

聚光科技 (300203.SZ)

其他电力行业

评级：买入 首次评级

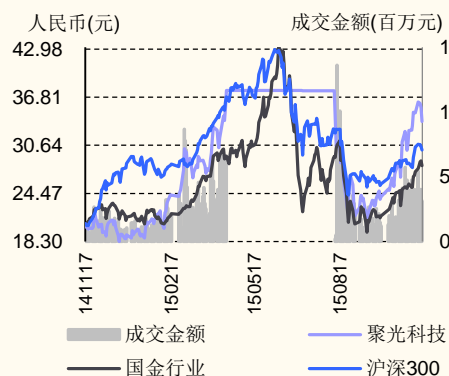
公司研究

市场价格 (人民币): 33.70 元
 目标价格 (人民币): 43.40-43.40 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 446.54
 总市值(百万元) 15,292.42
 年内股价最高最低(元) 37.68/18.30
 沪深 300 指数 3746.24



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015	2016	2017
摊薄每股收益(元)	0.36	0.43	0.70	0.86	1.20
每股净资产(元)	4.31	4.65	5.27	8.35	9.47
每股经营性现金流(元)	0.17	0.32	0.38	-0.07	0.56
市盈率(倍)	45.43	45.07	50.46	40.89	29.19
净利润增长率(%)	-9.9%	23.5%	63.6%	37.0%	40.1%
净资产收益率(%)	31.74%	27.90%	37.35%	32.72%	36.99%
总股本(百万股)	445.00	453.06	453.06	503.06	503.06

来源: 公司年报, 国金证券研究所

投资逻辑

- **环境监测仪器全布局, 借“十三五”东风业绩高速增长:** 我们预计“十三五”期间环保监测政策持续加码。公司传统强项环境监测仪器业务已完成全产业布局, 并借政策东风, 年均增速可达 30% 以上。此外, 公司在 VOCs 治理板块的布局, 将赋予公司在 VOCs 领域的先发优势。
- **布局海绵城市业务, 以水务带动仪器, 瞄准深蓝市场:** 公司已经完成在市政, 工业污水处理领域的初步布局, 并在海绵城市领域签订 17 亿的框架协议。我们认为, 公司以海绵城市项目带动自身环境监测业务, 并拓展水务处理业务, 做自己擅长的, 外包低毛利的思路十分明智。我们预期“十三五”期间海绵城市相关项目投资额度超过 1 万亿, 虽然目前变现渠道依然存在一定不确定性, 但公司专注回款较快的监测和水务领域, 将有效规避变现风险;
- **并购是公司未来发展的主要方向:** 我们认为公司未来的主要发展方向依然是做中国第一流的精密仪器生产商, 从环境监测仪器到实验室仪器, 公司通过进军水务领域, 谋得业绩的快速成长, 以期在资本市场融资方面获得更多的优势, 带动自身外延扩张的能力, 最终成为中国实验室仪器领域的领军者;

投资建议

- 我们认为“十三五”相关政策刺激具有可预期性, 看好公司在传统监测业务和新进入的海绵城市业务的潜在空间。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 43.3 元目标价位, 对应 28% 的上涨空间, 相当于 62.3 x15PE 和 64.4x15EV/EBITDA。给予买入评级。

风险

- 公司作为环保行业公司, 面临着环保政策刺激不及预期的风险。同时公司也面临着海绵城市实际订单落地的不确定性和外延扩张的阻力。

戚政韬 CFA 联系人
 qizhengtao@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

一. 公司历史沿革	5
二. 初心不改：从环境监测到实验仪器，紧密围绕传统业务	6
2.1. 环境监测仪器将是公司长久深耕的领域	6
2.2. 从环境监测到实验室用品：长期发展的必由之路	12
三. 曲线扩张：由水务 PPP 带动监测仪器业务，从增厚业绩再到外延并购 ..	18
3.1. 收购鑫佰利，进军水务领域，增厚业绩，带动监测业务发展	18
3.2. 增厚业绩，才能在二级市场取得更广泛的融资渠道	23
四. 公司股权结构	25
五. 公司盈利预期及估值方法	27
5.1 公司盈利预期：环境监测业务蓬勃发展，实验室仪器大步前进	27
5.2 公司估值假设：EV/EBITDA	27
六. 风险提示	29

图表目录

图表 1：公司主营业务构成	5
图表 2：公司主营业务毛利	5
图表 3：我国环境空气质量监测点位数	6
图表 4：主要企业环境空气监测设备销量	6
图表 5：国家城市环境空气自动监测能力建设范围	6
图表 6：地表水水质监测网络	7
图表 7：地下水环境监管能力建设项目表	7
图表 8：已公布重点监控企业名单的省市	8
图表 9：环保监测板块毛利率最高	8
图表 10：2014 年底环保四大板块 CR6 情况对比	8
图表 11：环保各大板块市场规模对比	9
图表 12：业内 6 家主要的环境监测仪器公司业务覆盖面对比	9
图表 13：国内 6 家环保监测上市公司营收对比	10
图表 14：2014 年环保监测上市公司市场份额	10
图表 15：大气挥发性有机物的监测方法	11
图表 16：Synspec 光谱监测 VOCs 过程	11
图表 17：Bohnen Beheer 营业收入（2012 年收入按照权益法还原成全年预测收入）	11
图表 18：VOCs 治理领域企业规模	12
图表 19：蓄热式燃烧 RTO 技术原理	12
图表 20：目前 VOCs 处理主流技术	12

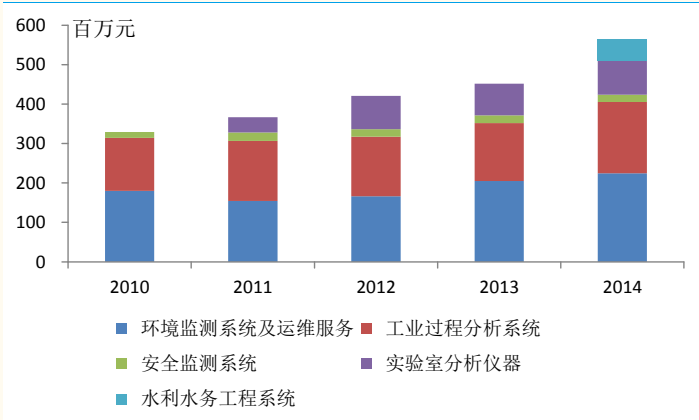
图表 21: 2012 年全球实验室用品按产品划分的份额	13
图表 22: 全球实验室用品按地域划分的份额	13
图表 23: 中国和印度的实验室用品需求增速较高	13
图表 24: 中国实验室仪器领域进口垄断度高	13
图表 25: 国际实验室用品巨头历年营收	14
图表 26: 实验室用品行业毛利率常年维持高位	14
图表 27: 2014 年全球前 25 实验室用品销售商	14
图表 28: 全球历年实验室用品 CR25	15
图表 29: 高研发费用是行业的门槛	15
图表 30: 丹纳赫收购历史	15
图表 31: 赛默飞世尔收购历史	16
图表 32: 安捷伦收购历史	16
图表 33: 中空纤维膜结构图	18
图表 34: 使用中空纤维膜的车间	18
图表 35: 碟管式反渗透膜组件结构图	19
图表 36: 使用碟管式反渗透膜的车间	19
图表 37: 我国年用水量以及细项分类	19
图表 38: 原水处理市场空间	19
图表 39: 我国历年污水排放量及处理率	20
图表 40: 全国污水处理厂数量	20
图表 41: 污水厂负荷率稳定提升	20
图表 42: 污水处理 EPC 市场空间	20
图表 43: 污水处理 BOT 市场空间	20
图表 44: 中水回用量和相关比率	21
图表 45: 中水 EPC 和 BOT 市场空间	21
图表 46: 鑫佰利主要业务布局	21
图表 47: 鑫佰利 2015-16 年业绩预测	21
图表 48: 相关政策密集出台	22
图表 49: 传统的 LID 工程	23
图表 50: 我国需要加入水体治理环节	23
图表 51: 我国城市建成区面积不断增加	23
图表 52: 不同单位投入假设下十三五期间海绵城市预期投入	23
图表 53: 2010 年至今 A 股定增数量和金额统计	24
图表 54: 大部分企业定增前业绩实现增长	24
图表 55: 高增速企业融资额度更高	24
图表 56: 公司目前股权结构	25
图表 57: 公司上市时的股权结构	26
图表 58: 聚光科技主营业务预测	27
图表 59: 环境监测行业动态递进 P/E	28

图表 60: 环境监测行业动态递进 EV/EBITDA	28
图表 61: 聚光科技动态递进 P/E	28
图表 62: 聚光科技动态递进 EV/EBITDA	28
图表 63: 聚光科技股价表现	28
图表 64: 聚光科技 EV 变化	28

一. 公司历史沿革

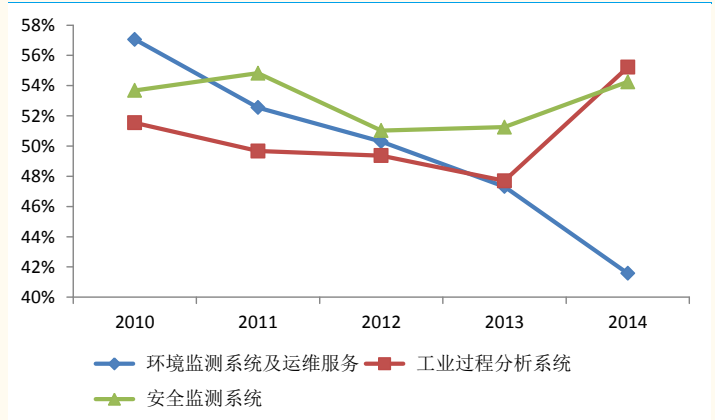
- 聚光科技 2002 年成立于杭州。2003 年，在国内首次研制成功基于 TDLAS 技术的激光在线气体分析系统。2006 年，推出 CEMS 烟气排放连续监测系统，进入环境监测领域。2007 年，通过并购摩威泰迪，英贤仪器，盈安科技，先后进入石化化工过程分析，近红外分析和金属分析领域。2009 年并购大地安科，成为中国环境监测业内产品线最全的公司。2010 年，成立清本环保工程（杭州）有限公司，提供 VOC 废气治理与服务，进入环境治理领域。2011 年，公司成功登陆创业板。2011 年，并购吉天仪器，战略布局实验室仪器市场。2012 年，收购并控股荷兰 BB 公司拥有 100% 股权的 Synspec B.V.，布局在线 VOCs 监测。2014 年，收购东深电子和大通永维，进入智慧水务和工业运维领域。2015 年收购鑫佰利，正式进军工业废水治理。同年，收购安谱实验，构建智慧实验室综合服务供应商。

图表 1：公司主营业务构成



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：公司主营业务毛利



来源：Wind，国金证券研究所

二. 初心不改：从环境监测到实验仪器，紧密围绕传统业务

2.1. 环境监测仪器将是公司长久深耕的领域

■ 我们认为，随着“十三五”规划的出炉，监管权的回收，环境监测仪器领域将迎来巨大的发展，并且随着 VOCs 纳入监测体系，环境监测仪器市场不仅面临着原有仪器数量上需求的增加，还会面临着监测细化，需求多样化的机遇。我们预计，随着政府对于监测精度的要求增加，对于配套服务的要求的提升，市场集中度将进一步提升，业内规模以上企业将会进一步凸显优势。聚光科技作为业内监测仪器的龙头供应商，将会享受到额外的收益。

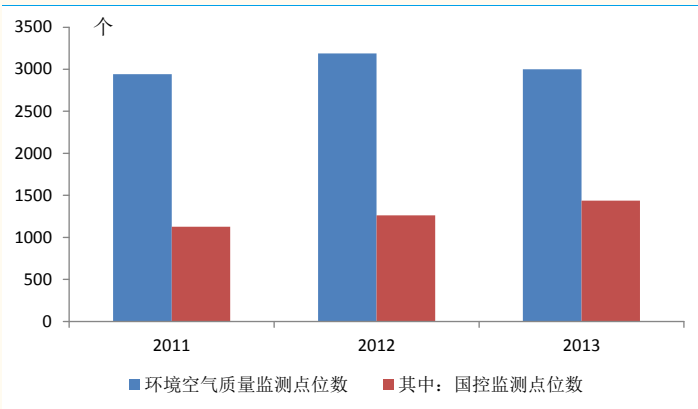
2.1.1 “十三五”期间传统环境监测市场有进一步发展的空间

■ 空气监测增量空间来自于点位向县级行政单位下沉，点位密度增加，水质监测来自于向县级下沉和向地下水扩展，污染源监测来自于省级重点监控企业。同时“十三五”期间，VOCs 和重金属监测将是两个巨大的新市场。

1. 空气监测方面

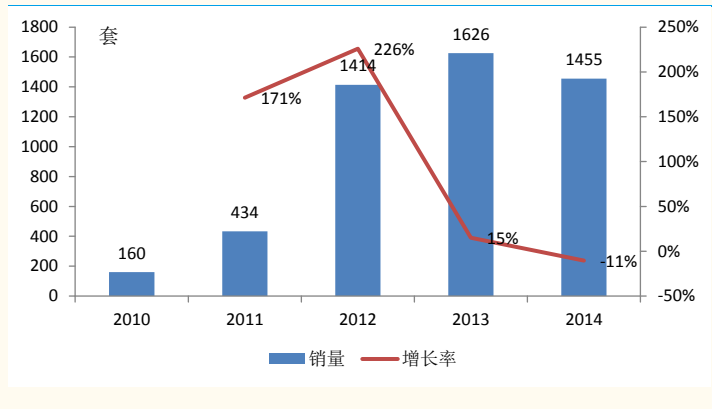
■ “十二五”期间，国家空气环境质量监测网络已经建设完成，这个网络是以地级市为主要依托的空气质量“国控点”网络（包括 1436 个城市点，96 个区域点和 15 个背景点）。“十三五”将大面积启动以县级行政单位为主要依托的“省控点”网络建设。“省控点”涉及的区域广阔，全国共 2854 个县级行政单位，按平均一个县建设 2 座监测站，每个监测站配备标准的六参数监测仪器计算，全国“省控点”网络建设的市场空间在 55 亿元。从目前的不完全统计显示，大约有 1/3 的省区已经在“十二五”期间启动了“省控点”网络的建设，且各个地区建设的进度不同，因此预计“十三五”期间“省控点”网络建设的剩余市场空间在 37 亿左右。

图表 3：我国环境空气质量监测点位数



来源：全国环境统计公报，国金证券研究所

图表 4：主要企业环境空气监测设备销量



来源：中国环境监测总站，国金证券研究所

图表 5：国家城市环境空气自动监测能力建设范围

项目	城市	第一期	第二期	第三期	“十二五”末期点位总数
包含范围		包含京津冀，长三角，珠三角等重点区域以及直辖市，省会城市，计划单列市和中央本级	包含除第一期建设范围以外的其他 113 个环保重点城市以及中央本级	包含除前两期建设范围以外的全部地级以上城市	
完成日期		2012 年	2013 年	2014-2015 年	
数量总计	338	86	61	191	1436

来源：国家环境空气监测网建设项目申报技术指南，国金证券研究所

2. 地表水水质监测方面

- 在地表水水质监测网络建设中，“十二五”期间主要集中在其中“国控断面”的新建和改造，增加监测网络的密度。“十三五”期间，将增加“省控断面”的密度。按照“十二五”期间“国控断面”密度增加的比例，预计“十三五”期间将增加地表水水质监测断面 7441 个，地表水水质自动监测断面 125 个，界河水质监测断面 65 个，近岸海域水质监测断面 739 个，近岸海域水质自动监测断面 15 个，城市集中式饮用水水源地监测由于采用采样监测的方式，不需要在监测点安装设备。根据我们搜集的公开资料，普通水质监测系统和自动水质监测系统的平均单价分别为 40 万元和 85 万元左右，则“十三五”期间的市场空间在 34 亿元。

图表 6：地表水水质监测网络

地表水监测系统	现有断面（个）
地表水水质监测断面	9414
国控断面	972
地表水水质自动监测网	149
界河水质监测（国控断面）	78
城市集中式饮用水水源地水质监测	912
近岸海域水质监测网	882
国控断面	301
近岸海域水质自动监测	18

来源：环保部文件总结，国金证券研究所

- 3.地下水水质监测方面
- 《全国地下水污染防治规划（2011-2020 年）》一共设计了地下水环境监管能力建设项目 11 项，总投资金额 43 亿元，则年均的投资额 4.3 亿。考虑到前期建设进度略快，预计“十三五”期间剩余的市场空间在 15-20 亿元。

图表 7：地下水环境监管能力建设项目表

项目	投资额（万元）
各省地下水污染监测和预警应急系统建设工程	223,096
国家地下水污染监测技术体系	2,617
国家地下水污染应急预警体系	3,739
地下水污染信息管理体系	3,739
地下水污染防治区划分技术体系	2,991
地下水污染健康风险评估体系	2,991
地下水污染控制与修复技术体系	42,384
地下水污染风险评估技术体系	2,617
地下水环境信息管理体系	47,113
地下水污染应急保障工程体系	75,157
地下水突发污染应急监测体系	23,556
合计	430,000

来源：《全国地下水污染防治规划（2011-2020 年）》，国金证券研究所

- 4.污染源监测方面
- “十二五”国控点监测事权上收，“十三五”实行省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度。在污染源监测上，“十二五”的重点是对于国家重点监控企业的监测网络的建设，而十三五将下沉到省级，甚至市级以下，我们对比目前发布的《2015 年国家重点监控企业名单》和各省已经发布的 2015 年省级重点监控企业名单，保守估计，“十三五”期间需要安装在线监测设备的污染源省控点分别为：废（污）水 4000

家，废气 2000 家。根据我们搜集的公开资料，目前废气在线监测的 CEMS 系统的平均单价在 50 万元，水污染源在线监测系统的平均单价在 80 万元。则“十三五”期间污染源在线监测设备的市场空间在 42 亿元。

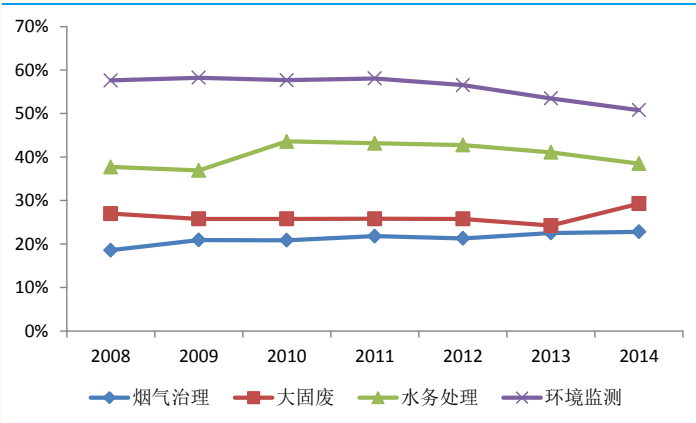
图表 8：已公布重点监控企业名单的省市

省市	废水（家）	污水（家）	废气（家）
天津市	35	1	83
辽宁沈阳	53	13	84
江苏宿迁	142	17	119
浙江省	976	235	190
福建福州	19	1	16
河南省	10	19	30
湖南省	225	133	133
海南省	36	4	18
四川省	93	25	77
青海省	46	4	48
宁夏	66	10	80
新疆	58	12	113

来源：国金证券研究所整理

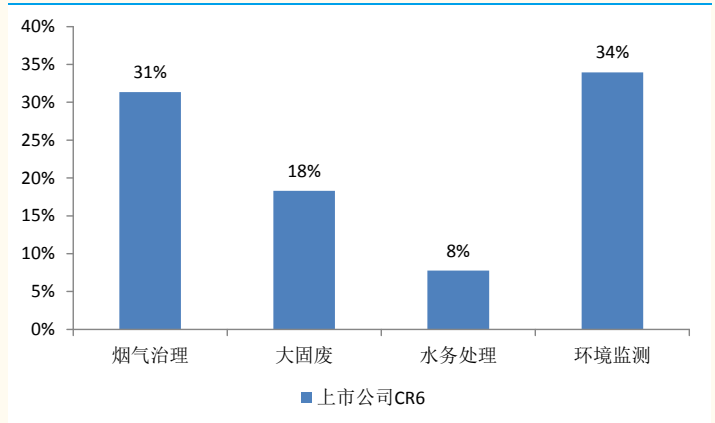
- 传统环境监测市场也具有自身的特点，将在长期影响行业的发展。一是整体毛利润率非常高，但是壁垒也非常高。行业内的企业均有较大动力在规模上进行横向扩张，并购成为了行业的主旋律。近几年，业内主要企业进行了一系列的并购，对于原来地方性的，比较优质的监测企业进行了整合。目前环保监测板块整体上市公司的 CR6 水平是最高的。截止到 2014 年底，达到了 34%。我们预计在未来几年，行业集中度仍然会迅速提高。

图表 9：环保监测板块毛利润率最高



来源：Wind，国金证券研究所

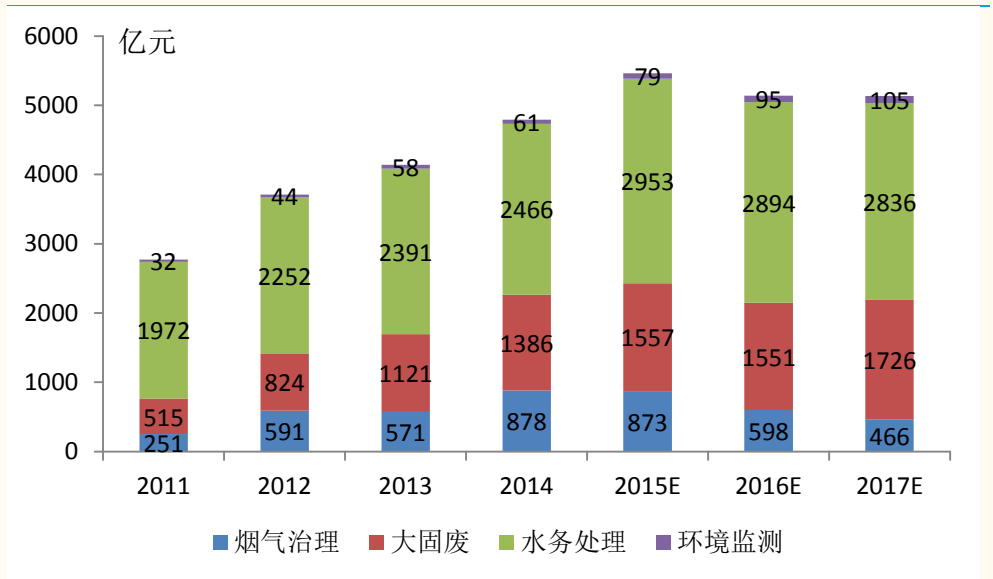
图表 10：2014 年底环保四大板块 CR6 情况对比



来源：Wind，国金证券研究所

- 第二是整体容量依然有限，和气固水三大传统板块相比，市场空间非常有限。我们预计，传统环境监测市场的体量只能达到其他三大板块的 1/10-1/4 左右（考虑到 VOCs 的监测空间后）。而且因为行业自身以提供仪器仪表安装为主业的特点，行业爆发速度具有短期，快速，一步到位的特点。短期而言，“十三五”规划上的各项利好正在逐步落地，无疑会对各主要参与者的业绩起到十分积极的拉动作用。但是长期来看，行业自身内部成长的需求依然偏弱，行业未来的机会仍然取决于政策在监测方向的不加加码。

图表 11：环保各大板块市场规模对比



来源：环保部，中电联，中国环境监测总站，国金证券研究所

- 我们认为聚光科技会充分享受到政策刺激的这种中短期利好。公司目前拥有国内最全面的环境监测产品线，覆盖水，土，气，金属板块，形态从大型监测点仪器到小型便携式户外监测仪器，并可以提供集成化的服务，通过和数据的实时联网，给客户及时的大数据服务。产品线全面地优势在于能比竞争对手更先一步抓住市场商机，这在监测行业业绩爆发短平快的背景下尤为明显。

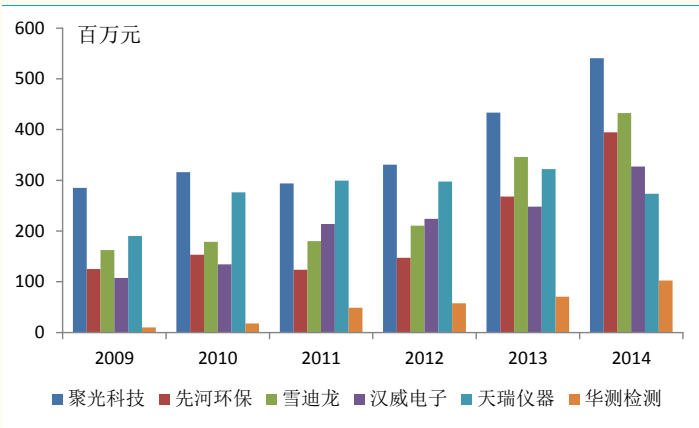
图表 12：业内 6 家主要的环境监测仪器公司业务覆盖面对比

	烟气检测	VOC 监测	污水监测	水质监测	土壤监测	金属监测	信息平台	实验室仪器	VOC 治理	水务治理	运维服务
聚光科技											
先河环保											
雪迪龙											
汉威电子											
天瑞仪器											
华测检测											

来源：国金证券研究所

- 截止到 2014 年底，聚光科技在环保监测领域 6 家相关上市公司里，营业收入位居第一位，如果按收入估算市场占有率，则达到了 26%。我们认为，环境监测市场，是一个高技术壁垒，同时口碑效应很强的市场。下游客户对于产品监测的质量和后期维护有着非常高的要求。同时，监测权的回收监督以及污染责任同职位的挂钩都要求监测设备的监测精度要达到十分高的水平。聚光科技目前已经在市场成功建立起了专业化，高精度化和及时维护化的口碑，在监测点下沉和单位装机密度加大的背景下，聚光科技全产品线的优势将愈发明显，在未来接 PPP 项目时，强大的后期维护能力也会给公司增添更多的优势。

图表 13: 国内 6 家环保监测上市公司营收对比

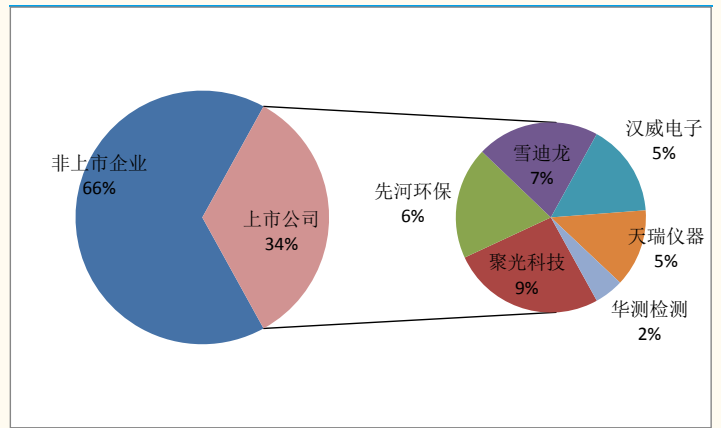


来源: Wind, 国金证券研究所

雪迪龙按照 2011 年之前环保监测仪器占比估算

华测检测按照工业品测试营收估算

图表 14: 2014 年环保监测上市公司市场份额



来源: Wind, 国金证券研究所

- **2.1.2 VOCs 市场爆发可期, 公司监测+治理布局已成**
- VOCs 是指在标准状态下饱和蒸气压较高 (标准状态下大于 13.33Pa), 沸点较低, 分子量小, 常温状态下易挥发的有机化合物。通常可分为包括烷烃, 烯烃, 芳香烃, 炔烃的 C2~C12 非甲烷碳氢化合物 (Non-methane hydrocarbons, NMHCs); 包括醛, 酮, 醇, 醚, 酯, 酚等 C1~C10 含氧有机物 (Oxygenated Volatile Organic Compounds, OVOCs); 卤代烃 (Halogenated hydrocarbons); 含氮化合物 (Organic nitrates), 含硫化合物 (Organic sulfur) 等几大类化合物。
- “十二五”期间 VOCs 的治理正式进入政府视野。2013 年 5 月发布的《挥发性有机物污染防治技术政策》首次提出 VOCs 污染防治策略和方法。同年 9 月发布的《大气污染防治行动计划》, 提出推进 VOCs 污染治理, 京津冀, 长三角, 珠三角等区域 2015 年底前完成石化企业有机废气综合治理。2014 年 12 月发布的《石化行业挥发性有机物综合整治方案》, 提出到 2017 年, 全国石化行业基本完成 VOCs 综合整治工作, 建成 VOCs 监测监控体系, VOCs 排放总量较 2014 年削减 30% 以上。2015 年 6 月, 《挥发性有机物排污收费试点办法》发布, 明确将于 2015 年 10 月 1 日起, 对石油化工行业和包装印刷行业征收 VOCs 排污费。一系列政策推动了 VOCs 的监测和治理市场, “十二五”期间, 北京, 天津, 广东, 浙江, 江苏等省也分别出台了本省的挥发性有机物监测治理政策。2015 年 11 月, 环保部最新发布《环境空气挥发性有机物的测定罐采样/气相色谱-质谱法》和《固体废物挥发性有机物的测定顶空-气相色谱法》两项有关挥发性有机物的测量方法, 国家对于 VOCs 监测和治理的关注度不断提高。
- “十三五”期间, VOCs 监测的市场空间主要体现在空气质量监测和重点领域污染源监测两个方面。空气质量 VOCs 监测方面, “十二五”国家环境监测方案中已经要求“国控点”安装 VOCs 监测设备, 我们乐观估计所有国控点在“十二五”之内完成安装任务, 则“十三五”期间 VOCs 监测将纳入省控点的监测指标之内, 按我们预测的 5708 个的点位数和搜集到的公开数据显示的 150 万元/台的单价, 我们预计这部分的市场空间在 86 亿元。污染源 VOCs 监测方面, 保守估计“十三五”将重点推进石化行业和印刷行业的 VOCs 监测。全国 381 个石化工业园区, 按照每个园区安装 10 台 VOCs 监测设备, 以及全国 4142 家规模以上印刷企业, 按照每家企业安装一台 VOCs 监测设备计算, 这部分的市场空间在 117 亿元。即“十三五”期间 VOCs 监测市场空间合计在 203 亿元。

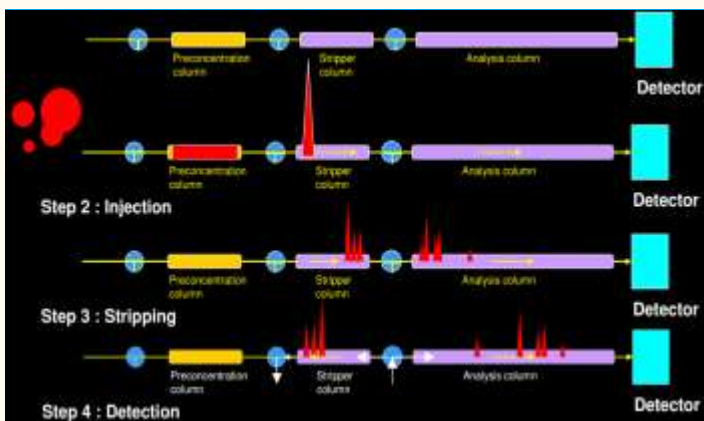
图表 15: 大气挥发性有机物的监测方法

方法	方法原理	目标化合物
吸附管采样-热脱附/气相色谱-质谱	固体吸附剂采样, 气相色谱分离, 质谱进行检测	34 种卤代烃、芳香烃化合物
苯系物的测定活性炭吸附/二硫化碳解吸-气相色谱法	活性炭采样管采样, 气相色谱分离, 氢火焰离子化检测器检测	8 种芳香烃化合物
苯系物的测定固体吸附/热脱附-气相色谱法	固体吸附剂采样, 气相色谱分离, 氢火焰离子化检测器检测	8 种芳香烃化合物
挥发性卤代烃的测定活性炭吸附-二硫化碳解吸/气相色谱法	活性炭采样管采样, 气相色谱分离, 电子捕获检测器检测	20 种卤代烃化合物
罐采样-气相色谱-质谱/氢火焰离子化检测器测定方法	低温三级富集, 气相色谱分离, 氢火焰离子化检测器和质谱检测器检测	NMHCs、卤代烃、含氮有机物
2,4-二硝基苯肼衍生化-高效液相色谱测定方法	固体吸附剂采样, 液相色谱进行测定	23 种醛酮类化合物
在线-气相色谱-质谱/氢火焰离子化检测器测定方法	超低温冷阱富集, 气相色谱分离, 氢火焰离子化检测器和质谱检测器检测	NMHCs、卤代烃、含氧有机物、含氮有机物

来源: 城市大气挥发性有机化合物 (VOCs) 监测技术指南, 国金证券研究所

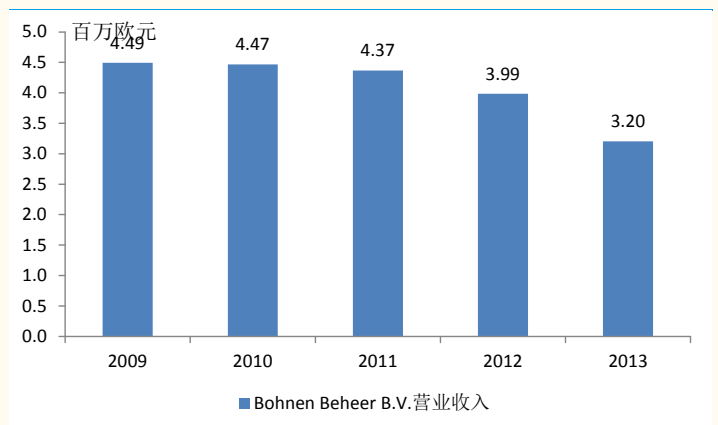
- 公司早在 2010-12 年就完成了在 VOCs 领域的布局。2010 年公司成立了专注 VOCs 治理的公司清本环保, 在 2012 年以 393.75 万欧元收购了荷兰 Bohnen Beheer 公司 75% 的股权, 间接控股荷兰 BB 公司拥有 100% 股权的 Synspec 公司。而控股 Synspec 公司主要目的就是切入 VOCs 监测领域。目前聚光科技已经完成了在 VOCs 监测和治理方面的主要布局。
- 在监测方面, Synspec 创建于 1993 年, 是 VOCs 监测领域世界知名的企业。Synspec 公司产品在中国市场拥有较高的市场占有率, 已分别在江苏, 浙江, 北京, 上海等地区建立相应的区域性特殊污染因子监测网络系统。根据聚光科技收购 BB 公司的公告显示, 截止到 2011 年 Synspec 公司产品在中国市场已销售约 200 套, 市场占有率高达 90% 以上。VOCs 在线监测设备在全球的销售量超过 4000 多套, Synspec 公司的销量超过 2000 套, 拥有超过 50% 的全球市场份额。
- 目前 Synspec 公司主要的产品线有:
 - 1) GC955 产品: 主要用于苯, 甲苯和二甲苯(简称 BTX) 等致癌污染物的环境监测。
 - 2) Delta 产品, 部分 GC955 产品和部分 Alpha 产品: 主要用于 VC 和其他工业安全监测。
 - 3) 多普勒(TCD) 产品: 主要用于 Diving Gas 的监测
 - 4) Alpha 产品: 主要用于 M/TNMHC 的监测。

图表 16: Synspec 光谱监测 VOCs 过程



来源: Synspec, 国金证券研究所

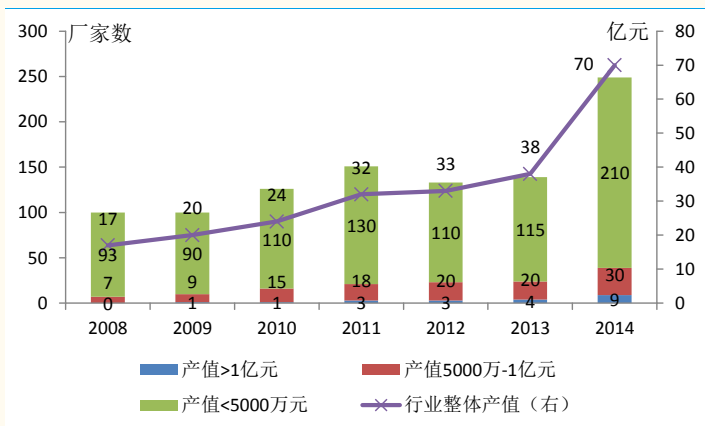
图表 17: Bohnen Beheer 营业收入 (2012 年收入按照权益法还原成全年预测收入)



来源: 公司资料, 国金证券研究所

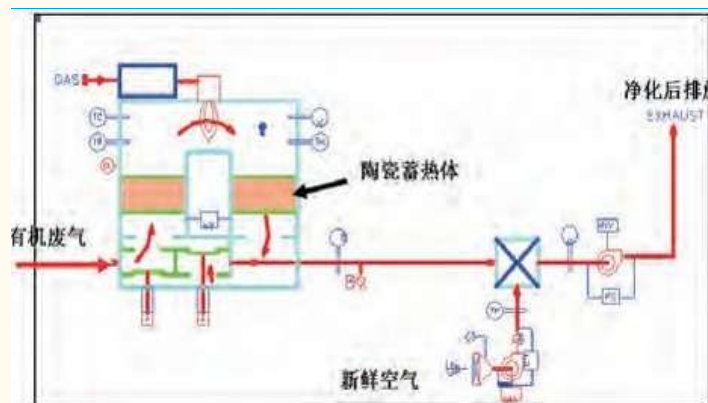
- 在 VOCs 治理方面，2013 年，清本环保的营业收入为 2200 万元，我们估计 14 年其收入可以达到 3000-4000 万元，在市场竞争对手中处于中等规模。根据中国环境保护产业协会废气净化委员会历年发布的报告，2014 年我国主要的 VOCs 处理厂家中，只有约 16% 的公司年销售额可以达到 5000 万元。在过去的 7 年，规模化以上企业占市场整体企业数量的比例仅仅上升了 9%。市场仍然处于群雄割据的状态。我们认为，随着环保“十三五”规划的提出，更加细项的 VOCs 治理的规则将陆续出台，对于企业治理覆盖面的要求和难度将呈现提高的趋势，先期规模较大的公司将在市场扩张和整合上占据较大优势。

图表 18: VOCs 治理领域企业规模



来源：中国环境保护产业协会废气净化委员会，国金证券研究所

图表 19: 蓄热式燃烧 RTO 技术原理



来源：公司资料，国金证券研究所

- 目前清本环保主要的处理技术包括吸附回收，吸附集中再生和燃烧技术，其中燃烧技术已经可以达到 RTO 和 RCO 的工艺水平。

图表 20: 目前 VOCs 处理主流技术

技术类别	主要工艺	覆盖行业	发展方向	特点
吸附回收技术	低压水蒸气脱附再生技术	油气回收，包装印刷，集装箱喷涂，石油化工，化学化工，原料药制造	氮气保护再生新工艺	应用最广泛，技术最成熟
吸附浓缩技术	固定床吸附浓缩技术	工业尾气，汽车喷涂	沸石转轮吸附浓缩技术	净化效率高，尾气排放浓度稳定
吸附集中再生技术	活性炭吸附技术	喷涂，印刷行业的小企业	集中收集吸附后的活性炭，统一活性炭异地再生	成本低，简单，灵活
燃烧技术	催化燃烧技术，高温焚烧技术	废气排放量大的污染行业	蓄热式热力焚烧技术 (RTO)，蓄热式催化燃烧技术 (RCO)	VOCs 消除最彻底，不需要回收
低温等离子体技术	等离子撞击技术	基本全部 VOCs 行业都适用	技术标准规范化	反应器阻力低，装置简单，易于操作，占地面积小，使用方便，但无害化程度较低
生物法	生物降解技术	适合于易生物降解的 VOCs 行业	拓展到酮类，醛类，脂类等多种类型的有机物的净化	绿色环保，处理费用较低，但覆盖面窄

来源：中国环境保护产业协会废气净化委员会，国金证券研究所

- 我们认为，聚光科技在 VOCs 领域完善的布局将在“十三五”期间帮助公司形成监测-治理一条龙的服务体系，随着相关市场的爆发，将会有力的增厚财报业绩。

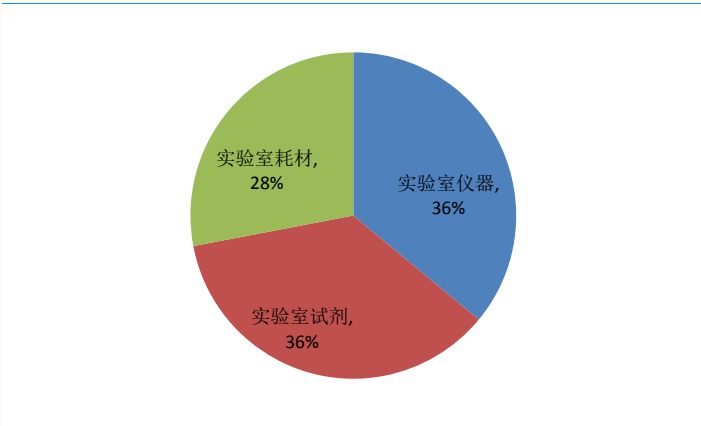
2.2. 从环境监测到实验室用品：长期发展的必由之路

- 环境监测仪器市场长期来看具有体量较小，增长依靠政策的特点，我们认为行业内的企业在未来，将逐渐切入实验室用品，以及更高精度的仪器及其他监测仪器的领域。从国外的经验来看，环境监测领域的巨头，基本也完成了实验室用品领域的扩张。聚光科技在 2015 年上半年收购的实验室耗材供应商上海安谱，正是在这个方向的进一步拓展。

2.2.1 我国对实验室仪器的需求仍有巨大空间

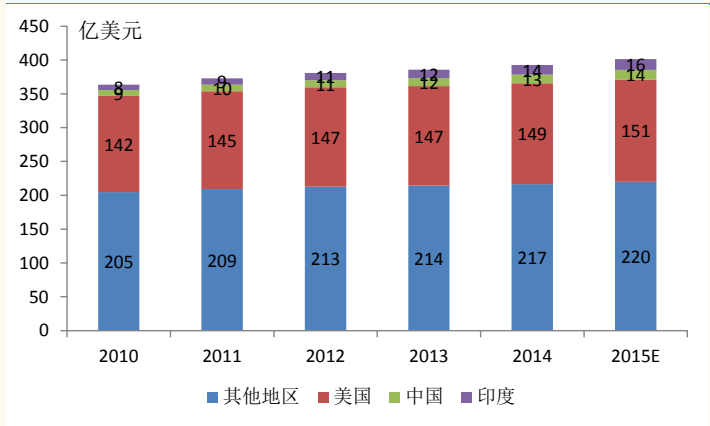
- 实验室用品包括实验室用仪器，试剂和标准品，实验室耗材三大类产品。根据 Frost & Sullivan 为 LPA 完成的全球实验室用品分类分析预测报告显示，2012 年，全球市场中，实验室仪器和试剂分别占了 36% 的市场份额。实验室用品主要运用于政府，企业和科研院校的基础研究以及生物制药，化工，医疗保健，检验检疫等领域。不同行业对于实验室用品的需求存在一定的差异性，而作为易耗品，实验室耗材则是各个行业，各类机构的实验室必需品。
- 根据 Frost & Sullivan 的预测，2014 年，全球实验室用品规模达到了 393 亿美元规模，其中美国是世界上最大的需求市场。而中国的市场规模仅有 13 亿美元，和世界第二大经济体的称号十分不相称。

图表 21: 2012 年全球实验室用品按产品划分的份额



来源: Frost & Sullivan, LPA, 国金证券研究所

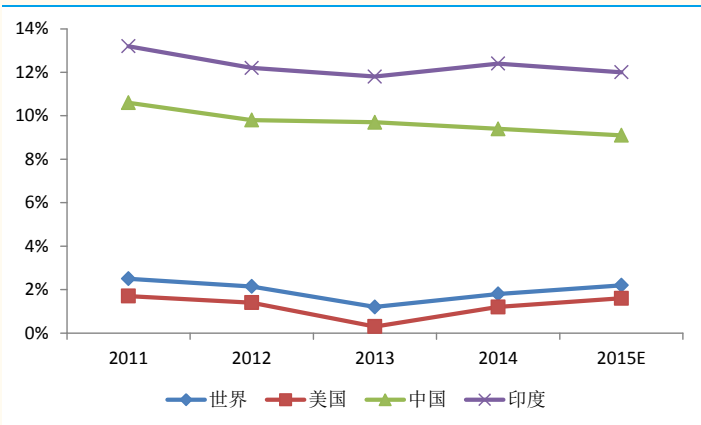
图表 22: 全球实验室用品按地域划分的份额



来源: Frost & Sullivan, LPA, 国金证券研究所

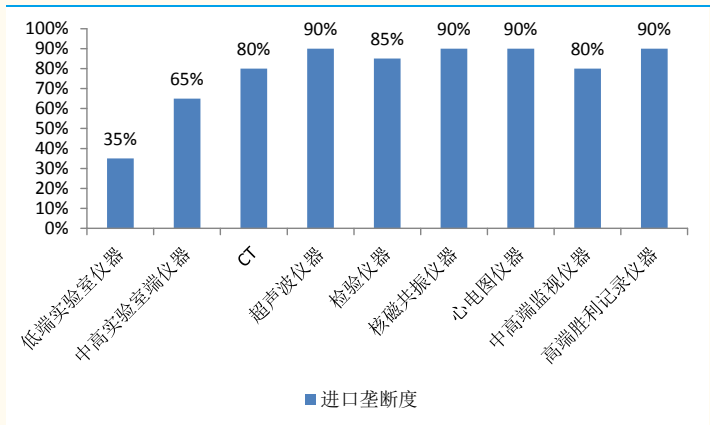
- Frost & Sullivan 的预计，在未来 10 年，全球实验用品市场份额将发生极大的改变，而主要就来自于中国和印度的强劲需求。他们预计，这两个国家的年需求增速将维持在 9% 的水平以上，到 2020 年，中国的预期市场空间将上升到 22 亿美元。
- 一方面是广阔的市场空间，另一方面，我国的实验室用品，尤其是的实验室仪器领域长期被进口产品垄断。根据中国机电网预测，目前我国低端实验仪器的自给率可以达到 65%，但是中高端的仪器自给率只能达到 35%。而在生命医学方面的监测仪器领域，基本 90% 的仪器均来自于进口。我们认为，如果国内企业能够加快技术升级和产品研发，将在实验室仪器领域产生极为可观的进口替代效应。

图表 23: 中国和印度的实验室用品需求增速较高



来源: Frost & Sullivan, LPA, 国金证券研究所

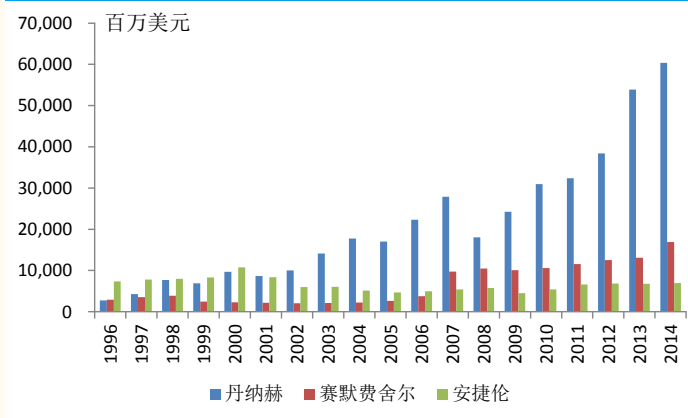
图表 24: 中国实验室仪器领域进口垄断度高



来源: 机电网, 仪器仪表网, 国金证券研究所

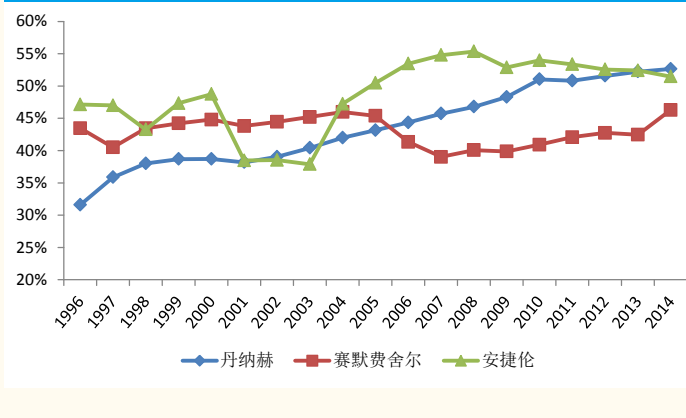
- **2.2.2 高垄断，高毛利，高增速是实验室用品行业的长期特点**
- 从国际的经验来看，实验室用品行业属于高毛利，高增速的行业，业内在过去 19 年平均年复合增速在 9% 左右，毛利基本在 40% 以上。吸引着大量优秀的企业进军其中。

图表 25：国际实验室用品巨头历年营收



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 26：实验室用品行业毛利率常年维持高位



来源：Bloomberg，国金证券研究所

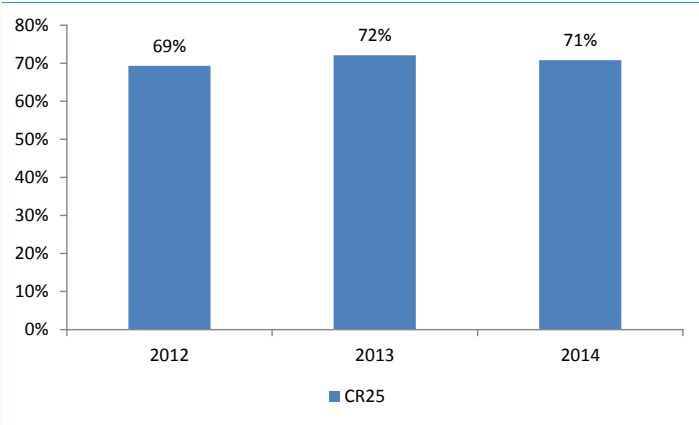
图表 27：2014 年全球前 25 实验室用品销售商

公司	英文名	2014 年实验室用品 销售额（亿美元）	比 2013 年同比	实验室用品销售 占整体销售比例	总部所 在国家
赛默费舍尔	Thermo Fisher Scientific	43.9	6%	26%	美国
安捷伦	Agilent Technologies	35.6	-9%	51%	美国
丹纳赫	Danaher	23.0	4%	13%	美国
沃特世	Waters	19.9	5%	100%	美国
岛津	Shimadzu	17.6	2%	60%	日本
罗氏	Roche Diagnostics	17.6	0%	15%	瑞士
布鲁克	Bruker	16.8	-2%	93%	美国
珀金埃尔默	PerkinElmer	16.1	-1%	72%	美国
梅特勒-托利多	Mettler-Toledo	11.7	7%	47%	瑞士
卡尔-蔡司	Carl Zeiss	8.7	4%	15%	德国
伯乐试验仪器	Bio-Rad Laboratories	7.3	0%	34%	美国
日本电子株式会社	JEOL	6.9	29%	73%	日本
尼康	Nikon	6.6	8%	8%	日本
思百吉	Spectris	5.8	-4%	30%	英国
Illumina	Illumina	5.6	50%	30%	美国
日立	Hitachi High Technologies	5.4	-3%	9%	日本
默克	Merck Millipore	5.4	-7%	15%	德国
FEI	FEI	5.1	1%	53%	美国
奥林巴斯	Olympus	4.1	0%	6%	日本
塞莱默	Xylem Analytics	3.1	6%	100%	美国
牛津	Oxford Instruments	3.0	9%	50%	英国
帝肯	Tecan	2.8	0%	64%	瑞士
堀场	Horiba	2.4	12%	17%	日本
赛多利斯	Sartorius	2.2	-8%	19%	德国
耶拿	Analytik Jena	1.6	26%	96%	德国

来源：CEN，国金证券研究所

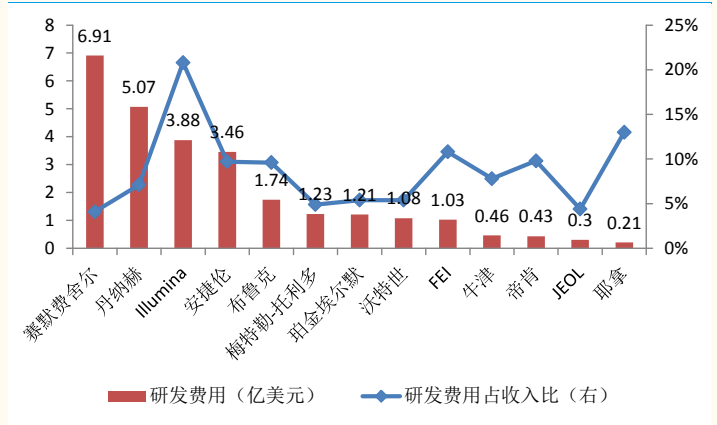
- 经过几十年的残酷竞争，目前全球来看，实验室用品行业已经形成了比较稳定的竞争态势，CR25 的市场份额已超过 70%。行业已进入稳定的垄断竞争阶段。究其原因，主要还是因为高昂的研发费用门槛。按照 14 年底的情况，企业研发的费用普遍占营收的 5% 以上，相当部分的企业甚至超过了 10%。
- 从长期来看，国际市场这种稳定的态势也必将成为国内实验室用品行业发展的方向。

图表 28: 全球历年实验室用品 CR25



来源: CEN, 国金证券研究所

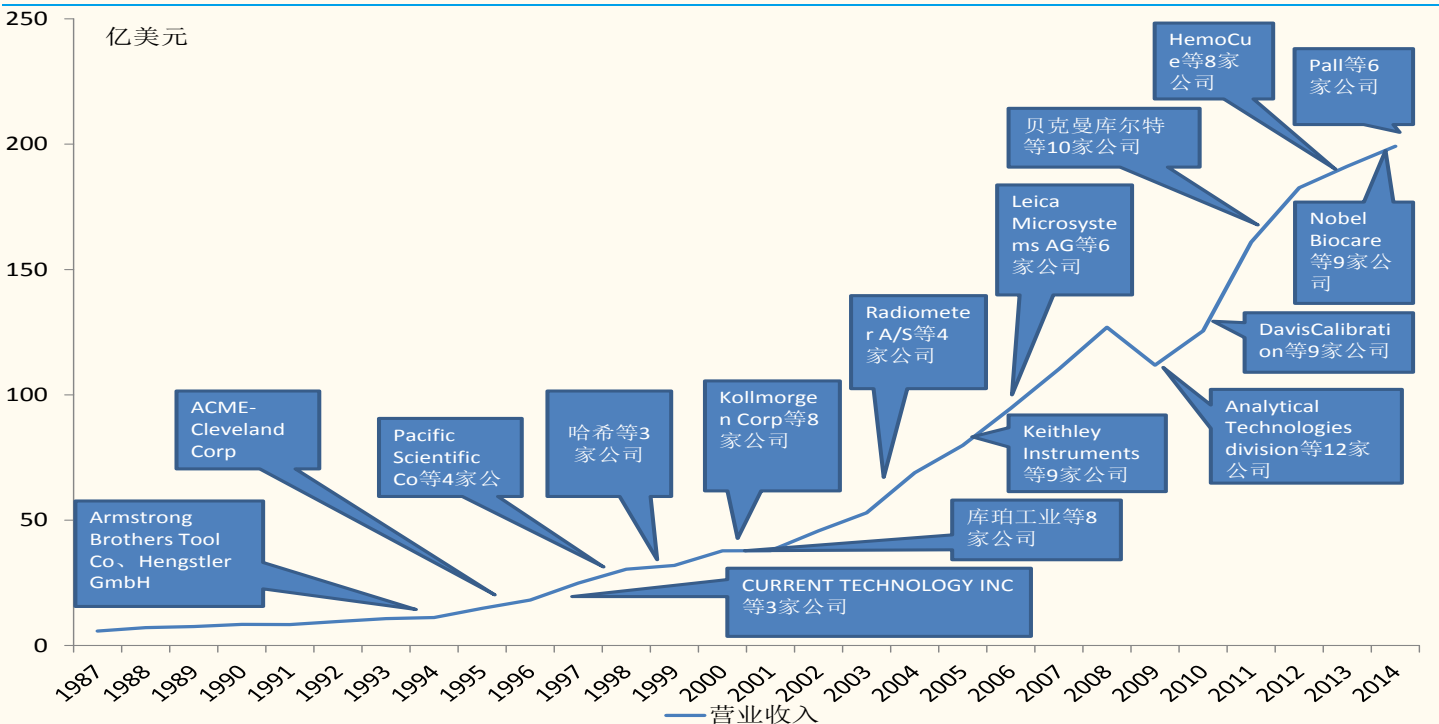
图表 29: 高研发费用是行业的门槛



来源: CEN, 国金证券研究所

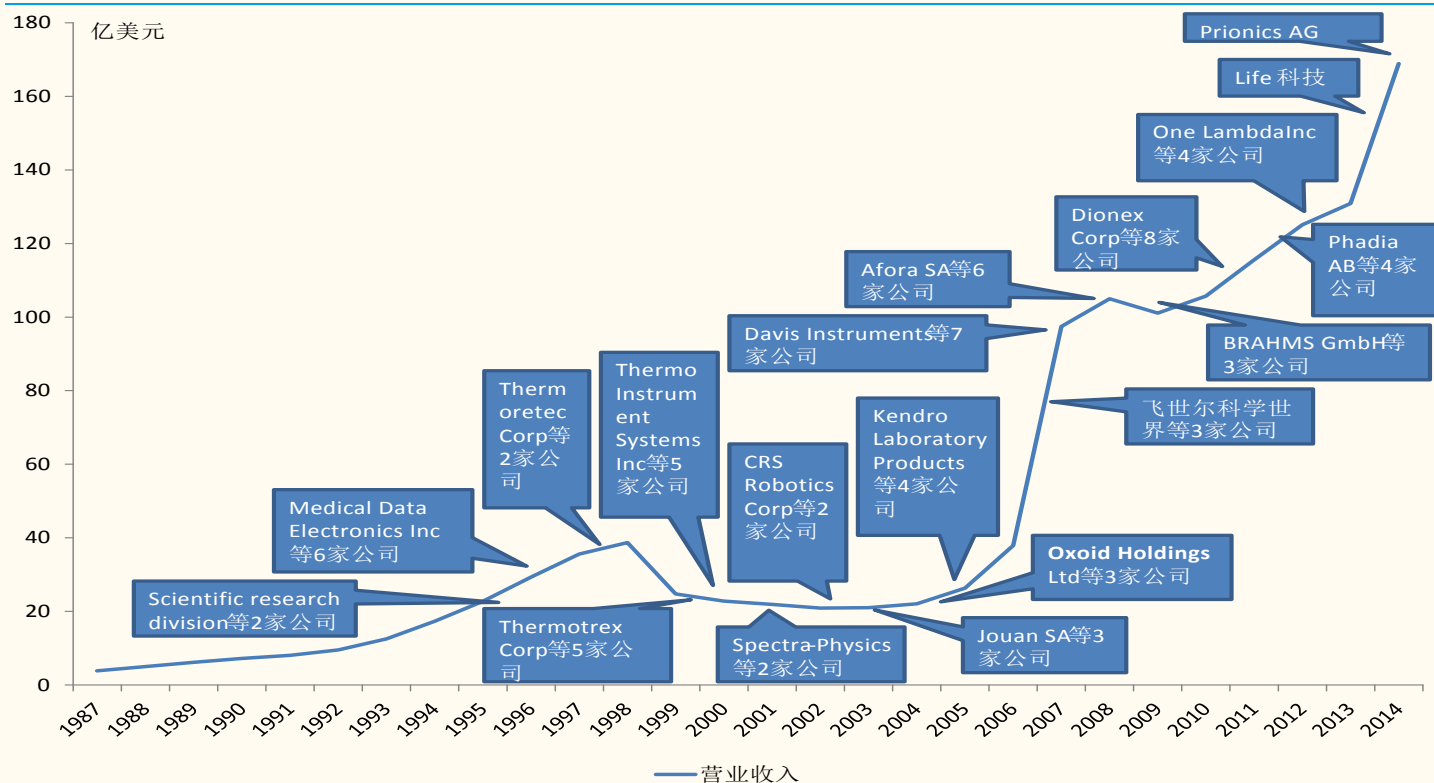
- **2.2.3 并购，并购！业内企业高速扩张的第一法则**
- 国际上，2014 年底，实验室用品行业营业收入排名前三的分别是丹纳赫，赛默飞世尔和安捷伦。从历史上来看，这三家巨头都是通过高密度的横向收购驱动规模的迅速增长，从而成为全球实验室仪器和用品的龙头企业。

图表 30: 丹纳赫收购历史



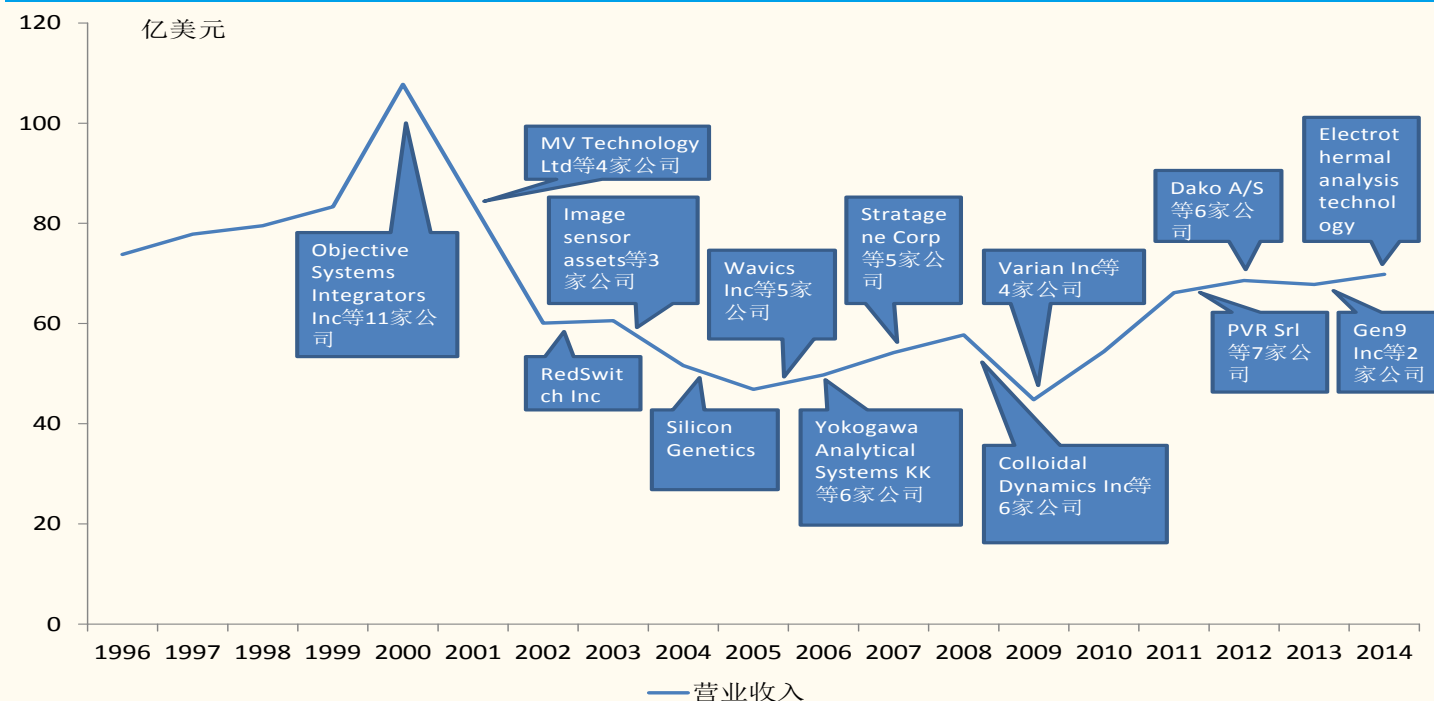
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 31：赛默飞世尔收购历史



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 32：安捷伦收购历史



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

- 当然，在大步并购的同时，企业也要小心陷入并购后业绩下滑的陷阱。要想在实验室仪器和用品行业持续高速发展，内生性的投入也必不可少。此外横向并购所引进的新技术，也需相应的技术能力去消化整合，才能发挥协同效应，否则并购将适得其反。上述三大巨头中，唯一在

并购历史上营收出现大幅下滑的安捷伦就是典型的案例。在 2003 年之后，安捷伦在依然保持高频率并购的同时，研发投入大比例下降，导致其业绩随之下滑，一直到目前才勉强恢复到 2003 年以上的水平。

- 目前国内企业研发投入占营收的比例大多维持在 5% 以上，并且正处于收购扩张时期，这就需要企业保持持续的研发投入，以消化外来的技术，整合并购公司的资源，只有这样才能稳步成长。

三. 曲线扩张：由水务 PPP 带动监测仪器业务，从增厚业绩再到外延并购

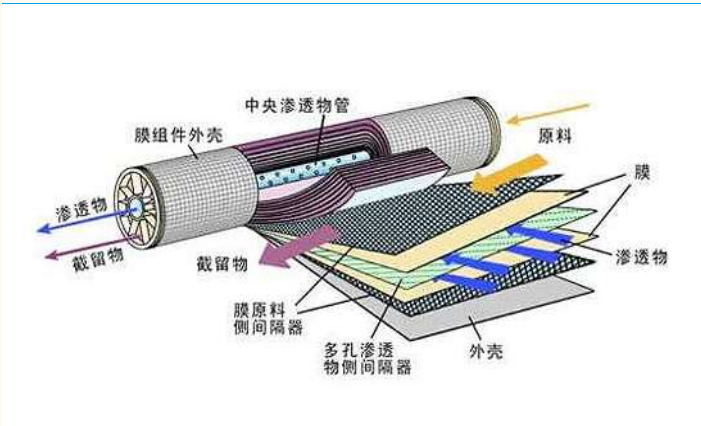
3.1. 收购鑫佰利，进军水务领域，增厚业绩，带动监测业务发展

■ 聚光科技于 2015 年上半年收购了北京鑫佰利公司，正式进军水务处理领域。我们认为，公司正在走一条独特的曲线扩张路线，而这也是由公司自身特点所决定的。公司未来的思路将会是依托鑫佰利积极进军城市市政，海绵城市，智慧水务领域，通过环保 PPP 订单来加速推广自己的监测仪器，借助全国范围推广 PPP 模式的东风，增厚自身的业绩，带动传统业务的发展。

3.1.1 水务领域：污水处理和中水回用前景依然广阔

- 鑫佰利主要的业务包括提供中空纤维膜产品研发及系统集成，DTRO 膜系统设计与集成，陶瓷膜系统设计与集成，同时提供工业废水零排放整体解决方案。中空纤维膜可应用在工业污水处理及中水回用市场；公司设计的高压 DTRO 膜系统主要应用于工业废水零排放方面。
- 中空纤维膜(hollow fiber membrane)是外形呈纤维状，有自我支撑作用的膜。它是非对称膜的一种，其致密层可位于纤维的外表面/如反渗透膜，也可位于纤维的内表面(如微滤膜，纳滤膜和超滤膜)。
- 在单位体积膜组件中，中空纤维膜的有效膜面积最大，过滤分离效率高，容易清洗，结构简单，操作方便，在生产过程不产生二次污染，因而应用广泛。中空纤维膜是膜过滤的最主要形式之一，膜呈毛细管状，微孔位于管壁上，溶液就是以其组份能否通过这些微孔来达到分离的目的。

图表 33：中空纤维膜结构图



来源：公开资料，国金证券研究所

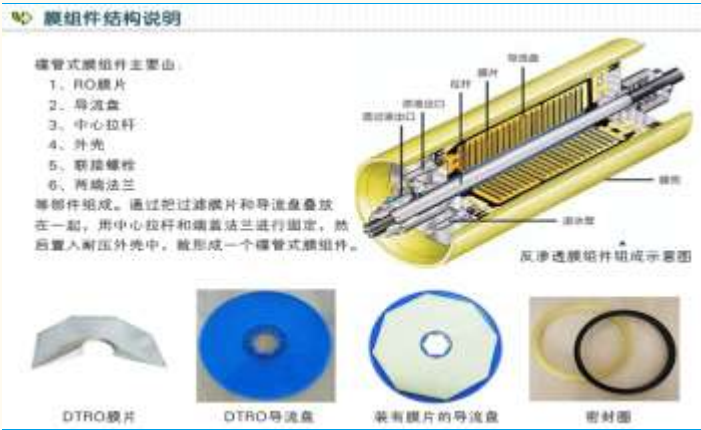
图表 34：使用中空纤维膜的车间



来源：公开资料，国金证券研究所

- 而公司的另一项技术，DTRO 膜是 DT 膜技术的一个分支，DT 膜技术即碟管式膜技术(Disc Tube Module)，分为 DTRO（碟管式反渗透），DTNF（碟管式纳滤），DTUF（碟管式超滤）三大类，是一种专利型膜分离组件。该技术是专门针对高浓度料液的过滤分离而开发的，已成功应用近 30 年。
- 碟管式膜组件主要由 RO 膜片，导流盘，中心拉杆，外壳，两端法兰各种密封件及联接螺栓等部件组成。把过滤膜片和导流盘叠放在一起，用中心拉杆和端盖法兰进行固定，然后置入耐压外壳中，就形成一个碟管式膜组件。

图表 35：碟管式反渗透膜组件结构图



来源：公开资料，国金证券研究所

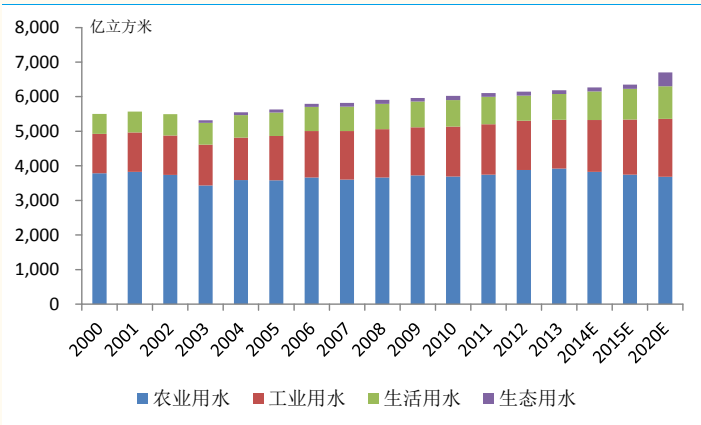
图表 36：使用碟管式反渗透膜的车间



来源：公开资料，国金证券研究所

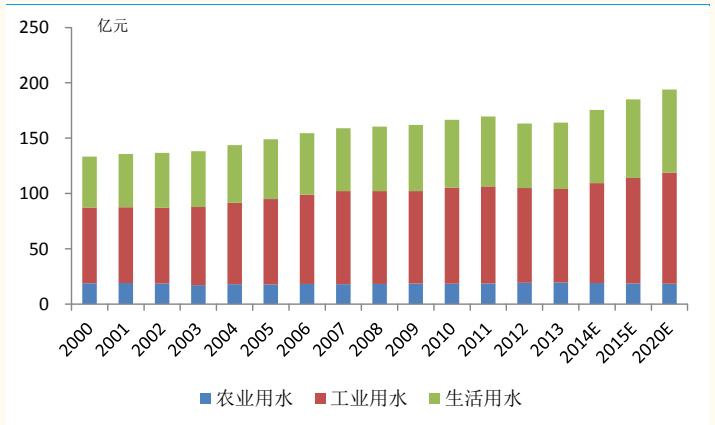
- 以上技术均是水务处理领域常用的过滤技术。而水务处理领域主要分为原水处理，污水处理，中水回用三个细分板块：
- 在原水处理方向，我们预计市场将呈现一个稳定低速的增长。这主要是由我国努力控制整体用水量和提高中水回用利用率而决定的。根据发改委和环保部的预计，到 2020 年，我国年用水量不能超过 6,700 亿立方米，而届时中水回用率将达到 20%。据此，我们预计，2015-2020 年，年均原水处理的的市场空间将约为 190 亿元。年均增长率将在 1% 左右。

图表 37：我国年用水量以及细项分类



来源：环保统计年鉴，国金证券研究所

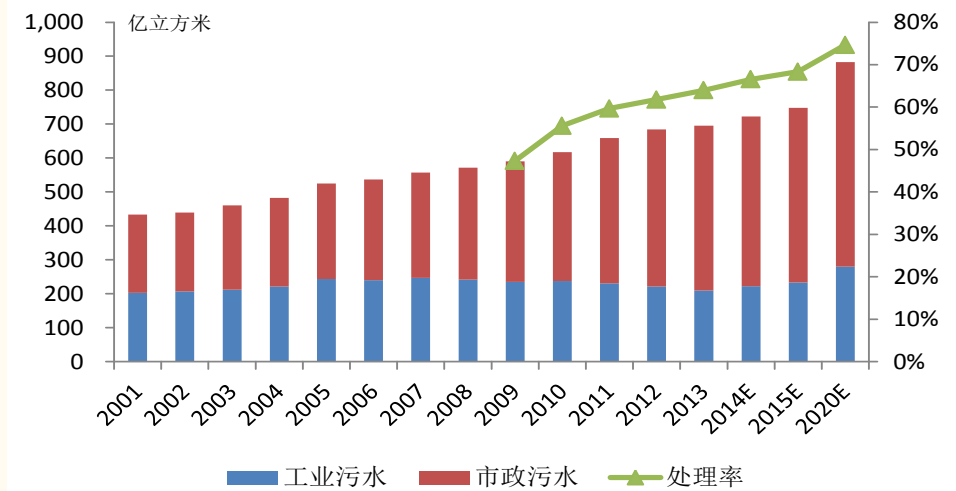
图表 38：原水处理市场空间



来源：环保统计年鉴，国金证券研究所

- 在污水处理领域，又分为工业和市政污水两个子板块。整体来看，我国目前的处理率仅为 67%，远远低于发达国家平均超过 90% 的水平。我们如果按照“十三五”期间 GDP 增长 6.5% 的预测简单推算，2020 年，我国污水的整体的排放量将超过 800 亿立方米。如果考虑到城镇化进程的加速，我国实际的污水排放量可能还要高。
- 根据国务院和环保部的规划，我国 2020 年预计的污水处理率要达到 75% 左右的水平。这就要求，一方面污水处理能力要持续的扩张，另一方面现有污水厂的负荷率要提高。

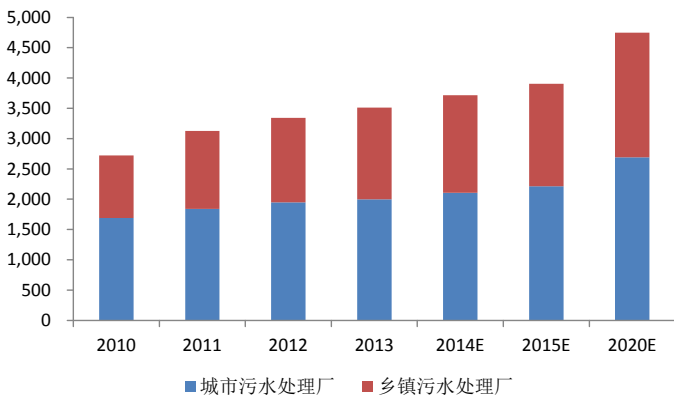
图表 39: 我国历年污水排放量及处理率



来源: 环保部, 国金证券研究所

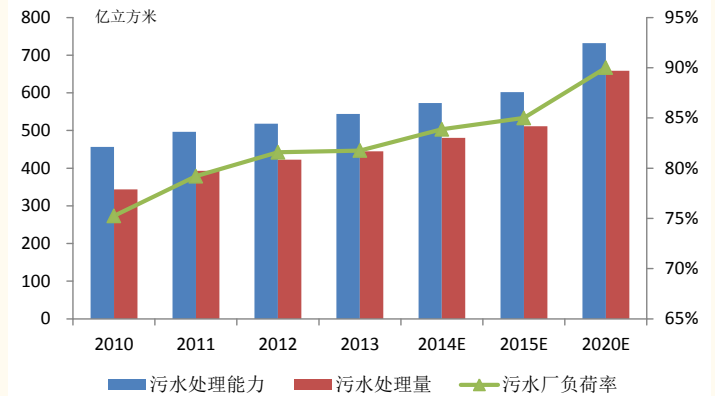
- 我们预计到 2020 年, 全国污水处理厂数量将增长到 4800 家, 污水处理能力将达到 732 亿立方米。届时, 如果污水厂有效负荷率可以达到 90%, 则年实际污水处理量将达到 659 亿立方米。

图表 40: 全国污水处理厂数量



来源: 环保部, 国金证券研究所

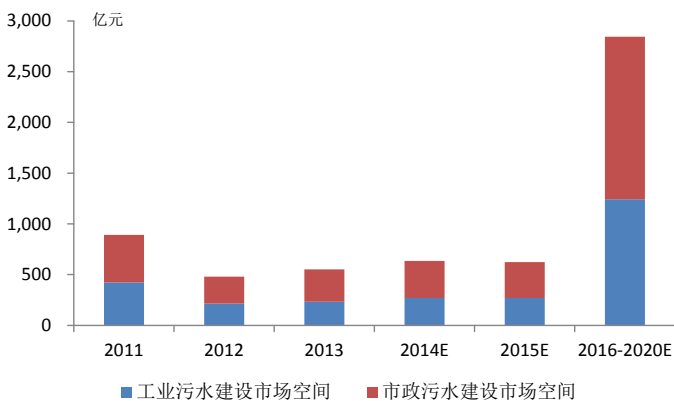
图表 41: 污水厂负荷率稳定提升



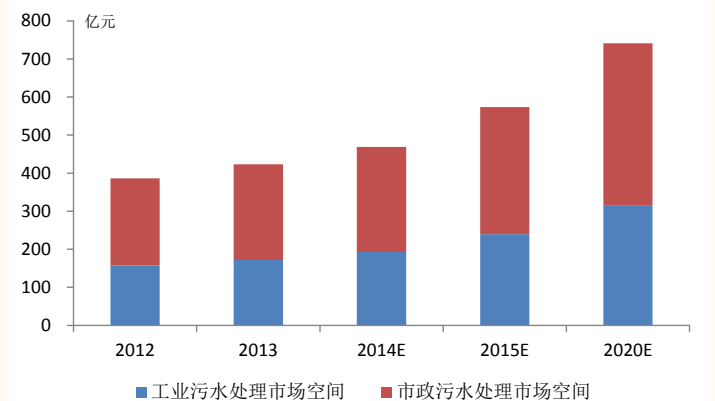
来源: 环保部, 国金证券研究所

- 如果我们按照业内目前工业废水处理投资 30 元/吨, 民用污水 18 元/吨的水平来算, 2016-2020 年间累计, 工、民两用污水处理领域投资需求将达到 2,800 亿元, 年均 BOT 市场空间将为 740 亿元。

图表 42: 污水处理 EPC 市场空间



图表 43: 污水处理 BOT 市场空间

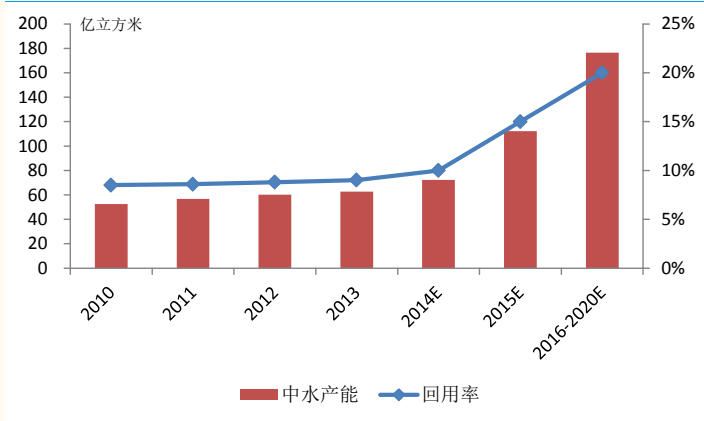


来源：环保部，国金证券研究所

来源：环保部，国金证券研究所

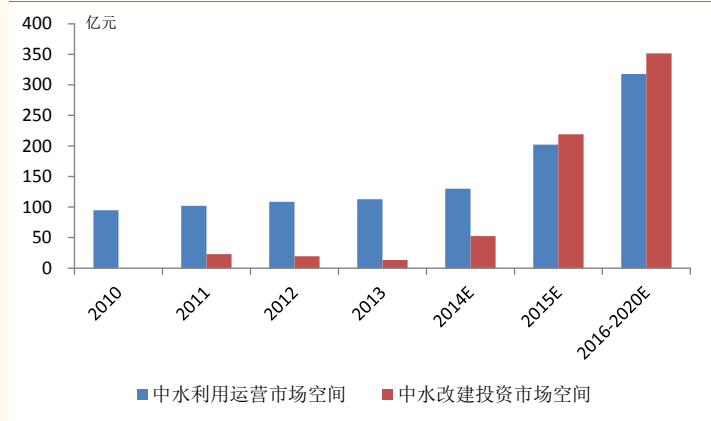
- 在中水回用领域，我们预计相关利好政策将持续加码。中水一词是相对于原水，污水而言的相对概念。中水回用是指将市政，工业污水集中处理后，达到一定的标准回用于市政绿化，车辆和道路冲洗，家庭清洁，工业冷却，工业原料等，从而达到节约用水的目的。环保部预计在 2020 年我国中水回用率将达到 20%，预计每年将节约用水约 180 亿立方米。我们估计，届时，整个产业的 EPC 和 BOT 业务将分别达到 350 和 300 亿元的水平。

图表 44：中水回用量和相关比率



来源：环保部，国金证券研究所

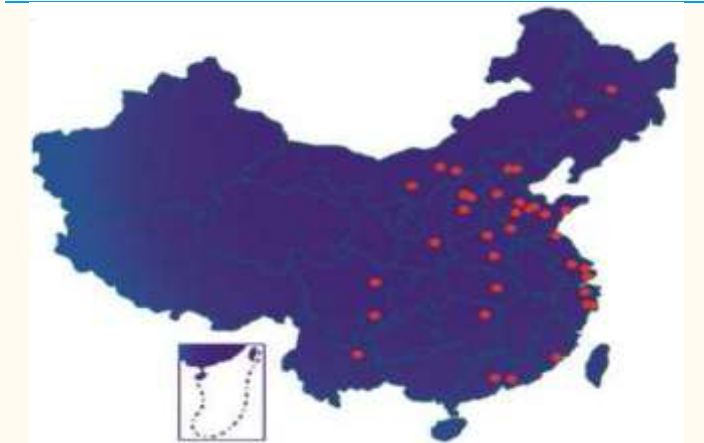
图表 45：中水 EPC 和 BOT 市场空间



来源：环保部，国金证券研究所

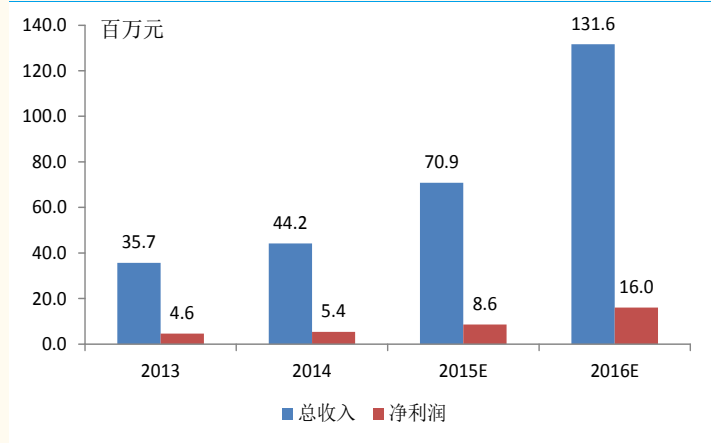
- 聚光科技于 2015 年上半年收购鑫佰利科技股份有限公司，截止 2014 年底，鑫佰利的实现销售收入 4420.9 万元，净利润为 537.7 万元。收条件为对价 10500 万元收购鑫佰利科技 70% 股权，分 4 期支付。业绩对赌为鑫佰利在 2014 年至 2016 年累计考核净利润基准为 5472 万元，不低于 3000 万元。按照 3000 万最低标准预测，我们估计公司 2015-16 年分别实现净利润 860 和 1600 万元。

图表 46：鑫佰利主要业务布局



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 47：鑫佰利 2015-16 年业绩预测

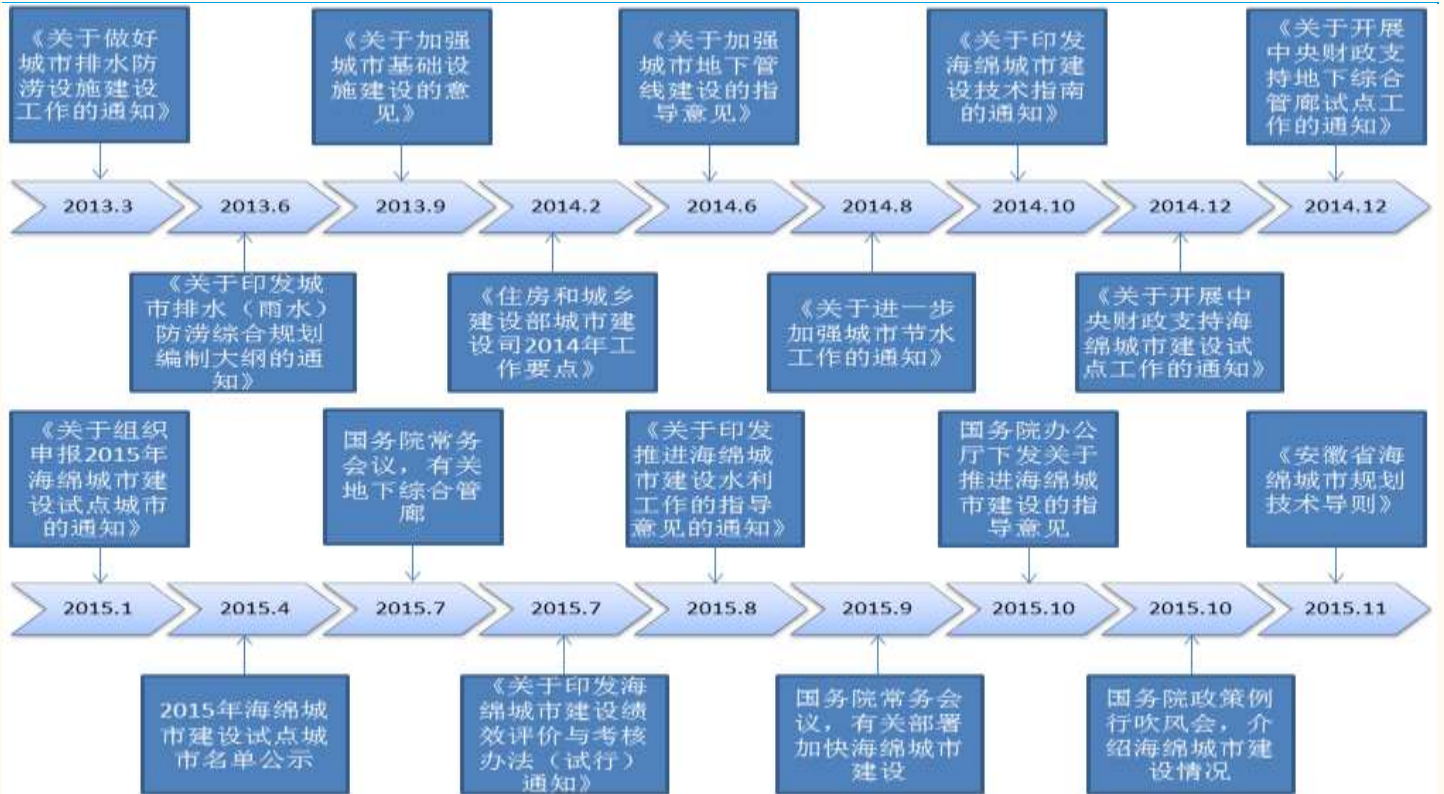


来源：公司资料，国金证券研究所

- **3.2.1 海绵城市+智慧水务：只吃属于自己的蛋糕，带动监测业务发展**
- 聚光科技目前和三个城市政府签订了涉及海绵城市和智慧水务的框架意向协议，目前初步协议投资额度在 17 亿元。章丘政府后续还可能会将工业废水处理，污泥处置，内河流域水生态修复，大气灰霾治理等环境治理项目交给公司运作。
- 我们认为，公司目前借海绵城市的东风带动自身业务的发展，是十分明智的。

- 从 2013 年 12 月 12 日，习总书记在中央城镇化工作会议上发表讲话时谈到“海绵城市”这个词开始，大众开始逐渐接触到这个新兴的词。而随后铺天盖地的新闻报道和陆续出台的一系列政策法规，以及近两年各地在极端暴雨天气中发生的“陪你看海”事件，也让整个社会对于海绵城市的关注度更加高涨。
- 随着各项刺激政策陆续的出台，全国范围内对于海绵城市的憧憬也愈发强烈。

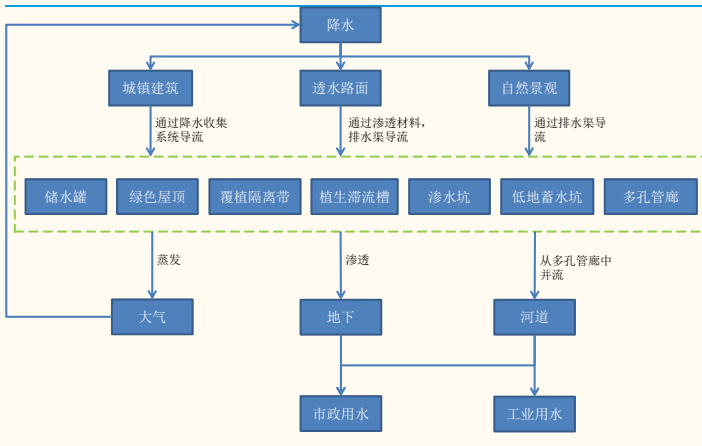
图表 48：相关政策密集出台



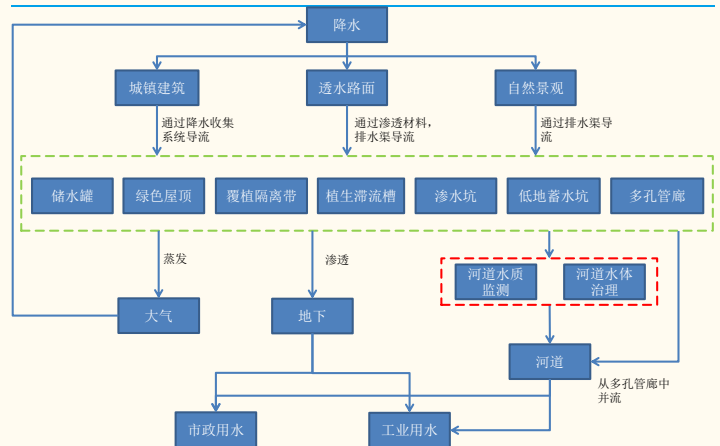
来源：国务院，住建部等部委，国金证券研究所

- 因为我国城镇地区的河流黑臭水体问题十分严重。这就造成了我国和国外传统的海绵城市（也称低影响开发 LID）主要流程上略有不同。
- 根据全国知名环保企业组织 E20 在 2015 年 8 月的研究中写道：“在南方地区，据估算，浙江省垃圾河，黑臭河共计 11 604km，其中垃圾河 6487km，黑臭河 5116km，约占全省总河长的 10%(按河道长度)。江苏省 2013 年排查了 1627 条城市河道(河道长度累计达 5600km)，拟整治的河道共 313 条(整治河段长度约 800km)，城市黑臭水体的比例约为 20%(按河道数量)，河道 COD 平均浓度 70mg/L，氨氮平均浓度 8.5mg/L，远高于地表水 V 类标准值。”“北京市劣 V 类水体涉及 93 条河，河长 952.5 公里，约占 44.1%。青岛胶州市云溪河，护城河等城市内河水水质总体较差，局部河段仍存在黑臭现象。据监测，胶州市全市 60% 的城市水体监测断面水质为劣 V 类，主要污染因子以 TP、CODCr、BOD5 和 TN(湖库)为主。”
- 这就要求我们在进行 LID 的同时额外进行城市河流水质改造，只有这样才能将预处理后的雨水和河道等自然水体进行并流。所以 LID 工程会进一步变成“LID+水务处理”的混合工程。

图表 49: 传统的 LID 工程



图表 50: 我国需要加入水体治理环节

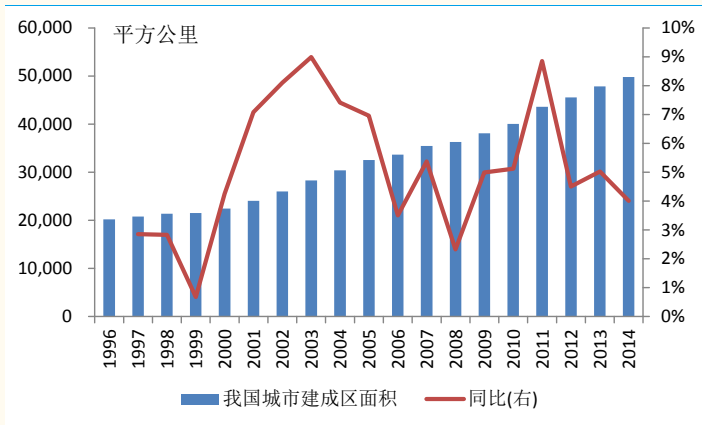


来源: 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

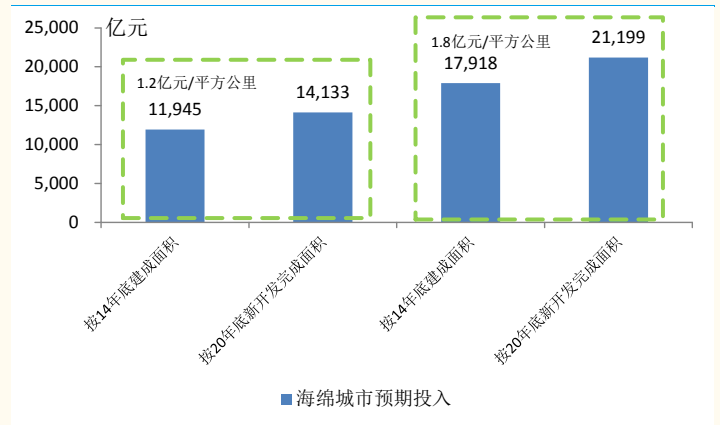
- 聚光科技的着眼点就是在市政水务监测和治理这一领域。监测的业务无疑是海绵城市中所有子项目中完工速度最快的。而且此项业务变现模式明确,基本采用政府购买,并且政府很少拖欠设备款项。其次,市政水务处理这一细分领域,凡是涉及到市政和工业污水的业务,聚光科技都可以直接介入,并且此领域收费模式清晰,变现渠道简单。而剩下的大概 50%-60% (根据现有公司涉及的海绵城市协议来估算) 的项目是绿色屋顶,地下管廊,景观改造等缺乏变现渠道的板块,公司很可能会采取转包的形式。
- 我们预计,海绵城市整体的规模在“十三五”期间可以超过 10000 亿元 (具体的计算过程请参考我们的主题报告《海绵城市:不是地下管廊建设那么简单——一份技术派的报告》),公司面对的市场前景相当广阔。如果能紧紧抓住对于传统监测领域和水务的机会,公司的业绩在未来几年将增速明显。

图表 51: 我国城市建成区面积不断增加



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 52: 不同单位投入假设下十三五期间海绵城市预期投入

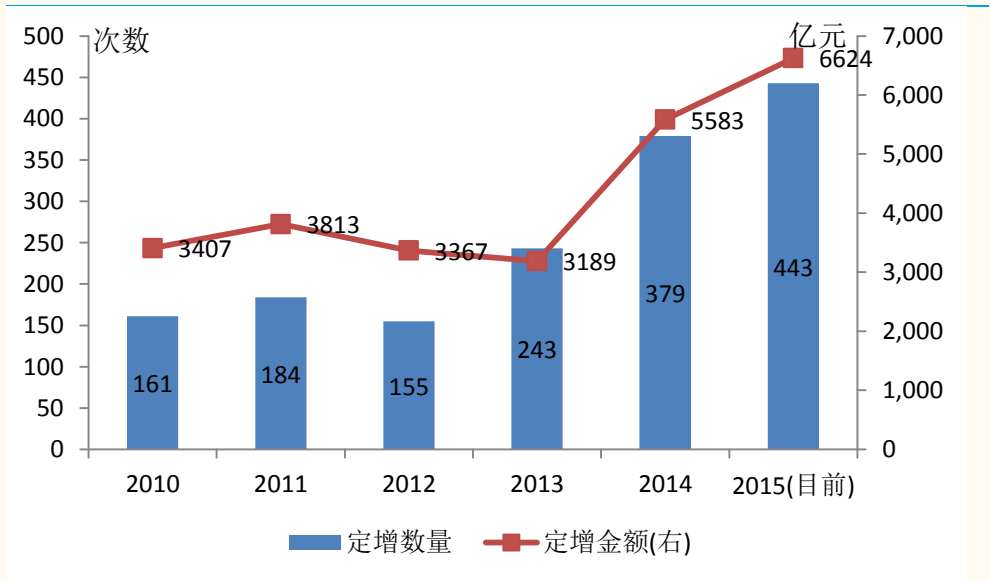


来源: 国金证券研究所

3.2. 增厚业绩, 才能在二级市场取得更广泛的融资渠道

- 我们认为,公司搭上海绵城市的顺风车后,将有助于业绩的迅速增加,而这最终将寄予公司在二级市场进一步融资的更多话语权。
- 我们统计了 2010 年以来 A 股定增的情况,发现近两年定增的势头日趋猛烈,而在所有定增案例中,76%的企业前一年实现业绩增长,其中,业绩高速增长的企业,平均融资额度最高,超过了 16 亿元。这有力的证明了业绩才是二级市场在融资规模和底气的保证。

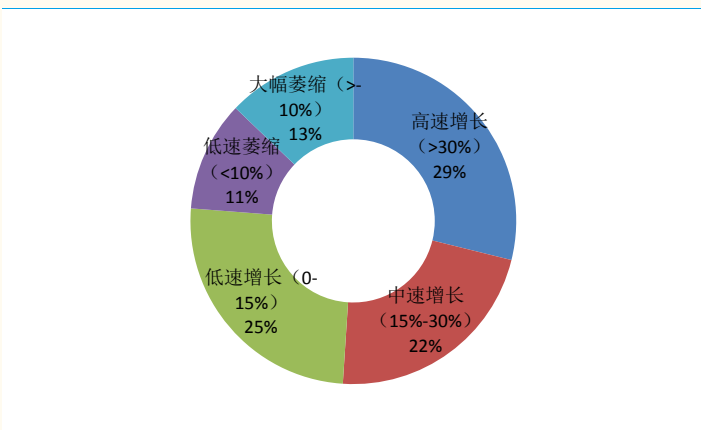
图表 53: 2010 年至今 A 股定增数量和金额统计



来源: Wind, 国金证券研究所

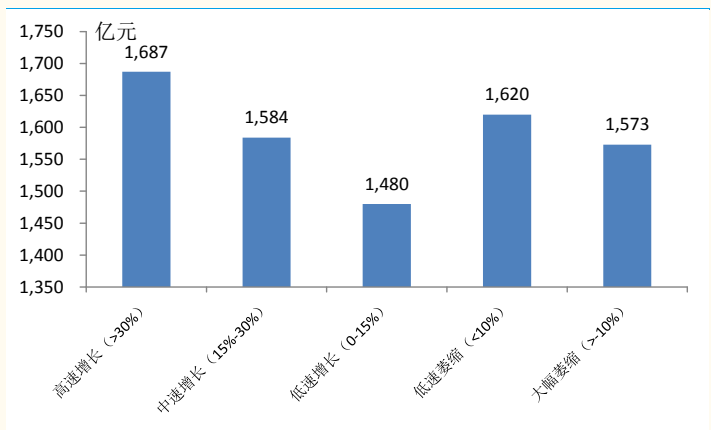
- 我们认为, 公司未来的发展方向将仍然是以环境监测仪器为核心, 逐步切入高毛利, 大市场的实验室用品以及精密仪器领域。而国际上的经验已表明, 并购才是高速扩张的最主要途径。所以公司未来一定会面临相对较大的资金需求, 这也是公司需要加速实现收入增长的原因之一。

图表 54: 大部分企业定增前业绩实现增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 55: 高增速企业融资额度更高

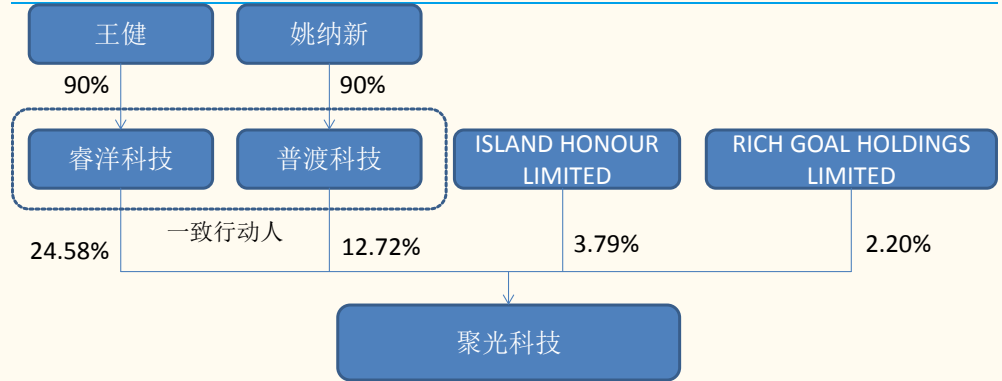


来源: Wind, 国金证券研究所

四. 公司股权结构

- 根据最新的季报的披露，公司的主要股东为睿洋科技和普渡科技，两者为一致行动人，合计占比 37%，其背后的实际控制人分别为公司的创始人王健和姚纳新。其他的股东占比都在 4% 以下，且以机构投资者居多。

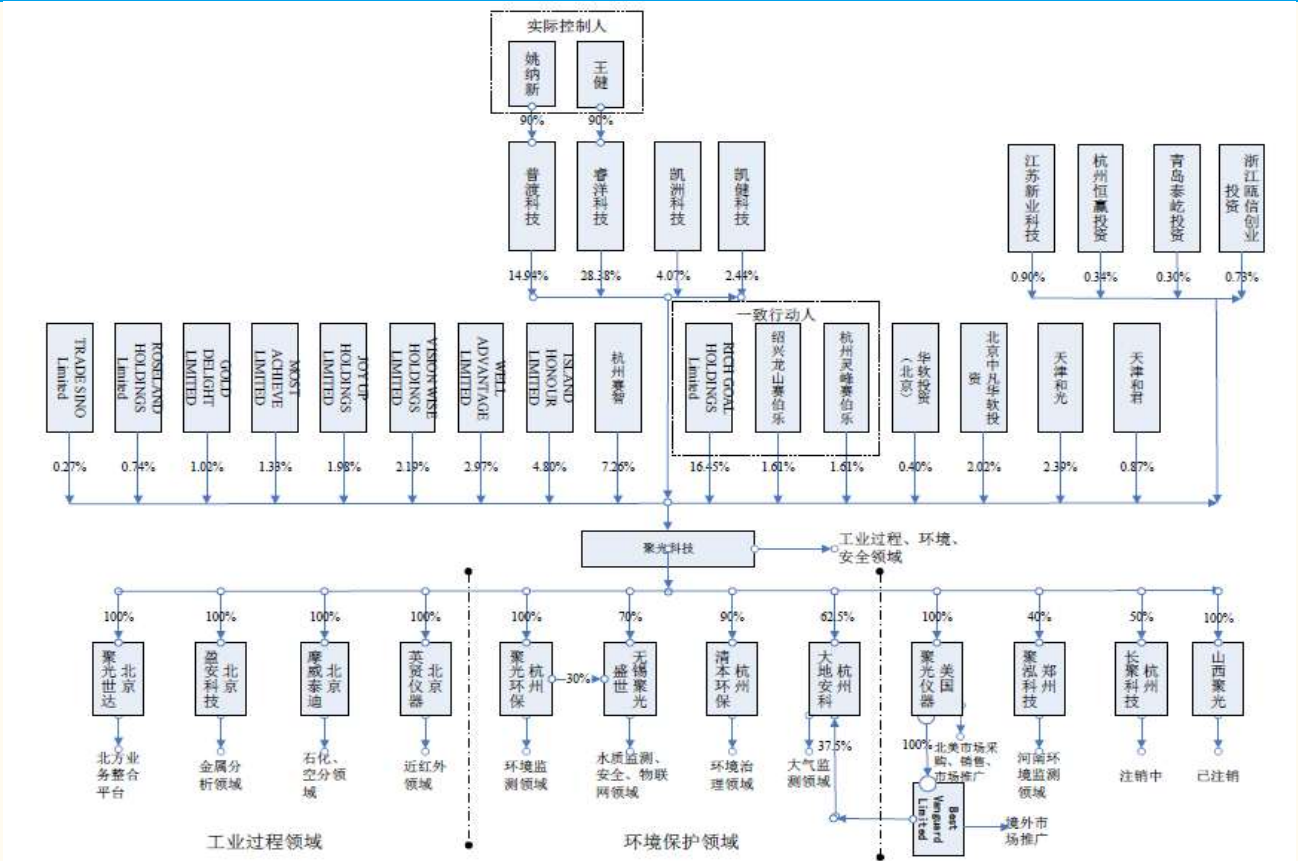
图表 56：公司目前股权结构



来源：国金证券研究所整理

- 而历史上的聚光科技的股权结构比现在复杂的多，而且股权分散，股东众多。按公司招股说明书中披露，公司上市时持有公司 5% 以上股份的主要发起人为普渡科技，睿洋科技，RICH GOAL HOLDINGS LIMITED，杭州赛智。其中前两者是两位创始人实际控制的公司，后两者为财务投资者。在聚光科技成长的过程中，RICH GOAL HOLDINGS LIMITED 始终扮演着重要角色。公司招股书显示，2007 年 12 月 28 日，RICH GOAL HOLDINGS LIMITED 受让 FPI(US) 持有聚光全部股权，成为聚光的控股股东，而公司两位创始人又通过持股 RICH GOAL HOLDINGS LIMITED 实现控股。2009 年 10 月 22 日，RICH GOAL HOLDINGS LIMITED 又将其持有的聚光有限 81.11% 股权转让给睿洋科技，普渡科技等机构，两位创始人又分别通过睿洋科技，普渡科技实现控股。

图表 57：公司上市时的股权结构



来源：照顾说明书，国金证券研究所

- 复杂的股权和众多的股东，曾为公司留下巨大的解禁压力。公司在 2014 年的限售股解禁预告中披露可上市流通的限售股为 1.15 亿股，而实际上，截至 2014 年 4 月 15 日公司限售股解禁 2.18 亿股，占总股本比例 49.1%。出现这种差别的原因是公司股东大笔的股权质押：公司实际控制人姚纳新的 1332 万股质押，RICHGOAL HOLDINGS LIMITED 的 6579.68 万股全部质押，ISLAND HONOUR LIMITED 的 1900 万股质押，还有其他股东总计 520 万股也做了质押，总计做质押的股份有 1.03 亿股，占到实际解禁股数的将近一半。巨额的解禁限售股对公司的股价造成了长期的压力。2014 年 4 月 20 日公司因筹划非公开发行停牌，停牌期间公司的两位创始人，也是公司的董事长和总经理双双辞职，两重因素的叠加导致公司复牌后股价在接下来的两个月一路下行。
- 时至今日，公司的股权结构已经愈发简单明晰。随着主要投资者的渐渐退出，公司的解禁压力也逐步消化，如作为主要财务投资者的 RICHGOAL HOLDINGS LIMITED 的持股比例已经由上市之初的 16% 下降到如今的 2%。目前还不到短期内再度减持的倾向。
- 公司的两位创始人辞职后，公司从内部提拔了新的领导层，管理层得到稳定的过渡。两位创始人的双双退出，也为引入职业经理人开辟了道路，未来公司的各项管理和制度将更加稳定和符合现代企业制度要求。同时在公司去年的定增中，两位创始人的亲属均有大额认购，两者分别认购 1,700 万股，合计占到发行股份数量的 68%，体现了原管理层对于公司未来增长的信心。可以看出，在解决股权结构复杂，限售股解禁压力，管理层动荡等诸多难题之后，公司已经走上正轨，正集中精力于业务的开拓。

五. 公司盈利预期及估值方法

5.1 公司盈利预期：环境监测业务蓬勃发展，实验室仪器大步前进

- 我们预计聚光科技将会在未来几年中从环境监测业务和运维服务业务上享受到更加丰厚的收益，主要得益于“十三五”规划对于相关产业的刺激和海绵城市业务的逐步推进。与此同时，公司在实验室仪器业务上的业务将逐渐开始发力。由安谱切入实验室耗材领域，将带动公司相关业务快速增长。我们的相关假设如下：

图表 58：聚光科技主营业务预测

环境监测系统及	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	433	540	757	1074	1450
主营业务成本	228	316	416	591	769
毛利率	47%	42%	45%	45%	47%
工业过程分析系统					
主营业务收入	327	337	347	350	354
主营业务成本	146	172	177	179	180
毛利率	55%	49%	49%	49%	49%
安全监测系统					
主营业务收入	34	36	38	39	40
主营业务成本	16	16	17	17	18
毛利率	54%	55%	55%	55%	55%
实验室分析仪器					
主营业务收入	142	363	424	483	551
主营业务成本	55	133	148	169	193
毛利率	61%	63%	65%	65%	65%
水利水务工程系统					
主营业务收入	137	219	607	972	1457
主营业务成本	83	122	339	543	814
毛利率	39%	44%	44%	44%	44%
其他业务					
主营业务收入	50	55	54	60	68
主营业务成本	52	24	24	26	30
毛利率	-4%	56%	56%	56%	56%

来源：国金证券研究所

5.2 公司估值假设：EV/EBITDA

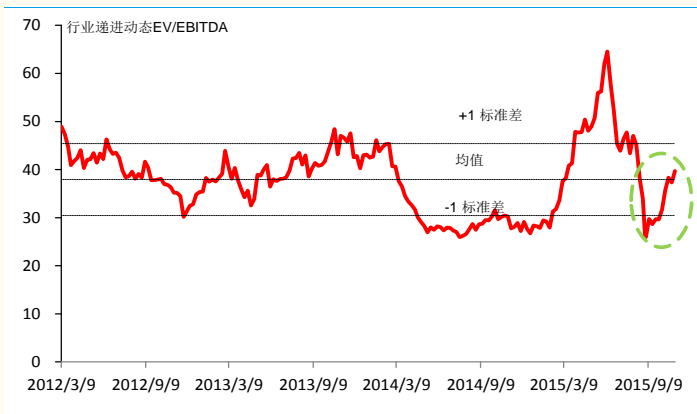
- 我们认为在整体行业债务水平高企，偿债能力成为未来主要风险的背景下，单纯的运用 PE 估值已经不能反映出在较高负债率下公司对权益投资者的价值。剧烈波动市场下及行业整体高负债率时，我们认为以偿债收入 EBITDA 为标准来衡量公司潜在风险及回报的 EV/EBITDA 比率更适合作为估值工具。

图表 59: 环境监测行业动态递进 P/E



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

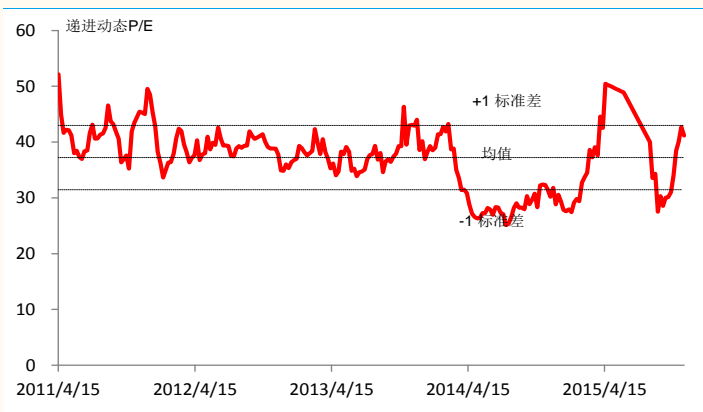
图表 60: 环境监测行业动态递进 EV/EBITDA



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

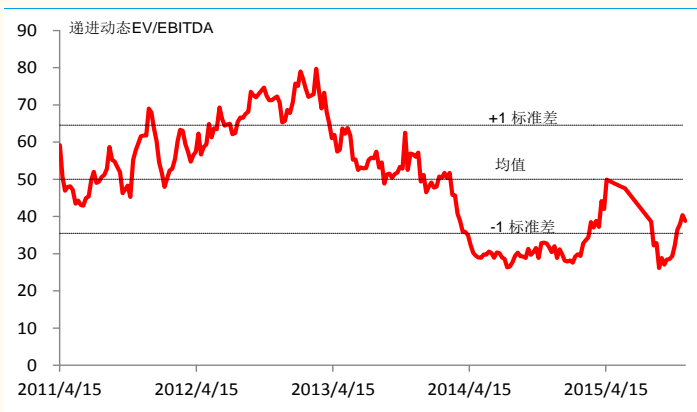
- 我们预计聚光科技 15-17 年归属母公司净利润分别为 3.15 亿元, 4.31 亿元和 6.04 亿元, 摊薄每股收益分别为 0.7 元, 0.86 元和 1.2 元。以最近的一个周末 2015 年 11 月 13 日收盘价 33.7 元来计算, 对应的 15 年递进动态 EV/EBITDA 及 PE 为 41.7X 和 40.2X, 而目前行业均值水平分别为 51.8X 和 41.8X。

图表 61: 聚光科技动态递进 P/E



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

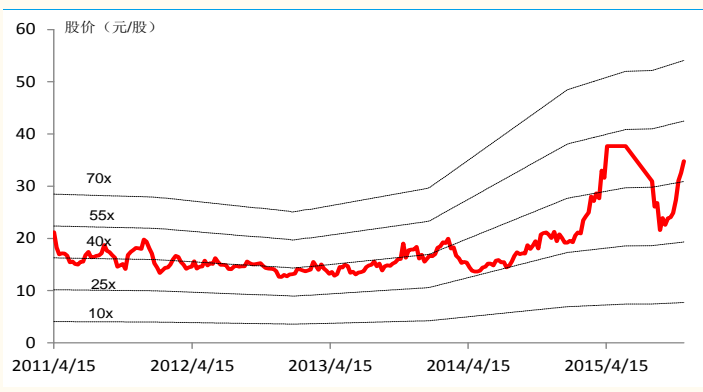
图表 62: 聚光科技动态递进 EV/EBITDA



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

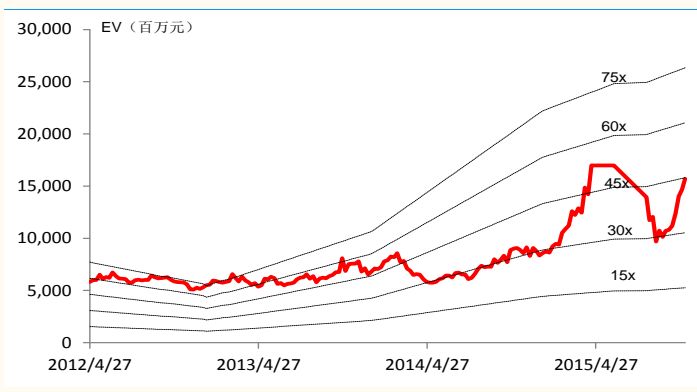
- 我们认为聚光科技具有比行业竞争对手更强的比较优势, 即全产业链布局, 以及在未来发展上清晰的思路 and 战略。其财务基本面也十分扎实。我们给予其 2016 年 45.4 倍的 EV/EBITDA 比率, 即目前行业整体的估值水平上浮一个标准差, 对应 43.3 元的股价, 以 2015 年 11 月 13 日的收盘价计算, 预计有 28% 的上涨空间。

图表 63: 聚光科技股价表现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 64: 聚光科技 EV 变化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

六. 风险提示

- 1. 海绵城市订单落地未能达预期
- 2. 安谱业绩增速过慢，导致公司外延并购动力降低
- 3. 政策刺激未达预期

附录：公司三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
主营业务收入	836	941	1,231	1,765	2,543	3,354
增长率		13%	31%	43%	44%	32%
主营业务成本	-397	-479	-668	-883	-1,296	-1,702
% 销售收入	47.5%	50.9%	54.3%	50.0%	50.9%	50.8%
毛利	438	462	563	882	1,248	1,651
% 销售收入	52.5%	49.1%	45.7%	50.0%	49.1%	49.2%
营业税金及附加	-11	-9	-14	-19	-30	-39
% 销售收入	1.4%	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
营业费用	-151	-169	-191	-265	-382	-503
% 销售收入	18.1%	18.0%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-166	-182	-195	-282	-407	-537
% 销售收入	19.8%	19.4%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	110	101	163	316	429	573
% 销售收入	13.2%	10.7%	13.2%	17.9%	16.9%	17.1%
财务费用	13	7	8	7	2	23
% 销售收入	-1.5%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.1%	-0.7%
资产减值损失	-17	-53	-44	-52	-71	-86
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	106	55	127	271	360	510
营业利润率	12.7%	5.9%	10.4%	15.3%	14.1%	15.2%
营业外收支	89	124	100	91	135	184
税前利润	195	179	228	361	495	694
利润率	23.3%	19.0%	18.5%	20.5%	19.5%	20.7%
所得税	-18	-20	-31	-40	-54	-76
所得税率	9.3%	11.0%	13.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	177	159	197	322	441	617
少数股东损益	-1	0	4	7	9	13
归属于母公司的净利润	177	159	193	315	432	605
净利率	21.2%	16.9%	15.7%	17.8%	17.0%	18.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
净利润	177	159	197	322	441	617
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	39	80	69	88	117	145
非经营收益	-43	-65	-31	-125	-224	-178
营运资金变动	-62	-96	-92	-113	-370	-305
经营活动现金净流	111	77	143	171	-35	280
资本开支	-162	-195	-286	-150	-361	-543
投资	1	1	81	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-162	-194	-205	-150	-361	-543
股权募资	-24	-71	11	-35	1,363	-67
债权募资	-110	65	4	50	248	268
其他	0	-2	-4	0	0	0
筹资活动现金净流	-134	-8	11	16	1,611	202
现金净流量	-185	-125	-50	38	1,214	-62

来源：公司年报，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	616	490	440	472	1,686	1,624
应收款项	745	837	1,017	1,157	1,662	2,105
存货	290	347	438	557	779	933
其他流动资产	11	21	38	0	0	0
流动资产	1,662	1,695	1,932	2,185	4,127	4,662
% 总资产	73.0%	70.4%	66.5%	67.7%	75.1%	71.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	195	191	209	241	292	391
% 总资产	8.6%	7.9%	7.2%	7.5%	5.3%	6.0%
无形资产	419	522	765	800	1,078	1,484
非流动资产	613	713	974	1,041	1,370	1,875
% 总资产	27.0%	29.6%	33.5%	32.3%	24.9%	28.7%
资产总计	2,275	2,408	2,906	3,226	5,497	6,537
短期借款	20	0	10	15	40	66
应付款项	78	90	136	206	301	396
其他流动负债	318	283	449	336	485	639
流动负债	416	374	596	557	825	1,102
长期贷款	23	88	87	132	356	597
其他长期负债	46	29	115	150	117	76
负债	485	491	798	839	1,298	1,775
普通股股东权益	1,778	1,902	2,078	2,349	4,153	4,704
少数股东权益	12	15	31	37	46	59
负债股东权益合计	2,275	2,408	2,906	3,226	5,497	6,537

比率分析

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.399	0.358	0.425	0.695	0.858	1.202
每股净资产	4.023	4.308	4.654	5.268	8.347	9.467
每股经营现金净流	0.248	0.174	0.316	0.378	-0.070	0.556
每股股利	0.080	0.040	0.045	0.076	0.094	0.132
回报率						
净资产收益率	33.92%	31.74%	27.90%	37.35%	32.72%	36.99%
总资产收益率	4.09%	1.99%	4.10%	8.18%	6.51%	7.44%
投入资本收益率	9.64%	7.94%	8.92%	12.69%	9.59%	11.38%
增长率						
主营业务收入增长率	9.35%	12.61%	30.76%	43.46%	44.07%	31.86%
EBIT增长率	-29.53%	-36.87%	99.15%	107.41%	34.73%	34.75%
净利润增长率	1.42%	-9.92%	23.51%	63.58%	37.03%	40.10%
总资产增长率	5.82%	5.83%	20.71%	10.98%	70.42%	18.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	289.6	270.8	261.6	220.0	220.0	210.0
存货周转天数	267.1	264.7	239.2	230.0	220.0	200.0
应付账款周转天数	71.7	68.8	74.5	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	81.3	74.9	59.4	46.6	38.4	37.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.01%	-20.92%	-16.28%	-13.60%	-30.73%	-20.17%
EBIT利息保障倍数	-7.2	-6.5	-15.0	-39.4	-204.6	-20.8
资产负债率	21.31%	20.39%	27.45%	26.01%	23.62%	27.15%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD