

聚光科技（300203）研究报告

2017年5月31日

中标环境监测首个PPP示范项目,承接更多优质PPP项目可期

买入（维持）

证券分析师：袁理

盈利预测及估值

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

研究助理：刘博

liub@dwzq.com.cn

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,349	3,394	4,735	6,510
同比(+/-%)	28.1%	44.5%	39.5%	37.5%
净利润(百万元)	402	644	784	978
同比(+/-%)	62.9%	60.1%	21.8%	24.7%
毛利率(%)	48.1%	49.0%	49.0%	48.0%
净资产收益率(%)	14.7%	19.9%	19.6%	20.5%
每股收益(元)	0.89	1.33	1.62	2.03
PE	31.57	21.13	17.35	13.84
PB	4.65	4.19	3.40	2.86

数据来源：Wind，东吴证券研究所

事件：

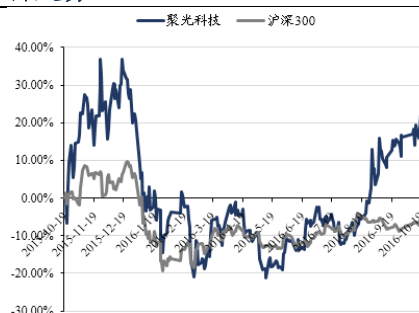
中标广西区环境物联网（空气质量监测站）PPP项目，中标金额为1.33亿元。

投资要点：

■ **环境监测领域首个PPP示范项目落地，验证公司行业地位同时承接更多优质项目可期：**我们查询广西壮族自治区政府采购中心信息显示，此次发布的广西区环境物联网（空气质量监测站）PPP项目分为A标和B标，其中A标包括桂林、柳州、河池、百色四个市39个站点及监测数据管理软件开发项目，中标方为中兴仪器，成交金额为约1269.29万元/年；B标包括南宁、钦州、贺州、崇左、防城港、北海、贵港、玉林、来宾、梧州10个市36个站点及运营监管软件项目，中标方为聚光科技，成交金额约为1108.80万元/年。该项目是环境质量监测领域落地的首个PPP示范项目，对引导环境监测领域推进PPP模式具有重要意义，公司此次中标一方面体现了地方政府对其环境监测能力和行业龙头地位的充分认可，另一方面示范效应显现后有望快速异地复制，承接更多优质监测PPP项目可期。

■ **收入确认方式有别于传统项目，新建设备一次确认+运维服务分期确认：**根据广西壮族自治区政府采购中心公布的项目技术文件，公司中标项目在收入确认上分为两个部分：1) 新建站点部分，26个新建空气站“建设+设备”投资概算3155.28万元，其中每个新建子站系统仪器费用（包括辅助配件的费用）不高于118.28万元，站房建设费用19万元；运营监管软件1套，费用概算为80万元，**此部分工程按照完工百分比确认收入、设备通过验收后一次确认收入。**2) 运维服务，1个子站的费用

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.10
一年最低价/最高价	27.01/30.87
市净率	4.65
流通A股市值(百万元)	12639

基础数据

每股净资产(元)	6.05
资产负债率(%)	43.9
总股本(百万股)	453
流通A股(百万股)	449

相关研究

- VOC监测深度报告：市场空间望超预期，迎接行业爆发增长 2015年10月22日
- 智慧环保模式助力，VOCs、海绵城市添彩 2015年10月25日
- 深度报告-智慧环保决胜大环境 2015年12月02日
- 环保行业：VOCs政策再超预期，监测企业大幅受益科技 2015年12月17日
- 扣非业绩高增，VOCs+智慧环保驱动 2016年2月1日
- 主业高增+子公司丰收，优质监测大平台延续高成长 2016年3月2日
- 首个PPP合同落地，监测+治理平台加速发展 2016年10月10日
- 三季度业绩大增，全年有望维持快速增长 2016年10月15日
- 内生高速增长，PPP+智慧环保助力超额成 2017年2月6日
- 内生驱动业绩增长，静待PPP+智慧环保放量 2017年3月1日

为 18 万元，共计 36 个子站，信息化软件平台年度运营维护费用概算为 1.2 万元，合计年度运营维护费用 649.2 万元，运维服务按照固定周期（每季度、每半年或者每年）确认收入。我们分析认为，仅从单个项目来看，按照 3155.28 万元的投资概算（假设新建+设备毛利率接近 50%），对公司业绩贡献弹性有限，但是考虑到：1）首个环境监测 PPP 示范项目意义重大，示范效应显现后有望在全国范围内快速推广；2）运营期每年确认运维服务收入，可有效平滑公司长期业绩波动，因此此次项目中标对于公司长期发展具有重要意义。

- **以监测切入治理，以治理促进主业，新商业模式助力成长：**1) 以 PPP+智慧环保为入口，立足监测切入环境治理项目。治理污染的前提是要能够准确监测现状，公司独有的水气土全系列一体化监测能够在项目中为地方政府提供最关键的全局化信息，先天具备统筹下游治理的优势，利于公司作为牵头方获得整个污染治理项目订单。2) 从本质上讲，PPP 与智慧环保都是监测行业商业模式的创新，助力监测业务发展。公司以 PPP 和智慧环保为平台承接环境治理订单，重资产低毛利部分分包，而核心监测业务由原先的项目一部分扩大到打包覆盖整个项目监测需求，实现由点到面的拓展，单个设备销售订单可扩大十倍，助力监测行业马太效应。
- **黄山 PPP 项目落地，协同+强示范效应：**1) 黄山 PPP 项目政府付费总额 12.54 亿元，占公司 2015 年度营收的 68.38%，远超 2015 年 8 月框架协议中预计的 5 亿元投资总额。2) 协同效应将超预期：公司通过参股 SPV 参与该项目的设计、建设、融资、运维等，已表态会将最核心的业务放进项目。考虑到公司是 PPP 项目牵头方有一定决策权，我们认为项目实施大概率带动自身监测设备销售和环保工程服务。3) PPP 模式外延可期：作为公司各框架协议中首个落地的 PPP 订单，黄山项目标志着公司完成对 PPP 模式的探索，由原先单表销售-系统集成销售-解决方案销售突破新增 PPP 模式，通过黄山项目分享 PPP 模式红利后，强示范效应下将带来更多订单落地，进一步强化构建“从监测检测到大数据分析再到治理工程”的环境治理整体解决方案，推动公司长远可持续发展。
- **VOCs+智慧环保带动业绩新增量：**1) VOCs 排污费政策出台近一年执行顺利，结合环境税政策即将推出，带动 VOCs 监测需求提升。公司以政府采购数据模式中标如东 3.1 亿 VOCs 大单，实现国内工业园区 VOCs 监测的重大突破，目前已经完成了部分在线监测和信息化平台的建设、以及完成了部分设备的安装和调试，未来有望作为样板工程全国化复制。2) 公司凭借在手大规模的智慧环保、海绵城市框架协议，结合监测设备制造优势和监测运维的数据积累，致力搭建集“检测/监测+大数据+云计算+咨询+治理+运维”业务于一体全套解决方案，进一步提升客户粘性和产品综合竞争力。
- **定增补流，大股东关联人全额认购彰显发展信心：**1) 发布新的定增方案，拟募集资金不超过 7.34 亿元，扣除发行费用后全部用于补充流动资金，定增完成后有望改善财务结构，轻装上阵加速成长；2) 本次定增由实际控制人的父母李凯、姚尧土（李凯系王健的母亲，姚尧土系姚纳新的父亲，王健及姚纳新系公司实际控制人）分别参与认购 1500 万股，认购价格为 24.45 元/股，锁定期 3 年，实际控制人父母全额认购彰显发展信心。

聚光科技 2017 年 5 月 31 日

- **盈利预测与估值:** 预计公司 17-19 年 EPS1.33、1.62、2.03 元(假设 2017 年完成增发), 对应 PE 21、17、14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行; 业务拓展不及预期; 公司发展不如预期; 安谱、三峡并表整合低于预期。

聚光科技 2017 年 5 月 31 日

图表 1 聚光科技盈利预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3441.4	4388.0	5880.6	7670.4	营业收入	2348.9	3394.2	4734.8	6510.4
现金	917.6	1347.0	1640.4	1809.3	营业成本	1219.7	1731.0	2414.8	3385.4
应收款项	1749.9	1859.8	2594.4	3567.4	营业税金及附加	26.5	37.3	52.1	71.6
存货	614.3	871.9	1216.3	1705.2	营业费用	324.5	385.9	606.1	846.4
其他	159.6	309.2	429.4	588.5	管理费用	340.1	407.3	662.9	976.6
非流动资产	1971.9	2029.8	1975.1	1900.4	财务费用	23.3	58.1	53.2	50.5
长期股权投资	40.1	40.1	40.1	40.1	投资净收益	8.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	744.8	807.3	757.0	686.6	其他	-95.5	-105.1	-115.6	-127.1
无形资产	138.3	133.7	129.3	124.9	营业利润	328.0	669.4	830.3	1052.8
其他	1048.7	1048.7	1048.7	1048.7	营业外净收支	187.4	70.0	70.0	70.0
资产总计	5413.3	6417.8	7855.7	9570.8	利润总额	515.4	739.4	900.3	1122.8
流动负债	1791.4	1889.7	2563.3	3509.8	所得税费用	65.6	88.7	108.0	134.7
短期借款	652.2	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	47.5	6.6	7.8	9.9
应付账款	423.3	479.0	753.2	996.4	归属母公司净利润	402.3	644.1	784.5	978.2
其他	715.9	1110.7	1510.1	2213.4	EBIT	438.1	832.6	999.1	1230.5
非流动负债	585.3	985.3	985.3	985.3	EBITDA	480.3	885.8	1069.9	1311.8
长期借款	535.5	935.5	935.5	935.5					
其他	49.8	49.8	49.8	49.8	重要财务与估值指				
负债总计	2376.7	2874.9	3548.6	4495.0	标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	296.6	301.7	307.8	315.5	每股收益(元)	0.89	1.33	1.62	2.03
归属母公司股东权益	2740.0	3241.1	3999.3	4760.3	每股净资产(元)	6.05	6.71	8.28	9.86
负债和股东权益总计	5413.3	6417.8	7855.7	9570.8	发行在外股份(百万				
					股)	453.0	483.0	483.0	483.0
					ROIC(%)	11.0%	18.4%	21.8%	23.8%
					ROE(%)	14.7%	19.9%	19.6%	20.5%
					毛利率(%)	48.1%	49.0%	49.0%	48.0%
					EBIT Margin(%)	18.7%	24.5%	21.1%	18.9%
					销售净利率(%)	17.1%	19.0%	16.6%	15.0%
					资产负债率(%)	43.9%	44.8%	45.2%	47.0%
					收入增长率(%)	28.1%	44.5%	39.5%	37.5%
					净利润增长率(%)	62.9%	60.1%	21.8%	24.7%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所 (假设 2017 年完成增发)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

