

仪器仪表行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

邓伟

分析师 SAC 执业编号: S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

工控“三重底”逐步明晰，行业增速有望最快在2020年Q1转正

事件:

- 11月30日，国家统计局公布2019年11月中国采购经理指数PMI，11月份，制造业PMI为50.2%，比上月上升0.9个百分点，在连续6个月低于临界点后，再次回到扩张区间，其中市场预期仅为49.5%。

评论:

- PMI生产、新订单指数反映需求有所回暖，但价格等PPI数据低迷意味需求回暖尚难确认，分行业来看消费制造业复苏稍强于中游制造业。**11月工业制造业生产指数和新订单指数分别为52.6%、51.3%，分别环比上升1.8、1.7个百分点，均标明制造业需求端当月回暖明显，但原材料和出厂价格低迷使得判断需求持续性复苏困难。从行业大类看：统计局判断食品饮料等消费制造业运行在扩张周期；从进出口数据看：进出口虽仍然处于收缩区间但有明显好转；产业微观调研同样得到下游消费制造业复苏优于中游装备制造业，我们分析可能是贸易战带来的轻工出口回暖以及节庆抢订单因素。
- PMI数据回暖，企业规模结构性角度整体较为均衡，工控OEM正在从负转正，工控项目型增速仍然正增速收窄压力较大。**从企业规模看，11月大型企业、中型企业PMI分别为50.9%、49.5%、49.4%，比上月分别回升1、0.5、1.5个百分点。大型企业中的周期品单月回暖可能和基建稳增长及油价企稳有关，但产业调研反映对应的工控项目型市场需求增速虽然为正但有继续下行压力。从对内外资工控产业跟踪来看，中小型企业（主要对应工控OEM市场）需求确有回暖迹象，特别是5G对3C产业需求的拉动作用明显，体现在3C制造业固定资产投资月度增速环比加速提升，伺服Q3增速已经率先回正且增速持续提升确定性很强，其他例如汽车、通用设备等中游制造业回暖是关键。
- PMI原材料指数本月小幅提升，国产工控代理商有补库存需求。**11月PMI原材料库存指数47.8%，比上月回升0.4个百分点，原材料库存跌幅收窄，我们了解到经过1年多的库存去化，国产工控代理商及下游制造业企业存货、备品备件处于较低位置，近两月回暖确实有一部分补库存需求。补库存时间长短有赖于企业盈利改善和下游真实需求回暖程度，仍需观察，但工业制造业存货已经到达近7年低点已是既成事实。
- 制造业经济周期性底部较为明确，且处于底部偏右侧位置，但我们更加想强调的是，未来产业升级和人力替代带来的自动化强成长逻辑将明显强于周期性逻辑。**从业人员PMI指数持续低迷的背后，固然代表了制造业需求不景气，同时也反映了制造业长期“招工难、用工贵”的客观现象，在自动化价格下降和人力成本提升输出的转折点附近，未来自动化加速替代人力大势所趋。同时国家对地产行业政策长期高压以及对基建逆周期调控托而不举已成为一致预期，短期复苏及长期发展一定要求的是经济内生动力的成长而非大规模投资，这个内生成长动能一定是产业升级，在这个由制造向研发销售转变、自动化升级漫长过程，我们的人均工业增加值一定会继续大幅向德国、美国、日本靠拢，因此工控自动化需求长期保持8%增长中枢是大概率事件。

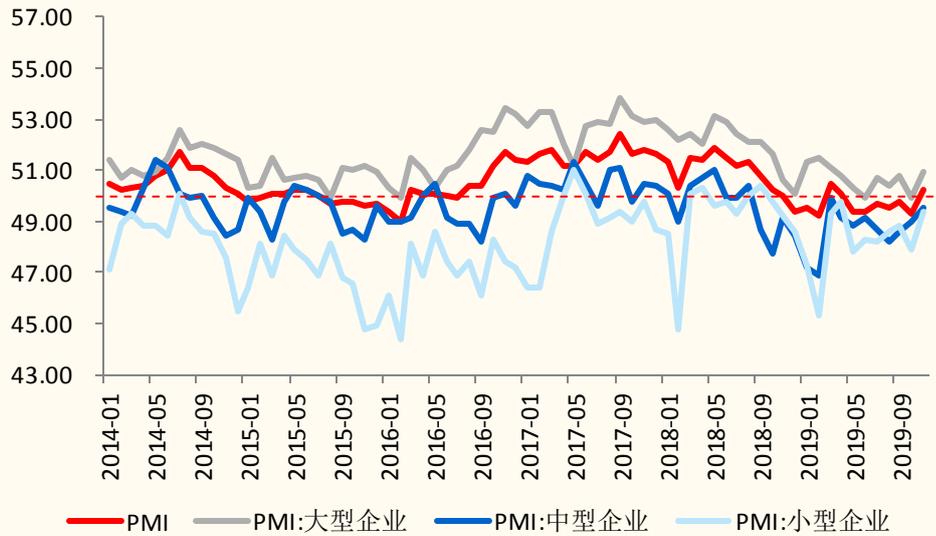
投资建议:

- 维持工控行业底部偏右侧观点，11月PMI多维数据均超预期，继续维持工控自动化行业底部偏右侧观点，制造经济周期底、产业升级成长底、工控企业利润底“三重底”逐步明晰，建议从绝对收益角度逢低布局工控自动化龙头汇川技术，关注宏发股份、信捷电气等。

风险提示:

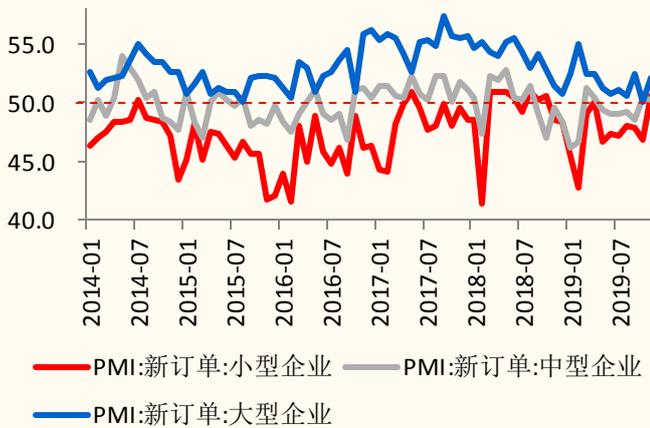
- 制造业固定资产投资不达预期；工业制造业企业利润大幅下降；

图表 1: 11 月各类规模企业 PMI 均有所复苏, 其中小型企业 PMI 提升最多



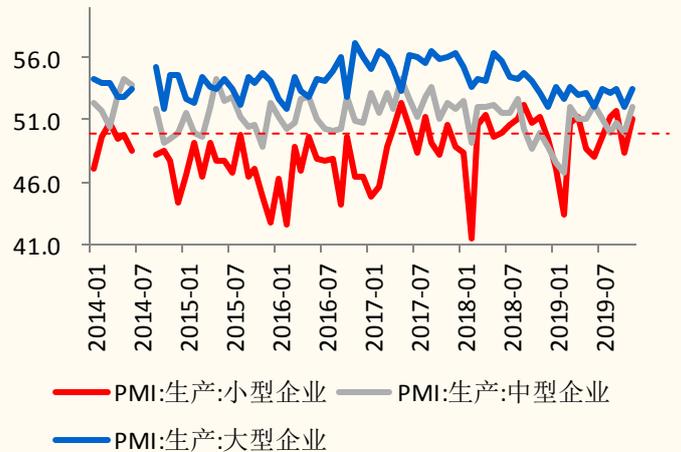
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 2: 小型企业新订单 PMI 指数环比提升 3.8pct, 提升幅度为三类企业最高



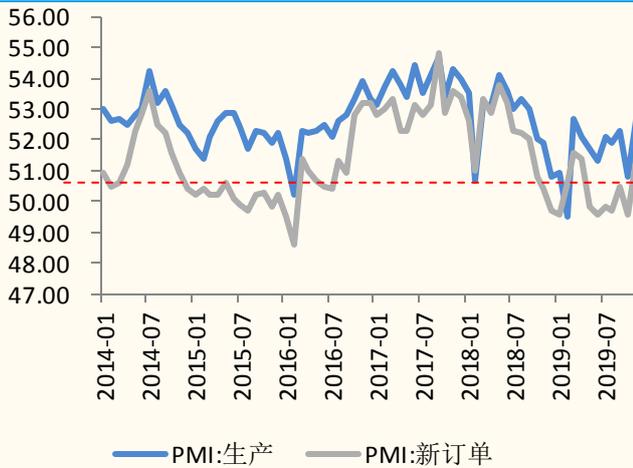
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表 3: 小型企业新订单 PMI 指数环比提升 2.6pct, 提升幅度为三类企业最高

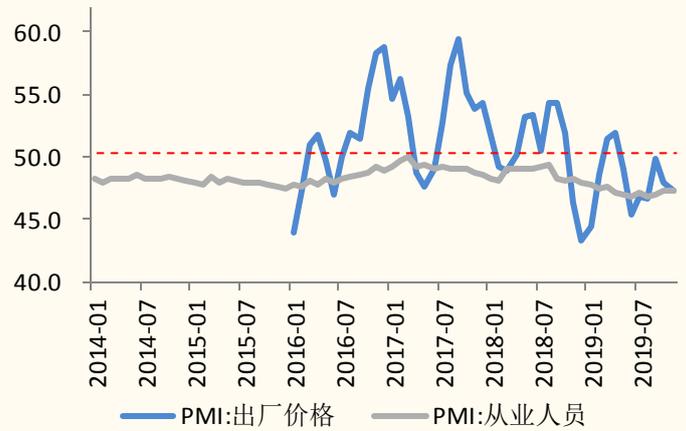


来源: 国家电网、国金证券研究所

图表 4：生产、新订单 PMI 指数显示 11 月需求有所复苏



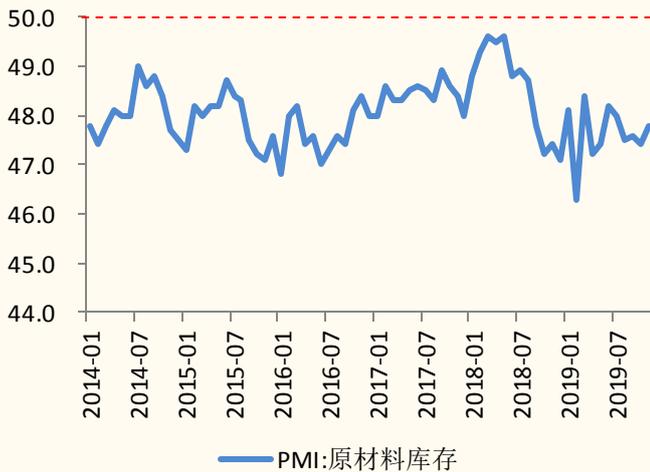
图表 5：出厂价格、从业人员 PMI 指数显示需求复苏持续性有待观察



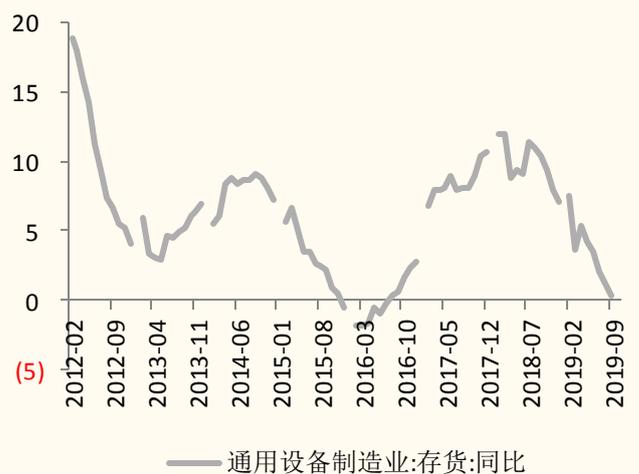
来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：国家电网、国金证券研究所

图表 6：11 月 PMI 原材料库存指数有所回升



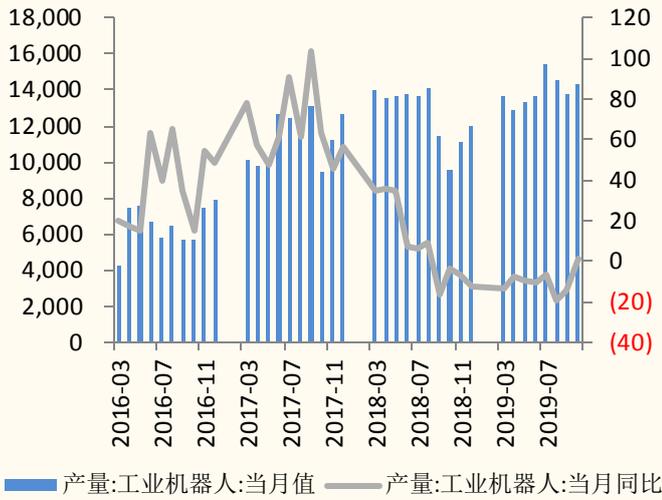
图表 7：通用设备制造业存货同比已经趋于近 8 年最低位



来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表 8: 3C 拉动国内 10 月份机器人产量增速回正



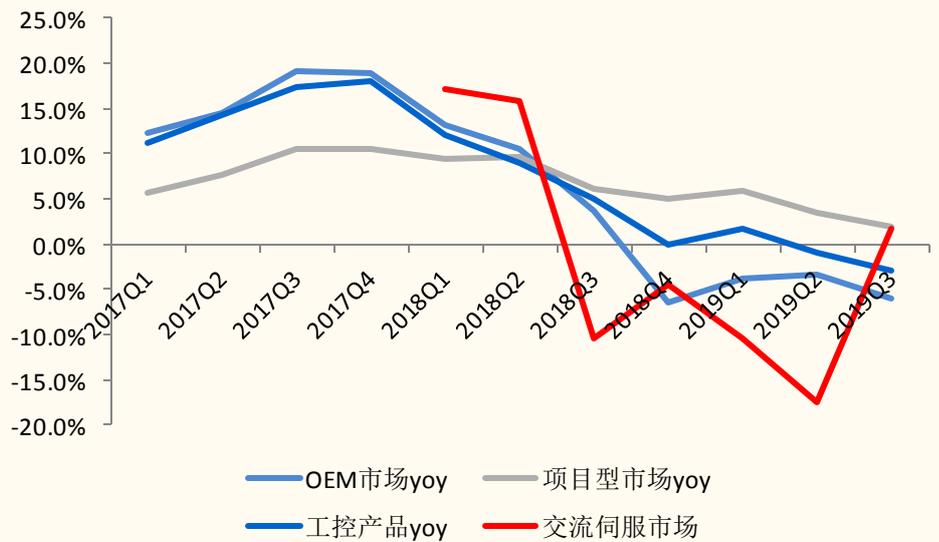
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 3C 制造业固定资产投资正持续加速回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 3C 带动伺服市场率先回暖, 工控增速最快有望在 2020 年 Q1 转正



来源: 工控网、睿工业、国金证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH