

**仪器仪表**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 宋怡桥

S0960112030043

010-63222547

songyiqiao@china-invs.cn

**6-12个月目标价:** 19.00元

当前股价: 13.00元

评级调整: 首次

**基本资料**

上证综合指数	2328.59
总股本(百万)	118
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	9
EPS	0.30
每股净资产(元)	5.05
资产负债率	12.7%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
汉威电子	9.72%	30.54%	-18.86%
机械设备	4.05%	29.55%	12.74%
沪深300	0.81%	25.56%	19.43%



**相关报告**

汉威电子

300007

强烈推荐

**燃气市场快速增长，横向扩张完善布局**

**投资要点**

- 公司是一家提供气体检测仪器和系统解决方案的公司，13年将高速增长。公司产品大类分为气体传感器、气体检测仪器仪表及气体监控系统。收入分别占比为13%、63%和22%。公司气体检测仪器国内占比10%，气体传感器在国产产品市场占比达65%。预计2013年公司将重回高速增长通道，收入增30%，利润增40%。
- 我国传感器市场巨大，且保持稳定增长。①传感器市场总容量达到400亿元以上，其中气体传感器市场每年销售1500万只以上。但我国传感器高端还是进口为主，本土企业集中在中低端领域，缺乏高端核心元器件生产商，以及智能化网络化的解决方案总包商。②物联网的发展将极大推进传感器领域发展，其在能源，智能感知，安全监控，环保等领域将由极大应用。③预计到2020年，产业规模达到600亿元以上，国产化率达到70%以上。
- 燃气安全报警器市场是公司重点发展方向。①增量市场来自于天然气用户大规模增加，预计2013年国内新增天然气用户1400万个，报警器增量市场为28亿元，到2015年国内增量市场将达到40亿元；②存量市场来自现有燃气用户安装报警器的渗透率提高，国内存量用户安装率不达15%，而国外为80%，国家近期将加强燃气安全管理，存量市场渗透率按每年增加10%估算，将带来每年25亿元市场。③城市燃气管网建设和安全改造对报警器和网络建设需求，预计规模20亿元以上。
- 矿山，煤炭以及工业过程控制领域重回增长通道。2013年经济回暖，工业和矿山领域投资增速回升将带动公司相关产品重回增长通道。预计煤炭和矿山领域将有15%-20%增速，工业过程控制领域将由20%以上增速。
- 公司正在努力通过并购进行横向和纵向扩张。公司横向扩展其他类型传感器以扩大市场容量，纵向向产业链下游延伸，提高软件和系统集成能力，进而提高附加值和客户黏性，向解决方案总包商迈进。
- 目标价格19.00元，给予强烈推荐评级。预测2012年到2014年EPS分别为：0.45、0.63和0.92元，对应PE为28、20、14倍。我们给予公司2013年30、14年21倍PE；预计6-12个月目标价19.00元，给予强烈推荐评级。

风险提示：下游产业存在周期性波动风险。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	261	263	352	466
收入同比(%)	50%	1%	34%	32%
归属母公司净利润	65	53	75	108
净利润同比(%)	53%	-18%	42%	45%
毛利率(%)	55.2%	51.5%	53.1%	52.9%
ROE(%)	11.3%	8.6%	10.9%	13.8%
每股收益(元)	0.55	0.45	0.63	0.92
P/E	23.17	28.42	20.01	13.84
P/B	2.61	2.44	2.17	1.91
EV/EBITDA	21	23	15	11

资料来源：中投证券研究所

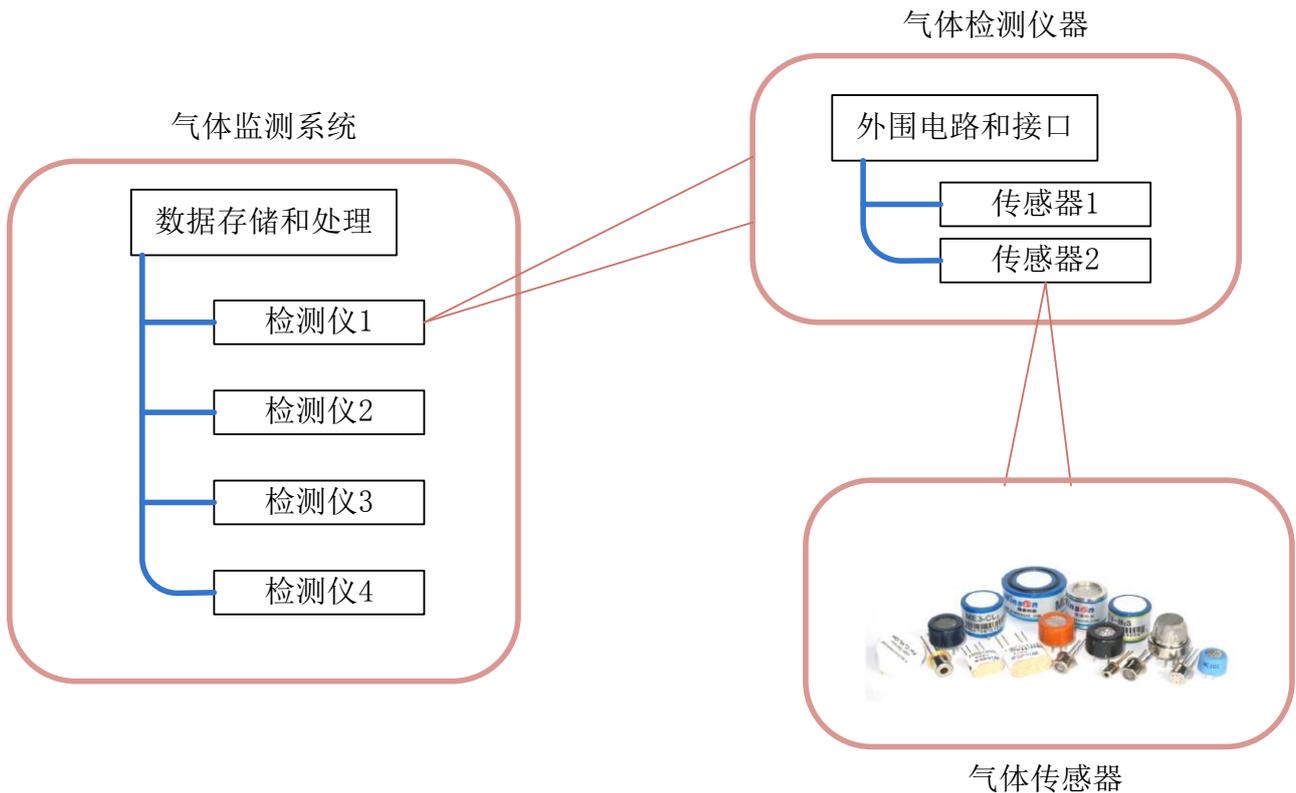
## 目 录

一、公司简介：国内气体传感网络公司龙头.....	3
二、传感器行业将长期高速增长.....	8
2.1 世界传感器行业稳步增长.....	8
2.2 我国传感器市场正在由低端向中高端发展.....	10
2.3 物联网发展将加速推进我国传感器产业前进.....	12
2.4 我国传感器市场发展展望，品种占有率将达到 70%以上.....	12
三、公司业绩将大幅度好转，并保持快速增长.....	13
3.1 燃气安全报警器市场空间巨大.....	13
3.2 矿山和煤炭安全监控市场将保持稳定.....	18
3.3 工业和过程控制领域市场将保持增长.....	20
3.4 横向扩张，进军其他传感器领域.....	20
四、公司经营优势明显，支撑 13 年高增长.....	20
五、投资建议：强烈推荐.....	22

## 一、公司简介：国内气体传感网络公司龙头

公司是一家提供气体检测仪器和系统解决方案的公司。公司产品大类分为气体传感器、气体检测仪器仪表及气体监控系统。此三类产品处于产业链条的上下游关系，其中气体传感器为核心元器件，将气体传感器和外围处理电路集成后成为气体检测仪器，将多个不同功能的气体检测仪器集成为网络，再配备外围存储处理设备，就成为监控系统。

图 1 公司产品分布于产业链条上

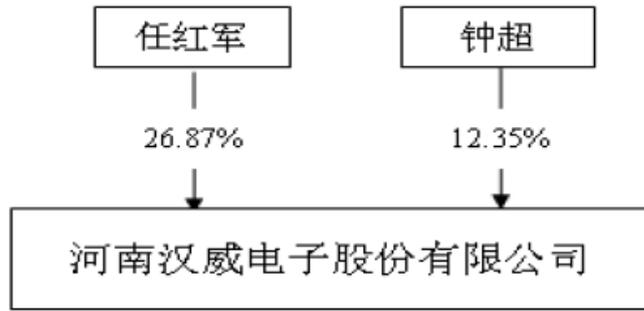


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司是一个技术型企业，以传感器为核心的全产业链业务开拓。公司创立于 1998 年，控股股东为任红军先生是公司的核心技术拥有者，现在是公司的技术领头人。他也是全国气湿敏传感技术专业委员会副主任委员、中国仪器仪表行业协会传感器分会第五届理事会副理事长。

公司股权结构如下图。董事长并没有绝对控股，股份制改造时，董事长分享精神强，创业团队以及骨干成员都得到较多股权，团队比较团结，大股东而且解禁后又主动追加锁定期，大股东未出现大规模减持现象。

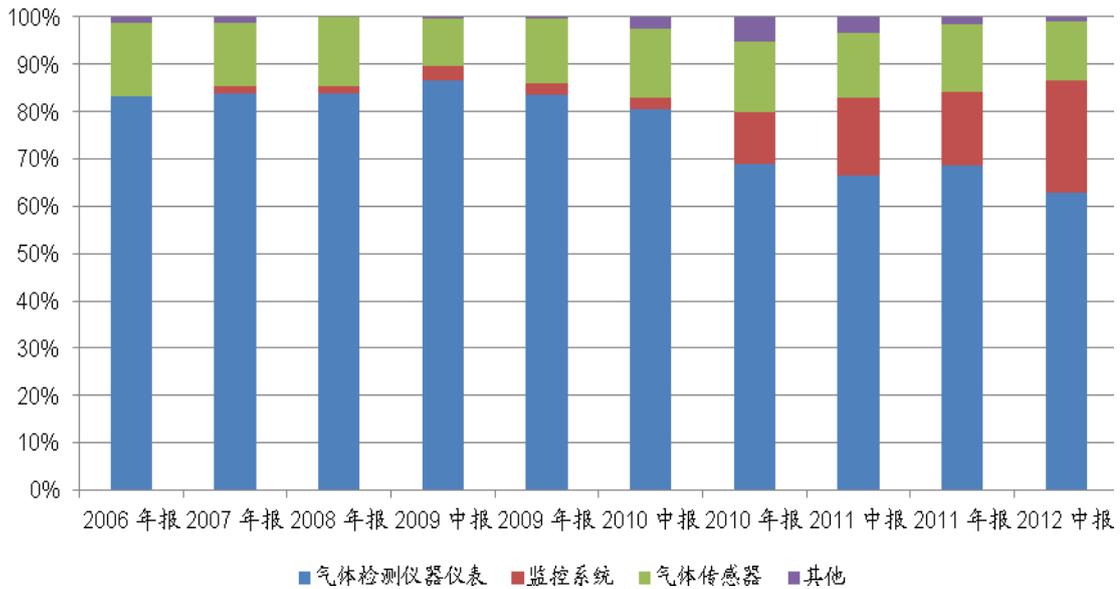
图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司是以生产气体传感器起家，逐渐向产业链条下游拓展，成为既掌握传感器核心技术，又提供丰富多样的气体检测仪器和监控系统的企业。由于气体检测仪器和监控系统为市场需求的主要形式，单价高需求大，所以现在公司主要收入都来自于检测仪器和监控系统，其中检测仪器收入占比 63%以上，监测系统收入占比 22%以上，气体传感器收入占比 13%。

图 3 公司产品结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司下属 7 个子分公司，其中炜盛科技是气体传感器核心子公司，创威煤安主要是煤矿和矿山等气体检测，智威宇讯是公司在北京的研发、营销及后续产业基地。

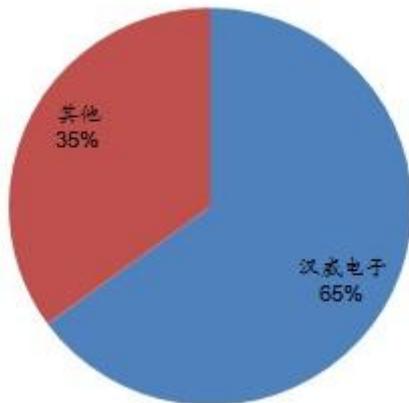
图 4 公司构架图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

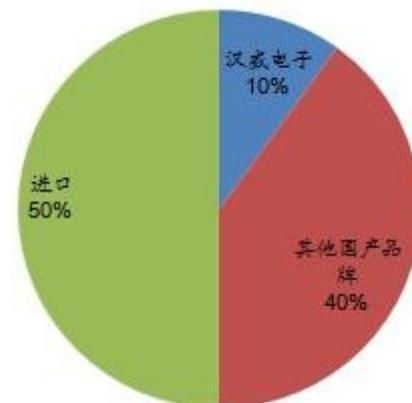
公司传感器产品占国产传感器 65%，气体检测仪器占国内仪器市场 10%。公司规模在国内同行业遥遥领先，是规模最大，技术门类最齐全，技术水平最先进的企业。

图 5 公司气体传感器在国产产品市占率



资料来源：公司公告、WIND、中投证券研究所

图 6 公司气体检测仪器市占率



资料来源：公司公告、WIND、中投证券研究所

公司产品主要用于检测、监控可燃性气体、有毒有害气体和特种气体，下游行业分布广泛。涵盖石油、化工、冶金、采矿、电子、电力、制药、食品、医疗卫生、农业、燃气、市政工程、家庭安全与健康、公用场所、道路安全管理、污水处理、生物科学、航天航空、军事反恐等领域，用于防火防爆、预防中毒、污染监测、环境治理、改善人居环境。

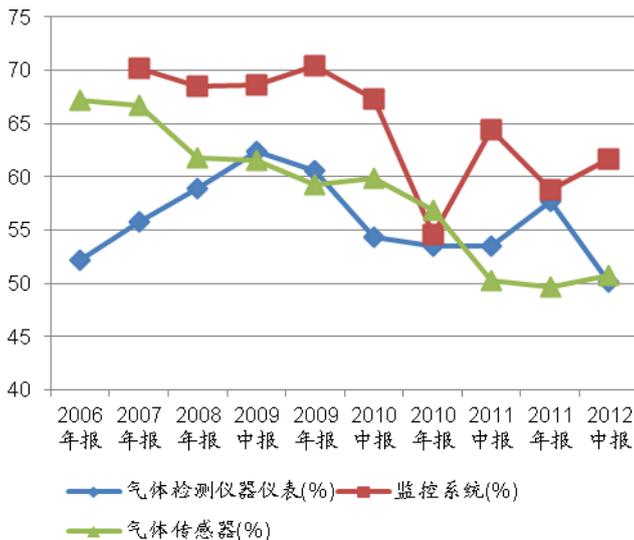
图 7 公司产品应用领域



资料来源：公司公告、中投证券研究所

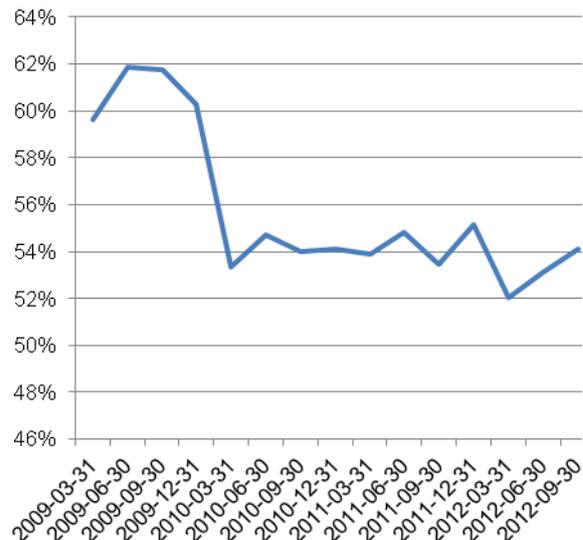
公司产品属于高技术产品，行业很专业，进入壁垒高，所以毛利率较高。公司综合毛利率一直维持在 52% 以上。从分项业务看，监测系统的毛利率最高，这是因为系统集成附加值很高。检测仪器次之，气体传感器毛利率稳定在 50% 左右。公司 2009-2010 年左右公司为了打开市场，加大了对监控系统的市场推广力度，使得监控系统占比提高，但同时监控系统毛利率也下降，这主要是在销售中采取的抢占市场的策略。近年来到 2011 年后监测系统毛利率上升有效的抵消了气体传感器毛利的下降，使公司综合毛利率得到维持。

图 8 公司分项产品毛利率



资料来源：公司公告、WIND、中投证券研究所

图 9 公司综合毛利率

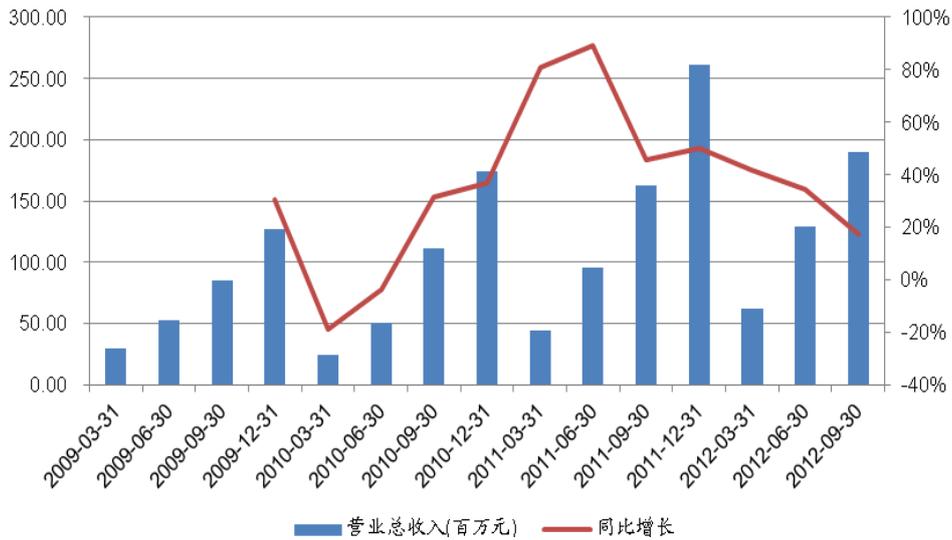


资料来源：公司公告、WIND、中投证券研究所

由于国内传感器市场发展迅速，加之公司产品结构不断提升，近年来公司销售收入迅速增长，常年保持 40% 以上增速。

公司收入具有一定的季节性，一般来说下半年收入是全年收入的60%-70%。这是因公司下游客户一般年中招投标，在下半年进行采购及工程完工，所以营业收入比较集中地确认在第三、四季度。此外，公司产品很多用于工业生产过程的安全监测，所以客户为了应付每年年底的例行安全大检查，往往在四季度采购、安装气体检测仪器仪表。以上种种原因导致了公司收入的季节特征。

图 10 公司产品结构

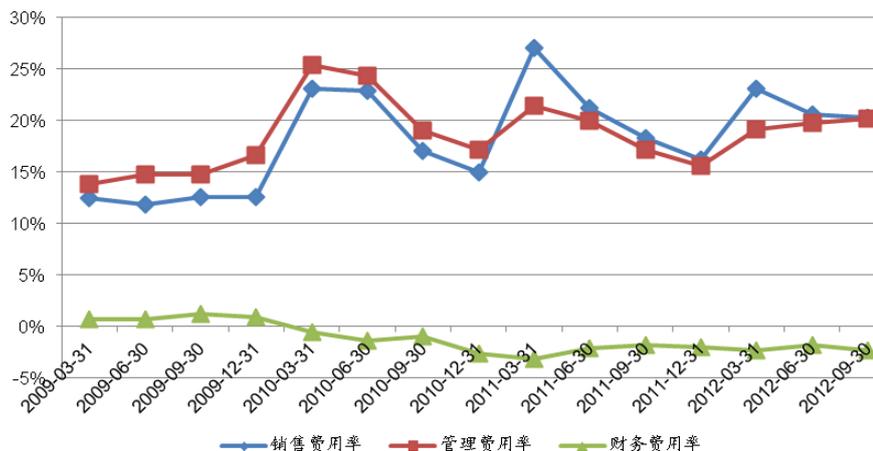


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司的销售费用、管理费用率和财务费用率如下图。可以看出维持在 20% 左右，近年来略有起伏，表现为年初较高，年末较低，这和公司收入主要分布在下半年有关。

另外，公司是研发型企业，所以其管理费用率较高，而公司的销售和售后对市场的开拓和维持非常重要，所以销售费用率也达到 20% 左右。尤其是 2012 年公司费用上升较快，这是因为公司加大对非煤矿山领域市场开拓力度造成的，而三季度后公司收入放缓，导致费用率未按历史规律如期下降。

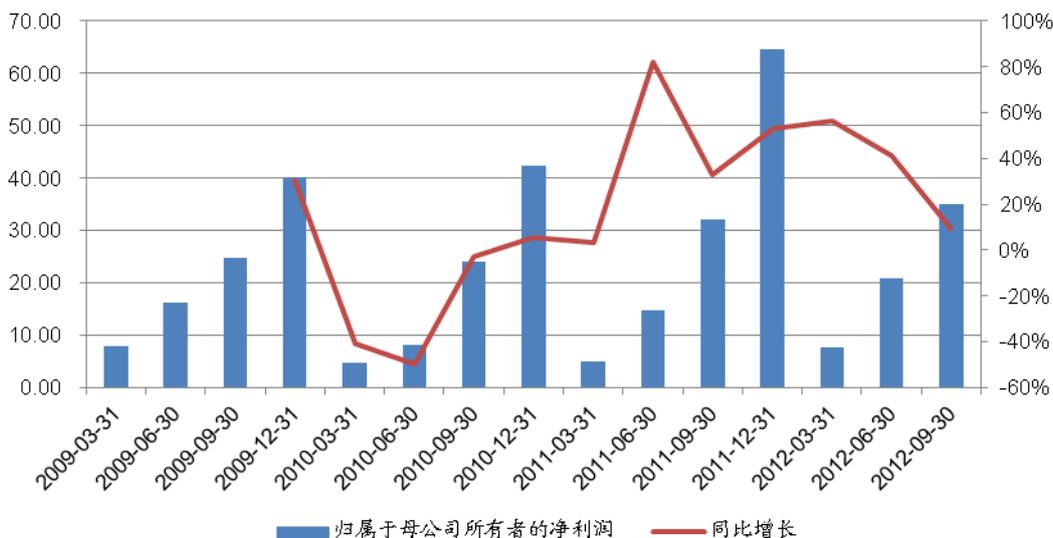
图 11 公司各项费用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司净利润也保持快速增长，近年来一直在 40% 以上。近年来净利润率一直保持在 15% 左右。

图 12 公司净利润



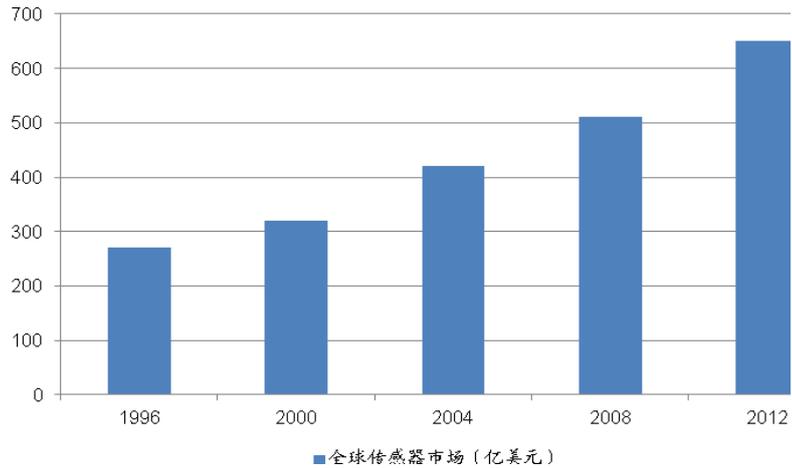
资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、传感器行业将长期高速增长

### 2.1 世界传感器行业稳步增长

传感器市场主要在发达国家，市场容量近年来快速增长，到 2012 年，市场总量约 650 亿美元。

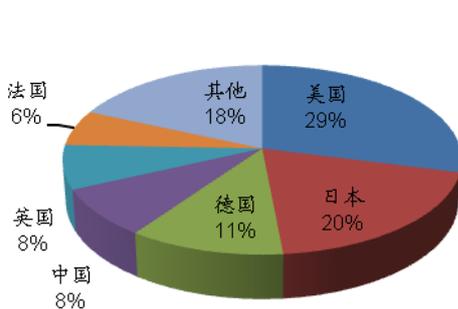
**图 13 世界传感器市场总量**



资料来源：公司公告、中投证券研究所

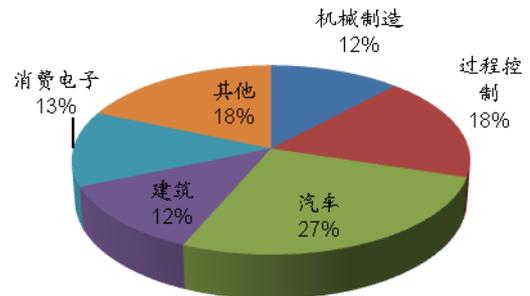
传感器使用主要集中在发达国家。但发展中国家尤其是中国的份额在迅速扩大，我国是继美国、日本、德国后，世界第四大传感器市场，且近年来市场总量在迅速增加。

**图 14 世界传感器市场分布**



资料来源：公司公告、WIND、中投证券研究所

**图 15 世界传感器下游需求分布**



资料来源：公司公告、WIND、中投证券研究所

从传感器下游需求行业来看。主要集中在汽车，过程控制，机械制造以及消费电子等领域。

其中汽车是最大应用领域，现代高级轿车的电子化控制系统水平的关键就在于采用传感器的数量和水平，目前一辆普通家用轿车上大约安装几十到近百只传感器，而豪华轿车上的传感器数量多达二百余只，种类通常达 30 余种，多则达百种。

过程控制和机械制造主要属于工业领域应用，需要诸如工艺控制、工业机械以及传统的自动传感器；各种测量工艺变量(如温度、液位、压力、流量等)

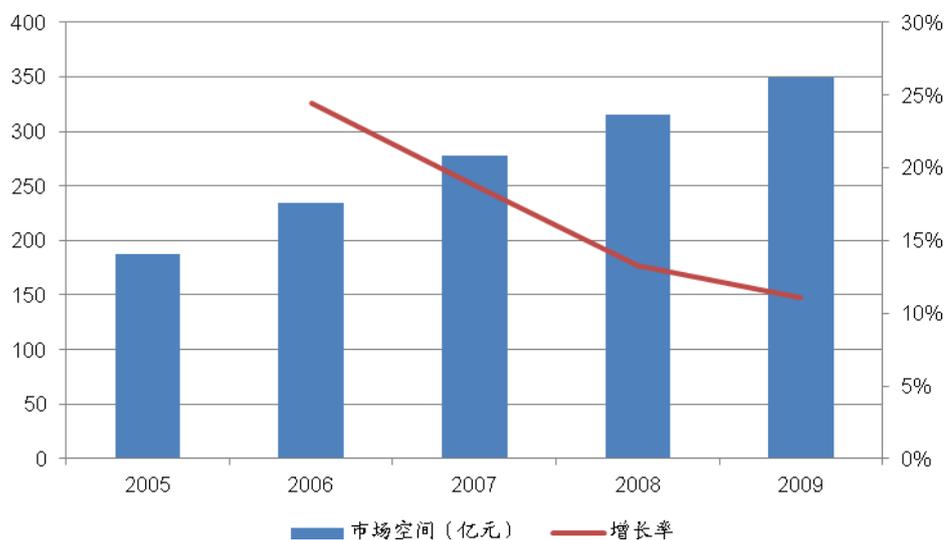
传感器；测量电子特性(电流、电压等)和物理量(运动、速度、负载以及强度)的传感器，以及传统的接近/定位传感器。

消费电子主要是在家用电器以及智能手机等领域。中国是家电产品生产大国，中国的家电产品除了巨大的内需市场外，还大量出口国际市场，由于低廉的生产成本使中国成为全球最大的家电出口国，家用电器对传感器市场需求主要来自空调、冰箱、洗衣机和电饭煲等。智能手机主要用 MEMS 传感器，手机产量的大幅增长及手机新功能的不断增加给传感器市场带来机遇与挑战。

## 2.2 我国传感器市场正在由低端向中高端发展

我国是世界传感器增长最快市场，近年来增长率达到 15%以上，市场容量接近 400 亿元。

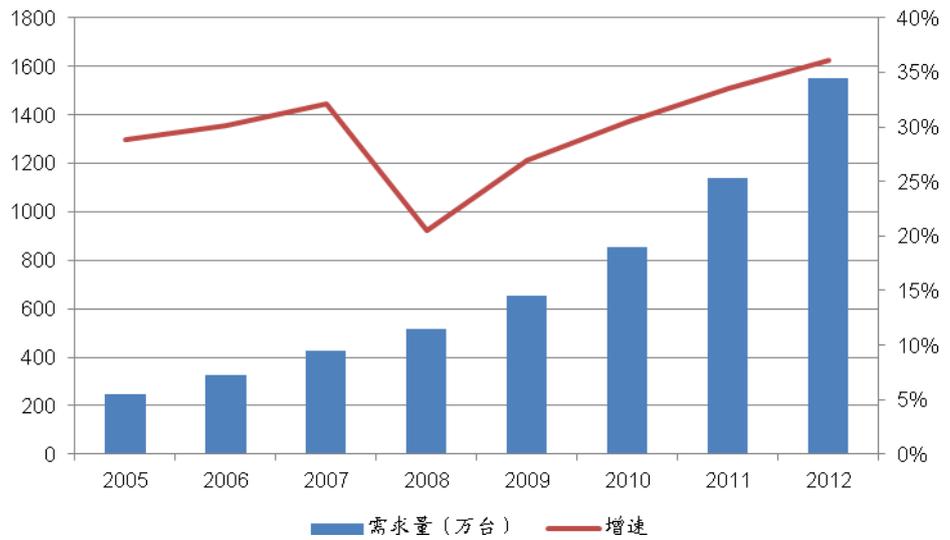
图 16 我国传感器市场总量



资料来源：公司公告、中投证券研究所

其中，我国气体传感器市场逐年稳步增长，据估算 2012 年达到 1500 万台以上，增速达到 30%以上。

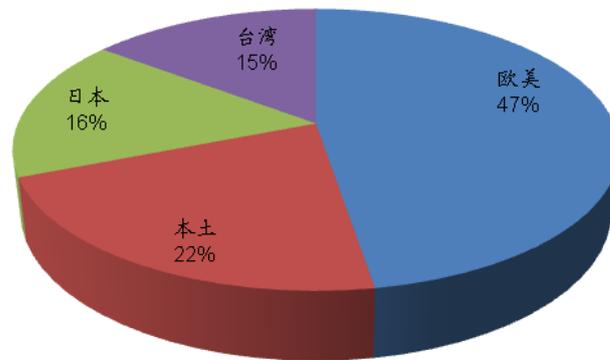
图 17 我国气体传感器需求量估算



资料来源：公司公告、中投证券研究所

目前我国传感器产品约 6000 种左右，而国外已达 20000 多个，远远满足不了国内市场需求。中高端传感器进口占比达 80%，传感器芯片进口更是达 90%，国产化缺口巨大。其中数字化、智能化、微型化等高新技术产品严重短缺。

图 18 我国传感器来源



资料来源：公司公告、中投证券研究所

国内传感器厂商占据中低端市场从发展态势看，国内传感器厂商有三种情况：一是民营或合资企业的产品占据了中低端市场，传统技术和装备手段可以满足绝大多数产品的制造要求，市场发展状态良好。除个别厂家在个别品种方面将国外生产的芯片拿到国内封装出相关产品、占据市场较大份额外，其他高端产品均是国外厂商在垄断。

## 2.3 物联网发展将加速推进我国传感器产业前进

随着物联网等新兴产业的兴起，传感器产业成为世界各国在高新技术发展中争夺的一个重要领域。近年来我国传感器产业快速增长，应用模式也日渐成熟。但由于产业档次偏低、技术创新能力较差，国内传感器产业呈现低端过剩、中高端被国外垄断的市场格局。传感器技术发展滞后已掣肘国内战略性新兴产业的顺利推进。

目前从材料、器件、系统到网络我国已形成较为完整的传感器产业链。在网络接口、传感器与网络通信融合、物联网体系架构等方面取得较大进展。但产业档次偏低、企业规模小、技术创新能力差，很多企业只是引进国外元件进行加工，同质化严重。而生产装备落后、工艺不稳定等造成产品指标分散、稳定性差。模仿产品在敏捷度方面也不尽如人意。在相对研发突出的领域，却忽略了工业化基础性开发，商品化开发严重滞后。

资料显示，国家重大装备所需高端产品主要依赖进口。而涉及国家安全和重大工程所需的传感器及智能化仪器仪表，国外对我国往往采取限制。

2013年2月28日，工信部发布《加快推进传感器及智能化仪器仪表产业发展行动计划》，根据该行动计划，到2015年，以工业转型升级、发展战略性新兴产业、保障和提高人民生活质量为重点，着重于全产业链的系统推进；解决行业主干产品智能化、网络化、可靠性、安全性等关键问题；完成一批高精度仪表和新型传感器的自主设计、开发及产业化。

## 2.4 我国传感器市场发展展望，品种占有率将达到70%以上

**第一，能源投资给传感器市场增长带来的巨大空间。**面对全球性的金融风暴，各国都提出了各自的经济刺激计划，千差万别却有一个共同点，就是对于未来能源建设的重视，据估计从2007至2030年全球需要对能源基础设施累计投资26.0万亿美元（以2007年美元价值计）。

**第二，安全传感器市场前景广阔。**安全传感器或开关产品包含自动化安全栅、安全触板、电子安全传感器、紧急止动器、双手按键、安全控制装置、激光扫描仪、光幕、光垫、光电器件和双手安全控制器等众多产品。近年来，随着国家对于生产安全的日益重视，安全传感器市场受到越来越多的关注，虽然用户的接受度等方面还需要一段时期的市场培育，但相信这一领域的高速发展已指日可待。更高的集成度、传感单元更高的敏感度、更多的产品种类、更好的功能安全和可靠性设计以及更低的价格将是取胜这一市场的关键。

**第三，环保类市场空间巨大。**现在我国环境问题日益严重，大气，水体和土壤污染都日趋严重和复杂，对环境污染检测需要大量传感器，尤其是对空气质量，水体质量的实时在线监测，更是需要大量传感器和监测系统，主要需要用到包括基于MEMS技术的传感器、环境监测设备用气体传感器、流量传感器、湿度传感器等。

预计到 2020 年，我国传感器市场将以工业控制，化工能源，汽车，通讯，环保为重要服务领域，以集成化，智能化和网络化技术为依托，加强制造工艺和新型产品设计制作，国产传感器和仪器仪表品种占有率达到 70%-80%，高档产品达到 60%。

### 三、公司业绩将大幅度好转，并保持快速增长

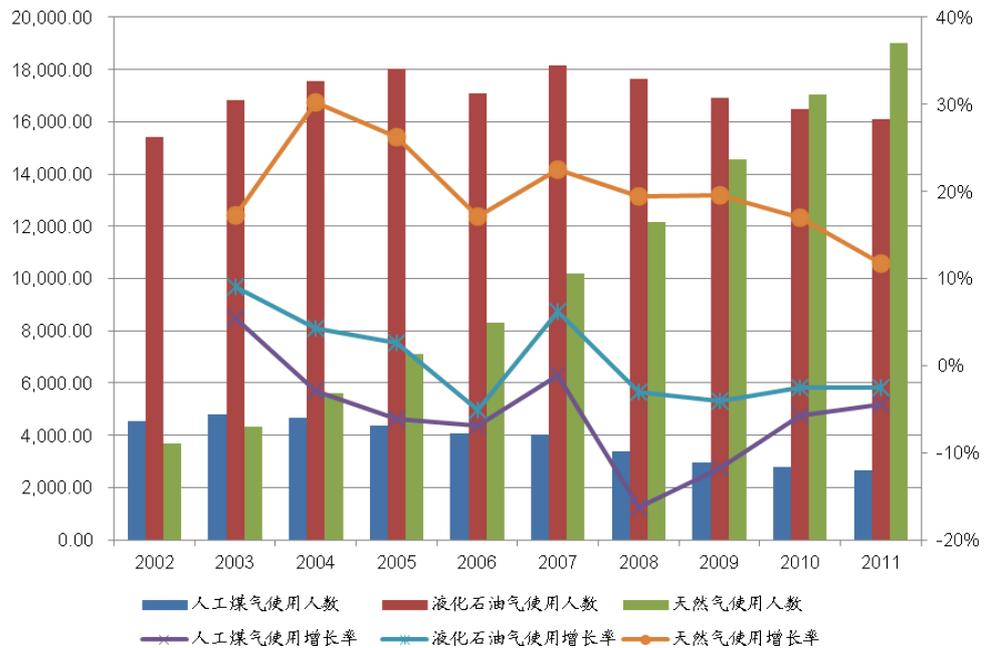
#### 3.1 燃气安全报警器市场空间巨大

##### (1) 燃气报警安全监控市场概况。

燃气报警市场主要分为家庭市场和管网市场两部分。其中家庭部分是指家庭燃气用户在家里加装燃气报警器，在燃气泄漏的时候会主动切断燃气总阀门，并发出警报，或者能够通过网络将警报传导小区物业，以便监控管理。管网部分是指在城市输送燃气的管网中加入检测报警设备，实现对整个城市燃气管网的实时动态监测，以防止事故发生。

燃气报警市场增量和存量市场都非常可观。在国内燃气使用方面分为三种，分别为液化石油气，人工煤气和天然气三种。其中增量市场主要来自于天然气使用领域，存量市场包括了传统的液化石油气和人工煤气。从下图可以看到，近 10 年来我国燃气使用的增量主要来自于天然气，而液化石油气和人工煤气使用的人数是稳中略有下降，但是存量巨大，而安装了报警器的家庭也很少，所以改造空间很大。另外城市铺设的管网也有很大的新增和改造市场空间。

图 19 我国燃气使用人数变化以及增长率（万人）

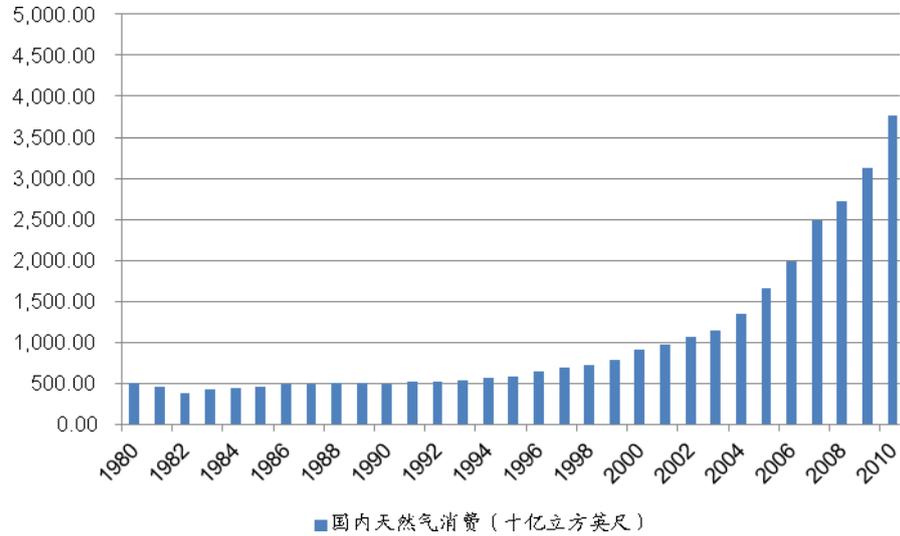


资料来源：WIND、中投证券研究所

**(2) 增量市场主要来自于天然气使用量的增长**

我国天然气消费量近年来迅速增加。随着我国大气田的不断发现和西气东输工程的投入使用，燃气使用普及率大幅度提高。家庭燃气普及率越来越高，从2000年后开始爆发性增长。

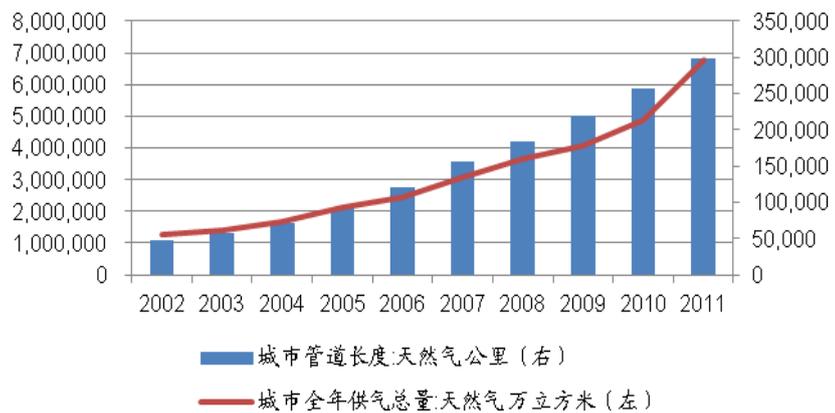
**图 20 我国天然气消费量**



资料来源：WIND、中投证券研究所

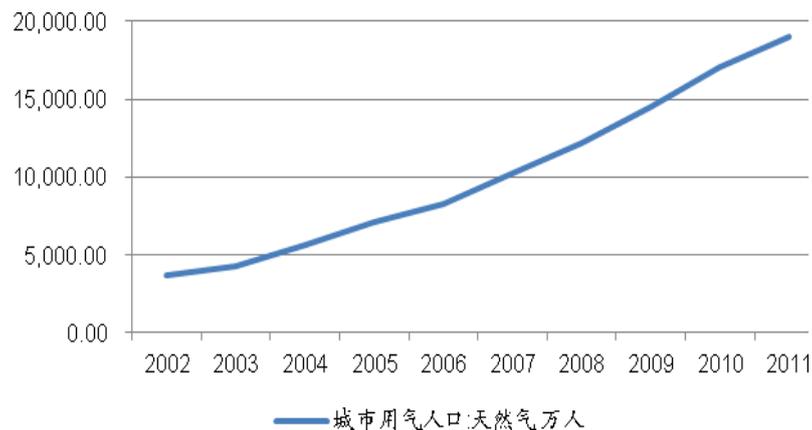
其中城市居民天然气使用增长非常快，无论是使用人数还是管网长度近年来都迅速增加，2011年较2002年增加了7倍，复合增长率达到了20%以上。

**图 21 城市天然气供气量和管网长度**



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 22 城市天然气使用人口



资料来源: WIND、中投证券研究所

从上面数据看到,使用天然气的人口近年来都保持 20%以上增速,按今后每年 20%速度增长,每个家庭 3.2 个人,每个家庭需要 1 台燃气报警器,价值 200 元计算,2013 年国内增量市场 28 亿元,到 2015 年国内增量市场达到 40 亿元。

表 1 未来增量市场预测

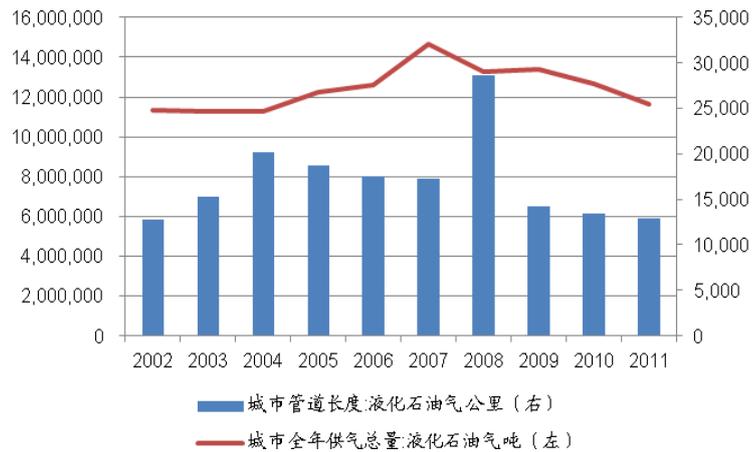
	管网长度 (公里)	供气量 (万立方米)	使用人口 (万人)	每年新增天然气 人口(万人)	每年新增天然气 家庭(万个)	增量市场空间 (万元)
2002	47,652	1,259,334	3,686			
2003	57,845	1,416,415	4,320	634	198	39640
2004	71,411	1,693,364	5,628	1,307	409	81707
2005	92,043	2,104,951	7,104	1,477	462	92303
2006	121,498	2,447,742	8,319	1,215	380	75938
2007	155,251	3,086,363	10,190	1,870	585	116900
2008	184,084	3,680,393	12,167	1,977	618	123581
2009	218,778	4,050,996	14,544	2,377	743	148537
2010	256,429	4,875,808	17,021	2,478	774	154846
2011	298,972	6,787,997	19,028	2,007	627	125411
2012	364,746	8,145,597	22,833	3,806	1189	237848
2013E	444,990	9,774,716	27,400	4,567	1427	285417
2014E	542,888	11,729,659	32,880	5,480	1713	342500
2015E	662,323	14,075,591	39,456	6,576	2055	411000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

### (3) 存量市场主要来自液化石油气和人工煤气领域

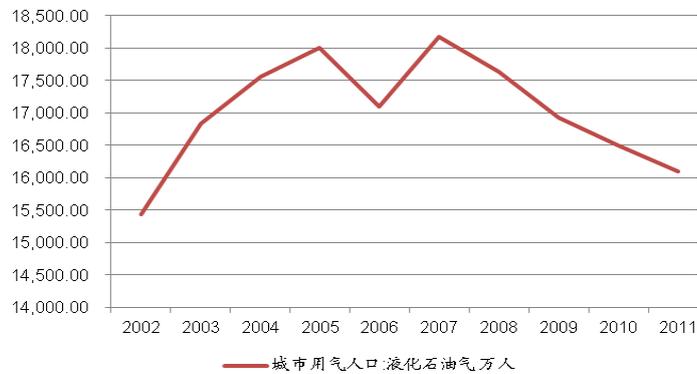
近些年液化石油气和人工煤气用户略有萎缩,但是存量空间巨大。

**图 23 液化石油气供应量和管网长度**



资料来源：WIND、中投证券研究所

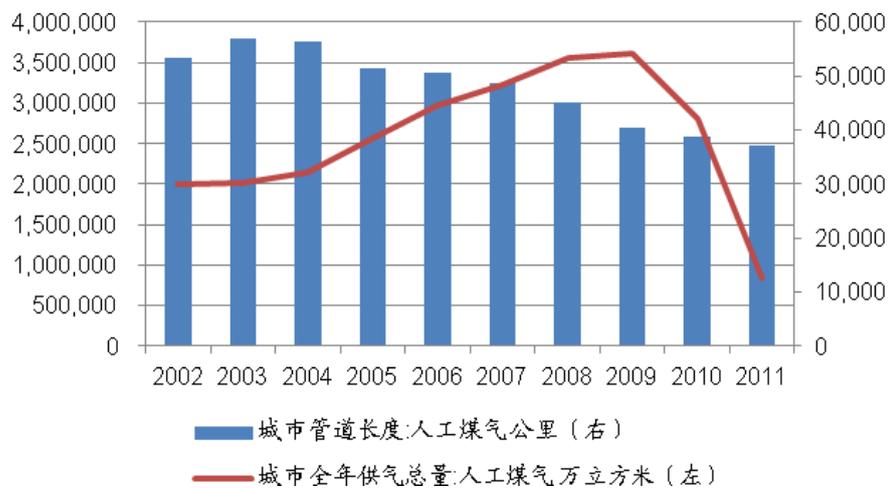
**图 24 液化石油气使用人口**



资料来源：WIND、中投证券研究所

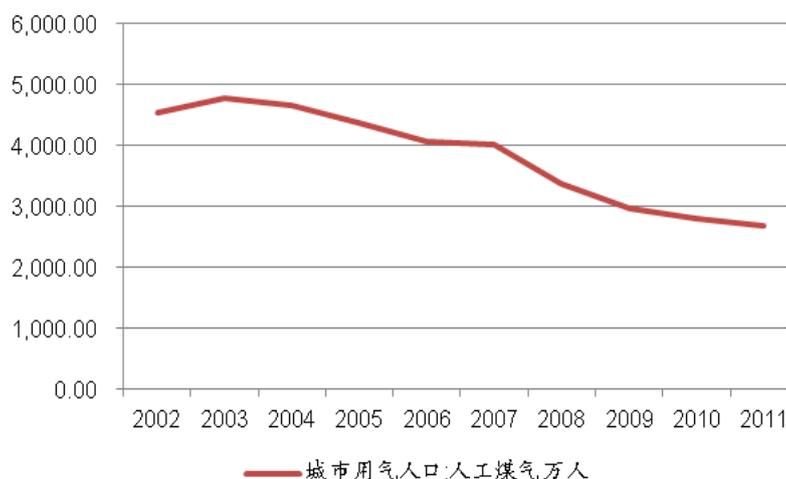
使用人工煤气的量近年来在有所下降，这主要是处于安全和环保考虑。

**图 25 人工煤气供应量和管网长度**



资料来源：WIND、中投证券研究所

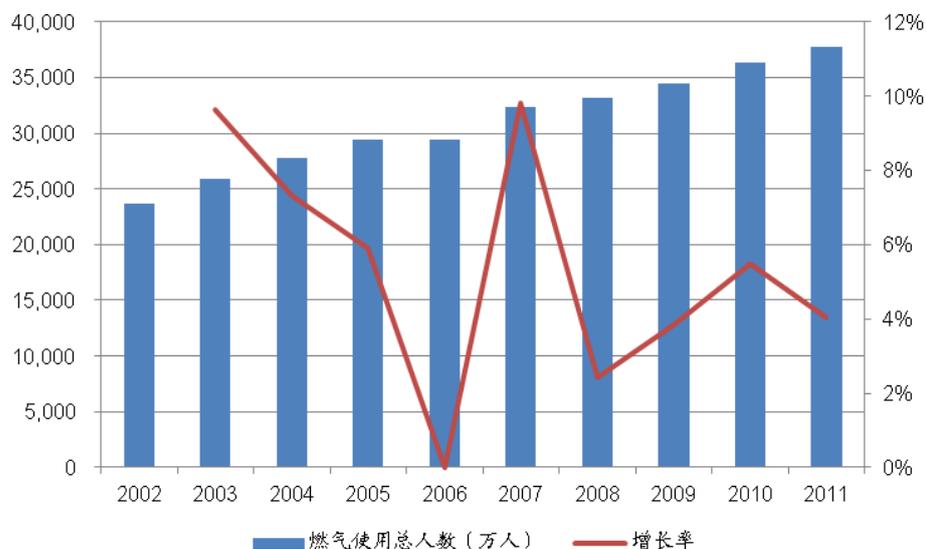
图 26 人工煤气使用人口



资料来源: WIND、中投证券研究所

加之大量以前的天然气用户也没有安装报警装置,所以存量的可改造空间巨大,下图是现在我国燃气(包括天然气,人工煤气和液化气)使用用户统计,可以看到用户数量存量非常庞大。

图 27 人工煤气使用人口



资料来源: WIND、中投证券研究所

现在燃气使用安全被重视,安装可燃气体报警器已成为多个城市的强制性要求。按 2012 年 4 亿使用人数,每户 3.2 人计算,目前在国内存量 1.25 亿燃气用户。据统计这 1.25 亿用户燃气报警器中的普及率不足 15%,相比国外 80% 的水平空间较大。

我们按照每年大约 10% 的存量用户改造,每户改造需要 200 元的报警器。存量改造市场每年的空间为 25 亿元。

(4) 在燃气监控市场公司具有独特竞争优势

燃气报警监控行业公司众多，竞争激烈。目前通过消防产品认证的家用报警器生产厂家已超过百家，但大部分技术水平并不高。与工业燃气报警器相比，家用燃气报警器对精度要求不高，用户对价格较为敏感。

燃气报警器领域市场需要准入，必须取得五大燃气公司总部的资质认可后才能进入采购目录。每年都由总部制定各地燃气安全监控的年度计划，由地方个燃气分公司负责执行。

公司在燃气报警监控行业具有自身独特优势。

公司是国内燃气检测传感器领域技术最高，规模最大的企业，公司自产气体传感器，成本控制和技术方面具有优势；在燃气报警器行业有多年的积累，产品认证全（取得了中国石油天然气集团公司物资入网证、中油中泰燃气投资集团入网证、中国燃气集团物资采购准入证等行业准入证书），产品质量好，客户群稳定。

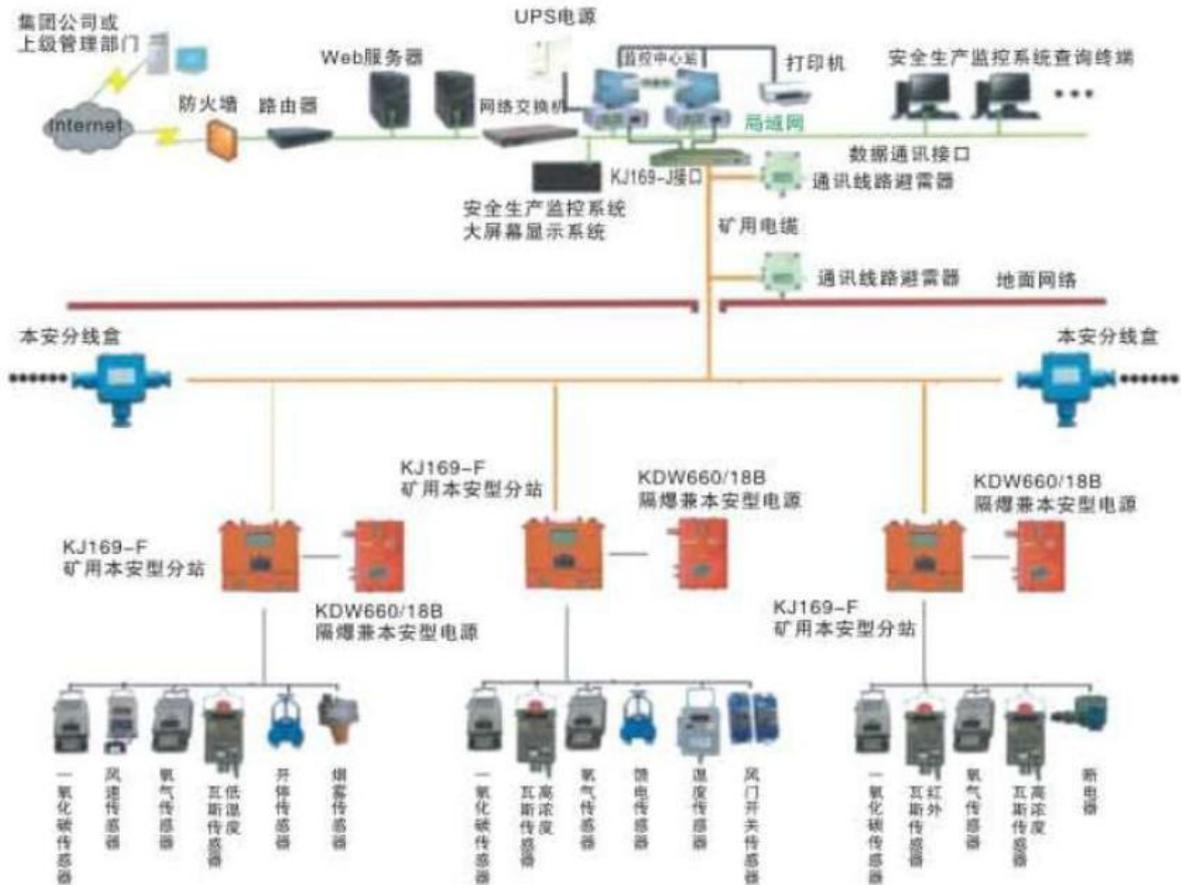
公司还专门在深圳设立办事机构，而五大燃气公司总部都在深圳，公司在深圳有办事处，可以直接与其对标，极大增强了公司在此领域的竞争力。

公司还加强自身在燃气管网监测方面的软件实力，努力向城市燃气监测网络系统解决方案提供商转变，为城市提供实时智能的燃气管网监测能力。这能够极大增强用户粘性，并能够通过智能化的燃气管网监测网络，整合到自来水管网监测领域，配合公司的压力流量传感器，开拓水、暖等管网市场。

### **3.2 矿山和煤炭安全监控市场将保持稳定**

公司在矿山和煤炭安全监控领域主要由公司子公司创威煤安运作。创威煤安是国内专业从事矿用安全产品领域集科研开发、设备制造、项目设计、工程施工、售后服务于一体的企业，公司煤矿和非煤矿监测系统业务均在创威煤安下面。

图 28 矿用安监网络



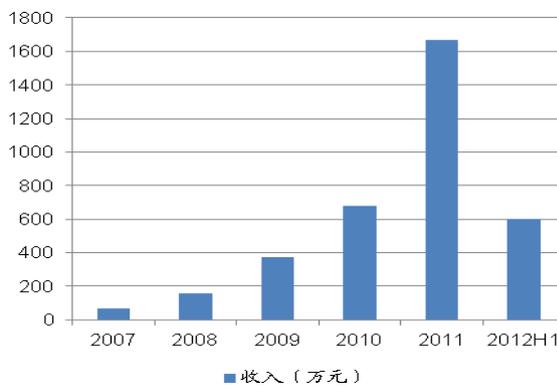
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2011 年创威煤安取得煤矿产品系统的认证，加大广告宣传力度、加大内蒙、新疆市场的开拓和内部管控，净利润增长幅度较大。

2012 年公司原计划在矿山和煤炭安全监控市场大作为一番，加大了对其资源投入，但由于市场环境急剧恶化，使公司投入后产出不理想，导致矿山和煤炭收入虽略有增长，但是不达预期。

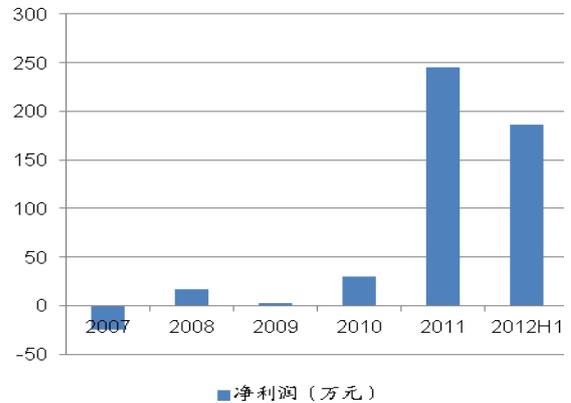
2013 年公司调整管理和战略，在总部设置事业部抓矿山煤矿领域市场，预计 2013 年相关收入将增长 15%-20%。

图 29 创威煤安收入



资料来源：公司公告、WIND、中投证券研究所

图 30 创威煤安净利润



资料来源：公司公告、WIND、中投证券研究所

### 3.3 工业和过程控制领域市场将保持增长

工业生产的過程控制是公司产品的又一个主要应用领域，公司经过多年的发展，产品广泛应用在工业及民用等领域，逐步建立了稳定的客户群体，客户大多属于燃气、化工、冶金、石油、煤化、沼气、制药、食品等行业内企业。

目前我国正处于高速发展期，国家对安全、环保非常重视，随着国家对安全生产的重视，有关部门陆续颁发了各种涉及气体检测的规定，如《可燃气体检测报警使用规范》、《石油工业动火作业安全规程》、《国有煤矿瓦斯治理规定》、《含硫油气田硫化氢防护安全管理规定(试行)》、《火灾自动报警系统设计规范》、《工业企业煤气安全规程》等均对所涉及的各种气体检测及气体检测仪器仪表的安装有明确规定。以上规定极大地促进了国内工业用气体检测仪器仪表、安全监控系统市场的发育和高速增长。

2012 年由于我国宏观环境的弱势，国内工业领域投资乏力，所以工业和过程控制方面对安监和过程控制的传感网络建设不达预期。在此大环境下公司相关销售增长停滞。预计 2013 年我国工业生产投资加快，在国家相关政策和法规的推动下，这些市场将会有较大的增长，预计每年有 20%以上的增速。

### 3.4 横向扩张，进军其他传感器领域

由于单一传感器市场空间毕竟有限，且物联网发展的方向将是多种传感器的融合，所以公司在战略上一致致力于发展多种类别的传感器，包括压力，湿度，温度，流量等。且考虑到这些领域的客户资源和气体传感器的客户资源有很大的重合度，公司可以方便的将现有客户资源移植到新产品上。

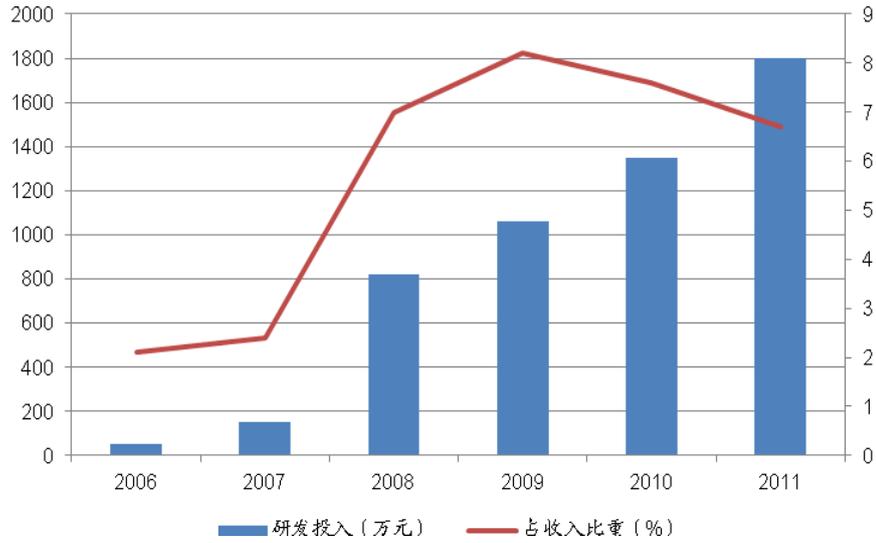
公司在横向扩展战略倾向于并购的方式。并购是仪器领域最方便的横向扩张方式，相比自主研发，可以极大的减少产品研发周期，降低风险，提高产品可靠性，减少开拓市场需要的周期和品牌认知度建立需要的过程。公司在横向扩展战略中也倾向于并购的方式，可能会通过并购拓展压力传感器技术。压力传感器也是工业领域中应用最为广泛的一种传感器，公司目前拥有的压力传感器技术是基于陶瓷工艺的，未来可能将通过并购的方式，得到基于硅工艺的传感器技术，完善在压力传感器方面的技术及生产工艺。流量传感器也可能通过并购方式获得。

公司热释电传感器业务已经打开局面。据统计 2007 年我国热释电红外传感器市场规模有 2 亿元，而 2011 年增长到 6 亿元，未来也将保持 20%-30%左右的增速。公司去年销售达到 300 万支，贡献收入 500 万元，保守估计今年能够达到行业增速，贡献收入 600 万元以上。

## 四、公司经营优势明显，支撑 13 年高增长

公司研发能力强，是长期增长后劲足。公司一直重视研发投入，从 2007 年以来研发投入快速增长，研发费用占主营业务收入比例达到 7%以上，是典型的高科技公司。公司加强和中科院等科研院所合作，加强研究的前沿性和先进性，储备长期发展的先进产品，发展后劲十足。

图 31 公司研发投入以及占销售收入比重



资料来源: WIND、中投证券研究所

**公司调整经营管理结构，大事业部制将推动公司进一步成长。**2012 年由公司将主要力量放在矿山和煤炭等安监领域，但是市场需求严重不达预期，导致此项业务收入不达预期。而公司由于资源倾斜到矿山煤炭领域，导致传统领域重视度不够，收入增速下降，三季度后尤其明显。

公司在今年调整了经营管理结构，成立大事业部，分管燃气，矿山，工业等领域，在新管理架构下，责权明确，队伍专业，相信 2013 年公司各项业务将比 2012 年增长 30%以上。

**公司建立全国范围营销服务网络。**除总部设有完备的技术支援平台外，还在北京、上海、郑州、石家庄、长春、哈尔滨、沈阳、济南、南京、杭州、武汉、广州、成都、昆明、西安、库尔勒、兰州、长沙、合肥等二十余个城市设立客户营销服务网点，构建全面的客户服务网络，向客户及时提供技术领先、满足个性化需求的产品解决方案。并组建并逐步扩大直销队伍，增强公司对终端客户的营销能力，提高了市场占有率。

图 32 公司国内销售网络



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

## 五、投资建议：强烈推荐

分项业务预测如下：

表 2 公司各项主营业务预测汇总

产品类别		2011A	2012E	2013E	2014E
气体检测仪器	销售额(元)	173,916,513.15	156524862	203482320	264527017
	增长率	50.2%	-10.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	57.7%	51.0%	53.0%	53.0%
监控系统	销售额(元)	39,936,746.29	51917770	77876655	109027317
	增长率	116.6%	30.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	58.8%	62.0%	62.0%	61.0%
气体传感器	销售额(元)	36,199,217.69	43439061	56470780	73412013
	增长率	44.7%	20.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	49.6%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	销售额(元)	3,813,792.55	3432413	4462137	5800778
	增长率	-57.1%	-10.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	45.2%	42.6%	45.0%	45.0%
总计	销售额(元)	253866270	255314107	342291893	452767126
	增长率	51.0%	0.6%	34.1%	32.3%
	毛利率	56.5%	53.0%	54.4%	54.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

盈利预测建立在如下假设：2012 年收入于 2011 年持平，毛利率由于视由于气体检测仪器毛利率下降而有所下降，但 2013 年有所回升。销售费率有所上升，这是加大销售投入所致，管理费用较为刚性，考虑到 13 年经营管理结构的改革会带来费用率上升，我们调高了 12-13 年费用率。2012 营业外收入保守估计 2 千万。

**表 3 未来三年盈利预测**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	261	263	352	466
营业成本	117	127	165	219
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	43	46	62	75
管理费用	41	43	56	70
财务费用	-5	-0	-2	-4
资产减值损失	4	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	59	40	64	98
营业外收入	20	22	25	30
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	78	62	88	128
所得税	11	9	12	18
净利润	67	53	76	110
少数股东损益	2	1	1	2
归属于母公司净利润	65	53	75	108
EBITDA	61	54	85	119
EPS (元)	0.55	0.45	0.63	0.92

资料来源：公司公告、中投证券研究所

预测 2012 年到 2014 年 EPS 分别为：0.45、0.63 和 0.92 元，对应 PE 为 28、20、14 倍。我们给予公司 2013 年 30、14 年 21 倍 PE；预计 6-12 个月目标价 19.00 元，给予强烈推荐评级。

主要风险提示：下游产业存在周期性波动风险。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	482	481	538	692	<b>营业收入</b>	261	263	352	466
现金	260	318	329	425	营业成本	117	127	165	219
应收账款	110	50	58	67	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	5	5	6	8	营业费用	43	46	62	75
预付账款	46	44	62	81	管理费用	41	43	56	70
存货	56	61	79	105	财务费用	-5	-0	-2	-4
其他	5	3	4	6	资产减值损失	4	3	3	3
<b>非流动资产</b>	214	292	299	276	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	74	211	228	204	<b>营业利润</b>	59	40	64	98
无形资产	63	62	62	60	营业外收入	20	22	25	30
其他	78	18	9	11	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	696	773	837	968	<b>利润总额</b>	78	62	88	128
<b>流动负债</b>	106	141	129	161	所得税	11	9	12	18
短期借款	5	16	5	5	<b>净利润</b>	67	53	76	110
应付账款	50	49	67	88	少数股东损益	2	1	1	2
其他	51	76	57	68	<b>归属母公司净利润</b>	65	53	75	108
<b>非流动负债</b>	3	3	3	3	EBITDA	61	54	85	119
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.45	0.63	0.92
其他	3	3	3	3					
<b>负债合计</b>	109	144	132	164	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	15	15	17	19	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	118	118	118	118	<b>成长能力</b>				
资本公积	317	317	317	317	营业收入	50.2%	0.6%	34.1%	32.3%
留存收益	138	179	254	351	营业利润	49.7%	-31.6%	57.8%	54.7%
归属母公司股东权益	573	614	689	786	归属于母公司净利润	52.7%	-18.5%	42.0%	44.6%
<b>负债和股东权益</b>	696	773	837	968	<b>获利能力</b>				
					毛利率	55.2%	51.5%	53.1%	52.9%
					净利率	24.7%	20.0%	21.2%	23.2%
					ROE	11.3%	8.6%	10.9%	13.8%
					ROIC	13.4%	10.7%	13.8%	20.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	15.6%	18.6%	15.8%	17.0%
					净负债比率	17.44	18.09%	11.85	9.71%
					流动比率	4.55	3.41	4.16	4.29
					速动比率	4.02	2.98	3.55	3.64
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.41	0.36	0.44	0.52
					应收账款周转率	3	3	6	7
					应付账款周转率	2.74	2.58	2.85	2.83
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.55	0.45	0.63	0.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.20	0.51	0.87
					每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.20	5.84	6.66
					<b>估值比率</b>				
					P/E	23.17	28.42	20.01	13.84
					P/B	2.61	2.44	2.17	1.91
					EV/EBITDA	21	23	15	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

---

## 研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

宋怡桥,中投证券研究所机械行业分析师,清华大学工学博士、学士。2011 年加入中投证券研究所,负责机床、仪器仪表、船舶制造、铁路设备和重型机械等子行业研究。

欧阳俊,中投证券研究所机械行业分析师,中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所,负责工程机械、冶金矿采化工设备和机械基础件等子行业研究

---

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

---

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434