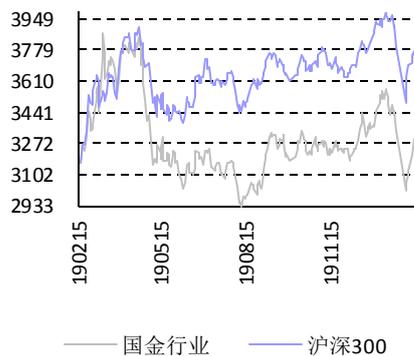


输配电及控制行业研究 买入（维持评级）

行业深度研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金输配电及控制指数	3265
沪深300指数	3988
上证指数	2917
深证成指	10916
中小板综指	10100



相关报告

- 《充电桩行业点评-特斯拉加快建设充电桩,运营行业高景气可期》, 2020.1.7
- 《国网电网投资点评-国网农网投资超预期,电网投资结构化明确》, 2019.12.23
- 《行业点评-国网广电确定5G合作,加速泛在物联网建设》, 2019.12.19
- 《特高压行业动态点评-雅中到江西特高压直流开标,国电南瑞中标大...》, 2019.9.18

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
yaoyao@gjzq.com.cn

电网逆周期预期提升, 低压、自动化全年影响可控

行业观点:

- **SARS 疫情主要影响在疫情严峻期, 并未改变经济中长期发展趋势。**2003 年 Q2GDP 及工业增加值短暂下跌后马上快速回升, 到 2007 年 GDP 实现了一段增长加速期, 疫情也未改变 2000-2010 年工业发展黄金十年趋势。
- **SARS 对于电力设备各子行业影响较为可控, 疫情未减缓电网企业从始至终的业绩高速增长步伐。**季度影响: 电力设备各子行业 2003Q2 增速只出现轻微下滑且 Q3 行业增速均出现较大幅度反弹, 其中电网行业交付订单通常为半年前签订, 当季影响较小, 电网子行业龙头许继电气、保变电气 Q3 营收和归母净利润增速有较大幅度反弹, 反映了 Q2 延迟发运的订单在 Q3 出现集中交付效应。**全年影响:**2003 年电气设备行业上市公司较多的子行业高压设备、电网自动化等行业营收和扣非净利润增长在 10%-22%之间, 且电网龙头特变电工、保变电气营收和利润增速均明显高于行业。2001-2008 年电网开启“大干快上”阶段, 电网主要投资方向在主干网一次设备, SARS 并未改变产业趋势, 相关公司业绩持续高增长。
- **疫情对经济的影响主要集中在第一季度, 二季度影响显著降低, 下半年影响消失。**根据国金 SIR 模型测算, 本次疫情从 1 月 20 日前后集中爆发到初 2 月 18 日全国(除湖北)在诊人数到达拐点, 时间跨度大致一个月, 预计 3 月底 4 月初疫情结束, 疫情将拖累 Q1 GDP 增长 1 个百分点, 全年 0.3 个百分点, 其中导致 GDP 第二产业增加值增速损失 13%。回顾 2003 年 SARS 疫情和 2008 年金融危机期间, 社融和基建均有明显提升, 我们预期货币政策降息节奏或提前, 同时财政政策托底稳基建。
- **电网行业本次疫情影响最小, 特高压等“新基建”逆周期调节预期正在提升。****短期:**中央政治局常委会要求加快推进补短板基建项目建设(加大新投资项目开工力度, 积极推进在建项目)。为此国网出台 12 项举措以全力推进企业复工复产, 通过在线方式使招投标延迟一个礼拜后得到重启, 短期企业特别是龙头企业中标订单几无影响, 并要求加强农网、保民生建设以及待核准、在建特高压核准建设加快, 有望使得全年电网投资增长超预期。**长期:**疫情和国网人事调整并不会改变电网数字化、网络化、智能化发展趋势。
- **疫情对工控自动化和低压行业全年影响可控, 且不改产业长期良好发展趋势。**龙头企业凭借品牌、渠道、供应链、技术响应等综合能力有望将短期影响降至最低, 且竞争优势甚至有可能在本轮洗牌中进一步加强。**1) 工控:****短期:**工控行业全年整体受影响最大约 4.8%, 影响较为可控;**中期:**2019 年 Q4 或是新一轮制造业景气周期性拐点, 工控需求最低点已过;**长期:**本次疫情凸显了自动化必要性, 有望加快自动化升级进程。**2) 低压: 地产:**Q1 低压需求波动受地产施工进度快慢影响, 但只是滞后而非消失, 如果进一步考虑地产政策边际放松, 则全年低压在地产侧需求应该不会有过多影响;**工业及其他:**工业制造业造成总需求 1.25%的影响, 基础设施、电力、通信等领域作为“逆周期”、“新基建”投资方向, 需求应该较为稳定。

投资建议:

- 建议继续重点配置电网设备和工控、低压行业具备技术、渠道、先进理念的优质公司。推荐: 国电南瑞、汇川技术、良信电器、正泰电器、宏发股份。

风险提示:

- 电网投资不达预期: 汇率波动等海外风险: 上游芯片供应紧张、采购价大幅上涨风险: 房地产竣工、工业制造业回暖不达预期风险:

内容目录

1、SARS 持续时间长达半年，但对经济影响主要在 Q2.....	4
2、SARS 对于电力设备各子行业影响较为可控.....	7
2.1 2003 年 SARS 对于行业影响主要集中在 Q2，且影响时间较短.....	7
2.2 2003 全年电力设备公司业绩增长保持平稳，疫情并未改变中长期行业发展趋势：.....	8
3、新冠肺炎疫情对电力设备影响较为可控，有望加快自动化升级进程.....	12
3.1 新冠肺炎疫情影响时间较短，影响时间相对 SARS 来说可能更短.....	12
3.2 宏观经济下行压力加大，特高压等“新基建”逆周期调节预期正在提升..	13
3.3 工控自动化和低压行业一季度增速将受一定影响，不改长期良好发展趋势.....	15
4、投资建议.....	17
5、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：截至 2003 年 7 月 11 日的疑似 SARS 病例统计.....	4
图表 2：全球主要地区按时间统计 SARS 感染人数/死亡率.....	4
图表 3：截至 2003 年 7 月 11 日的疑似 SARS 病例统计.....	4
图表 4：2003 年 Q2GDP 受到短暂影响.....	5
图表 5：2003 年各行业 GDP 季度增速受短暂影响.....	5
图表 6：2003 年 SARS 不改经济周期运行轨迹.....	5
图表 7：2003 年第二季度工业增加值受到短暂影响.....	6
图表 8：2003 年 SARS 不改十年工业黄金增长趋势.....	6
图表 9：2003 年电气设备行业各指标同比增长情况.....	9
图表 10：2001 年到 2010 年高压龙头特变电工业绩.....	9
图表 11：2001 年到 2010 年高压龙头公司保变电气业绩.....	9
图表 12：2003 年电网投资同比 16%，在 2002 年高基数下增速较为可喜.....	10
图表 13：国家电网投资分为三个时期，目前发展到泛在电力物联网时期.....	10
图表 14：2003 年-2008 年百利电气业绩表现较好.....	11
图表 15：2003 年低压电器行业增速 13.6%，疫情不改行业稳定向上趋势.....	11
图表 16：2003 年 Q1-Q4 电气设备行业营收同比增长情况.....	7
图表 17：电网自动化龙头许继电气 2003 年-2005 年单季度业绩情况.....	7
图表 18：高压龙头特变电工 2003 年-2005 年单季度业绩情况.....	8
图表 19：百利电气 2003 年-2005 年单季度业绩情况.....	8
图表 20：2003 年社融增速提升较快，提升流动性对冲 SARS 对经济下滑影响.....	12
图表 21：2003 年社融增速提升较快，提升流动性对冲 SARS 对经济下滑影响.....	13

图表 22: 经济相对低迷时基建投资往往较大.....	13
图表 23: 2019 年以来基建投资正在明显翘尾.....	13
图表 24: 电网投资和基建投资有较高相关性, 09 年电网发挥了逆周期调节能力	14
图表 25: 2019 年农网投资超预期, 有效弥补了国网实际投资下降幅度	14
图表 26: 《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》项目清单及核准进展	14
图表 27: 我国制造业正处在被动去库存阶段	15
图表 28: 工控行业目前处于底部偏右侧周期.....	15
图表 29: 我国制造业就业人口数持续负增长.....	16
图表 30: 我国规模以上制造业就业人员工资增速较高.....	16
图表 31: 2010 年至今我国低压电器 CAGR 为 8.7%左右	16
图表 32: 行业内重点公司投资评级 (人民币)	17

1、SARS 持续时间长达半年，但对经济影响主要在 Q2

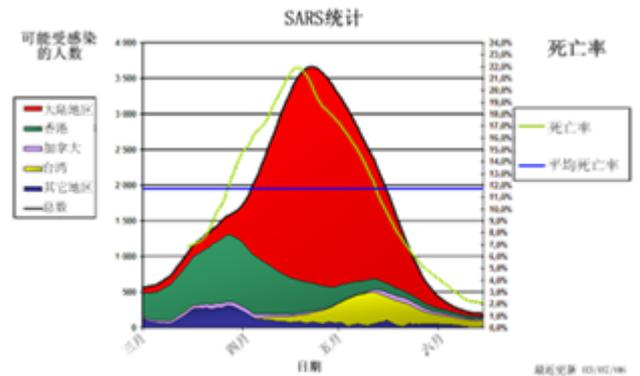
SARS 事件是指 2002 年在广东顺德首发的严重性呼吸综合症（英文名：SARS）。此次疫情从中国广东发源，迅速传播至中国其他省份和全球其他地区和城市，最终共造成全球 8069 例病例，其中死亡病例 774 例，死亡率 9.6%。

图表 1：截至 2003 年 7 月 11 日的疑似 SARS 病例统计

国家	病例	死亡	康复
中国大陆	5327	348	4941
中国香港	1755	299	1433
中国澳门	1	0	1
中国台湾	307	47	(***)
其他地区	679	80	571
合计	8069	774	7453

来源：WHO、国金证券研究所注：*** 指未公布调整后的数字

图表 2：全球主要地区按时间统计 SARS 感染人数/死亡率



来源：WHO、百度百科、国金证券研究所

2003 年非典疫情持续时间较长。SARS 事件从 2002 年 12 月爆发以来，到 2003 年 7 月结束，共计 7 个月时间。

我们将 7 个月划分为 4 个周期：

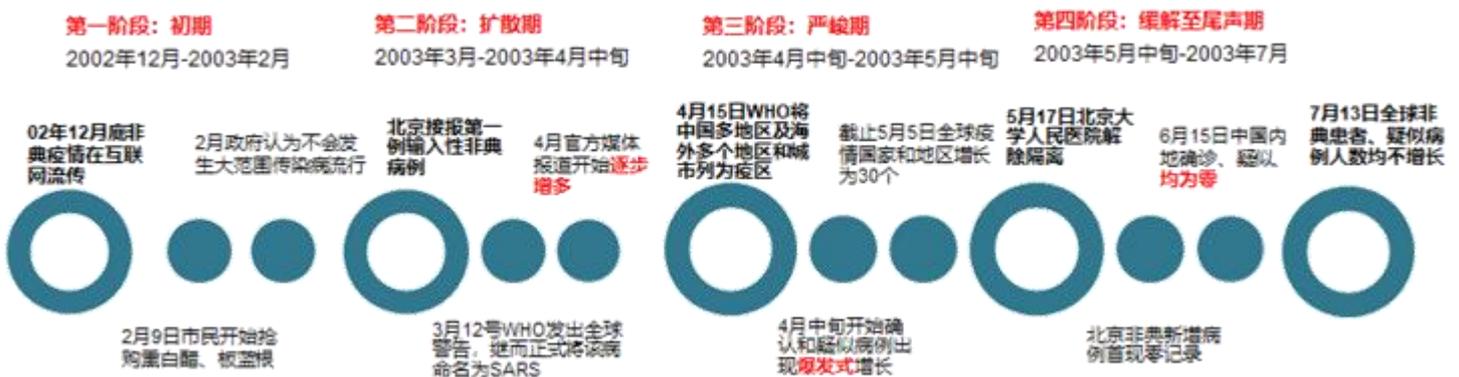
第一阶段：疫情初期，2002 年 12 月到 2003 年 2 月，标志性事件之一为非典疫情在 12 月末开始在互联网流传。

第二阶段：疫情扩散期，2003 年 3 月到 2003 年 4 月中旬，标志性事件之一为北京开始接报第一例输入性非典病例。

第三阶段：疫情严峻期，2003 年 4 月中旬到 2003 年 5 月中旬，标志性事件之一为 4 月 15 日 WHO 将中国多地区及海外多个地区和城市列为疫区。

第四阶段：疫情缓解至尾声期，2003 年 5 月中旬-2003 年 7 月，标志性事件之一为 5 月 17 日北京大学人民医院解除隔离。

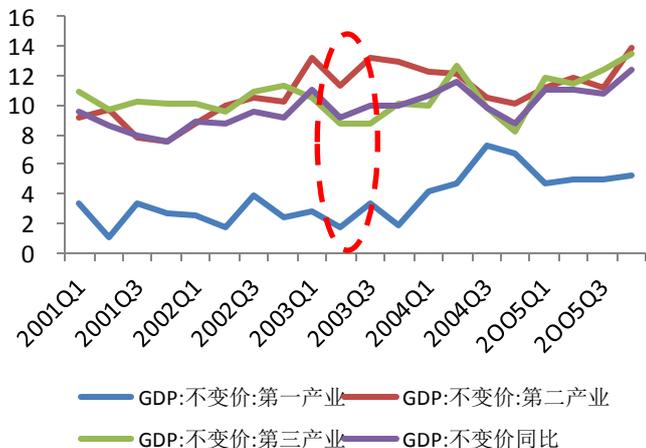
图表 3：截至 2003 年 7 月 11 日的疑似 SARS 病例统计



来源：百度、国金证券研究所整理分析

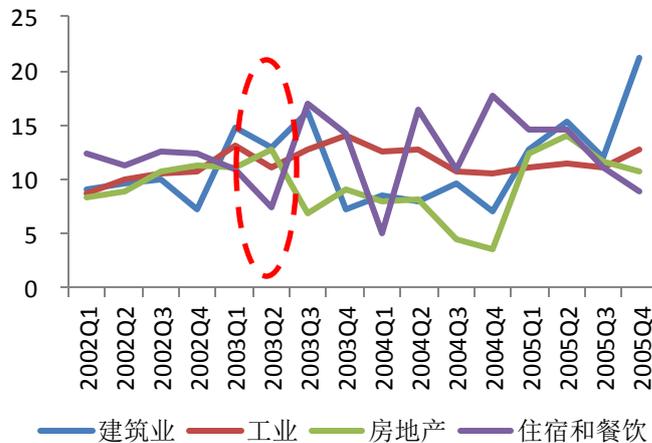
2003 年非典疫情持续时间较长，但对经济影响相对较为有限。整体来看，SARS 对宏观经济的影响仅为疫情最严峻的 Q2，Q2 当季 GDP 增长下滑至 9.1%，但是很快 Q3GDP 就快速回升，而且从经济周期角度讲，2003 年疫情并未改变经济周期运行轨迹，到 2007 年中国经济依然实现了一段增长加速期。

图表 4：2003 年 Q2GDP 受到短暂影响



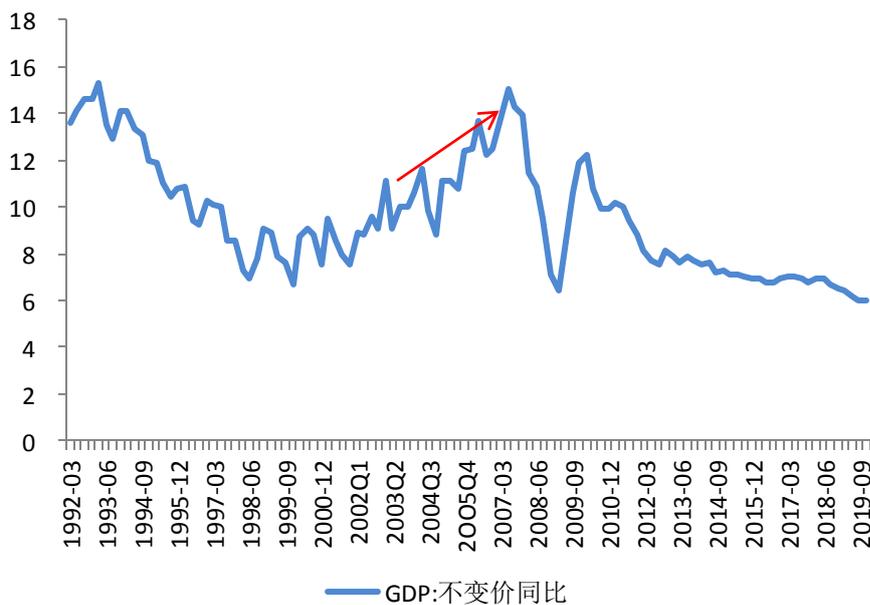
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 5：2003 年各行业 GDP 季度增速受短暂影响



来源：国家统计局、国金证券研究所

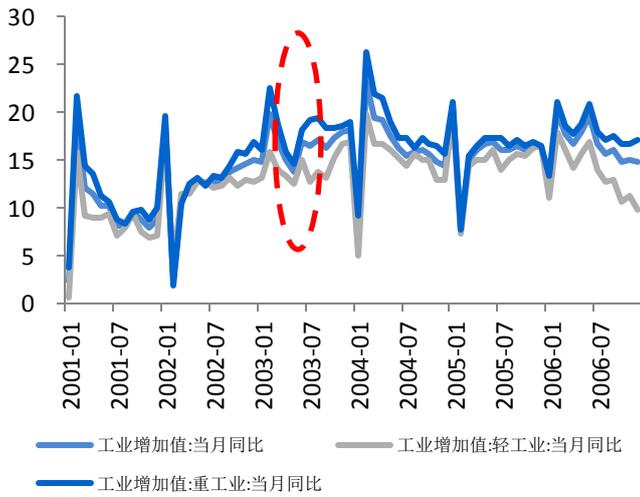
图表 6：2003 年 SARS 不改经济周期运行轨迹



来源：中电联、国金证券研究所

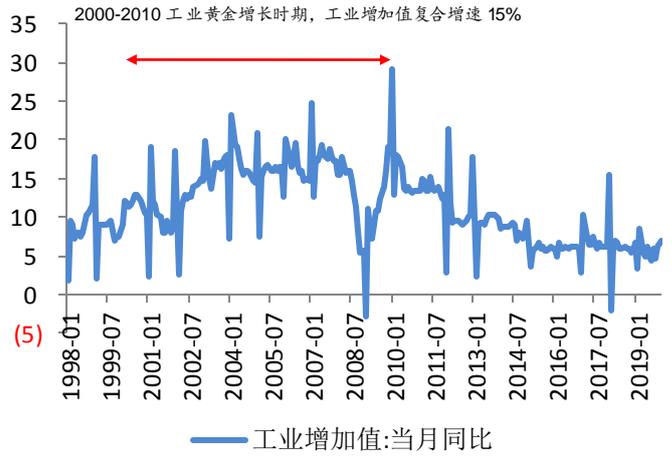
2003 年 Q2 工业增加值短暂下滑后重新恢复。2003 年 4-5 月份，公司 PMI 增速遭遇小幅下滑，但是从 6 月份开始，工业增加值开始明显回升，整体来讲影响仅为 2 月，同时疫情并未改变 2000-2010 年工业发展黄金十年。

图表 7：2003 年第二季度工业增加值受到短暂影响



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 8：2003 年 SARS 不改十年工业黄金增长趋势



来源：国家统计局、国金证券研究所

2、SARS 对于电力设备各子行业影响较为可控

2.1 2003 年 SARS 对于行业影响主要集中在 Q2，且影响时间较短

2003 年 Q2 营收增速有一定下滑，但 Q3 增速马上出现较大幅度上扬。从季度数据来看，整体电气设备行业 2003 年 Q1-Q4 增速分别为 22.7%、13.3%、23.3%、15.9%，Q2 增速只出现轻微下滑且 Q3 行业增速出现较大幅度反弹，因此可以很明显看出疫情对于行业的影响只有疫情最为严峻的 Q2 且较为可控。其中高压板块 Q2 增速环比 Q1 还有所提升，且疫情结束的 Q3 营收增速取得了较为显著的提升，明显高于其它季度，由于高压板块大多和电网基建相关，我们分析上半年为了稳定增长，电网作为基建环节重要环节一定程度增大了招标量，因此 Q3 高压板块确认营收较多。

图表 9：2003 年 Q1-Q4 电气设备行业营收同比增长情况

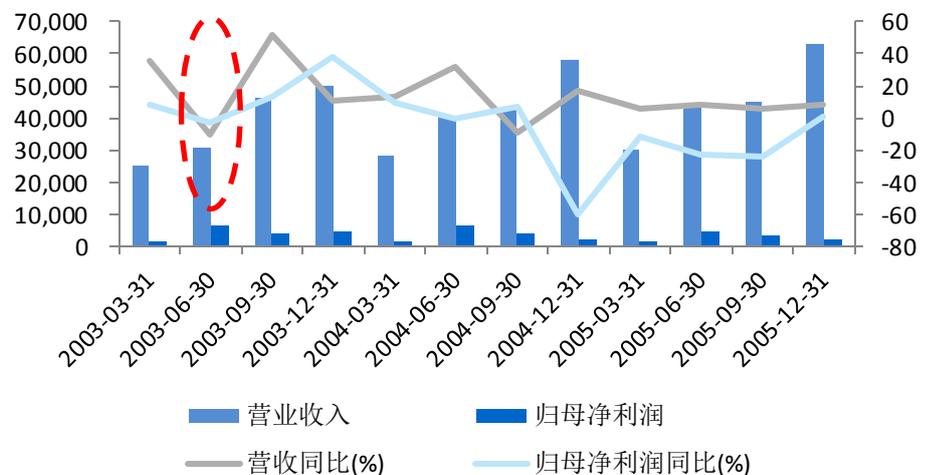
子行业	2003Q1 营收同比	2003Q2 营收同比	2003Q3 营收同比	2003Q4 营收同比
低压设备	90.8%	89.3%	98.0%	35.9%
电机 III	-19.6%	-18.3%	-14.9%	108.9%
电网自动化	16.0%	-8.1%	31.3%	12.1%
高压设备	8.0%	11.4%	35.5%	11.3%
线缆部件及其他	23.2%	3.7%	8.0%	4.0%
中压设备	15.7%	15.7%	18.2%	15.4%
总计	22.7%	13.3%	23.3%	15.9%

来源：Wind、国金证券研究所整理分析，

1) 电网行业：

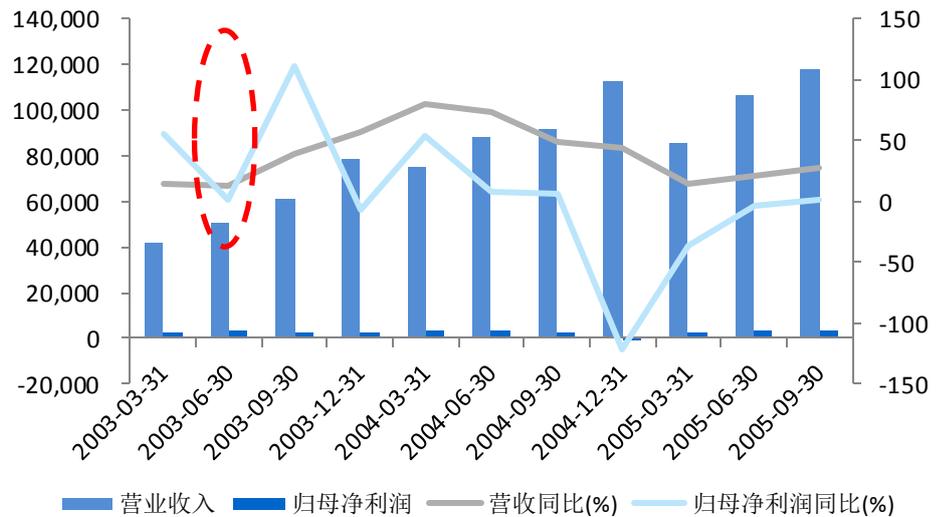
2003 年 Q2 电网龙头有小幅下滑。分析电网自动化龙头许继电气、高压设备龙头特变电工 2003-2005 年单季度业绩，我们可以从营收确认和业绩角度得到：2003 年 Q2 公司营收和归母净利润增速有所下滑，我们知道电网行业出货确认大都为半年到一年前新增订单（当然不排除有当季紧急订单），因此我们可以初步认为其营收确认受到公司及上游供应链、运输等因素影响，但由于订单都已在手不存在无单可做情况，因此营收增速虽有下滑但幅度较为可控，此外 2003 年 Q3 营收和归母净利润增速也有较大幅度反弹，且反弹幅度高于 2003 年 Q1，这证明 Q2 延迟发运的订单在 Q3 出现集中交付效应，初步验证以上假设。从新增订单角度：2000-2008 年是电网投资“大上快干”阶段，2002 年电网投资达到 860 亿，同比增长 146%，在这个基础上 2003 年电网投资 998 亿，同比再增 16%，反映了电网投资韧性，电网上市公司新增订单完全取决于电网投资，作为行业龙头，上市公司当年新增订单大都高于行业增长。

图表 10：电网自动化龙头许继电气 2003 年-2005 年单季度业绩情况（万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 11：高压龙头特变电工 2003 年-2005 年单季度业绩情况（万元）

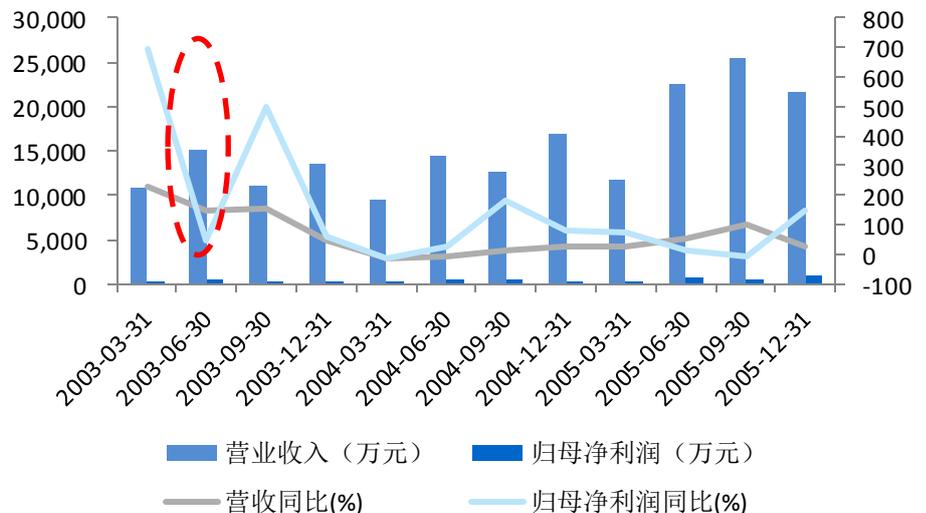


来源：公司公告、国金证券研究所

2) 低压行业：

百利电气 2003 年 Q2 增速受疫情影响非常有限。营收和业绩角度：2003 年 Q2 百利电气营收增速为 150%，与 2003 年 Q1 营收增速 232%有所下降，但 Q2 是公司全年营收最大的一个季度，显然其受到 SARS 影响非常有限。

图表 12：百利电气 2003 年-2005 年单季度业绩情况



来源：公司公告、国金证券研究所

2.2 2003 全年电力设备公司业绩增长保持平稳，疫情并未改变中长期行业发展趋势：

2003 年电力设备各子领域营收、利润维持较快增长，影响范围较为可控。SARS 事件从 2002 年 12 月爆发以来，到 2003 年 7 月结束，共计 7 个月时间，2003 年电气设备行业上市公司较多的重要子行业高压设备、电网自动化等行业营收分别增长 16.7%、14.8%，净利润分别增长-0.7%、18.6%，进一步剔除非经常性项目扰动，对应的扣非净利润分别为 11.9%、21.3%。根据数据统计，2003 年 SARS 事件并没有改变电力设备版块的增长趋势，大多数行业营收和扣非净利润等指标都保持了较快的增速。

图表 13: 2003 年电气设备行业各指标同比增长情况 (元)

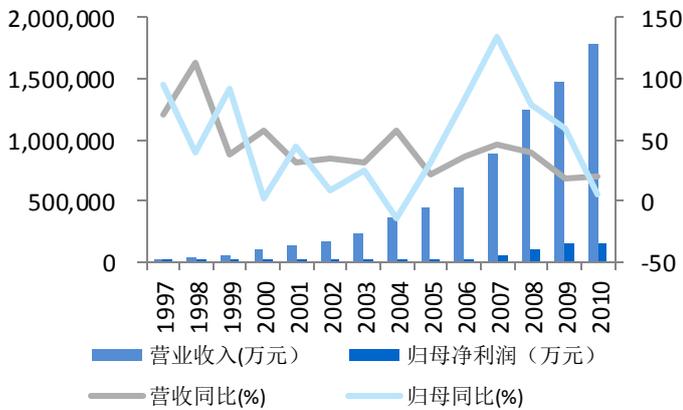
子行业	2002 营收	2003 营收	2003 年归母净利润同比	2003 年扣非归母净利润同比	2003 年营收同比
低压设备	429985671	740326497	-6.3%	-21.3%	72.2%
电机 III	463191500	576362191	20.7%	23.1%	24.4%
电网自动化	3122627433	3584366503	18.6%	21.3%	14.8%
高压设备	4652792352	5428459602	-0.7%	11.9%	16.7%
线缆部件及其他	1013715691	1509136749	10%	15.4%	48.9%
中压设备	2391556864	2771702127	34.6%	65.6%	15.9%

来源: Wind、国金证券研究所整理分析, 注: 在计算归母净利润和扣非归母净利润时, 已经剔除 2012-2013 年明显数据异常项

1) 电网行业:

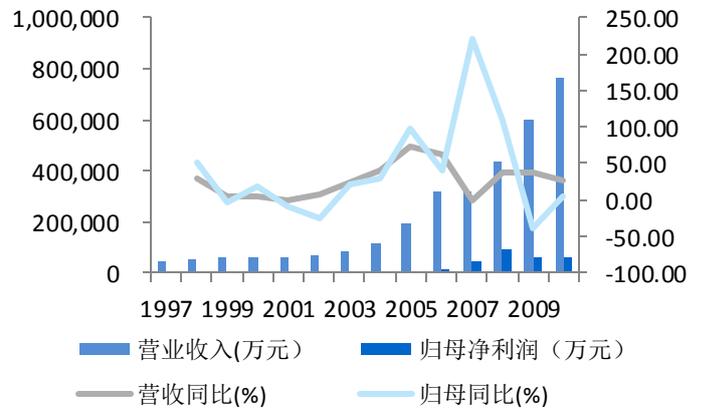
2001-2008 年“大干快上”时期, 电网主要投资方向在主干网一次设备, SARS 并未改变产业趋势, 相关公司业绩持续爆发。高压设备龙头公司特变电工 2003 年营收和归母净利润分别增长 32%、24.8% (2002 年两指标分别增长 31.5%、44.6%)。另一高压领军企业, 保变电气 2003 年营收和归母净利润分别增长 24.1%、21% (2002 年两指标分别增长 6.7%、-24.6%), 可以明显看出高压设备最大的两家龙头公司当年营收增速并未收到 SARS 影响, 且他们营收和利润增速同样明显高于行业。21 世纪初电网主网架输电水平较弱, 电能供应能力不足与我国宏观经济的高速发展需求对电能的日益增大需求成为主要矛盾, 毋庸置疑电网作为最重要的基础设施投资之一, 从 2002 年开始电网投资明显提速, 此后进入了新一轮投资快车道, 2001 到 2008 年七年投资复合增速高达 35%, 而 2001-2008 年特变电工营收和归母净利润复合增长为 38%、42.1%, 保变电气营收和归母净利润分别为 32.4%、52.9%。

图表 14: 2001 年到 2010 年高压龙头特变电工业绩



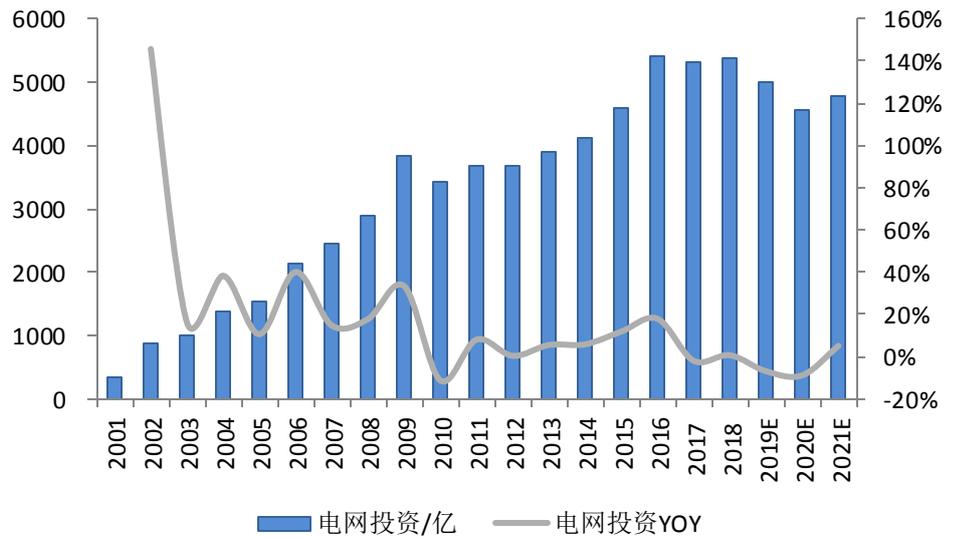
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 15: 2001 年到 2010 年高压龙头公司保变电气业绩



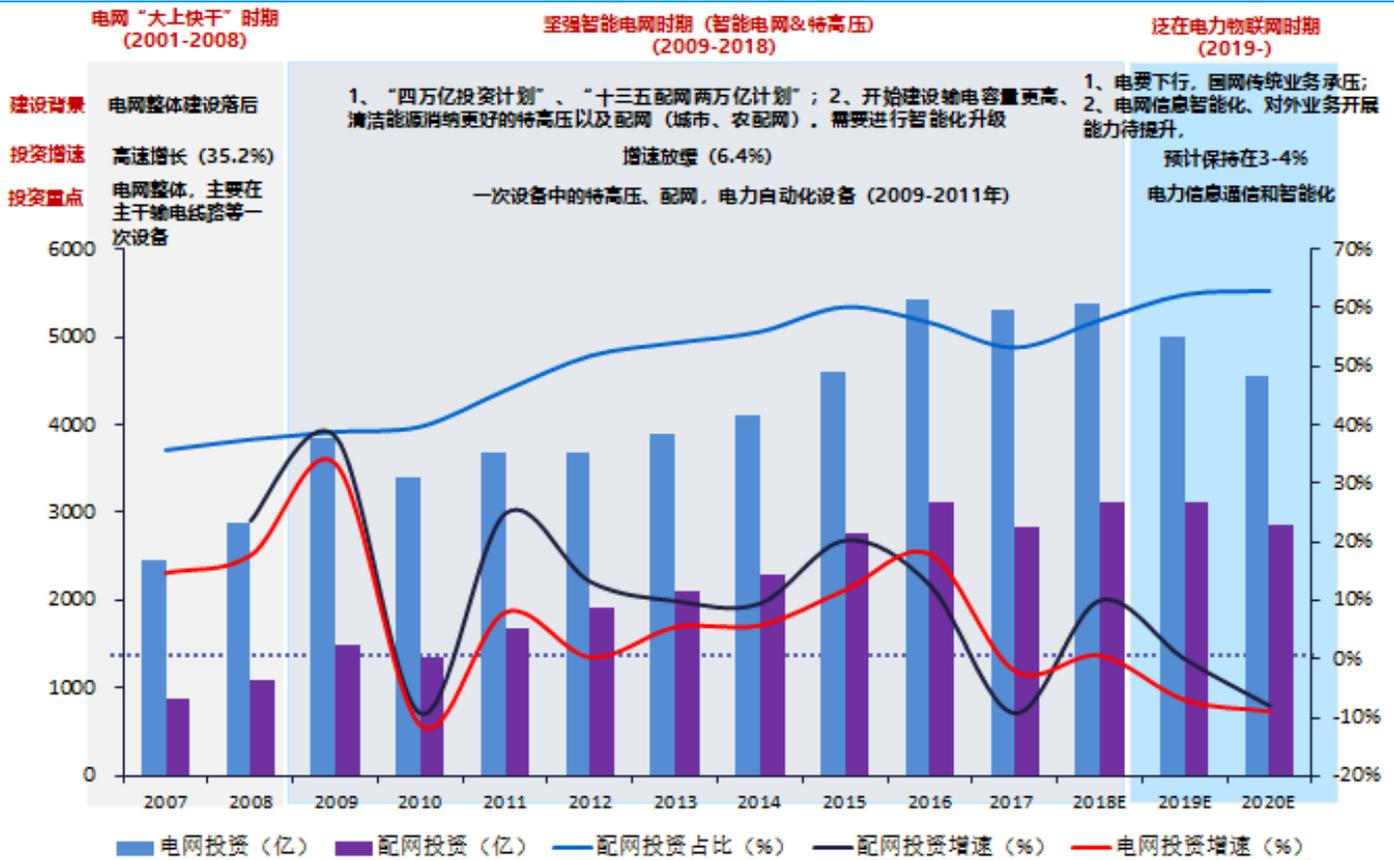
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 16: 2003 年电网投资同比 16%, 在 2002 年高基数下增速较为可喜



来源: 中电联、国金证券研究所

图表 17: 国家电网投资分为三个时期, 目前发展到泛在电力物联网时期



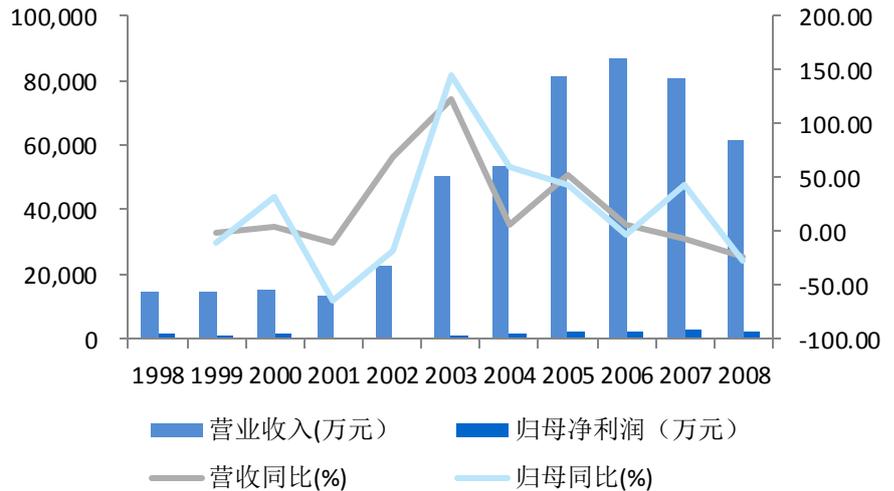
来源: 国家电网、中电联、国金证券研究所

2) 元件行业:

低压行业 2003 年上市公司只有百利电气一家, 百利电气是天津地方国企, 主要业务为输配电设备, 主营高中低压电器、高低压成套设备、电器设备元件、互感器等。2003 年营收和归母净利润分别增长 122.9%、144.8% (2002 年两

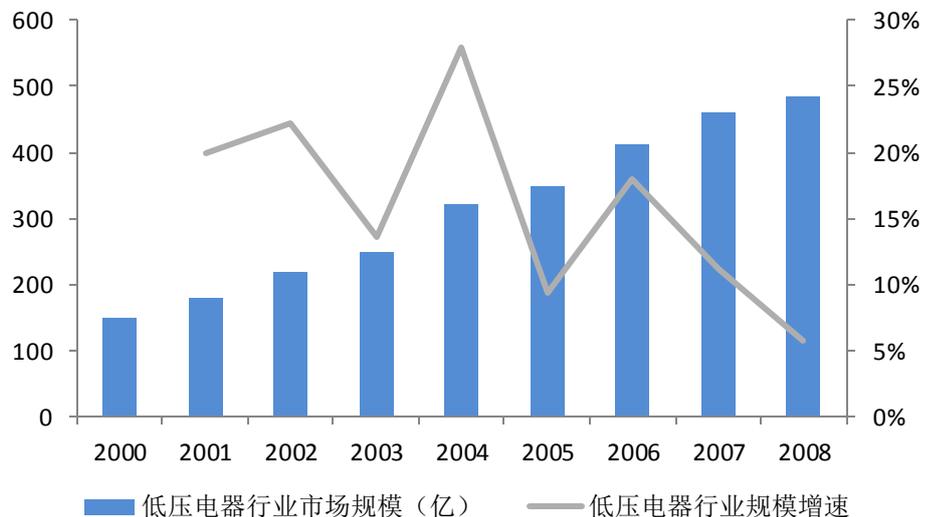
指标分别增长 69.3%、-18.7%)，我们认为公司作为行业龙头走出明显的独立基本面。以低压行业为例，低压电器行业当年增速为 13.6%，低压电器行业增速取决于两大关键下游地产、工业制造业投资和景气度，由于 2003 年工业增加值等宏观经济受到一定影响，因此 2003 年低压行业增速有一些下降，但 2004 年行业增速达到 28%，几乎已经是低压行业单年最高增速，我们认为部分房地产施工、竣工进度推后，以及制造业产能扩充滞后对于配电的需求，使得部分 2003 年低压需求有所滞后，因此出现 2004 年增速的快速回升。2000-2008 年伴随中国固定设施投资的快速增加，低压行业复合增速达到 15.8%，保持了快速增长趋势，百利电气 2001-2008 年营收和归母净利润复合增长也达到了 24.4%、21.5%，快于行业。

图表 18：2003 年-2008 年百利电气业绩表现较好



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 19：2003 年低压电器行业增速 13.6%，疫情不改行业稳定向上趋势



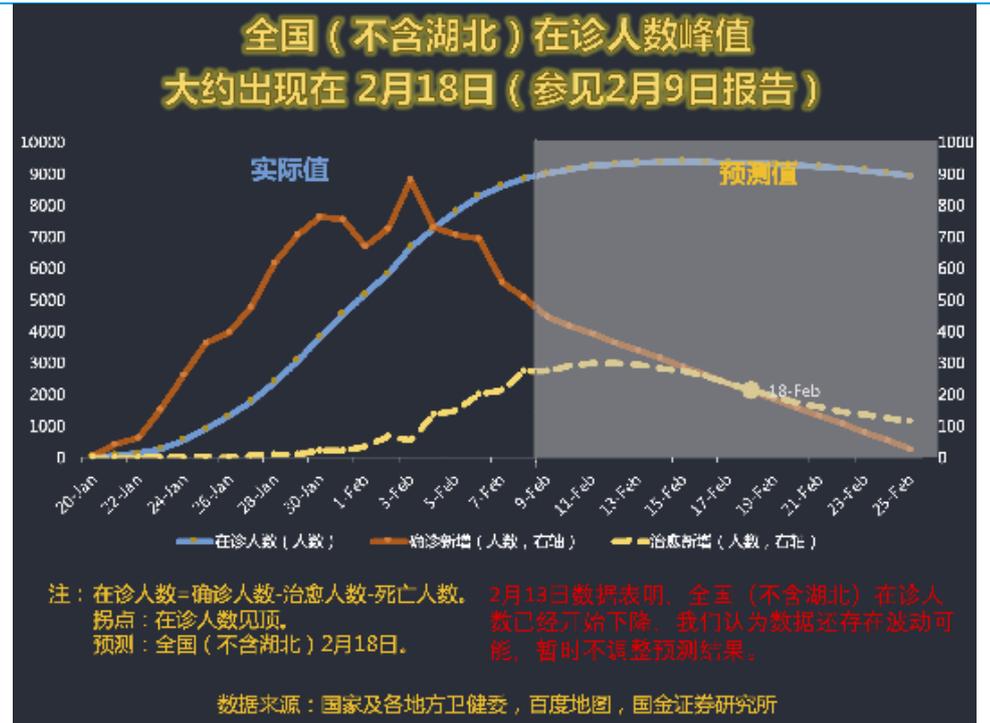
来源：《中国电器工业年鉴》、《电器工业》国金证券研究所

3、新冠肺炎疫情对电力设备影响较为可控，有望加快自动化升级进程

3.1 新冠肺炎疫情影响时间较短，影响时间相对 SARS 来说可能更短

本次疫情爆发速度很快，全国（不含湖北）在诊人数峰值有望在 2 月 18 日前后达到峰值。根据国金创新研究数据中心 SIR 模型和 vN-SIR 模型最新预测，2 月 18 日左右，全国（不含会）单日新增治愈人数将超过单日新增确诊人数即在诊人数见顶，不再新增，相比 SARS 来说，本次疫情从 1 月 20 日前后集中爆发到初步得到控制，时间跨度大致一个月，影响时间相对可能更短。

图表 20：2003 年社融增速提升较快，提升流动性对冲 SARS 对经济下滑影响

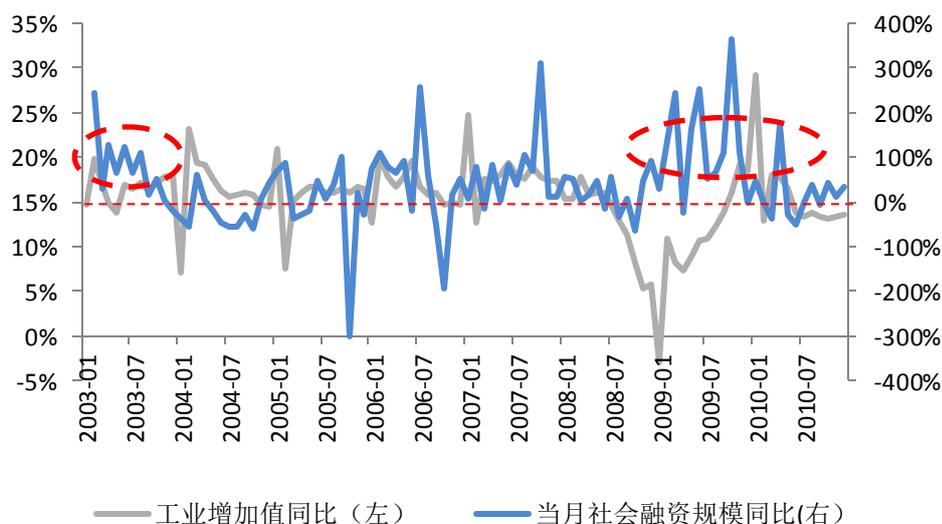


来源：国金创新数据研究中心、国金证券研究所

疫情对经济的影响主要集中在第一季度，二季度影响显著降低，下半年影响消失。根据国金宏观团队引用修正的 SIR 模型得出来的结论，预计 3 月底 4 月初疫情结束，疫情拖累 Q1GDP 增长 1 个百分点，全年 0.3 个百分点，因此下调 Q1 实际 GDP 实际增长率至 5.1%，2020 年 GDP 实际增长率至 5.7%（其中考虑逆周期政策将对冲 0.1 个百分点。其中对工业生产的负向影响如下：1) 从目前各地公布的返工时间来看，普遍都推迟了 8 个工作日，推迟导致第二产业增加值增速损失 13%（8 个工作日/一个季度 60 个工作日=13%），Q1 第二产业增加值（以 2019Q4 第二产业增加值作为今年 Q1 不发生疫情的情况下的 GDP 第二产业增加值来计算）当季同比减少 0.75%；2) 估算工业生产将对一季度实际 GDP 产生 0.3 个百分点负向影响。

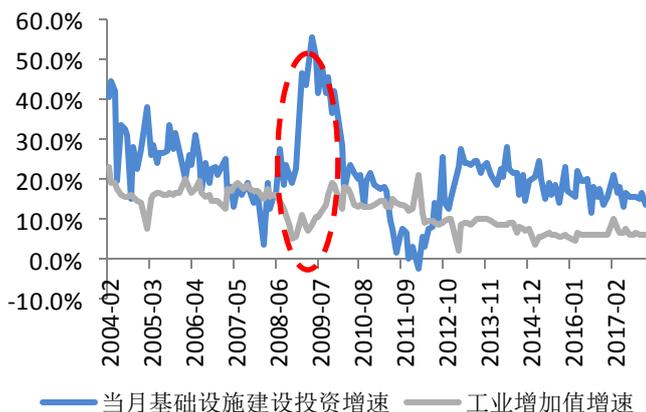
货币政策降息节奏或提前，财政政策托底稳基建。Q1 经济增长压力正在明显加大，参考 2003 年 SARS 期间全社会融资规模明显放大，我们认为逆周期调节的力度、节奏将明显增强和加快。货币政策减息节奏或提前，财政政策也将有所前倾，重点着眼于补短板基建项目。2008 年金融危机期间，我国社融增速和基建投资增速均出现快速提升，单月份基建投资增速甚至达到 55.5% 这一近十余年峰值，充分体现了经济下滑周期中稳基建所发挥的积极对冲效应。

图表 21: 2003 年社融增速提升较快, 提升流动性对冲 SARS 对经济下滑影响



来源: wind、国金证券研究所

图表 22: 经济相对低迷时基建投资往往较大



来源: 中国统计局、国金证券研究所 注: 单月基建投资增速是通过累计数据计算而来, 可能会因为口径问题存在细微偏差

图表 23: 2019 年以来基建投资正在明显翘尾



来源: 中国统计局、国金证券研究所

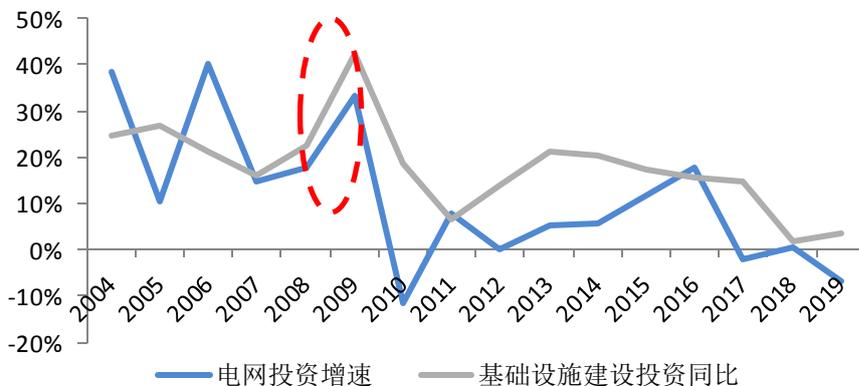
3.2 宏观经济下行压力加大, 特高压等“新基建”逆周期调节预期正在提升

加快推进补短板基建项目建设, 电网相关投资将有望成为重点。中共中央政治局常务委员会 2 月 3 日召开会议, 总书记习近平同志主持会议并发表重要讲话。会议提出需要围绕“六稳”工作, 做好应对各种复杂困难局面的准备, 要在做好防控工作的前提下, 全力支持和组织推动各类生产企业复工复产, 加大金融支持力度, 加大企业复产用工保障力度, 用好用足援企稳岗政策, 加大新投资项目开工力度, 积极推进在建项目。

国网出台 12 项举措, 全力恢复建设助推企业复工复产, 招投标延迟一个礼拜得到重启, 全年电网投资增长或将超预期。2 月 7 日国网出台 12 项举措, 我们摘取了其中重点并总结如下: 1) 落实中央一号文脱贫攻坚部署, 继续加强农网、保民生建设工作; 2) 在建特高压、柔直建设复工, 并继续加快新一批次特高压项目核准开工; 3) 通过线上发标、异地评审等方式加快组织物资招标采购, 预计采购规模达到 196 亿。**总结来说:** 1) 虽然 2019 年国网农网投资达到 1590 亿超预期, 但在中央一号文脱贫攻坚的大背景下 2020 年农网投资依然有可能维持高位。2) 加快在建特高压项目施工进度, 并积极推进一批特高压项目

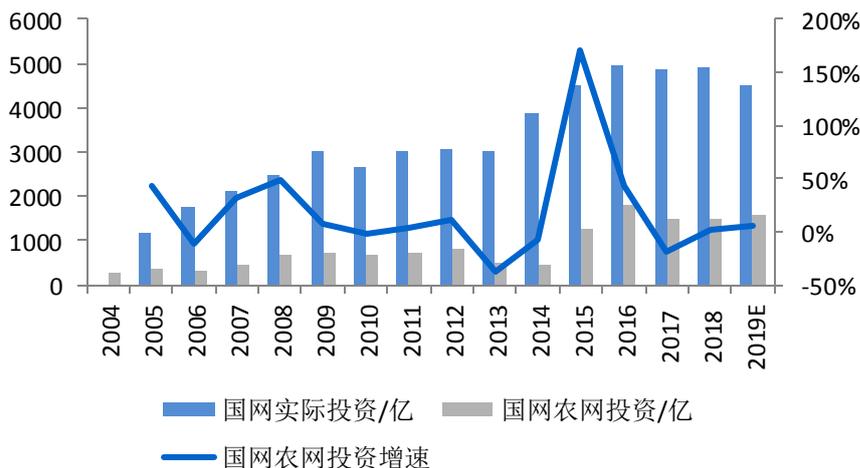
加快核准、招标，完全符合中央政治局常委会指导精神，由于单条特高压投资金额高，有望使得 2020-2021 年电网投资超出市场预期。

图表 24: 电网投资和基建投资有较高相关性, 09 年电网发挥了逆周期调节能力



来源: 中国统计局、中电联、国金证券研究所

图表 25: 2019 年农网投资超预期, 有效弥补了国网实际投资下降幅度



来源: 国家电网、国金证券研究所

图表 26: 《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》项目清单及核准进展

序号	项目名称	线路类型	核准时间	投资金额(亿)
1	青海至河南特高压直流工程	特高压直流	2018 年 10 月	220
1-1	驻马店-南阳特高压交流工程	特高压交流	2018 年 10 月	120
1-2	驻马店-武汉特高压交流工程	特高压交流	待核准	120
2	陕北至湖北特高压直流工程	特高压直流	2018 年 11 月	220
2-1	荆门-武汉特高压交流工程	特高压交流	待核准	60
3	张北至雄安特高压交流工程	特高压交流	2018 年 11 月	200
4	雅中至江西特高压直流工程	特高压直流	2019 年 8 月	220
4-1	南昌-武汉特高压交流工程	特高压交流	待核准	120
4-2	南昌-长沙特高压交流工程	特高压交流	待核准	120
5	白鹤滩至江苏特高压直流工程	特高压直流	待核准	220
6	白鹤滩至浙江特高压直流工程	特高压直流	待核准	220

7	南阳-荆门-长沙特高压交流工程	特高压交流	待核准	200
8	云贵互联通道工程	超高压直流	待核准	55
9	闽粤联网工程	直流背靠背	待核准	55

来源：发改委、国家能源局、国金证券研究所

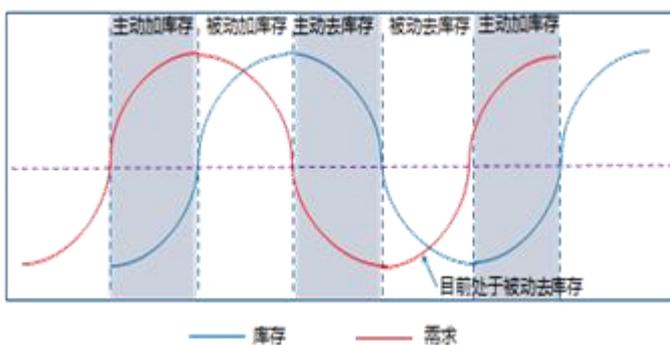
3.3 工控自动化和低压行业一季度增速将受一定影响，不改长期良好发展趋势

1) 工控自动化行业：

工控行业全年整体受影响最大约 4.8%，影响较为可控。如上文，由于新冠疫情影响，第二产业推迟 8 个工作日复工，将导致第二产业增加值损失 13%。以 2019 年 Q4GDP 中第二产业增加值 5.8%作为不发生疫情的情况下 2020Q1 基数，同比减少 0.75% (5.8%*13%)，则意味着 2020 年 Q1 实际 GDP 第二产业增加值为 5.05%。由于宏观组此前模型的计算前提是影响复工时间 8 天，目前实际复工时间影响可能更久，再叠加物流、上下游供应链等多维影响，以及实际终端消费萎缩向上传导也会带来需求方面的影响，我们认为可能实际影响的比例可能更多，但我们同时也需要看到目前货币和财政政策宽松也将一定程度对冲掉以上负面影响，因此我们认为 Q1 第二产业增加值最大损失应该为 20%。工控自动化 Q1 总需求占到全年 24%，则全年工控需求损失应该在 4.8% 左右 (20%*24%)，整体较为可控。

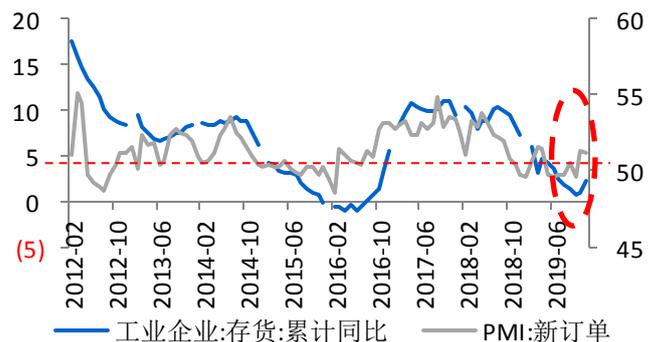
中期看，2019 年 Q4 或是新一轮制造业景气周期性拐点，工控需求最低点已过：2018Q4 工控行业需求下滑最快，2019Q2 以来行业增速滑入负区间但有望在 2019Q3 触底，3C、机器人、锂电、光伏等新兴行业需求在将从 2019 年 Q3 后陆续释放，将有望带动 OEM 行业快速回暖。短期看：我们不改变 11 月份研判：目前我国制造业处于被动去库存阶段：库存正在持续去化，目前整体处于近 7 年低位，上一轮低位在于 2016 年第一季度，我们了解到经过 1 年多的库存去化，国产工控代理商及下游制造业企业存货、备品备件处于较低位置，9 月以来工控需求回暖确实有一部分来自于补库需求。补库时间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。目前来看，一季度下游工业需求转冷将使得工控需求回暖不能做到一步到位，由于疫情影响，工控行业增速转正时间可能拖延至 2020Q2，但中期制造业景气周期拐点这一中期趋势不会因为疫情而就此改变。

图表 27：我国制造业正处在被动去库存阶段



来源：国金证券研究所

图表 28：工控行业目前处于底部偏右侧周期



来源：国家统计局、wind、国金证券研究所

长期看，本次疫情凸显了自动化必要性，有望加快自动化升级进程。本次疫情延缓了企业复工时间，企业订单减少、生产延迟、供应链受阻使得报表营收端受损，但关乎企业生死存亡的是经营性现金流进项大幅萎缩，而员工工资、各项福利等人工成本及现金流支出项却是刚性存在的，根据主流媒体报道，越来越多受访中小型企业直言现存现金可能只能维持几个月运转。对于工业制造业来说，疫情结束后，无人化、自动化生产甚至通过云端实现远程监控将成为越来越多制造企业需要认真思考的问题。随着自动化设备、机器人成本越来越

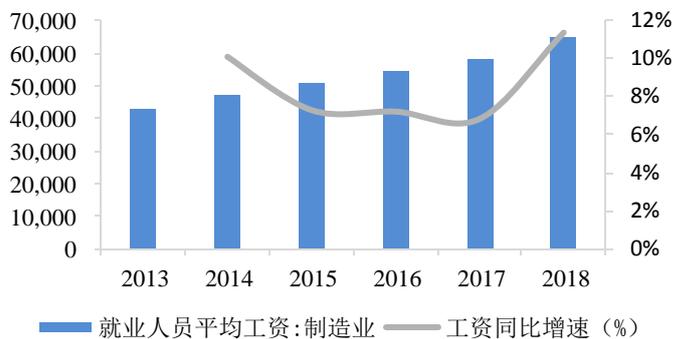
低，制造业就业人员工资伴随制造业人口数持续负增长而快速走高时，上自动化生产线收回投资时间已经进一步缩窄至 2-3 年。

图表 29：我国制造业就业人口数持续负增长



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 30：我国规模以上制造业就业人员工资增速高(元)



来源：国家统计局、国金证券研究所

1) 低压行业:

低压行业 Q1 需求波动受地产施工进度快慢影响，全年需求受影响程度较小。 低压行业全年影响如果说工控行业主要受工业制造业景气度影响的话，那么低压行业则和全社会固定资产投资息息相关，其中地产和制造业占到低压行业下游应用约为 35%、25%，考虑 GDP 第二产业增加值 Q1 影响为 20%，全年影响仅为 5%，如果进一步考虑制造业占低压行业占比，则需求影响仅为 1.25%。受到房地产复工延迟影响，地产 2 月-3 月施工、竣工进度可能有所延缓，但考虑到往年农民工复工一般在正月十五以后，所以实际施工进度影响应该不大，且地产项目只要已经顺利开工，低压产品需求受竣工时间推迟只是滞后，而非消失，如果进一步考虑地产政策边际放松，则全年低压在地产侧需求应该不会有过多影响。此外，基础设施、电力、通信等领域作为“逆周期”、“新基建”投资方向，需求应该较为稳定。综上：我们认为全年低压行业受疫情影响应该较小。

2020 年地产竣工加速和工业制造业回暖逻辑不变，可能因为疫情原因耽搁一个季度，低压增速达到 6-8%左右。 长期来看：低压电器的增速相对较高，2010 年至 2018 年 CAGR 达到 8.6%，且近年来保持较为平稳的态势；我们认为发用电量支撑低压电器行业需求的长逻辑不变，**短期来看：2020 年地产行业竣工面积提速和工业制造业需求逐步回暖逻辑不变，但由于疫情影响可能延迟，增速有望在 2019 年 6%（国金证券预测）的基础上提升至 6-8%左右。**

图表 31：2010 年至今我国低压电器 CAGR 为 8.7%左右



来源：中国电器工业协会通用低压电器分会、国金证券研究所预测

4、投资建议

1) 我们认为疫情将进一步加快基建补短板力度，加大脱贫攻坚战将使得电网投资高位稳定，特高压核准审批也将明显提速，全年电网投资增长或将超预期。短期企业特别是龙头企业中标订单几无影响，在数字化电网建设大趋势下，国电南瑞等龙头公司业绩将持续保持较快增长，维持坚定看好。

2) 短期来看：工控、低压相关企业短期订单将受一定影响，其中部分中小型企业资金链可能断裂，但龙头企业凭借品牌、渠道、供应链、技术响应等综合能力有望将短期影响降至最低；中长期来看：本次疫情不会改变中期制造业景气拐点和竣工加快这两个影响工控和低压行业的中期趋势，龙头企业竞争优势甚至有可能在本轮洗牌中进一步加强，而自动化、智能化生产将更为深入人心，中国将工业 3.0 迈进的节奏将有望得到进一步加快。

我们建议继续重点配置电网设备和工控、低压行业中具备技术优势、渠道资源、先进理念的优质公司。重点推荐：国电南瑞、汇川技术、宏发股份、良信电器、正泰电器，建议关注：信捷电气、远光软件、恒华科技、海兴电力等。

图表 32：行业内重点公司投资评级（人民币）

代码	公司	子行业	总市值 (亿元)	股价	EPS			PE		
					19E	20E	21E	19E	20E	21E
600406.SH	国电南瑞	智能电网	889	19.24	0.94	1.14	1.43	20	17	13
300124.SZ	汇川技术	工控	506	29.24	0.57	0.82	1.00	51	36	29
601877.SH	正泰电器	低压	607	28.2	1.81	2.15	2.54	16	13	11
600885.SH	宏发股份	工控、低压	264	35.39	0.99	1.2	1.45	36	29	24
002706.SZ	良信电器	低压	64	8.14	0.36	0.47	0.61	23	17	13
603416.SH	信捷电气	工控	40	28.58	1.19	1.50	1.92	24	19	15
300365.SZ	恒华科技	智能电网	73	12.13	0.61	0.82	1.08	20	15	11
002063.SZ	远光软件	智能电网	92	10.9	0.27	0.34	0.44	40	32	25
603556.SH	海兴电力	智能电网	75	15.32	1.05	1.3	1.59	15	12	10

来源：国金证券研究所 注：远光软件、海兴电力、宏发股份 EPS 参考一致预期

5、风险提示

1) 电网投资不达预期：电网逆周期调节预期正在增强，如果最终电网投资出现同比较大下滑，一定程度将会影响相关公司订单预期。

2) 汇率波动等海外风险：随着电力设备各子行业国际化拓展速度日趋加快，国外相关经营政策环境或汇率大幅波动将会影响行业经营状况。

3) 上游芯片供应紧张、采购价大幅上涨风险：今年上游芯片特别是功率半导体芯片货期偏紧且价格有所上涨，如果该情况继续延续，可能会对相关公司订单交货和毛利率产生一定影响。

4) 房地产竣工、工业制造业回暖不达预期风险：本文提出了疫情对于工控、低压行业影响计算逻辑，但如果疫情使得房地产竣工和工业制造业回暖大幅延迟，将影响两行业增长预期。

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