

# 行业应用起，公司成长获良机

## 买入维持

目标价格：22.70元

### 投资要点：

- 📖 **公司成长因素：细分市场龙头、产业链和资本优势、注重平台和研发**
- 📖 **新的《企业安全生产费用提取和使用管理办法》提高了安全投入**
- 📖 **《2012 物联网技术研发及产业化专项》重点扶持传感、仪表和应用**

### 报告摘要：

- **公司成长路径：从细分市场龙头出发，依托产业链和资本优势，以产品+服务模式开拓更多应用。** 研究丹纳赫的成长历程发现汉威具备成长潜力，包括作为气体传感龙头具备高起点；上市后获得资本优势实施并购扩张；“产品+服务的一站式”模式更受客户青睐；构建应用方案平台，将定制化产品推向更多领域；超过 6.5%的研发投入保持产品领先。2010Q3 起公司单季度收入与利润的增速的均值超过 60%。
- **公司现阶段受益于国家对安全行业的投入。** 安监局新发的《企业安全生产费用提取和使用管理办法》提高了安全费用标准，如高瓦斯矿井安全费从每吨 8 元提高到 30 元，地下金属/非金属矿山安全费从每吨 8/2 元提高到 10/4 元。国务院还要求 2013 年前煤矿、非煤矿山须安装“六大安全系统”，公司产品定位安全行业应用将直接、大幅受益。
- **公司是国家物联网战略下的重点扶持对象。** 国家发改委新颁布的《关于组织实施 2012 年物联网技术研发及产业化专项的通知》将重点扶持传感终端、智能仪表、网络传输、信息处理关键技术，重点发展交通、公共安全、农业、工业生产等物联网应用。公司从事的传感器、仪器仪表和安全应用正是国家物联网战略下的重点。
- **盈利预测：未来三年 EPS 为 0.81/1.09/1.54 元。** 我们预计 2012-14 年公司实现净利润分别 0.96/1.29/1.82 亿元，3 年复合增长 41%。
- **投资建议：目标价 22.70 元，重申“买入”。** 参考 A 股传感器公司的平均估值及公司的成长性，给予 22.70 元目标价，对应 2012-13 年 28/21 倍 PE，目前相比行业估值折价 28%，给予公司“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	174	261	389	553	768
YoY	37%	50%	49%	42%	39%
净利润	44	67	96	129	182
YoY	9%	53%	43%	35%	41%
EPS (元)	0.36	0.55	0.81	1.09	1.54
净利率	25%	26%	25%	23%	24%

### 电子元器件研究组

#### 联系人：

**沈建锋**

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

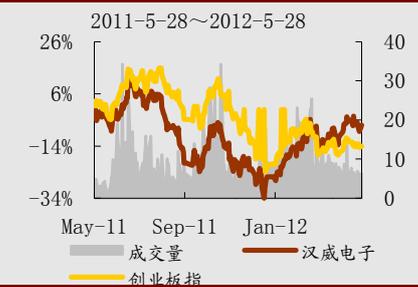
#### 分析师：

**胡颖 (S1180210020002)**

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	6212	
20111231	5619	
20110930	5683	

数据来源：港澳资讯

### 公司数据

总股本(万股)	11800
流通股(万股)	6115
当前股价	16.48
年内最高/最低	11.43/20.10
总市值(亿元)	19.45

### 相关研究

1 《宏源证券 \* 深度报告 \* 汉威电子：安全需求加自身模式成就公司成长 \* 300007 \* 电子行业 \* 沈建锋.docx》，2012.5

## 目录

<b>一、从丹纳赫的成功因素来分析汉威的竞争优势.....</b>	<b>4</b>
1、规模和资本优势：从细分市场龙头起步，借融资并购更上台阶.....	4
2、全产业链优势：“服务+产品”提升盈利能力和客户粘性.....	6
3、战略得当：构建解决方案平台，往更多应用领域延伸.....	7
4、研发优势：注重研发投入，保持技术领先与产品创新.....	9
5、成长特征：丹纳赫 24 年利润增长 114 倍，汉威近 2 年成长启动.....	10
<b>二、公司现阶段受益于国家对安全行业的投入.....</b>	<b>11</b>
1、2012 年《企业安全生产费用提取》要求提高.....	11
2、2013 年前国家要求安装“安全避险六大系统”.....	12
<b>三、公司还是国家物联网战略下的重点扶持对象.....</b>	<b>13</b>
1、公司是《2012 年物联网技术研发及产业化专项》扶持对象.....	13
2、公司的传感器和安全应用将是物联网的最大机会.....	13
<b>四、维持盈利预测与“买入”评级.....</b>	<b>14</b>
1、维持盈利预测：2012-14 年 EPS 为 0.81/1.09/1.54 元.....	14
2、重申“买入”评级，给予 22.70 元目标价.....	15

## 插图

图 1: 丹纳赫子公司福禄克的成长轨迹.....	4
图 2: 丹纳赫公司的股本持续增加.....	5
图 3: 2001-2003 年丹纳赫重点并购对象.....	5
图 4: 2011 年公司占国产气体传感器 60% 份额.....	5
图 5: 2011 年公司气体检测仪表产量国内第一.....	5
图 6: 汉威电子近 2 年的对外投资统计.....	6
图 7: 产品+服务使丹纳赫公司保持高毛利率.....	6
图 8: 公司形成了传感器——仪器仪表——行业应用全产业链.....	7
图 9: 汉威全产业链模式提高了公司产品毛利率.....	7
图 10: 丹纳赫公司营业收入稳步增长.....	8
图 11: 丹纳赫公司在不同领域的收入分布.....	8
图 12: 公司的经营模式符合行业发展趋势.....	8
图 13: 丹纳赫公司研发投入占收入比重持续增长.....	9
图 14: 汉威电子研发投入占收入比重维持高位.....	9
图 15: 丹纳赫公司的净利润高速增长.....	10
图 16: 丹纳赫公司的股价增长超过 100 倍.....	10
图 17: 公司各季度收入和利润增速.....	10
图 18: 新颁布的《企业安全生产费用提取和使用管理办法》要求企业加大安全投入.....	11
图 19: 公司下游主要针对安全行业应用.....	12
图 20: 《2012 年物联网技术研发及产业化专项的通知》重点扶持技术.....	13
图 21: 公司从事的传感器和安全应用正是物联网的最大机会.....	13
图 22: 公司主营业务收入和毛利率预测.....	14
图 23: A 股上市国内传感器公司的估值水平和盈利能力.....	15
图 24: 公司三张报表摘要及财务分析.....	16

## 一、从丹纳赫的成功因素来分析汉威的竞争优势

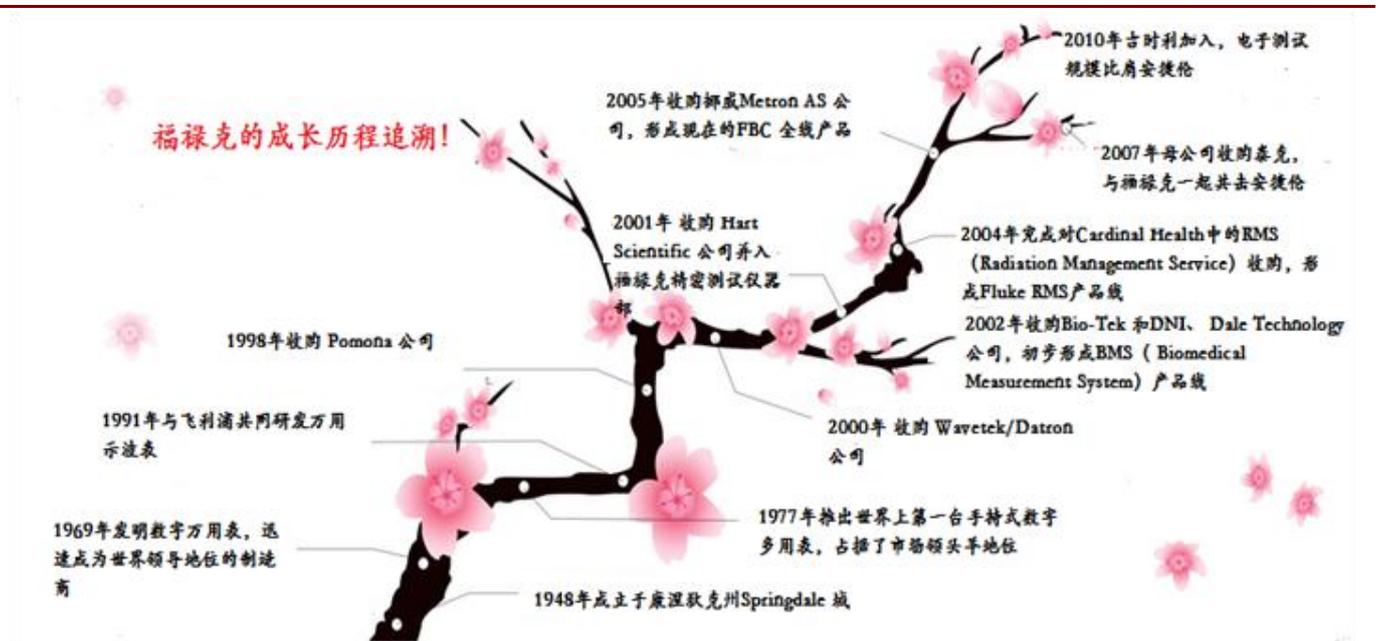
丹纳赫的发展对于企业家的启示是依托并购和完善的内部整合能力来实现自身的快速发展,而对于资本市场上的投资者来说,怎么去寻找中国的“丹纳赫”才是真正的重点。从丹纳赫的成长历程我们可以发现,具有发展潜力的公司必须具备以下几个特点:

- 1, 起点高: 细分市场上具有一定的市场地位和品牌影响力;
- 2, 外延式扩张: 具有充沛的现金流、较强的融资及资本运作能力;
- 3, 内生性增长: 所处行业分散, 拥有往更多领域延伸的产业链优势;
- 4, 企业管理: 优秀的内部管理、业务整合、研发能力, 具有清晰的长远发展愿景。

### 1、规模和资本优势: 从细分市场龙头起步, 借融资并购更上台阶

丹纳赫目前已成为全球测量仪表龙头企业, 旗下的福禄克是全球领先的测量解决方案商。纵观福禄克的发展历史, 我们将其成功原因归纳为两点: 1, 初期依托研发, 打造品牌成为具有一定影响力的细分市场领导者; 2, 中后期依托融资并购, 借助外力来实现自身的快速成长 (收购 WAVETEK 进入高位表领域, 红外测温依托雷泰, 热锅炉和附件分别依托收购 Hart Scientific 和 Pomona 来实现自主化生产)。

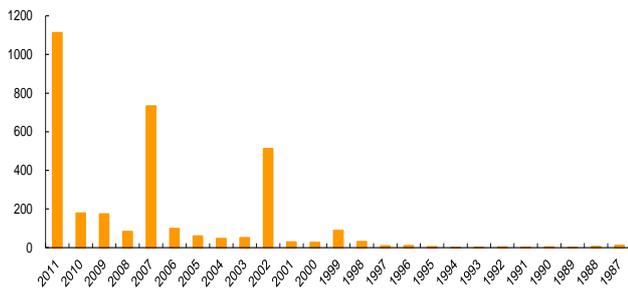
图 1: 丹纳赫子公司福禄克的成长轨迹



资料来源: 宏源证券

并购的首要前提是具有雄厚的资金, 而丹纳赫在短短的 20 多年里能够收购 400 多家公司的另一个秘诀就是充沛的现金和资本市场的支持 (融资能力)。公司脱胎于投资公司, 资本市场给了其资本运作充足的现金, 除此之外, 公司主营业务现金流、以及出售非核心资产也是其并购资本的重要来源。

图 2: 丹纳赫公司的股本持续增加



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 3: 2001-2003 年丹纳赫重点并购对象

并购对象	业务领域	日期
McCormick Selph & Accurate Metering	卫生保健	2003
Gasboy International	商业/零售 加油机	2003
Willett	产品识别系统	2003
Bio-Tek Instruments, DNI Nevada, Dale Technologies	医学设备	2002
Gilbarco (Marconi Commerce Systems)	加油机, 环境	2002
OTT	水质监测设备	2002
Raytek Corp.	红外温度监测	2002
Thomson Industries	电能质量监测	2002
VideoJet (Marconi Data Systems)	产品识别系统	2002
Viridor	水质监测设备	2002
Anatel	水质监测设备	2001
Fotec	光纤监测设备	2001
Hart Scientific/ Lifschultz Industries Inc	工业温度监测	2001
Microtest	电子检测设备	2001
Red Jacket	零售/商业 潜水泵	2001
Tanknology Mgmt Svc	环境	2001
United Power Corp.	电力网络	2001
Zellweger/Lachat Instruments	水质监测设备	2001

资料来源: Bloomberg, 宏源证券

规模化将是未来国内传感器企业的发展方向,一方面,企业为了追求与上下游企业间的谈判能力、以及行业内部的竞争优势;另一方面,公司需要有更高的收入规模来支持传感器较高的研发支出。

汉威已成为国内气体传感器领域的龙头企业,具有一定的品牌影响力和市场号召力。2011 年公司占国产气体传感器 60% 份额, 占国内气体检测仪表市场 9% 份位居国内第一。公司产品品种齐全, 在以定制化需求为主的安全传感行业, 更易于满足各类客户多样化的定制需求。同时由于一个产品的研发到上市周期接近 10 年, 竞争对手难以赶超。

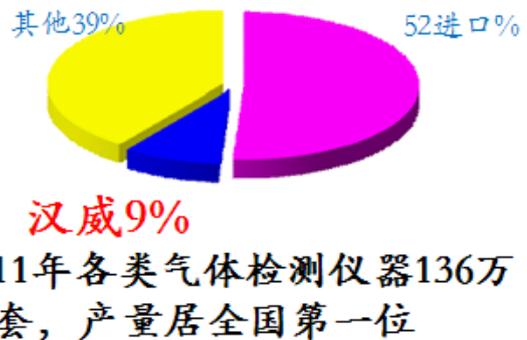
图 4: 2011 年公司占国产气体传感器 60% 份额

11 年销售气体传感器 650 余万只, 居全国第一位 (不含进口)



资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 5: 2011 年公司气体检测仪表产量国内第一



资料来源: 宏源证券

同时汉威还是国内为数不多的传感器上市公司, 相对其他同行而言具有更强的融资能力。未来公司将重视外延式发展, 并购有望成为主旋律, 公司近期并购中威天安、哈尔滨盈江或许是很好的一个开头, 公司还在近期的银行短融券用途中提到了并购需求。

另外, 国内传感器产业领域有 1700 多家企业, 150 个规模以上的平均产值只有 3000 万左右, 行业较为分散, 很大原因在于应用分散, 公司可狩猎的对象很多, 并购对公司的发展来说将是一个非常不错的选择。

图 6: 汉威电子近 2 年的对外投资统计

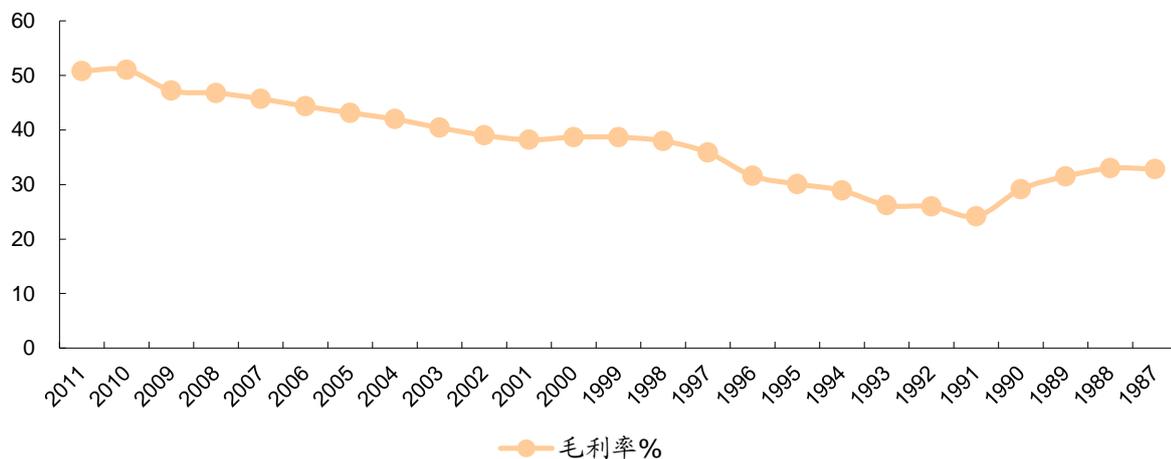
收购标的	时间	股权结构	投资额 (万元)	投资战略意义
哈尔滨盈江	12-Apr	增资, 51%股权	302	公司有不少特殊的传感器将丰富公司产品, 有助于公司做好东北地区的本地化服务, 其国企背景有助于公司开拓市场。
上海中威天安	11-Nov	新设, 43%股权	1075	与上海中科高等研究院进行技术、资本、人力等多种资源的优势互补, 提高汉威电子在国内危险化学品应急救援、安全管理领域的综合信息系统市场份额。
北京智威宇讯	10-May	新设, 100%股权	4900	借助北京高端研发人才的优势, 加快公司以 MEMS 技术为代表的高科技产品的研发、商品化、产业化发展的进度并扩大公司物联网产业的基础。
郑州春泉暖通	10-May	收购, 57.14%股权	1200	进一步拓展产品应用领域, 加快公司对安全、环保、节能减排相关产业的长远布局
沈阳汉威	10-Jun	新设, 51%股权	200	提升公司红外传感器研发、生产与应用的能力

资料来源: 公司公告, 宏源证券

## 2、全产业链优势: “服务+产品”提升盈利能力和客户粘性

“微笑曲线”告诉我们产业链两端是利润最高的部分, 有竞争力的企业通常采取向曲线的两头 (研发+销售) 延伸。丹纳赫不仅通过并购, 积极向产业链上下游拓展, 同时采取以产品为主体, 积极为产品配套相关服务, 增加了产品的附加值和客户满意度。

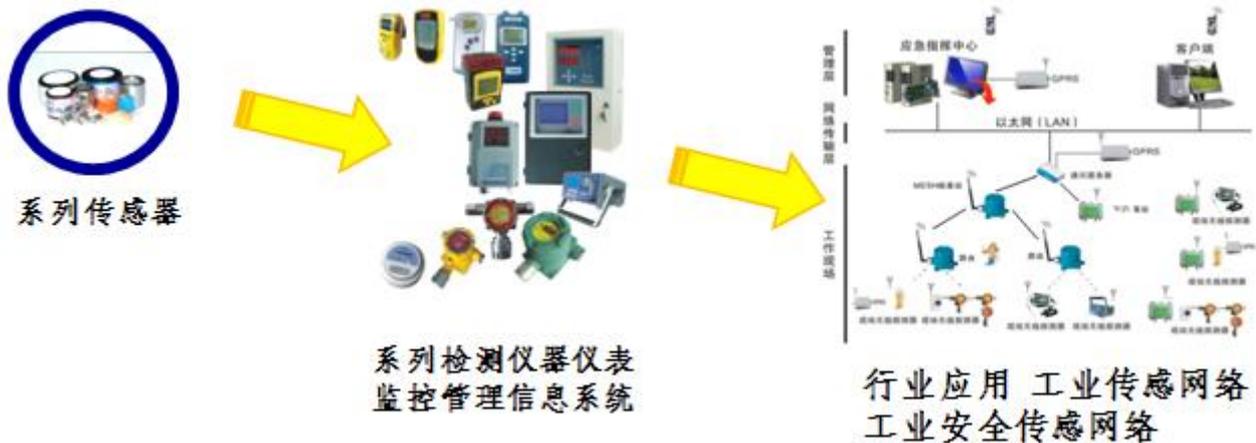
图 7: 产品+服务使丹纳赫公司保持高毛利率



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

公司形成了传感器、仪器仪表产品, 到行业应用服务的全产业链模式, 从下往上, 公司可以更加了解客户需求、快速响应需求变化, 提升客户粘性; 从上往下, 公司产品门类齐全, 可以快速供应传感器、仪器仪表, 交货期比竞争对手缩短 50%左右。下游客户更加青睐具有“一站式”服务能力的厂商。

图 8: 公司形成了传感器——仪器仪表——行业应用全产业链



资料来源: 公司资料, 宏源证券

公司形成的传感器——仪器仪表——行业应用服务的全产业链模式,增加了产品定制化附加值,减少了中间流通、交易成本,不仅可以降低客户的购置和维护成本,也提升了公司自身的盈利能力,实现双赢。公司仪器仪表业务毛利率明显高于同行平均水平。

图 9: 汉威全产业链模式提高了公司产品毛利率

仪器仪表业务	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
自仪股份	24.25%	31.94%	29.09%	29.77%	29.70%	27.74%
时代科技	57.24%	63.14%	60.19%	53.25%	50.92%	60.00%
航天科技	30.13%	25.68%	17.37%	28.24%	29.24%	26.98%
威尔泰	37.33%	35.46%	39.35%	46.62%	42.54%	43.90%
思达高科	31.00%	24.35%	21.82%	22.28%	24.15%	23.52%
银星能源	40.78%	6.14%	12.53%	28.11%	27.13%	30.37%
广陆数测	45.85%	39.93%	37.16%	48.83%	37.90%	43.15%
平均	<b>38.08%</b>	<b>32.38%</b>	<b>31.07%</b>	<b>36.73%</b>	<b>34.51%</b>	<b>36.52%</b>
汉威电子	<b>44.61%</b>	<b>65.51%</b>	<b>46.57%</b>	<b>71.23%</b>	<b>53.55%</b>	<b>57.65%</b>

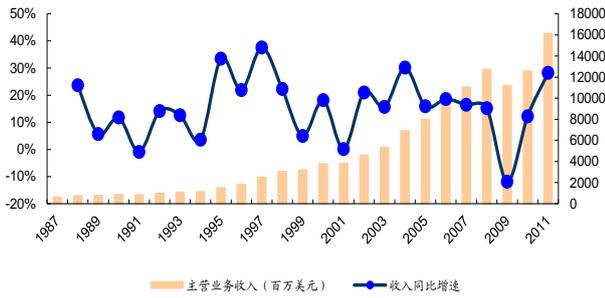
资料来源: 公司资料, 宏源证券

### 3、战略得当: 构建解决方案平台, 往更多应用领域延伸

丹纳赫原本是一家房地产信托基金, 1984 年正式更名为 Danaher, 投资领域扩展至电子、机械等制造工业领域。目前公司经营领域已经包括测试与测量业务、环保业务、生命科学与诊断业务、工业技术、医疗技术与设备等业务板块, 1987-2011 年的 24 年间公司收入规模增长了 27.8 倍。

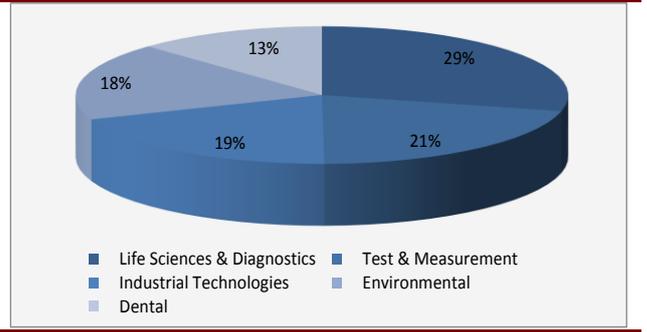
福禄克以研发起家, 依靠自己的技术与服务精耕计量市场, 借助计量市场所取得的品牌和技术优势, 率先推出手持式 DMM, 进入手持式移动计量表领域, 并成为市场龙头。90 年代后, 公司依托并购迅速丰富了自己的产品线, 并逐渐成为了该领域的寡头之一。

图 10: 丹纳赫公司营业收入稳步增长



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 11: 丹纳赫公司在不同领域的收入分布

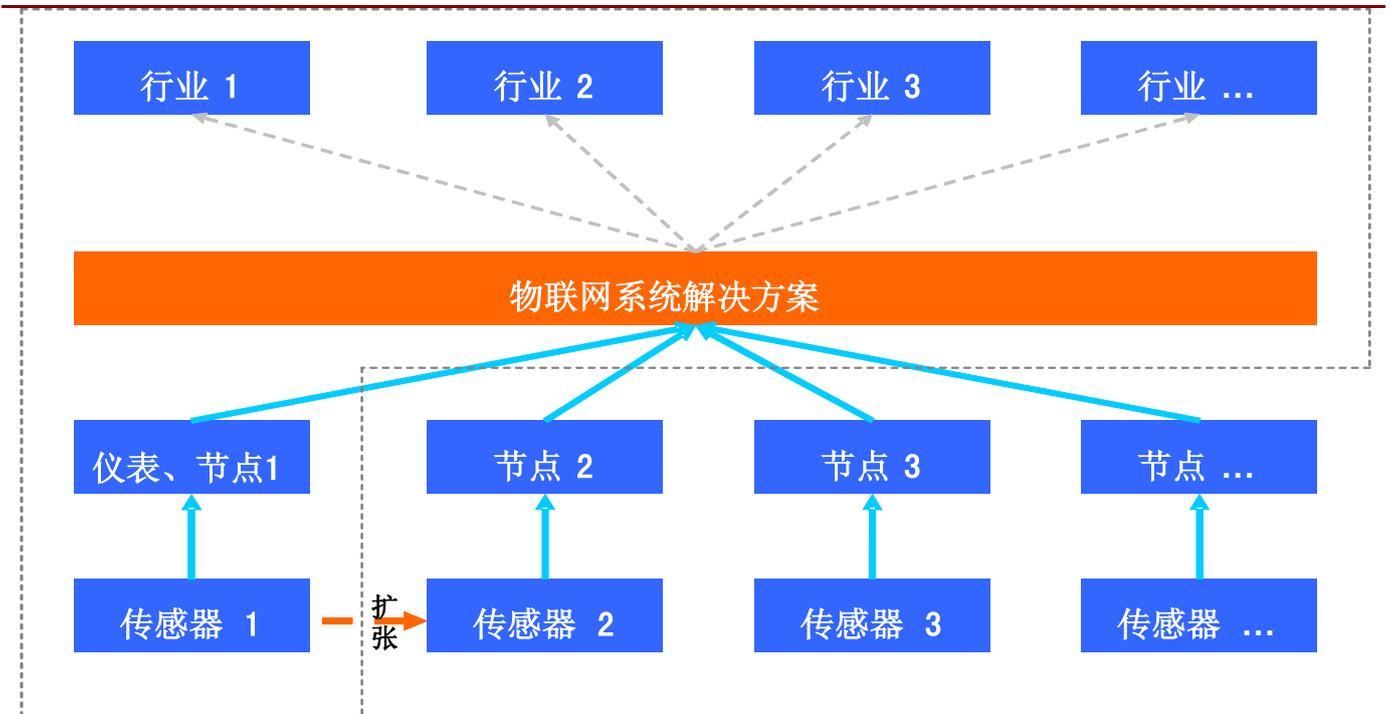


资料来源: Bloomberg, 宏源证券

从霍尼韦尔、丹纳赫和西门子等国外优秀同行的发展轨迹来看，传统的设备生产厂商向平台方案商转型将是一个不可逆转的趋势。一方面，方案商的服务价值含量更高，可以获得更大的发展空间。另一方面，下游客户更加青睐具有“一站式”服务能力的厂商。

公司已经率先发展成为传感技术应用于安全行业的系统方案商，符合行业发展规律，未来可以往更多应用领域拓展。公司成功从器件、设备生产商转变成为方案商，1998 年成立从事气体传感器，2003 年进入仪器仪表行业，2007 年开始为客户提供系统解决方案，2010 年布局物联网应用项目。

图 12: 公司的经营模式符合行业发展趋势

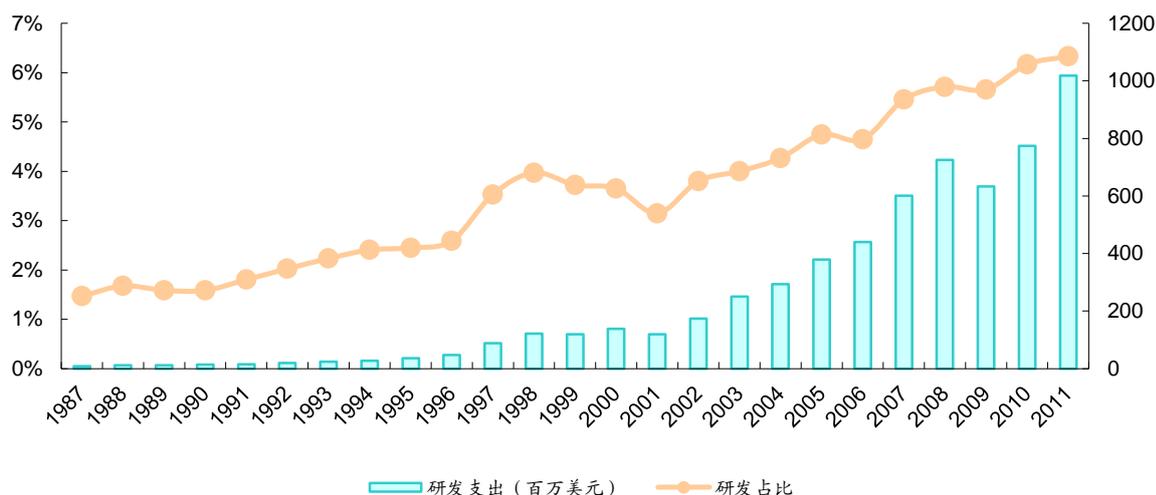


资料来源: 汉威电子公司资料, 宏源证券

#### 4、研发优势：注重研发投入，保持技术领先与产品创新

技术与研发往往是企业竞争的核心所在，虽然丹纳赫以收购新公司为主，但收购后新公司的研发通常是集团投入的焦点，特别是近年来电子工业技术升级频率的加快，公司研发投入占收入的比重直线上升，2011年已经超过了6%。对研发的重视和紧随世界的技术潮流是丹纳赫长盛不衰的秘诀之一。

图 13：丹纳赫公司研发投入占收入比重持续增长



资料来源：Bloomberg，宏源证券

目前国内传感器行业整体来看处于高毛利阶段，其背后的是研发支撑的高技术附加值。现阶段需求更新在加速，研发周期在缩短，企业需要不断提升自身的研发能力。

汉威一直崇尚创新研发，公司有 100 多名材料科学、器件工艺、仪表技术、应用软件研发人员，创造了包括多项发明专利在内的数十项专利技术，不断推出新技术、新产品满足多行业、多场所的应用需求。公司对研发的投入一直维持高位，从 2008 年起，公司每年的研发投入占收入的比重持续超过 6.5%。

图 14：汉威电子研发投入占收入比重维持高位



资料来源：公司公告，宏源证券

## 5、未来展望：丹纳赫 24 年利润增长 114 倍，汉威近 2 年成长启动

1987 年-2011 年的 24 年间，丹纳赫收入增长了 27.8 倍，净利润增长了 114.5 倍。同期公司股价增长了 101.8 倍，而道琼斯指数只增长了 6 倍，被福布斯杂志称为“永不衰落的投资组合”。

图 15: 丹纳赫公司的净利润高速增长



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

图 16: 丹纳赫公司的股价增长超过 100 倍



资料来源: Bloomberg, 宏源证券

从公司近几个季度的收入和利润增速来看，公司已具备成长启动的特征。受益行业景气的推动，2010 年 3 季度之后，公司步入高增长通道，单季度收入与利润的增速的均值超过 60%，2012 年一季度收入同比增速达到 40%，净利润同比增速达到 60%，穿越了低迷的宏观经济周期，高成长启动特征明显。

图 17: 公司各季度收入和利润增速



资料来源: 公司公告, 宏源证券

## 二、公司现阶段受益于国家对安全行业的投入

### 1、2012年《企业安全生产费用提取》要求提高

2012年2月14日财政部、安全监管总局下发的新的《企业安全生产费用提取和使用管理办法》(财企[2012]16号)对安全费用的提取标准做了新的变化,对煤矿、非煤矿山、建设施工企业的安全投入要求进一步加大。

如高瓦斯、瓦斯突出矿井的安全费用从每吨8元提高到30元;地下金属矿山和非金属矿山的安全费用从每吨8元、2元提高10元和4元,并且增加了2%的地质勘探安全费用;矿山、水电交通、市政建设工程安全费用从工程造价的2%、1.5%、1%提高到了2.5%、2%、1.5%。

图 18: 新颁布的《企业安全生产费用提取和使用管理办法》要求企业加大安全投入

《企业安全生产费用提取和使用管理办法》财企[2012]16号		相关原文件		对比情况
行业	具体内容	具体内容	出处	
煤炭生产企业	<p>第五条 煤炭生产企业依据开采的原煤产量按月提取。各类煤矿原煤单位产量安全费用提取标准如下:</p> <p>(一)煤(岩)与瓦斯(二氧化碳)突出矿井、高瓦斯矿井吨煤30元;</p> <p>(二)其他井工矿吨煤15元;</p> <p>(三)露天矿吨煤5元。</p> <p>矿井瓦斯等级划分按现行《煤矿安全规程》和《矿井瓦斯等级鉴定规范》的规定执行。</p>	<p>(一)大中型煤矿</p> <p>1.高瓦斯、煤与瓦斯突出、自然发火严重和涌水量大的矿井吨煤不低于8元,其中:45户重点监控煤炭生产企业吨煤不低于15元(名单附后);</p> <p>2.低瓦斯矿井吨煤不低于5元;</p> <p>3.露天矿吨煤不低于3元。</p> <p>(二)小型煤矿</p> <p>1.高瓦斯矿井、煤与瓦斯突出、自然发火严重和涌水量大的矿井吨煤不低于10元;</p> <p>2.低瓦斯矿井吨煤不低于6元。</p>	《关于调整安全生产费用提取标准加强煤炭生产安全费用使用的通知》财建[2005]168号	不再区分大中型煤矿和小型煤矿,统一计提标准均提高。
非煤矿山开采企业	<p>第六条 非煤矿山开采企业依据开采的原矿产量按月提取。各类矿山原矿单位产量安全费用提取标准如下:</p> <p>(一)石油,每吨原油17元;</p> <p>(二)天然气、煤层气(地面开采),每千立方米原气5元;</p> <p>(三)金属矿山,其中露天矿山每吨5元,地下矿山每吨10元;</p> <p>(四)核工业矿山,每吨25元;</p> <p>(五)非金属矿山,其中露天矿山每吨2元,地下矿山每吨4元;</p> <p>(六)小型露天采石场,即年采剥总量50万吨以下,且最大开采高度不超过50米,产品用于建筑、铺路的山坡型露天采石场,每吨1元;</p> <p>(七)尾矿库按入库尾矿量计算,三等及三等以上尾矿库每吨1元,四等及五等尾矿库每吨1.5元。</p> <p>本办法下发之日以前已经实施闭库的尾矿库,按照已堆存尾砂的有效库容大小提取,库容100万立方米以下的,每年提取5万元;超过100万立方米的,每增加100万立方米增加3万元,但每年提取额最高不超过30万元。</p> <p>地质勘探单位安全费用按地质勘查项目或者工程总费用的2%提取。</p>	<p>第六条 矿山企业安全费用依据开采的原矿产量按月提取。各类矿山原矿单位产量安全费用提取标准如下:</p> <p>(一)石油,每吨原油17元;</p> <p>(二)天然气,每千立方米原气5元;</p> <p>(三)金属矿山,其中露天矿山每吨4元,井下矿山每吨8元;</p> <p>(四)核工业矿山,每吨22元;</p> <p>(五)非金属矿山,其中露天矿山每吨(立方米)1元,井下矿山每吨(立方米)2元;</p> <p>(六)小型露天采石场,即年采剥总量50万吨以下,且最大开采高度不超过50米,产品用于建筑、铺路的山坡型露天采石场,每吨0.5元。</p>	《高危行业企业安全生产费用财务管理暂行办法》(财企[2006]478号)	除石油、天然气计提标准没有变动外,其他非煤矿山产品的计提标准均提高。明确地质勘探单位安全费用计提要求。
建设工程施工企业	<p>第七条 建设工程施工企业以建筑安装工程造价为计提依据。各建设工程类别安全费用提取标准如下:</p> <p>(一)矿山工程为2.5%;</p> <p>(二)房屋建筑工程、水利水电工程、电力工程、铁路工程、城市轨道交通工程为2.0%;</p> <p>(三)市政公用工程、冶炼工程、机电安装工程、化工石油工程、港口与航道工程、公路工程、通信工程为1.5%。</p>	<p>第八条 建筑施工企业以建筑安装工程造价为计提依据。各工程类别安全费用提取标准如下:</p> <p>(一)房屋建筑工程、矿山工程为2.0%;</p> <p>(二)电力工程、水利水电工程、铁路工程为1.5%;</p> <p>(三)市政公用工程、冶炼工程、机电安装工程、化工石油工程、港口与航道工程、公路工程、通信工程为1.0%。</p>	《高危行业企业安全生产费用财务管理暂行办法》(财企[2006]478号)	提高计提标准,明确城市轨道交通工程计提依据和标准。

资料来源:安监局,宏源证券

## 2、2013 年前国家要求安装“安全避险六大系统”

2010 年国务院在《关于进一步加强企业安全生产工作的通知》中要求在 2013 年前煤矿、非煤矿山必须安装完成“安全避险六大系统”，《安全生产“十二五”规划》又一次要求推广煤矿、非煤矿山、危险化学品等领域的安全生产技术装备及安全监测应急系统。

“安全避险六大系统”是指井下人员定位系统、监测监控系统、紧急避险系统、压风自救系统、供水施救系统和通信联络系统。公司下游正好应用于煤矿、非煤矿山、石油、化工、燃气等众多安全领域，国家强制要求安装“六大系统”将使公司大幅受益。

图 19：公司下游主要针对安全行业应用



资料来源：公司资料，宏源证券

### 三、公司还是国家物联网战略下的重点扶持对象

#### 1、公司是《2012 年物联网技术研发及产业化专项》扶持对象

2012 年 5 月 15 日国家发改委颁布的《关于组织实施 2012 年物联网技术研发及产业化专项的通知》将重点扶持低成本、低功耗、微型化、高可靠性智能传感终端、智能仪表、网络传输、信息处理这些物联网关键技术研发及产业化，重点依托交通、公共安全、农业、林业、环保、家居、医疗、工业生产、电力、物流等 10 个物联网应用示范领域。

图 20:《2012 年物联网技术研发及产业化专项的通知》重点扶持技术

低成本、低功耗、微型化、高可靠性智能传感终端	专用及多用途感知设备	集成加速度/温湿度/光感等传感技术、RFID 技术及定位技术的智能终端；基于环保监测、森林资源安全监管、油气供应、粮食储运监管、电网管理、食品质量安全监控等物联网应用、并支持多种通信传输方式（如 TD-SCDMA 等第三代移动通信技术）的远程监控智能终端等。
	传感器件	精度在±0.02%以内的低成本压力/应力光电传感器、高灵敏度 GMR/TMR 磁性传感器、CCD/CMOS 图像传感器、精度在±0.2℃以内的数字温度传感器、精度在±3%以内的数字湿度传感器、快速响应电化学气体传感器等通用传感器，以及粉尘传感器、PM2.5 细粒子传感器、磷化氢传感器、烟雾传感器等基于自主核心技术的专用传感器。
	用于传感器/传感终端的专用芯片	基于 CMOS 工艺、支持多协议处理单元、接收灵敏度优于 -70dBm 且输出功率大于 23dBm 的超高频 RFID 读写设备芯片；基于 CMOS 工艺、激活灵敏度优于 -14dBm、存储器不小于 2Kb 且芯片面积不大于 0.25mm <sup>2</sup> 的超高频 RFID 标签芯片；基于 CMOS 工艺、接收灵敏度优于 -100dBm、输出功率在 -10 ~ 3dBm 范围、最大功耗为 25mA 且支持消耗电流小于 5μA 的低功耗监听模式的微波频段 RFID 标签/读写器芯片；基于 CMOS 工艺的压力/加速度/陀螺仪微机电系统专用芯片等。
智能仪表		集传感器、微处理器、智能控制和通信技术为一体的智能化、网络化仪器仪表等。
网络传输设备		物联网通信技术和传感器网络通信产品，如：自组织通信网络、无线传感网设备，基于 TD-SCDMA 技术的 M2M 通信模块等。
信息处理产品		物联网海量信息分析与处理、分布式文件系统、实时数据库、智能视频图像处理、大规模并行计算、数据挖掘、可视化数据展现、智能决策控制以及基于物联网感知层与传感层间数据接入中间件（包括物联网传感节点标识定位、底层解析软件）等。

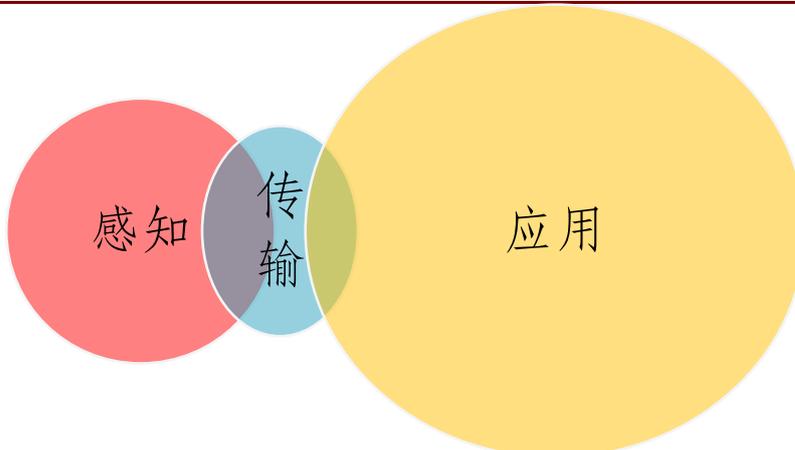
资料来源：国家发改委，宏源证券

#### 2、公司的传感器和安全应用将是物联网的最大机会

公司从气体传感器出发，长期定位为传感器、智能仪器仪表、基于行业应用的物联网产业三大业务，正好是国家发展物联网所需的关键技术；同时公司目前针对安全、矿山、交通等领域的安全应用正是国家重点支持的物联网初期应用试点领域。可以说公司从事的传感器和安全应用正是物联网的最大机会。

2011 年公司启动了物联网产业科技园项目，该项目以公司现有产品为基础，借助高端传感技术、网络技术、通讯技术、GIS、GPS 等高技术手段，研发和生产基于行业应用的燃气无线管网巡检管理信息系统、军队数字化油库综合监管信息平台、非煤矿山安全生产监控信息系统、区域性的安全生产综合监管与应急救援平台等行业安防物联网平台。

图 21: 公司从事的传感器和安全应用正是物联网的最大机会



资料来源：公司资料，宏源证券

## 四、维持盈利预测与“买入”评级

### 1、维持盈利预测：2012-14 年 EPS 为 0.81/1.09/1.54 元

我们预计未来几年公司在非煤矿石、民用燃气等应用领域将高速发展，2012 年收入有望实现翻番；传统的石油、化工、煤矿、钢铁等领域也将保持 30% 以上的增长。

我们预计 2012-2014 年公司将实现归属母公司股东净利润分别为 0.96/1.29/1.82 亿元，3 年净利润复合增长 41%，对应当前股本的 EPS 分别为 0.81/1.09/1.54 元。

图 22：公司主营业务收入和毛利率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>仪器仪表</b>						
销售收入（百万元）	34.05	115.81	173.92	269.42	379.80	521.95
YoY	-7.2%	240.1%	50.2%	54.9%	41.0%	37.4%
销售成本（百万元）	9.80	53.80	73.66	123.65	177.65	247.06
毛利率	71.2%	53.5%	57.6%	54.1%	53.2%	52.7%
<b>传感器</b>						
销售收入（百万元）	32.95	25.01	39.94	56.31	76.92	103.11
YoY	14.7%	-24.1%	59.7%	41.0%	36.6%	34.1%
毛利（百万元）	21.30	14.21	23.49	34.18	46.00	60.61
毛利率	64.6%	56.8%	58.8%	60.7%	59.8%	58.8%
<b>监控系统</b>						
销售收入（百万元）	29.92	18.44	36.20	57.92	89.77	134.66
YoY	152.7%	-38.4%	96.3%	60.0%	55.0%	50.0%
毛利（百万元）	13.61	10.07	17.96	29.54	47.58	74.06
毛利率	45.5%	54.6%	49.6%	51.0%	53.0%	55.0%
<b>其他</b>						
销售收入（百万元）	9.52	8.89	3.81	4.96	6.45	8.38
YoY	8.4%	-6.6%	-57.1%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	54.5%	53.2%	45.2%	46.0%	47.0%	48.0%
<b>业务总收入</b>	<b>126.96</b>	<b>173.95</b>	<b>261.31</b>	<b>388.61</b>	<b>552.94</b>	<b>768.10</b>
YoY	30.4%	37.0%	50.2%	48.7%	42.3%	38.9%
主营业务成本	45.54	77.13	110.44	176.84	254.18	354.52
毛利率	60.30%	54.11%	55.17%	54.50%	54.03%	53.84%

资料来源：公司年报，宏源证券

## 2、重申“买入”评级，给予 22.70 元目标价

我们参考 A 股上市的国内传感器公司的平均估值，并考虑到公司依托国内气体传感器龙头地位、以及产业链一体化模式在国家安全行业需求增长下的高成长性，给予公司 22.70 元目标价，对应 2012-2013 年 28/21 倍 PE。公司目前股价相比行业估值中值有 28% 的折价，同时公司的成长性也明显高于行业水平，给予公司“买入”评级。

图 23: A 股上市国内传感器公司的估值水平和盈利能力

股票名称	股价(元)	一致预测 EPS(元)				PE			营收同比	利润同比	ROE	净利率	毛利率
	2012-5-28	2011	2012Q1	2012E	2013E	2011	2012E	2013E					
威尔泰	7.41	0.11	(0.02)	0.12	0.08	69.54	59.28	92.63	-13.25%	-550.65%	-1.41%	-13.63%	36.81%
华工科技	15.85	0.47	0.24	0.75	0.97	33.48	21.12	16.40	-17.58%	31.74%	4.02%	22.83%	25.54%
大立科技	21.88	0.31	(0.04)	0.40	0.54	70.72	54.70	40.52	26.38%	41.22%	-0.92%	-17.55%	50.05%
大华股份	56.08	1.35	0.24	2.07	2.91	41.41	27.06	19.24	51.54%	70.90%	4.25%	13.26%	40.15%
高德红外	18.38	0.34	0.02	0.57	0.79	53.35	32.38	23.31	153.70%	84.24%	0.19%	12.52%	46.58%
海康威视	45.55	1.48	0.35	2.05	2.78	30.76	22.25	16.41	39.01%	33.27%	4.86%	26.95%	48.83%
威创股份	9.30	0.40	0.09	0.54	0.71	23.09	17.14	13.02	16.47%	11.67%	2.91%	29.49%	57.09%
歌尔声学	29.50	0.62	0.14	1.01	1.48	47.38	29.16	19.92	60.12%	94.18%	2.54%	12.20%	28.65%
科大讯飞	23.26	0.35	0.05	0.53	0.77	66.31	44.11	30.39	51.77%	36.77%	1.64%	14.80%	61.74%
中航电测	13.98	0.51	0.09	0.65	0.76	27.28	21.47	18.38	41.19%	5.27%	1.36%	9.78%	32.93%
广陆数测	10.18	0.09	0.01	0.10	0.12	109.80	104.11	87.55	12.74%	27.98%	0.32%	2.31%	31.58%
苏州固锝	5.85	0.10	0.02	0.27	0.41	61.26	21.92	14.29	-12.91%	-25.42%	1.38%	8.71%	10.30%
中瑞思创	14.86	0.56	0.11	0.72	0.93	26.74	20.58	16.05	20.85%	5.78%	1.50%	23.19%	37.31%
达华智能	15.24	0.28	0.06	0.36	0.46	54.73	42.33	33.13	58.88%	18.10%	1.43%	14.67%	33.80%
鸿博股份	6.80	0.19	0.04	0.30	0.41	34.93	22.57	16.77	71.30%	-19.49%	1.46%	8.64%	28.81%
远望谷	8.69	0.15	0.03	0.33	0.43	56.77	26.52	20.17	-14.83%	11.59%	1.60%	45.72%	56.33%
东信和平	12.13	0.16	0.04	0.29	0.41	74.63	41.42	29.59	16.42%	12.67%	1.49%	3.66%	28.67%
东方电子	3.73	0.02	0.00	0.10	0.20	167.70	36.18	18.27	2.53%	25.55%	0.21%	3.28%	37.50%
中值						54.04	28.11	19.58	23.62%	21.82%	1.47%	12.36%	37.06%
汉威电子	16.39	0.55	0.06	0.81	1.09	29.92	20.22	14.97	41.68%	56.24%	1.30%	12.69%	52.02%

资料来源：同花顺，宏源证券

图 24: 公司三张报表摘要及财务分析

损益表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	174	261	389	553	768
增长率	37.0%	50.2%	48.7%	42.3%	38.9%
主营业务成本	-80	-117	-177	-254	-355
%销售收入	45.9%	44.8%	45.5%	46.0%	46.2%
毛利	94	144	212	299	414
%销售收入	54.1%	55.2%	54.5%	54.0%	53.8%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-6	-8
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-26	-43	-61	-85	-115
%销售收入	15.0%	16.3%	15.8%	15.4%	15.0%
管理费用	-30	-41	-59	-83	-111
%销售收入	17.2%	15.7%	15.3%	15.0%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	36	58	87	125	179
%销售收入	20.9%	22.1%	22.4%	22.6%	23.3%
财务费用	5	5	1	-2	0
%销售收入	-2.6%	-2.0%	-0.4%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-2	-4	-1	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	39	59	87	122	177
营业利润率	22.6%	22.5%	22.5%	22.0%	23.0%
营业外收支	11	19	23	28	34
税前利润	51	78	111	149	210
利润率	29.1%	29.7%	28.5%	27.0%	27.4%
所得税	-7	-11	-15	-20	-28
所得税率	13.7%	13.9%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	44	67	96	129	182
少数股东损益	1	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	42	65	96	129	182
净利率	24.3%	24.7%	24.6%	23.4%	23.7%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	357	260	234	261	363
应收款项	53	120	137	165	207
存货	37	56	77	103	134
其他流动资产	33	46	73	104	144
流动资产	480	482	521	633	848
%总资产	80.8%	69.2%	58.4%	59.1%	64.5%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	87	144	269	332	388
%总资产	14.7%	20.7%	30.2%	31.0%	29.5%
无形资产	25	66	71	74	77
非流动资产	114	214	371	437	467
%总资产	19.2%	30.8%	41.6%	40.9%	35.5%
<b>资产总计</b>	<b>594</b>	<b>696</b>	<b>892</b>	<b>1,070</b>	<b>1,315</b>
短期借款	6	19	0	0	0
应付款项	46	68	85	122	169
其他流动负债	7	19	28	40	56
流动负债	60	106	113	162	226
长期贷款	0	0	100	100	100
其他长期负债	4	3	0	0	0
<b>负债</b>	<b>64</b>	<b>109</b>	<b>213</b>	<b>262</b>	<b>326</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>520</b>	<b>573</b>	<b>664</b>	<b>793</b>	<b>975</b>
少数股东权益	10	15	15	15	15
<b>负债股东权益合计</b>	<b>594</b>	<b>696</b>	<b>892</b>	<b>1,070</b>	<b>1,315</b>

比率分析					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>					
每股收益	173.949	261.311	388.608	552.939	768.101
每股净资产	4.407	4.855	5.628	6.723	8.265
每股经营现金净流	0.259	0.204	0.280	0.905	1.485
每股股利	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>					
净资产收益率	8.14%	11.28%	14.41%	16.29%	18.66%
总资产收益率	7.13%	9.28%	10.72%	12.07%	13.83%
投入资本收益率	5.85%	8.20%	9.67%	11.92%	14.23%
<b>增长率</b>					
主营业务收入增长率	37.01%	50.22%	48.71%	42.29%	38.91%
EBIT增长率	-5.14%	58.73%	50.54%	43.79%	43.29%
净利润增长率	5.43%	52.73%	47.99%	35.06%	40.85%
总资产增长率	10.43%	17.31%	28.09%	19.96%	22.94%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	73.8	158.4	120.0	100.0	90.0
存货周转天数	143.9	210.1	160.0	150.0	140.0
应付账款周转天数	119.8	193.1	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	143.9	102.8	205.0	178.8	136.4
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-66.12%	-41.05%	-19.70%	-19.95%	-26.61%
EBIT利息保障倍数	-8.0	-10.9	-58.7	69.2	384.9
资产负债率	10.70%	15.64%	23.91%	24.50%	24.75%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	44	67	96	129	182
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	6	12	23	35	43
非经营收益	0	-2	-46	-21	2
营运资金变动	-19	-53	-39	-37	-52
<b>经营活动现金净流</b>	<b>31</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>107</b>	<b>175</b>
资本开支	-56	-116	-130	-72	-66
投资	-3	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-60</b>	<b>-116</b>	<b>-131</b>	<b>-72</b>	<b>-66</b>
股权募资	1	2	-4	0	0
债权募资	-10	5	79	0	0
其他	-19	-12	-4	-7	-7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-28</b>	<b>-5</b>	<b>71</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-57</b>	<b>-96</b>	<b>-26</b>	<b>27</b>	<b>102</b>

资料来源: Wind, 宏源证券

**分析师简介:**

**沈建锋:** 宏源证券研究所电子元器件行业分析师, 复旦大学电子本科, 通信硕士、MBA, CFA2级, 2年证券分析从业经验, 6年电子半导体行业从业经验, 2012年5月加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券, 电子行业新财富团队成员, 个人代表个股东软载波。

**机构销售团队**

区域	郭振举	牟晚凤	李倩	王燕妮
华北	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华东	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com
华南	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com	
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。