

公司研究/首次覆盖

2017年10月17日

中小市值/中小市值II

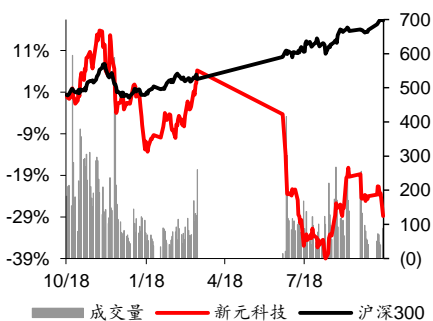
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 25.32
合理价格区间(元): 30.3-35.5

孔凌飞 执业证书编号: S0570517040001
研究员 021-28972083
konglingfei@htsc.com

杨洋 执业证书编号: S0570517100001
研究员 yangyang012312@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

主业回升, 并购加码智能装备业务

新元科技(300472)

工业智能化输送配料系统龙头, 以智能制造和环境治理为两大主业

公司本以提供工业智能化输送、配料成套解决方案为单一主业, 是国内领先的工业智能化输送配料系统提供商, 2015年引入废气治理业务, 逐渐形成了环境治理、高端智能制造、智能控制、云计算大数据信息技术四个方面的产业布局, 产品主要服务于橡胶轮胎、化工、电力等多个行业。公司经历了2014-2016年的业绩压力后, 2017年上半年实现营收/归母净利润1.27亿元/403万元, 同比增长90.02%/34.92%, 现金流情况大幅好转, 营运状况得以改善。

智能输送配料领域领军者, 触底反弹在即

智能化输送配料系统是公司的传统优势业务。公司上辅机系统市场占有率高达40%, 收入持续稳定增长。虽然近年来小料配料称量系统、气力输送系统受行业趋势影响, 下滑明显, 但公司凭借技术、渠道优势依旧占据行业主导地位。我们预计公司主业在今年会随着行业回暖触底反弹。

业绩承压后及时布局环保业务, 把握环境治理机遇

2015年公司进入环保行业, 以废气治理系统为突破口, 逐步扩张环保系统业务。2016年, 废气治理系统贡献营收6440.02万元, 占总营收的29.40%, 占比仅次于上辅机系统的35.91%居第二位。随公司环保业务(包括尾气处理系统)业绩逐渐兑现, 我们预计公司该项业务2017年营收有望破亿元。

7.71亿并购清投智能, 从智能输送拓展到智能显控、智能装备

公司拟以7.71亿元收购新三板公司清投智能97.01%的股权, 9月20日, 方案获证监会有条件通过。清投智能以物联网大屏幕拼接系统及智能控制系统、智能装备为主营业务。智能屏显控制可用于监控、指挥调度、会议中心、室内宣传、户外广告等多个情景; 智能装备包括智能枪弹柜、智能机器人、智能滑雪机及保密柜等。

公司整合带来协同发展机遇, 实现“1+1”远大于“2”

清投智能2016年营收2.42亿元, 并表后将使公司营收至少实现翻倍, 亦有望与公司原有业务整合。销售层面, 两公司产品搭配销售, 互相利用客户资源, 创造协同效用。在产品层面, 公司传统业务可引入清投智能的屏幕智能控制技术, 实现“无人工厂”; 清投智能正在研究开发的运送机器人可与新元智能的气力输送系统形成互补: 分别专注于大件物品和小件颗粒、粉末状物品的运送; 公司环保业务与智能显控、机器人也有望产生协作。

目标价30.3-35.5元, 首次覆盖给予“买入”评级

方案已获有条件通过, 目前公司已就审核意见进行了回复, 我们认为方案能够实施的概率很大, 假设2018年1月能完成收购且并表, 则预计2017-19年全面摊薄后的EPS为0.18/0.74/0.90元; 合理价格区间为30.3-35.5元, 对应18年41-48倍PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济波动风险; 并购失败风险; 并购后整合不及预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	100.01
流通A股(百万股)	33.26
52周内股价区间(元)	21.67-41.30
总市值(百万元)	2,532
总资产(百万元)	592.21
每股净资产(元)	3.87

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	214.27	219.08	319.60	905.24	1,145
+/-%	11.45	2.25	45.88	183.24	26.54
归属母公司净利润(百万元)	25.23	16.20	22.93	93.97	114.31
+/-%	(26.95)	(35.80)	41.55	309.87	21.64
EPS(元, 最新摊薄)	0.20	0.13	0.18	0.74	0.90
PE(倍)	190.43	296.61	209.54	51.12	42.03

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

立足智能化工业输送与环境治理的一体化解决方案提供商	4
以工业智能化输送配料系统为主营业务，环保、电镀等业务协同发展	4
实际控制人扎根行业多年，业务经验丰富	5
业绩触底反弹，现金流大幅增加	6
主业立足橡胶轮胎行业，拓展多元化应用	8
深耕工业智能化输送配料行业，技术领先、客户资源奠定优势地位	8
积极探索多元化产品应用，确立环保业务为另一主线	10
橡胶、轮胎的涨价潮或成为公司业绩反弹的催化剂	14
并购清投智能，转型人工智能+智能装备制造	16
7.71 亿并购清投智能，方案获证监会条件通过	16
屏显控制业务：耕耘多年，从屏幕拼接拓展到智能控制	18
智能装备：涉足智能枪弹柜、体育智能、机器人多个领域	21
智能枪弹柜——政府机关智能化浪潮带来高速增长机遇	21
机器人——以巡检机器人为主要突破点，尝试多行业应用	23
体育智能——把握中国冰雪运动初始发展期机遇	25
公司整合具有较好协同作用并实现规模经济	26
盈利预测与估值	28
盈利预测	28
目标价 30.3-35.5 元，首次覆盖给予“买入”评级	28
PE/PB – Bands	29

图表目录

图表 1： 公司上辅机系统/小料配料称量系统/气力输送系统/工业粉尘系统及脱硫系统 ...	4
图表 2： 公司小料配料称量系统、气力输送系统营收占比减少（2017 年半年报）	4
图表 3： 2016 年公司营业收入中国际业务占比超四分之一	5
图表 4： 主要董事会成员三人为一致行动方，掌握公司实际控制权（2017 年半年报） .	5
图表 5： 2016 年公司营业收入增长放缓	6
图表 6： 2017 年 H1 公司营业收入回暖	6
图表 7： 2015 年至 2016 年公司归母净利润萎缩明显	6
图表 8： 2017 年 H1 公司归母净利润回暖	6
图表 9： 2017 年 H1 公司实现经营活动现金净流入	7
图表 10： 2017 年 H1 公司存货和应收账款周转能力转好	7
图表 11： 公司跻身 2017 年度全球橡胶机械企业 30 强	8
图表 12： 智能环保型密炼机上辅机及其微机控制系统原理图	9
图表 13： 橡胶轮胎行业中使用的炭黑输送系统	9
图表 14： 2014 年至 2016 年公司持续保持高比例研发投入	10
图表 15： 公司主要下游橡胶轮胎行业客户	10

图表 16: 公司新拓展行业的代表性客户	11
图表 17: 公司海外业务营收比重不断提升	11
图表 18: 公司海外业务毛利率显著高于国内业务	11
图表 19: 中央环境保护督查组成立表明环保政策趋严	12
图表 20: 《国家鼓励发展的重大环保技术装备目录》涉及 107 种装备产品	13
图表 21: 入选第一批符合《环保装备制造行业（大气治理）规范条件》的企业	13
图表 22: 2010 年至 2015 年国家工业污染治理投资额始终保持在高位	13
图表 23: 公司蓄热燃烧设备展示	14
图表 24: 公司烟气脱硫设备流程图	14
图表 25: 2011 年至 2017 年丁苯橡胶（1502#）：国内尚有上涨空间	15
图表 26: 2011 年至 2017 年轮胎橡胶（TSR20）：民胶尚有上涨空间	15
图表 27: 公司拟向 13 股东购买清投智能 97.01% 的股权（单位：万元）	16
图表 28: 收购完成后清投智能股权结构	17
图表 29: 清投智能承诺净利润	17
图表 30: 2017 年上半年清投智能营收以大屏显控业务为主（单位：百万元）	18
图表 31: 2013 年至 2016 年清投智能营收保持高增长	18
图表 32: 2013 年至 2016 年清投智能归母净利润保持高增长	18
图表 33: 2013-2016 年清投智能费用率持续下降	18
图表 34: 2013-2016 年清投智能净利率持续提升	18
图表 35: 清投智能拼接显示系统示意图	19
图表 36: 清投智能 TNet 物联网拼接控制器精传系统	19
图表 37: T-show 信息可视化交互系统结构图	20
图表 38: 小间距 LED 的主要优势	20
图表 39: 2015 年至 2016 年行业竞争对手营收下滑而清投智能逆势上升	21
图表 40: 清投宜盾智能枪弹柜展示	21
图表 41: 2017 年上半年清投智能枪弹柜营收已超越竞争对手东华宏泰	22
图表 42: 清投智能公务用枪管理系统结构示意图	22
图表 43: 清投智能三款巡检机器人	23
图表 44: 科大智能机器人业务营收高速增长	23
图表 45: 朗驰新创变电站智能机器人巡检系统	24
图表 46: “华粮壹号”粮库巡检机器人展示	24
图表 47: 清投智能滑雪机主要特点	25
图表 48: 雪乐山北京门店分布（截至 2017 年 7 月）	26
图表 49: 宝马工厂运送机器人——承重量约 500 公斤	26
图表 50: 2017 年上半年清投智能营收高于新元科技	27
图表 51: 2017 年上半年清投智能净利润高于新元科技	27
图表 52: 新元科技盈利预测（考虑 18 年 1 月清投智能并表）	28
图表 54: 智能装备可比公司估值（数据截止 2017 年 10 月 16 日）	29
图表 55: 新元科技历史 PE-Bands	29
图表 56: 新元科技历史 PB-Bands	29

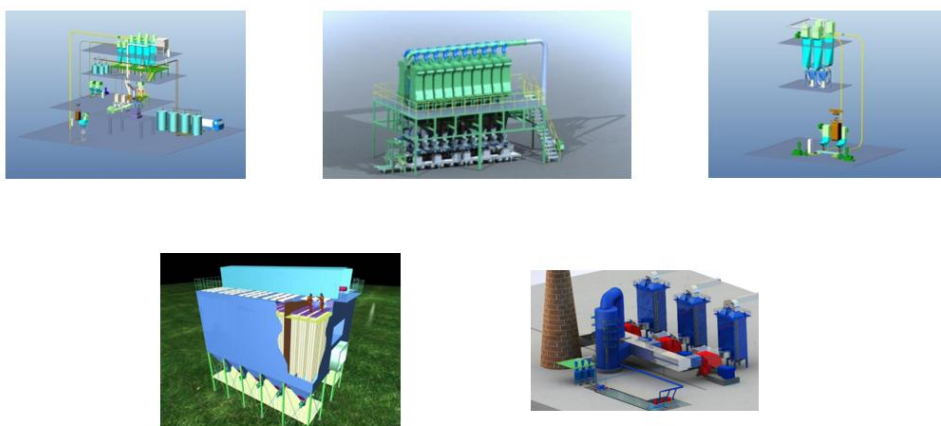
立足智能化工业输送与环境治理的一体化解决方案提供商

以工业智能化输送配料系统为主营业务，环保、电镀等业务协同发展

公司是一家集研发、设计、智能制造、系统集成、运维服务于一体的科技型企业。新元科技成立于 2003 年，总部位于北京市中关村科技园区，于 2015 年在深圳证券交易所成功挂牌上市。公司原有主业为提供工业智能化输送、配料成套解决方案，2015 年开发了环境治理系统业务，形成了产品涵盖环境治理、高端智能制造、智能控制、云计算大数据信息技术四个方面的产业布局，具备工程 EPC 总承包经验和能力。

公司的主营业务是工业智能化输送配料系统的研发销售，近年来不断拓展了环保系统、电镀系统等业务。主要产品包括智能环保型密炼机上辅机系统、小料配料称量系统、气力物料输送系统、环保系统和电镀系统等。

图表1：公司上辅机系统/小料配料称量系统/气力输送系统/工业粉尘系统及脱硫系统

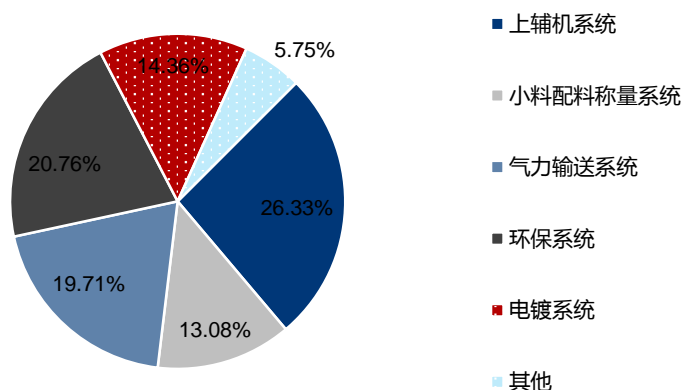


资料来源：公司网站、华泰证券研究所

上辅机系统行业优势明显，国内市场占有率高达 40%，收入持续且稳定。由于目前国内市场上具有规模化的工业自动配料系统生产企业较少，因此公司与软控股份共占绝大部分市场份额，基本主导了国内橡胶轮胎行业的智能化输送配料系统市场。

小料配料称量系统、气力输送系统业绩承压，下滑明显。近年来橡胶制品行业景气度较低，公司客户受到较大影响，设备采购周期被迫拉长，导致公司订单量萎缩，业绩有所下滑，两类系统收入占比从 2015 年的 44.37% 下降到 2017 年上半年的 32.79%。

图表2：公司小料配料称量系统、气力输送系统营收占比减少（2017 年半年报）



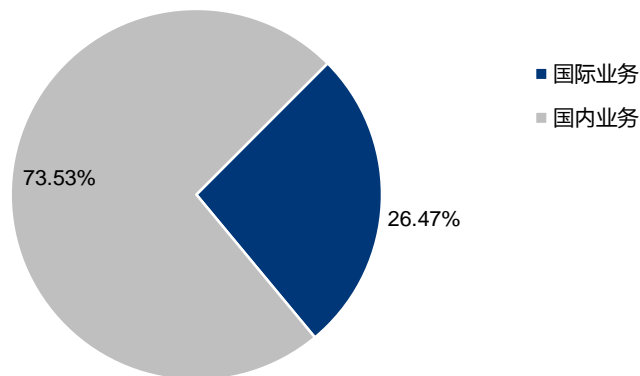
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

环保系统业绩逐渐兑现，有望成为公司业绩反弹最大支撑。公司凭借多年来在环保行业的技术积累，先后开发出有机废气治理装备、工业除尘装备、橡胶工业车间污染解决方案等环保装备和解决方案，公司研发的 EPA 2.0 废气高效净化一体机在工业废气治理领域处于领先水平。另一方面，公司近年来不断加大现有客户环保业务的市场开拓力度，环保业务（包括尾气处理系统）业绩逐渐兑现，2017 年全年营收有望破亿元。

子公司电镀系统业务已贡献收入。子公司新元绿柱石 2017 年拓展了电镀设备自动化生产线制造领域，在 2017 年上半年贡献了约 1800 万的营收。

服务网点遍布国内外市场，国际业务占比超四分之一。国内北京、上海两地作为公司研发中心，天津、安徽建有现代化的智能高端制造基地。世界范围内，公司先后建立东南亚、南亚、中东、非洲四个世界级服务网络，利用专业化的技术与服务向周边区域提供服务，组建全球化的营销网络。

图表3：2016 年公司营业收入中国际业务占比超四分之一

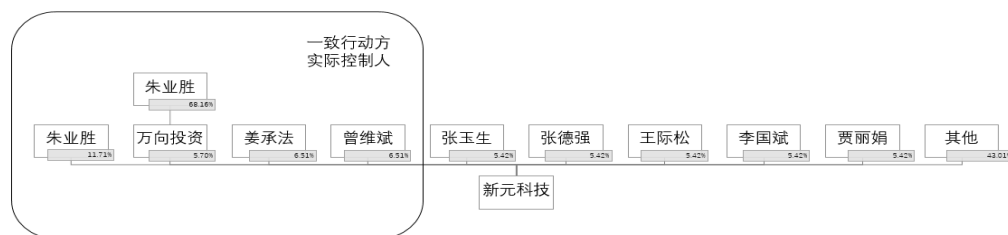


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

实际控制人扎根行业多年，业务经验丰富

朱业胜、曾维斌、姜承法作为一致行动方，是公司的实际控制人。公司董事长朱业胜、董事曾维斌、姜承法于 2012 年签署了《一致行动人协议》，截至 2017 年上半年，朱业胜、曾维斌、姜承法和世纪万向投资（由朱业胜控股）合计持股 29.89%，对公司具有控制权。

图表4：主要董事会成员三人为一致行动方，掌握公司实际控制权（2017 年半年报）



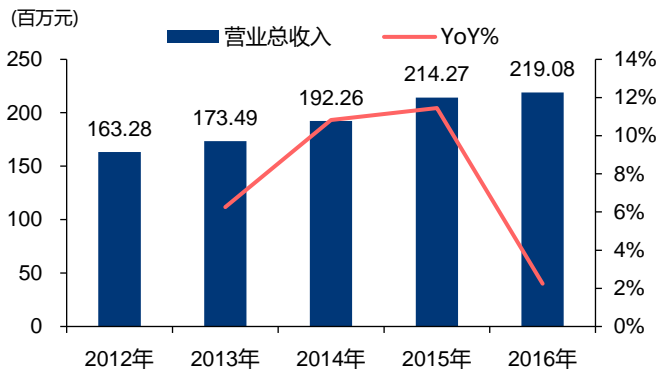
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

朱业胜、姜承法从事密炼机上辅机、小料自动配料系统、轮胎成型机、硫化机、胶片冷却机、截断机等多种橡胶设备的开发工作近 20 年，曾维斌从事粉体输送、计量和配料的开发与研究工作亦有近 20 年。实际控制人具有的雄厚行业背景为公司的三大传统优势业务——上辅机系统、小型配料称量系统、气力输送系统奠定了良好基础。另一方面，公司其他高管持股比例较高，侧面提升了管理层的稳定性，从而保证了公司的稳定运营。

业绩触底反弹，现金流大幅增加

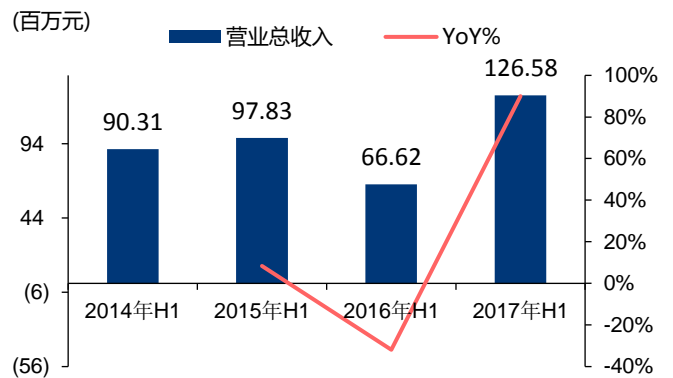
公司 2017 年业绩表现回暖，上半年营收和净利润实现较快增长。由于工业自动化输送配料系统属于橡胶、石油、化工、玻璃、冶金、建材等周期性行业的配套设备，因此行业与宏观经济运行关系密切。受宏观经济环境影响，公司自 2014 年以来营收增长缓慢，净利润大幅下跌，2016 年净利润跌至不足 2014 年一半的水平。2017 年公司业绩表现实现反弹，上半年实现营业收入 1.27 亿元，同比增长 90.02%；实现归母净利润 403.03 万元，同比增长 34.92%。经历了业绩低谷后，2017 年公司的传统产品有望触底反弹，新产品环保系统和电镀系统在上半年分别贡献 2628 万和 1818 万收入，故全年营业收入和净利润预计有较大幅度增长。

图表5：2016 年公司营业收入增长放缓



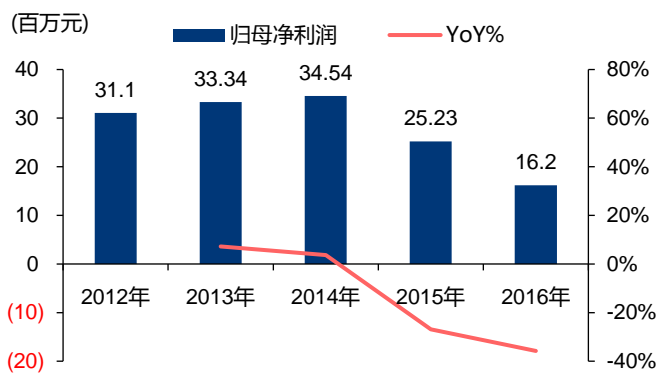
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：2017 年 H1 公司营业收入回暖



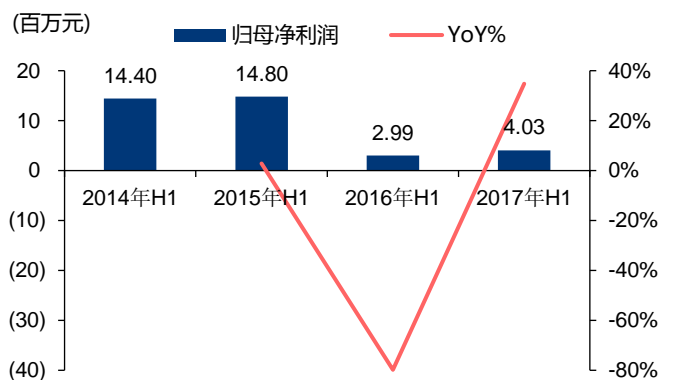
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：2015 年至 2016 年公司归母净利润萎缩明显



资料来源：Wind、华泰证券研究所

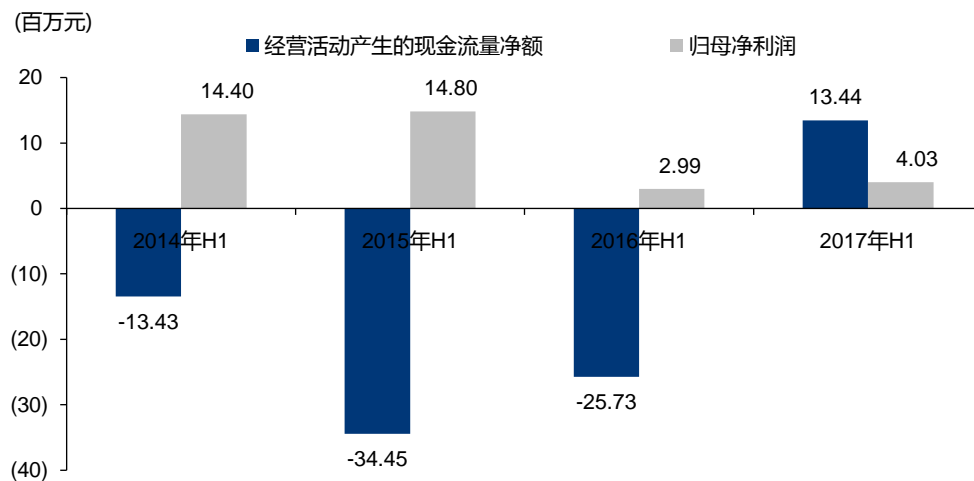
图表8：2017 年 H1 公司归母净利润回暖



资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司现金流状况好转，2017 年上半年实现正的经营现金流净额。由于公司业务承压，2015 年和 2016 年全年经营活动产生的现金流净额为负。2017 年上半年业绩回暖，经营活动现金流入大幅增加，净额为 1343.95 万元，自 2014 年上半年度以来首次实现经营活动现金净流入。

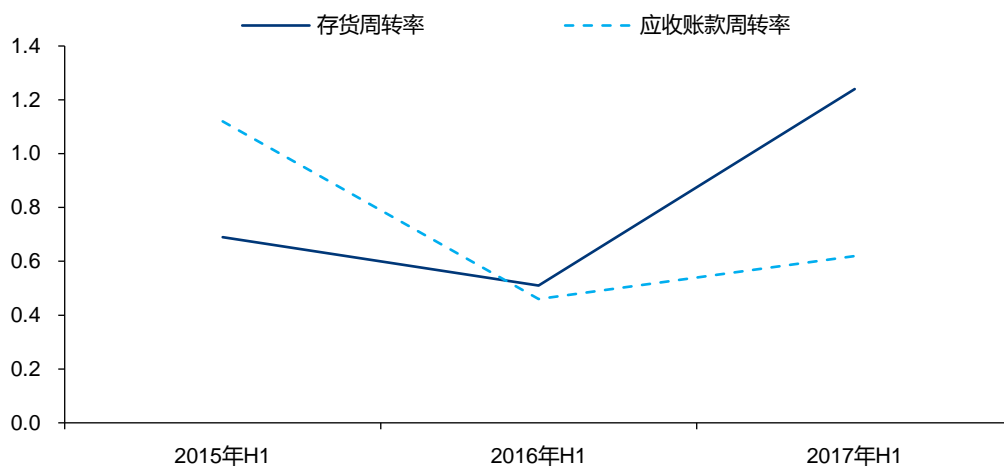
图表9： 2017年H1公司实现经营活动现金净流入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

营运状况向好，存货及应收账款周转率明显提升。公司2017年上半年营业周期为433.81天，较2016年上半年的746.03天下降了近一半，恢复至2015年上半年的水平。存货周转天数为145.49天、应收账款周转天数为288.32天，均较2016年上半年有明显下降，这些数据均反映出公司的营运能力转好。

图表10： 2017年H1公司存货和应收账款周转能力转好



资料来源：Wind、华泰证券研究所

主业立足橡胶轮胎行业，拓展多元化应用

深耕工业智能化输送配料行业，技术领先、客户资源奠定优势地位

工业智能化输送、配料控制具有较高技术含量，对工业效率的提升具有重大意义。工业智能化输送配料系统是精密生产的解决方案，机电一体化系统涉及多类专业技术，具有较高壁垒。配料的智能化处理在多个行业（橡胶、石油、化工、玻璃、冶金、建材等）应用广泛，可降低人工劳动强度，提升生产安全性和环保度，促进产品质量、生产效率的提升。

我国橡胶机械行业市场空间百亿规模，公司所在工业自动配料系统子行业生产企业较少，市占率优势明显。上辅机系统、小料配料称量系统大类上属于橡胶工业机械，公司在橡胶机械产业中占据一定优势地位，据《欧洲橡胶杂志》发布的《2017年度全球橡胶机械报告》，公司排名全球橡胶机械企业第29位。橡胶机械作为橡胶生产核心，随着橡胶、轮胎制品的需求增加而行业发展迅速、增速明显，据中国化工装备协会橡胶机械专业委员会统计数据，2012年和2013年全国橡胶机械行业销售收入分别为106亿元和130亿元，2016年中国橡胶机械全行业经受2016年度轮胎工业整体明显下滑的严重影响，销售额较2015年下降幅度较大。但市场规模仍保持在80亿元左右。自动配料输送系统结合了自动控制技术、计量技术、传感器技术等多种技术，技术和经验门槛相对较高，因此行业头部效应明显，形成了软控股份和公司两家瓜分市场的格局，其他竞争对手如上海东方衡器、上海百盈、北京马赫天诚等业务量较小，市场影响力弱。据全国橡胶机械信息中心和《橡塑技术与装备》等2017年统计数据显示，橡胶机械行业市占率前20的公司中，仅有软控股份和新元科技生产上辅机系统和小料配料称量系统，公司上辅机系统市占率超40%。

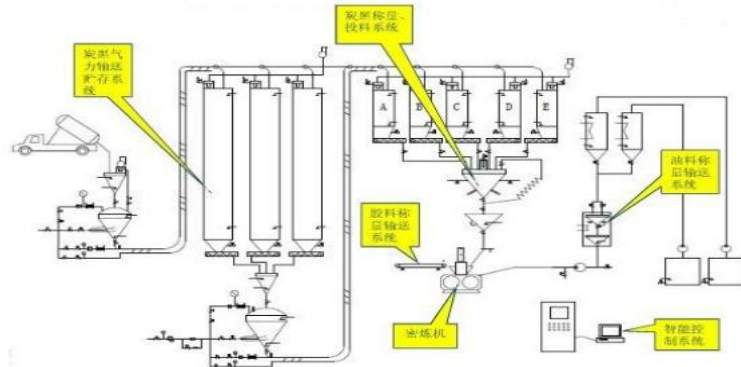
图表11：公司跻身2017年度全球橡胶机械企业30强

全球排名	企业名	2016年营收(百万美元)
3	软控股份	278
7	萨驰集团	124
10	大连橡塑	101
12	益阳橡机	93.1
13	双星机械	80.7
14	华橡自控	79.3
18	天津赛象	66.2
19	桂林橡机	64.3
28	北京敬业	36.6
29	万向新元	35

资料来源：欧洲橡胶杂志、华泰证券研究所

公司智能化配料输送配料产品主要包括上辅机系统、气力输送系统、小料配料称量系统三类。上辅机系统即密闭式炼胶机工作所需的炭黑、胶料、油料等的自动输送、储存、配料称量、投料及自动控制系统等工艺工程的配套系统，其还可对密炼机的工作及参数实施控制监控。上辅机系统可实现生产更环保、混炼效率更高、成品胶质量更高、混炼过程可追溯的更好生产目标。

图表12: 智能环保型密炼机上辅机及其微机控制系统原理图



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

气力输送系统即利用气体流作为输送动力,在管道中搬运、输送粉、粒状固体物料的系统。目前公司主要产品包括单管输送系统、双管输送系统和氮气输送系统,以满足不同的输送物需求。气力输送系统不同于上辅机系统、小料配料称量系统主要服务于橡胶制品工业,其还可用于石化、塑料、冶金、建材、食品等多个工业领域。

图表13: 橡胶轮胎行业中使用的炭黑输送系统

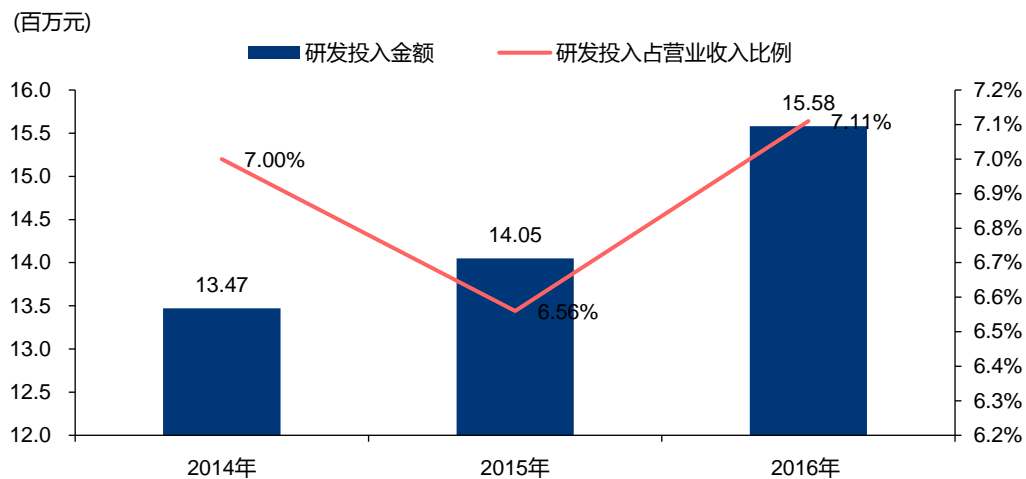


资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

小料配料称量系统即根据炼胶工艺配方设定的小料重量,实现自动称量、收集、校核等功能的配料系统,主要处理的小料如硬脂酸、分散剂、防老剂、硅烷偶联剂等。目前公司的小料配料称量系统包括智能化全自动多工位型、单秤多工位型、圆盘型半自动多工位型等。

三类产品具有互补性,销售时具备协同效应。上辅机系统、小料配料称量系统本质上都是为密炼机服务,属于智能配料系统,区别是上辅机系统处理对象是主料,小料配料称量系统是辅料,因此二者常配合使用。气力输送系统用途较广泛,其在轮胎橡胶领域的应用主要为输送炭黑等粉体产品,三者共同构成了轮胎橡胶行业炼胶工序智能化输送配料系统。

公司技术优势明显,确立行业领军地位。公司是最早进入智能化输送配料行业之一,拥有42项软件著作权,19项发明专利,51项实用新型专利,技术水平处于行业领先地位,是相关产品国家标准的主要起草单位之一。同时,公司持续重视研发,2016年研发人员占比为22%,研发投入1557.94万元,占营收比例为7.11%。

图表14： 2014年至2016年公司持续保持高比例研发投入


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司在橡胶轮胎业耕耘多年，具有稳定良好的行业经验与客户资源。公司立足于橡胶产业多年，是国家标准化委员会橡胶塑料分会会员单位、全国橡塑机械信息中心理事单位，实际控制人朱业胜、姜承法均曾就职于北京橡胶工业研究设计院多年，有丰富的行业经验和较高的行业地位。目前公司主要的橡胶轮胎业的客户有韩泰轮胎、普利司通、佳通轮胎等。

图表15： 公司主要下游橡胶轮胎行业客户

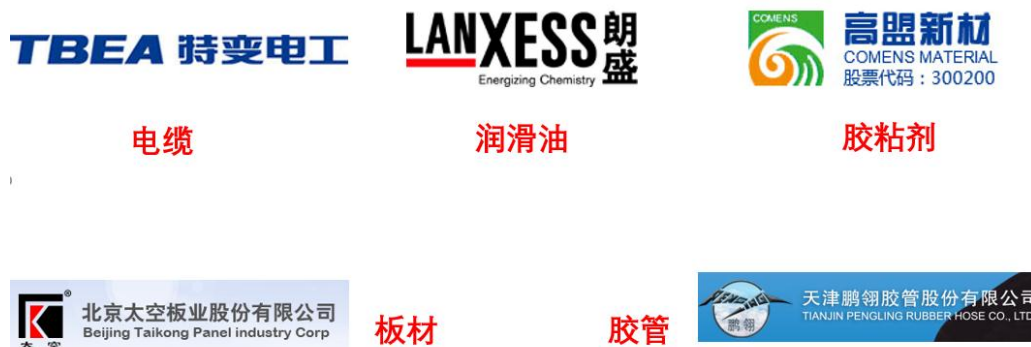

资料来源：华泰证券研究所

我们认为，公司上辅机系统市场占有率高达 40%，收入持续稳定增长。虽然小料配料称量系统、气力输送系统受行业趋势影响，下滑明显，但公司凭借技术优势在行业依旧占主导地位。我们预计公司智能化配料输送系统业务在 2017 年会随着行业回暖触底反弹。

积极探索多元化产品应用，确立环保业务为另一主线

公司积极拓展智能化配料输送系统的多行业用途。上辅机系统和小料配料称量系统具有较高的专用性，而气力输送系统则适用于多个涉及粉末、颗粒原料的行业，如石化、塑料、冶金、建材、食品等。公司在这些行业的主要客户有特变电工、宝胜股份、莱茵化学、立诚石化、高盟新材、太空板业等上市或非上市公司。公司工业智能产品的多行业拓展为公司收入端的持续增长提供了保证，同时降低了业务过于集中于橡胶产业的风险。

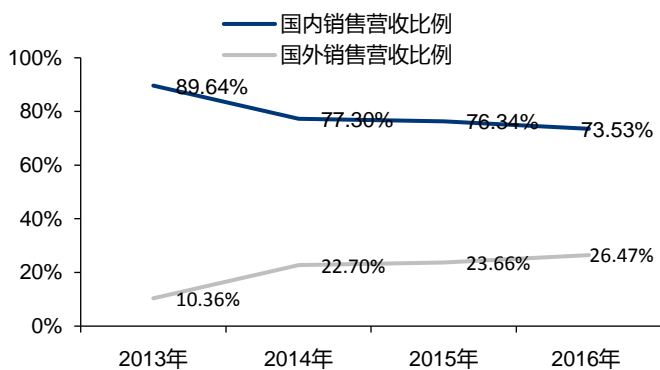
图表16: 公司新拓展行业的代表性客户



资料来源: 华泰证券研究所

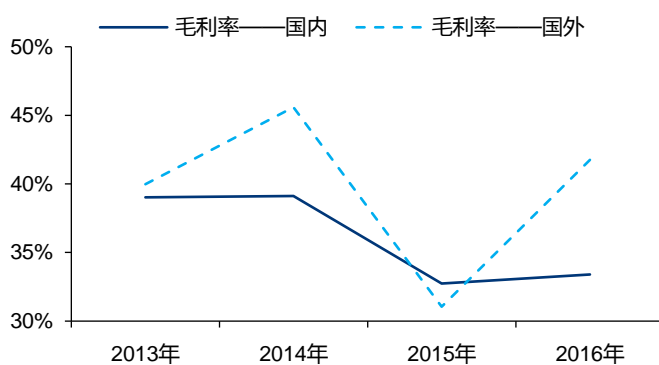
公司把握轮胎行业产业转移机会，拓展东南亚业务。随着中国人力、土地、税赋成本的上升，世界橡胶轮胎产业逐步向印尼、泰国、越南等东南亚国家战略转移，公司把握机遇，提前占领了东南亚国家的智能化输送配料系统市场。相对国内业务，国际业务的定制化程度较高，毛利率较高，公司更倾向于毛利率高的业务，因此，公司国际业务比重逐年提升，2016年海外业务营收占总营收的比重高达26.47%。

图表17: 公司海外业务营收比重不断提升



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表18: 公司海外业务毛利率显著高于国内业务



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

工业环境治理刻不容缓，智能化环保设备迎来发展良机。随着中国经济的发展，环境问题日益严重，大气污染、水污染已严重危害居民健康。工业是主要的污染源头，据环保部发布的《2015年环境统计年报》，化学原料和化学制品制造业、造纸和纸制品业、纺织业、煤炭开采和洗选业的废水排放量居前。2015年7月，中央环境保护督查组建立，于2016年年中至2017年8月份四批进驻全国各省市。2017年9月，环保部等十部委联合河北等六个省政府印发了首个专门针对秋冬季制定的方案《京津冀及周边地区2017-2018年秋季大气污染防治综合治理攻坚行动方案》，种种政策的出台表明工业污染治理问题已刻不容缓，废气处理、工业除尘、水污染治理等环保设备迎来发展良机。

图表19：中央环境保护督查组成立表明环保政策趋严

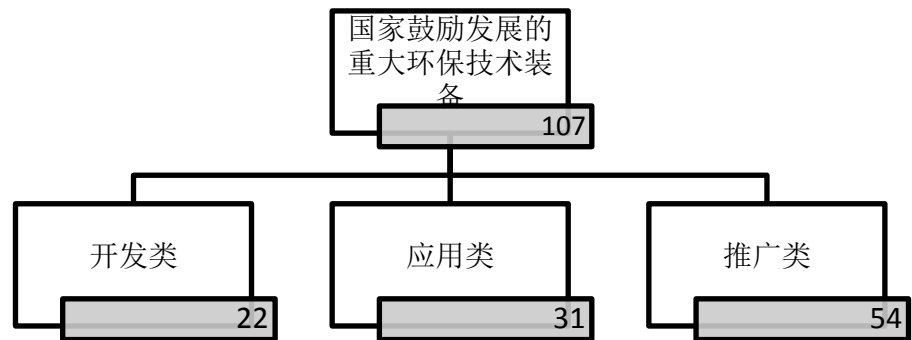
督查省份（批次）	举报办结数量（第四批截至 9.15）	问责人数
河北省（0）	2856	366
内蒙古自治区（1）	1637	280
黑龙江省（1）	1034	560
江苏省（1）	2451	449
江西省（1）	1050	124
河南省（1）	2682	1231
广西壮族自治区（1）	2341	351
云南省（1）	1234	322
宁夏回族自治区（1）	476	105
广东省（2）	4350	684
北京市（2）	2346	45
上海市（2）	1893	56
湖北省（2）	1925	522
重庆市（2）	1824	40
陕西省（2）	1309	938
甘肃省（2）	1984	836
辽宁省（3）	6991	850
山西省（3）	3582	1071
福建省（3）	4903	444
安徽省（3）	3719	476
天津市（3）	4226	139
湖南省（3）	4583	1359
贵州省（3）	3453	321
吉林省（4）	5498	1130
浙江省（4）	5844	329
山东省（4）	7717	1235
海南省（4）	1618	276
四川省（4）	8833	1084
西藏自治区（4）	852	138
青海省（4）	2299	184
新疆维吾尔自治区及生产建设兵团（4）	2378	1387

资料来源：中央人民政府网站，华泰证券研究所

2016年年中以来，随着环保督查机制的建立，国家的环保政策逐渐收紧，大批环保不达标的工厂停工，**橡胶行业在炼胶阶段大规模地运用更环保的工业智能化输送配料系统成为趋势**，同时公司借此契机，向原有客户大力推广环保系统。

工业环保或将迎来风口，工业环保设备市场需求旺盛。随着近年来环保监管趋严，倒逼企业加大环保设施投入。工业污染治理行业主要包括工业大气（脱硫脱硝除尘、VOCs）、工业水处理、工业固废（普通工业固废、危废、工业污泥）、工业节能及能源服务、工业监测领域，市场需求空间达到万亿级别。不同于市政环保，工业环保对具有重视经济性、集约型的特点，具有技术优势、可提供环保机械及解决方案的环保企业将受益。政策方面，国家于2014年发布新的《国家鼓励发展的重大环保技术装备目录》，涉及大气污染防治、水污染防治、固废处理、环境监测专用仪器仪表、资源综合利用、噪声与振动控制、环境污染防治专用材料与药剂、环境污染应急处理8小类107种装备产品，这为工业环保机械的发展提供了有力的政策支持。

图表20: 《国家鼓励发展的重大环保技术装备目录》涉及 107 种装备产品



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

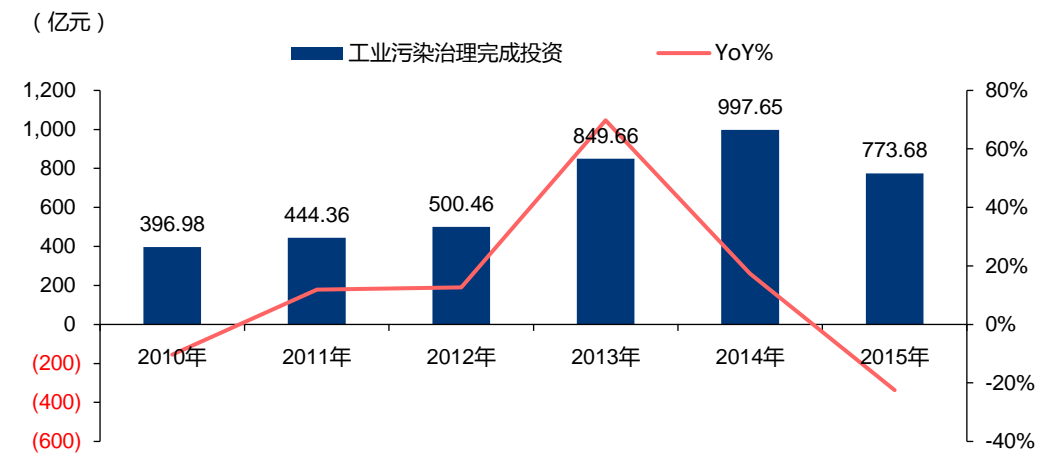
据国家统计局的数据, 我国 2011 年至 2014 年环境保护专用设备制造业销售收入平均增长率为 20.16%, 显著高于国民经济的增速。目前工业环保设备行业的主要参与者有大气治理领域的清新环境、龙净环保、科林环保、红旗除尘等, 废水治理领域的博天环境、高能时代、蓝德环保等, 生产机械的用途包括除尘、脱硫脱硝、催化剂生产、微生物反应、废水解析等。环保设备行业企业众多, 在 A 股上市的有 40 余家, 竞争较为激烈。

图表21: 入选第一批符合《环保装备制造行业(大气治理)规范条件》的企业

序号	企业名	主营业务
1	龙净环保	除尘、脱硫、脱硝等装备制造
2	凌桥环保	高温滤料制造
3	科林环保	除尘装备制造
4	红旗除尘	除尘装备制造
5	雪浪环境	除尘装备制造
6	大唐南京环保	脱硝催化剂制造
7	山东国舜	脱硝、除尘装备制造

资料来源: 中国环保机械行业协会、华泰证券研究所

图表22: 2010年至2015年国家工业污染治理投资额始终保持在高位



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

公司以废气治理系统为突破口，扩张环保系统业务。2016年，废气治理系统贡献营收6440.02万元，占总营收的29.40%，占比仅次于上辅机系统的35.91%居第二位。除废气治理系统外，公司在工业环保特别是大气污染治理领域已有多个产品，同时具备在环境污染咨询、环境污染监测等领域提供专业服务的能力。公司已将环境治理和绿色智能制造设定为并列的两大主业。

目前公司的环保产品主要集中于大气治理领域，包括工业粉尘治理设备、VOCs工业有机废气装备、烟气脱硫脱硝装备等。工业粉尘治理装备包括袋式除尘器、湿式电除尘器，可广泛应用于水泥窑头窑尾、钢铁、电力等行业；VOCs工业有机废气装备包括低温等离子废气净化设备、蓄热燃烧设备、废气高效净化一体机、复合催化氧化一体机，可全面适用于大小风量、高低浓度的工业废气；烟气脱硫脱硝装备利用基础化学反应，成本低、投资少，具有广阔的受众基础。

图表23：公司蓄热燃烧设备展示



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表24：公司烟气脱硫设备流程图



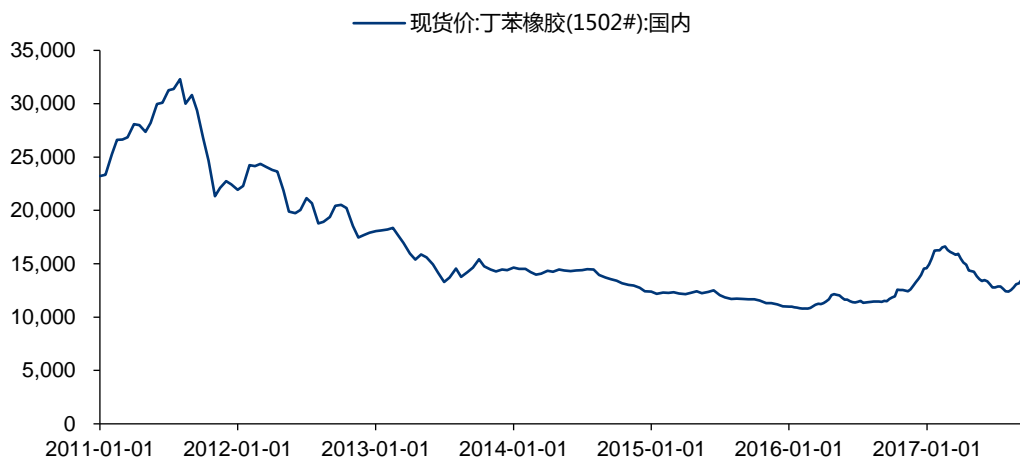
资料来源：公司官网、华泰证券研究所

行业内的主要公司的环保机械业务，与公司目前特有的主要产品——橡胶工业车间污染解决方案存在一定差异性，公司立足于橡胶工业，开展有特色的业务一定程度避开了较激烈的竞争。随着公司环保业务（包括尾气处理系统）业绩逐渐兑现，我们预计公司该项业务2017年全年营收有望破亿元。

橡胶、轮胎的涨价潮或成为公司业绩反弹的催化剂

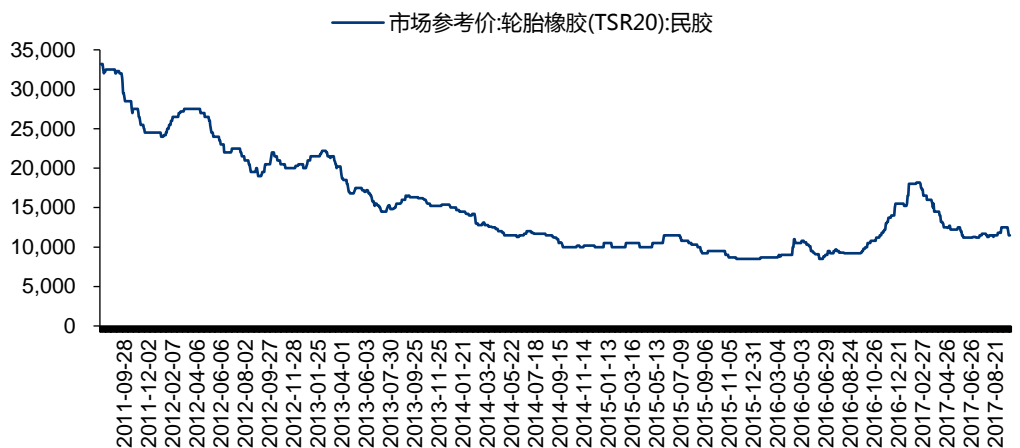
2012年以来橡胶行业步入周期的下滑阶段，丁苯橡胶（1502#）：国内价格由2014年初平均12000元/吨最低跌至2016年初7500元/吨的水平，而轮胎橡胶（TSR20）：民胶价格更是由2013年初平均20000元/吨最低跌至2016年初的8500元/吨左右。随着橡胶价格的下降，其下游橡胶制品行业受到较大挤压，大量公司客户受到影响，勉强维持甚至入不敷出，直接导致公司订单量萎缩。

图表25： 2011年至2017年丁苯橡胶（1502#）：国内尚有上涨空间



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表26： 2011年至2017年轮胎橡胶（TSR20）：民胶尚有上涨空间



资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司近年来陷入的利润大幅下滑困境与轮胎橡胶行业整体表现具有一定的相关性，2016年下半年以来的涨价潮或为公司的业绩反弹提供了良好条件。2016年第四季度以来，橡胶行业迎来涨价潮，涨价持续到2017年3月，轮胎橡胶（TSR20）：民胶价格触及18000元/吨，这为公司2017年上半年的业绩复苏提供了良好条件。2017年8月以来，橡胶轮胎再迎涨价潮，据生意社数据显示，9月第一周，丁苯橡胶价格由13250元/吨上涨至14450元/吨，涨幅为9.06%。9月22日，丁苯橡胶（1502#）：国内报价13490元/吨，已显著高于2014-2015年的平均水平，但尚未达到高位，存在一定涨价空间。我们认为，橡胶价格的提升可以较快传导到橡胶制品价格，橡胶制品公司扩大再生产对公司智能化配料输送配料系统有着较为直接的影响，有望为公司主业的反弹带来催化作用。

并购清投智能，转型人工智能+智能装备制造

7.71 亿并购清投智能，方案获证监会有条件通过

公司拟收购新三板挂牌企业清投智能，拓展大屏幕与智能装备业务。6月9日，公司发布公告，拟向王展等13名股东购买清投智能97.01%的股份，方案于9月20日获证监会有条件通过。此次交易以发行股份和支付现金相结合的方式进行，交易金额为7.71亿元，其中发行股份支付4.43亿元，发行价为31.043元/股，同时募集配套资金不超过3.70亿元，其中3.48亿元以支付交易对价的剩余部分。交易完成后，清投智能将成为新元科技控股子公司。

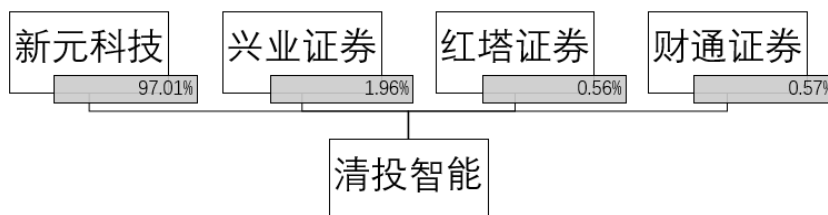
本次发行股份和支付现金收购方案如下：向王展、创致天下、泰州厚启以发行股份及支付现金相结合的方式购买其合计持有的清投智能79.63%的股权，总计6.47亿元：其中以发行股份的方式支付交易对价的60%，以现金方式支付交易对价的40%；向吕义柱、马昆龙、杨晓磊、胡运兴、汪宏、郑德禄、章倩、邱伟、陈劲松以发行股份及支付现金相结合的方式购买其合计持有的清投智能12.16%的股权，总计8698.99万元：其中以发行股份的方式支付交易对价的40%，以现金方式支付交易对价的60%；向方富资本以支付现金方式购买其持有的清投智能5.23%的股权，总计3738.56万元。同时向不超过5名特定投资者非公开发行股份募集配套资金3.70亿元，以支付交易现金对价、中介机构费用及相关税费，募集配套资金不超过本次拟发行股份购买资产交易价格的100%。

图表27： 公司拟向13名股东购买清投智能97.01%的股权（单位：万元）

序号	交易方	持有清投智能		交易对价	股份支付对价	股份支付占比	现金支付对价	现金支付占比
		股权	交易对价					
1	王展	57.20%	46,856.20	28,113.72	60%	18,742.48	40%	
2	创致天下	17.21%	14,093.99	8,456.40	60%	5,637.60	40%	
3	泰州厚启	5.23%	3,738.56	2,243.14	60%	1,495.42	40%	
4	方富资本	5.23%	3,738.56	0	0%	3,738.56	100%	
5	吕义柱	3.62%	2,586.95	1,034.78	40%	1,552.17	60%	
6	马昆龙	3.55%	2,536.88	1,014.75	40%	1,522.13	60%	
7	杨晓磊	1.69%	1,208.35	483.34	40%	725.01	60%	
8	胡运兴	1.39%	994.98	397.99	40%	596.99	60%	
9	汪宏	0.56%	400.56	160.22	40%	240.34	60%	
10	郑德禄	0.52%	373.86	149.54	40%	224.31	60%	
11	章倩	0.46%	331.66	132.66	40%	199	60%	
12	邱伟	0.28%	199	79.6	40%	119.4	60%	
13	陈劲松	0.09%	66.76	26.7	40%	40.06	60%	
合计		97.01%	77,126	42,292.85	55%	34,833.46	45%	

资料来源：交易报告书、华泰证券研究所

图表28： 收购完成后清投智能股权结构



资料来源：交易报告书、华泰证券研究所

此次交易价格高于公司资产总额及净额，且清投智能营收、净利润均高于新元科技，已构成重大资产重组。原股东王展、创致天下承诺，清投智能 2017/18 年承诺归母净利润分别为 5500 万元/7000 万元，17-19 年三年累计不低于 21500 万元。如清投智能在利润补偿期间的 2017 年度、2018 年度未能实现承诺净利润数的 90%，或截至 2019 年度未能实现三年累积承诺净利润数，将获得王展、创致天下的补偿。在利润补偿期间内对实际净利润数未达到承诺净利润数的利润数差额，王展、创致天下应先以股份补偿，不足部分以现金补偿。

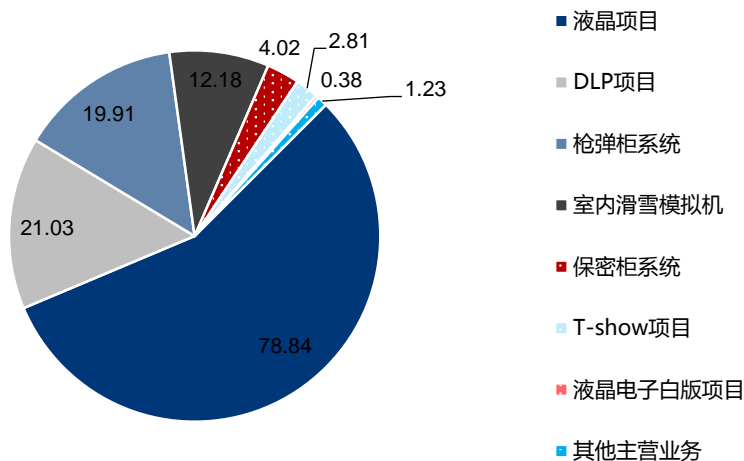
图表29： 清投智能承诺净利润

	100%股权收购对价 (万元)	承诺归母净利润 (万元)			PE
		2017	2018	2017	
清投智能	79500	5500	7000	14.45	11.36

资料来源：交易报告书、华泰证券研究所

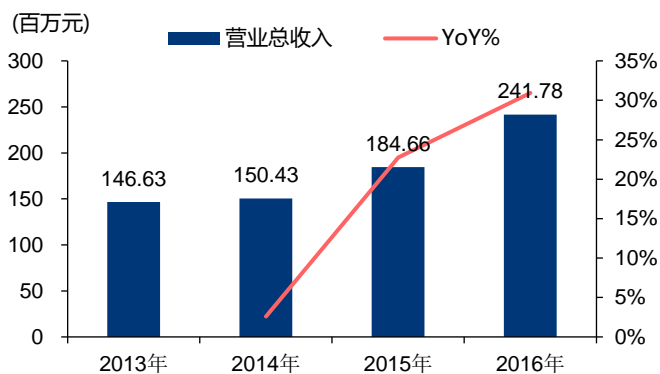
清投智能的主营业务为大屏幕显示控制系统和智能装备的研发、生产和销售；主要产品包括大屏幕显示控制系统、智能枪弹柜、智能机器人、智能滑雪机和保密柜。近年来业绩表现抢眼，归母净利润实现高速增长。2016 年，清投智能实现营收 2.42 亿元，同比增长 30.93%；实现归母净利润 3624 万元，同比增长 26.13%。自 2013 年财务数据披露以来连续实现较快增长，相比 2013 年 582 万元的归母净利润，2016 年这一数据达到其 6 倍以上。从收益质量角度而言，清投智能 2016 年净利率创下 2013 年以来新高，达 15.89%，主要是因为公司的销售费用率、管理费用率持续下降，在毛利率维持稳定的情况下，净利率得到了显著上升。

图表30： 2017年上半年清投智能营收以大屏显控业务为主（单位：百万元）



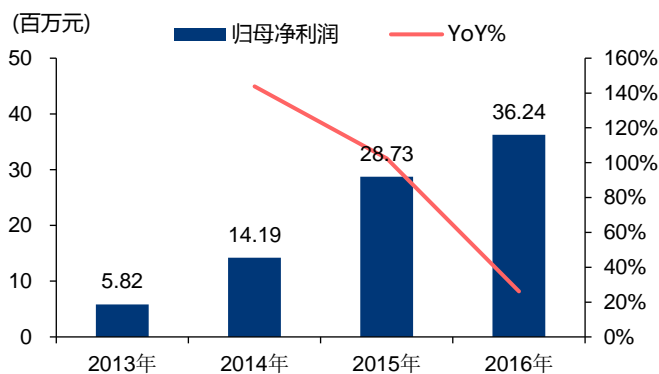
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表31： 2013年至2016年清投智能营收保持高增长



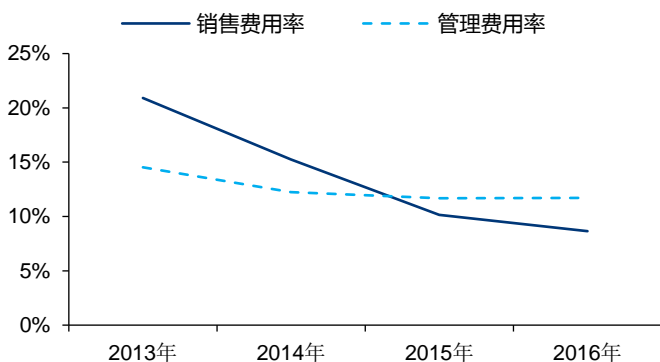
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表32： 2013年至2016年清投智能归母净利润保持高增长



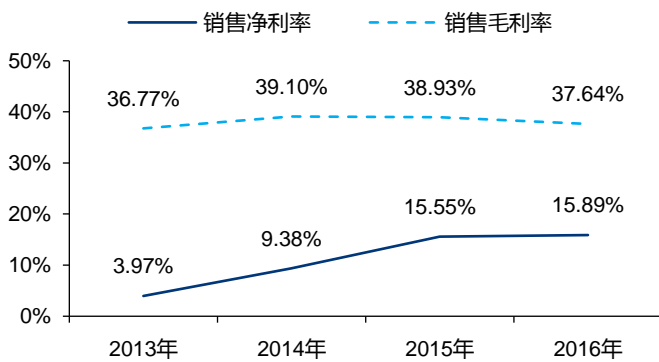
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33： 2013-2016年清投智能费用率持续下降



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表34： 2013-2016年清投智能净利率持续提升



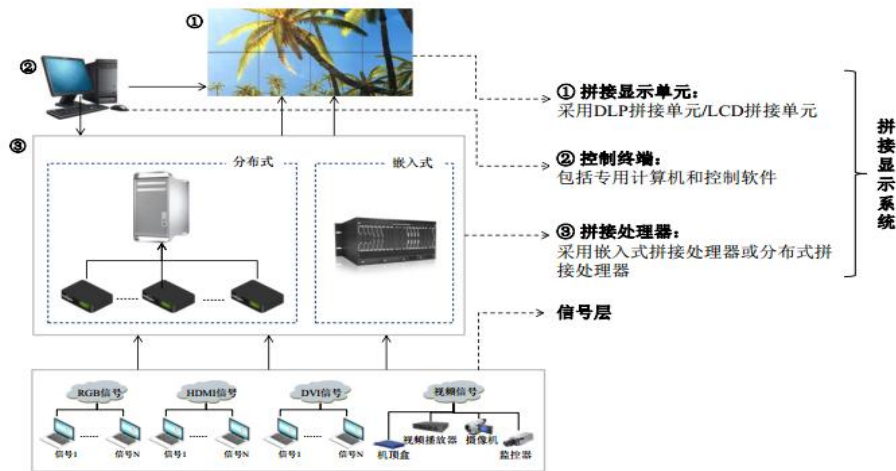
资料来源：Wind、华泰证券研究所

屏显控制业务：耕耘多年，从屏幕拼接拓展到智能控制

清投智能是国内较为领先的智能装备研发、生产、销售的高新技术企业，在大屏幕领域深耕多年，大屏幕显示控制业务营业收入占总营业收入的70%以上。清投智能现具有嵌入式拼接控制器、分布式拼接控制器、DLP 拼接单元、LCD 拼接单元等大屏幕显示控制产品。拼接显示系统由拼接显示单元、拼接处理器和拼接控制终端三部分构成，可广泛应用于监控、指挥调度、会议中心、室内宣传、户外广告等情景。

其中拼接显示单元包括 DLP 拼接单元、LCD 拼接单元，主要区别在于拼缝的大小，两者分别满足了指挥监控或高端会议等对分辨率要求较高的场所以及小型会议等对分辨率要求不高的场所的需求。其中 LCD 拼接项目近年来需求庞大、发展迅速，2016 年 LCD 项目的营业收入达 1.6 亿元，同比增长 26.54%，约占公司总营收的三分之二。

图表35：清投智能拼接显示系统示意图



资料来源：交易报告书、华泰证券研究所

拼接处理器是整个系统的核心，其采集图像信号，并根据计算机控制端的画面设置指令进行数据运算和处理，并将形成的多路信号输出至各拼接显示终端。公司的产品分嵌入式拼接处理器、分布式拼接处理器两种，两种处理器区别在于图像处理能力与信号传输能力，可适应不同的处理需求。

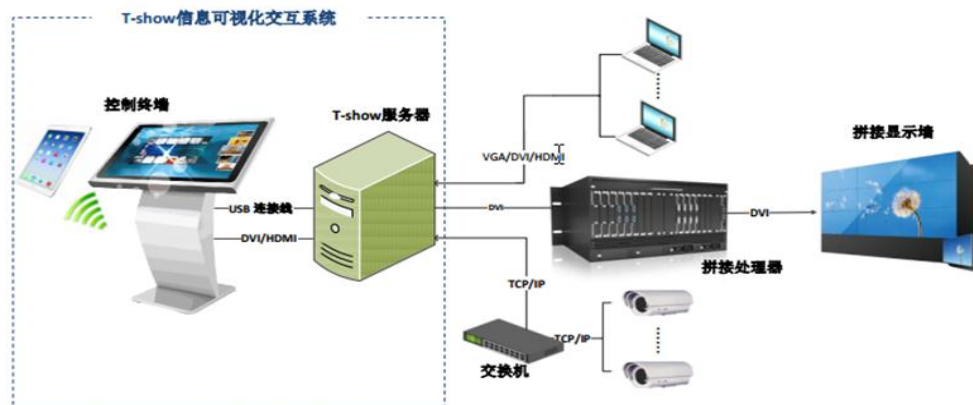
图表36：清投智能 TNet 物联网拼接控制器精传系统



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

公司开发了智能控制系统，以 T-Show 信息可视化交互系统为代表，以实现智能接入、交互管理与高清展示为目标。T-Show 系统以基本应用平台为基础，具有实时信号接入、GIS 地图热点、智能集控、无限远程控制、视频会议、设备智能控制等功能模块。主要客户是从事各类信息系统集成服务、在某一区域或领域拥有终端客户资源，并为终端客户提供行业信息化整体解决方案的企业，如天地伟业、神州智联等。

图表37: T-show 信息可视化交互系统结构图



资料来源：交易报告书、华泰证券研究所

大屏幕行业目前国产化趋势明显，市场份额分布趋散，竞争激烈。近年来，大屏幕行业国产化成为大趋势，国内厂商凭借其积累的行业经验、接近于国际厂商的技术水平、对客户的高理解度等优势，成为大屏幕拼接显示行业的主力军。据奥维云网《2016 年中国大屏幕显示市场研究报告》的数据，目前国内主要的四个领先厂商为威创股份、清投智能、GQY 视讯和彩讯科技，2016 年市场份额分别为 7.62%、2.59%、1.95%、0.75%。市场分布趋散造成竞争激烈，目前行业毛利水平为 37%左右，基本维持稳定。大屏幕行业的变化呈现了两大趋势：

其一，是小间距 LED 持续异军突起，开始抢占 DLP 的市场。随着小间距 LED 取得技术突破，LED 单位面积显示分辨率得到了极大提升。据智研咨询的数据，2015 年全球市场规模为 25.8 亿元，同比增长 53%，其中中国市场规模 15.5 亿元，同比增长 72%，预计 2020 年全球小间距 LED 市场规模有望达 150 亿元。清投智能目前的 LED 小间距显示产品有 P1.2-P2.5 等多类型的产品，此系列产品消除了视觉拼缝，呈现了超大、完整、亮度均匀的显示画面。清投的小间距 LED 产品重要特征是无高亮或低亮，均具备高灰阶表现力，在 30%的亮度时，仍呈现完美灰度无亮线，解决行业高亮调节损失灰度的技术难题。目前小间距 LED 市场的主要竞争对手为利亚德、洲明科技、联建光电、艾比森等，其中利亚德和洲明科技处于行业领导者地位，自 2015 年以来，LED 发光半导体市场整体走低，吸引了更多地参与者，形成了新的竞争局势，市场集中度出现明显下降，目前市场总体参与者达 30 家左右。而技术突破和差异化成为了挑战者的重要武器，清投智能的技术革新为其在小间距 LED 领域的发展奠定了基础。

图表38: 小间距 LED 的主要优势

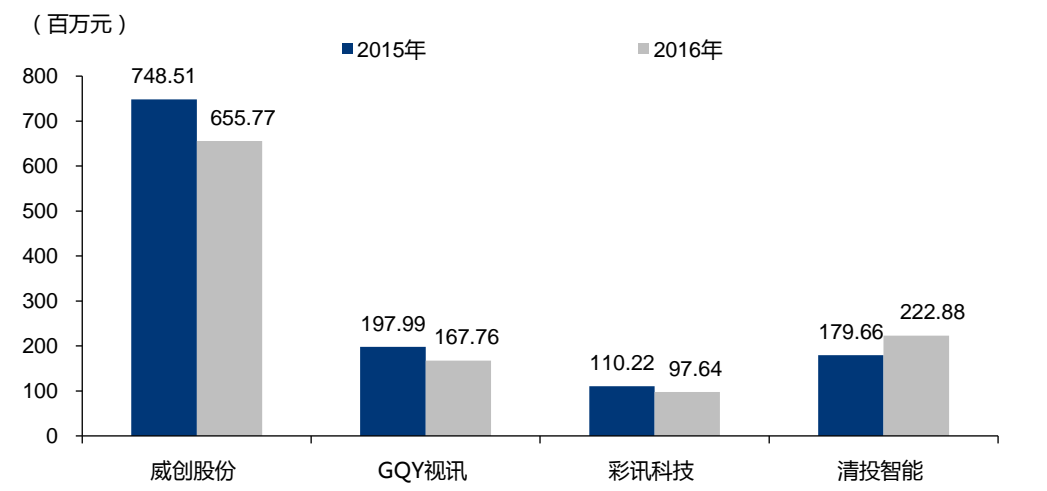
	小间距 LED	LCD 拼接	DLP 背投
亮度 (cd/m ²)	50-800	450-700	200-400
寿命 (万小时)	8-10	6-10	0.6-6
拼接缝	0	>3mm	>0.5mm
厚度	薄	薄	厚
整体功耗 (W)	110-230	170-220	140-350
均匀性	一致	长时间使用不一致	长时间使用不一致
可视角度	水平 160 度	水平 110 度	水平 120 度

资料来源：智研咨询、华泰证券研究所

其二，是整体解决方案成为后半场竞争主题。大屏幕硬件设施已成为竞争红海，针对不同行业或领域的专业解决方案、软件系统将成为大屏幕拼接显示行业的重要发展方向。清投智能作为行业的领军者之一，近年来重点开发的 T-Show 信息可视化交互系统即应对此行业竞争态势的策略：

作为国内唯一的全线视讯产品研发生产厂商，清投已将多种行业的视讯、大数据解决方案融为一体。清投2013年即推出的T-Show超高清信息可视化交互系统目前已针对煤炭、电力、交通、安防等行业推出系统性解决方案，将智慧城市、智慧交通、实时监控、远程操纵等具体应用一一实现，实现了硬件向解决方案的转型，作为视频解决方案的探索者，清投具有显著的先动优势。清投的优势在业绩表现上亦得以体现：2016年，公司LCD、DLP业务实现营收2.23亿元，同比增长24.06%，而威创股份、GQY视讯及彩讯科技均同比出现下降。

图表39：2015年至2016年行业竞争对手营收下滑而清投智能逆势上升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

智能装备：涉足智能枪弹柜、体育智能、机器人多个领域

智能枪弹柜——政府机关智能化浪潮带来高速业绩增长机遇

2016年，公司名称由“清投视讯”变更为“清投智能”，标志着公司正式将智能装备作为另一主营业务，智能枪弹柜、智能机器人、智能滑雪机等是目前主要布局领域。公司枪弹柜业务具有高速增长的趋势，2016年销售872套，取得营收807万元，2017年上半年两个数字分别为2195套、1991万元。智能枪弹柜涉及生物识别（指纹识别、面部识别和虹膜识别）、柜门启闭控制、枪支弹药存取控制及其信息自动记录等技术，主要用于公安、武警等领域的枪支存放和管理。智能枪弹柜和公务用枪管理系统配合使用，可大大提高枪弹管理的效率，生物识别技术更提高了系统的安全性。

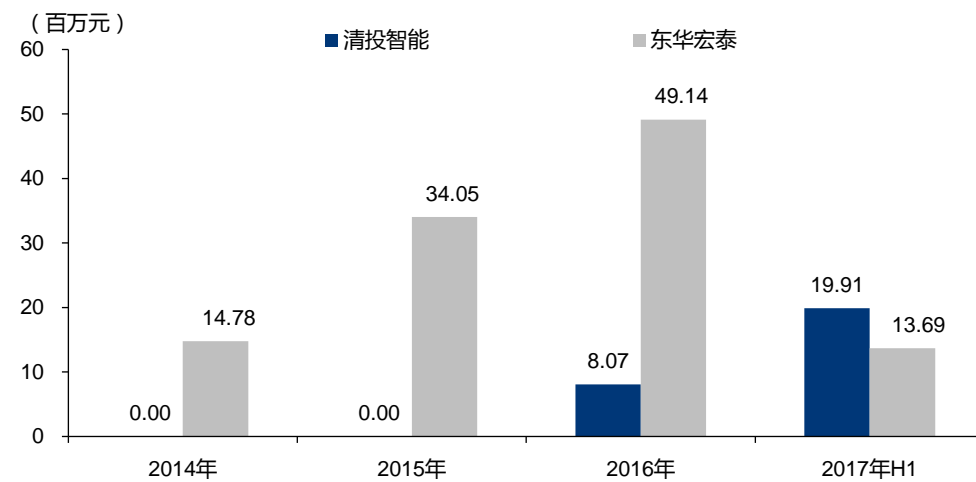
图表40：清投宜盾智能枪弹柜展示



资料来源：交易报告书、华泰证券研究所

智能枪弹柜是应公安、武警等国家暴力机关的智能化改造而产生的专用智能产品，是典型的蓝海市场。政府等国家机关对技术的反应较慢，信息化、自动化程度远不及科技行业、现代服务业等行业，而公安、武警等有必要使用武器的机构由于对安全性的要求高，在国家机关中又属于信息化程度较低的位置。可以说，公安部门的信息化改造具有广阔的市场空间，智能枪弹柜就是信息化改造的代表。2013年，公安部发布《关于扎实开展公务用枪数字化改造项目建设的通知》，拟开展公务用枪数字化改造，达到动态化管理的目的，为智能枪弹柜发展带来了良好机遇。目前涉足这一领域的公司主要是一些传统的安防公司，如宁波永发、东华宏泰、亨百信息、远大保险设备等，以上公司目前尚未形成较大营收规模。清投智能2016年收购泰科力合开展智能枪弹柜业务，2017年上半年即达成1991万的营收，预计2017年全年营收将达5000万。随着警用智能技术的提高，安全性达到一定标准后，枪支管理可能下沉到派出所，这为智能枪弹柜的高速发展提供了条件。

图表41：2017年上半年清投智能枪弹柜营收已超越竞争对手东华宏泰



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

从业务细分上来说，清投智能侧重于软件，与业内主要竞争者的存在较大差异。业内主要竞争对手侧重于智能枪弹柜硬件，而清投智能除直接销售枪弹柜外，亦以枪弹柜系统核心部件系统、服务器为主要着力点，作为核心系统、服务器开发商，智能枪弹柜子公司泰科力合2017年已获得3项计算机软件著作权登记证书、2项软件产品证书、中关村高新技术企业证书和ISO 14001环境管理体系认证证书。目前市场上约70%的智能枪弹柜系统、服务器由泰科力合提供，如宁波永发等。枪弹柜系统等软件设施具有较高技术壁垒，目前在此细分领域，清投智能形成了显著的差异化，在细分领域尚无强势的竞争对手。

图表42：清投智能公务用枪管理系统结构示意图



资料来源：交易报告书、华泰证券研究所

机器人——以巡检机器人为主要突破点，尝试多行业应用

机器人是清投智能重点研发项目，目前正在稳步推进。公司自2016年10月开始研发智能机器人，目前已有专业的巡检机器人团队，粮库巡检机器人已经取得订单；电力巡检机器人的研发、样机生产已完成，正在进行内部调试和市场开发；另外公司在博物馆讲解机器人领域也在积极拓展与推广。清投智能在大屏幕领域耕耘多年，具有一定的数据识别、人脸识别积累，这为智能机器人项目奠定了基础，公司的机器人涉及“基于激光雷达的自动导航技术”、“仪表图像读取技术”、“机器人BMS中控管理技术”、“基于数据融合的电气设备综合诊断技术”等，具有一定技术难度。在客户端，公司与国家电网合作，建立了良好的客户关系，具有较多的客户资源。随着“柔性生产”概念的提出，仓库可使用机器人并利用激光和雷达导航技术，放弃传统传输带，工业机器人的使用具有广阔空间。机器人作为新型智能制造设备，毛利率也有望达到40%以上的高水平。

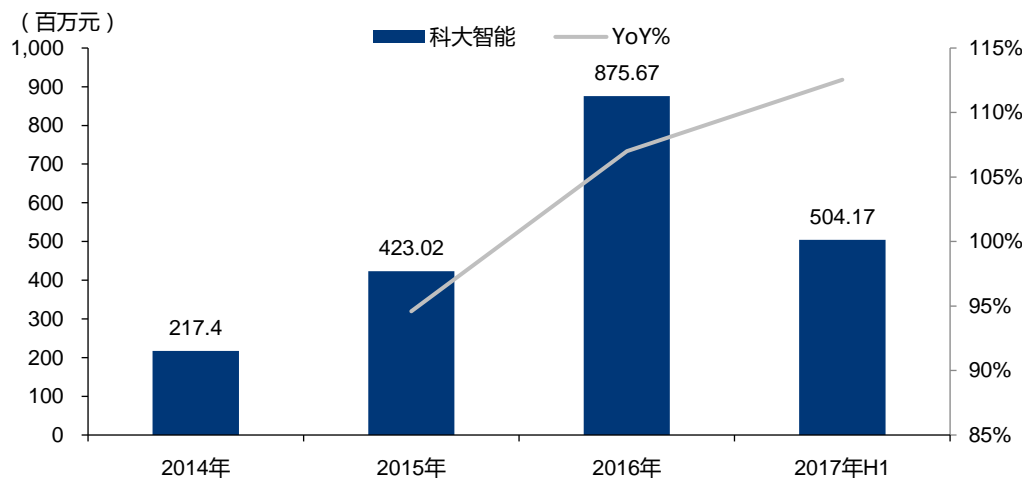
图表43：清投智能三款巡检机器人



资料来源：InfoComm China 2017、华泰证券研究所

服务机器人是智能制造的精华结合体，是解决人口红利消失、人力成本提升的关键，在工业生产特别是危险、有毒有害生产中扮演着重要角色。目前机器人技术已经逐渐成熟，多种类型的机器人已经投入市场，国际上已形成了iRobot、Boston Dynamics等行业巨头，中国则以浙江国自、科大智能、沈阳新松为代表，上述三个公司今年均自机器人行业维持高速增长，其中科大智能更是维持了超过100%的年均增速。

图表44：科大智能机器人业务营收高速增长



资料来源：InfoComm China 2017、华泰证券研究所

在巡检机器人领域，清投智能直接的竞争对手主要有山东鲁能、浙江国自、朗驰欣创，主要集中在开发电力巡检机器人。朗驰欣创为新三板挂牌公司，2016年巡检机器人业务实现营业收入8749万元，产品以电力为主，涉及市政、安防、军工、制造等多个行业。电力系统目前发展最成熟，已有变电站巡检、电力隧道巡检、无人机输电线线路巡检、电力机房巡检、发电站巡检等多套产品。一方面，电力行业设施多、分布范围广、工作量大、人工成本高，另一方面，参考竞争对手，电力行业使用巡检机器人的技术亦最成熟，清投智能以电力行业作为巡检机器人突破口之一的策略具有较好前瞻性。

图表45：朗驰新创变电站智能机器人巡检系统



资料来源：朗驰欣创官网、华泰证券研究所

公司的另一巡检机器人应用突破口是粮食存储行业，粮库巡检机器人目前已取得订单。粮食作为一种特殊的战略资源——生物产品，对温度、湿度、通风度等仓库存储环境具有较高的要求，在存储的过程中亦会因化学反应产生有毒有害气体。因此，粮食存储需要多方面、高频率的监测，人工监测势必会对人体造成一定危害。可见，在粮食存储行业，能提供更高精度且无惧有害气体的巡检机器人较人工具有绝对的优势，具有庞大市场空间。公司是我国粮库巡检机器人的最早开发者之一（“华粮壹号”于2016年11月在无锡投入使用，是国内粮食仓储行业首个智能机器人），目前已为国家粮食局提供了2台巡检机器人，并又获得4台的订单。作为此行业应用的先行者，清投有望获得领先的市场份额。此外，公司亦正尝试或筹备环保监测等其他多个行业应用的机器人智能产品。

图表46：“华粮壹号”粮库巡检机器人展示



资料来源：江苏省粮食局、华泰证券研究所

公司可不断尝试多行业应用的前提在于拥有成熟的通用机器人平台。公司已拥有专业的巡检机器人团队，基于多项技术开发了较成熟的通用机器人平台，在平台上只要稍添加行业应用零件即可完成应用。一方面，随着电子工业的发展，传感器等基础零件告别稀缺、价格下降；另一方面，软件系统商的蓬勃发展并与公司达成合作（航天信息等），二者同时为公司机器人平台的行业应用亦提供了良好条件并使得行业技术难点主要集中于通用机器人平台的研发阶段。因此，公司较成熟的通用机器人平台是机器人行业的核心竞争力，为多行业的应用尝试和具体产品开发提供了良好条件，“AI+行业”中行业的多样性为公司机器人业务提供的广阔市场空间。

体育智能——把握中国冰雪运动初始发展期机遇

智能滑雪机是清投智能布局体育智能的第一步。公司于2017年新开展此项业务，上半年已获订单20台，实现收入1217.95万元，目前主要依靠天津鑫地、燕京铸造等进行外协生产。智能滑雪机是利用体感动作识别技术及实时抠像技术打造的一个“滑雪运动的跑步机”，可实时捕获、识别使用者的动作，并在屏幕上显示训练者在虚拟场景下的训练画面，从而增强训练者的现场参与感。滑雪初学者是该设备的主要的客户群体，2022年北京——张家口冬奥会的举办为冰雪运动的推广带来了机遇，也扩大了该业务的消费群体。目前，此块业务的毛利率约为27%，2018年，公司自有智能滑雪机生产线将投产，这也将大大提高业务的销售毛利率水平。

图表47：清投智能滑雪机主要特点



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

目前智能滑雪机处于市场导入阶段，竞争者稀缺。市场上出现了一批基于VR技术的室内智能滑雪机，如雪梦都、爱斯诺、中昌智造等，但目前尚未形成明显的领先者，市场分布较零散是主要的特征。智能滑雪机的价格较贵，主要依赖于室内滑雪馆的采购，因此客户成为了此行业的核心资源。清投智能滑雪机是中国第一家连锁室内滑雪馆——雪乐山的智能滑雪机产品唯一合格供方，2015年10月，雪乐山于北京开设了第一家室内滑雪体验馆，并把滑雪国家队训练用的机器推向大众消费市场。相比于真实雪场，室内滑雪机具有距离近（建在城市中）、不受天气影响、能快速训练姿态的优点，清投智能滑雪机和雪乐山因此奠定了此行业的领军地位，截至2017年8月，雪乐山在北京已开店6家，即将开业8家，并有6家处于筹划中。此外，清投智能滑雪机目前已经拥有了更多客户方，包括政府、企事业单位等，如于2017年9月开始试运营的上海新静安体育中心，其“Leski”室内滑雪培训装备即使用了清投智能的产品，在行业的导入期，公司的客户积累深厚，具有较大的业绩释放空间。

图表48： 雪乐山北京门店分布（截至 2017 年 7 月）



资料来源：楚北网、华泰证券研究所

公司开展多样的智能装备开发服务有利于技术的高效利用，更主要的是在客户群体上产生协同作用。除智能枪弹柜、智能机器人和智能滑雪机外，公司还有智能保密柜业务，2016 年营收 402 万元，占总营收的 2.86%，智能保密柜配置了指纹识别模块，支持指纹电控开锁与机械钥匙开锁相结合的控制模式。由于清投智能的客户群体是集成商，会有多种采购需求，如军警在采购大屏幕的同时可能也有智能枪弹柜的需求，公司多元的智能产品结构有望形成增厚收入的协同作用。

公司整合具有较好协同作用并实现规模经济

公司收购清投智能后有望进行进一步整合，并发挥协同作用。公司从事工业智能制造多年，并因时开发了环境治理业务；而清投智能则在大屏幕智能控制领域耕耘许久，亦开始涉足智能装备行业。我们认为，清投智能未来将在大屏幕业务保持稳定，进行差异化竞争，而在智能装备领域加速行业应用落地，进而在两三个行业率先形成订单和销售规模。在下游销售层面，与新元科技的产品搭配销售，互相利用客户资源，创造协同作用。

图表49： 宝马工厂运送机器人——承重量约 500 公斤



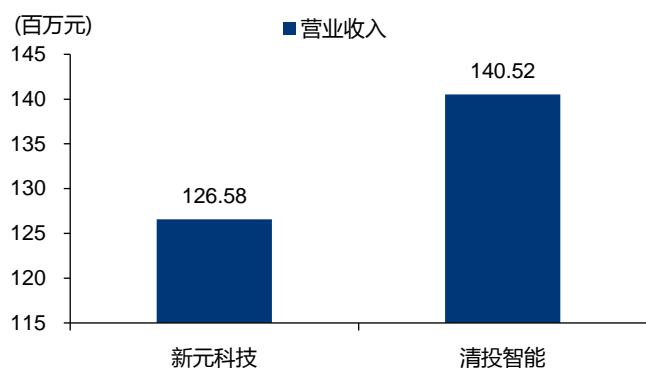
资料来源：宝马官网、华泰证券研究所

在产品开发层面，两个公司主要可在三个领域发挥协同作用。首先，公司的传统业务智能配料输送可以引入清投智能的屏幕智能控制技术，对工厂形成更好的监控，甚至可以实现远程控制的“无人工厂”模式；第二，清投智能的机器人技术可达到的“柔性工厂”模式可运用到公司原有的配料智能输送工厂中，清投智能正在研究开发的运送机器人可与新元智能的气力输送系统形成互补——分别专注于大件物品和小件颗粒、粉末状物品的运送。

第三，公司近两年在环境治理系统上面着力甚多，在环境治理情况的监控上亦可使用清投智能的大屏幕控制系统。环境治理过程中涉及粉尘、有害气体等的集中处理，高危高害，虽然公司的环境治理系统具有一定智能程度，但仍需要人员进行现场操作、巡检，对人员健康会造成一定危害。目前清投智能已拥有成熟的巡检机器人开发团队，粮库巡检机器人、电力巡检机器人已出厂或处于研发收尾阶段，未来在环境治理等领域上亦有望发挥作用。

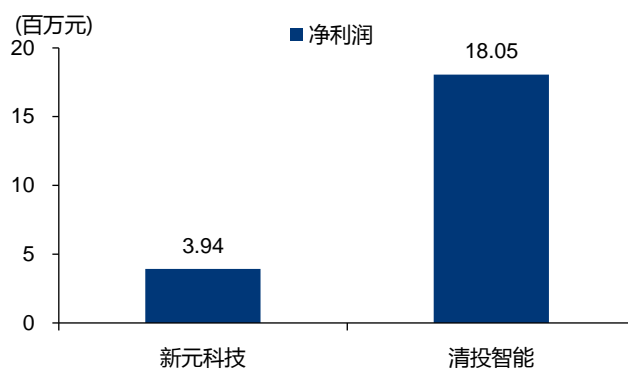
除业务协同外，此次并购亦有望形成明显的规模效应。清投智能2016年营收2.42亿元，高于公司的2.19亿元，并表后公司营收将至少实现翻倍，且有利于规模效应的形成。

图表50：2017年上半年清投智能营收高于新元科技



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表51：2017年上半年清投智能净利润高于新元科技



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

公司的主营业务由智能配料系统、环保系统、电镀系统及其他主业组成。公司智能配料输送系统业务正由主要服务于橡胶轮胎业向多行业服务转型，逐步提高可服务多行业、毛利率更高的气力输送系统的收入占比。环保系统 2016 年被确认为公司的两大主营业务之一，2016 年该项营业收入为 6440 万元，占比 29.4%，随着环保政策的收紧，环保系统有望成为公司新的业务增长点。子公司新元绿柱石于 2017 年涉足电镀系统，2017 年上半年贡献营收 1818 万元。

7.71 亿并购清投智能，从智能输送拓展到智能显控、智能装备。6 月 9 日，公司发布公告，拟向王展等 13 股东购买清投智能 97.01% 的股份，方案于 9 月 20 日获证监会条件通过。此次交易以发行股份和支付现金相结合的方式进行，交易金额为 7.71 亿元，其中发行股份支付 4.43 亿元，发行价为 31.043 元/股，同时募集配套资金不超过 3.70 亿元，其中 3.48 亿元以支付交易对价的剩余部分。交易完成后，清投智能将成为新元科技控股子公司。假设以 10 月 13 日收盘价 27.28 元为配套资金定增价格，备考预计增发 2691.72 万股，则总股本为 12692.22 万股。

清投智能以物联网大屏幕拼接系统及智能控制系统、智能装备为主营业务。智能屏显控制可用于监控、指挥调度、会议中心、室内宣传、户外广告等多个情景；智能装备包括智能枪弹柜、智能机器人、智能滑雪机及保密柜等。清投智能 2016 年营收 2.42 亿元，并表后将使公司营收至少实现翻倍，亦有望与公司原有业务整合发挥协同作用。

目前并购方案已获有条件通过，公司已就审核意见进行了回复，我们认为方案能够实施的概率很大，假设 2018 年 1 月能完成收购并表，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 3.20 亿元、9.05 亿元、11.45 亿元，分别同比增长 45.88%、183.24%、26.54%；毛利润分别为 1.07 亿元、3.23 亿元、4.11 亿元，毛利率分别为 33.34%、35.64%、35.90%。

图表52：新元科技盈利预测（考虑 18 年 1 月清投智能并表）

业务	2015	2016	2017E	2018E	2019E
智能配料系统营业收入（百万元）	165.19	138.22	158.95	182.80	210.22
YoY%		-16.33%	15.00%	15.00%	15.00%
环保系统营业收入（百万元）		64.4	103.04	133.95	154.04
YoY%			60.00%	30.00%	15.00%
其他主业营业收入（百万元）	49.08	16.46	57.61	66.25	76.19
YoY%		-66.46%	250.00%	15.00%	15.00%
清投智能营业收入（百万元）		184.66	241.78	386.85	522.24
YoY%			30.93%	60.00%	35.00%
总营业收入（百万元）	214.27	219.08	319.60	905.24	1145.48
YoY%			2.25%	45.88%	183.24%
毛利率	32.34%	35.61%	33.34%	35.64%	35.90%
毛利润（百万元）	69.30	78.01	106.55	322.67	411.26
YoY%			12.56%	36.59%	202.83%

资料来源：华泰证券研究所

目标价 30.3-35.5 元，首次覆盖给予“买入”评级

考虑收购且假设清投智能自 2018 年 1 月并表，预计 2017 年至 2019 年全面摊薄后的 EPS 为 0.18/0.74/0.90 元。由于公司主业和清投智能分别属于不同行业，可比公司 18 年的平均 PE 分别为 31 倍和 38 倍，考虑到公司两块业务协同与未来并购预期，给予 10 倍 PE 溢价，我们认为 2018 年公司合理价格区间为 30.3-35.5 元，对应收购完成情景下 18 年 41-48 倍 PE。给予“买入”评级。

图表53: 智能配料输送系统可比公司估值(数据截止2017年10月16日)

代码	名称	总市值(亿元)	净利润(百万元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002073.SZ	软控股份	89	131	195	275	68	46	32
300293.SZ	蓝英装备	38	156	233	--	24	16	--
	平均值	64	144	214	--	46	31	--
300472.SZ	新元科技	25	23	94	109	119	27	23

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

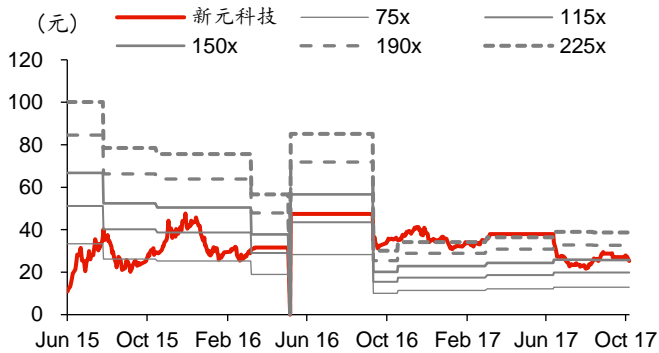
图表54: 智能装备可比公司估值(数据截止2017年10月16日)

代码	名称	总市值(亿元)	净利润(百万元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300024.SZ	机器人	346	477	577	650	73	60	53
300097.SZ	智云股份	91	250	413	589	36	22	15
300124.SZ	汇川技术	485	1151	1458	1833	42	33	26
	平均值	307	626	816	1024	50	38	31
300472.SZ	新元科技	27	23	93	110	119	37	31

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

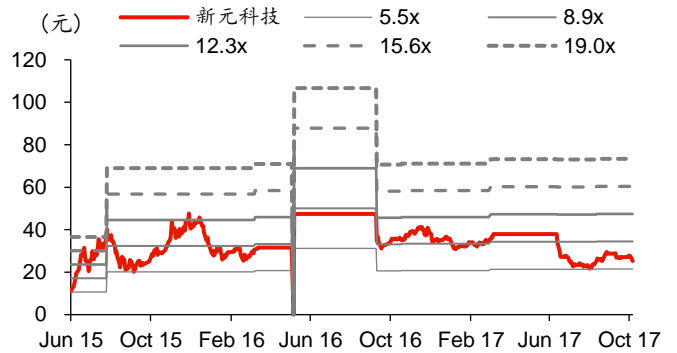
PE/PB - Bands

图表55: 新元科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表56: 新元科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示: 宏观经济波动风险; 并购无法顺利完成的的风险; 并购后整合不及预期风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	400.49	395.43	484.42	954.88	1,163
现金	92.56	70.55	71.10	113.25	124.28
应收账款	142.16	220.03	252.44	480.26	587.94
其他应收账款	3.24	5.14	7.48	20.71	26.33
预付账款	5.67	8.66	11.58	31.55	40.69
存货	83.51	73.25	116.30	272.06	339.80
其他流动资产	73.34	17.80	25.51	37.06	44.18
非流动资产	102.52	218.22	222.65	316.49	339.05
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	42.96	123.78	143.79	155.18	165.20
无形资产	24.57	36.27	35.67	35.04	34.41
其他非流动资产	35.00	58.17	43.19	126.27	139.44
资产总计	503.01	613.64	707.06	1,271	1,502
流动负债	120.32	211.79	290.23	732.96	848.42
短期借款	0.00	59.60	84.75	401.80	437.95
应付账款	46.35	69.25	88.78	145.64	183.56
其他流动负债	73.97	82.94	116.70	185.51	226.91
非流动负债	7.61	14.76	10.12	10.80	11.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	7.61	14.76	10.12	10.80	11.93
负债合计	127.93	226.55	300.34	743.76	860.34
少数股东权益	0.00	1.15	1.15	1.15	1.15
股本	66.67	100.01	100.01	126.93	126.93
资本公积	184.71	151.37	151.37	151.37	151.37
留存公积	123.70	134.56	154.19	248.16	362.47
归属母公司股	375.08	385.94	405.57	526.46	640.77
负债和股东权益	503.01	613.64	707.06	1,271	1,502

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(34.15)	(45.38)	(12.88)	(254.15)	15.87
净利润	25.23	16.17	22.93	93.97	114.31
折旧摊销	2.74	3.37	5.20	5.89	6.45
财务费用	(1.64)	(0.04)	2.46	14.36	26.45
投资损失	0.00	(1.05)	(0.37)	(0.42)	(0.46)
营运资金变动	(69.56)	(75.20)	(38.52)	(341.53)	(136.72)
其他经营现金	9.09	11.36	(4.57)	(26.42)	5.84
投资活动现金	(85.92)	(34.12)	(5.88)	(33.32)	(14.54)
资本支出	25.94	101.91	0.00	10.00	15.00
长期投资	0.00	0.00	5.50	(5.50)	0.00
其他投资现金	(59.98)	67.79	(0.38)	(28.82)	0.46
筹资活动现金	143.51	52.88	19.31	329.62	9.70
短期借款	(14.90)	59.60	25.15	317.05	36.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	16.67	33.34	0.00	26.92	0.00
资本公积增加	146.42	(33.34)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4.68)	(6.72)	(5.84)	(14.36)	(26.45)
现金净增加额	24.33	(25.79)	0.55	42.15	11.03

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	214.27	219.08	319.60	905.24	1,145
营业成本	144.97	141.07	213.05	582.57	734.22
营业税金及附加	1.71	3.15	3.52	6.79	8.36
营业费用	4.04	3.64	6.39	51.33	67.81
管理费用	35.16	41.47	63.92	134.70	169.19
财务费用	(1.64)	(0.04)	2.46	14.36	26.45
资产减值损失	9.04	15.07	8.70	12.36	12.87
公允价值变动收益	0.65	(0.65)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.05	0.37	0.42	0.46
营业利润	21.65	15.12	21.94	103.56	127.04
营业外收入	7.13	3.38	4.53	4.58	4.36
营业外支出	0.01	0.03	0.04	0.04	0.04
利润总额	28.77	18.47	26.43	108.10	131.36
所得税	3.54	2.30	3.50	14.13	17.05
净利润	25.23	16.17	22.93	93.97	114.31
少数股东损益	0.00	(0.03)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	25.23	16.20	22.93	93.97	114.31
EBITDA	22.74	18.46	29.60	123.81	159.93
EPS (元)	0.38	0.16	0.23	0.74	0.90

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	11.45	2.25	45.88	183.24	26.54
营业利润	(42.56)	(30.13)	45.04	372.07	22.67
归属母公司净利润	(26.95)	(35.80)	41.55	309.87	21.64
获利能力 (%)					
毛利率	32.34	35.61	33.34	35.64	35.90
净利率	11.77	7.39	7.17	10.38	9.98
ROE	6.73	4.20	5.65	17.85	17.84
ROIC	7.90	3.47	5.12	13.68	15.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.43	36.92	42.48	58.50	57.27
净负债比率 (%)	0	26.31	28.22	54.02	50.90
流动比率	3.33	1.87	1.67	1.30	1.37
速动比率	2.63	1.52	1.27	0.93	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.39	0.48	0.92	0.83
应收账款周转率	1.71	1.05	1.17	2.14	1.86
应付账款周转率	3.20	2.44	2.70	4.97	4.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.13	0.18	0.74	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.27)	(0.36)	(0.10)	(2.00)	0.13
每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.04	3.20	4.15	5.05
估值比率					
PE (倍)	190.43	296.61	209.54	51.12	42.03
PB (倍)	12.81	12.45	11.85	9.13	7.50
EV_EBITDA (倍)	165.95	204.45	127.51	30.48	23.60

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、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