工控龙头乘风破浪，电力设备盈利改善

--工控&电力设备行业2020年中期投资策略

证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn
联系电话：021-60199798

2020年7月18日

研究助理 柴嘉辉

工控龙头乘风破浪，电力设备盈利改善

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **工控：行业复苏、龙头“乘风”、“破浪”。1）“乘”行业复苏之“风”：**19Q4工控行业景气度改善，20Q1受疫情影响，Q2国内疫情后重回复苏轨道。从下游看锂电、光伏、电子等先进制造业需求强劲，传统行业纺织、电液、及基建相关的起重等行业需求恢复，看好下半年行业需求持续复苏；分产品看，下游以先进制造、离散行业为主的伺服、PLC需求2020年有望重回10-20%增长，以传统、流程行业为主的变频有望维持个位数稳健增长。**2）替代外资，“破浪”勇进：**龙头汇川技术优势行业复苏、进口替代加速，内部产品迭代叠加管理、营销发力，上半年订单同比+50%、全年工控有望增长超40%。首推**汇川技术、**推荐**信捷电气、麦格米特**，关注：**雷赛智能。**
- **继电器：高压直流持续高增，白电、传统车等下游底部待改善。**高压直流继电器市场空间大，测算2025年市场空间123亿（2019年约22亿），有望持续高增，短期行业排产改善。宏发股份卡位高压直流继电器龙头，订单包括大众、奔驰、Tesla、丰田、宝马等主流车厂，在手累计订单超140亿，锁定高成长性。继电器其他主要下游家电、传统车等目前在周期底部，有望逐步进入边际改善区间。推荐：**宏发股份。**
- **低压电器：进口替代加速，通信提振需求。**低压电器国内市场空间800亿以上、其中中高端市场400亿，目前以外资施耐德、ABB、西门子等为主，进口替代持续进行。通信行业5G、IDC建设为低压电器打开增量空间，测算未来4年5G基站低压电器累计需求70亿+，IDC市场空间10-20亿、维持高速增长。推荐：**正泰电器**，关注：**良信电器。**
- **电网：投资计划上调，结构性机会凸显，行业盈利能力改善。**今年在疫情后基建拉动背景下，国网投资由4080亿（同比-9%）上调至4500亿（同比持平~小幅增长），其中特高压投资1000亿、明显提速。结构性来看，特高压建设提速，今年剩余的“2直4交”有望核准开建，同时超预期新增3条线路进入前期预可研阶段；电力物联网继续快速推进，配网、调度、综合能源服务也是今年建设重点。此外，受益于国网招标提升对产品质量的评价权重，行业份额向龙头倾斜、行业盈利普遍改善。推荐：**国电南瑞、思源电气**，关注：平高电气、许继电气、长高集团、国网信通、涪陵电力、炬华科技、海兴电力等。
- **风险提示：**投资增速下滑，政策不达预期，价格竞争超预期。

目录



- 一、工控：重启景气周期，龙头乘风破浪
- 二、继电器：电车重塑需求，宏发卡位龙头
- 三、低压电器：进口替代加速，通信提振需求
- 四、电网：投资计划上调，结构机会凸显
- 五、风险提示

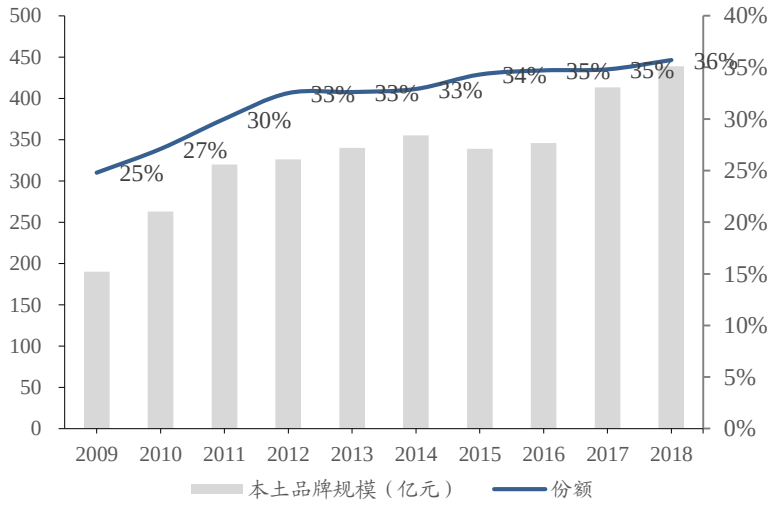
工控成长性：人工成本上涨倒逼产业升级、进口替代空间广阔

- **工控成长性：人口红利后的必然选择。**伴随人口红利消失，我国制造业人员平均工资从2000年8750元增长至2018年72088元，制造业提升自动化水平替代人工的经济性愈加凸显。
- **装备制造业产业升级正当其时，制造业工控需求将持续提升。**现代制造业对产品一致性、精度的要求越来越高，机器替代人工的进程加速，制造装备升级正当其时，制造业工控需求持续提升。
- **国产替代空间巨大：**外资企业占据国内工控市场份额60%以上，但国内外产品技术差距不断缩小，内资品牌份额从09年的25%提升至18年的36%，替代进程仍在加速。

图 制造业就业人员工资持续上涨（元/年）

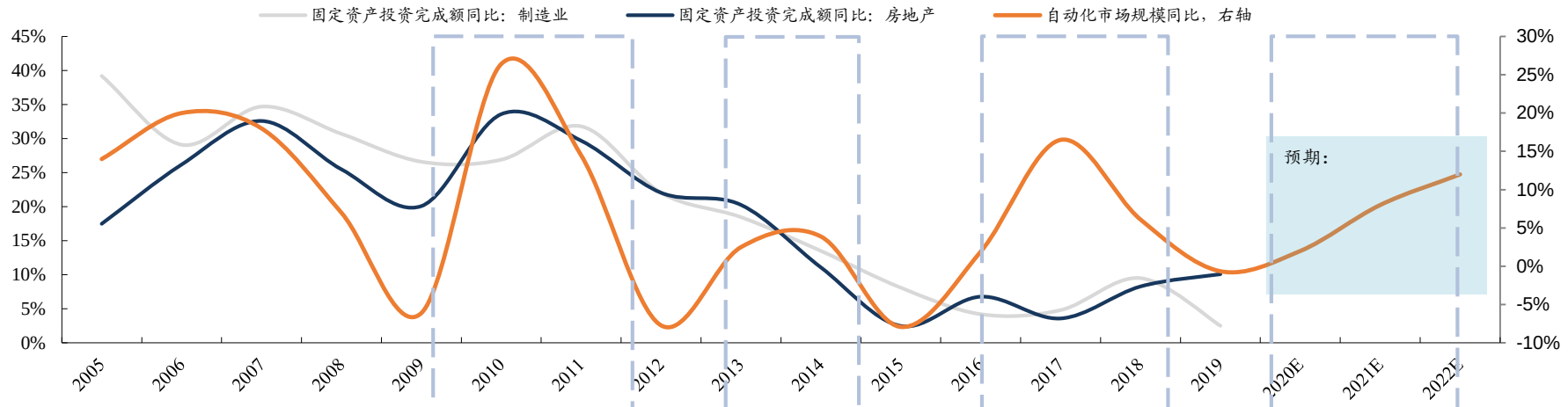


图 产品市场国产替代空间广阔（亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

一、工控：重启景气周期，龙头乘风破浪



- **从历史上看，08年以来3轮上行周期，工控行业增长与制造业景气度、固投的关系明确，行业业绩的波动性高于股价的弹性。**



- **第一轮四万亿大刺激：**08年四万亿+PMI自08年历史低位后连续反弹，10年工控行业增速创新，09年、10年超额收益分别达93%、72%。
- **第二轮房地产三年小周期反弹：**13-14年持续超额收益，房地产投资13年初有一定反弹+轻工业用电量增长+PMI持续位于荣枯线之上，行业略有增速，股价略有超额收益。
- **第三轮供给侧改革：**16H2开始反弹，制造业和房地产都是触底反弹，17年行业弹性甚至接近10年，说明行业弹性仍然很高，指数反弹不明显，个股龙头业绩和股价表现优异。
- **第四轮贸易战扰动：**18Q2开始贸易战影响下游投资信心，工控行业增速开始快速下行，股价整体有所回落。
- **第五轮复苏周期有望开启：**19Q4起制造业景气度出现拐点，20年年初尽管受疫情影响，但不影响复苏大趋势，有望开启新一轮2-3年的复苏周期。

数据来源：wind、工控网、东吴证券研究所

一、工控：重启景气周期，龙头乘风破浪

工控周期性：20Q1工控行业受疫情影响，但先进制造业表现突出

- 20Q1工控行业受疫情影响回落12.4%，其中，**OEM市场整体-5%回落较小**，下游中电子半导体+17.9%、锂电+14.9%、3C+12.8%、空调+16%、起重-15%、电梯-27.2%、纺织-35%，医疗设备、口罩机等归类在“其他”项目，同比+28.8%贡献；**项目型市场同比-21%**，项目型市场；**分产品来看**，伺服+1.3%、低压变频-18.6%、CNC -35%、小型PLC -2%。

图　工控行业分产品增速

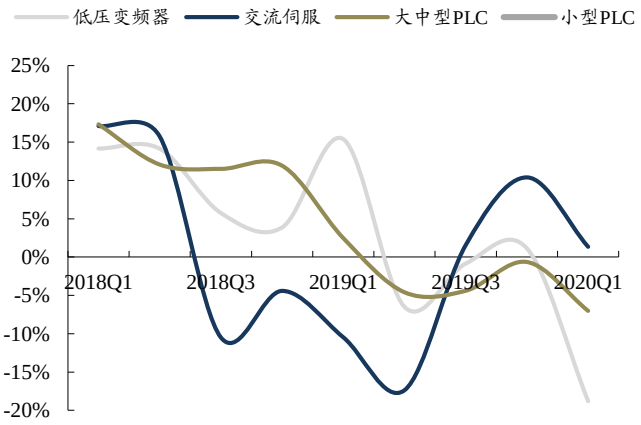


表　2019-20Q1　工控市场按下游增速

单位：	2019								2020	
百万元	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY
OEM市场合计	16051	-8.9%	17290	-14.9%	15684	-2.9%	15832	14.7%	15248	-5.0%
机床	4328	-30.6%	4737	-28.3%	3602	-18.5%	4088	25.1%	3229	-25.4%
电子及半导体	1149	-7.9%	1427	-0.7%	1473	7.5%	1386	30.5%	1355	17.9%
电池制造设备	676	10.6%	743	11.1%	677	13.2%	612	19.5%	777	14.9%
纺织机械	993	-11.1%	1213	-14.8%	1118	-12.9%	878	-8.3%	645	-35.0%
暖通空调	550	20.9%	690	17.5%	709	20.0%	538	20.9%	638	16.0%
包装机械	648	-5.1%	802	-12.8%	788	-5.7%	694	-0.3%	583	-10.0%
起重机械	655	19.7%	628	-13.3%	563	-12.7%	430	-4.4%	556	-15.1%
物流设备	452	6.4%	603	6.5%	629	9.8%	491	11.8%	510	12.8%
电梯	687	-3.0%	996	-3.0%	918	-2.4%	835	19.1%	500	-27.2%
工业机器人	431	-15.2%	456	-10.9%	417	4.3%	401	25.7%	366	-15.1%
食品饮料机械	359	-6.5%	459	-1.3%	444	-3.5%	363	4.9%	300	-16.4%
橡胶机械	335	1.8%	388	1.3%	367	0.3%	297	3.1%	288	-14.0%
塑料机械	356	-9.0%	464	-5.5%	458	-0.9%	370	3.1%	284	-20.2%
印刷机械	291	-11.3%	363	-8.3%	360	-8.2%	297	-3.9%	238	-18.2%
纸巾机械	207	-3.7%	280	-1.4%	266	6.8%	228	17.5%	238	15.0%
3C制造设备	196	-18.0%	185	-20.6%	206	-3.7%	207	19.0%	221	12.8%
建材	204	-1.0%	246	3.8%	251	4.6%	236	10.8%	210	2.9%
工程机械	218	11.8%	294	9.7%	314	7.9%	212	12.2%	189	-13.3%
制药机械	148	-2.0%	163	0.0%	156	2.0%	148	11.3%	122	-17.6%
造纸	130	-7.1%	183	-2.7%	182	-3.7%	146	-2.0%	110	-15.4%
陶瓷卫浴	51	10.9%	60	13.2%	57	16.3%	43	16.2%	48	-5.9%
烟草机械	23	0.0%	30	7.1%	35	6.1%	29	3.6%	23	0.0%
其他	2964	21.5%	1880	-28.9%	1694	22.0%	2903	14.2%	3818	28.8%
项目型市场合计	13955	14.2%	14087	-4.0%	14516	0.6%	13240	2.8%	11024	-21.0%
化工	3066	22.6%	3198	8.6%	2728	12.6%	2424	5.4%	2084	-32.0%
市政及公共设施	2315	31.5%	2741	16.4%	2888	18.8%	2611	21.4%	2019	-12.8%
石化	1625	28.2%	1476	5.6%	1724	12.6%	1489	8.5%	1443	-11.2%
电力	1540	8.1%	1759	-4.5%	1695	-5.3%	1566	-1.8%	1132	-26.5%
冶金	887	33.8%	1022	21.7%	1045	23.1%	1000	30.2%	733	-17.4%
汽车	468	9.6%	681	-0.3%	451	6.4%	345	1.2%	290	-38.0%
采矿	192	28.0%	214	18.9%	294	26.2%	271	26.0%	193	0.5%
造纸	182	0.0%	182	-7.1%	224	-7.4%	192	-11.9%	152	-16.5%
其他	3680	-4.2%	2814	-33.7%	3467	-23.0%	3342	-14.8%	2978	-19.1%
工控行业合计	30006	0.5%	31377	-10.3%	30200	-1.2%	29072	8.9%	26272	-12.4%

数据来源：wind、工控网、东吴证券研究所

月度数据：疫情后恢复迅速

- **6月制造业PMI 50.9，前值50.6，连续4月站上荣枯线**，其中大型企业PMI 52.1（环比+0.5pct）、中型企业50.2（环比+1.4pct）、小型企业48.9（环比-1.9pct）；
- 前6月制造业固投同比-11.7%，连续3月环比收窄；4月工业增加值+3.9%转正、5月/6月同比+4.4%/+4.8%

图　6月制造业PMI为50.9

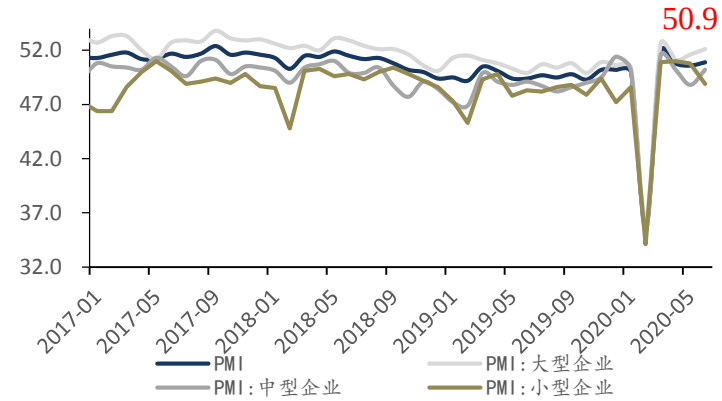


图　20Q1企业家信心指数回落34个点至94.6

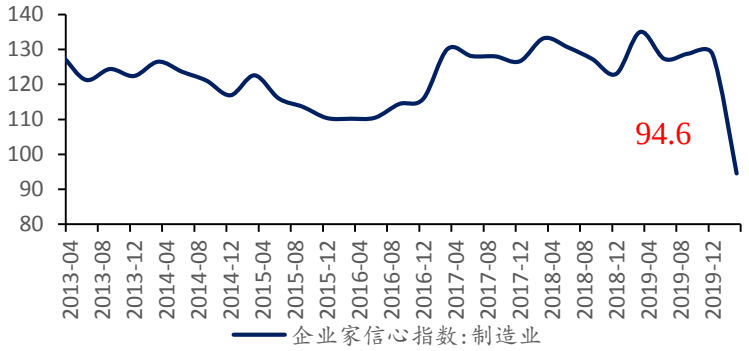


图　制造业固投6月累计同降11.7%收窄

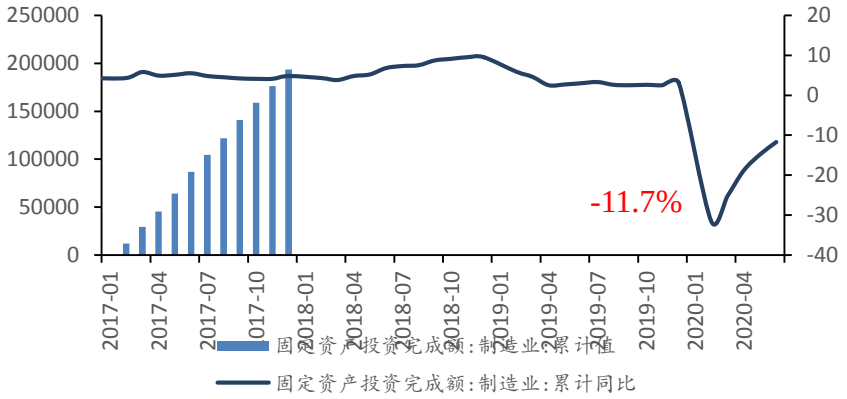


图　6月制造业工业增加值（当月）同比+4.8%增速上升



数据来源：wind、东吴证券研究所

中游数据：疫情后工业机器人、机床产销两旺

- **疫情后下游制造业投资恢复，中游工业机器人、机床产量4月起快速恢复、5-6月持续高增。**6月工业机器人产量同比+29.2%，增速环比+12.3pct；金属切削机床产量同比+15.4%，环比大幅-1.7pct；成形机床产量同比-16.7%，增速环比-27.8pct。

图　6月工业机器人产量增速29. 2%

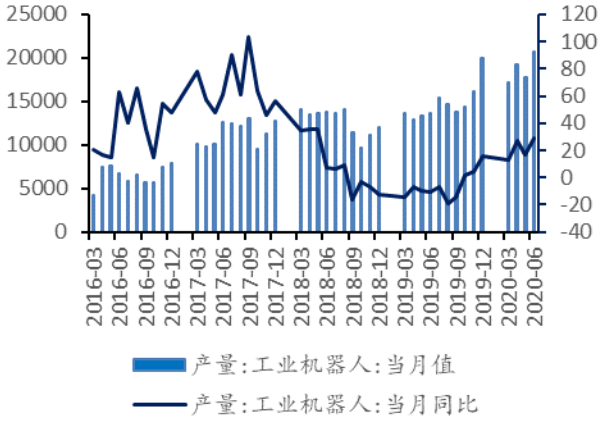


图　6月金属切削机床产量同比15. 4%

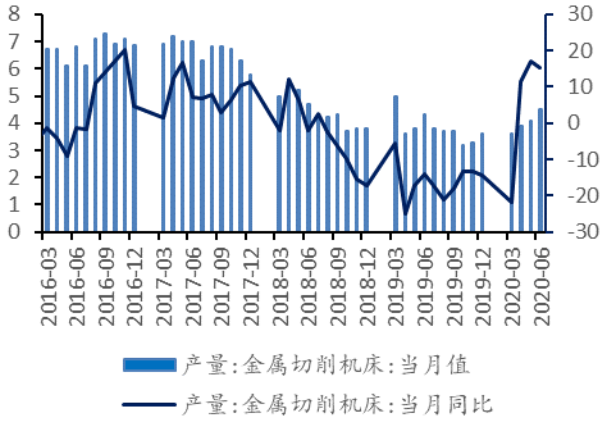
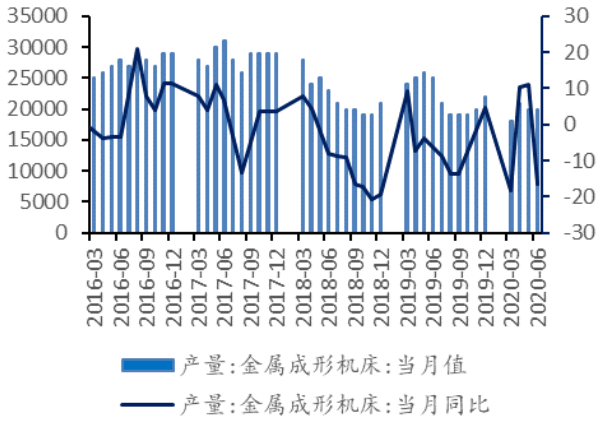


图　6月金属成型机床产量同比-16. 7%



数据来源：wind、东吴证券研究所

一、工控：重启景气周期，龙头乘风破浪

公司层面：海外Q1订单改善、Q2预计受到影响，国内龙头Q2需求强

- **海外工控20Q1订单小幅改善、机器人订单显著改善，中国区域受疫情影响。**海外工控龙头Q1自动化订单合计同比+1.9%，环比小幅改善0.4pct；机器人订单增速由负转正至+3.9%；中国区订单受疫情影响回落3.7%，增速环比-11.1pct。

- **国内市场Q2需求旺盛。**5月国内需求改善，6月伺服销售旺盛、变频需求略下行，下游3C、锂电、光伏、激光加工机等需求旺盛，传统行业景气度回升，疫情相关的口罩机、熔喷布等需求5月起快速萎缩。龙头汇川1-6月订单同比50%以上。此外，海外疫情加剧以来，内资进口替代步伐显著加快。

表 自动化公司订单统计

地区	公司	项目	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
日本	YASKAWA 安川电机	整体订单YoY	16.0%	10.0%	-4.0%	-9.0%	-17.0%	-17.0%	-13.0%	-11.0%	-4.0%
		运动控制YoY	5.0%	3.0%	-7.0%	-12.0%	-20.0%	-26.0%	-16.0%	-8.0%	3.0%
		机器人YoY	24.0%	15.0%	7.0%	-8.0%	-10.0%	-19.0%	-22.0%	-17.0%	-15.0%
		中国区域YoY	47.0%	8.0%	-8.0%	-23.0%	-35.0%	-22.0%	-21.0%	-3.0%	3.0%
	FANUC 发那科	整体订单	17.58	15.63	13.13	12.17	12.80	12.47	11.50	10.90	11.61
		整体订单YoY	21.9%	-14.3%	-14.2%	-29.8%	-26.1%	-19.6%	-15.7%	-13.6%	-10.1%
		工业自动化	5.39	5.67	4.10	3.83	3.93	3.46	2.77	3.14	3.33
		工业自动化YoY	7.9%	-1.3%	-16.0%	-29.4%	-26.0%	-38.6%	-35.0%	-21.1%	-16.0%
		机器人	5.25	4.86	4.67	4.13	5.03	5.10	4.99	4.28	4.76
		机器人YoY	13.8%	-15.7%	-5.8%	-23.6%	-2.6%	5.8%	2.9%	-0.2%	-6.3%
		机床	4.93	3.12	2.22	2.03	1.83	1.90	1.60	1.49	1.58
		机床YoY	65.8%	-36.0%	-36.4%	-55.4%	-62.4%	-38.5%	-30.6%	-29.3%	-14.4%
		中国区域	5.05	3.74	1.97	1.73	2.10	2.01	1.73	2.06	2.26
		中国区域YoY		-34.1%	-49.1%	-66.3%	-57.8%	-45.8%	-15.5%	14.9%	6.5%
欧洲	ABB	整体订单	97.72	94.83	89.41	69.85	76.13	74.01	66.88	68.86	73.46
		整体订单YoY	16.3%	13.6%	9.6%	10.4%	0.8%	3.8%	-3.3%	-1.4%	1.0%
		机器人&电机	25.79	27.88	22.76	21.75	25.45	26.45	23.27	23.03	27.12
		机器人&电机YoY	18.5%	25.6%	12.0%	6.7%	-1.3%	-5.1%	-7.1%	-4.2%	9.2%
		自动化	21.17	17.64	16.43	18.66	18.84	16.22	14.38	17.06	17.57
		自动化YoY	25.9%	17.7%	-0.7%	4.0%	-11.0%	-8.0%	1.1%	3.7%	6.0%
		亚非地区	37.99	34.13	30.35	21.46	25.41	23.21	21.22	19.56	22.30
		亚非地区YoY	30.4%	11.4%	-0.8%	0.4%	-7.6%	-6.3%	-2.7%	-8.9%	-7.0%
	Kuka	整体订单	11.06	11.45	9.84	6.83	10.17	10.27	6.94	6.81	7.65
		整体订单YoY	-6.9%	-4.7%	5.2%	-29.4%	-0.6%	-4.8%	-26.2%	1.6%	-23.0%
		机器人	3.80	4.63	3.03	2.79	3.72	3.14	2.39	2.41	3.00
		机器人YoY	0.6%	11.0%	-9.7%	-11.7%	-7.2%	-11.0%	-27.5%	-12.1%	-17.5%
		系统	5.05	3.73	4.02	2.78	2.31	2.50	2.07	2.76	1.29
		系统YoY	-7.7%	-28.7%	14.6%	-29.2%	-37.2%	34.7%	-39.9%	0.9%	-43.0%
		中国分部					1.96	1.56	0.62	1.00	1.55
		中国分部YoY					121.5%	-50.3%	-34.6%	0.0%	-19.0%
	Siemens	整体订单	274.27	271.85	275.61	287.32	268.09	275.46	274.25	274.82	168.17
		整体订单YoY	-1.9%	15.0%	0.2%	12.0%	5.8%	7.5%	4.2%	1.6%	-9.0%
		工业自动化	41.78	39.16	39.60	38.67	38.51	42.06	44.46	46.93	46.30
		工业自动化YoY	18.7%	8.5%	15.5%	-3.9%	-0.3%	-4.4%	-2.1%	2.6%	2.0%
		中国区域	23.90	25.39	27.25	25.45	23.86	26.25	25.77	30.01	18.17
		中国区域YoY	10.6%	18.7%	5.6%	9.2%	8.0%	9.7%	-0.9%	21.3%	1.0%
合计	自动化	订单合计	68.35	62.48	60.12	61.16	61.28	61.74	61.60	67.13	67.20
		订单YoY	19.9%	9.9%	7.9%	-3.9%	-5.9%	-8.2%	-3.6%	1.5%	1.9%
	机器人	订单合计	34.83	37.37	30.47	28.67	34.20	34.69	30.65	29.72	34.87
		订单YoY	15.5%	16.3%	6.4%	-1.0%	-2.2%	-4.2%	-7.6%	-4.3%	3.9%
	中国区域	订单合计	66.94	63.26	59.57	48.64	53.34	53.03	49.35	52.63	44.28
		订单YoY	20.0%	9.6%	-1.1%	-2.3%	-3.8%	-4.5%	-2.9%	7.4%	-3.7%

数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

公司层面：国内工控公司订单有改善，但龙头的

- **6月伺服销售仍然旺盛、变频需求略有下行，**下游3C、锂电、光伏、激光加工机等需求旺盛，传统行业景气度回升，疫情相关的口罩机、熔喷布等需求5月起快速萎缩。此外，年初伺服、PLC供应紧张，4月起变频销售增速上升，也开始出现供应紧张的情况，加快了内资进口替代步伐。
- **龙头体现出极强的经营α：**汇川上半年工控订单同比增长50-60%，优势行业复苏、叠加进口替代加速，以及内部的产品迭代、管理控制开始收获成效，体现出极强的经营α。

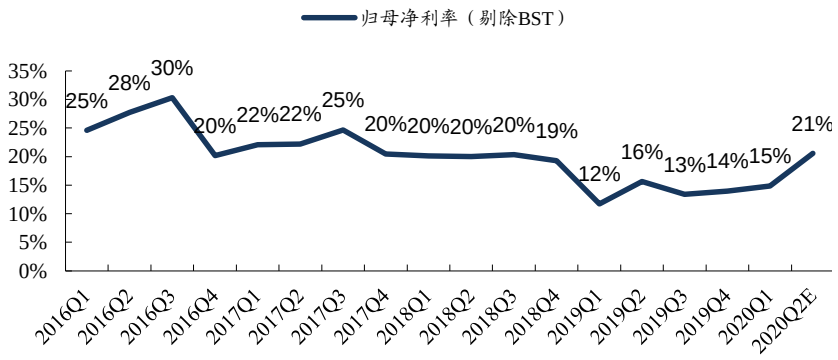
表 自动化公司订单&收入统计

产品类型	厂商	销售/订单	2020Q1						2020Q2					
			202001	GR	202002	GR	202003	GR	202004	GR	202005	GR	202006	GR
伺服	安川	销售，含税	1.3	0%	0.75	7%	1.6	-6%	2.65	33%	2.4	17%	2	54%
	松下	销售，含税	0.9	-2%	0.71	-13%	1.48	20%	2.16	21%	2.01	16%	1.78	6%
	台达	销售，不含税	0.89	-17%	0.36	4%	1.52	-2%	1.56	38%	1.63	40%	1.66	38%
	禾川	销售，含税					1.16	120%	0.84	200%	0.38	20%	0.39	15%
低压变频器	ABB	销售，不含税	3.13	-20%	1.57	-77%	3.79	4%	4.14	51%	5.35	179%	2.37	-18%
	安川	销售，含税	0.5	-17%	0.22	-51%	0.7	0%	0.9	0%	1	11%	0.9	-10%
中大PLC	施耐德	订单，不含税			0.35	-20%	0.28	-54%	0.4	17%	0.7	18%	0.6	10%
汇川通用（预计）		订单，不含税	20-30%		20-30%		30-40%		预计50%+		预计30%+		预计40%+	

汇川技术：行业复苏、进口替代加速，汇川H1工控订单同比增长50-60%、预计全年高增

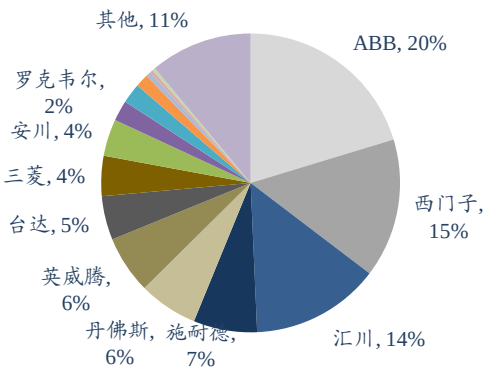
- **中报大幅超预期（利润6.8~8亿、同比+60%~80%，剔除BST影响历史新高），背后是毛利率超预期改善、盈利拐点初现：**工控产品力提升+降本优化使盈利能力改善，19Q2剔除BST归母净利率21%左右。
- **国内疫情后工控行业重回复苏轨道，汇川优势行业复苏、进口替代加速；内部产品迭代叠加管理、营销发力，上半年订单同比+50%，全年工控有望增长超40%**，其中PLC翻倍以上，伺服高增
  - Q1起汇川紧抓先进制造高增、疫情经济和进口替代加速机会，同时推行“上顶下沉”经营策略，“下沉”市场开拓在Q2开始收获成效。我们预计20年上半年汇川工控订单实现50-60%高增长，分产品看，伺服、PLC预计超过翻番增长、变频快速增长；分下游看先进制造业锂电、光伏、3C等优势行业持续高增，传统行业进口替代加速，注塑、纺织、起重等也有较好增长，新行业风电等进口替代突破增长。
  - 20Q1起汇川通用产品毛利率改善，我们预计Q2同比提升2-4个点、环比继续改善，来自新平台产品优化提升、降本增效措施初显成效。

图 汇川季度归母净利率

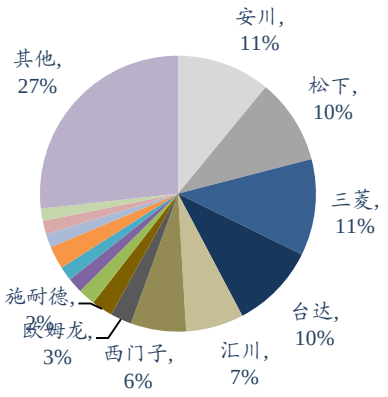


数据来源：Wind、工控网、公司公告、东吴证券研究所

图表 2019年国内低压变频市场份额



图表 2019年国内通用伺服市场份额



数据来源：wind、MIR、公司公告、东吴证券研究所

汇川技术：电机电控乘用车进入收获期，电梯稳健、BST并表贡献

- **电机电控厚积薄发，乘用车进入收获期、商用车边际改善。**电机电控乘用车收获成效，H1装机3.7万台，上年同期仅1.1万台，增量来自理想、小鹏、威马等，客户端持续开拓国内一线车企A点和外资客户；物流车高增、客车暂时下滑。下半年行业排产恢复，全年营收有望同比+50%以上、利润端大幅减亏1亿。
- **电梯稳健、BST并表贡献。**电梯上半年稳健，电梯事业部+BST个位数增长，同时汇川+BST加速融合，提升外资客户开拓能力和大配套解决方案能力。上半年预计BST贡献营收12亿+、利润1.1亿左右，预计全年汇川+BST维持5-10%稳健增长，并表同比贡献1亿以上增量。

图表 汇川技术电控产品装机统计（单位：辆）

	2017H2		2018H1		2018H2		2019H1		2019H2		2020H1	
	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比	装机量	占比
威马汽车	0	0.0%	0	0.0%	5620	49.8%	9099	79.8%	8835	54.6%	9747	26.0%
理想汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3750	23.2%	22000	58.7%
小鹏汽车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1446	3.9%
广汽乘用车	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	830	5.1%	160	0.4%
金康汽车	0	0.0%	0	0.0%	629	5.6%	4	0.0%	535	3.3%	1825	4.9%
红星汽车	0	0.0%	2	3.8%	1635	14.5%	0	0.0%	10	0.1%	0	0.0%
昌河汽车	2918	37.0%	0	0.0%	600	5.3%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
东风裕隆	515	6.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
山西成功汽车	0	0.0%	0	0.0%	105	0.9%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
其他厂商:	4445	56.4%	50	96.2%	2704	23.9%	2297	20.1%	2215	13.7%	2269	6.1%
合计	7878		52		11293		11400		16175		37447	
新能源汽车合计	431338		346883		749009		586899		490392		328481	
市占率	1.8%		0.0%		1.5%		1.9%		3.3%		11.4%	

数据来源：wind、GGII、公司公告、东吴证券研究所

汇川技术：组织变革赋能产业发展，预计提升公司的竞争力、组织效率

- **首批3项变革项目19年10月启动，高管专职负责，2020-22年有望逐步收效。**19年10月汇川与传世智慧签约，同时启动了公司治理（CG）、战略（SM）、营销（LTC/MCR）三大核心变革项目和15个子项目，三大项目指派三位高管专职负责监督，每个大项目规划1-3年时间完成，2020年是汇川的变革深化年，20年起随着子项目的陆续完成，变革的成效开始初现，具体而言，公司的管理效率有望提升，管理成本进一步得到控制，营销变革后公司的订单周期将进一步缩短，在行业内的竞争力也有望提升。
- **长期来看，汇川的竞争力、组织效率有望显著提升。**随着汇川后续的IPD、IHR、ISC流程的逐步梳理，预期公司的产品开发周期进一步缩短、费用率进一步得到控制、成本进一步降低，人均效率也有望突破目前70-80万元的瓶颈，预期5年内人均效率有望提升至120万元以上。
- **投资建议：**预计公司2020-22年归母净利润分别16.3亿/20.6亿/25.8亿，同比+71%/+27%/+25%，给予目标价54元，对应21年45倍PE，维持“买入”评级
- **风险提示：**宏观经济下滑、竞争加剧

其他推荐：信捷电气、麦格米特；**关注：**雷赛智能等

图 汇川变革项目时间规划

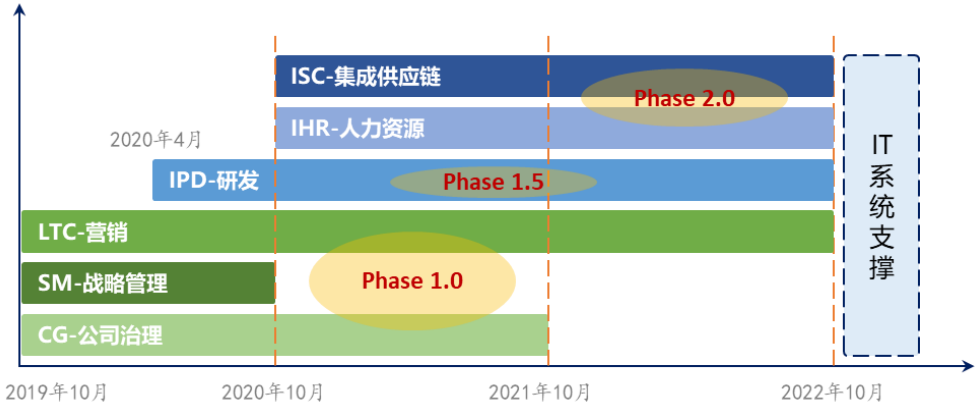
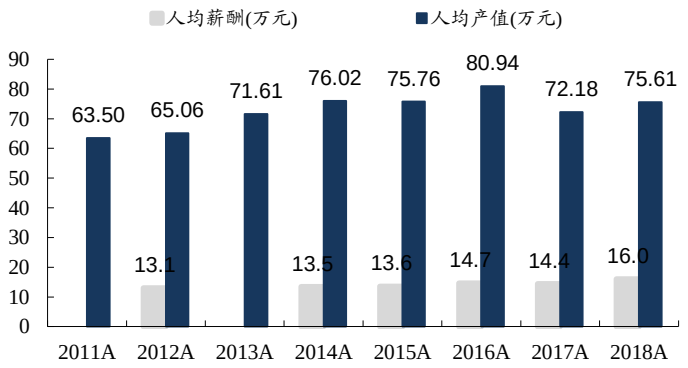


图 汇川的人均产值徘徊在70-80万元之间



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

全球电动化浪潮，高压直流需求

- **2020年为海外电动化元年，2025年全球电动车销量预计达1500万辆。**
- **预计2025年全球需求将达123亿元。**高压直流继电器价格远高于通用继电器，根据电流不同其售价在每个100元-500元，大部分乘用车一套的价格在1000-1400元之间，而商用车一套的价格在2000-3000元之间。按照平均每辆车使用6个高压直流继电器、且价格逐年下降的假设下，在不考虑维修更换需求的条件下，测算到2025年市场规模将达123亿元；其中国内高压直流继电器市场64亿元。

图表 全球高压直流继电器需求测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内：乘用车销量（万辆）	101	104	123	179	246	329	441	608
国内：客车销量（万辆）	10	8	8	8	8	8	8	8
国内：专用车销量（万辆）	11	7	10	13	15	17	21	25
海外：乘用车销量（万辆）	88	103	134	215	328	488	686	971
单车价值量（元）国内乘用车	1107.0	974.2	886.5	842.2	825.3	808.8	792.6	776.8
降价幅度	*-18%*	*-12%*	*-9%*	*-5%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*
单车价值量（元）国内客车	2886.4	2540.0	2311.4	2195.9	2151.9	2108.9	2066.7	2025.4
降价幅度	*-18%*	*-12%*	*-9%*	*-5%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*
单车价值量（元）国内专用车	1346.4	1184.8	1078.2	1024.3	1003.8	983.7	964.1	944.8
降价幅度	*-15%*	*-12%*	*-9%*	*-5%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*
单车价值量（元）国外乘用车	972.0	894.2	849.5	807.1	790.9	775.1	759.6	744.4
降价幅度	*-10%*	*-8%*	*-5%*	*-5%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*	*-2%*
国内：乘用车市场空间(亿元)	11.2	10.2	10.9	15.1	20.3	26.6	34.9	47.2
国内：商用车市场空间(亿元)	4.4	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.7	4.0
海外：乘用车市场空间(亿元)	8.6	9.2	11.4	17.3	25.9	37.8	52.1	72.3
全球高压直流继电器市场空间(亿元)	**24.1**	**22.2**	**25.2**	**35.5**	**49.4**	**67.8**	**90.8**	**123.5**

数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

宏发股份：高压直流持续高增、传统主业边际改善

- **高压直流客户下半年排产改善、新客户持续突破，在手累计订单超140亿、锁定高成长性，2023年目标营收30亿，CAGR超40%，**目前宏发高压直流定点包括大众、奔驰、特斯拉等主流车厂，去年下半年起逐步放量，20年进入收获期，20年拿到丰田PDU项目指定、宝马某混动车型主继电器独供，目前在手订单超140亿，目标2023年营收超30亿、CAGR超40%，预计25年近60亿营收，有望“再造一个宏发”；短期来看，上半年受疫情影响，主要客户大众等出货量下降，疫情后7月起排产明显改善，国内下半年排产也逐步改善，拐点明确。

表 宏发高压直流继电器测算

		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
大众MEB	销量预期	40	65	95.3	141.5	192.2	247.4
	宏发份额	80%	80%	80%	75%	70%	67%
	单车价值量	1000	950	922	903	894	885
	销售额	2.8	4.4	6.2	8.5	10.6	13.0
奔驰	销量预期	7.1	10.8	16	24.1	36.6	51.9
	宏发份额	60%	70%	80%	90%	95%	95%
	单车价值量	1300	1235	1198	1174	1162	1151
	销售额	0.5	0.8	1.4	2.3	3.6	5.0
Tesla	销量预期	58	90	131	183	247	333
	宏发份额（仅快充）	30%	40%	50%	60%	65%	70%
	单车价值量	300	285	276	271	268	266
	销售额	0.5	0.9	1.6	2.6	3.8	5.5
海外其他车厂	销售额	0.4	1.5	4.2	6.9	10.8	16.2
海外合计	销售额	4.2	7.6	13.3	20.3	28.9	39.7
国内乘用车	销量预期	4.2	7.6	13.3	20.3	28.9	39.7
	扣除大众/奔驰/Tesla销量	127	147	174	220	294	407
	宏发份额	45%	48%	51%	54%	57%	60%
	单车价值量	1000	950	922	903	894	885
	销售额	5.1	5.9	7.2	9.5	13.3	19.1
商用车	销售额	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
销售额合计		10.4	14.7	21.7	31.0	43.3	60.0

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

二、继电器：电车重塑需求，宏发卡位龙头

宏发股份：高压直流持续高增、传统主业边际改善、

- **功率继电器**目前在周期底部，下游白电行业目前仍在磨底阶段，但下行空间已经不大，预计下半年起随着宏观经济复苏，行业 逐渐底部回暖；功率继电器新的下游新能源、智能家居贡献增量。
- **汽车继电器**上半年受疫情影响，Q1本部出货同比持平、海拉同比+30%，Q2受到海外主机厂停产影响，Q3起有望逐步恢复，全年预计实现20%左右增长。
- **电力继电器**国内外需求共振，国内受益智能电表进入换表周期、招标量持续在高位，国外沙特阿拉伯项目开始放量，项目继电器采购金额10亿左右、宏发预期份额75-80%，年均贡献3-4亿收入。
- 其他产品，**信号继电器**第五代产品正在研发、预计份额提升；**工控继电器**稳步推进进口替代；低压电器产能瓶颈解决后有望高增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计2019-21年归母净利润分别8.02亿、10.45亿、13.42亿，同比分别+14.0%、+30.2%、+28.4%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧等。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

三、低压电器：进口替代加速，通信提振需求

低压电器市场空间广阔，中高端市场持续进口替代

- **低压电器市场空间800亿+，其中中高端市场400亿。**低压电器市场空间大，2018年国内市场空间800亿以上，下游主要包括地产（约200亿）、电力（约250亿）、工业建筑（约80亿）等，其中中高端市场空间400亿左右。
- **市场格局为金字塔结构，中高端市场进口替代持续进行。** 2018年国内中高端市场空间400亿中，施耐德约占140-150亿、ABB约70亿、西门子10亿，国内中高端龙头良信电器20亿、常开20亿、人民10亿，近年来国内的技术跟进者与外资的产品差距快速缩小，而自主品牌性价比更优，进口替代持续推进。

图 2018年低压电器市场空间超800亿

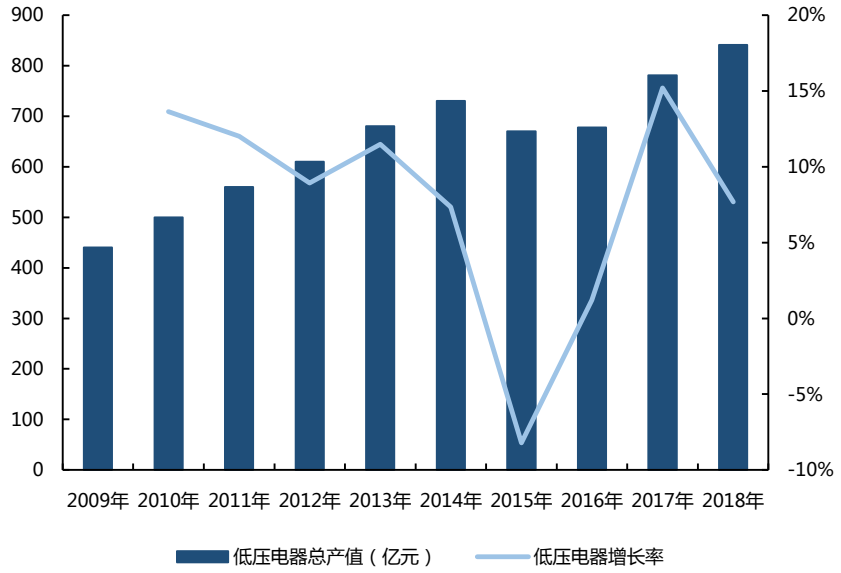
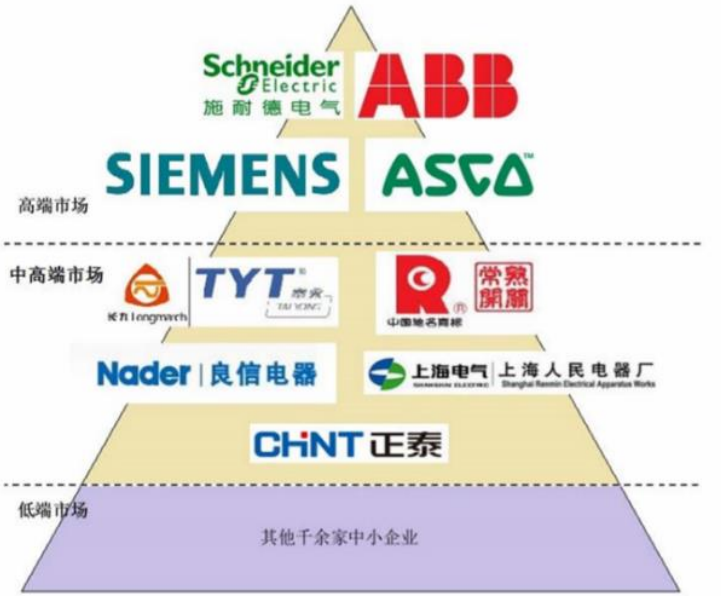


图 市场格局：金字塔结构



数据来源：前瞻网、东吴证券研究所

5G、IDC是低压电器的增量市场，份额向内资倾斜

- **5G基站进入建设高峰，带来75亿+低压电器市场空间。**我们预计2020年起将进入建设高峰，2020/21/22年国内宏基站建设规模有望分别达70/110/120万站。低压电器是基站供电解决方案中的重要组成，宏基站单站价值量1700元左右（微断、双电源、塑壳、小型断路器），配电箱整体方案5000元左右，测算2019-23年5G建设带来的低压电器市场空间高达75.6亿元。
- IDC目前低压电器年需求10-20亿、行业高速成长。

推荐：正泰电器，**关注：**良信电器。

图 5G基站有望进入建设高峰

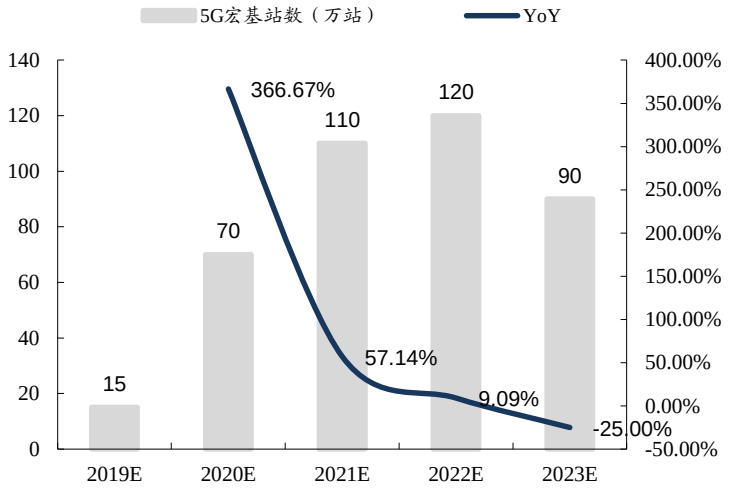


表 5G基站建设带来的低压电器市场空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2019-23合计	备注
5G宏基站数（万站）	**15**	**70**	**110**	**120**	**90**	**405**	
YoY		*366.67%*	*57.14%*	*9.09%*	*-25.00%*		
5G小微基站数（万站）	**0**	**7**	**22**	**48**	**54**	**131**	
小微基站/宏基站	*0*	*10.00%*	*20.00%*	*40.00%*	*60.00%*		
YoY			*214.29%*	*118.18%*	*12.50%*		
交流配电箱单价-宏基站（元/站）	5000	5000	5000	4850	4608		
交流配电箱单价-小微基站（元/站）	1800	1800	1800	1746	1659		
YoY				-3%	-5%		
交流配电箱市场空间（亿元）	**7.5**	**36.3**	**59.0**	**66.6**	**50.4**	**219.7**	
低压电器单站价值-宏基站（元/站）	1700	1700	1700	1649	1567		交流10~20微断+1双电源+1塑壳 直流2微断+10~25 1U小型断路器 不同基站配置不同，按宏基站价值量的40%测算
低压电器单站价值-小微基站（元/站）	680	680	680	660	627		
5G低压电器市场空间（亿元）	**2.6**	**12.4**	**20.2**	**23.0**	**17.5**	**75.6**	

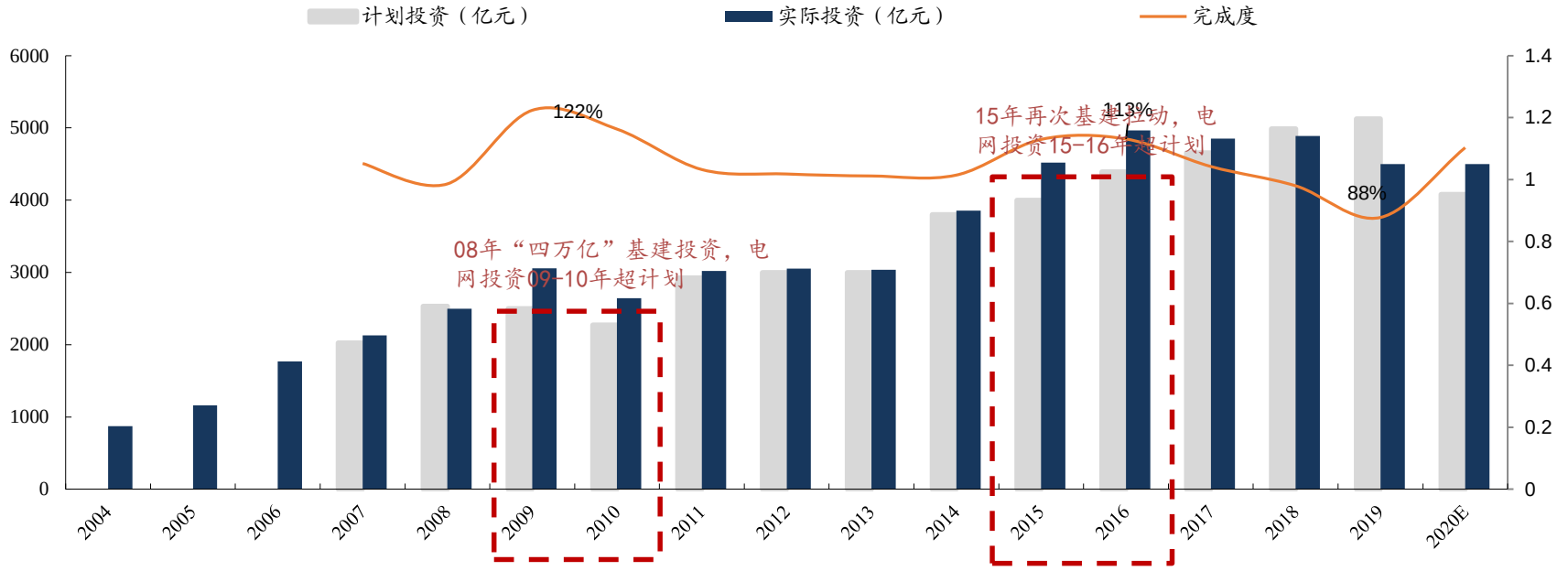
数据来源：中国移动通信、良信电器、东吴证券研究所

四、电网：投资计划上调，结构机会凸显

20年受疫情恢复需求影响，国网逆势上调电网投资

- **从历史上看，电网投资是基建拉动的主力军。**电网投资近年来保持每年5000亿上下（国网+南网），是拉动基建投资的主力军。从历史上看，08年四万亿、15年基建刺激政策期间，国网均有明显超出计划的投资规模，可与当前“新基建”的情况类比。
- **新帅上任+十三五收官+疫情恢复需求，电网投资有望“稳中有进”，预期差最大。**在新领导上任、十三五收官之年、疫情过后恢复基建拉动经济的角度来看，我们预计今年国网投资可能不降反增，今年投资上调至4500亿，较年初设定的4080亿预算大幅上升。
- **特高压将成投资重点，持续加码电力物联网，同时加快发展充电桩、综合能源服务等。**《国网20年重点工作任务》要求投资向重点项目倾斜，并加快新兴产业集群发展；特高压、电力物联网等提质增效项目以及充电桩、综合能源服务等新兴产业有望结构性增长。

图 国网历史上两次超预算投资：09-10年及15-16年



数据来源：国家电网、中电联、东吴证券研究所

四、电网：投资计划上调，结构机会凸显

变电设备招标中标：份额向头部集中

- **从招标情况看**，2020年上半年的三批集中招标的招标量尚未出现大幅回升，但局部的组合电器、断路器等产品有结构性增长。
- **从中标结果看**，2020年第3批龙头公司集中度提升，如思源电气在组合电器、断路器、隔离开关的市占率都看到明显上升。

表 2018-2020上半年国网变电设备集中招标中标统计（单位：台套 ）

	中标产品	容量/数量 20（3）	市场份额 20（3）	市场份额 20（2）	市场份额 20（1）	环比增长	容量/数量（19年总）	市场份额（19年总）	容量/数量（18年总）	市场份额（18年总）
中国西电	变压器	3194	10.0%	10.2%	11.6%	-0.2%	41861	22.5%	36923	17.1%
	电抗器	6	2.5%	2.6%	0.0%	-0.1%	73	5.3%	70	5.1%
	互感器	235	12.1%	10.5%	15.6%	1.7%	473	4.8%	603	2.4%
	电容器	0	0.0%	30.7%	14.9%	-30.7%	338	5.1%	696	3.4%
	组合电器	37	4.8%	8.9%	24.1%	-4.1%	2049	21.2%	799	7.7%
	断路器	20	5.1%	1.5%	6.6%	3.5%	125	7.4%	136	2.1%
	隔离开关	7	0.9%	8.2%	17.3%	-7.4%	619	12.9%	404	2.3%
	开关柜	0	0.0%	0.0%	1.9%	0.0%	0	0.0%	909	2.1%
思源电气	电抗器	9	3.7%	0.0%	0.0%	3.7%	113	8.2%	112	8.1%
	互感器	184	9.5%	14.5%	36.3%	-5.0%	2191	22.1%	4894	19.8%
	电容器	28	7.4%	34.5%	8.0%	-27.1%	1209	18.3%	1904	9.3%
	组合电器	147	19.0%	7.4%	11.4%	11.6%	1190	12.3%	2147	20.7%
	断路器	127	32.3%	21.6%	31.5%	10.7%	538	31.7%	365	5.5%
	隔离开关（如高）	285	34.8%	8.3%	21.0%	26.5%	665	13.9%	1990	11.4%
	消弧线圈	26	22.6%	7.0%	0.0%	15.7%	133	22.0%	1234	36.3%
平高电气	互感器	115	5.9%	11.7%	0.0%	-5.7%	172	1.7%	329	1.3%
	组合电器	253	32.6%	21.4%	15.0%	11.3%	2546	26.3%	1322	12.8%
	断路器	48	12.2%	13.3%	9.3%	-1.1%	250	14.7%	838	12.7%
	隔离开关	48	5.9%	16.6%	3.5%	-10.7%	494	10.3%	863	4.9%
特变电工	变压器	4509	14.1%	12.0%	19.8%	2.2%	14222	7.6%	48955	22.7%
	电抗器	0	0.0%	7.7%	0.0%	-7.7%	107	7.8%	61	4.4%
	互感器	83	4.3%	4.7%	5.2%	-0.4%	888	9.0%	1089	4.4%
许继电气	电抗器	0	0.0%	27.1%	0.0%	-27.1%	143	10.4%	228	16.5%
	消弧线圈	56	48.7%	47.0%	0.0%	1.7%	272	45.0%	838	24.6%

表 国网变电设备集中招标统计（单位：台套 ）

产品	14A	15A	16A	17A	18A	19A	19A YoY	20（1）	20（2）	20（3）	20年1-3批	20（1-3）YoY
变压器（容量MVA）	265,201	295,155	242,747	175,866	244,991	**186,081**	-24.0%	24,174	33,017	31,876	**89,067**	-22.5%
电抗器	1,362	1,282	1,391	1,085	1,379	**1,374**	-0.4%	0	155	241	**396**	-42.4%
互感器	28,053	37,468	27,491	21,551	24,678	**9,903**	-59.9%	1,131	1,397	1,940	**4,468**	-18.1%
电容器	11,004	25,317	13,815	16,317	20,552	**6,607**	-67.9%	698	626	377	**1,701**	-70.4%
组合电器	8,428	8,187	7,393	7,534	7,461	**4,217**	-43.5%	1,019	1,437	775	**3,231**	36.9%
断路器	8,267	10,089	6,956	5,454	6,583	**1,695**	-74.3%	302	324	393	**1,019**	5.1%
隔离开关	24,600	28,948	17,453	13,681	17,446	**4,785**	-72.6%	539	864	818	**2,221**	-24.3%
消弧线圈	4,066	5,430	5,647	2,813	3,402	**604**	-82.2%	0	115	115	**230**	-42.4%
开关柜	45,759	57,796	38,468	40,060	38,359	**6,350**	-83.4%	2,394	3,893	2,266	**8,553**	150.1%
保护类设备	17,679	17,114	14,964	14,493	19,165	**25,141**	31.2%	2,290	3,055	4,624	**9,969**	-37.3%
变电监控设备	1,891	2,706	1,697	1,826	1,813	**1,721**	-5.1%	93	125	188	**406**	-60.7%

数据来源：国家电网、中电联、东吴证券研究所

特高压：20年建设将加速，超预期追加直流线路

- **1809特高压建设重启。**18年9月能源局下发通知加快5直7交特高压建设。18年核准2直1交、19年上半年核准1直2交，中间有一段相对空白的时间。
- **20年剩余线路计划加速核准、3条直流有望追加。**20年以来国网《20年重点工作任务》和“新基建”先后重点部署特高压，同时国网于3月下发《20年重点电网项目前期工作计划》，明确规划剩余全部2直5交特高压路线将在2020年迅速核准开建，同时超预期追加“金上水电外送工程”、“陇东-山东工程”、“哈密-重庆工程”3条直流线路，预计今年6月完成预可研，纳入国家电力统一规划后开展科研设计一体化招标。
- **特高压带动中高压、超高压输变电建设，同样有望为公司带来增量。**特高压送出后需要经过500kV、220kV变电站进一步外送至城市，有望带动站所电力设备的投资采购规模，也将为公司带来增量。

表 1809重启的5直7交将在2020年快速推进，3条直流有望追加

序号	项目名称及类型		项目规模	可研设计				上报核准	获得核准	开工时间	投运时间
	特高压项目简称	类型	投资额（亿元）	预可研	可研设计报告	可研评审会	可研评审意见				
1	南阳-荆门-长沙	交流	104	√	√	√	√	√	2020年3月	2020年3月	2021E
2	南昌-长沙	交流	72	√	2020年2月	2020年2月	2020年3月	2020年6月	2020年6月	2020年6月	
3	荆门-武汉	交流	69	√	√	√	√	2020年8月	2020年9月	2020年9月	
4	驻马店-武汉	交流	35	√	√	√	√	2020年8月	2020年10月	2020年10月	
5	南昌-武汉	交流	59	√	2020年5月	2020年6月	2020年7月	2020年10月	2020年12月	2020年12月	
6	白鹤滩-江苏	直流	307	√	√	√	√	2020年4月	2020年6月	2020年6月	2021E
7	白鹤滩-浙江	直流	270	√	2020年4月	2020年5月	2020年6月	2020年10月	2020年12月	2020年12月	
8	金上水电外送	直流		2020年6月							
9	陇东-山东	直流		2020年6月							
10	哈密-重庆	直流		2020年6月							

数据来源：国家电网、东吴证券研究所

电力物联网：方向延续，更强调高质量发展

- **电力物联网仍是国网投资重点。**国网新发布的《20年重点工作任务》第四大类为“全力推进电力物联网高质量发展”，预计电力物联网仍是国网未来投资重点。
- **国网携手BAT重点布局“数字新基建”，打造新增长点。**6月15日，国网在京举行“数字新基建”重点建设任务发布会暨云签约仪式，对外发布"数字新基建”十大重点建设任务，安排相关领域投资247亿元，预计拉动社会投资约1000亿元，并与华为、阿里、腾讯、百度等合作伙伴签署战略合作协议。
- **从重点建设任务内容看，**“数字新基建”一方面是对之前的电力物联网建设的延续（如数据中台、云平台、能源大数据中心等），另一方面是对新技术的场景应用探索（5G、人工智能、区块链等）

表 国网"数字新基建”十大重点建设任务具体内容

序号	建设任务	具体内容	目标
1	电网数字化平台	建设以云平台、企业中台、物联平台、分布式数据中心等为核心的基础平台，提升数字化连接感知和计算处理能力	年内初步建成两级平台
2	能源大数据中心	建设以电力数据为核心的能源大数据中心，服务政府政策制订、社会治理、民生保障，服务能源生产、传输、消费上下游企业和客户	年内建成7个省级能源大数据中心
3	电力大数据应用	建设电力大数据应用体系，培育高价值大数据产品，对外重点开展电力看经济、复工复产分析、污染防治监测、企业信用评价等，服务国家治理现代化；对内重点开展电网智能规划、设备精益运维、客户体验及营商环境分析等，助力公司智慧运营	年内完成12类大数据应用建设
4	电力物联网	建设覆盖电力系统各环节的电力物联网，推动电网感知测控边界向电源侧、客户侧和供应链延伸，提升电网、设备、客户泛在互联和全息感知能力，打造精准感知、边缘智能、共建共享、开放合作的智慧物联体系和应用生态	年内建成统一物联管理平台，打造输电、变电、配电、综合能源、供应链等5类智慧物联示范应用
5	能源工业云网	建设技术领先、安全可靠、开放共享的能源工业云网平台，推动智能制造、智慧交易、智能运维、智能监造、智慧物流五大核心功能全场景应用	年内实现交易规模800亿元
6	智慧能源综合服务	建设“绿色国网”和省级智慧能源服务平台，广泛聚合资源，为能效服务各类市场主体引流赋能，为客户提供能效管理、智能运维、需求响应等能效服务，支撑商业楼宇、工业企业、园区等典型场景应用，降低能耗，提升全社会综合能效	年内完成“绿色国网”和15家省级平台上线，实现5家省公司全部高压大工业客户和2.9万户年用电量100万千瓦时以上楼宇客户接入
7	能源互联网5G应用	利用5G大速率、高可靠、低时延、广连接等技术优势，聚焦输变电智能运维、电网精准负控和能源互联网创新业务应用，推进与电信运营商、服务商深入合作，加强5G关键技术应用、行业定制化产品研制、电力5G标准体系制定，拓展智慧城市等领域5G应用	年内打造一批“5G+能源互联网”典型应用
8	电力人工智能应用	建设人工智能能力开放平台，面向电网安全生产、经营管理和客户服务等场景，研发电力专用模型和算法，打造设备运维、电网调度、智能客服等领域精品应用，提高电网安全生产效率、客户优质服务和企业精益管理水平	年内建成人工智能“两库一平台”（即样本库、模型库和训练平台），探索13类典型应用
9	能源区块链应用	建设能源区块链公共服务平台，提升能源电力上下游各市场主体互信能力，支撑跨行业多层级数据协同，推动线上产业链金融等典型应用，面向政府、金融机构和产业链上下游，形成能源区块链产业新格局	年内建成“一主两侧”国网链，探索12类试点应用
10	电力北斗应用	建设电力北斗地基增强系统和精准时空服务网，构建“通信、导航、遥感”一体化运营体系，在电力设备运检、营销服务、基建施工、调度控制等领域推广北斗应用，向交通、物流等行业延伸提供精准授时、定位导航、地理信息等服务，助力国家北斗产业发展	年内建成电力北斗地基增强网，推进电力运检、营销、基建、调控等4大领域典型应用

数据来源：国家电网、公司公告、东吴证券研究所

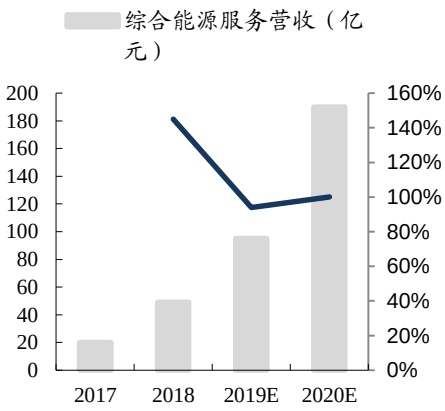
其他重点方向：配网、调度、综合能源服务

- **配网面临挑战，自动化率仍有提升空间。**国网《重点工作任务》第10条重点提“加强配电网建设改造”，并着重强调“推进新一代配电自动化主站建设”。分布式清洁能源、充电桩等接入对配电网带来新的挑战，同时目前配网自动化覆盖率仍有提升空间，理论上有全面覆盖的可能。预计2020年将继续加快配网建设。
- **20年新一代调度系统有望继续稳步推进。**《重点工作任务》第15条要求“深化新一代电力调度专业应用”。新一代调度系统2019年推出，当年开始试点，20年有望继续迭代，从格局来看有望延续国电南瑞主导的形式。
- **两网加快推进综合能源服务发展。**国网《重点工作任务》明确提出“园区、公共建筑等重点领域，大力开展综合能源服务，力争实现收入200亿元”。

图　配网建设成效突出，2020是冲刺一年

	2014	2015	2016	2017	2018	2020目标	目标完成度
国网：							
配网自动化覆盖率	约20%		38.26%		64.88%	80%	74.8%
城市供电可靠度（%）	99.967	99.957	99.946	99.948	99.955	99.88	100%
农村供电可靠度（%）	99.878	99.844	99.782	99.784	99.795	99.72	100%
城市年户均停电时间（h）	2.891	3.74	4.73	4.529	3.97	10	100%
农村年户均停电时间（h）	10.64	13.71	19.14	18.944	17.92	24	100%
南网：							
城市供电可靠度（%）			99.9229	99.9245	99.9435	99.88	100%
农村供电可靠度（%）			99.6413	99.6768	99.7831	99.72	100%
客户平均停电时间（h）		23.3	22.33	20.08	13.11	15.7	100%

图国网综合能源服务营收情况

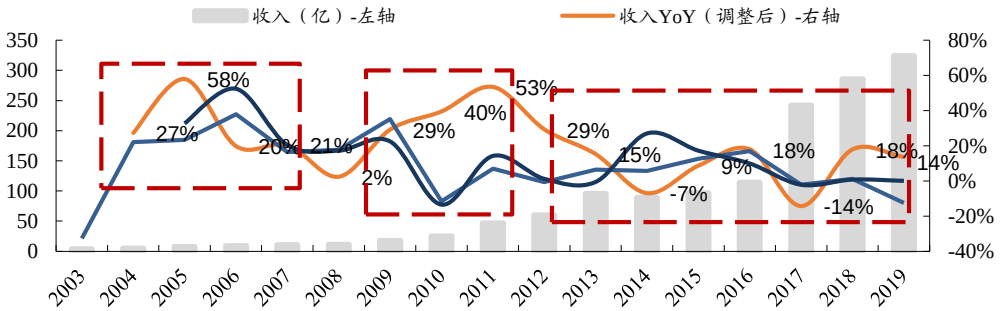


数据来源：国家电网、公司公告、东吴证券研究所

国电南瑞：电网自动化景气度向上，特高压、物联网高增

- **电网投资加速，20年电网自动化细分板块迎景气周期。**国电南瑞电网自动化业务与国网投资相关性大，尤其是从细分业务来看，新一代调度系统、新一代智能电表20年开始迭代，配网自动化稳增长，变电自动化跟随特高压景气度向上，细分业务带动电网自动化板块进入高景气周期，增速回归10%以上。
- **特高压建设加速，贡献增量业绩。**19年南瑞高比例中标中标青海-河南&陕北-武汉、雅中-江西项目，在手直流换流阀订单超30亿，19Q4起逐步确认业绩，剩余2条直流项目今年加速核准，有望获取更多订单，追加的3条直流项目与海外项目为特高压业务提供延续性。同时直流换流阀毛利率高，是南瑞重要的增量利润来源。
- **物联网方向不变，预计维持高增。**2019Q4电力物联网全面开建，20年大方向不变，格局上南瑞、信产集团占大部分份额，20上半年南瑞信通订单同比高速增长，有望继续受益电力物联网的建设红利。
- **投资建议：**预计2020-22年公司归母净利润分别51.15亿/60.46亿/70.10亿元，同比+17.8%/+18.2%/+15.9%，给予20年24倍PE，对应目标价26.6元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期、电网投资不及预期、竞争加剧

图 国电南瑞收入增速与电网投资强相关



数据来源：国家电网、东吴证券研究所

四、电网：投资计划上调，结构机会凸显

思源电气：优质电力设备民企，盈利拐点明确

- **收入、订单持续高速增长。**2020年中期业绩快报大超预期，营收+23.1%、利润+157.07%，19年新增不含税订单80亿、同增20%，2020年中期新签订单同比持平，其中国内30.5亿、同增8%。
- **产品布局进入收获期、国网中标持续超预期，**05-10年布局的GIS近年开始收获成效、贡献增量。19年GIS订单高速增长，且中标单价提升20%以上；7月初公司中标国网集招金额9.48亿（不含税），超预期；其中GIS中标4.4亿、市占率16.2%有所提升，份额向头部集中持续得到验证。今年上半年公司GIS等产品系列毛利率大幅改善，H1综合毛利率33.8%，同比+4.5pct，业绩拐点明确。
- **新业务拓展顺利，仍有进一步外延实力。**海外EPC订单饱满，19年末在手订单16亿左右，分3-5年确认，短期受疫情影响。新业务超级电容等培育顺利。目前在手超10亿现金，仍有进一步外延的实力。
- **投资建议：**预计2020-22年归母净利润分别11.6/14.2/17.3亿元，同比分别+108.0%/22.4%/21.6%，给予2021年18倍PE，目标价33.7元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期、电网投资不及预期、竞争加剧

关注：平高电气、许继电气、长高集团、国网信通、涪陵电力、炬华科技、海兴电力等

图 特高压建设有望带动中高压输变电投资

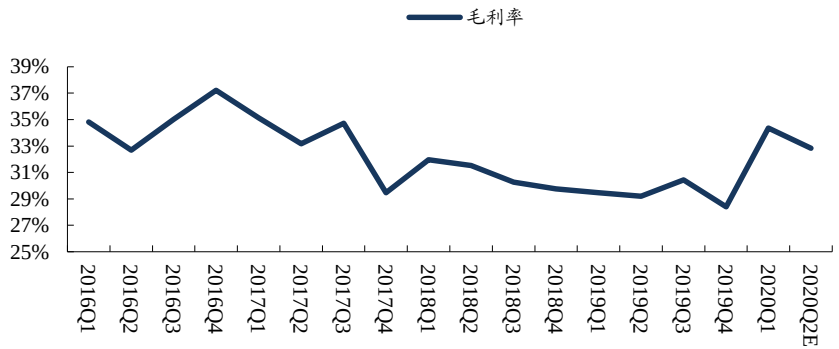
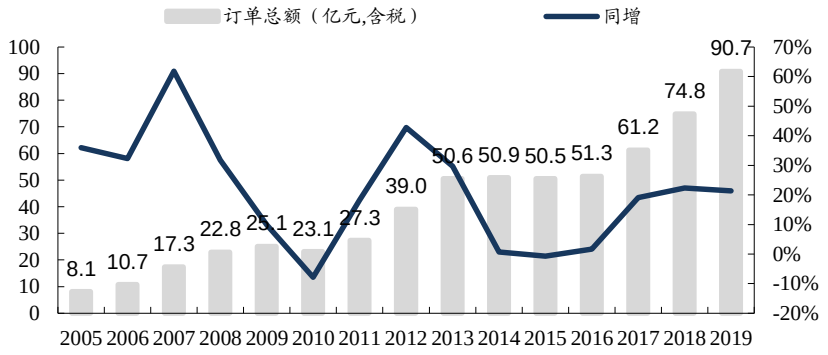


图 公司新增订单持续高增



数据来源：国家电网、东吴证券研究所

估值投资建议

- **工控：行业复苏、龙头“乘风”、“破浪”。1）“乘”行业复苏之“风”：**19Q4工控行业景气度改善，20Q1受疫情影响，Q2国内疫情后重回复苏轨道。从下游看锂电、光伏、电子等先进制造业需求强劲，传统行业纺织、电液、及基建相关的起重等行业需求恢复，看好下半年行业需求持续复苏；分产品看，下游以先进制造、离散行业为主的伺服、PLC需求2020年有望重回10-20%增长，以传统、流程行业为主的变频有望维持个位数稳健增长。**2）替代外资，“破浪”勇进：**龙头汇川技术优势行业复苏、进口替代加速，内部产品迭代叠加管理、营销发力，上半年订单同比+50%、全年工控有望增长超40%。首推**汇川技术**、推荐**信捷电气、麦格米特**，关注：**雷赛智能**。
- **继电器：高压直流持续高增，白电、传统车等下游底部待改善。**高压直流继电器市场空间大，测算2025年市场空间123亿（2019年约22亿），有望持续高增，短期行业排产改善。宏发股份卡位高压直流继电器龙头，订单包括大众、奔驰、Tesla、丰田、宝马等主流车厂，在手累计订单超140亿，锁定高成长性。继电器其他主要下游家电、传统车等目前在周期底部，有望逐步进入边际改善区间。推荐：**宏发股份**。
- **低压电器：进口替代加速，通信提振需求。**低压电器国内市场空间800亿以上、其中中高端市场400亿，目前以外资施耐德、ABB、西门子等为主，进口替代持续进行。通信行业5G、IDC建设为低压电器打开增量空间，测算未来4年5G基站低压电器累计需求70亿+，IDC市场空间10-20亿、维持高速增长。推荐：**正泰电器**，关注：**良信电器**。
- **电网：投资计划上调，结构性机会凸显，行业盈利能力改善。**今年在疫情后基建拉动背景下，国网投资由4080亿（同比-9%）上调至4500亿（同比持平~小幅增长），其中特高压投资1000亿、明显提速。结构性来看，特高压建设提速，今年剩余的“2直4交”有望核准开建，同时超预期新增3条线路进入前期预可研阶段；电力物联网继续快速推进，配网、调度、综合能源服务也是今年建设重点。此外，受益于国网招标提升对产品质量的评价权重，行业份额向龙头倾斜、行业盈利普遍改善。推荐：**国电南瑞、思源电气**，关注：平高电气、许继电气、长高集团、国网信通、涪陵电力、炬华科技、海兴电力等。
- **风险提示：**投资增速下滑，政策不达预期，价格竞争超预期。

估值投资建议

表 盈利预测摘要（截至7月17日）

板块	证券代码	公司	股价	EPS			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
工控&低压电器&继电器	300124.SZ	汇川技术	50.10	0.55	0.95	1.20	91	53	42	买入
	603416.SH	信捷电气	49.55	1.16	1.58	2.07	43	31	24	买入
	600885.SH	宏发股份	38.15	0.95	1.08	1.40	40	35	27	买入
	601877.SH	正泰电器	26.99	1.75	1.97	2.26	15	14	12	买入
	002706.SZ	良信电器	20.86	0.35	0.46	0.60	60	45	35	未评级
	002851.SZ	麦格米特	32.17	0.78	1.06	1.35	41	30	24	买入
	002979.SZ	雷赛智能	33.74	0.69	0.66	0.85	49	51	40	未评级
电力设备	600406.SH	国电南瑞	21.00	0.94	1.11	1.31	24	23	19	买入
	002028.SZ	思源电气	23.53	0.73	1.53	1.87	32	15	13	买入
	600312.SH	平高电气	7.99	0.17	0.43	0.63	47	19	13	未评级
	000400.SZ	许继电气	14.46	0.42	0.70	0.85	34	21	17	未评级
	002452.SZ	长高集团	7.03	0.27			26			未评级
	600131.SH	国网信通	19.19	0.44	0.58	0.77	44	33	25	未评级
	600452.SH	涪陵电力	17.30	1.27	1.04	1.19	14	17	15	未评级
	300360.SZ	炬华科技	10.15	0.59	0.61	0.77	17	17	13	未评级
	603556.SH	海兴电力	14.45	1.02	1.25	1.53	14	12	9	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所；灰色为Wind一致预期

风险提示

➢政策不达预期：国家产业政策变化会影响动力电池市场的发展，进而影响公司产品的销售及营收。如果相关政策发生重大不利变化，会直接影响电池市场的需求，将对会公司的销售规模和盈利能力产生重大不利影响。

➢价格竞争超预期：近几年新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。

➢原材料价格不稳定，影响利润空间：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

➢投资增速下滑：各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券财富家园