

公司研究/首次覆盖

2017年03月21日

电子元器件/其他电子器件 II

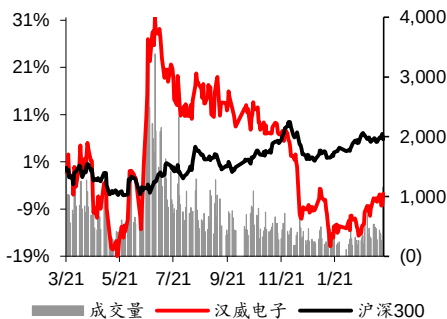
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 20.42
合理价格区间(元): 25.20~28.00

李和瑞 执业证书编号: S0570516110002
研究员 02138476079
liherui@htsc.com

张驷 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

传感器龙头，物联网生态多点开花

汉威电子(300007)

以传感器为核心的物联网解决方案提供商

汉威电子成立于1998年，以传感器业务起家，为物联网业务发展奠定基础。多年来通过“内生+外延”的发展方式，借助物联网产业发展的东风和公司在物联网感知层的核心优势，横向拓展了智慧市政、智慧环保、智慧工业、智慧家居四大应用领域的业务，形成“传感器+监测终端+数据采集+GIS+云应用”的系统解决方案，是领先的物联网解决方案提供商。

国内传感器行业进口替代加速，市场前景广阔

汉威电子在气体传感器领域居行业龙头地位，市场占有率达到70%。2015年，传感器业务实现营业收入5992.72万元，同比增长38%。17年，公司将大规模销售MEMS传感器，形成新的增长点。国内传感器市场进口替代加速，传感器和传感器芯片的进口依赖度由2014年的80%和90%下降为60%和80%。2015年，中国传感器市场规模为1200亿元，根据工信部的预测，到2018年，中国传感器市场规模将达到2610亿元，年平均增长率为29.6%，公司传感器业务前景广阔。

智慧市政: 标杆示范效应形成，定增彰显发展决心

2014年，汉威电子将智慧燃气领域的模式和成功经验复制到智慧水务领域，其打造“智慧水务管控一体化平台”形成良好的示范效应，公司通过订单推广方式在全国范围内复制推广。根据中国区县分布和发展情况，我们预估智慧水务领域未来有千亿以上的市场规模。公司公布两次非公开发行预案，将募集资金用于智慧市政业务，体现该业务在集团内的战略地位。同时，PPP、BOT等模式的推广带来新的契机。

智慧环保: 监测+治理一站式服务提供商

环境保护受到国家和人们日益重视，公司先后收购嘉园环保和雪城软件，提供从监测到治理的一站式服务。预计今年上半年诉讼案件结束后，嘉园环保的业绩将进一步释放，智慧环保是公司重点开拓领域。

乘物联网之风，高管增持，坚定公司发展信心

2016年12月12日，汉威电子部分高管以集中竞价交易方式完成增持公司股份的计划，增持均价21.57元，增持总金额约为2,800万元，展现了公司对未来发展前景的信心。我们看好公司在物联网传感器方面的龙头地位，以及智慧环保方面的业绩增量，同时看好智慧水务方面有望参与政府基金，增加新的订单。参考物联网行业代表公司17年43.53倍的平均估值水平，考虑到公司的龙头地位，我们认为2017年公司的合理估值范围为45X-50X，对应目标价25.20-28.00元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 智能水务的全国性推广低于预期的风险; 物联网扩展低于预期的风险; 非公开发行审批风险; 收购公司业绩不达预期的风险及管理风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	293.02
流通A股(百万股)	223.65
52周内股价区间(元)	17.22-27.92
总市值(百万元)	5,984
总资产(百万元)	3,527
每股净资产(元)	4.31

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	399.31	746.72	1,108	1,473	1,998
+/-%	32.01	87.00	48.34	32.97	35.66
净利润(百万元)	57.34	78.65	82.80	163.53	242.09
+/-%	44.18	37.15	5.28	97.50	48.04
EPS(元)	0.20	0.27	0.28	0.56	0.83
PE(倍)	102.10	75.63	72.27	36.59	24.72

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

以传感器为核心的物联网解决方案提供商	5
未来协同效应释放业绩增长可期	6
股权结构稳定为并购提供条件	7
未来战略：广泛布局，重点明确	7
国内传感器进口替代加速，市场空间广阔	9
传感器为汉威电子核心业务	10
炜盛电子：国内领先的气体传感器应用方案提供商	11
能斯达：环境监测、治理一站式服务提供商	12
汉威在国内气体传感器行业处于龙头地位，市占比达 70%	13
压力、流量、热释电传感器多向发展	14
MEMS 传感器：2017 年大规模产销元年	16
打造物联网平台，转型数据服务提供商	18
智慧市政：示范效应形成，大力拓展市场	18
非公开发行投入智慧市政业务	20
智慧环保：公司重点开拓领域，业绩贡献比例大	21
智慧工业：受经济下行压力，积极拓展消防板块	22
智慧家居：积极培养，有望成为未来 Star 业务	23
高管增持，坚定看好公司前景	24
高管增持显发展决心	24
盈利预测与投资建议	25
盈利预测	25
可比公司估值	26
风险提示	26

图表目录

图表 1: 汉威电子发展历程	5
图表 2: 汉威电子业务布局	5
图表 3: 汉威电子并购情况	6
图表 4: 汉威电子收购公司业绩承诺情况 (单位: 万元)	6
图表 5: 汉威电子营业收入及净利润快速增长 (单位: 万元)	7
图表 6: 汉威电子毛利率、净利率 (%)	7
图表 7: 汉威电子股权结构 (截至 2016 Q3)	7
图表 8: 汉威电子 2016 年收入占比情况预计	7
图表 9: 2015 年全球传感器市场份额占比	9
图表 10: 国外主要传感器厂商及产品类型	9
图表 11: 国内主要传感器企业及主营领域	10
图表 12: 全球传感器市场规模及增长率 (单位: 十亿美元)	10
图表 13: 中国传感器市场规模 (单位: 十亿元)	10
图表 14: 汉威电子传感器事业群	11
图表 15: 炜盛电子主要气体传感器产品	11
图表 16: 炜盛电子解决方案	12
图表 17: 炜盛电子营业收入及净利润稳步增长 (单位: 万元)	12
图表 18: 能斯达产品体系	13
图表 19: 全球气体传感器市场规模预测 (单位: 亿美元)	13
图表 20: 汉威电子气体传感器收入及毛利率 (单位: 万元; %)	14
图表 21: 汉威电子气体传感器产量预测 (单位: 万只)	14
图表 22: 中国压力传感器市场规模及增长率 (单位: 亿元)	14
图表 23: 2015 年压力传感器下游应用行业	14
图表 24: 国内压力传感器产量和消费量逐年增长 (单位: 万只)	15
图表 25: 国内压力传感器供给量预测 (单位: 亿只)	15
图表 26: 国内流量传感器市场规模及增长率 (单位: 亿元)	15
图表 27: 热释电传感器原理	15
图表 28: 汉威电子热释电传感器	16
图表 29: 全球 MEMS 市场规模预测 (单位: 亿美元)	16
图表 30: 中国 MEMS 市场规模预测 (单位: 亿元)	16
图表 31: MEMS 产业链	17
图表 32: MEMS 下游应用行业分布	17
图表 33: 国内主要 MEMS 厂商	17
图表 34: 监控系统业务毛利率接近 60% (单位: 万元, %)	18
图表 35: 沈阳金建营业收入及增长率 (单位: 万元)	19
图表 36: 沈阳金建净利润及增长率 (单位: 万元)	19
图表 37: 沈阳金建基于 ArcGIS 的燃气/供水管网 GIS 平台解决方案	19
图表 38: 智慧水务管控一体化平台	19
图表 39: 汉威电子今年以来智慧市政业务中标项目情况	20

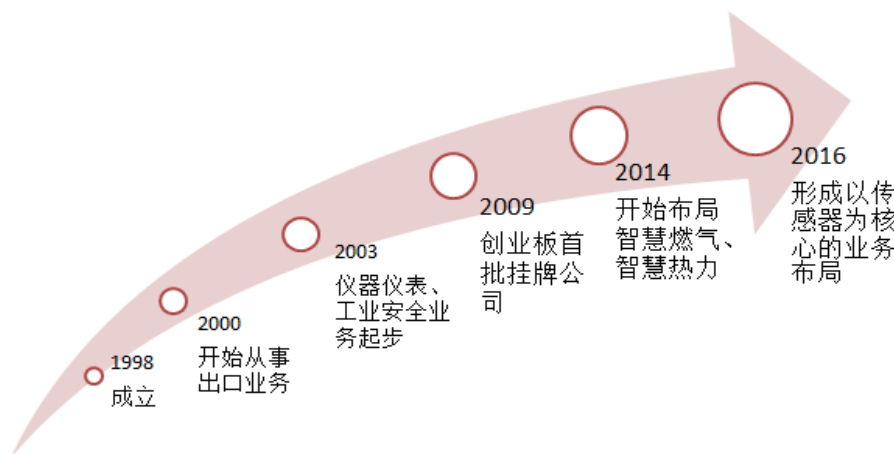
图表 40: 汉威电子非公开发行投资项目情况 (单位: 万元)	20
图表 41: 废水污水及有毒有害气体快速增长 (单位: 万元, %)	21
图表 42: 嘉园环保营业收入逐年增长 (单位: 万元)	21
图表 43: 嘉园环保净利润逐年增长 (单位: 万元)	21
图表 44: 雪城智慧环保云服务平台	22
图表 45: 国内智能家居行行业市场规模及预测 (单位: 亿元)	23
图表 46: BCG 矩阵	23
图表 47: 汉威电子高管增持情况	24
图表 48: 主要业务收入预测情况	25
图表 49: 可比公司盈利预测与估值	26

以传感器为核心的物联网解决方案提供商

汉威电子成立于 1998 年，以传感器业务起家。多年来遵循“以传感器为核心，做领先的物联网解决方案提供商”的发展思路，通过“内生+外延”的增长方式，从传统的传感器业务延伸出智慧市政、智慧工业、智慧环保、智慧家居四大业务，提供“传感器+监测终端+数据采集+GIS+云应用”的系统解决方案。

2017 年，公司发展看点频频。作为传感器行业龙头企业，将继续通过加大自主研发和并购的方式巩固市场地位，促进业绩增长。公司在智慧环保板块进行业绩对赌，作为公司的重点培养板块，将迎来业绩高速增长期。智慧水务标杆示范效应形成，参与政府基金，今年新中标广州开发区供水管理中心区供水调度管理系统（一期）采购项目和公司中兴义市智慧水务综合管理平台系统建设工程项目，预计今年将不断有新订单落地。

图表1：汉威电子发展历程



资料来源：华泰证券研究所

图表2：汉威电子业务布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

汉威电子不断寻求产业和业务协同的公司进行并购，2013 年以来共发起 22 次并购，标的方所在行业涵盖电子元件、应用软件、通信设备、数据处理等多个行业和领域。公司通过并购扩充传感器种类；夯实四大智慧领域的业务；助力汉威云平台建设。

图表3：汉威电子并购情况

首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值(万元)	最新进度
2016-12-28	中盾云安 40%股权	信息科技咨询与其它服务	600.00	完成
2016-11-29	百隆工程 100%股权	综合支持服务	6,000.00	完成
2016-10-01	上海凯伦 100%股权	工业机械	300.00	完成
2016-06-22	深圳明咨 51%股权	互联网软件与服务	0.0001	完成
2016-05-28	苏州能斯达 8%股权	电子元件	180.82	完成
2016-01-05	德析检测 51%股权	环境与设施服务	350.00	完成
2015-12-29	雪城软件 51%股权	应用软件	4,235.00	完成
2015-12-15	泰瑞数创 20%股权	数据处理与外包服务	2,000.00	完成
2015-09-15	广东龙泉 51%股权	互联网软件与服务	2,098.20	完成
2015-07-29	华夏海纳 5.45%股权	多领域控股	3,000.00	完成
2015-03-28	德煦智能 15%股权	信息科技咨询与其它服务	30.00	完成
2015-03-28	威果智能	信息科技咨询与其它服务	--	完成
2015-03-28	嘉园环保 80%股权	建筑与工程	44,000.00	完成
2015-03-28	汉威公用 65%股权	建筑与工程	29,540.69	完成
2015-03-14	风向标科技 13.04%股权	互联网软件与服务	1,500.00	完成
2015-03-10	开云信息 10%股权	通信设备	500.00	完成
2014-09-25	鞍山易兴 51%股权	系统软件	2,647.92	完成
2014-09-25	高新供水 65%股权	水务	10,339.25	完成
2014-05-15	嘉园环保 80%股权；沈阳金建 48.91%股权	信息科技咨询与其它服务，环境与设施服务	50,440.00	完成
2014-03-29	能斯达电子 43%股权	电子元件	430.00	完成
2014-03-29	上海英森 51.11%股权	电气部件与设备	1,023.50	完成
2013-04-17	沈阳金建 51.1%股权	信息科技咨询与其它服务	3,596.80	完成

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：汉威电子收购公司业绩承诺情况（单位：万元）

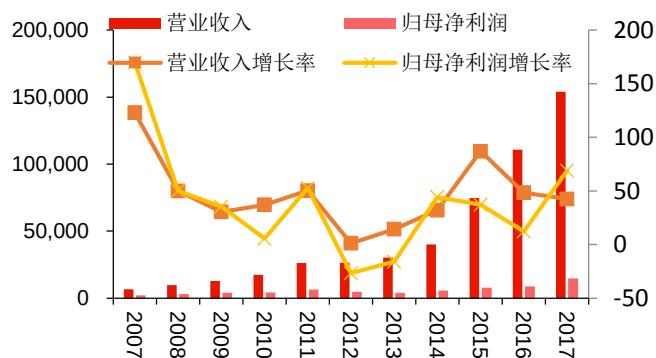
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
嘉园环保	4509.29	5645	6750.21				
鞍山易兴	229.5	306	382.5	510	510	510	
广州龙泉		178.5	232.05	301.92	377.4	377.4	
雪城软件			382.5	478.13	597.66		
德析检测			61.2	81.6	112.2		
中盾云安				40	120	180	180

资料来源：Wind，华泰证券研究所

未来协同效应释放业绩增长可期

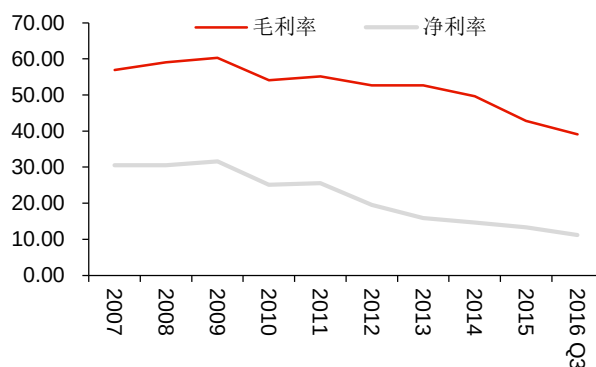
2007 年以来，公司营业收入快速增长，除 12、13 年受智慧工业业务影响较大，收入增幅较小，其余各年均保持快速增长，年平均增长率分别为 32.8%和 16.2%。未来，随着收购公司的业绩释放和协同作用的发挥，我们预计公司业绩将有更大幅度的提升。

图表5： 汉威电子营业收入及净利润快速增长（单位：万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 汉威电子毛利率、净利率 (%)

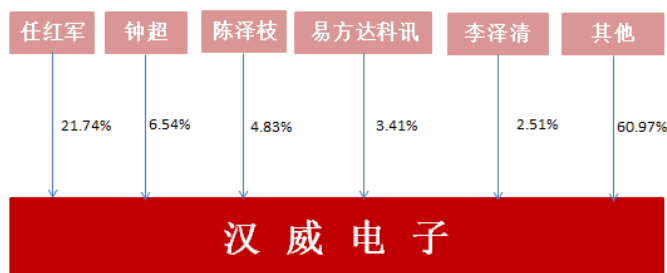


资料来源：Wind，华泰证券研究所

股权结构稳定为并购提供条件

汉威电子实际控制人为任红军、钟超夫妇，任红军先生系公司创始人兼董事长，截至 2016 年三季度，任红军、钟超持股比例分别为 21.74% 和 6.54%，合计持股 28.28%，一年来保持稳定。公司其他自然人股东陈泽枝、李泽清、高孔兴、尚剑红等为公司并购标的嘉园环保、沈阳金建原有股东和管理层，公司前十大股东累计持股 45.82%。

图表7： 汉威电子股权结构（截至 2016 Q3）

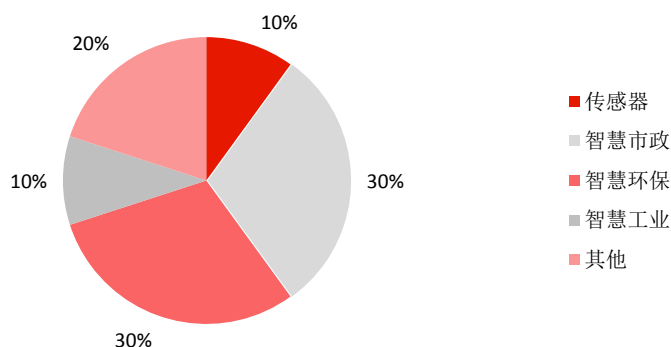


资料来源：华泰证券研究所

未来战略：广泛布局，重点明确

目前，公司预计 2016 年传感器、智慧市政、智慧环保、智慧工业部分的收入占比分别为 10%、30%、30% 和 10%，智慧家居部分占比较小。

图表8： 汉威电子 2016 年收入占比情况预计



资料来源：华泰证券研究所

在中长期，公司将继续通过内生增长+并购整合（汉威在去年 6 月已成立并购基金）的方式，落实已布局的产业市场，加速大数据、云计算在公司业务领域的应用，并逐步将物联网扩展到其他行业，成为领先的物联网整体解决方案与数据服务商。

短期，公司在各细分领域都有明确规划。

传感器：扩充传感器种类，推广 MEMS 传感器。传感器业务集成了公司的核心技术优势，未来，将加强炜盛科技与能斯达、盈江等公司的融合，优势互补，强强联合。通过自主研发和横向并购相结合，在巩固气体传感器龙头地位的基础上，加大多门类传感器的研发与生产，努力扩大国内外市场份额。MEMS 传感器方面，去年公司开始小量销售，今年计划大规模销售。

智慧市政：借 PPP 东风扩大业务范围。在智慧市政领域，公司将借助提升市政信息化和建设“智慧城市”的契机，通过 PPP、BOT 等多种形式，寻求与各地政府合作的机会，扩大业务发展范围，并考虑收购质地较好的自来水公司进行智慧化改造。

智慧环保：深入 VOC 检测，开拓海外市场。智慧环保领域，公司将加大产品和技术的研究，保持在行业内的领先地位，拓展环保大数据平台，提升环保设备智慧化水平。

海外市场业务（东南亚、非洲等中国援建的国家）也是公司未来的发展方向，通过国内较大国企总包项目，配套环保业务进行分包，标准要求相对较高，投资较大，但前景广阔，目前正在积极布局中。去年 7 月，公司与 GDS 公司合资设立，郑州吉地艾斯仪器有限公司（暂定名），注册资本 150 万，汉威电子持股 51%。GDS 公司发明并生产了世界上第一款带自动清洗归零功能的固定式 VOC 检测仪，其产品广泛用于石油石化行业的 VOC 检测。今后，汉威电子将充分利用 GDS 公司在 VOC 检测方面的技术优势，增强公司智慧安全板块关于有毒有害气体检测技术的市场竞争力，完善公司智慧环保物联网整体解决方案。

智慧家居：2B 到 2C，力争盈利。在智慧家居领域，未来公司将积极培育，从具有客户、渠道、经验等优势 2B 端起步，逐渐拓展到 2C 端，通过网络销售等渠道打开市场，建立品牌，在该业务上逐步实现盈利。

智慧安全：优化客户结构，探索智慧消防。在智慧安全领域，公司将以现有产品为基础，加快产品向解决方案、数据提供商转型，并培育大型优质客户，优化客户结构；同时积极探索智慧消防平台化建设的机会。

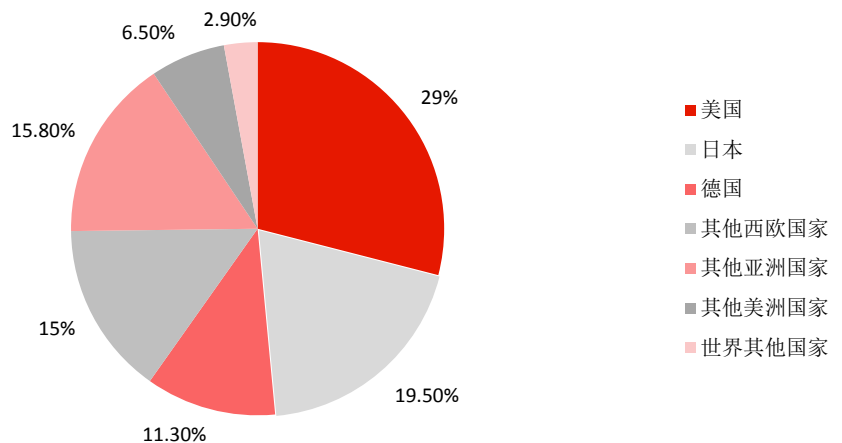
携手华为、中兴，积极布局大数据、云平台。汉威前端传感器业务可获得大量数据信息，公司与华为、中兴等国内领先的通信厂商都已达成合作意向，正在积极布局大数据和云平台的建设，将尽快落实具体项目。

国内传感器进口替代加速，市场空间广阔

传感器是三层架构物联网平台底层(感知层)的核心部件,其功能是将感知环境中的物理、化学、生物等信息,转化为易识别的数字信息并传输到后端平台进行分析处理。传感器行业属于技术和资金密集型行业,早期,我国的传感器业务未能受到高度重视,发展缓慢,难以形成规模经济效应。从智研资讯统计的数据看,2015 年,全球传感器市场仍然被美国、日本、德国等发达国家占据。2015 年,美、日、德三国传感器占据全球传感器市场份额分别为 29.0%、19.5%和 13.0%,合计占比为 60%。

但是近年来,随着国内企业自主创新能力增强和国家政策的支持,我国传感器进口替代正在加速。14 年,我国传感器进口占比约为 80%,传感器芯片进口占比约为 90%。16 年,敏感元件与传感器大约 60%依赖进口,核心芯片约 80%以上依赖进口,进口依赖程度明显改善。

图表9： 2015 年全球传感器市场份额占比



资料来源：智研数据中心，华泰证券研究所

图表10： 国外主要传感器厂商及产品类型

厂商	产品类型	应用领域
霍尼韦尔	压力、温度、湿度、红外、超声波、磁阻、霍尔、电流传感器	航空航天、国防、交通运输、医疗、工业
意法	压力、加速度、MEMS 射频器件、陀螺仪	汽车电子、工业控制、医疗电子、消费电子、通讯、计算机
飞思卡尔	加速度、压力传感器	汽车电子、消费电子等
博世	压力、加速度、气体传感器、陀螺仪	汽车电子、消费电子，全球最大 MEMS 传感器制造商
PCB	加速度、压力、力、扭矩传感器	航空航天、船舶、兵器、核工业、石化、水力、电力、轻工、交通和车辆等
ABB	柔性、电流、感性、光电、超声波、电压传感器	电流电压测量、电力、动力机车
Vishay	应变片、称重传感器	工业称重
HBM	力、扭矩、位移、应变式称重传感器	工业生产监控
MEAS	压力、位移、角位移、霍尔、磁阻、加速度、振动、温度、湿度、液体特性、红外、光电、压电薄膜传感器	航空航天、国防、机械设备、工业自动控制、汽车电子、医疗、气象监测等
飞利浦	称重、湿度传感器	工业等领域

资料来源：ofweek，华泰证券研究所

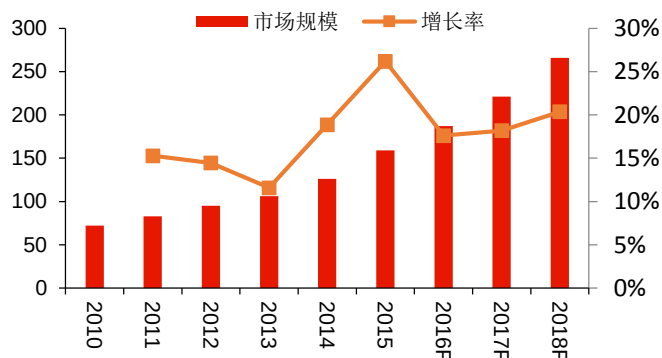
图表11: 国内主要传感器企业及主营领域

传感器企业	主营传感器领域
高德红外	红外热成像仪
科陆电子	电力传感器
华工科技	汽车、家电用温湿度、雨量传感器
中航电测	板式、不锈钢、合金钢、铝、微型传感器
大立科技	红外热成像仪
航天机电	汽车用传感器
歌尔声学	MEMS 麦克风
广陆数测	激光位移传感器
美新半导体	加速度传感器
格科微电子	CMOS 图像传感器
昆仑海岸	压力、液位、温湿度传感器
青岛元芯	MEMS 压力、加速度、温湿度传感器
杭州麦乐克	红外传感器
华润半导体	光敏传感器

资料来源: ofweek, 华泰证券研究所

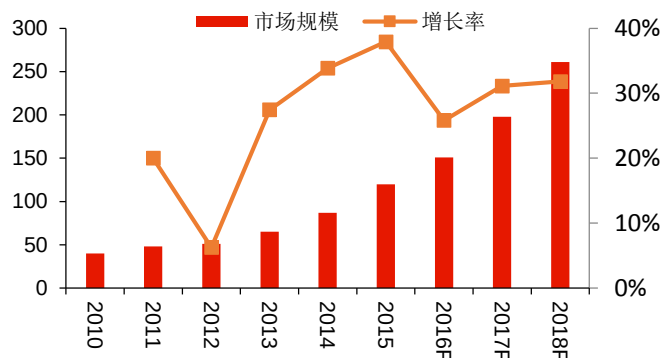
在市场规模方面, 全球传感器市场规模多年来保持稳定高速增长, 2010 年, 全球传感器市场规模仅为 720 亿美元, 2015 年市场规模达到 1590 亿美元, 复合增长率高达 17.2%。工信部预计到 2018 年, 全球传感器的市场规模将达到 2660 亿美元。近年来, 国内传感器市场也保持较快增长, 2010 年中国传感器市场规模仅为 400 亿元, 2015 年达到 1200 亿元, 根据工信部的预测, 到 2018 年, 中国传感器市场规模将达到 2610 亿元。

图表12: 全球传感器市场规模及增长率 (单位: 十亿美元)



资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

图表13: 中国传感器市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

传感器为汉威电子核心业务

汉威电子的传感器事业群由郑州炜盛电子科技有限公司、苏州能斯达电子科技有限公司、哈尔滨盈江科技有限公司、郑州易度传感技术有限公司组成。传感器是汉威电子最为核心的业务, 目前形成了以气体传感器、流量传感器、压力传感器、热释电传感器和湿度传感器为主, 并覆盖加速度传感器、柔性传感器、MEMS 传感器的业务布局, 服务于工业、农业、环境、家居、健康、城市、汽车、建筑、桥梁、养殖等领域。

图表14： 汉威电子传感器事业群

公司	简介	主要产品	持股比例
炜盛电子	气体传感器应用方案服务提供商	红外气体传感器、电化学气体传感器、平面半导体气体传感器、载体催化元件、半导体气体传感器、流量传感器、热释电传感器、热传导气体传感器、固体电解质气体传感器、热线型气体传感器、压力传感器等十一大系列，200 多个品种	100%
能斯达	室内、车内空气甲醛污染治理领域的高科技公司	甲醛清除系列、空气/水净化系列，空气检测仪器	51%
哈尔滨盈江	中国科学院长春应化所与河南汉威电子股份有限公司联合创建的创新型传感器及仪器仪表研发和制造中心。	电化学气体传感器、有毒，易燃、易爆气体报警器、控制器、气体在线监测系统、企业安全监管平台、智能家居、室内空气质量检测、甲醛气体检测仪	43%
郑州易度	研究、开发、制造和销售加速度、速度、振动和冲击传感器、位移传感器、速度传感器、压力传感器以及各类优质高效位移等传感器及相关仪器的高科技公司	的传感器系统和解决方案	20%

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

目前公司传感器业务维持稳健增长，收入逐年上升，受益于环境保护意识的增强，主要增长点集中在 VOCs、甲醛、二氧化碳等气体检测领域中的传感器应用。传感器业务在公司总收入中占比较小，约为 10%，主要是因为公司近年来进行业务的横向拓展，收入结构发生重大变化。公司传感器业务的毛利率近年来维持在 50%左右，总体较高。在生产方面，从原材料的选择到芯片的生产完全自主研发、自主创新，拥有完整的知识产权。16 年，公司试销可集成多种传感器的 MEMS 除传感器,今年将进行大规模销售。

炜盛电子：国内领先的气体传感器应用方案提供商

郑州炜盛电子科技有限公司为汉威电子全资子公司，成立于 2003 年，是集研发、生产、销售及气体传感器应用方案服务为一体的高新技术企业。公司产品包括红外气体传感器、电化学气体传感器、平面半导体气体传感器等十一大系列，200 多个品种，共可用于检测气体 300 余种，在车载可燃、毒性气体、污染物、家居的 CO、CO₂、甲醛有机物、农业沼气、蔬菜、农业大棚、畜牧养殖业、粮食加工存储等领域的应用广泛并不断开拓新的方向。

近年来，炜盛电子在保持气体传感器市场优势的情况下，甲醛、VOC 类传感器品质明显提升，市场销量明显上升；光学产品线继续丰富，气体检测用红外光学技术取得突破性进展；低功耗集成化激光 PM2.5 传感器逐步放量；流量传感器销售快速增长。

图表15： 炜盛电子主要气体传感器产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

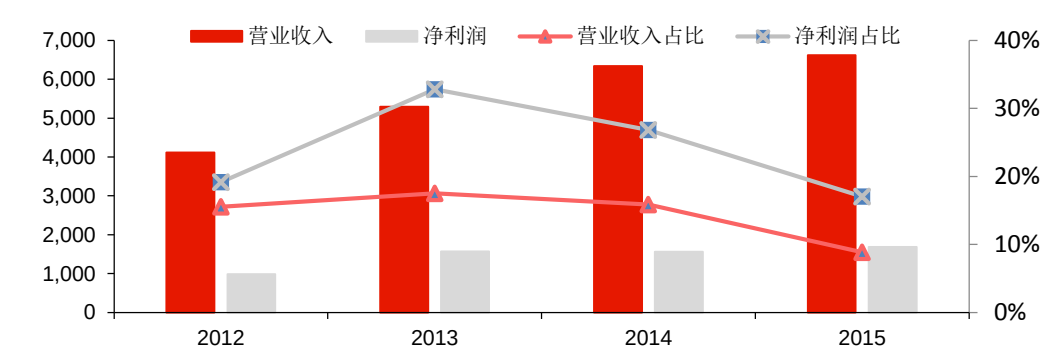
图表16： 炜盛电子解决方案



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

2012 年以来,炜盛电子营业收入和净利润稳步增长,年平均增长率分别为 17.2%和 19.4%。2015 年营业收入达 6621 万元,净利润 1689 万元,占公司总营业收入和净利润的比重分别为 9%和 17%。

图表17： 炜盛电子营业收入及净利润稳步增长（单位：万元）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

能斯达： 环境监测、治理一站式服务提供商

苏州能斯达电子科技有限公司是一家领先的、专业从事柔性压力、MEMS 传感器设计、环保材料以及各种净化设备的研发与制造的高新技术企业。2016 年苏州能斯达推出最新热卖单品：甲醛过滤棉。本产品非传统物理式吸附原理，而是采用复合式工作原理将空气中甲醛、乙醛、辛醛等醛类有害气体迅速分解、反应生成绿色无二次污染的物质。本产品可在新房、新车以及产房、婴儿房等醛类气体超标可严重危害人体健康的场所中广泛使用。

图表18： 能斯达产品体系

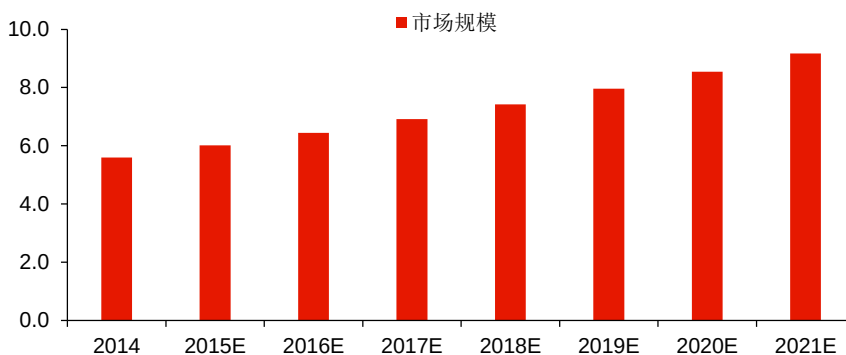
智能传感	智慧环保	智能配套	智能家居
• 柔性压力传感器 • 薄膜压力传感器 • 电子织物传感器 • 空气质量传感器	• 清除甲醛网板 • 甲醛清除材料 • PM2.5清除系列	• 智能按键 • 柔性传感器监测仪 • MEMS微热板 • 化学材料	• 空气质量监测仪

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

汉威在国内气体传感器行业处于龙头地位，市占比达 70%

气体传感器是利用特定气体发生物理或化学变化所释放出的有效信号，实现对该种气体成分、浓度进行感知和测量的元器件。根据 Yole developpement 的统计数据，2014 年，全球气体传感器市场规模为 5.6 亿美元，预计未来 5 年将保持 7.3% 的复合增长率，到 2021 年，气体传感器的市场规模将达到 9.2 亿美元。

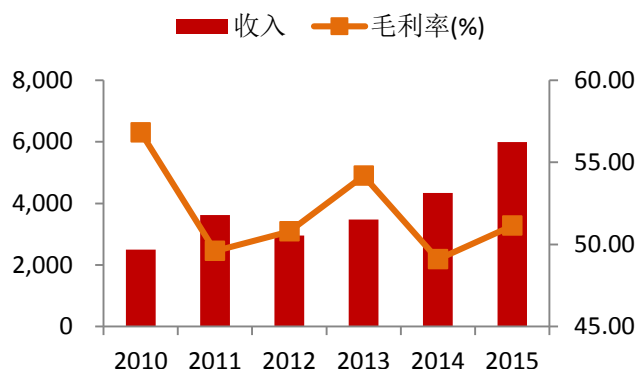
图表19： 全球气体传感器市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Yole developpement，华泰证券研究所

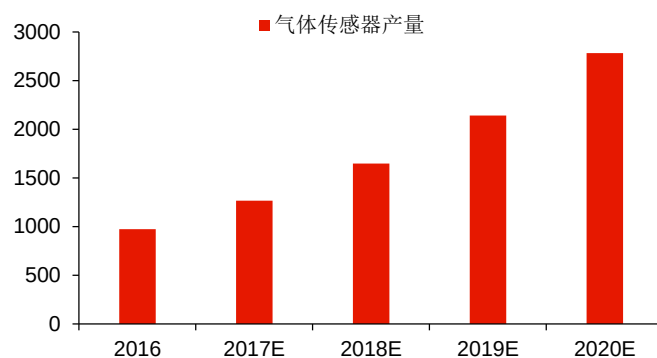
汉威电子是气体传感器行业龙头企业，市占比达 70%，在电化学传感器和红外气体传感器领域，汉威是国内唯一实现产业化生产代替进口的公司。2015 年，公司气体传感器收入约为 5993 万元，牢牢占据行业龙头地位，在国内市场拥有一定的定价权，毛利率水平较高，稳定在 50% 左右。产量方面，16 年传感器总产量约为 1500 万只，其中气体传感器占比 60-70%，受下游智能硬件、家用电器等厂商需求推动，预计未来 3 年将以 30% 的复合增长率增长，到 2020 年，气体传感器的产量将接近 2800 万只。

图表20: 汉威电子气体传感器收入及毛利率(单位:万元;%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 汉威电子气体传感器产量预测(单位:万只)

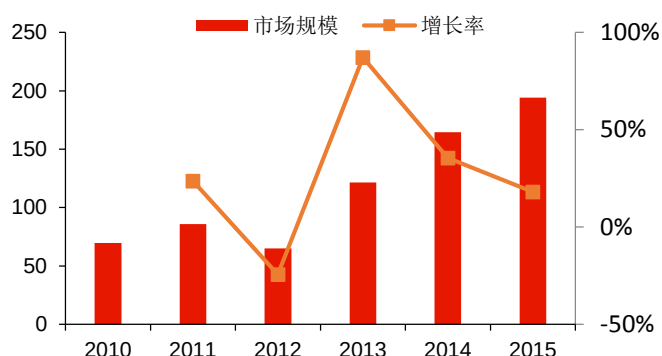


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

压力、流量、热释电传感器多向发展

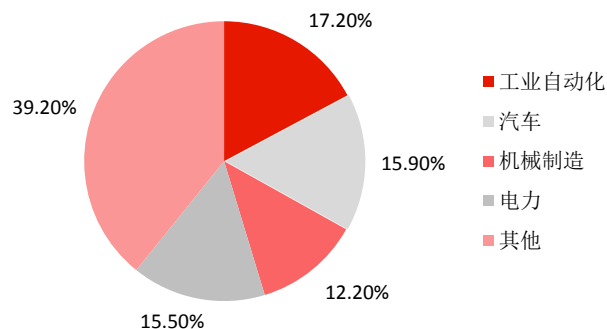
压力传感器是工业应用中最常见的传感器之一，被广泛应用于水利水电、铁路交通、智能建筑、生产自控、航空航天、军工、石化、油井、电力、船舶、机床、管道等众多行业。国内压力传感器市场 13 年以来快速增长，增长率分别为 87%、35%、18%，2015 年市场规模达到 194 亿元。占国内传感器市场总规模（1200 亿元）的 16.2%。

图表22: 中国压力传感器市场规模及增长率(单位:亿元)



资料来源: 智研咨询, 华泰证券研究所

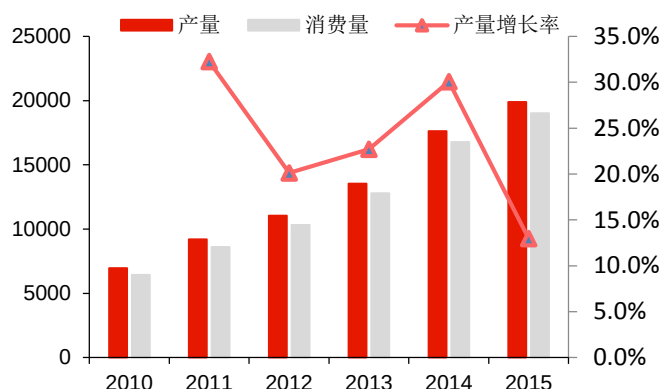
图表23: 2015 年压力传感器下游应用行业



资料来源: 智研咨询, 华泰证券研究所

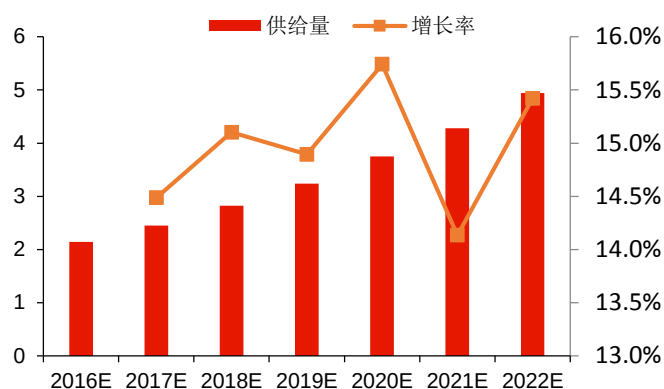
国内压力传感器的产量和销量也逐年增长，从 2010 年的 6950 万只和 6435 万只增长到 2015 年的 19900 万只和 19020 万只，年平均增长率分别为 23.4%和 24.2%，根据智研咨询的预测，未来国内压力传感器的产量将以 15%左右的增长率增长，到 2020 年将接近 5 亿只。

图表24: 国内压力传感器产量和消费量逐年增长(单位:万只)



资料来源: 智研咨询, 华泰证券研究所

图表25: 国内压力传感器供给量预测(单位:亿只)



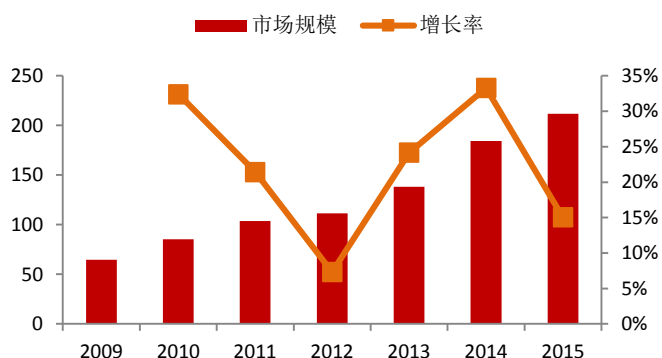
资料来源: 智研咨询, 华泰证券研究所

近两年, 汉威电子在压力传感器方面取得较大进展, 其中陶瓷压力传感器已率先进军国内水泵市场, 开拓压力传感器新的应用领域。同时积极开拓消费电子市场, 探索压力传感器在饮水净水系统等领域的应用。

流量传感器是能感受流体或气体流量并转换成可用输出信号的传感器, 在工业控制和民用设施领域中被广泛地应用。2009 年, 国内流量传感器市场规模为 64.5 亿元, 2015 年达到 211.9 亿元, 复合增长率为 21.9%。

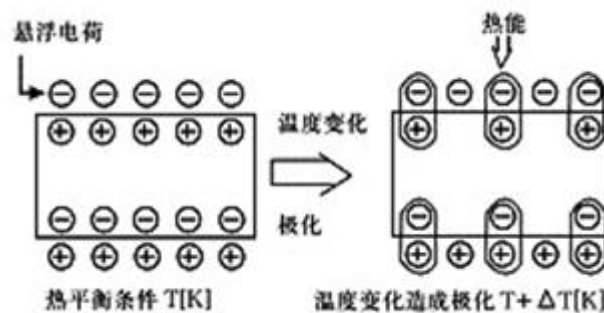
热释电传感器利用了压电陶瓷类电介质自发极化的原理, 自发极化随温度升高而减小, 在居里点温度降为零。因此, 当这种材料受到红外辐射而温度升高时, 表面电荷将减少, 相当于释放了一部分电荷, 将释放的电荷经放大器可转换为电压输出。通过检测这种电压, 转换成数字信号而使用。

图表26: 国内流量传感器市场规模及增长率(单位:亿元)



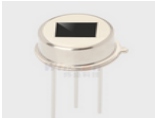
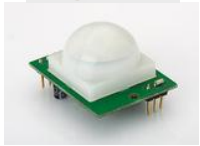
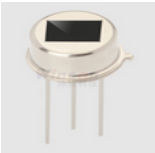
资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

图表27: 热释电传感器原理



资料来源: ofweek, 华泰证券研究所

图表28： 汉威电子热释电传感器

型号	图例	优点	应用领域
RD-624 热释电红外传感器		高灵敏度和优越的信噪比；对温度变化的高稳定性；抗干扰能力强；优越的性价比；抗白光能力强	智能办公电器；家庭、智能家居；自动照明开关、安全门；安全、入侵报警、室内出入管理
热释电传感器模组 ZRD-03		采用 PIR 热释电传感器、菲涅尔透镜；低功耗、静态电流小于 50μA；可重复/不可重复触发方式选择；使用简单、直流高低电平输出	安防产品；人体感应玩具；人体感应灯具；工业自动化控制等
RD-623 热释电红外传感器		功耗小；价格低；优越的性价比；对温度变化的高稳定性；高灵敏度和优越的信噪比；干涉滤光片截止深度高，抗白光能力强；卓越的抗干扰性	安全、感应门、自动灯具、智能玩具、照明器具、入侵报警、保险装置、防盗报警器、自动照明开关、室内出入管理、智能办公电器等

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

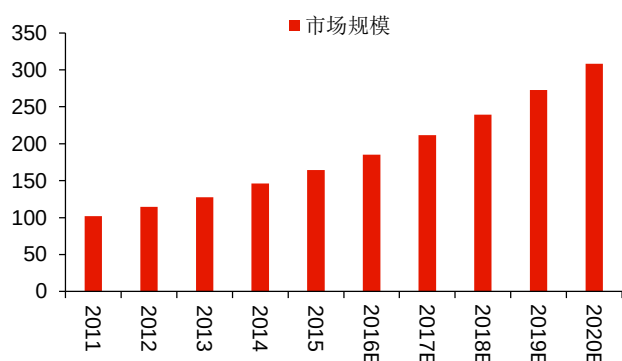
MEMS 传感器：2017 年大规模产销元年

MEMS，即微机电系统，是一个独立的智能系统，其系统尺寸在几毫米乃至更小，其内部结构一般在微米甚至纳米量级。常见的 MEMS 产品尺寸一般都在 3mm×3mm×1.5mm，甚至更小。具有微型化、集成化、批量生产、方便扩展等特点，在技术上较普通传感器而言精度高、重量轻、尺寸小、能效高。

MEMS 是物联网感知层传感器的发展方向之一。2015 年全球物联网产业规模约为 3500 亿美元，国内物联网产业规模约为 7500 亿人民币，受益于物联网产业的高速发展，MEMS 的市场前景十分可观。2015 年，全球 MEMS 的市场规模为 164.5 亿美元，根据 Yole developpement 预测，2016-2020 年，全球 MEMS 的市场规模将维持 13.07% 的复合增长率，到 2020 年，全球 MEMS 的市场规模可达 308 亿美元。

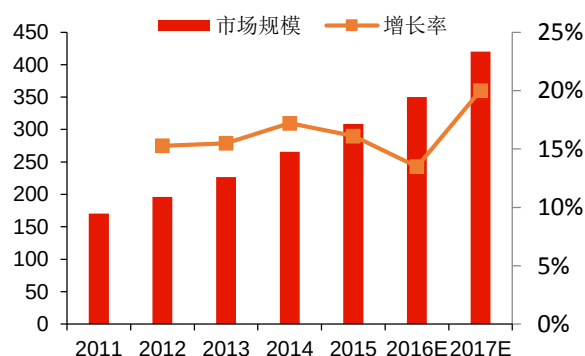
国内市场，MEMS 自 2012 年以来，维持 15% 以上的增长率，2015 年的市场规模约为 308 亿元，约占全球 MEMS 传感器市场的三分之一。受益于制造业转移和物联网产业的迅速发展，迪赛顾问预计国内 MEMS 传感器市场规模仍将以 15% 以上的速率增长。

图表29： 全球 MEMS 市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Yole developpement，华泰证券研究所

图表30： 中国 MEMS 市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：赛迪顾问，华泰证券研究所

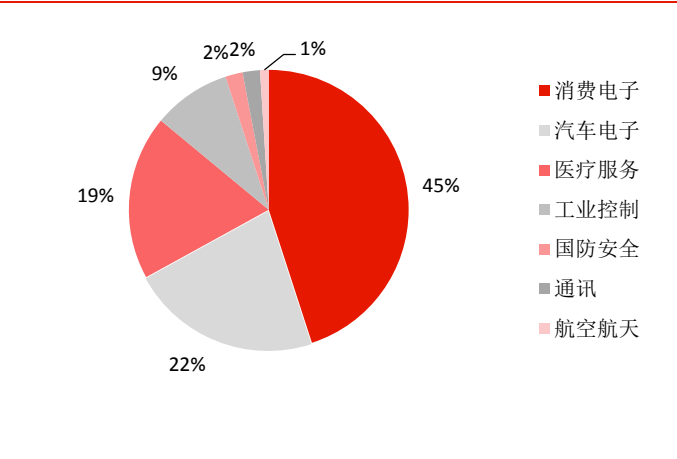
MEMS 有别于传统的标准化传感器，其设计和生产工艺受下游行业需求的影响。目前，MEMS 最大的应用领域是消费电子，占比约为 45%，其次是汽车电子、医疗服务和工业控制，下游行业的技术革新，驱动 MEMS 性能的提升。

图表31: MEMS 产业链



资料来源: ofweek, 华泰证券研究所

图表32: MEMS 下游应用行业分布



资料来源: Yole developpement, 华泰证券研究所

近年来，国内一些传统的半导体厂商通过收购海外公司、成立研究院等方式纷纷进军 MEMS 领域，在制造技术方面与国外先进技术相差不大，并且随着制造业向国内转移趋势的加剧，预计国内 MEMS 将是一片新的蓝海。

汉威电子去年开始小批量销售 MEMS 传感器，包括燃气、VOCs、酒精和 CO 四个产品系列。炜盛电子主要致力于气体 MEMS 传感器的研发，苏州能斯达研发的 MEMS 传感器、柔性皮肤传感器将主要用于智能手环和医疗等领域。

目前，国内主要 MEMS 厂商及其业务情况如下表所示：

图表33: 国内主要 MEMS 厂商

企业	简介	主要业务及占比	2016 年营收 (亿元)
苏州固锝	公司具备 MEMS-CMOS 三维集成制造平台技术及八寸晶圆级整体封装技术，具备 MEMS 成长性企业的良好基础	分立器件 73%、集成电路 18%、太阳能电池银浆 5%	11.86
高德红外	公司拥有国内第一条、也是目前唯一自主可控的 8 英寸批产型 MEMS 生产线	红外热成像仪 81%、传统弹药及信息化弹药 19%	8.1
振芯科技	公司已经掌握 MEMS 陀螺仪、加速度计等组合导航传感器领域核心技术	卫星定位终端 72%、安防监控 9%、元器件 8%、设计服务 7%	4.38
中航电测	汉中 101 所背靠中科院半导体所、中科院微电子所，共同研发军用级高端 MEMS 传感器	汽车检测设备 27%、传感器 27%、衡器仪表及配件 27%、配电控制系统 10%	10.86
华灿光电	并购全球领先的 MEMS 传感器企业 MEMSIC, INC. (USA)	LED 芯片-蓝光 58%、蓝宝石衬底片 15%、LED 芯片-绿光 14%	15.82
耐威科技	从事惯性导航系统、卫星导航产品的研发、生产与销售，收购赛莱克斯，稳居全球纯 MEMS 代工领导地位，赛莱克斯为 2013 年全球第一大、2014 年全球第二大的纯 MEMS 代工企业	惯性导航产品 81%、卫星导航产品 15%	3.37

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

打造物联网平台，转型数据服务提供商

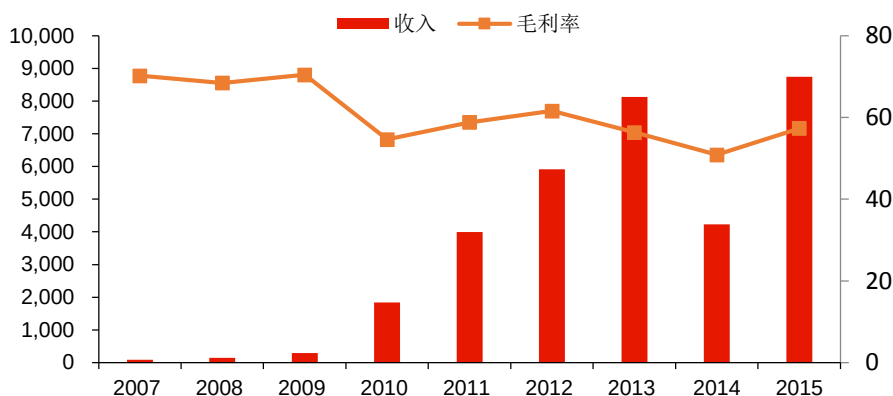
公司顺应物联网快速发展的趋势，积极打造基于行业应用的物联网平台，旨在为公司向数据服务商转型奠定坚实基础。公司多年来在感知层和应用层培养的核心竞争优势，为智慧市政、智慧环保、智慧工业、智慧家居的行业数据服务奠定了基础。

智慧市政：示范效应形成，大力拓展市场

智慧城市业务主要面向燃气、供水、排水、供热等市政管理信息化领域，依靠“传感器+监测终端+数据采集+GIS+云应用”系统提供集管网 GIS、信息采集、运营管理为一体的物联网解决方案，改善燃气、供水、排水、供热事业的运营效率和效益。汉威电子的智慧市政业务由智慧燃气、智慧水务、智慧热力三部分构成。

目前，智慧市政业务在公司占比 30% 左右，得益于效益驱动的城市管理升级和公司现有模式的成功复制，智慧市政业务发展势头良好。智慧市政板块下的监控系统业务毛利率接近 60%。

图表34：监控系统业务毛利率接近 60%（单位：万元，%）

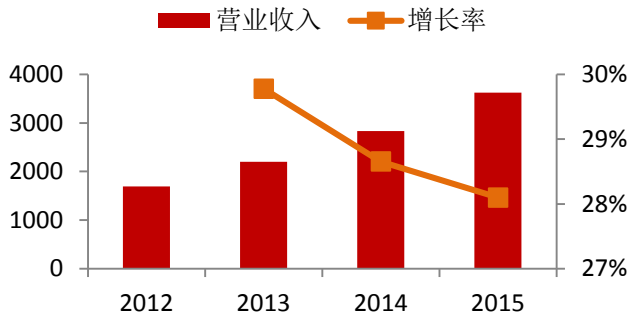


资料来源：Wind，华泰证券研究所

国内领先的燃气信息化企业：公司在智慧燃气领域耕耘多年，在燃气信息化方面处于国内领先地位，国内八大燃气公司都为公司常年合作客户，包括新奥燃气、港华燃气、华润燃气等。市政燃气业务主要由公司燃气事业部、沈阳金建、鞍山易兴等联合承接。

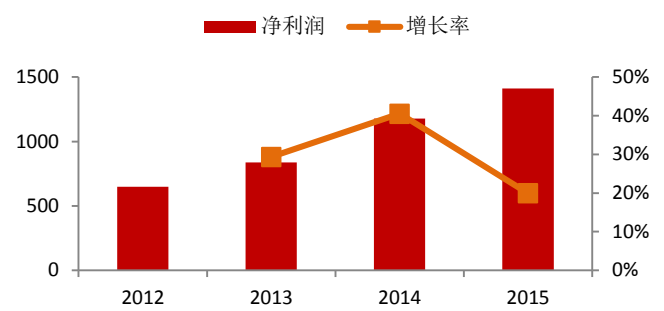
自公司两次收购沈阳金建 100% 股权以来，公司智慧市政综合管理系统不断提升。沈阳金建是国内领先的地理信息技术 (GIS) 服务提供商，其开发的金建软件基于当今世界最先进的 GIS 平台与数据库系统。公司的基础地理信息系统、供水管网地理信息系统、燃气管网地理信息系统均达到国际领先水平，广泛应用于城市规划，专业管网，土地管理、油田建设、勘察测绘、电力电信、公安及房地产等领域。2015 年度获得了沈阳地下管线、河北省天然气管网、武汉华润燃气、江阴天力燃气、常州钢化燃气等项目订单。

图表35： 沈阳金建营业收入及增长率（单位：万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36： 沈阳金建净利润及增长率（单位：万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

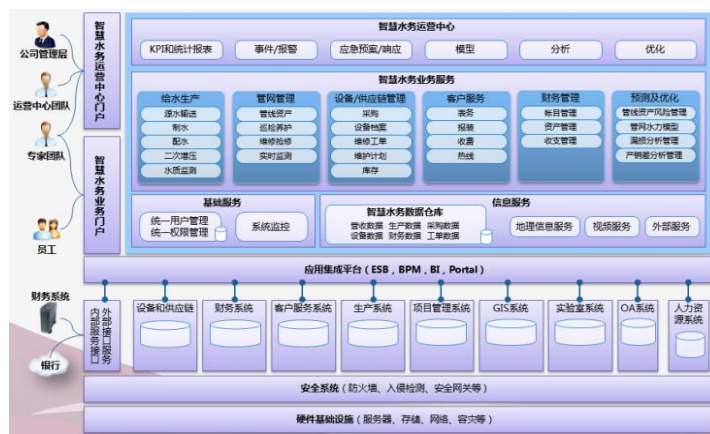
图表37： 沈阳金建基于 ArcGIS 的燃气/供水管网 GIS 平台解决方案



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

智慧水务标杆效应显现：公司积极发挥智慧燃气业务的标杆效应，2014 年收购高新区供水公司 65% 股权，将智慧燃气领域的模式和成功经验复制到智慧水务领域，“智慧水务管控一体化平台”形成良好的示范效应，公司采取订单推广方式在国内多个供水公司中进行复制推广，行业标杆示范效应明显，今后几年将积极进行全国性推广。根据中国区分布和发展情况，公司预估智慧水务领域未来有千亿以上的市场规模，公司在智慧水务领域的业绩值得期待。

图表38： 智慧水务管控一体化平台



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

今年以来，公司在智慧水务领域又中标两大项目，分别是公司控股子公司广州龙泉中标广州开发区供水管理中心区供水调度管理系统（一期）采购项目和公司中兴义市智慧水务综合管理平台系统建设工程项目。

广州开发区供水管理中心为广州开发区建设和环境保护局下属事业单位，现有供水用户 6000 多家，日供水能力可达 30 万吨，近年来年供水量已达 9000 万吨以上。兴义项目的招标人北京久安建设投资集团有限公司主要从事三废治理、生态工程、生态修复的技术开发和服务。这两个项目的成功中标是公司智慧城市板块通过订单推广方式进行的又一次成功外延复制，“智慧水务管控一体化平台”的示范性标杆效应得到进一步彰显，有利于增强行业客户对公司的认可度，进一步开拓市场空间。

图表39： 汉威电子今年以来智慧市政业务中标项目情况

公告时间	项目名称	地点	项目金额
2017-02-17	广州开发区供水管理中心区供水调度管理系统（一期）采购项目	广州	1,530.98 万元
2017-01-18	兴义市智慧水务综合管理平台系统建设工程项目	北京	10,200 万元

资料来源：Wind，华泰证券研究所

成立汉威智源，进军智慧热力：15 年，公司与郑州高新投资建设集团有限公司合资成立汉威智源，注册资本为 10,000 万元，汉威电子占比 65%，公司借助此次投资整合资源、打造智慧热力一体化平台，建设“智慧热力”项目示范标杆，拓展全国智慧热力业务市场。

非公开发行投入智慧市政业务

2016 年 7 月，公司公告非公开发行二次修订预案：拟非公开发行股票数量合计不超过 7,400 万股（含 7,400 万股），募集资金总额不超过 121,280.00 万元（含 121,280.00 万元）。今年公司将积极筹备非公开发行的审批和后续工作，预计不受新政策的影响。

非公开发行募集资金将主要用于公司智慧水务及智慧热力板块的智慧化改造及运营项目，同时配套提升智慧市政综合管理系统软件的开发及应用能力，通过物联网方案切实解决水务及热力行业的资源漏失严重、能耗效率过低、管线故障频发、小表集抄不智能、管理水平低下等实际问题，力争打造智慧市政改造及运营的项目标杆。

图表40： 汉威电子非公开发行投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资额	增发拟投入募集资金
1	智慧水务项目	30,552.15	30,500.00
2	智慧热力项目	44,629.51	44,600.00
3	智慧市政综合管理系统项目	9,600.00	6,080.00
4	上海运营及研发中心	20,847.61	20,100.00
5	补充流动资金	20,000.00	20,000.00
合计		125,629.27	121,280.00

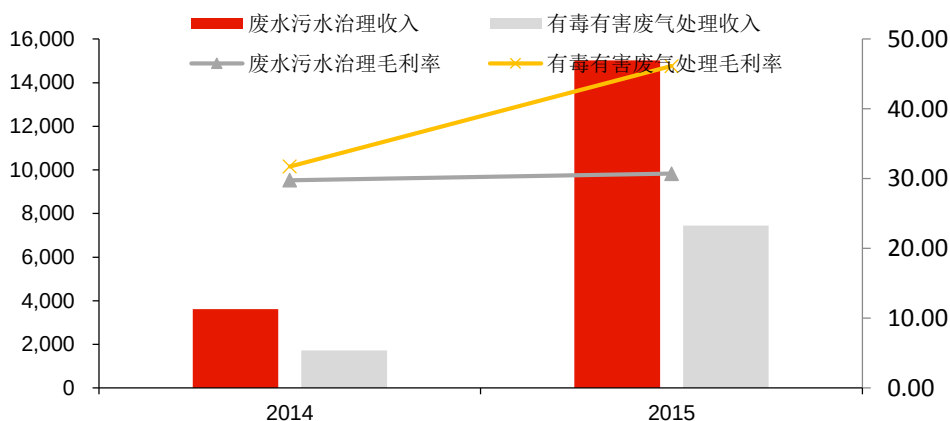
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司两次增发的募投项目符合物联网和智慧城市建设趋势，并得到国家相关产业政策的支持，借助于公司原有业务布局，预计公司将在智慧市政板块实现新的突破，业绩将进一步提升。

智慧环保：公司重点开拓领域，业绩贡献比例大

环保产业近年来受到国家高度重视，在今年两会上也被多次强调。智慧环保业务是公司重点开拓的领域，已经形成了从检测到治理的环保整体解决方案，为企业、政府提供监测、治理、工程、服务一体化的环保服务，2016 年集团内收入占比大约为 30%。汉威的智慧环保业务由公司的环保事业部及在 14、15 年收购的嘉园环保及雪城软件推行，目前在集团内占比大约为 30%。2014 年到 2015 年，废水污水处理及有毒有害气体处理业务收入分别增长 4.2 倍和 4.3 倍。

图表41： 废水污水及有毒有害气体快速增长（单位：万元，%）



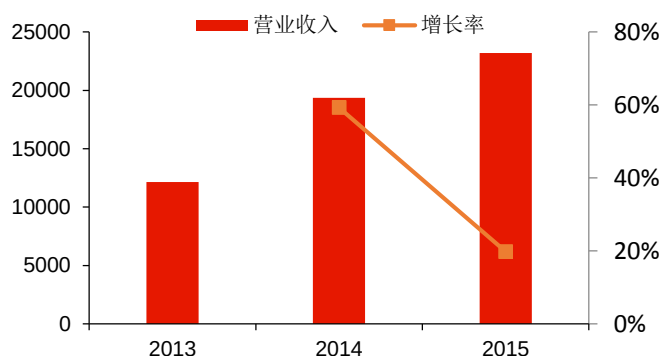
资料来源：Wind，华泰证券研究所

嘉园环保：深耕有机废气处理和垃圾渗滤液处理

2014 年 5 月，公司通过发行股份和现金收购的方式，收购嘉园环保 80% 股权。嘉园环保是公司环境治理环节的主心骨，其在有机废气治理和垃圾渗滤液处理领域深耕多年，主营污水处理、垃圾处理、有机废气处理三块业务，主要业务模式包括 BOT、BT、EPC、PPP 等。嘉园环保未来的业务重点放在拓展 VOC、垃圾渗滤液等方面，目前国内 VOC 治理方面的公司规模上亿的为数不多，嘉园环保未来在这方面的表现值得期待。在市政污水和工业污水处理方面，目前已取得了广州热力电厂污水项目、淮滨污水项目、比亚迪有机废气等项目。

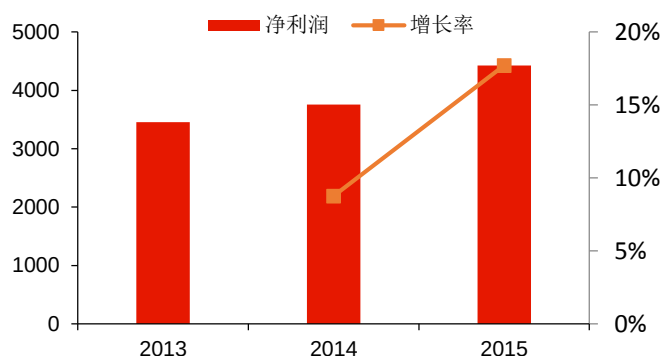
2013 年以来，嘉园环保营业收入和净利润逐年增长。2015 年，营业收入和净利润分别为 2.32 亿元和 0.44 亿元，同比分别增长 20% 和 18%。

图表42： 嘉园环保营业收入逐年增长（单位：万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43： 嘉园环保净利润逐年增长（单位：万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

雪城软件：领先的环保信息化软件提供商

2015 年 12 月，公司通过股权转让和增资方式取得雪城软件 51% 股权。雪城软件是国内知名的环保信息化软件和数据采集服务商，其污染源检测、环境质量监测、监管信息化平台等业务在中原地区具有明显优势地位，并在河北、西藏、贵州等省市占据一定市场份额。雪城软件的加入完善丰富了公司在智慧环保业务领域的产业布局。

雪城软件致力于环境监测领域。自收购以来，雪城软件先后中标了郑州市环境监控系统运维系统项目、南阳市环保局空气自动站设施设备采购项目、郑州市中原区环境保护局环境实时监测数据“云平台发布”系统项目，市场范围不断开拓。

公司的网格化大气监测器相对于传统大型基站，投入小、布局广、采集数据量大，优势明显。“雪城智慧环保云服务平台”立足于“数字环保”和“环保物联网”建设，可对环保领域的物联网进行集约化整合，实现污染源、环境质量、固体废物、重点放射源等环境监测（监控）信息的采集、存储、分析、汇总、展现和报警，适用于市级、县级环境保护部门，为环保部门实现“智慧决策”和“智能管理”提供技术支撑。

图表44： 雪城智慧环保云服务平台



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

智慧工业：受经济下行压力，积极拓展消防板块

智慧工业是汉威的传统板块，分为智慧安全和智慧消防两部分。汉威在智慧安全领域一直保持着业内领先的技术水平和市场地位，致力于为石油、化工、冶金、电力、矿山、制药、食品等工业客户提供安全生监控一体化解决方案，产品覆盖危化品感知监测智能仪器、工业现场参数传感器、危险源监测传感器、危险品监测与管理软件、企业安全生产监管综合管理平台、应急救援管理平台等。

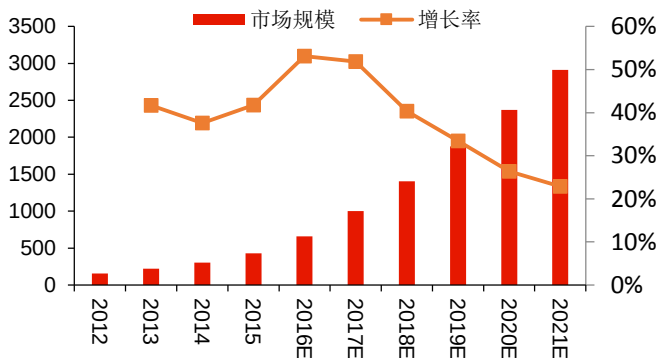
去年，公司大力布局工业消防板块，提供工业火气报警控制系统等五大类产品，主要用于探测公共空间、商业建筑及工业企业内的潜在火情。

智慧工业板块在集团内占比 10% 左右，近年来受经济下行压力的影响，下游煤炭、冶金等行业的客户采购能力下降，增速放缓。

智能家居：积极培养，有望成为未来 Star 业务

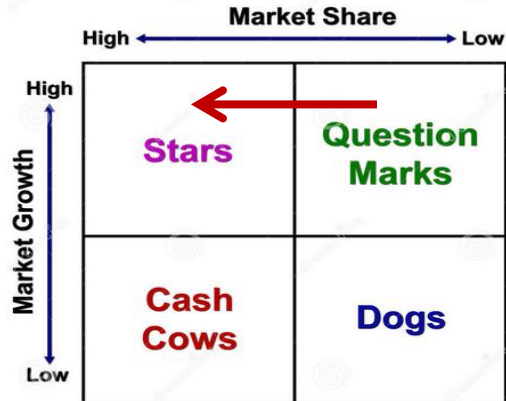
智能家居业务通过传感器和物联网技术提供“检测+治理”的家居环境解决方案。该业务目前在集团内属于典型的“question mark”。消费电子作为传感器重要的下游应用行业，市场增长潜力较大，但公司的其他业务主要面向 2B 端，向 2C 端转型时面临销售渠道、销售经验、管理经验等方面的转型。目前，该板块在公司业务中占比较小，是公司正在积极培育的板块，受益于下游消费电子行业发展的东风，国内智能家居行业的市场规模快速增长，增长率连续多年维持在 20% 以上，未来几年，智慧家具业务有望成为公司的 Star 业务。

图表45： 国内智能家居行行业市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院，华泰证券研究所

图表46： BCG 矩阵



资料来源：中商产业研究院，华泰证券研究所

高管增持，坚定看好公司前景

高管增持显发展决心

基于对公司未来发展前景的信心及对目前公司股票价值的合理判断，汉威电子董事、总经理张潇君，副总经理、董事会秘书肖锋及部分核心员工（以下简称“增持人”）通过集合资金信托计划方式在二级市场增持公司股份。

本次增持公司股份的信托计划期限为 3 年，从 2016 年 9 月 30 日起至 2019 年 9 月 30 日。2016 年 9 月 30 日，增持人与大业信托有限责任公司签署了《大业信托·汉威电子投资集合资金信托计划信托合同》，截至 2016 年 12 月 12 日，增持人在深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式完成增持公司股份的计划，增持均价 21.57 元，增持总金额约为 2,800 万元，具体增持情况见下表：

图表47： 汉威电子高管增持情况

股东姓名	增持方式	增持日期	增持股数	占公司总股份比例 (%)	增持均价 (元/股)
大业信托·汉威电子集中竞价		2016-11-09	308,602	0.11	22.69
投资集合资金信托		2016-11-23	575,034	0.20	22.61
计划		2016-12-12	414,400	0.14	19.28
合计			1,298,036	0.45	21.57

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司的主要业务是以传感器为核心，延伸出智慧市政、智慧工业、智慧环保、智慧家居四大业务。我们看好公司在传感器方面的龙头地位，同时看好公司在智慧环保和智慧水务方面的业绩增量，在智慧水务方面有望参与政府基金，增加新的订单。2016 年 12 月，总经理张潇君、副总经理、董秘肖峰及部分核心员工从二级市场增持公司股票 2800 万元，均价 21.57 元/股，具有一定的安全边际。预计 16-18 年可实现 11.08 亿、14.73 亿和 19.98 亿元营收，归属于母公司净利润分别为 0.83 亿、1.59 亿和 2.35 亿元。

图表48：主要业务收入预测情况

项目(单位:百万元)		2015	2016E	2017E	2018E
废水污水处理	收入	150.16	211.30	285.26	385.09
	YOY	315.04%	40.72%	35.00%	35.00%
	毛利率	30.73%	32.90%	32.50%	32.40%
气体检测仪器仪表	收入	178.65	184.96	203.46	225.84
	YOY	-7.30%	3.53%	10.00%	11.00%
	毛利率	48.79%	51.80%	52.00%	52.10%
监控系统	收入	87.48	110.00	138.32	177.05
	YOY	106.61%	25.74%	28.00%	30.00%
	毛利率	57.31%	60.50%	60.80%	60.90%
技术服务与软件开发	收入	4.44			
	YOY	-88.45%			
	毛利率	42.09%			
供水工程	收入	134.87	260.00	416.00	665.60
	YOY		92.78%	60.00%	60.00%
	毛利率	40.87%	40.40%	40.20%	40.00%
供热工程	收入		90.00	99.00	108.90
	YOY			10.00%	10.00%
	毛利率		23.13%	23.20%	23.20%
传感器	收入	59.93	80.91	109.22	147.45
	YOY	38.09%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	51.14%	51.10%	51.00%	51.00%
有毒有害废气处理	收入	74.46	96.80	125.84	163.59
	YOY	330.90%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	47.14%	47.00%	47.00%	47.00%
其他	收入	56.73	73.75	95.87	124.64
	YOY	95.96%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	25.11%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	746.72	1107.71	1472.96	1998.15
	YOY	87.00%	48.34%	32.97%	35.66%
	毛利率	42.91%	41.80%	41.52%	41.29%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

可比公司估值

我们看好公司在物联网传感器方面的龙头地位，以及智慧环保方面的业绩增量，同时看好智慧水务方面有望参与政府基金，增加新的订单。参考物联网行业代表公司 17 年 43.53 倍的平均估值水平，考虑到公司的龙头地位，我们认为公司 6 个月合理估值范围为 45X-50X，对应目标价 25.20-28.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49：可比公司盈利预测与估值

可比公司	股价(元)	EPS(元)		PE	
	2017/3/17	2016E	2017E	2016E	2017E
汉威电子	20.00	0.28	0.56	71.43	35.71
天瑞仪器	9.99	0.17	0.21	58.76	47.57
三川智慧	7.01	0.16	0.20	43.81	35.05
华工科技	15.83	0.25	0.33	63.32	47.97
其他公司平均				55.30	43.53

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

智能水务的全国性推广低于预期的风险；
 物联网扩展低于预期的风险
 非公开发行审批风险；
 收购公司业绩不达预期的风险及管理风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	685.85	1,242	1,238	1,619	2,146
现金	242.43	515.38	221.54	468.45	822.85
应收账款	213.93	276.22	339.01	338.33	338.21
其他应收账款	13.62	116.05	109.61	110.62	111.19
预付账款	14.59	27.45	46.95	60.25	82.08
存货	179.28	176.99	377.11	498.98	649.59
其他流动资产	22.01	129.80	144.23	142.71	141.98
非流动资产	1,135	1,569	1,640	1,516	1,491
长期投资	1.68	53.49	53.49	53.49	53.49
固定投资	424.63	373.76	372.66	360.73	343.38
无形资产	342.01	393.05	393.05	393.05	393.05
其他非流动资产	366.22	748.60	820.74	708.46	701.45
资产总计	1,820	2,811	2,878	3,135	3,637
流动负债	459.60	700.84	734.23	792.57	1,009
短期借款	168.50	285.30	98.55	0.00	0.00
应付账款	159.67	171.24	365.95	473.65	622.93
其他流动负债	131.43	244.29	269.74	318.92	386.05
非流动负债	114.54	608.62	544.54	551.93	558.32
长期借款	42.88	468.56	468.56	468.56	468.56
其他非流动负债	71.66	140.06	75.98	83.37	89.76
负债合计	574.13	1,309	1,279	1,345	1,567
少数股东权益	95.01	281.86	303.19	339.26	392.66
股本	146.51	293.02	293.02	293.02	293.02
资本公积	745.60	596.02	596.02	596.02	596.02
留存公积	259.13	330.45	407.39	562.26	788.25
归属母公司股	1,151	1,219	1,296	1,451	1,677
负债和股东权益	1,820	2,811	2,878	3,135	3,637

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	50.93	149.24	62.14	266.76	381.33
净利润	58.37	99.16	104.12	199.60	295.49
折旧摊销	25.33	59.62	21.11	21.93	22.35
财务费用	5.75	26.34	38.02	28.33	12.21
投资损失	0.47	(4.67)	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	(46.31)	(29.53)	(94.99)	22.84	44.12
其他经营现金	7.31	(1.68)	(4.62)	(4.45)	8.67
投资活动现金	(219.16)	(260.68)	(124.01)	115.31	1.50
资本支出	68.57	143.59	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	201.38	14.40	0.00	0.00
其他投资现金	(150.59)	84.29	(109.61)	115.31	1.50
筹资活动现金	135.79	386.16	(231.96)	(135.16)	(28.42)
短期借款	58.50	116.80	(186.75)	(98.55)	0.00
长期借款	42.88	425.68	0.00	0.00	0.00
普通股增加	28.51	146.51	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	428.22	(149.57)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(422.32)	(153.26)	(45.21)	(36.62)	(28.42)
现金净增加额	(32.37)	275.21	(293.84)	246.91	354.40

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	399.31	746.72	1,108	1,473	1,998
营业成本	200.97	427.02	644.70	861.34	1,173
营业税金及附加	4.87	12.15	19.00	22.00	32.00
营业费用	58.28	60.51	75.00	80.00	110.00
管理费用	88.84	138.28	248.70	280.00	350.00
财务费用	5.75	26.34	38.02	28.33	12.21
资产减值损失	7.03	11.55	10.00	12.00	16.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.47)	4.67	1.50	1.50	1.50
营业利润	33.09	75.55	73.79	190.78	306.30
营业外收入	33.84	44.09	52.00	50.00	50.00
营业外支出	0.48	0.15	0.34	0.30	0.29
利润总额	66.46	119.49	125.45	240.48	356.01
所得税	8.08	20.33	21.33	40.88	60.52
净利润	58.37	99.16	104.12	199.60	295.49
少数股东损益	1.03	20.52	21.33	36.07	53.40
归属母公司净利润	57.34	78.65	82.80	163.53	242.09
EBITDA (倍)	64.17	161.51	132.92	241.05	340.85
EPS (元)	0.20	0.27	0.28	0.56	0.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	32.01	87.00	48.34	32.97	35.66
营业利润	13.39	128.31	(2.33)	158.54	60.55
归属母公司净利润	44.18	37.15	5.28	97.50	48.04
获利能力 (%)					
毛利率	49.67	42.81	41.80	41.52	41.29
净利率	14.36	10.53	7.47	11.10	12.12
ROE	4.98	6.45	6.39	11.27	14.43
ROIC	2.88	5.81	5.70	12.35	18.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.54	46.59	44.43	42.89	43.09
净负债比率 (%)	41.23	59.76	46.50	36.93	31.67
流动比率	1.49	1.77	1.69	2.04	2.13
速动比率	1.10	1.52	1.17	1.41	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.32	0.39	0.49	0.59
应收账款周转率	2.13	2.71	3.20	3.88	5.26
应付账款周转率	1.62	2.58	2.40	2.05	2.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.27	0.28	0.56	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.51	0.21	0.91	1.30
每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.16	4.42	4.95	5.72
估值比率					
PE (倍)	102.10	75.63	72.27	36.59	24.72
PB (倍)	5.20	4.91	4.62	4.12	3.57
EV_EBITDA (倍)	95.56	37.97	46.14	25.44	17.99

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com