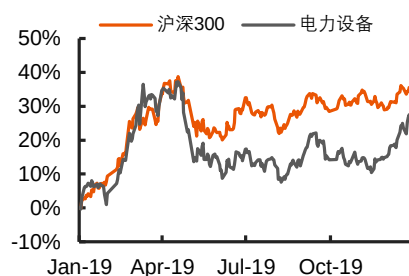


外资财报跟踪系列

海外工控巨头如何看待 2020 年行业景气度

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*电力设备*新一轮风电抢装之后，萧条还是繁荣》
2019-12-14
《行业年度策略报告*电力设备*向新而生，繁荣的顶点 or 起点》
2019-12-13
《行业专题报告*电力设备*群雄竞起，谁主沉浮——合资新能源车车型品鉴录》
2019-12-01
《行业动态跟踪报告*电力设备*上海国际电力展：智能化和泛在推升低压电器景气度》
2019-11-10

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

研究助理

王霖 一般从业资格编号
S1060118120012
WANGLIN272@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

11 月份国内 PMI 为 50.2，重回荣枯线以上，工控企业单月订单普遍转正。在目前制造业企业利润短期出现回升，中美贸易争端缓和带来情绪面修复的环境下，市场对 2020 年工控市场的走势莫衷一是。本文我们跳出国内企业的视角，从海外工控巨头西门子和施耐德财报中对国内工业自动化和低压电器市场的展望，来探究 2020 年工控市场环境的可能变化。

■ **工业自动化：**西门子预计市场在 2020 年二季度开始企稳。西门子集团于 11 月份发布了 2019 财年（截止 9 月 30 日）年报，公司数字化工业集团在 19 年财年的营收为 160.87 亿欧元，同比增长 3%。公司认为全球自动化市场在 19 年缺乏增长驱动力，尤其是在 19 年下半年财年（对应于 2Q19 和 3Q19），需求出现进一步下滑并且所有区域均受此影响。尽管过程控制业务仍然受益于上游传统行业的投资，但是离散控制业务在需求下滑和去库存的影响下，面临不利的市场环境。**展望 2020 财年**，公司预计全球工业自动化市场将会进一步走弱，制造业投资需求可能会延续下滑趋势，但是有望在 2020 年下半年财年（对应 2Q20-3Q20）企稳；全球贸易争端作为影响市场环境的因素之一，在短期内会加重对制造业投资的抑制程度，**中国市场增长的疲软则有可能在东南亚和欧洲产生溢出效应**。复盘西门子近两年对市场前景的展望，得益于公司在中国市场的成熟销售网络和深入的行业洞察，公司对市场整体环境的预期具备一定的参考价值，例如公司之前对 19 年的预计是——全球范围内来自设备制造行业的需求将放缓，对于在 18 年有较快市场扩张的地区，尤其是中国市场，19 年增长将进一步放缓；过程控制业务整体仍将增长，但是增速将会放缓，尤其是一些短周期行业。

■ **低压电器：**施耐德电气于 19 年 10 月底发布三季报，公司能效管理业务（包括低压电器、中压和数据中心业务，其中低压电器业务占比过半）前三季度实现营收 151.78 亿欧元，同比内生增长 5.9%；**中国区增长强劲**，3Q19 同比增长 6%，主要受益于住宅市场的需求持续和基建领域在投资推动下的增长。此外，未在施耐德电气报表中并表计算的**德力西延续了较好的增长势头**。公司预计在 19 年四季度，尽管市场整体面临 OEM 需求的放缓，但是地产、基建和部分工业领域将保持增长，此外**数据中心将是未来持续增长的重要领域**。复盘过去几年施耐德财报中对国内低压电器市场变化的判断，公司能够敏锐的把握市场变化的动态，我们认为主要原因包括：a. 公司具备行业领先的直销团队，**能够通过设计院上图项目量判断未来半年至一年的项目型市场景气度**；b. 公司的分销网络主要由众业达、海得电气和福大自动化等专业经销商组成，经历了多轮行业波动，具备较强的预判能力。例如公司在 16 年初就判断了国内一二线城市建筑市场出现复苏迹象，随后从 16 年底开始，低

压电器市场迎来了持续的景气度提升；公司又在 19 年初，预计建筑市场在高基数的作用下增速将趋缓，但是基建、数据中心等市场仍将保持增长。

- **投资建议：**1. 尽管目前工业自动化市场的景气度仍然受制造业利润下滑等因素的抑制，但是短期看 3C 自动化和光伏设备产业链的设备更替需求将推动 OEM 市场需求的逐步改善；此外，近期中美贸易争端的缓和将有助于制造业投资信心的恢复，自动化产业链在持续了一年多的去库存后有望迎来主动补库存，带动行业的回暖。重点推荐工控进口替代持续，有望显著受益于 OEM 市场需求改善的工控龙头汇川技术，建议关注国产 PLC 龙头信捷电气。2. 预计低压电器市场在 2020 年将保持较高的景气度，市场增长的主要驱动因素包括地产进入竣工周期带来的需求增长、5G 基站大规模建设带来的近百亿额外增量需求以及国网泛在物联网建设推动的智能化低压电器渗透率提升。推荐受益于地产竣工和 5G 建设的良信电器，以及产品不断向上突破，有望受益于国网泛在建设的正泰电器；建议关注在轨交、数据中心等项目型市场具备竞争优势的泰永长征。
- **风险提示：**1. 若宏观经济下行或者贸易争端加剧，将对工控市场的复苏产生较大不利影响。2. 若国网泛在电力物联网进展不及预期，将对智能化低压电器的推广产生负面影响。3. 若钢、铜、银等原材料价格大幅上升，将影响低压电器企业的毛利率。

一、工业自动化：西门子预期 2020 年二季度企稳

1.1 西门子发布 2019 年报，预期全球自动化市场将在 2020 年二季度企稳

西门子集团于 11 月份在德国慕尼黑总部发布了 2019 财年（截止 9 月 30 日）年报，公司数字化工业集团在 19 年财年的营收为 160.87 亿欧元，同比增长 3%；获得订单 159.44 亿欧元，同比下降 2%。西门子在 19 年初进行了全球范围内的组织架构调整，目前的数字化工业集团由原先的数字化工厂集团和过程控制与驱动集团合并组成，业务范围包括离散控制和过程控制，产品覆盖 PLC、HMI、伺服系统、低压电机、低压变频器等硬件产品和 PLM 软件、Mindsphere 工业云平台等软件服务，为西门子集团在工业自动化领域的核心实体。

根据西门子在年报中的表述，公司认为全球自动化市场在 19 年缺乏增长驱动力，尤其是在 19 年下半财年（对应于 2Q19 和 3Q19），需求出现进一步下滑并且所有区域均受此影响。尽管过程控制业务仍然受益于上游传统行业的投资，但是离散控制业务在需求下滑和去库存的影响下，面临不利的市场环境。展望 2020 财年，公司预计全球工业自动化市场将会进一步走弱，制造业投资需求可能会延续下滑趋势，但是有望在 2020 年下半财年（对应 2Q20-3Q20）企稳；全球贸易争端作为影响市场环境的因素之一，在短期内会加重对制造业投资的抑制程度，中国市场增长的疲软则有可能在东南亚和欧洲产生溢出效应。

图表1 西门子数字化工业集团 19 财年业绩

(In millions of €)	Fiscal year		% Change	
	2019	2018	Actual	Comp.
Orders	15,944	16,287	(2)%	(4)%
Revenue	16,087	15,587	3%	2%
therein: software business	4,039	3,560	13%	8%
Adjusted EBITA	2,880	2,898	(1)%	
Adjusted EBITA margin	17.9%	18.6%		

资料来源: Siemens AG, 平安证券研究所

图表2 西门子集团 19 财年分区域订单情况

Orders (location of customer)				
(In millions of €)	Fiscal year		% Change	
	2019	2018	Actual	Comp.
Europe, C.I.S., Africa, Middle East	46,086	46,495	(1)%	(1)%
therein: Germany	12,021	11,254	7%	7%
Americas	29,812	25,060	19%	14%
therein: U.S.	21,166	18,106	17%	10%
Asia, Australia	22,101	19,742	12%	11%
therein: China	8,989	8,459	6%	6%
Siemens	97,999	91,296	7%	6%
therein: emerging markets ¹	31,720	30,564	4%	4%

资料来源: Siemens AG, 平安证券研究所

1.2 复盘西门子近两年对行业的展望，具备一定的参考价值

我们对西门子近几年在年报中对行业的展望进行了复盘，我们认为，从公司对行业的展望和实际市场情况来看，西门子对行业的整体判断具备一定的参考价值。在 19 年之前西门子的工业自动化业务主要由数字化工厂集团和过程控制与驱动集团运营，其中数字化工厂集团的业务范围为离散自动化，主要产品包括伺服系统、PLC、HMI 等，主要面向 OEM 市场；过程控制与驱动集团的业务范围为过程控制业务，主要产品包括高低压电机、高低压变频器、牵引电机和仪表，以项目型市场为主，同时兼顾 OEM 市场客户。

在 18 财年年报中，数字化工厂集团和过程控制与驱动集团对 19 年的展望如下：

- 数字化工厂集团（对应伺服、PLC、HMI、工业软件等产品）：18 年全球离散工业市场在保持增长，从区域上来看中国市场是增长的主要动力。考虑到 18 财年已经很高的投资额和持续升温的

贸易争端局势,预计 19 年来自设备制造行业的需求将放缓,对于在 18 年有较快市场扩张的地区,尤其是中国市场,19 年增长将进一步放缓。

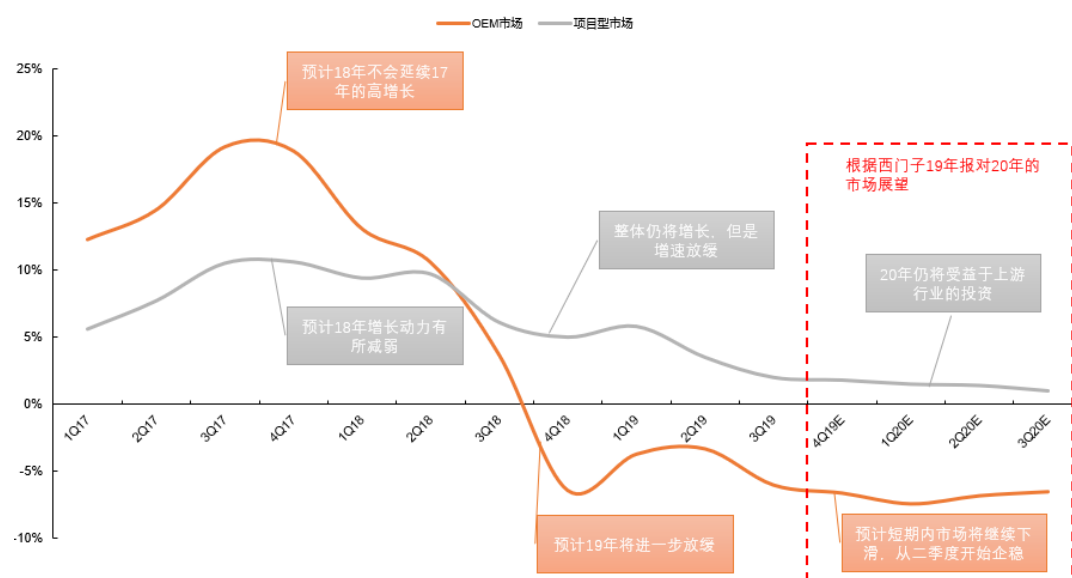
- b. 过程控制与驱动集团 (对应高低压变频器、电机等驱动产品和系统集成业务): 在 18 年全球市场有所增长,中国市场增长较快。与消费相关的食品饮料、制药等行业保持增长,与上游原材料相关的油气、冶金等行业从底部回升。预计 19 年市场整体仍将增长,但是增速将会放缓,尤其是一些短周期行业。

在 17 财年年报中,数字化工厂集团和过程控制与驱动集团对 18 年的展望如下:

- a. 数字化工厂集团 (对应伺服、PLC、HMI、工业软件等产品): 17 年全球市场重新开始增长,电子、汽车等领域的增长驱动了制造业的复苏,设备制造行业受益于投资增长,尤其是中国市场,市场的快速增长还受益于政府投资项目。展望 18 年,全球制造业市场预计会温和增长,但是汽车业增速会放缓。设备制造业在消费升级和数字化升级的驱动下,预计会保持增长。但是预计,中国市场在 18 年不会延续 17 年的高增长。
- b. 过程控制与驱动集团 (对应高低压变频器、电机等驱动产品和系统集成业务): 预计 18 年市场整体规模会略有增长,与上游原材料相关的油气、采矿等行业的资本开支在温和复苏。从全年来看,预计中国市场的增长动力相比 17 年有所减弱。

对比 17-19 年国内工控市场的数据,尤其是 OEM 和项目型市场的增速情况,可以看出西门子集团对市场的预期具备一定的参考价值。我们认为,由于西门子目前仍是国内自动化市场的主要供应商之一,并且销售渠道较为完善,对于市场的变化有着切实的感知;因此,其对于市场整体情况的展望,往往与实际结果相差不大。

图表3 国内自动化行业 OEM 和项目型市场增速与西门子市场展望对比



资料来源:工控网、Siemens AG、平安证券研究所

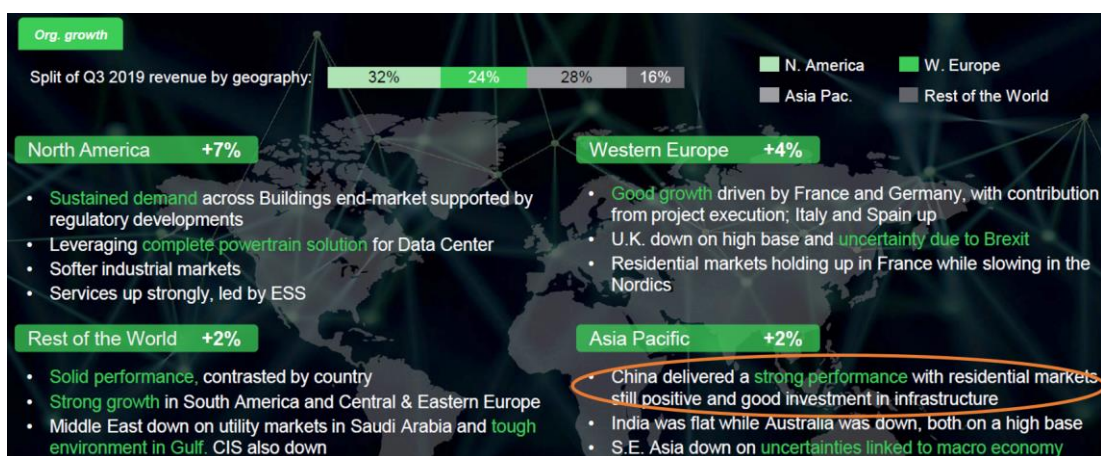
我们认为,尽管目前工业自动化市场的景气度仍然受制造业利润下滑、资本开支减少的抑制,但是从短期看,3C 自动化等领域的设备更替需求将推动 OEM 市场需求的逐步改善;此外,近期中美贸易争端的缓和将有助于制造业投资信心的恢复,自动化产业链在持续了一年多的去库存后有望迎来主动补库存,带动行业的回暖。从中长期看,自动化渗透率的提升、制造业向数字化的转型、服务市场规模的扩大,均将推动工业自动化市场增速进入新的阶段。

二、 低压电器：施耐德电气对行业展望较为乐观

2.1 施耐德 19 年三季度中国区业务增长强劲，对市场景气度保持乐观

施耐德电气于 19 年 10 月底发布三季报，公司能效管理业务（包括低压电器、中压和数据中心业务，其中低压电器业务占比过半）前三季度实现营收 151.78 亿欧元，同比内生增长 5.9%；其中中国区增长强劲，3Q19 同比增长 6%，主要受益于住宅市场的需求持续和基建领域在投资推动下的增长。此外，未在施耐德电气报表中并表计算的德力西延续了较好的增长势头。公司预计在 19 年四季度，尽管市场整体面临 OEM 需求的放缓，但是地产、基建和部分工业领域仍将保持增长，不过地产的需求有放缓的可能性。从未来行业增长点看，施耐德电气认为数据中心领域将持续保持强劲的增长。

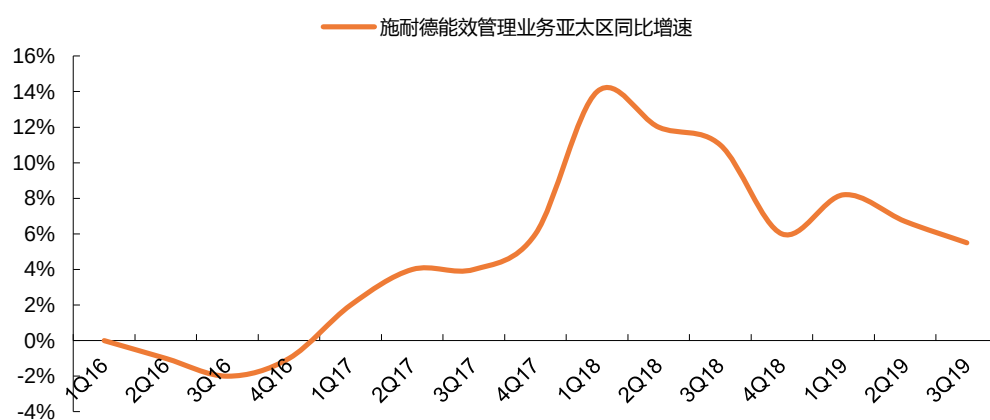
图表4 施耐德电气 19 年三季度能效管理业务情况



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

从过去几年施耐德电气能效管理业务的表现来看，亚太区（中国市场占比约为一半）业绩增速从 17 年一季度开始重回正增长，其中中国区在 16 年三季度已经转正，由于德力西并未并表进行计算，施耐德亚太区能效管理业务的增长也印证了国内低压电器中高端市场从 17 年开始，由住宅、商建和基建项目所推动的行业景气度提升。

图表5 施耐德能效管理业务亚太区单季度业绩同比增速



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

2.2 得益于项目型销售团队和专业分销网络，公司对市场变化感知敏锐

施耐德电气在每季度报表中，均会陈述当前能效管理业务中国市场情况，并展望短期内市场的变化趋势。复盘过去几年施耐德财报中对国内低压电器市场变化的判断，我们发现公司对于市场动态的把握非常敏锐，能够较早的发现市场变化的迹象。我们认为，施耐德之所以能够对国内低压电器市场有较好的判断，主要原因在于：**a. 公司具备行业领先的直销团队，能够通过设计院上图设计项目量判断未来半年至一年的项目型市场景气度；b. 公司的分销网络主要由众业达、海得电气和福大自动化等专业经销商组成，在低压电器行业经营数十载，经历了多轮行业波动，具备较强的预判能力。**

在 2016 年财报中，施耐德电气对中国区低压电器业务的展望如下：

- a. 1Q16 财报：得益于**一线城市建筑市场的需求改善**，中国市场下滑放缓，但是这些改善迹象仍需确认。
- b. 1H16 财报：中国市场在一二线城市建筑市场的需求改善下已经企稳。
- c. 3Q16 财报：中国市场开始增长，一二线城市建筑市场的需求在持续改善。
- d. 16 全年财报：中国区全年略微负增长，主要是一二线城市建筑市场的项目有延迟。

在 2017 年财报中，施耐德电气对中国区低压电器业务的展望如下：

- a. 1Q17 财报：中国区实现两位数增长，得益于建筑市场的强劲需求和经销商重新开始补库存（部分原因来自于涨价预期），得益于一季度的高增长，公司预计 17 年全年中国区低压电器业务将保持增长。
- b. 1H17 财报：中国市场增长动能良好，建筑市场依旧保持正增长，此外，在目标市场的差异化竞争效果显现。
- c. 3Q17 财报：整个亚太市场增长良好，中国市场依然是亚太区增长的主要动力。
- d. 17 全年财报：中国区住宅、商业建筑和工业建筑市场增长均非常好。

在 2018 年财报中，施耐德电气对中国区低压电器业务的展望如下：

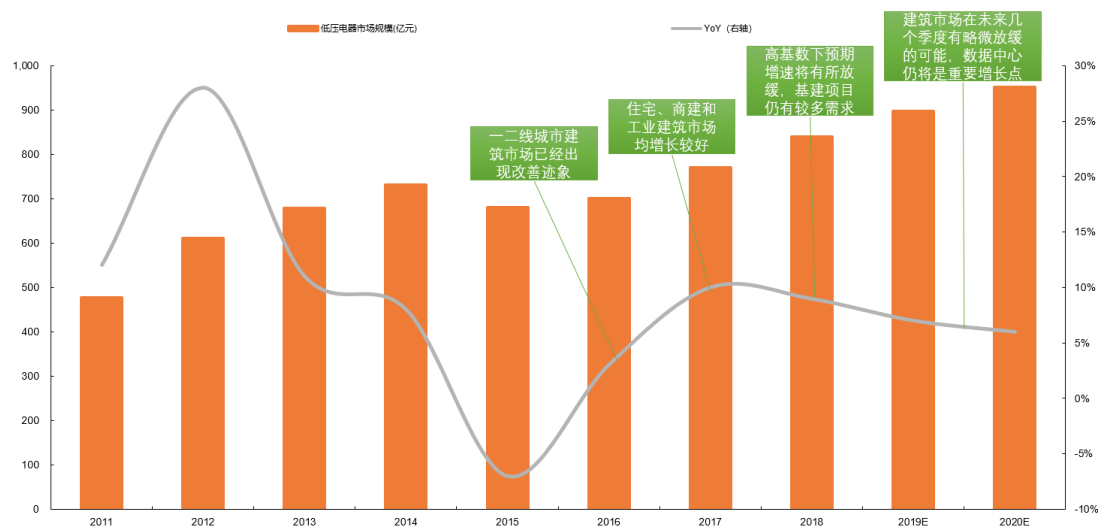
- a. 1Q18 财报：公司低压电器业务整体增长为 9.1%，包括德力西则增长为 10.3%。中国区增长非常强劲，地产市场持续表现良好，不过预计从全年看增长会逐步放缓。
- b. 1H18 财报：公司低压电器业务整体增长为 9.1%，包括德力西则为两位数增长。中国区地产市场在保持增长，此外与绿色能源相关的投资在增多，并且公司**智能化配电云平台 EcoStruxure 的接受度在提升**。
- c. 3Q18 财报：中国区保持两位数增长，地产和小型建筑市场增长良好，但是增速较 1H18 放缓，与公司之前的预期一致。
- d. 18 全年财报：亚太区增长超过 10%，智能化配电云平台 EcoStruxure 市场拓展顺利。**如公司预期，在高基数下中国区增速有所放缓。公司认为在交运、医院和水处理等项目型市场中仍有非常多的需求。**

在 2019 年财报中，施耐德电气对中国区低压电器业务的展望如下：

- a. 1Q19 财报：中国区在经销商补库存的推动下增长良好，**建筑市场依然保持正增长，不过可能会在未来几个季度逐步放缓；数据中心和基建项目增长较好**。尽管基数很高，但是预计中国区 19 年全年仍将保持增长，下游建筑、基建和部分工业领域增长动能良好。

- b. 1H19 财报：尽管面临高基数，但是中国区增长良好；建筑和基建市场的投资推动了需求增长，此外公司渠道激励政策也助力增长；不过建筑市场有下半年略微放缓的可能性。
- c. 3Q19 财报：中国区增长良好，主要受益于住宅市场的需求持续和基建领域在投资推动下的增长。此外，未在施耐德电气报表中并表计算的德力西延续了较好的增长势头；预计在 19 年四季度，尽管市场整体面临 OEM 需求的放缓，但是地产、基建和部分工业领域仍然在保持增长，不过地产的需求有放缓的可能性，数据中心领域将持续保持强劲的增长。

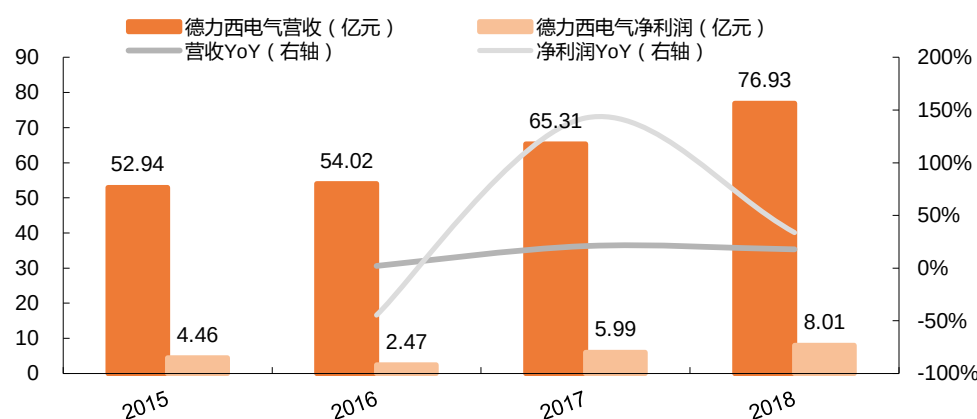
图表6 国内低压电器市场规模与施耐德电气对市场的展望



资料来源：施耐德电气、Wind、平安证券研究所

从产品定位上来看，施耐德品牌主要定位在国内低压电器中高端市场，尤其是项目型市场，是其产品的核心应用领域。此外，施耐德还拥有德力西电气 50% 的股权，主要针对中端市场，客户群体以中小地产、制造业企业和个人客户为主。从德力西近几年业绩来看，国内低压电器中端市场从 17 年开始复苏，目前仍然保持较高的景气度。

图表7 德力西电气近几年业绩情况



资料来源：大公国际资信评估、平安证券研究所

总结施耐德电气近几年财报对中国区低压电器市场的陈述，我们认为在 2020 年低压电器仍处于景气周期，地产需求在竣工周期的推动下仍会有较好表现，但是商建市场有放缓的可能性，使得建筑市场整体增速有可能在高基数的作用下趋缓。此外，数据中心、轨交等基建项目预计将保持增长。

三、投资建议

工业自动化：强烈推荐汇川技术，公司是国内自动化行业龙头，在驱动技术领域具备显著优势，低压变频器和伺服系统的市占率持续提升，已逐步实现对外资的进口替代。此外，公司在控制技术领域的产品竞争力亦在不断增强，有望与驱动产品形成更多的整体解决方案销售。公司通用自动化业务来自 OEM 市场的营收占比较高，有望显著受益于 OEM 市场需求的改善。**建议关注信捷电气**，公司是国内小型 PLC 龙头，目前正在大力发展伺服驱动产品并形成行业解决方案销售模式，预计将受益于整体市占率的提升和 OEM 市场需求的回暖。

低压电器：推荐良信电器，公司是万科、碧桂园、中海等头部地产商的战略供应商，在地产领域对外资的进口替代顺利，有望显著受益于地产竣工周期带来的需求增长。此外，公司与华为、维谛等通信设备商有多年深入合作历史，公司 19 年推出了 5G 专用 1U 断路器，主要客户为华为，预计将显著受益于 20 年 5G 基站的大规模建设。**推荐正泰电器**，公司是国内低压电器龙头，整体市占率接近 20%，目前公司正处于估值低点；公司低压电器分销业务稳固，直销业务占比不断提升，公司与国网的合作不断深入，有望显著受益于 20 年泛在电力物联网建设的推进。**建议关注泰永长征**，公司是国内高端双电源产品的领军企业，在轨交、数据中心等项目型市场具备较强竞争力，并率先推出了全系列的智能化低压电器，有望受益于基建和数据中心等领域的需求增长。

图表8 工控板块主要上市公司盈利预测及投资评级

股票名称	股票代码	股票价格	EPS			P/E			评级
		2019-12-27	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
汇川技术	300124	29.50	0.67	0.61	0.82	43.8	48.0	36.1	强烈推荐
良信电器	002706	8.44	0.28	0.36	0.43	29.8	23.2	19.6	推荐
正泰电器	601877	25.95	1.67	2.08	2.45	15.5	12.5	10.6	推荐
信捷电气	603416	27.78	1.06	1.19	1.46	26.2	23.3	19.0	暂未评级

资料来源：Wind，平安证券研究所

四、风险提示

- 1、宏观经济下行以及贸易保护风险。如果宏观经济下行超预期，可能导致工控行业需求不及预期；如果贸易争端缓和不及预期，预计将对工控 OEM 市场需求产生负面影响，导致行业复苏进程放缓，对工控行业内公司的业绩产生不利影响。
- 2、若泛在电力物联网建设不达预期，投资总额低于市场预期或者投资进展放缓，均会对电力行业智能化的进展产生负面影响，导致与泛在投资建设相关企业的营收增速和毛利率水平受到不利影响。
- 3、低压电器原材料成本占比较高，若铜、钢、银等大宗商品价格大幅上升，将导致生产成本明显上升，对低压电器生产商的毛利率产生负面影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033