

电气设备

2019 三季度报总结：电力设备显著改善，工控仍待需求好转

评级：增持（维持）

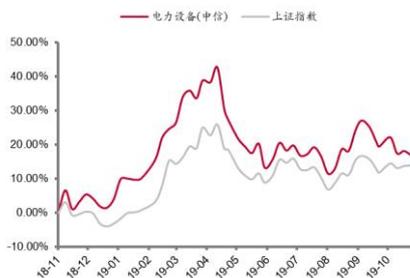
分析师：苏晨

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)	1309446
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	22.40	0.91	0.94	1.27	1.46	20.41	23.83	17.64	15.34	增持
汇川技术	25.03	0.70	0.76	0.97	1.18	28.72	32.93	25.80	21.21	增持
正泰电器	23.00	1.67	1.96	2.35	2.72	14.52	11.73	9.79	8.46	增持
良信电器	8.19	0.28	0.37	0.45	0.56	21.83	22.14	18.20	14.63	增持
宏发股份	24.90	0.94	1.08	1.26	1.50	24.04	23.06	19.76	16.60	增持

投资要点

- 电力设备板块：电网投资回暖，泛在物联加速推进，三季度经营显著改善。**三季度以来泛在电力物联网顶层设计逐渐清晰，相关项目与投资大规模落地，1-9月电网投资降幅收窄至12.5%。三季度板块营收与业绩增速分别为9.66%/15.51%，较去年同期有显著改善；毛利率下滑0.56pct至22.55%但净利率提升0.07pct至6.50%；经营效率稳中有升，期间费用率同比上涨1.97pct。**分行业来看：**三季度一次设备板块营收及业绩增速相对较好，二次设备板块毛利率、净利率及经营现金流表现更优。
- 泛在步入全面推进新阶段，龙头订单持续加速。**三季度以来电网投资增速降幅收窄、泛在电力物联网建设迎来拐点、信息化项目与投资持续落地，龙头企业订单增速已显著改善；随10月份泛在白皮书发布，四季度与明年信息化投资有望持续上台阶，新一代智能电表、TTU等关键终端需求有望放量，同时剩余特高压线路核准及开工进程有望稳健推进，相关产业链公司有望进入订单加速阶段。
- 工控板块：营收稳健增长，毛利率及费用波动致业绩下滑。**三季度宏观经济增速回落至6%、PMI连续六个月低于荣枯线，制造业投资意愿及下游需求继续承压。三季度工控板块营收同比增长15.40%，增速较去年提升1.21pct，业绩同比下滑7.51%，较去年大幅下滑26.42pct；毛利率同比小幅下滑0.13pct至32.35%，净利率同比大幅下滑2.91pct，期间费用率同比提升0.65pct。
- 下游需求仍待改善，龙头企业有望穿越周期。**三季度制造业固定投资增速环比小幅下滑，工业增加值累计增速继续下行，四季度制造业下游需求仍需等待回升。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：**电网投资持续回暖、泛在建设全面提速，继续推荐智能化与信息化产业链龙头**国电南瑞**、“云网融合”全产业链覆盖者**岷江水电**、国网电商入驻打造的泛在战略支撑平台**远光软件**、智能电表及配用电解决方案全球领先布局者**海兴电力**等；工控下游需求仍待改善，推荐工业自动化绝对龙头**汇川技术**、高端低压电器市场领先者**良信电器**、国内低压电器龙头**正泰电器**、全球继电器龙头**宏发股份**等。
- 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：投资回暖、泛在加速 三季度经营显著改善	- 6 -
1.1、行业回顾：电网投资降幅收窄 泛在建设显著提速	- 6 -
1.2、经营总结：三季度经营显著改善 一次设备行业表现较优.....	- 9 -
1.2.1 2019 前三季度：营收增速放缓 业绩增速改善	- 9 -
1.2.2 2019Q3：营收及业绩显著改善 毛利率小幅下滑	- 11 -
1.2.3 行业对比：一次收入及业绩增速较好 二次盈利能力与现金流更优..	- 13 -
1.3、全年展望：泛在步入全面推进新阶段 龙头订单持续加速.....	- 16 -
1.3.1 泛在顶层设计已明晰 专项投资有望迎来大规模落地	- 16 -
1.3.2 特高压稳步推进 新一代智能电表需求即将落地.....	- 18 -
1.4、重点公司分析：业绩符合预期，静待订单加速	- 19 -
1.4.1 国电南瑞：业绩符合预期，订单即将加速	- 19 -
1.4.2 远光软件：业绩符合预期，静待泛在发力	- 21 -
1.4.3 海兴电力：业绩符合预期，将迎新一代电表放量	- 22 -
1.5、投资建议.....	- 23 -
1.6、风险提示.....	- 23 -
二、工业自动化：下游需求尚未好转 三季度表现一般	- 25 -
2.1、行业回顾：制造业压力尚未好转 项目型市场表现较好	- 25 -
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	- 27 -
2.2.1 2019 前三季度：营收及业绩增速回落 盈利能力下滑	- 28 -
2.2.2 2019Q3：营收稳健增长 毛利率及费用波动致业绩下滑	- 29 -
2.3、全年展望：下游需求仍待改善 龙头企业有望穿越周期	- 31 -
2.4、龙头公司分析：龙头表现亮眼 业务持续优化.....	- 32 -
2.4.1 汇川技术：电梯及轨交表现亮眼，新能源汽车静待放量	- 32 -
2.4.2 良信电器：业绩符合预期，持续稳健增长	- 33 -
2.4.3 正泰电器：业绩符合预期，龙头地位稳固	- 35 -
2.4.3 宏发股份：业绩符合预期，国产 M3 带来新增量	- 36 -
2.5、投资建议.....	- 37 -
2.6、风险提示.....	- 38 -

图表目录

图表1: 19年1-9月电网投资增速降幅收窄至12.5%	- 6 -
图表2: 2019年1-9月用电量增速降至4.40%.....	- 6 -
图表3: 泛在电力物联网时间轴总览.....	- 7 -
图表4: 2019年新增信息化服务招标项目数量为275个,远大于前三批之和....	- 7 -
图表4: 2019年新增信息化服务招标项目数量为275个,远大于前三批之和....	- 8 -
图表4: 2019年第一、二、三批次+新增批次信息化设备招标中,国电南瑞份额均为第一	- 8 -
图表4: 2019年信息化服务招标中国电南瑞与信产集团维持份额前二.....	- 8 -
图表5: 电力设备板块上市公司标的选取总览.....	- 9 -
图表6: 电力设备板块2019年前三季度经营整体数据	- 9 -
图表7: 2019前三季度营收增速有所放缓.....	- 10 -
图表8: 2019前三季度业绩增速显著改善.....	- 10 -
图表9: 2019前三季度毛利率与净利率均有提升.....	- 10 -
图表10: 2019前三季度经营效率提升明显.....	- 10 -
图表11: 2019前三季度经营现金流仍有待改善.....	- 11 -
图表12: 2019前三季度期间费用率同比增长.....	- 11 -
图表13: 电力设备板块分季度经营数据总览.....	- 11 -
图表15: 2019Q3营收增速显著回升.....	- 12 -
图表16: 2019Q3业绩增速显著回升.....	- 12 -
图表15: 2019Q3毛利率及净利率同比相对稳定.....	- 12 -
图表16: 2019Q3期间费用率有所增长.....	- 12 -
图表16: 2019Q3经营现金流波动较大	- 12 -
图表14: 一次设备与二次设备板块2019前三季度经营数据总览.....	- 13 -
图表15: 前三季度一次设备营收增速优于二次设备.....	- 13 -
图表16: 前三季度一次设备业绩增速优于二次设备.....	- 13 -
图表17: 前三季度二次设备行业毛利率表现较好.....	- 14 -
图表18: 前三季度二次设备行业净利率继续提升.....	- 14 -
图表16: 前三季度二次设备经营现金流表现较好.....	- 14 -
图表13: 一次设备与二次设备板块单季度经营数据总览.....	- 14 -
图表17: 2019Q3一次设备行业收入增速较高.....	- 15 -
图表18: 2019Q3一次设备行业业绩增速较高.....	- 15 -
图表17: 2019Q3二次设备毛利率同比提升2.54pct	- 15 -
图表18: 2019Q3二次设备净利率同比提升0.44pct	- 15 -

图表 16: 2019Q3 二次设备经营现金流表现较好.....	- 16 -
图表 8: 泛在电力物联网建设规划与 2019 年建设重点	- 17 -
图表 9: 已有三个省份开启泛在建设专项招标, 其他网省公司有望陆续跟进 ..	- 17 -
图表 10: 2019 年信息化设备已招标数量距离 2018 年全年水平仍有较大差距 (单位: 件)	- 18 -
图表 20: 《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》中 12 条特高压线路当前进展...	- 18 -
图表 21: 智能电表招标数量大幅回暖 (单位: 万只)	- 19 -
图表 22: 用电信息采集装置招标数量大幅增长 (单位: 万只)	- 19 -
图表 23: 国电南瑞三季报关键数据概览.....	- 19 -
图表 23: 远光软件三季报关键数据概览.....	- 21 -
图表 23: 远光软件三季报关键数据概览.....	- 22 -
图表 31: GDP 增速继续回落, 制造业增速下滑明显.....	- 25 -
图表 32: PMI 连续六个月位于荣枯线之下.....	- 25 -
图表 33: 2019H1 项目型市场表现较好, 全年有望继续维持.....	- 26 -
图表 33: 2019Q3 切削机床降幅收窄, 成形机床降幅扩大.....	- 26 -
图表 33: 2019Q3 电梯产量继续维持较好增势.....	- 27 -
图表 33: 2019Q3 工业机器人产量降幅收窄.....	- 27 -
图表 34: 工业自动化板块上市公司标的选取总览.....	- 27 -
图表 35: 工业控制板块 2019 前三季度经营数据总览.....	- 28 -
图表 36: 2019 前三季度增速放缓至 14.28%.....	- 28 -
图表 37: 2019 前三季度业绩下滑	- 28 -
图表 38: 2019 前三季度毛利率及净利率有所下滑.....	- 29 -
图表 39: 2019 前三季度经营效率有所提升.....	- 29 -
图表 40: 2019 前三季度经营现金流大幅改善.....	- 29 -
图表 41: 2019 前三季度期间费用率保持稳定.....	- 29 -
图表 42: 工业自动化板块单季度经营数据总览.....	- 29 -
图表 15: 2019Q3 营收同比增长 15.40%	- 30 -
图表 16: 2019 Q3 业绩增同比下滑 7.51%	- 30 -
图表 15: 2019 Q3 毛利率及净利率分别同比下降 0.13/2.91pct.....	- 30 -
图表 16: 2019 Q3 期间费用率同比提升 0.65pct.....	- 30 -
图表 16: 2019 Q3 经营现金流大幅提升.....	- 31 -
图表 43: 固定资产投资趋稳 制造业投资仍小幅下滑	- 31 -
图表 44: 工业增加值同比增速继续回落.....	- 31 -
图表 45: 制造业就业人数进入下行通道.....	- 32 -
图表 46: 龙头企业变频器营收增速高于市场增速.....	- 32 -
图表 47: 汇川技术三季报关键数据概览.....	- 32 -

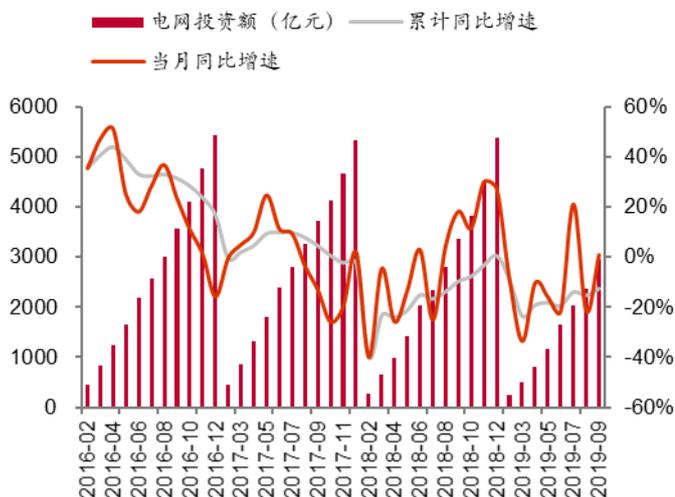
图表 23: 良信电器三季报关键数据概览.....	- 34 -
图表 57: 正泰电器三季报关键数据概览.....	- 35 -
图表 66: 宏发股份三季报关键数据概览.....	- 36 -

一、电力设备：投资回暖、泛在加速 三季度经营显著改善

1.1、行业回顾：电网投资降幅收窄 泛在建设显著提速

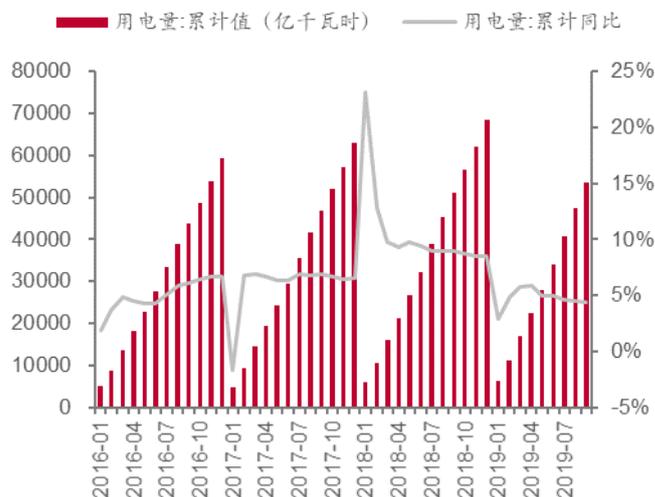
- 电网投资降幅收窄，用电量增速继续放缓。**2019年1-9月国家电网累计投资额为2953亿元，同比下滑12.5%，较上半年投资额降幅显著收窄（1-6月国网投资增速为-19.25%）；其中9月单月投资额575亿元，同比增长0.9%，环比大幅增长61.1%，投资增速回升主要系泛在电力物联网建设加速，相关投资与项目大规模落地，预计四季度国网投资增速将进一步回暖。2019年1-9月全社会用电量累计达53442亿千瓦时，同比增长4.40%，增速显著放缓（去年同期8.9%），原因可能系1）宏观经济增速放缓、工业等下游景气度不高，导致工业用电量大幅下滑；2）去年同期用电量增速较高、基数较大。

图1：19年1-9月电网投资增速降幅收窄至12.5%



来源：wind，中泰证券研究所

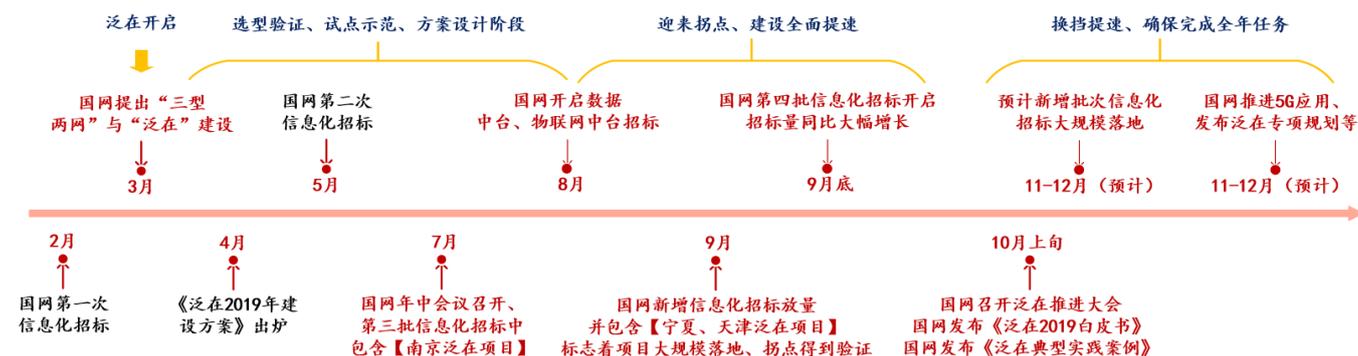
图2：2019年1-9月用电量增速降至4.40%



来源：wind，中泰证券研究所

- 推进会议召开+白皮书发布，预计四季度泛在建设节奏进一步提升。**上半年由于处于试点验证阶段且顶层设计持续制定，整体建设节奏相对较慢；三季度以来，泛在电力物联网迎来拐点，8月数据中台、云平台、物联管理平台等关键环节招标开启，9月新增批次信息化招标规模显著放量均验证了泛在电力物联网建设已全面提速。10月14日国网《泛在白皮书2019》发布，给出57项建设任务、25项综合示范、160项自行拓展任务，顶层设计逐渐清晰，预计泛在电力物联网将在四季度迎来进一步加速，相关投资与项目即将大规模落地。

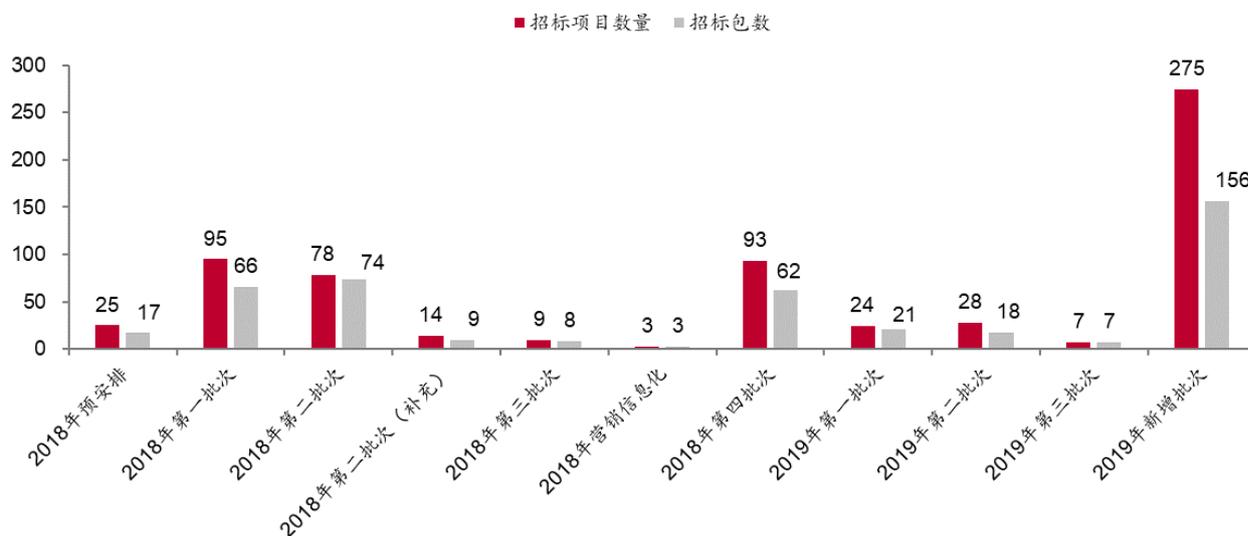
图表3：泛在电力物联网时间轴总览



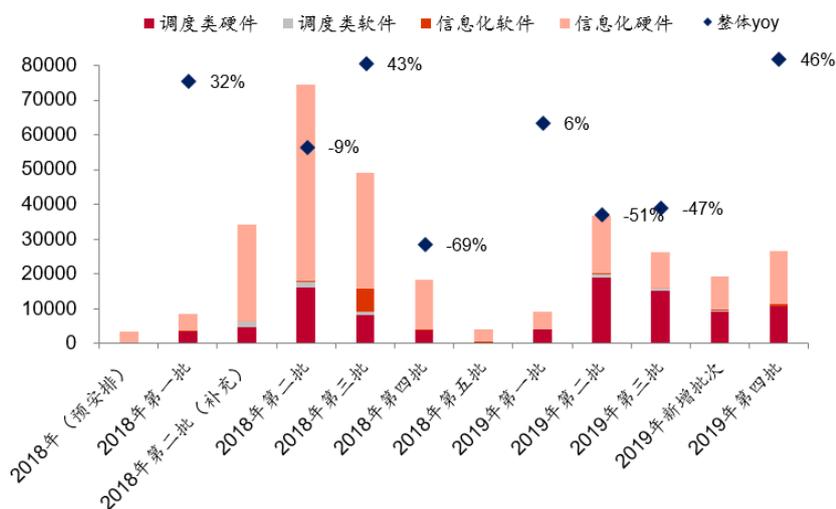
来源：中泰证券研究所

■ **9月信息化招标显著放量，双寡头格局维持稳定。**9月19日国家电网电子商务平台发布2019年（新增）信息化服务招标采购，包含156个包、275个招标项目，今年第一、二、三批次信息化服务招标中分别包含24/28/7个项目，本次招标量远大于前三批之和，项目招标显著放量。9月30日国家电网电子商务平台发布2019年第四批信息化设备招标采购，招标26633件，同比增长46.3%。2019年已公布的四批信息化设备招标中，按照金额统计的中标份额排名前五中标人分别为国电南瑞、岷江水电（重组后）、信产集团（重组后）、国电南自、积成电子，份额分别为44.9%/10.4%/8.4%/5.3%/4.4%；新增批次信息化服务招标中，国电南瑞、岷江水电（重组后）、信产集团（重组后）份额合计超过90%。

图表4：2019年新增信息化服务招标项目数量为275个，远大于前三批之和



来源：国网电子商务平台，中泰证券研究所

图表5: 2019年新增信息化服务招标项目数量为275个, 远大于前三批之和


来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表6: 2019年第一、二、三批次+新增批次信息化设备招标中, 国电南瑞份额均为第一

中标人	2019年第一批	2019年第二批	2019年第三批	2019年新增批次	平均份额
国电南瑞	42.1%	43.8%	51.6%	37.8%	44.9%
岷江水电(重组后)	18.5%	13.3%	4.1%	9.3%	10.4%
信产集团(重组后)	4.8%	9.4%	8.4%	7.6%	8.4%
国电南自	4.5%	3.7%	7.5%	6.0%	5.3%
积成电子	7.1%	4.2%	3.3%	5.6%	4.4%
东方电子	6.5%	1.6%	5.2%	7.6%	4.1%
山东鲁能	0.6%	6.4%	0.8%	0.0%	3.2%
四方股份	3.5%	2.9%	2.0%	5.7%	3.1%
许继电气	2.8%	0.0%	5.9%	3.9%	2.6%
长园集团	2.1%	2.4%	1.6%	2.8%	2.2%
金智科技	6.8%	1.2%	0.0%	0.0%	1.1%
其他	0.7%	11.1%	9.6%	13.9%	10.3%

来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表7: 2019年信息化服务招标中国电南瑞与信产集团维持份额前二

招标批次	2019年第一批 (按包数)	2019年第二批 (按包数)	2019年第三批 (按包数)	2019年新增批次 (按金额)
国电南瑞	28.0%	17.0%	29.0%	43.9%
岷江水电(重组后)	43.0%	22.0%	71.0%	16.8%
信产集团(重组后)	24.0%	56.0%	0.0%	30.2%
远光软件	-	-	-	2.9%
其他	5.0%	5.0%	0.0%	6.2%

来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

1.2、经营总结：三季度经营显著改善 一次设备行业表现较优

图表 8：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（智能化、信息化等）	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
朗新科技	300682.SZ				
一次标的合计	15	二次标的合计	16		
电力设备标的合计		31			

来源：wind，中泰证券研究所

1.2.1 2019 前三季度：营收增速放缓 业绩增速改善

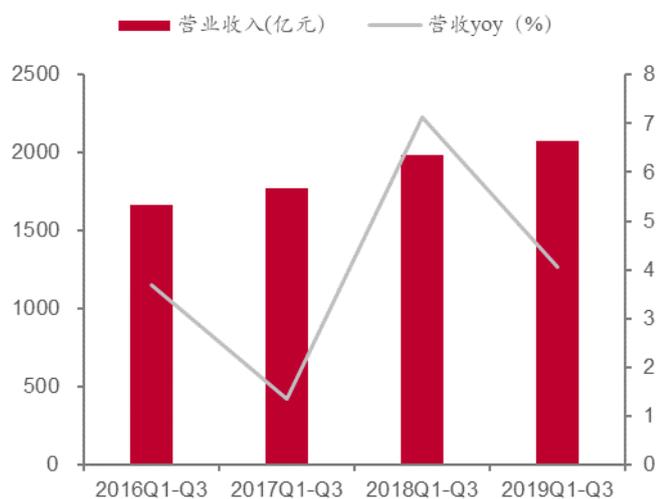
- 电网投资放缓致 2019 前三季度营收增速放缓，业绩增速显著提升。2019 年前三季度电力设备板块总营收 2078.89 亿元，同比增长 4.05%，增速较去年有所放缓（去年同期 7.12%），主要原因系电网投资额同比有所下滑；2019 前三季度归母净利润为 113.84 亿元，同比增长 13.09%，增速显著改善（去年同期-4.50%），原因系毛利率有所改善；2019 前三季度整体毛利率为 22.25%，同比提升 0.08pct；2019 前三季度整体净利率为 6.53%，同比提升 0.30pct；经营效率方面，存货周转率与应收账款周转率分别为 1.88/1.56，分别同比提升 0.21/0.12，有显著改善；销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率同比分别上涨 0.29/0.43/0.42pct，期间费用率整体提升 1.14pct；经营活动现金流为-194.14 亿元，同比持平，仍需改善。

图表 9：电力设备板块 2019 年前三季度经营整体数据

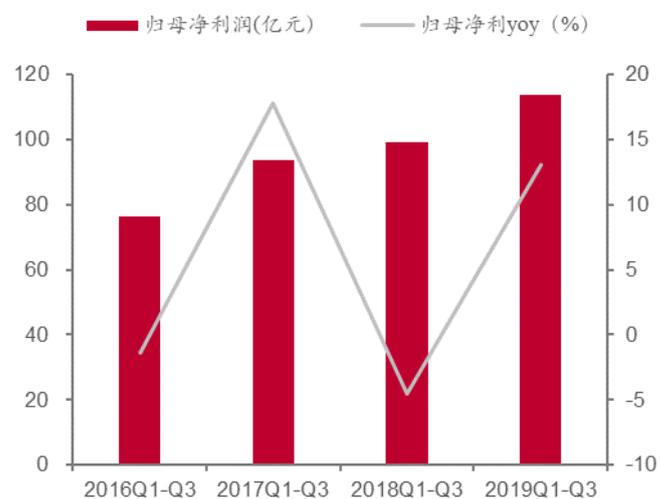
时间	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
营业收入(亿元)	1,664.92	1,775.62	1,985.01	2,078.89
营收 yoy (%)	3.68	1.34	7.12	4.05

归母净利润(亿元)	76.44	93.69	99.25	113.84
归母净利 yoy (%)	-1.39	17.85	-4.50	13.09
毛利率 (%)	21.79	23.12	22.17	22.25
净利率 (%)	6.01	6.59	6.25	6.53
存货周转率	1.51	1.54	1.67	1.88
应收账款周转率	1.44	1.45	1.44	1.56
总资产周转率	0.33	0.32	0.31	0.30
经营活动现金流净额(亿元)	-5.88	-213.65	-188.30	-194.14
销售费用率 (%)	5.01	4.97	4.87	5.16
管理费用率 (%)	8.70	9.26	9.44	9.88
财务费用率 (%)	0.53	1.01	0.80	1.22

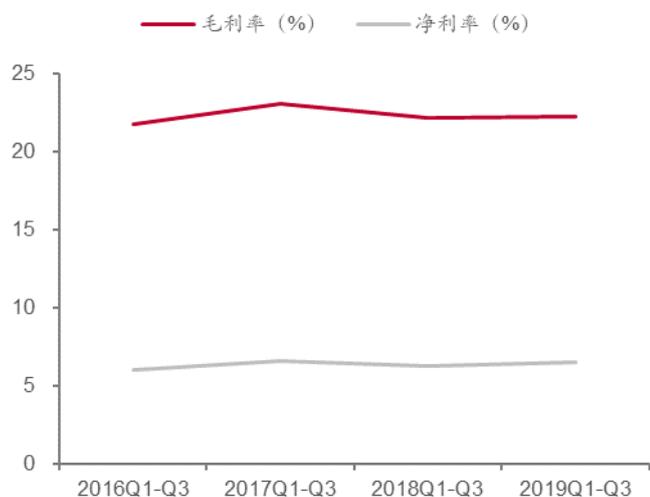
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2019 前三季度营收增速有所放缓


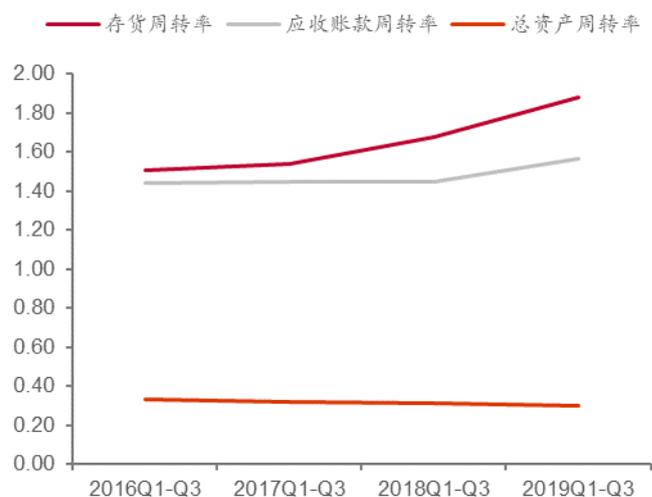
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2019 前三季度业绩增速显著改善


来源: wind, 中泰证券研究所

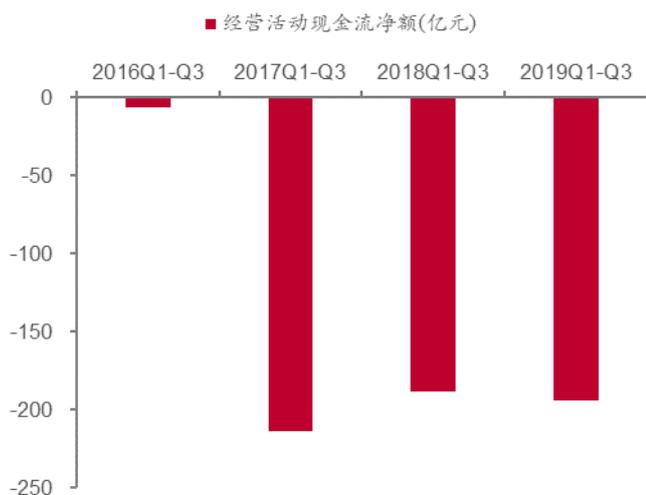
图表 12: 2019 前三季度毛利率与净利率均有提升


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 2019 前三季度经营效率提升明显


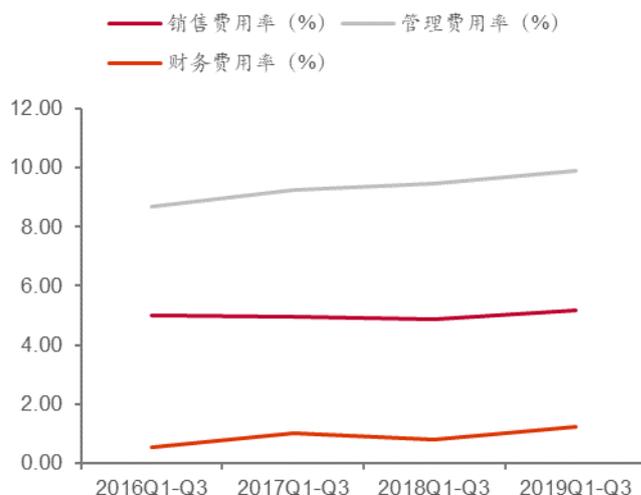
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2019 前三季度经营现金流仍有待改善



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 2019 前三季度期间费用率同比增长



来源: wind, 中泰证券研究所

1.2.2 2019Q3: 营收及业绩显著改善 毛利率小幅下滑

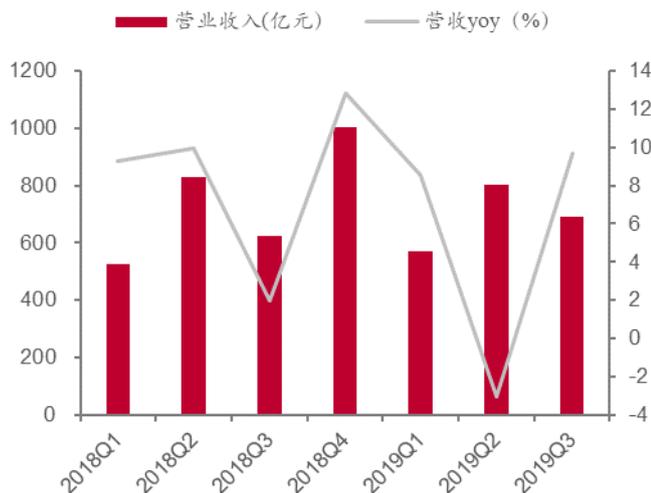
- 2019Q3 营收及业绩显著改善, 毛利率小幅下滑。**2019Q3 电力设备板块整体营收金额为 689.40 亿元, 同比增长 9.66%; 归母净利润为 38.16 亿元, 同比增长 15.51%, 单三季度营收与业绩增速同比与环比均有较大提升。2019Q3 电力设备板块整体毛利率为 22.55%, 同比小幅下滑 0.56pct; 净利率为 6.50%, 同比小幅提升 0.07pct, 盈利能力保持相对稳定; 经营活动现金流净额为 -58.40 亿元, 同比出现较大下滑, 波动较大与电力行业收入确认节奏有关; 销售费用率、管理费用率(含研发)、财务费用率同比分别上涨 0.48/1.03/0.46pct, 期间费用率同比提升 1.97pct。

图表 16: 电力设备板块分季度经营数据总览

电力设备整体	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入(亿元)	438.22	692.29	591.72	939.83	523.64	828.58	623.91	1,002.31	570.46	802.99	689.40
营收 yoy (%)	-11.07	7.88	3.06	-12.83	9.28	9.97	1.98	12.86	8.52	-3.03	9.66
归母净利润(亿元)	22.24	41.38	28.04	61.44	18.33	48.29	32.63	31.37	20.97	54.71	38.16
归母净利 yoy (%)	18.62	27.40	1.96	6.74	-21.16	-1.38	2.91	-43.02	12.28	11.76	15.51
毛利率 (%)	23.57	23.08	22.83	25.81	22.56	21.22	23.10	23.64	21.88	22.27	22.55
净利率 (%)	6.20	7.28	6.12	7.93	4.73	7.08	6.43	4.13	4.47	8.01	6.50
经营活动现金流净额(亿元)	-156.88	11.71	-68.48	212.87	-207.26	29.23	-10.27	310.95	-219.30	83.57	-58.40
销售费用率 (%)	5.43	4.68	5.05	5.33	5.29	4.24	5.36	5.55	5.11	4.62	5.84
管理费用率 (%)	10.56	8.06	9.66	11.29	10.32	9.17	9.06	13.17	11.09	8.90	10.09
财务费用率 (%)	1.18	0.77	1.25	1.01	1.91	0.46	0.31	1.53	2.14	0.95	0.77

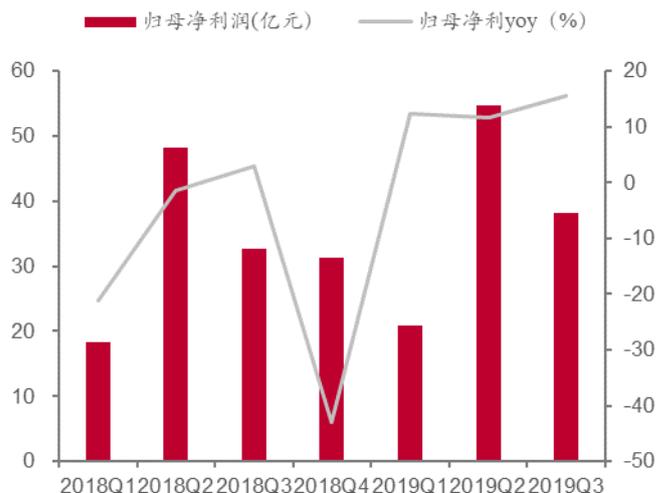
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 17: 2019Q3 营收增速显著回升



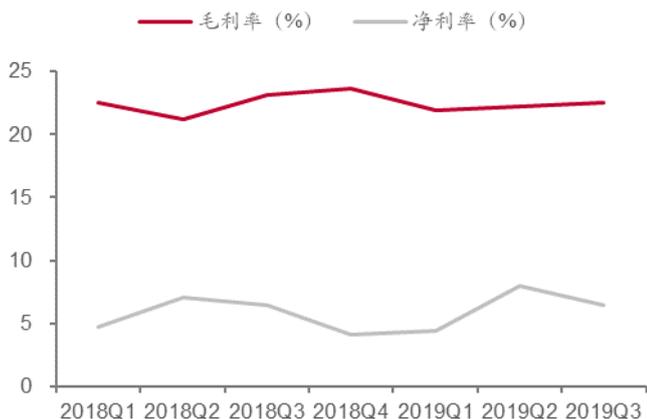
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 2019 Q3 业绩增速显著回升



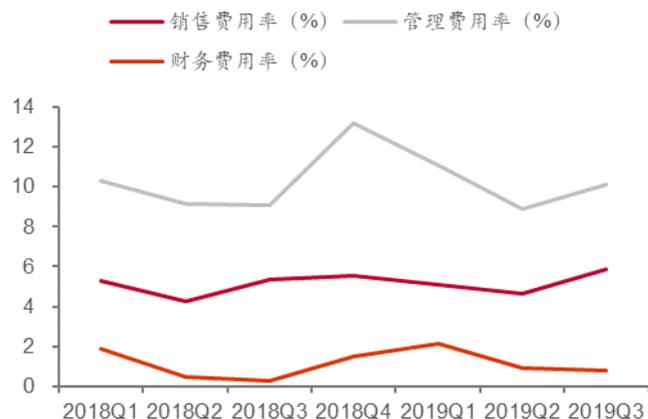
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 19: 2019 Q3 毛利率及净利率同比相对稳定



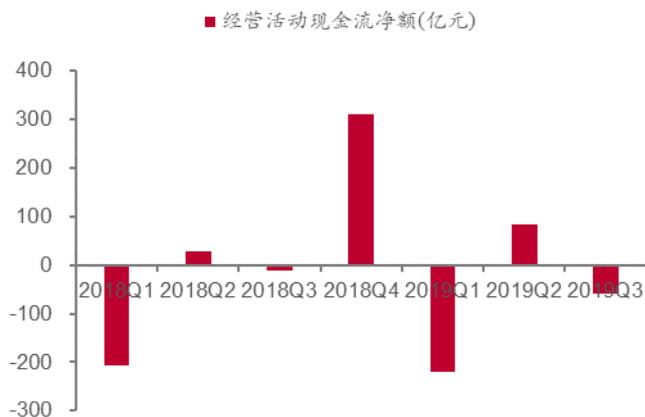
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 20: 2019 Q3 期间费用率有所增长



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 21: 2019 Q3 经营现金流波动较大



来源: wind, 中泰证券研究所

1.2.3 行业对比：一次收入及业绩增速较好 二次盈利能力与现金流更优

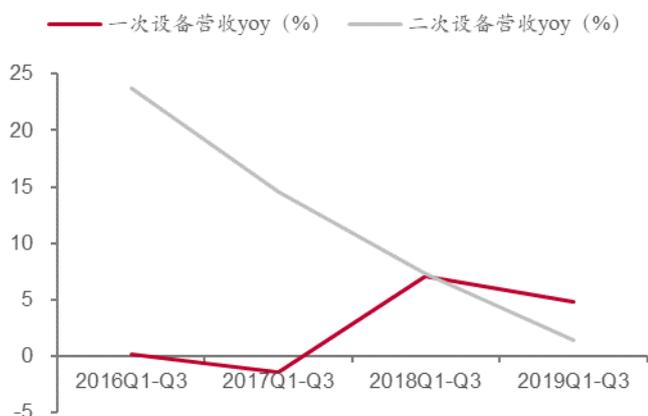
- 前三季度来看：一次设备收入及业绩增速相对较好，盈利能力与现金流二次设备更优。2019 前三季度营收增速为一次设备板块 (+4.83%) 高于二次设备板块 (+1.37)；2019 前三季度归母净利润同比增速为一次设备板块 (+14.73%) 高于二次设备板块 (+10.99%)；2019 前三季度毛利率与净利率为二次设备板块 (31.11%/11.31%) 高于一次设备板块 (19.74%/5.17%)，且同比增幅显著大于一次设备 (二次设备同比 +1.26pct/+0.86pct，一次设备同比 -0.24pct/+0.11pct)；2019 前三季度经营性现金流为二次设备板块 (+3.64 亿元) 显著优于一次设备板块 (-197.78 亿元)。

图表 22：一次设备与二次设备板块 2019 前三季度经营数据总览

	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
一次设备营收 (亿元)	1,367.61	1,432.69	1,547.01	1,622.76
二次设备营收 (亿元)	297.32	342.93	437.99	456.13
一次设备营收 yoy (%)	0.18	-1.37	7.07	4.83
二次设备营收 yoy (%)	23.70	14.54	7.26	1.37
一次设备业绩 (亿元)	51.81	61.72	56.40	64.82
二次设备业绩 (亿元)	24.63	31.97	42.85	49.02
一次设备业绩 yoy (%)	-12.04	12.54	-11.17	14.73
二次设备业绩 yoy (%)	31.04	29.93	5.99	10.99
一次设备毛利率 (%)	20.32	21.68	19.98	19.74
二次设备毛利率 (%)	28.58	29.13	29.85	31.11
一次设备净利率 (%)	5.39	5.80	5.06	5.17
二次设备净利率 (%)	8.88	9.85	10.44	11.31
一次设备经营现金流 (亿元)	29.04	-189.68	-165.86	-197.78
二次设备经营现金流 (亿元)	-34.93	-23.97	-22.44	3.64

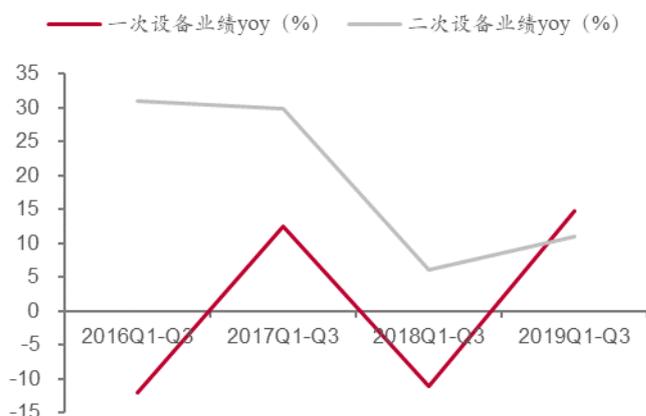
来源：wind，中泰证券研究所

图表 23：前三季度一次设备营收增速优于二次设备

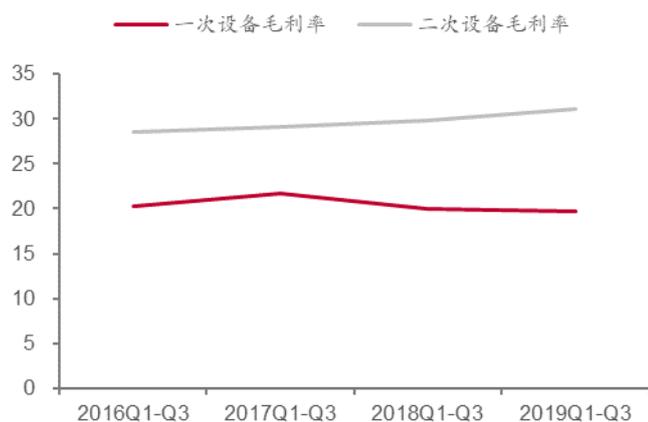


来源：wind，中泰证券研究所

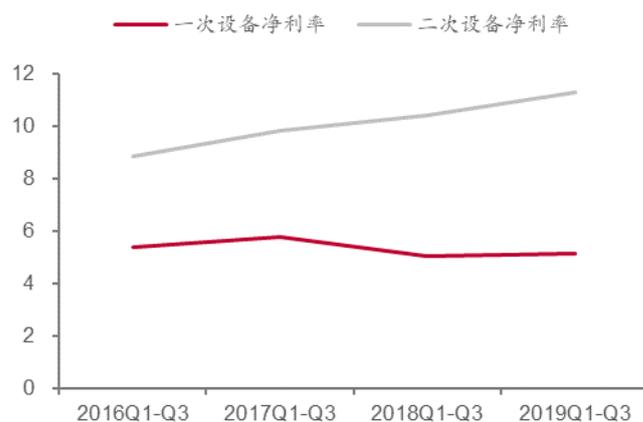
图表 24：前三季度一次设备业绩增速优于二次设备



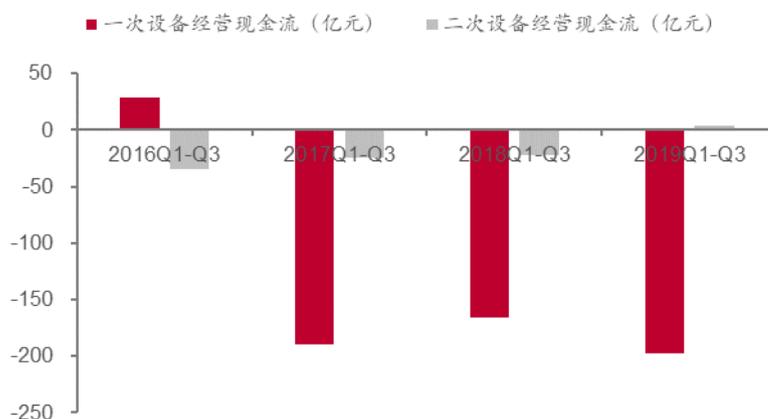
来源：wind，中泰证券研究所

图表 25: 前三季度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 26: 前三季度二次设备行业净利率继续提升


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: 前三季度二次设备经营现金流表现较好


来源: wind, 中泰证券研究所

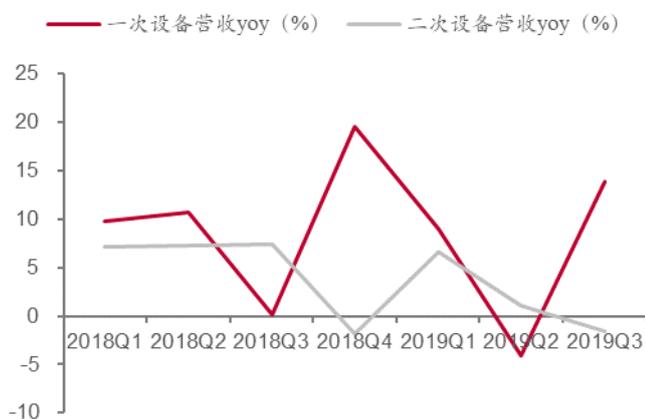
- 单三季度来看: 一次设备收入及业绩增速相对较好, 盈利能力与现金流二次设备更优。** 2019Q3 营收增速为一次设备板块 (+13.83%) 高于二次设备板块 (-1.52%); 2019Q3 归母净利润同比增速为一次设备板块 (+20.22%) 高于二次设备板块 (+17.94%); 2019Q3 毛利率与净利率为二次设备板块 (32.54%/11.45%) 高于一次设备板块 (19.32%/4.91%), 且同比增幅显著大于一次设备 (二次设备同比+2.54pct/+0.44pct, 一次设备同比-1.29pct/+0.13pct); 2019Q3 经营性现金流为二次设备板块 (+5.06 亿元) 显著优于一次设备板块 (-63.46 亿元)。

图表 28: 一次设备与二次设备板块单季度经营数据总览

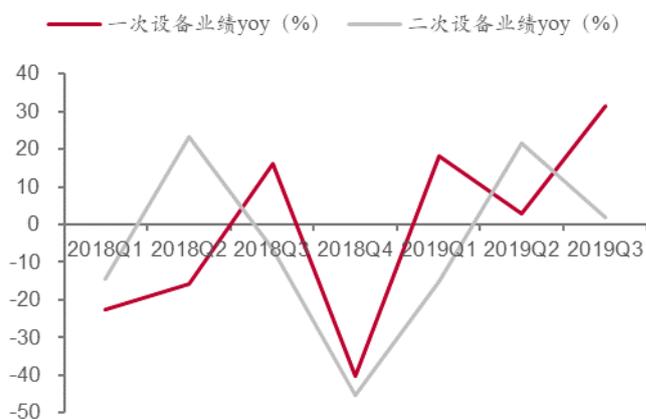
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
一次设备营收 (亿元)	420.50	659.31	458.33	729.51	460.49	624.89	521.34
二次设备营收 (亿元)	103.14	169.27	165.58	272.80	109.97	178.10	168.06
一次设备营收 yoy (%)	9.81	10.70	0.15	19.53	8.98	-4.14	13.83
二次设备营收 yoy (%)	7.15	7.22	7.38	-1.78	6.62	1.10	-1.52
一次设备业绩 (亿元)	15.04	25.87	15.49	15.07	18.18	26.42	20.22

二次设备业绩 (亿元)	3.29	22.42	17.13	16.29	2.79	28.29	17.94
一次设备业绩 yoy (%)	-22.48	-15.88	16.12	-40.40	18.13	2.76	31.31
二次设备业绩 yoy (%)	-14.48	23.10	-6.69	-45.25	-15.10	21.71	1.72
一次设备毛利率 (%)	20.84	19.00	20.61	21.60	20.15	19.78	19.32
二次设备毛利率 (%)	29.57	29.87	30.00	29.08	29.11	30.99	32.54
一次设备净利率 (%)	5.04	5.26	4.78	3.10	4.93	5.57	4.91
二次设备净利率 (%)	3.45	14.15	11.01	6.89	2.54	16.58	11.45
一次设备经营现金流 (亿元)	-180.18	30.98	-16.66	215.66	-200.68	66.36	-63.46
二次设备经营现金流 (亿元)	-27.08	-1.76	6.39	95.30	-18.62	17.21	5.06

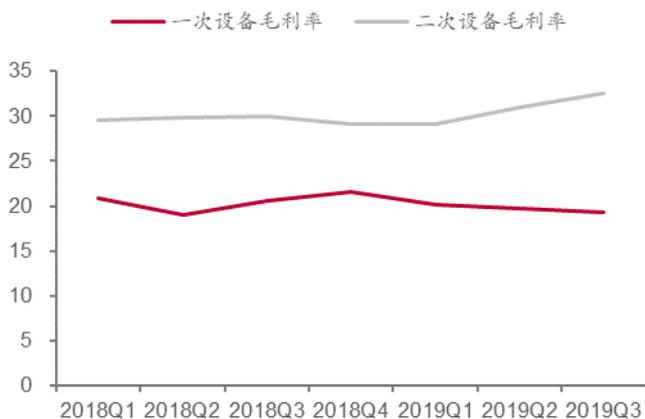
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 29: 2019Q3 一次设备行业收入增速较高


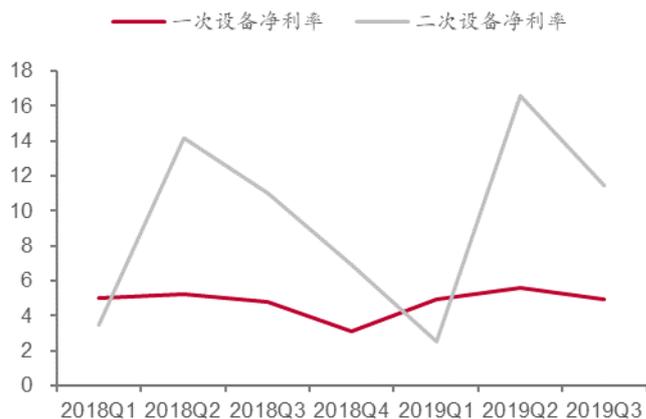
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 30: 2019Q3 一次设备行业业绩增速较高


来源: wind, 中泰证券研究所

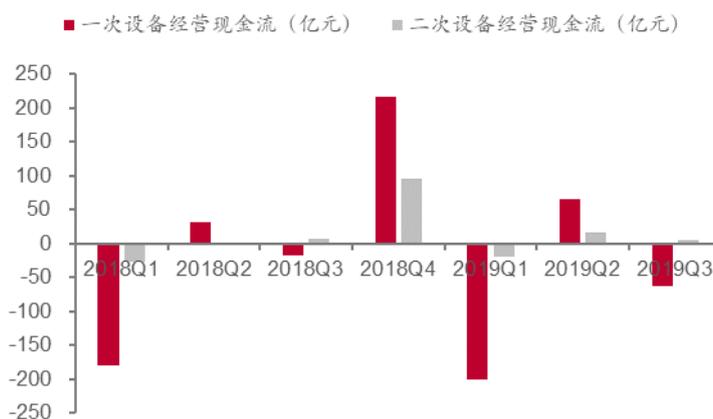
图表 31: 2019Q3 二次设备毛利率同比提升 2.54pct


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 32: 2019Q3 二次设备净利率同比提升 0.44pct


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 33: 2019Q3 二次设备经营现金流表现较好



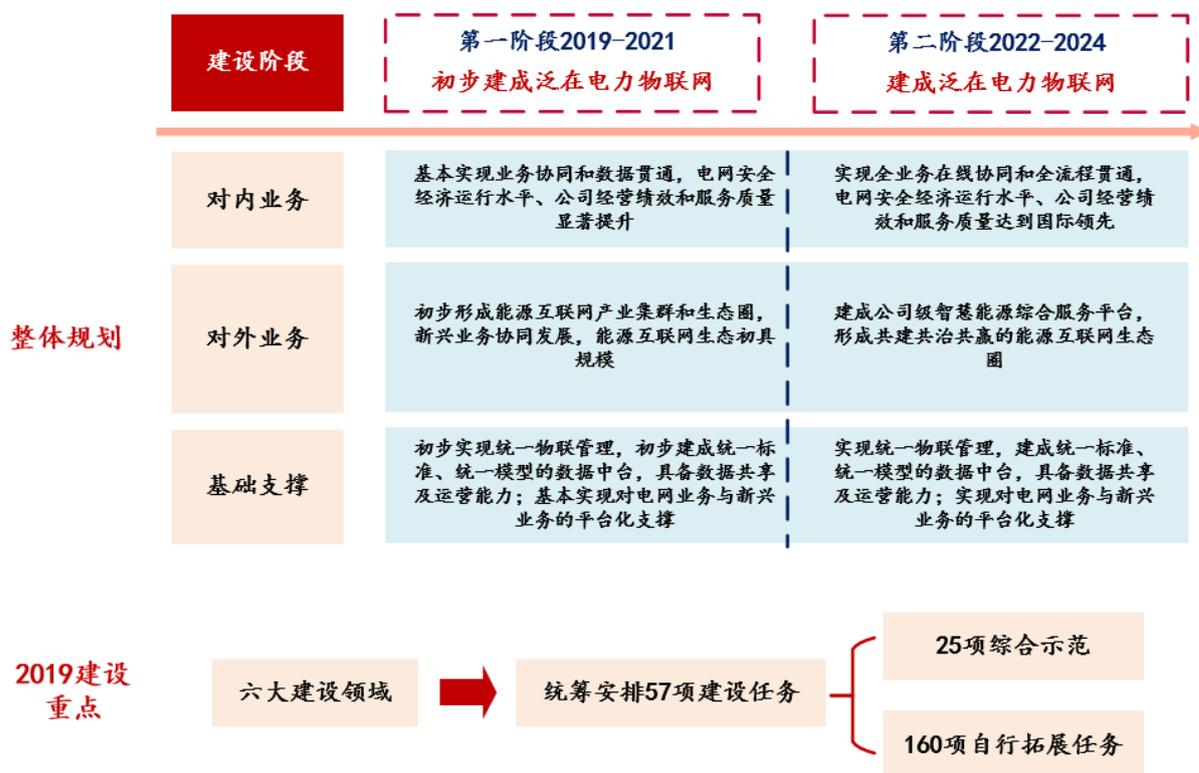
来源: wind, 中泰证券研究所

1.3、全年展望：泛在步入全面推进新阶段 龙头订单持续加速

1.3.1 泛在顶层设计已明晰 专项投资有望迎来大规模落地

- **顶层设计已明晰，专项投资有望迎大规模落地。**三季度以来泛在电力物联网建设已显著提速，10月国家电网召开泛在电力物联网推进会议，并发布《泛在电力物联网白皮书 2019》与《泛在电力物联网建设典型实践案例》，指出 2019 年将重点围绕着力构建能源生态、迭代打造企业中台、协同推进智慧物联、同步推进管理优化 4 条主线，给出了 57 项建设任务和 25 项综合示范。国网领导指出 2019 年为泛在电力物联网建设的开局之年，将加大力度与决心确保全年建设目标高质量完成，我们判断泛在电力物联网将在四季度迎来进一步加速，投资与项目将大规模落地，相关订单将进入爆发阶段。

图表 34: 泛在电力物联网建设规划与 2019 年建设重点



来源: 《泛在电力物联网白皮书 2019》, 中泰证券研究所

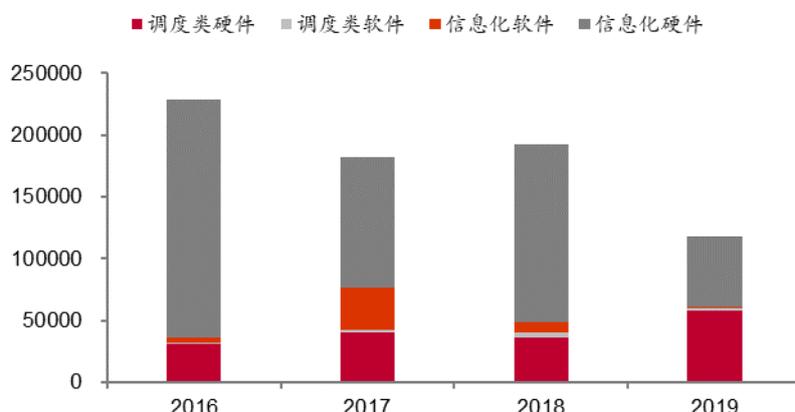
- 各地泛在启动有望加速, 信息化招标增量空间广阔。**截至 2019 年 10 月末, 今年国网已开展五次信息化招标 (第一至四批次+新增批次), 合计招标量为 11.78 万件; 与此相比, 2018 年全年国家电网共开展了七次招标 (第一至五批次+第二批补充+预安排批次), 合计招标量为 19.21 万件; 考虑到 2019 年信息化设备已招标数量规模远不及 2018 年全年水平, 预计四季度仍有较大增长空间。此外, 从招标内容来看, 当前仅有江苏、宁夏、天津三地启动泛在电力物联网专项建设, 其余 24 个网省公司有望陆续跟进, 后续信息化招标增量空间广阔。

图表 35: 已有三个省份开启泛在建设专项招标, 其他网省公司有望陆续跟进

网省公司	信息化招标批次	时间	招标内容	招标包数	招标设备数量 (台)
江苏省电力公司	2019 年第三批次	2019.07	【信息化硬件】: 磁盘阵列、定制化服务器、负载均衡器、光纤交换机	4	4
	2019 年第四批次	2019.09	【信息化硬件】: 光纤交换机	1	1
宁夏电力公司	2019 年新增批次	2019.09	【信息化硬件】: 定制化服务器、网络交换机	2	23
天津市电力公司	2019 年新增批次	2019.09	【信息化硬件】: 定制化服务器、网络交换机、负载均衡器、光模块	5	600

来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

图表 36: 2019 年信息化设备已招标数量距离 2018 年全年水平仍有较大差距 (单位: 件)



来源: 国网电子商务平台, 中泰证券研究所

1.3.2 特高压稳步推进 新一代智能电表需求即将落地

- **特高压建设稳步推进, 仍余 5 交 2 直待核准。**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》中明确的 12 条特高压项目稳步推进, 截至 2019 年 10 月末, 剩余 7 条特高压线路待核准(5 交 2 直)。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国电南瑞、平高电气、许继电气等主流供应商带来显著增长弹性。

图表 37: 《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》中 12 条特高压线路当前进展

编号	项目名称	类型	状态	建设目的	核准时间	投资金额 (亿元)
1	南阳-荆门-长沙	交流	待核准	对华中电网架构进行加强, 提高受端电网安全稳定水平	2019Q4-2020 (E)	210
2	张北-雄安	交流	已核准	满足张北清洁能源外送及目标地区清洁能源供电需要	2018.11	105
3	驻马店-南阳	交流	已核准	*青海-河南项目配套工程	2018.12	90
4	驻马店-武汉	交流	待核准	*青海-河南项目配套工程	2019Q4-2020 (E)	
5	南昌-武汉	交流	待核准	*雅中-江西项目配套工程	2019Q4-2020 (E)	120
6	南昌-长沙	交流	待核准	*雅中-江西项目配套工程	2019Q4-2020 (E)	
7	荆门-武汉	交流		*陕北-湖北项目配套工程	2019Q4-2020 (E)	45
8	青海-河南	直流	已核准	满足青海清洁能源送出及河南负荷需要	2018.10	268
9	陕北-湖北	直流	已核准	满足陕北能源基地送出及湖北负荷需要	2019.01	210
10	雅中-江西	直流	已核准	满足四川水电外送需要, 江西、湖南用电需求	2019.08	317
11	白鹤滩-江苏	直流	待核准	满足电源送出, 江苏、浙江用电需求	2019Q4-2020H1 (E)	163
12	白鹤滩-浙江	直流	待核准	满足电源送出, 江苏、浙江用电需求	2019Q4-2020H1 (E)	199
合计	-	-	-	-	-	1727

来源：国家能源局，发改委，中泰证券研究所

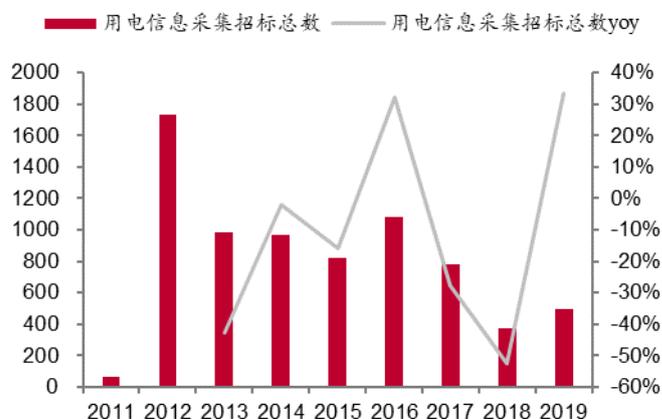
- **旧表更换周期到来，新一代智能电表需求即将落地。**随着 09 版智能电表进入更换期，2018 年以来国内电表需求显著回暖，2018-2019 年国网智能电表招标数量分别为 5279/7386 万只，同比增速分别达 41.7%/39.9%，智能电表需求维持高景气度。随着泛在电力物联网建设全面铺开，新一代智能电表将在泛在电力物联网建设中承担能源路由器角色，通过多芯多模组架构实现可靠计量、高速通信功能，有望全面支撑电动车有序充电、用电负荷特征智能分析、智慧能源服务等多元化泛在应用场景，预计将于明年迎来需求放量。

图表 38：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 39：用电信息采集装置招标数量大幅增长（单位：万只）



来源：国网电子商务平台，中泰证券研究所

1.4、重点公司分析：业绩符合预期，静待订单加速

1.4.1 国电南瑞：业绩符合预期，订单即将加速

图表 40：国电南瑞三季报关键数据概览

	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	同比	2019Q3	2019Q2	2018Q3	同比	环比
营业收入 (亿元)	171.80	171.60	0.12%	62.46	71.83	66.02	-5.40%	-13.05%
毛利 (亿元)	49.68	47.55	4.47%	19.59	21.04	18.49	5.93%	-6.89%
归母净利润 (亿元)	21.46	23.16	-7.32%	9.45	11.25	9.64	-1.93%	-15.97%
扣非归母净利润 (亿元)	20.13	19.29	4.34%	8.99	10.66	8.59	4.63%	-15.65%
毛利率	28.92%	27.71%	1.21%	31.37%	29.30%	28.01%	3.36%	2.07%
净利率	13.30%	14.29%	-1.00%	16.05%	16.59%	15.52%	0.53%	-0.53%
ROE	7.63%	9.93%	-2.30%	3.40%	4.07%	3.77%	-0.37%	-0.68%
EPS	0.47	0.52	-9.62%	0.20	0.24	0.21	-2.71%	-15.95%

来源：wind，中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年三季度报告：**前三季度营收 171.80 亿元，同比增长 0.12%；归母净利润 21.46 亿元，同比下滑 7.32%；扣非归母净利润 20.13 亿元，

同比增长 4.34%；毛利率 28.92%，同比提升 1.21pct；净利率 13.30%，同比下降 1.00pct。考虑到去年同期存在租赁回购金额预计约 10 亿元，剔除该影响预计营收实际增速约 6%；考虑到会计变更影响去年同期业绩预计约 1 亿元，剔除该影响预计扣非业绩实际增速接近 10%。**单季度来看：**三季度营收 62.46 亿元，同比下滑 5.40%；归母净利润 9.45 亿元，同比下滑 1.93%；扣非归母净利润 8.99 亿元，同比提升 4.63%；毛利率 31.37%，同比提升 3.36pct；净利率 16.05%，同比提升 0.53pct。**整体符合市场预期。**

- **期间费用提升致净利率下滑，经营现金流大幅改善。**公司前三季度销售/管理（含研发）/财务费用分别为 10.47/15.17/-0.27 亿元，同比增长 7.50%/16.94%/77.23%，三费率分别为 6.09%/8.83%/-0.16%，期间费用率为 14.76%，同比增长 1.84pct，期间费用有所提升导致公司前三季度净利率同比下滑 1.00pct 至 13.30%；其中财务费用大幅增长主要系汇兑损失与利息增长。公司前三季度经营性现金流净额为-0.06 亿元，同比大幅改善，主要系销售回款较好。
- **节能租赁项目投入大幅增长，持续改善现金流与毛利率。**截至三季度末公司在建工程规模达 32.70 亿元，较年初大幅增长 63.71%，原因系节能租赁项目投入增加。根据公司中报数据，公司上半年末经营性租赁的固定资产规模为 20.99 亿元，同比大幅增长约 172%；随着公司节能租赁项目持续投入，未来配网节能业务将持续贡献稳健现金流，并有望继续改善集成业务毛利率。
- **IGBT 产业化迎来加速，核心器件自有化可期。**10 月 18 日公司与国网联研院共同出资设立功率半导体公司，将加快公司产业链延伸与升级进程，降低 IGBT 功率器件研发及批量化生产风险，从而增强核心竞争力。IGBT 等功率半导体器件为国家产业政策重点支持发展领域，本次合作将加速公司新兴业务培育与渗透，未来在实现自身换流阀等产品核心器件自有化的基础上，有望持续渗透至电网各环节以及网外的轨交、新能源汽车等新兴战略领域，从而为公司提供长期增长驱动力。
- **泛在建设全面提速，信息化龙头将充分受益。**10 月 14 日国家电网发布《泛在电力物联网白皮书 2019》，预计四季度泛在电力物联网推进节奏将进一步提升，投资与项目有望大规模落地，相关产业链公司将进入订单爆发阶段。公司为国网信息化产业链龙头，在 2019 年已公布的四批信息化设备招标中整体份额达 44.9%，在新增信息化服务招标中份额达 43.9%（均按金额统计），优势凸显。本轮泛在专项投资爆发有望给公司带来新一轮估值提升，订单与业绩将持续兑现，从而重现智能电网周期的卓越表现。
- **投资建议：**公司为国内电网智能化与信息化全产业链龙头，研发实力强劲，产业优势突出。短期来看，当前泛在电力物联网建设全面加速，信息化订单即将爆发，公司有望迎来二次腾飞；长期来看，公司持续布局新兴高成长性业务，行业空间广阔，增长驱动力充沛。我们预计公司

2019-2021 年归母净利润将分别达 42.91/58.14/67.12 亿元，EPS 分别为 0.94/1.27/1.46 元，对应 2019 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 23.8/17.6/15.3 倍，维持增持评级。

- **风险提示：** 国网投资不及预期、泛在电力物联网推进不及预期、市场竞争加剧

1.4.2 远光软件：业绩符合预期，静待泛在发力

图表 41：远光软件三季报关键数据概览

	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	同比	2019Q3	2019Q2	2018Q3	同比	环比
营业收入（亿元）	9.45	8.60	9.86%	3.12	3.31	2.77	12.68%	-5.73%
毛利（亿元）	6.46	5.84	10.73%	2.22	2.50	1.88	18.32%	-11.18%
归母净利润（亿元）	1.34	1.31	2.52%	0.54	0.73	0.55	-1.61%	-26.67%
扣非归母净利润（亿元）	1.31	1.23	6.29%	0.52	0.72	0.50	4.34%	-27.47%
毛利率	68.40%	67.86%	0.54%	71.21%	75.58%	67.82%	3.39%	-4.37%
净利率	12.78%	14.49%	-1.71%	16.79%	19.96%	18.74%	-1.94%	-3.17%
ROE	5.82%	6.22%	-0.40%	2.32%	3.23%	2.56%	-0.23%	-0.90%
EPS	0.158	0.154	2.60%	0.06	0.09	0.06	-1.40%	-26.67%

来源：wind，中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年三季度报告：** 前三季度营收 9.45 亿元，同比增长 9.86%；归母净利润 1.34 亿元，同比增长 2.52%；扣非归母净利润 1.31 亿元，同比增长 6.29%；EPS 为 0.16 元；毛利率 68.40%，同比增长 0.54pct；净利率 12.78%，同比下降 1.71pct。**单季度来看：** 营收 3.12 亿元，同比增长 12.68%；归母净利润 0.54 亿元，同比下降 1.61%；扣非归母净利润 0.52 亿元，同比增长 4.34%；毛利率 71.21%，同比增长 3.39pct；净利率 16.79%，同比下降 1.94pct。符合市场预期。
- **营收及扣非归母净利润持续稳健增长，毛利率有所提升。** 公司三季度营收及归母净利润增速分别为 12.68%/-1.61%，其中业绩同比小幅下滑原因可能系政府补助等相比去年同期有所减少，公司三季度扣非归母净利润增速为 4.34%，持续稳健增长。公司三季度毛利率为 71.21%，同比提升 3.39pct；前三季度毛利率 68.40%，同比提升 0.54pct。
- **期间费用管控良好，研发投入显著提升。** 公司前三季度销售/管理（含研发）/财务费用分别为 1.48/3.45/-0.01 亿元，三费率分别为 15.71%/36.52%/-0.15%，同比变动-0.04/+0.51/-0.01pct，期间费用率合计 52.07%，同比提升 0.47pct，期间费用管控良好。公司单三季度研发费用 0.72 亿，同比增长 28.29%，研发投入占比为 23.02%，同比提升 2.80pct；前三季度研发费用为 2.25 亿元，同比增长 16.29%，研发投入占比为 23.79%，同比提升 1.32pct，研发投入力度显著提升。
- **国网电商入驻，泛在全面提速带来发展新契机。** 2019 年 7 月国网电商正

式成为公司第一大股东，国网电商公司作为国网互联网电商平台具备天然的用户与数据优势、电商平台优势与数字经济经验，公司为国内电力信息化领导者、具备强大研发创新与跨领域渗透实力，两者有望基于乘数效应打造“泛在”建设战略级支撑平台。随着 10 月国网发布“泛在白皮书”，泛在电力物联网建设将在四季度全面提速，公司通过与国网电商深化合作、融合互补，全力支持“泛在”平台与应用层建设，并进一步切入网络与感知层，将迎来发展新契机。

- **投资建议：**公司为国内电力信息化领导者，当前国网电商已正式入驻，泛在电力物联网建设全面提速，公司将充分发挥与国网电商的协同互补优势，基于“平台+数据”、“产品+技术”等方面全力支持泛在电力物联网建设。预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 2.34/3.07/3.99 亿元，EPS 分别为 0.28/0.36/0.47 元，对应 2019 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 37.7/29.3/22.5 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**电改推进不及预期、泛在建设不及预期、市场竞争加剧

1.4.3 海兴电力：业绩符合预期，将迎新一代电表放量

图表 42：海兴电力三季报关键数据概览

	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	同比	2019Q3	2019Q2	2018Q3	同比	环比
营业收入（亿元）	19.90	18.40	8.18%	6.16	8.48	6.62	-6.97%	-27.37%
毛利（亿元）	8.35	7.96	4.89%	2.56	3.79	3.11	-17.51%	-32.37%
归母净利润（亿元）	3.71	2.79	32.99%	0.90	2.04	1.16	-22.42%	-55.71%
扣非归母净利润（亿元）	3.31	2.58	28.09%	0.87	1.76	1.06	-17.82%	-50.40%
毛利率	41.96%	43.27%	-1.32%	41.63%	44.70%	46.95%	-5.32%	-3.08%
净利率	18.59%	15.04%	3.55%	14.53%	24.11%	17.30%	-2.76%	-9.58%
ROE	7.57%	5.83%	1.74%	1.81%	4.18%	2.40%	-0.59%	-2.37%
EPS	0.76	0.63	20.63%	0.18	0.41	0.24	-21.79%	-55.41%

来源：wind，中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年三季报：**前三季度实现营业收入 19.90 亿元，同比增长 8.18%；实现归母净利润 3.71 亿元，同比增长 32.99%；扣非归母净利润 3.31 亿元，同比增长 28.09%；毛利率 41.96%，同比下降 1.32pct；净利率 18.59%，同比提升 3.55pct。**单三季度来看：**公司实现营收 6.16 亿元，同比下降 6.97%；归母净利润 0.90 亿元，同比下滑 22.42%；扣非归母净利润 0.87 亿元，同比下滑 17.82%；毛利率 41.63%，同比下降 5.32pct；净利率 14.53%，同比下降 2.76pct。业绩基本符合市场预期。
- **期间费用管控良好，现金流大幅增长。**公司前三季度销售/管理（含研发）/财务费用分别为 2.18/2.75/-0.64 亿元，费用率分别为 10.95%/13.82%/-3.21%，期间费用率为 21.56%，同比下降 2.63pct，费用管控良好。公司前三季度经营性现金流净额为 2.08 亿元，同比大幅增长 272.81%，原因系回款增加。

- **国内电表需求显著回暖，海外营销优势持续巩固。**随着 09 版智能电表进入更换期，2018 年以来国内电表需求显著回暖，2018 至 2019 年国网智能电表招标数量增速分别达 41.7%/39.9%，公司市占率维持第一梯队，优势明显。公司深耕海外市场多年，全球化营销体系优势凸显，持续聚焦海外智能配用电解决方案大势。
- **泛在电力物联网建设全面推进，新一代智能电表带来新契机。**10 月国网召开泛在推进会议并发布白皮书，泛在建设已迎来全面提速。新一代智能电表将在泛在电力物联网建设中承担能源路由器角色，通过多芯多模组架构实现可靠计量、高速通信功能，并全面对接泛在电力物联网的多元化商业化应用需求，预计将于明年迎来需求放量。公司坚持自主研发多年，已提前布局物联网、微网、通信架构等核心技术，解决方案能力强大，先发优势明显，将充分受益于新一代智能电表需求落地。
- **投资建议：**公司深耕配用电领域多年，国内份额领先、海外营销优势凸显，已提前布局微网、配网自动化、智能计量等领域的配用电解决方案，未来将充分受益于智能电表存量替换与新一代智能电表需求。**考虑到行业需求显著回暖，2019-2021 年归母净利润预测由 4.34/5.34/6.58 亿元上调至 5.03/6.22/7.66 亿元，EPS 分别为 1.02/1.26/1.55 元，对应 2019 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 15.8/12.8/10.4 倍，维持增持评级。**
- **风险提示：**电网招标不及预期、泛在电力物联网建设不及预期、海外市场拓展不及预期

1.5、投资建议

- 2019 年三季度电网投资增速降幅收窄、泛在电力物联网建设迎来拐点、信息化项目与投资持续落地，电力设备行业整体营收及业绩增速显著改善，龙头企业订单增速已显著改善；随 10 月份泛在白皮书发布，四季度与明年信息化投资有望持续上台阶，新一代智能电表、TTU 等关键终端需求有望放量，同时剩余特高压线路核准及开工进程有望稳健推进，相关产业链公司有望进入订单加速阶段。**我们继续推荐智能化与信息化全产业链龙头国电南瑞、“云网融合”全产业链覆盖者岷江水电、国网电商入驻打造的泛在战略支撑平台远光软件、智能电表及配用电解决方案全球领先布局者海兴电力；同时建议关注积极布局能源互联网生态的朗新科技、金智科技、中恒电气、理工环科等。**

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。**

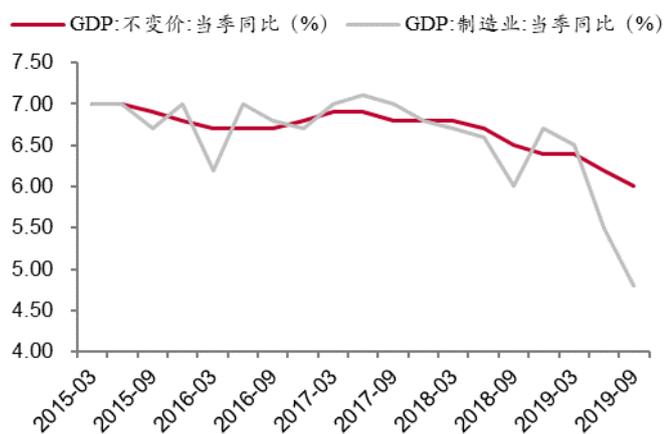
当前泛在电力物联网已进入全面试点阶段，相关产品如物联网智能终端等技术更新换代周期缩短，市场新参与者逐渐增多，若公司无法维持较强创新驱动动力，不能及时把握新技术及产品发展趋势，则竞争优势可能会被削弱。

二、工业自动化：下游需求尚未好转 三季度表现一般

2.1、行业回顾：制造业压力尚未好转 项目型市场表现较好

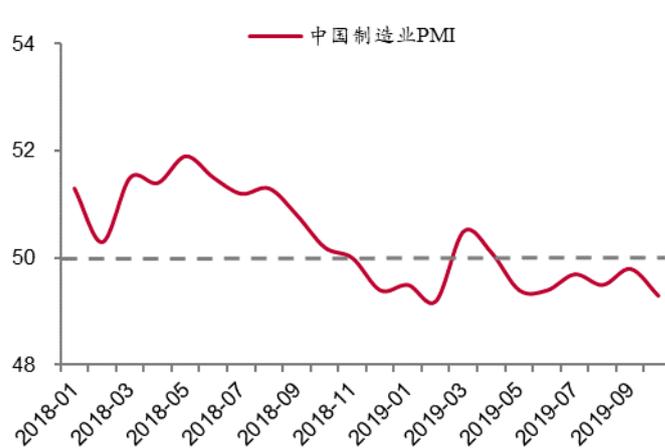
- GDP 增速继续回落至 6%，制造业景气度压力较大。**2019 年三季度 GDP 增速为 6.0%，环比继续回落 0.2pct，其中制造业 GDP 三季度同比增速大幅下滑 1.2pct 至 4.8%，拖累整体经济增速水平。2019 年 10 月制造业 PMI 为 49.3，环比下滑 0.5pct，已连续六个月低于荣枯线，并降至近年来较低位。整体来看，三季度下游需求仍低位徘徊，制造业景气度下行压力仍未见好转。

图表 43: GDP 增速继续回落，制造业增速下滑明显



来源: wind, 中泰证券研究所

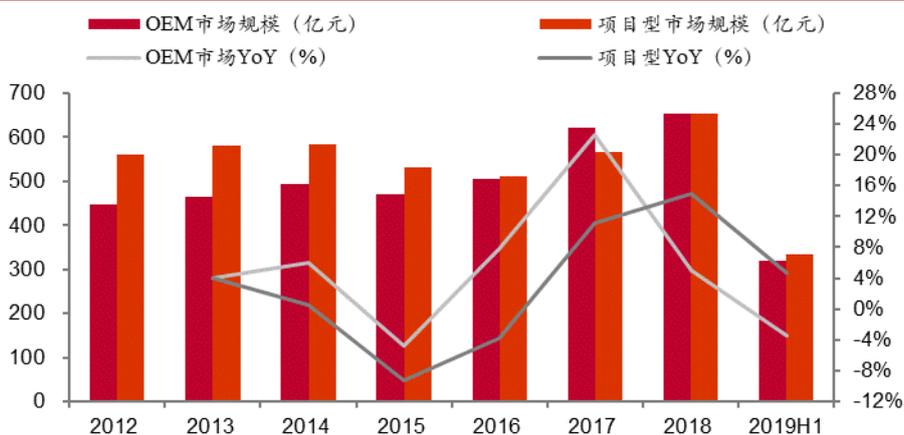
图表 44: PMI 连续六个月位于荣枯线之下



来源: wind, 中泰证券研究所

- 2019H1 项目型市场表现好于 OEM 市场，预计全年继续维持。**自 2018 年起国内项目型市场增速重新超过 OEM 市场，项目型市场需求强势反弹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，同时项目型市场升级改造需求放量，环保政策等加速出台等。与此同时，OEM 市场由于宏观经济下行压力加大、国际环境波动影响等，下游需求持续放缓。2019 年上半年工控市场需求规模同比小幅增长 0.5%，其中项目型市场与 OEM 市场同比增速分别为 4.62%/ -3.46%。随着三季度宏观经济增速继续下行、下游需求维持低位，2019 前三季度及 2019 年全年项目型市场强势表现有望继续维持。

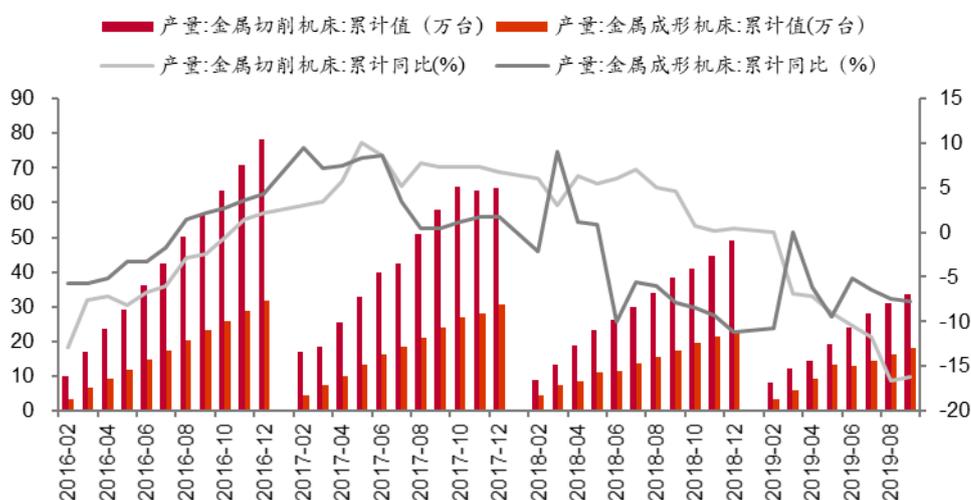
图表 45: 2019H1 项目型市场表现较好, 全年有望继续维持



来源: 工控网, 中泰证券研究所

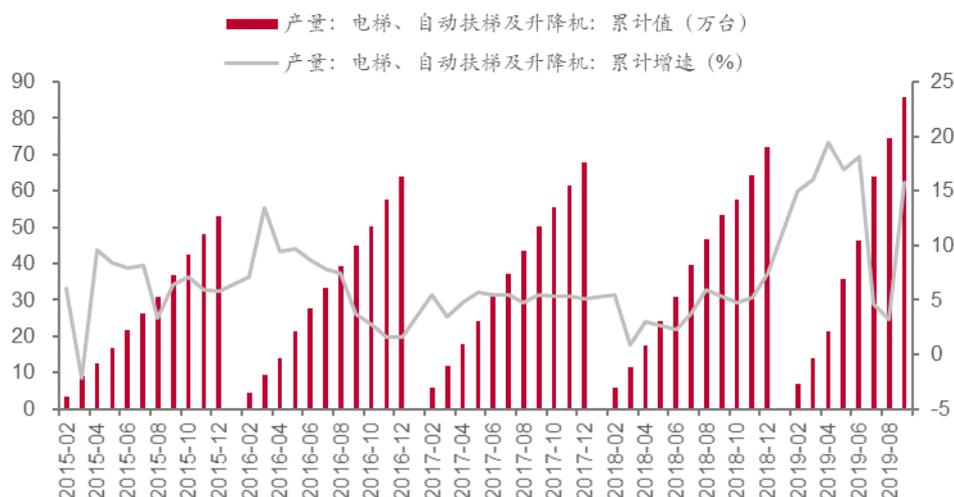
- 三季度机床产量企稳、电梯产量维持较高增速、工业机器人降幅收窄。截至 2019 年三季度末, 国内金属切削机床产量为 33.7 万台, 同比下滑 16.2%, 降幅小幅收窄 0.5pct; 国内金属成形机床产量为 18.1 万台, 同比下滑 7.7%, 降幅小幅扩大 0.3pct, 整体产量企稳。截至 2019 年三季度末, 国内电梯、自动扶梯及升降机产量为 85.70 万台, 同比增长 15.80%, 三季度继续维持较好增势。截至 2019 年三季度末, 国内工业机器人产量为 13.36 万台, 同比下滑 9.1%, 三季度降幅有所收窄。

图表 46: 2019Q3 切削机床降幅收窄, 成形机床降幅扩大



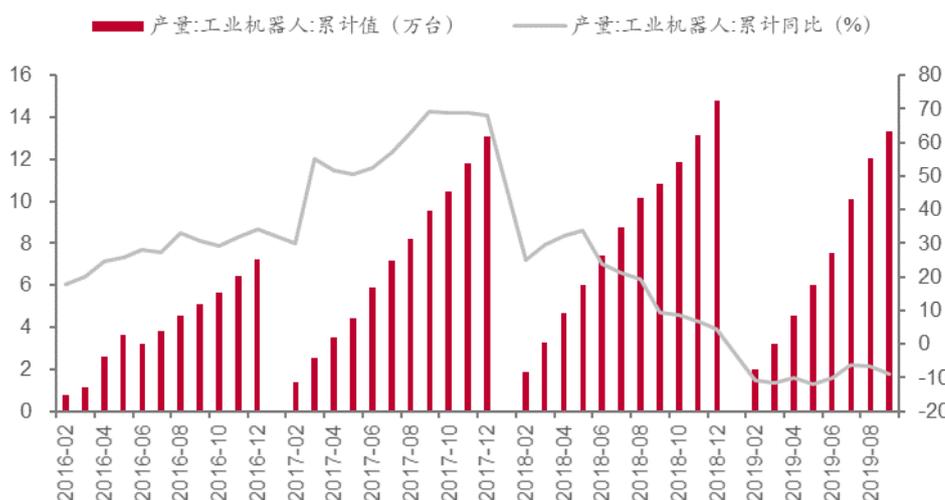
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: 2019Q3 电梯产量继续维持较好增势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: 2019Q3 工业机器人产量降幅收窄



来源: wind, 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 49: 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

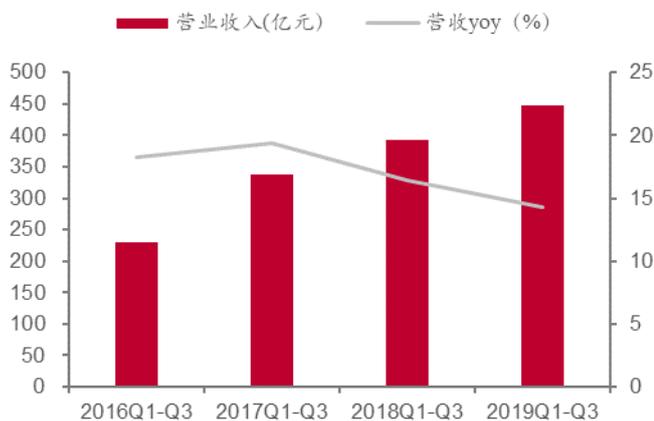
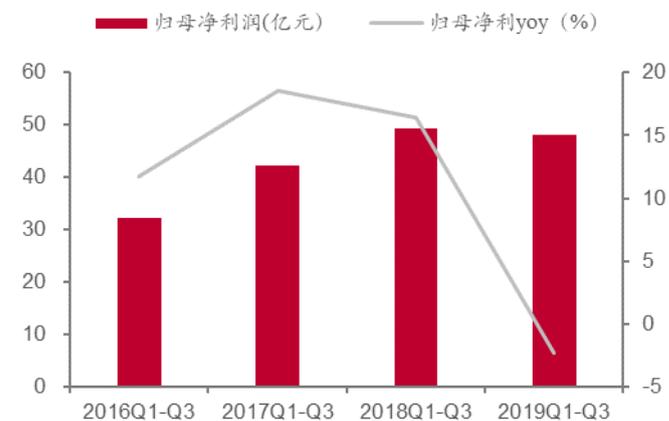
2.2.1 2019 前三季度: 营收及业绩增速回落 盈利能力下滑

- 营收及业绩增速回落, 毛利率及净利率下滑, 期间费用维持稳定, 经营现金流大幅改善。**2019 前三季度工业自动化板块总营收 448.03 亿元, 同比增长 14.28%, 增速较去年同期 (16.39%) 小幅下降 2.11pct, 原因系宏观经济增速放缓、下游需求维持低位; 2019 前三季度归母净利润为 48.15 亿元, 同比下滑 2.26%, 增速较去年同期 (16.41%) 大幅回落 18.67pct; 2019 前三季度整体毛利率为 31.53%, 同比下滑 0.85pct; 2019 前三季度整体净利率为 11.53%, 同比下滑 2.11pct; 经营效率方面, 存货周转率与应收账款周转率分别为 2.51/2.51, 分别同比提升 0.09/0.05; 销售费用率、管理费用率 (含研发)、财务费用率同比分别变动+0.10/-0.37/0.26pct, 期间费用率保持稳定; 经营活动现金流为 62.15 亿元, 同比大幅改善。

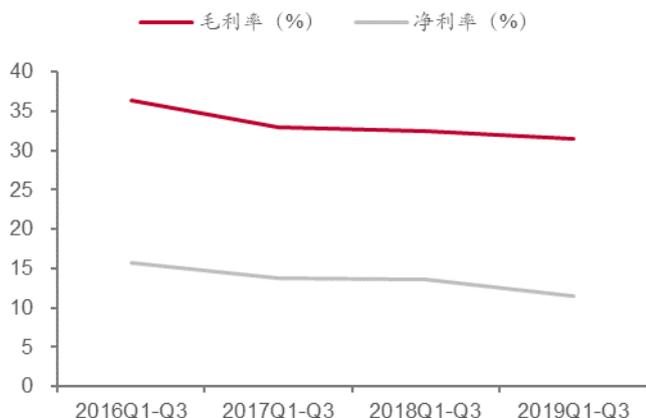
图表 50: 工业控制板块 2019 前三季度经营数据总览

工业控制板块	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
营业收入(亿元)	229.56	336.83	392.05	448.03
营收 yoy (%)	18.31	19.35	16.39	14.28
归母净利润(亿元)	32.11	42.32	49.26	48.15
归母净利 yoy (%)	11.74	18.55	16.41	-2.26
毛利率 (%)	36.31	32.95	32.39	31.53
净利率 (%)	15.70	13.71	13.64	11.53
存货周转率	2.70	2.82	2.42	2.51
应收账款周转率	2.50	2.54	2.45	2.51
总资产周转率	0.55	0.43	0.42	0.44
经营活动现金流净额(亿元)	24.42	15.22	10.60	62.15
销售费用率 (%)	7.01	6.55	6.58	6.68
管理费用率 (%)	11.63	10.78	11.37	11.01
财务费用率 (%)	0.23	1.35	1.01	1.27

来源: wind, 中泰证券研究所

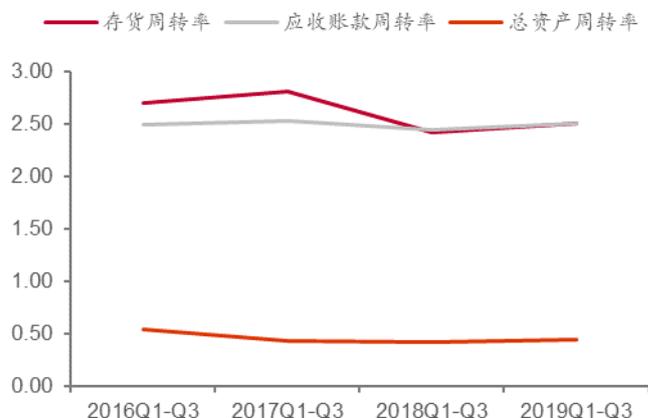
图表 51: 2019 前三季度增速放缓至 14.28%

图表 52: 2019 前三季度业绩下滑


来源: wind, 中泰证券研究所

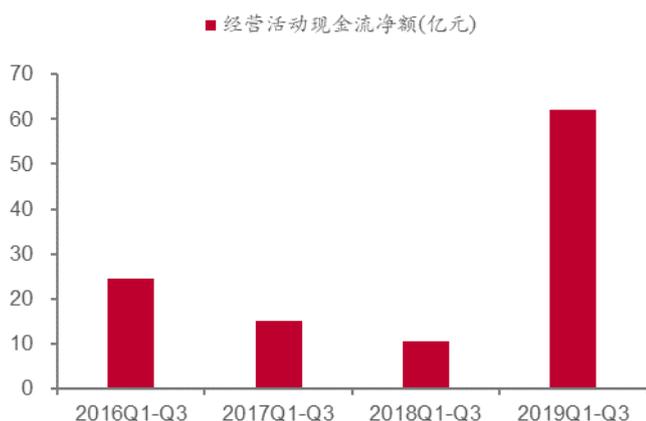
图表 53: 2019 前三季度毛利率及净利率有所下滑


来源: wind, 中泰证券研究所

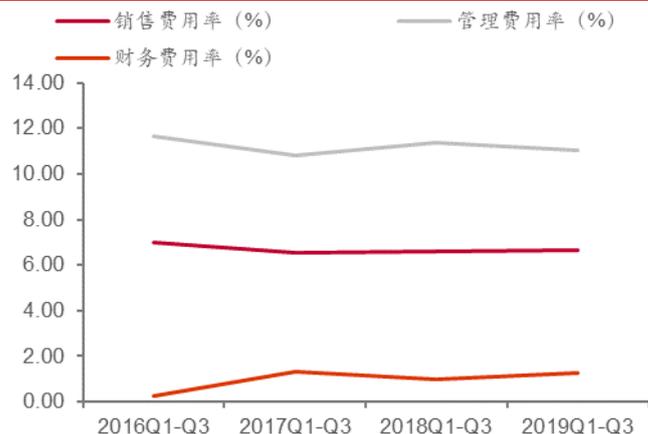
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: 2019 前三季度经营效率有所提升


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 55: 2019 前三季度经营现金流大幅改善


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 56: 2019 前三季度期间费用率保持稳定


来源: wind, 中泰证券研究所

2.2.2 2019Q3: 营收稳健增长 毛利率及费用波动致业绩下滑

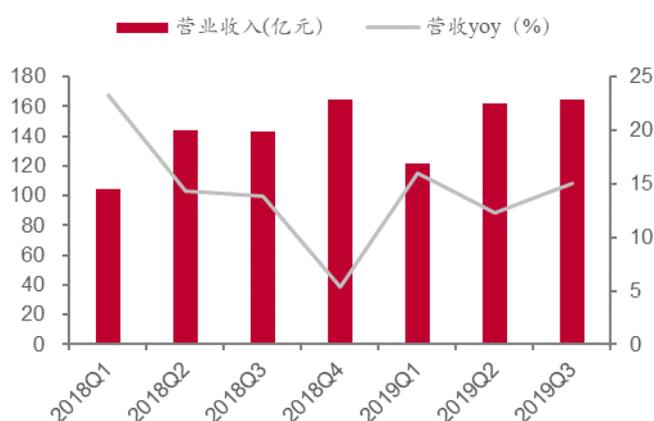
- 2019Q3 营收提升、业绩下滑，期间费用率提升致净利率显著下滑。** 2019Q3 工业自动化板块整体营收金额为 164.86 亿元，同比增长 15.40%，增速较去年同期增长 1.21pct；归母净利润为 17.42 亿元，同比下滑 7.51%，增速较去年同期大幅下降 26.42pct；毛利率为 32.35%，同比下降 0.13pct；净利率为 11.25%，同比下降 2.91pct；经营活动现金流净额为 34.96 亿元，同比大幅提升 263%；销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率同比分别变动+0.20/-0.03/+0.48pct，期间费用率同比显著提升 0.65pct。

图表 57: 工业自动化板块单季度经营数据总览

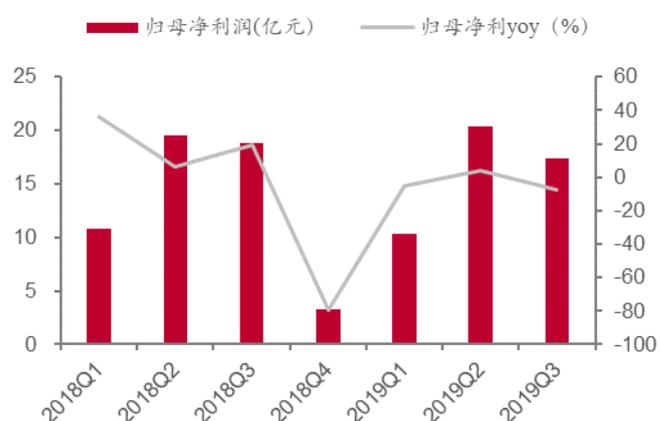
工业控制版块	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入(亿元)	84.96	125.97	125.90	156.08	104.72	144.02	143.31	164.46	121.43	161.73	164.86
营收 yoy (%)	17.71	14.88	25.42	24.30	23.26	14.33	13.83	5.37	15.96	12.30	15.04

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	17.42
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	-7.51
毛利率 (%)	32.55	33.40	32.77	31.19	31.37	33.03	32.48	30.39	30.29	31.63	32.35
净利率 (%)	10.50	15.87	13.72	11.46	11.37	14.77	14.17	1.84	9.24	13.54	11.25
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	34.96
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	6.97
管理费用率 (%)	12.89	10.00	10.25	11.72	12.59	15.35	11.10	12.54	11.90	10.27	11.07
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	1.15

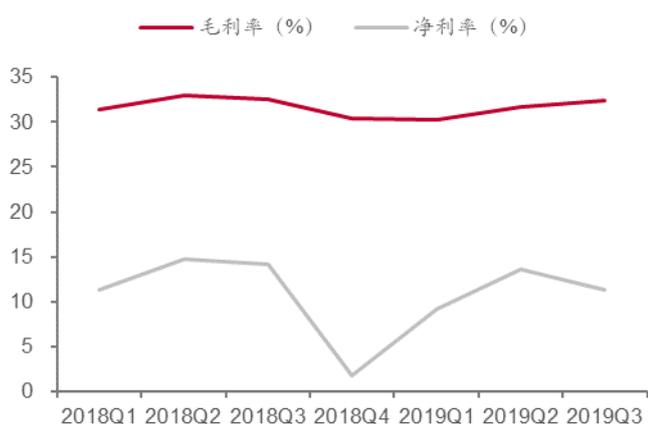
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 58: 2019Q3 营收同比增长 15.40%


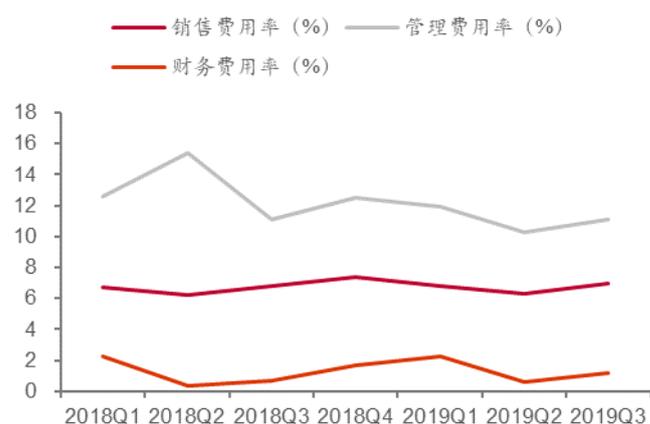
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 59: 2019 Q3 业绩增同比下滑 7.51%


来源: wind, 中泰证券研究所

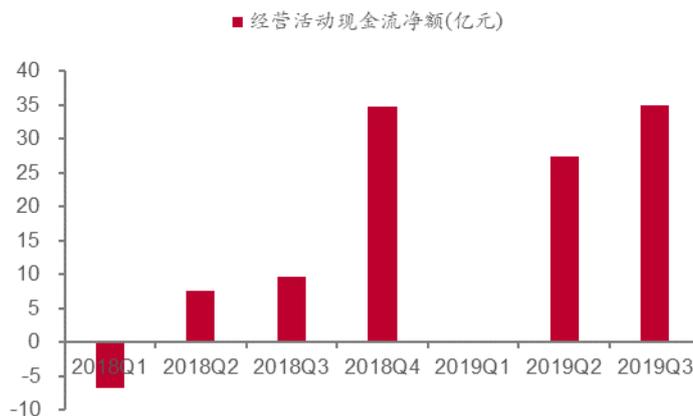
图表 60: 2019 Q3 毛利率及净利率分别同比下降 0.13/2.91pct


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 61: 2019 Q3 期间费用率同比提升 0.65pct


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 62: 2019 Q3 经营现金流大幅提升

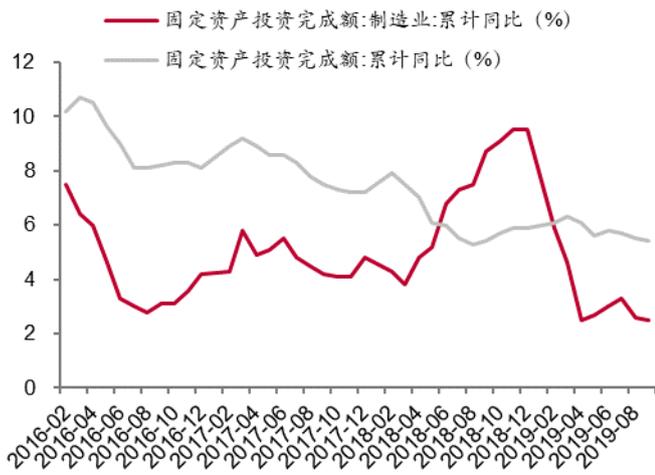


来源: wind, 中泰证券研究所

2.3、全年展望：下游需求仍待改善 龙头企业有望穿越周期

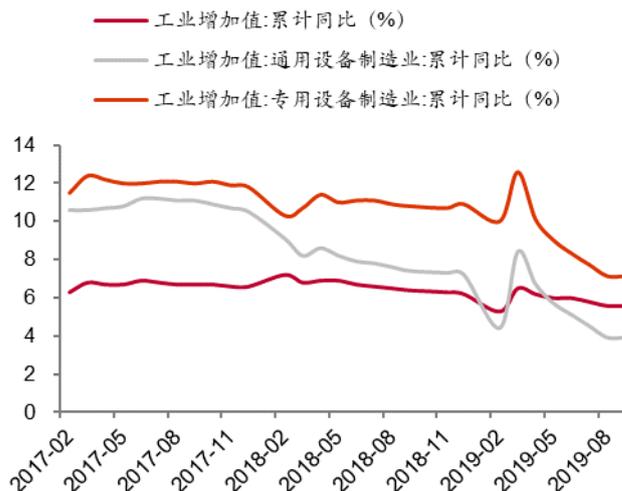
- **制造业投资增速仍小幅下滑，工业增加值继续下行。**截至 2019 年 9 月末，固定资产投资整体增速与制造业投资增速分别为 5.4%/2.5%，固定资产投资整体增速同比持平、环比下降 0.1pct，制造业投资增速同比下滑 6.2pct、环比下滑 0.1pct，固定投资增速整体趋稳但制造业投资意愿仍继续下行。2019 年 1-9 月工业增加值累计同比增速为 5.6%，环比继续下滑 0.2pct，其中通用设备与专用设备制造业工业增加值累计同比增速分别环比仍继续回落。

图表 63: 固定投资趋稳 制造业投资仍小幅下滑



来源: wind, 中泰证券研究所

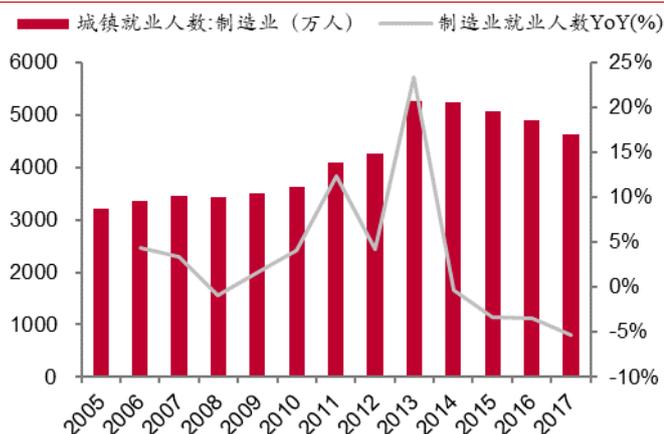
图表 64: 工业增加值同比增速继续回落



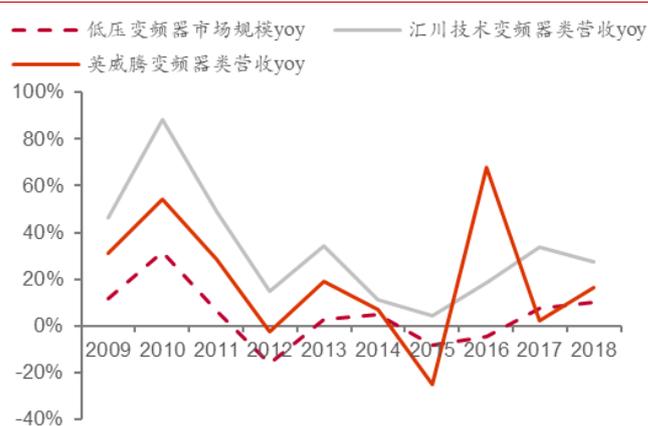
来源: wind, 中泰证券研究所

- **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 65: 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 66: 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

2.4.1 汇川技术：电梯及轨交表现亮眼，新能源汽车静待放量

图表 67: 汇川技术三季报关键数据概览

	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	同比	2019Q3	2019Q2	2018Q3	同比	环比
营业收入 (亿元)	49.08	39.39	24.61%	21.89	16.19	14.66	49.31%	35.23%
毛利 (亿元)	18.78	16.99	10.55%	7.63	6.60	5.93	28.74%	15.63%
归母净利润 (亿元)	6.46	7.94	-18.65%	2.47	2.69	2.98	-16.95%	-8.13%
扣非归母净利润 (亿元)	5.65	7.32	-22.81%	2.22	2.43	2.75	-19.35%	-8.67%
毛利率	38.27%	43.13%	-4.87%	34.85%	40.75%	40.41%	-5.57%	-5.91%
净利率	14.56%	21.10%	-6.54%	12.87%	18.08%	21.57%	-8.71%	-5.22%
ROE	9.79%	13.89%	-4.10%	3.74%	4.15%	5.21%	-1.46%	-0.40%
EPS	0.39	0.48	-18.75%	0.15	0.16	0.18	-16.85%	-8.08%

来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司发布2019年三季度报告:**前三季度营收49.08亿元,同比增长24.61%;归母净利润6.46亿元,同比下滑18.65%;毛利率38.27%,同比下降4.87pct;净利率14.56%,同比下降6.54pct。**单季度来看:**营收21.89亿元,同比增长49.31%;归母净利润2.47亿元,同比下滑16.95%;毛利率34.85%,同比下降5.57pct;净利率12.87%,同比下降8.71pct。略低于市场预期。
- **剔除贝思特并表影响营收增速为6.37%,毛利率降幅较大致业绩下滑。**贝思特自2019年7月纳入公司合并报表范围,其单三季度营收金额为

7.18 亿元，剔除贝思特并表影响，公司前三季度收入为 41.9 亿元，同比增长 6.37%。公司前三季度毛利率同比下滑 4.87pct，降幅较大原因系收入结构变动、竞争加剧且毛利率相对较低的贝思特并表影响。公司前三季度归母净利润同比下滑 18.65%，原因系 1) 毛利率降幅较大；2) 员工薪酬、股权激励费用等致费用增加；3) 增值税软件退税金额减少、财务费用同比提升。

- **通用自动化及电梯业务增势稳健，轨交业务表现亮眼，新能源汽车与电液伺服不及预期。**前三季度公司通用自动化与电梯一体化收入分别为 18.71/10.25 亿元，分别同比增长 2.48%/11.85%，增势稳健；轨交业务收入约 3 亿元，同比大幅增长 135%；新能源汽车与电液伺服（含伊士通）业务收入分别为 3.41/3.55 亿元，分别同比下滑 23.45%/6.31%，表现不及预期。
- **期间费用有所提升，经营现金流大幅增长。**公司前三季度销售/管理（含研发）/财务费用分别为 4.20/8.91/0.40 亿元，分别同比增长 25.01%/35.46%/314.52%，三费率分别为 8.56%/18.14%/0.81%，期间费用率为 27.51%，同比增长 0.99pct；其中管理费用增长原因系 1) 贝思特并表、2) 人力成本与股权激励费用同比提升；财务费用大幅增长主要系借款利息增长。公司前三季度经营性现金流净额为 5.62 亿元，同比大幅增长 202.30%，主要系 1) 回款等增加；2) 贝思特并表。
- **电梯一体化与轨交业务有望延续良好增势，新能源汽车静待放量。**并入贝思特后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，三季度延续稳健增势，电梯一体化解决方案优势稳固；公司轨交业务品牌影响力快速增长，上半年中标南通地铁与青岛电机项目，三季度延续高增长态势。公司新能源汽车业务受补贴退坡与价格下降影响，预计全年业务有所下滑，需等待未来定点车型的陆续放量。
- **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，通过发挥“平台产品+基于工艺解决方案”优势持续提升细分领域份额，同时轨交业务积极向全国市场渗透、工业机器人持续推进国产替代、新能源汽车业务等待放量。**预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 12.65/16.12/19.55 亿元，EPS 分别为 0.76/0.97/1.18 元，对应 2019 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 32.9/25.8/21.2 倍，维持增持评级。**
- **风险提示：**新能源汽车政策不及预期、宏观经济增速不及预期、市场竞争加剧

2.4.2 良信电器：业绩符合预期，持续稳健增长

图表 68：良信电器三季度报关键数据概览

	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	同比	2019Q3	2019Q2	2018Q3	同比
营业收入（亿元）	15.05	12.26	22.75%	5.60	5.65	4.24	32.06%
毛利（亿元）	6.22	5.20	19.57%	2.31	2.40	1.84	25.58%
归母净利润（亿元）	2.53	2.20	15.14%	0.98	1.12	0.94	4.51%
扣非归母（亿元）	2.22	1.88	18.10%	0.92	0.90	0.75	22.70%
毛利率	41.32%	42.42%	-1.10%	41.36%	42.43%	43.49%	-2.13%
净利率	16.81%	17.92%	-1.11%	17.52%	19.78%	22.14%	-4.62%
ROE	12.74%	10.81%	1.93%	5.67%	6.48%	5.39%	0.28%
EPS	0.32	0.28	14.29%	0.12	0.14	0.12	4.52%

来源：wind，中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年三季度报告：**前三季度营收 15.05 亿元，yoy+22.75%；归母净利润 2.53 亿元，yoy+15.14%；扣非归母净利润 2.22 亿元，yoy+18.10%；EPS 为 0.32 元；毛利率 41.32%，yoy-1.10pct；净利率 16.81%，yoy-1.11pct。**单季度来看：**营收 5.60 亿元，yoy+32.06%；归母净利润 0.98 亿元，yoy+4.51%；扣非归母净利润 0.92 亿元，yoy+22.70%；毛利率 41.36%，yoy-2.13pct；净利率 17.52%，yoy--4.62pct。符合市场预期。
- **营收与业绩持续稳健增长，扣非增速较高原因系同期存在政府补贴。**公司 2019 年上半年营收与扣非归母净利润分别为 9.45/1.55 亿元，增速分别为 17.84%/15.02%；公司三季度延续增长趋势，单三季度营收与扣非归母净利润增速分别达 32.06%/22.70%。其中单三季度扣非归母净利润增速较高原因系 2018 年 8 月存在约 1700 万政府补贴。
- **期间费用管控良好，坚持高研发投入。**公司前三季度销售/管理(含研发)/财务费用分别为 1.80/1.72/-0.02 亿元，三费率分别为 11.99%/11.41%/-0.12%，期间费用率为 23.27%，同比下滑 0.45pct，期间费用管控良好。公司单三季度研发费用 0.38 亿，同比增长 12.72%，研发投入占比为 6.80%；前三季度研发费用为 1.13 亿元，同比增长 18.35%，研发投入占比维持在 7.5%左右。
- **对标大客户，房地产与通信领域预计延续良好增势。**2019 年上半年公司终端电器、配电器、控制电器业务推进顺利，增速分别为 7.49%/+19.97%/22.90%。2019 年前三季度国内房地产固定资产投资额累计增速为 10.10%，公司专注万科、碧桂园等大客户；国内 5G 建设持续加速，公司与华为合作，在 5G 断路器领域取得领先优势，预计三季度公司在房地产、通信等领域延续良好增势。
- **海盐基地开工，为百亿目标奠定基础。**2019 年 9 月公司海盐生产基地开工，该项目总投资约 11 亿元、占地 206 亩，将助力公司实现年产值 100 亿目标，并完善供应链布局、提升产品质量、降低生产成本。
- **投资建议：**公司为国内高端低压电器领先品牌，在通信、新能源、地产等领域优势明显，当前受益于 5G、新能源、电动车、智能家居等需求放

量, 预计公司 2019-2021 年归母净利润将分别达 2.88/3.54/4.37 亿元, EPS 分别为 0.37/0.45/0.56 元, 对应 2019 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 22.1/18.2/14.6 倍, 维持增持评级。

- **风险提示:** 宏观经济增速不及预期、市场竞争加剧、原材料价格上涨

2.4.3 正泰电器: 业绩符合预期, 龙头地位稳固

图表 69: 正泰电器三季报关键数据概览

	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	同比	2019Q3	2019Q2	2018Q3	同比	环比
营业收入 (亿元)	224.77	191.11	17.62%	80.50	84.33	72.08	11.67%	-4.54%
毛利 (亿元)	66.10	56.89	16.19%	25.52	24.45	21.85	16.83%	4.38%
归母净利润 (亿元)	28.64	27.90	2.65%	10.80	12.42	10.07	7.21%	-13.05%
扣非归母净利润 (亿元)	27.99	27.99	-0.02%	10.69	12.03	10.15	5.38%	-11.08%
毛利率	29.41%	29.77%	-0.36%	31.71%	29.00%	30.31%	1.40%	2.71%
净利率	13.32%	15.11%	-1.80%	13.99%	15.36%	14.36%	-0.36%	-1.37%
ROE	12.61%	13.27%	-0.66%	4.75%	5.60%	4.91%	-0.16%	-0.85%
EPS	1.33	1.3	2.31%	0.50	0.58	0.47	7.22%	-13.04%

来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年三季度报告:** 前三季度营收 224.77 亿元, 同比增长 17.62%; 归母净利润 28.64 亿元, 同比增长 2.65%, 剔除去年同期出售光伏电站收益影响, 实际归母净利润增速为 20.46%; 毛利率 29.41%, 同比下降 0.36pct; 净利率 13.32%, 同比下降 1.80pct。单季度来看: 营收 80.50 亿元, 同比增长 11.67%; 归母净利润 10.80 亿元, 同比增长 7.21%; 毛利率 31.71%, 同比提升 1.40pct; 净利率 14.36%, 同比下降 0.36pct。符合市场预期。
- **去年同期水投电站交易影响表观业绩增速, 同口径业绩增速为 20.46%。** 2018 年公司向浙江水利水电转让 10 家子公司各 51% 股权, 增厚 2018 年前三季度归母净利润约 4 亿元, 剔除该影响公司 2019 年前三季度实际业绩增速为 20.46%, 持续稳健增长。公司单三季度毛利率为 31.71%, 同比提升 1.40pct; 前三季度毛利率为 29.41%, 同比小幅下降 0.36pct, 保持相对稳定。
- **光伏运营业务稳健增长。** 2019 年三季度末公司光伏电站经营装机容量为 3.18GW (分布式 2.03GW+集中式 1.15GW), 相比 2018 年三季度末提升 1.25GW; 2019 年前三季度电费收入规模 17.96 亿, 同比提升 14.50%, 光伏电站运营规模及电费收入持续稳健增长。
- **期间费用管控良好, 经营现金流大幅提升。** 公司前三季度销售/管理 (含研发) /财务费用同比增长 18.61%/4.55%/41.50%, 三费率分别为 6.23%/7.04%/1.53%, 期间费用率为 16.28%, 同比下降 0.31pct, 费用管控良好。公司前三季度经营性现金流净额为 29.55 亿元, 同比大幅增长

99.05%，主要系公司销售回款同比大幅增加。

- **大客户+高端市场战略强化份额，泛在及 5G 推进带来新动力。**公司持续强化经销网络，聚焦行业大客户，积极布局高端产品，产品份额有望持续提升，业务结构将持续优化。当前泛在电力物联网与 5G 建设全面推进，将带来广阔配网侧低压电器、能源解决方案与 5G 基站配电系统需求，公司基于品牌优势、完善产品线与强大研发实力将充分受益。
- **投资建议：**公司为国内低压电器龙头，基于新能源解决方案打造“新能源发电+配、售、用电”全产业链，协同效应凸显。公司持续推进渠道建设与行业大客户拓展，低压电器份额有望持续增长；新能源领域公司积极推进海外布局，全球竞争地位稳步提升。**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 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 11.7/9.8/8.5 倍，维持增持评级。**
- **风险提示：**宏观经济不及预期、原材料价格上涨、海外业务拓展不及预期

2.4.3 宏发股份：业绩符合预期，国产 M3 带来新增量

图表 70：宏发股份三季报关键数据概览

	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	同比	2019Q3	2019Q2	2018Q3	同比	环比
营业收入 (亿元)	51.48	50.53	1.87%	17.41	17.82	16.98	2.54%	-2.27%
毛利 (亿元)	20.20	19.68	2.66%	7.13	6.87	6.86	3.94%	3.85%
归母净利润 (亿元)	5.56	5.88	-5.54%	2.01	1.97	2.21	-9.06%	1.93%
扣非归母净利润 (亿元)	5.26	5.53	-4.80%	1.92	1.84	2.09	-7.84%	4.58%
毛利率	39.25%	38.94%	0.30%	40.96%	38.55%	40.41%	0.55%	2.42%
净利率	14.74%	15.81%	-1.07%	15.86%	14.85%	17.57%	-1.72%	1.00%
ROE	11.45%	13.44%	-1.99%	4.30%	4.31%	5.25%	-0.95%	-0.01%
EPS	0.75	0.79	-5.06%	0.27	0.26	0.30	-9.06%	1.93%

来源：wind，中泰证券研究所

- **公司发布 2019 年三季度报告：**前三季度营收 51.48 亿元，同比增长 1.87%；归母净利润 5.56 亿元，同比下滑 5.54%；扣非归母净利润 5.26 亿元，同比下滑 4.80%；毛利率 39.25%，同比提升 0.30pct；净利率 14.74%，同比下降 1.07pct。**单季度来看：**三季度营收 17.41 亿元，同比增长 2.54%；归母净利润 2.01 亿元，同比下滑 9.06%；扣非归母净利润 1.84 亿元，同比下滑 7.84%；毛利率 40.96%，同比提升 0.55pct；净利率 15.86%，同比下降 1.72pct。整体符合市场预期。
- **期间费用率提升致净利率下滑，经营现金流大幅增长。**公司前三季度销售/管理（含研发）/财务费用分别为 2.65/7.81/0.12 亿元，分别同比增长 7.07%/6.67%/766.30%，三费率分别为 5.15%/15.17%/0.24%，期间费用率为 20.55%，同比增长 0.98pct，期间费用率提升致前三季度净利率同比

下滑 1.07pct；其中财务费用大幅增长主要系借款与贴现利息支出增加。公司前三季度经营性现金流净额为 15.53 亿元，同比大幅提升，主要系销售回款、托收贴现及税收返还同比增长。

- **电力、高压直流及工控继电器维持较高增势。**前三季度电力、高压直流及工控继电器发货量保持较高增势，增速分别达 21%/39%/17%；考虑到全年智能电表招标量维持较高增速（2019 年招标量同比增长 39.9%）、高压直流继电器方面 Tesla 项目于 10 月启动量产，工控继电器在供货西门子、施耐德等大客户的同时积极拓展电梯、轨交等新增长点，预计全年有望维持较高增势。
- **三季度需求企稳，功率与汽车继电器降幅有望收窄。**今年由于国内白电市场竞争加剧与汽车市场需求调整，前三季度功率与汽车继电器发货量分别同比下滑 7.7%/20%，随着三季度空调、冰箱等家电需求企稳以及汽车产量降幅收窄，预计市场调整已趋于末期，考虑到三季度获得奔驰等件号认定，全年功率与汽车继电器业务降幅有望继续收窄。
- **国产特斯拉量产在即，带来新一轮增长驱动力。**公司近年来在高压直流继电器领域持续拓展高端客户，除在国内迅速占据 40% 份额外，有望成为国产特斯拉高压直流继电器主要供应商。国产特斯拉 Model 3 车型预计将于 2019 年年底达产，若以 15 万辆年产量测算，假设单车高压直流继电器产品价值量 600-900 元，全年将带来高压直流继电器需求空间 0.9-1.35 亿元，对应 2018 年公司高压直流继电器收入弹性为 15.8%-23.7%，对应 2018 年公司整体收入弹性为 1.3%-2.0%。中长期来看，若以 50 万辆产量测算，对应 2018 年公司整体收入弹性为 4.3%-6.7%。
- **投资建议：**公司为国内继电器龙头，客户响应与品控水平行业领先，当前国产特斯拉量产在即、电表需求维持高景气度、新能源汽车海外标杆客户陆续锁定、家电及汽车行业需求静待反转，**预计公司 2019-2021 年归母净利润将分别达 8.02/9.40/11.14 亿元，EPS 分别为 1.08/1.26/1.50 元，对应 2019 年 11 月 1 日收盘价 PE 分别为 23.1/19.8/16.6 倍，维持增持评级。**
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期、产能扩增进度不及预期、市场竞争加剧

2.5、投资建议

- 2019 年前三季度宏观经济增速放缓、外部环境压力较大，工控行业景气度承压、下游需求疲软，四季度仍需等待下游需求与投资意愿好转。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、高端低压电器市场领先者良信电器、国内低压电器龙头正泰电器、全球继电器龙头宏发股份、多元化业务成长动力充沛的优秀电控供应商麦格米特等。

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。