.72%	40.75%	41.41%	44.22%	-3.47%	-0.66%
净利率	15.93%	20.82%	-4.89%	18.08%	12.75%	20.86%	-2.78%	5.33%
ROE	6.27%	9.03%	-2.76%	4.15%	2.03%	5.31%	-1.16%	2.12%
EPS	0.24	0.30	-20.00%	0.16	0.08	0.18	-9.99%	108.62%

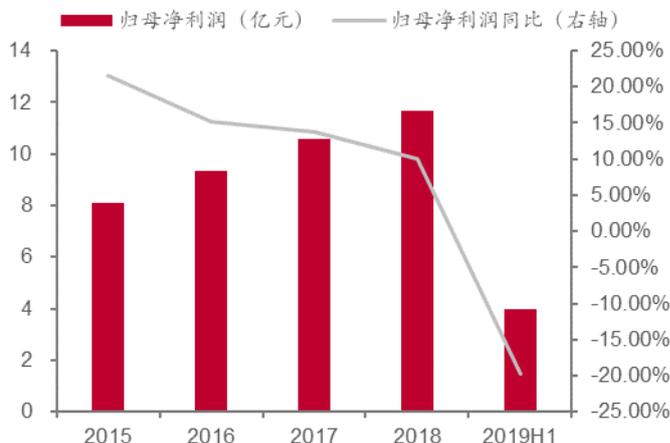
来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年中报:** 2019H1 营收 27.19 亿元, 同比增长 9.96%; 归母净利润 3.99 亿元, 同比下滑 19.67%; 扣非归母净利润 3.44 亿元, 同

比下滑 24.88%；毛利率为 41.02%，同比下滑 3.72pct；净利率为 15.93%，同比下降 4.89pct。**单二季度看：**2019Q2 实现营收 16.19 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润为 2.69 亿元，同比下滑 10.09%；单二季度毛利率 40.75%，同比下降 0.66pct；净利率为 18.08%，同比下降 2.78pct。基本符合市场预期。

**图表 48：2019H1 营收同比增长 9.96%**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 49：2019H1 归母净利润同比下滑 19.67%**


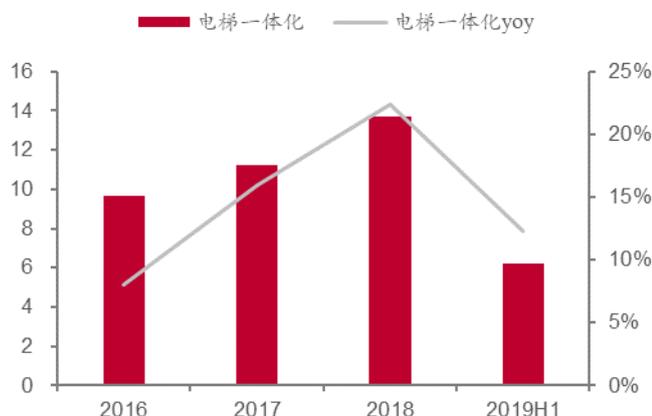
来源：wind，中泰证券研究所

- 电梯一体化优势稳固，下游疲软公司逆势增长。**公司打造控制柜与大配套产品组合优势，积极提升后市场渗透率与海外销售份额，2019H1 实现电梯一体化营收 6.2 亿元，同比增长 12.3%，在行业需求稳定基础上进一步巩固领先地位。在宏观经济周期与中美贸易双重影响下，制造业下游需求疲软，3C、机床等细分行业需求出现较大下滑，公司坚持细分行业深耕细作，2019H1 通用自动化业务实现营收 12.16 亿元，同比逆势增长 3%。

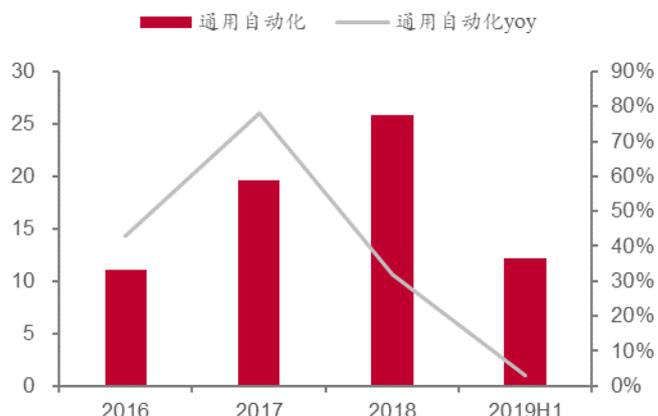
**图表 50：汇川技术细分业务增速总览（金额：亿元）**

时间	2016	2017	2018	2019H1
通用自动化	11.04	19.59	25.87	12.16
通用自动化 yoy	42.98%	78.00%	32.05%	3%
电梯一体化	9.68	11.21	13.70	6.20
电梯一体化 yoy	8.00%	16.00%	22.34%	12.30%
电液伺服	3.95	4.82	4.95	2.44
电液伺服 yoy	38.00%	22.00%	3.00%	-12%
工业机器人	0.19	0.83	0.84	0.46
工业机器人 yoy	182.00%	184.00%	11.55%	8%
新能源汽车	8.45	9.14	8.41	2.26
新能源汽车 yoy	31.00%	8.00%	-7.97%	-20%
轨道交通	2.29	1.00	2.12	2.34 (测算)
轨道交通 yoy	118.10%	-56.00%	111.55%	360% (测算)
<b>整体</b>	<b>36.60</b>	<b>47.77</b>	<b>58.74</b>	<b>27.19</b>
<b>整体 yoy</b>	<b>23.54%</b>	<b>32.11%</b>	<b>30.53%</b>	<b>9.96%</b>

来源：公司公告，中泰证券研究所

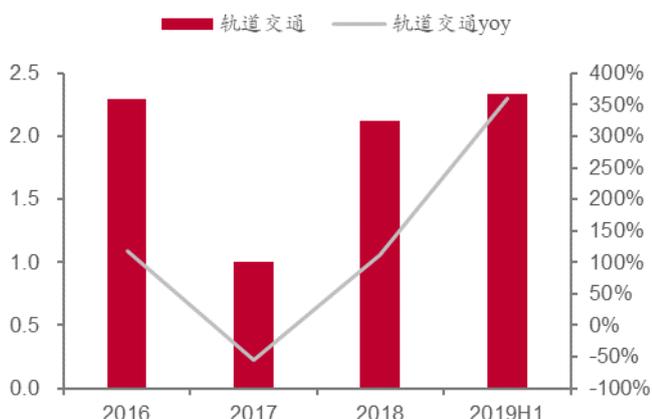
**图表 51: 2019H1 电梯一体化稳健增长 12.3%**


来源：公司公告，中泰证券研究所

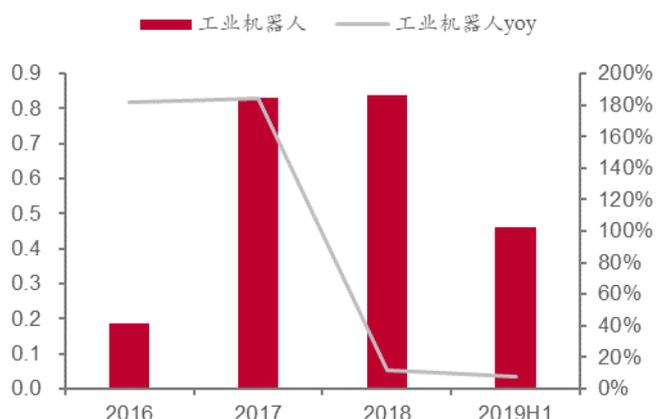
**图表 52: 2019H1 通用自动化小幅增长 3%**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 轨交业务高速发展，工业机器人稳健增长。**公司持续打造轨道交通业务综合竞争力，业内品牌影响力快速提升，2019H1 成功中标 2.4 亿的南通地铁与青岛电机项目，营收确认金额预计为 2.34 亿元，同比大幅增长 360% 以上。公司在工业机器人领域持续坚持“核心部件+整机+视觉+工艺”经营策略，在手机行业需求下滑背景下大力拓展锂电与玩具行业，取得较大突破，2019H1 实现营收 0.46 亿元，同比稳健增长 8%。

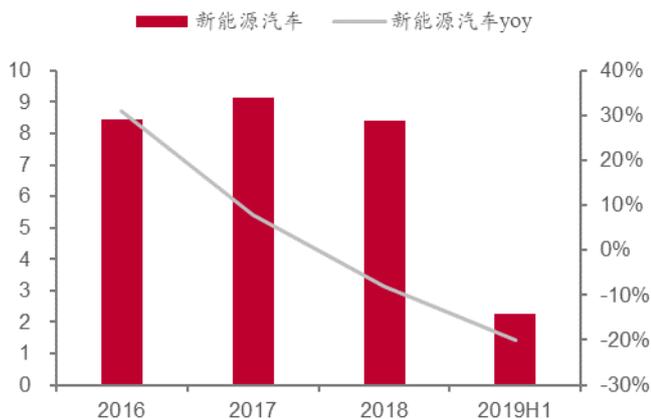
**图表 53: 2019H1 轨道交通取得高速增长**


来源：公司公告，中泰证券研究所

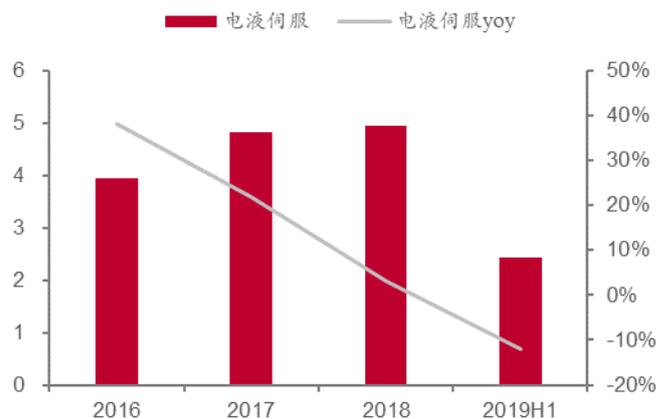
**图表 54: 2019H1 工业机器人稳健增长 8%**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 乘用车稳步放量，行业调整致整体业务出现下滑。**公司乘用车业务继续聚焦核心客户拓展，部分定点车型实现批量销售，持续贡献增长驱动力；客车领域新一代五合一产品完成夏标装车测试，物流车领域积极拓展微面、环卫车、重卡等领域，客户拓展顺利，但受补贴退坡与过渡期影响，2019H1 客车与物流车业务出现下滑，致整体业务同比减少 20% 至 2.26 亿元。

**图表 55: 2019H1 新能源汽车业务整体出现下滑**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 56: 2019H1 电液伺服业务下滑 12%**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 投资建议:** 公司为国内工业自动化龙头, 技术底蕴深厚, 行业营销能力出色, 当前公司明确智能制造与新能源汽车“双王”发展战略, 工业自动化业务凭借龙头效应持续提升份额, 新能源汽车有望切入乘用车供应链, 轨交业务面向全国广阔市场, 工业机器人持续推进国产替代, 预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 13.90/16.68/20.87 亿元, EPS 分别为 0.84/1.00/1.26 元, 对应 2019 年 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 27.4/23.0/18.3, 维持增持评级。

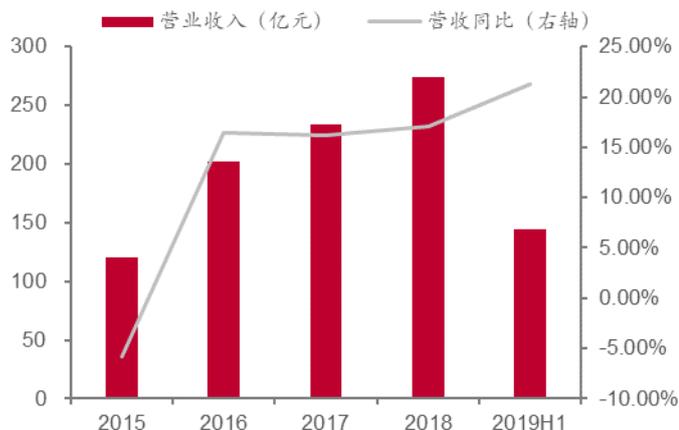
#### 2.4.2 正泰电器: 低压电器结构优化, 经营保持稳健增长

**图表 57: 正泰电器中报关键数据概览**

	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2019Q1	2018Q2	同比	环比
营业收入 (亿元)	144.28	119.02	21.22%	84.33	59.95	68.07	23.88%	40.67%
毛利 (亿元)	40.57	35.04	15.79%	24.45	16.12	21.31	14.76%	51.67%
归母净利润 (亿元)	17.84	17.83	0.08%	12.42	5.42	11.70	6.20%	129.30%
扣非归母 (亿元)	17.29	17.85	-3.09%	12.03	5.27	11.85	1.47%	128.25%
毛利率	28.12%	29.44%	-1.32%	29.00%	26.89%	31.30%	-2.30%	2.10%
净利率	12.94%	15.57%	-2.63%	15.36%	9.54%	17.79%	-2.43%	5.82%
ROE	8.15%	8.87%	-0.73%	5.60%	2.47%	5.74%	-0.14%	3.13%
EPS	0.83	0.83	0.00%	0.58	0.25	0.54	6.20%	129.31%

来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司发布 2019 年中报:** 2019H1 营收 144.28 亿元, yoy+21.22%; 归母净利润 17.84 亿元, yoy+0.08%; 扣非归母净利润 17.29 亿元, yoy-3.09%; 2019H1 毛利率为 28.12%, yoy-1.32pct; 净利率为 12.94%, yoy-2.63pct。  
**单二季度看:** 2019Q2 营收 84.33 亿元, yoy+23.88%; 归母净利润 12.42 亿元, yoy+6.20%; 毛利率为 29.00%, yoy-2.30pct; 净利率为 15.36%, yoy-2.43pct。2018H1 公司出售光伏电站受益增厚业绩约 2.8 亿元, 若扣除该收益影响, 2019 年上半年公司归母净利润实际增速为 19.35%, 业绩略超市场预期。

**图表 58: 2019H1 营收同比稳健增长 21.22%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 59: 2019Q2 营收同比增长 23.88%**


来源: wind, 中泰证券研究所

- **低压电器与光伏齐头并进, 光伏占比进一步提升。** 低压电器和光伏两大板块近几年维持齐头并进态势, 由于光伏行业景气度持续超预期, 2019H1 光伏业务营收 56.19 亿元, 同比增长 46.70%; 低压电器业务预计同比增长 10% 左右; 2019 年上半年光伏业务占比达 38.95%, 同比提升 5.43pct。

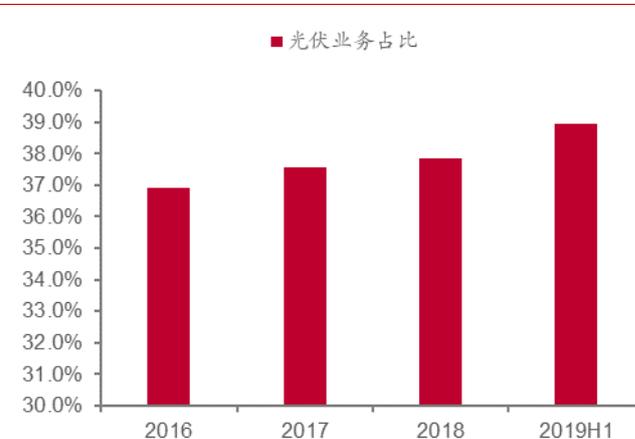
**图表 60: 正泰电器细分业务增速总览 (金额: 亿元)**

	2016	2017	2018	2019H1
低压电器营收	123.21	140.73	163.39	80-90
低压电器 yoy	2.45%	14.22%	16.10%	10% 左右
光伏业务营收	74.43	87.94	103.75	56.19
光伏 yoy	36.77%	18.2%	18.0%	46.70%
<b>整体营收</b>	<b>201.65</b>	<b>234.17</b>	<b>274.21</b>	<b>144.28</b>
<b>整体 yoy</b>	<b>16.39%</b>	<b>16.13%</b>	<b>17.10%</b>	<b>21.22%</b>

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 61: 2019H1 两大业务继续齐头并进**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 62: 2019H1 光伏业务占比持续提升**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

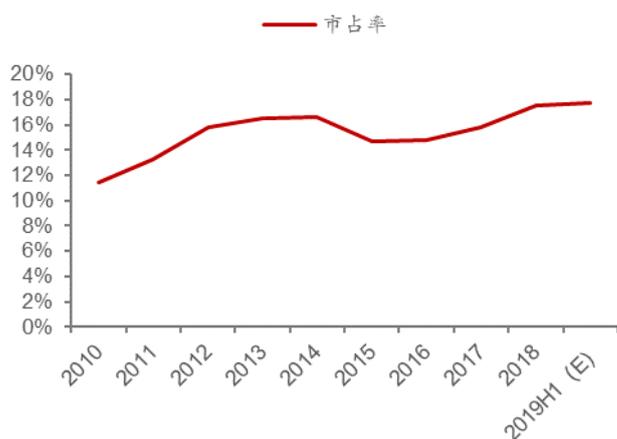
- **大客户+高端市场战略，低压电器龙头地位持续强化。**公司继续强化经销网络优势、提升行业解决方案能力、深化终端客户合作，突破多个央企及国企大客户；坚持高研发投入积极布局高端产品，业务结构持续优化，我们预计低压电器板块毛利率持续提升。考虑到上半年宏观经济增速放缓且公司低压电器营收增速明显高于行业平均水平（预计 1.5-2 倍行业增速），预计公司国内低压电器市场份额进一步提升，龙头地位稳固。

图表 63: 2019H1 低压电器营收增速继续高于行业



来源：智妍咨询，中泰证券研究所

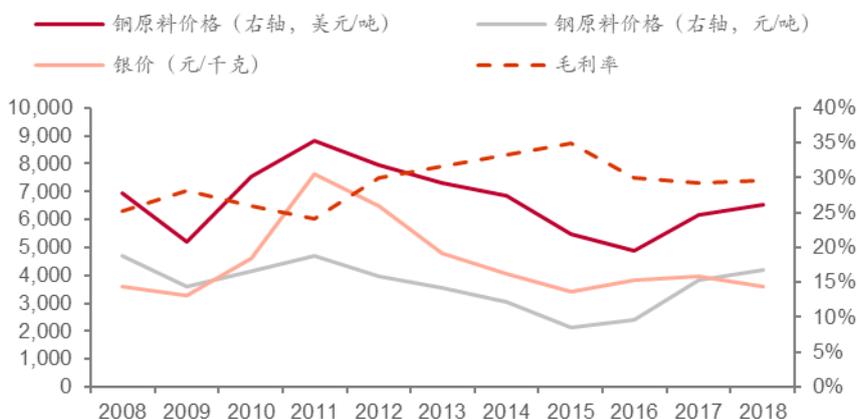
图表 64: 2019H1 龙头地位进一步巩固



来源：智妍咨询，中泰证券研究所

- **继续深耕全球市场，光伏业务多点开花。**公司上半年成功中标 650.68MW 竞价项目、实现新增户用安装并网 343MW、电站运营规模增至 2.72GW、组件销售及产品性能持续取得突破，光伏业务多点开花。公司持续深耕海外市场，欧洲、中东等地区拓展超预期，全球范围品牌影响力进一步提升。
- **原材料价格稳定、产品结构持续优化，毛利率有望进一步提升。**2019H1 白银、螺纹钢、铜等原材料价格保持相对稳定，同时公司积极布局高端产品，持续渗透高端市场，未来低压电器业务毛利率有望进一步提升。

图表 65: 公司毛利率与原材料价格关系密切



来源：wind，中泰证券研究所

- 投资建议：**公司为国内低压电器龙头与新能源行业稀缺能源解决方案提供商，低压电器景气度长期向上，份额向头部持续集中，同时公司积极渗透高端市场；新能源领域公司持续改善存量电站结构、产能提质提量，全球领先地位进一步巩固，当前已形成“新能源发电+配电+售电+用电”全产业链模式，协同效应凸显。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 42.24/50.61/58.46 亿元，EPS 分别为 1.96/2.35/2.72 元，对应 2019 年 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 11.4/9.5/8.2 倍，维持增持评级。

### 2.4.3 宏发股份：业绩符合预期，需求企稳静待反转

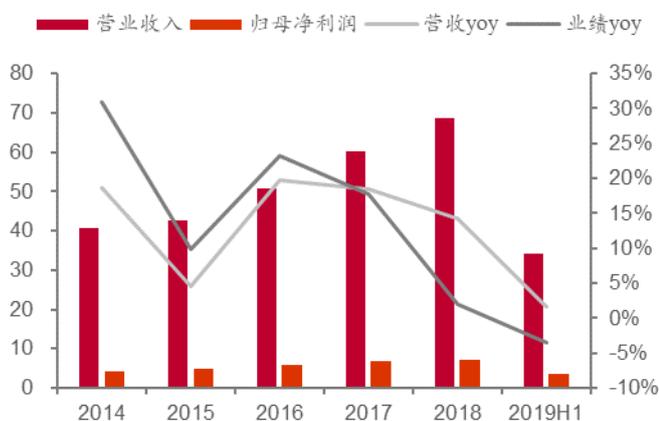
图表 66：宏发股份中报关键数据概览

	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2019Q1	2018Q2	同比	环比
营业收入（亿元）	34.07	33.55	1.53%	17.82	16.25	17.59	1.27%	9.65%
毛利（亿元）	13.07	12.82	1.98%	6.87	6.20	6.49	5.75%	10.74%
归母净利润（亿元）	3.55	3.67	-3.42%	1.97	1.57	2.00	-1.60%	25.25%
扣非归母（亿元）	3.34	3.44	-2.96%	1.84	1.50	1.85	-0.58%	22.66%
毛利率	38.37%	38.20%	0.17%	38.55%	38.17%	36.91%	1.63%	0.38%
净利率	14.17%	14.92%	-0.75%	14.85%	13.42%	15.58%	-0.63%	1.43%
ROE	7.88%	9.14%	-1.26%	4.31%	3.49%	4.88%	-0.57%	0.82%
EPS	0.48	0.49	-2.04%	0.26	0.21	0.27	-1.60%	25.25%

来源：wind，中泰证券研究所

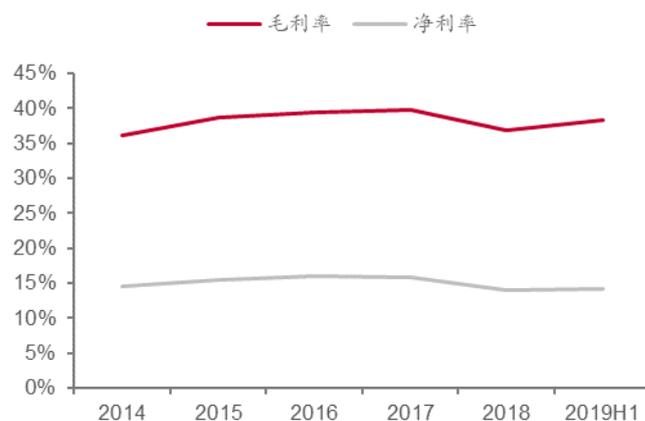
- 公司发布 2019 年中报：**实现营业收入 34.07 亿元，同比+1.53%；归母净利润 3.55 亿元，EPS 为 0.48 元，同比-3.43%；扣非归母净利润 3.34 亿元，同比-2.96%，符合市场预期。**单二季度来看：**实现营业收入 17.82 亿元，同比+1.27%，环比+9.66%；归母净利润 1.97 亿元，同比-1.60%，环比+25.48%；扣非归母净利润为 1.84 亿元，同比-0.58%，环比+22.67%。单二季度毛利率为 38.55%，环比+0.38pct；净利率 14.85%，环比+1.43pct。

图表 67：营收小幅增长 业绩符合预期（单位：亿元）

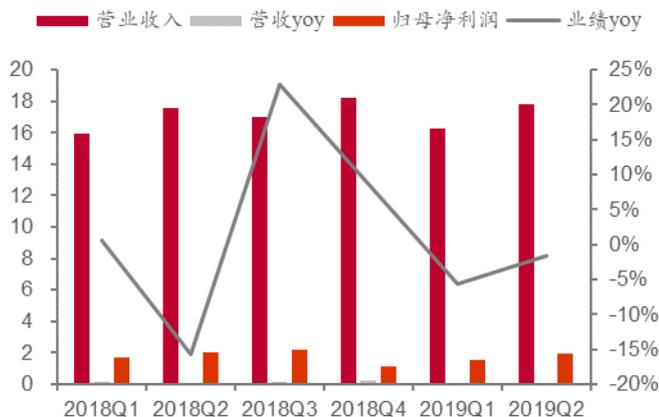


来源：wind，中泰证券研究所

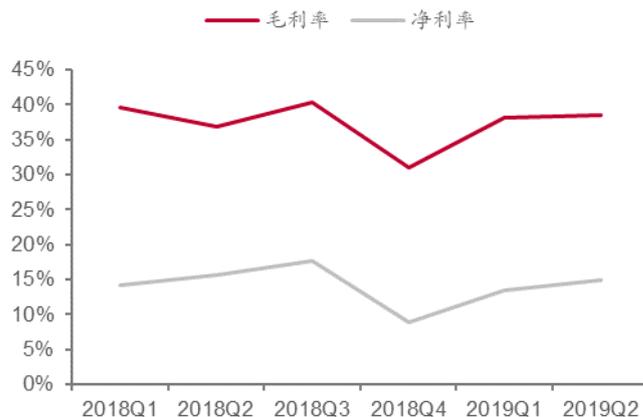
图表 68：键盈利能力保持稳定



来源：wind，中泰证券研究所

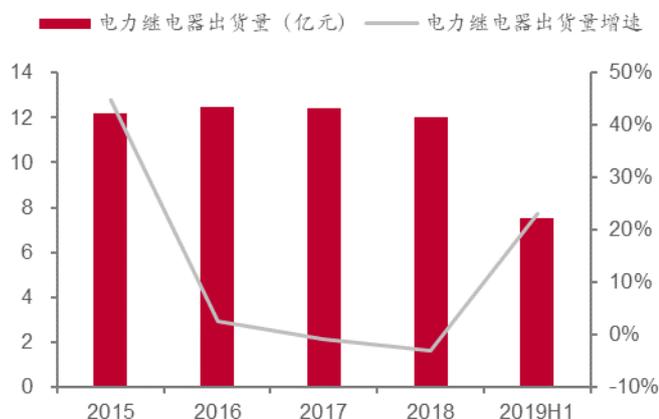
**图表 69: 2019Q2 业绩环比显著改善 (单位: 亿元)**


来源: wind, 中泰证券研究所

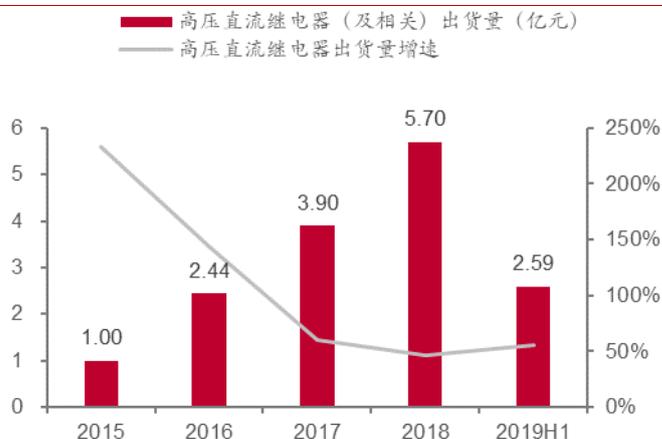
**图表 70: 2019Q2 盈利能力环比增强**


来源: wind, 中泰证券研究所

- 电力、高压直流及工控继电器持续高增长。**2019 年上半年电力、高压直流及工控继电器发货量同比增速分别达 23.5%/55.0%/23.3%，保持较高增势。其中电力继电器受益于国网智能电表招标量大幅增长，电表行业复苏已得到验证；高压直流继电器海外标杆客户如奔驰、大众、保时捷等开始小批量供货，维持高速增长；工控继电器供货西门子、施耐德等大客户，产品竞争力显著提升，同时积极拓展电梯、轨交等新增长点。

**图表 71: 电力继电器显著复苏**


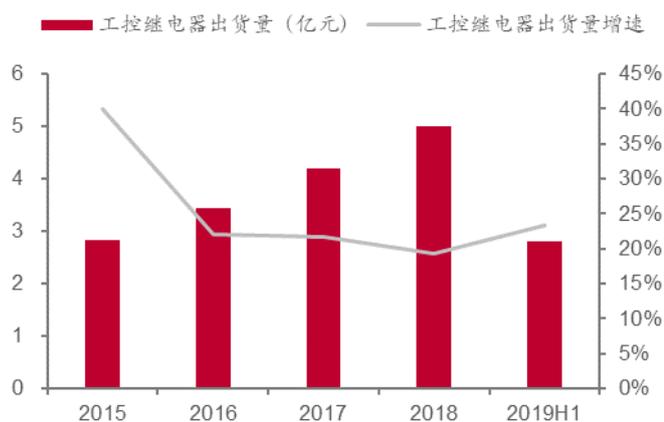
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 72: 高压直流继电器持续高速增长**


来源: wind, 中泰证券研究所

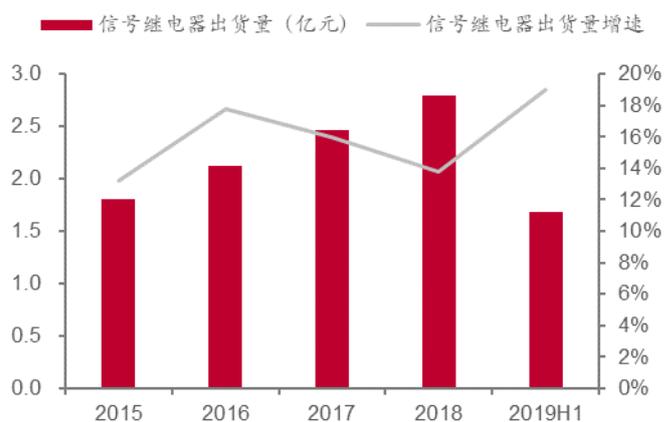
- 信号继电器与低压电器平稳增长。**2019 年上半年信号继电器与低压电器发货量同比增速分别达 19.0%/15.3%，增速平稳。其中信号继电器在医疗领域份额显著提升，物联网、智能家居、5G 等领域需求向好；低压电器在成套设备与海外配电领域拓展顺利。

图表 73: 工控继电器持续稳健增长



来源: wind, 中泰证券研究所

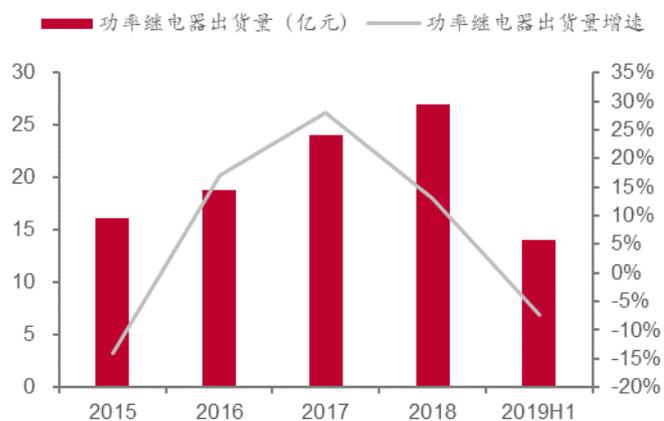
图表 74: 信号继电器持续稳健增长



来源: wind, 中泰证券研究所

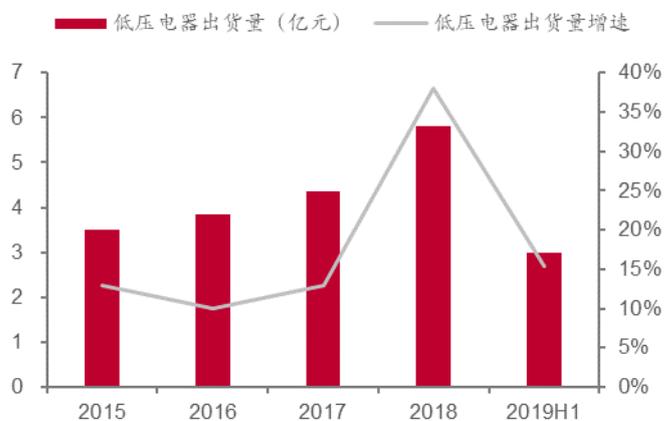
- **功率与汽车继电器持续调整, 下半年等待反转。**2019 年上半年功率与汽车继电器发货量分别同比下滑 7.3%/25.0%。其中功率继电器下滑主要系国内白电市场竞争加剧, 二季度市场已趋平稳, 静待下半年复苏; 汽车继电器下滑主要系国内汽车市场整体降幅超预期, 当前市场调整已趋于末期, 同时公司继续加大奔驰、博世等新客户推广力度, 下半年降幅有望收窄。

图表 75: 竞争加剧致功率继电器下滑 7.3%



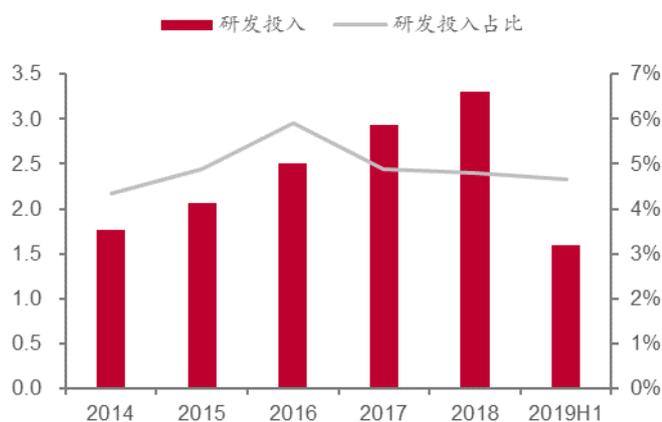
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 76: 低压电器增速放缓

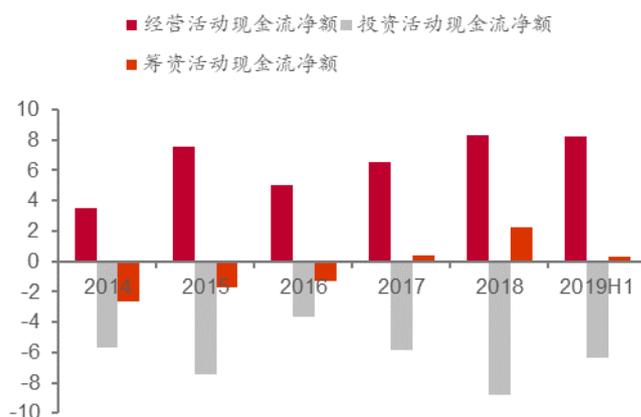


来源: wind, 中泰证券研究所

- **研发投入维持高位, 经营现金流大幅增长。**2019 年上半年销售/管理(含研发)/财务费用分别为 1.73/5.10/0.30 亿元, 期间费用率为 20.93%, 同比+1.20pct, 保持相对稳定; 研发投入 1.59 亿元, 占比为 4.67%, 近年来研发费用占比保持在 5%左右; 经营性现金流同比大幅增长 1157%至 8.2 亿元, 原因系托收贴现及税收返还增长。

**图表 77: 坚持高研发投入 (金额: 亿元)**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 78: 经营性现金流大幅增长 (金额: 亿元)**


来源: wind, 中泰证券研究所

- 投资建议:** 公司为国内继电器行业龙头, 竞争优势明显, 当前电表行业复苏已验证, 下半年家电及汽车行业需求有望反转, 同时新能源汽车海外标杆客户已成功锁定, 预计公司 2019-2021 年归母净利润将分别达 8.31/9.99/12.13 亿元, EPS 分别为 1.12/1.34/1.63 元, 对应 2019 年 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 22.0/18.4/15.1 倍, 维持增持评级。

## 2.5、投资建议

- 工业自动化下游涉及领域广泛, 与宏观经济增速与制造业景气度密切相关, 2019 年上半年外部环境压力下行业景气度承压、下游需求疲软, 随着固定资产投资增速触底回升, 下半年下游需求有望好转。人工替代与制造业升级大逻辑下, 国产替代持续推进、份额持续向龙头集中, 我们继续推荐工业自动化绝对龙头汇川技术, 低压电器龙头正泰电器、全球继电器龙头宏发股份、持续布局多元化业务且潜力充沛优秀电控供应商麦格米特。

## 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。