

## 行业面临强劲的驱动因素，公司具备综合性竞争力

——聚光科技(300203)公司投资价值分析

### 核心观点

1、**公司为综合性监测分析仪提供商。**公司的规模是其他同类上市公司2-3倍。目前已经建立覆盖环境监测仪、工业过程监测仪、实验室仪器和监测分析服务的多元化业务结构，产品线比主要竞争对手完善，且主要产品市场占有率领先。我们认为监测分析仪行业技术密集型以及细分领域众多，综合性的企业拥有研发和渠道上协同效应，可以树立竞争优势，并成为行业最后的赢家。

2、**国内监测分析仪行业成长空间极大。**环保、工业自动化升级以及研发投入增长等基础性因素将持续驱动国内监测分析仪市场。我们预测，1) 未来3年空气监测仪市场将增长到8亿元左右；脱硝市场将爆发、垃圾发电等领域的发展将使得废气监测仪器整体市场保持20%以上的增速；水资源关注度提升，全国性监控网络需求巨大。2) 主导工业过程分析仪行业发展的因素并非新产能建设，而是工业自动化升级，过程分析仪行业未来的增长将达到15-20%。3) 实验室仪器领域潜力巨大，产品延伸和进口替代将给国内企业带来发展空间。此外，医疗诊断仪等领域是国外监测分析仪行业重要构成，将成为国内长期发展方向。

3、**并购战略将是公司发展的助推器。**全球分析仪器市场的领先企业，丹纳赫、赛默飞世尔(TMO)均通过不断的并购扩张，2012年分别实现收入183亿美元、125亿美元，大幅领先于其他竞争对手。并购战略是分析仪器巨头跨越子领域障碍的利器，是持续扩张的关键。07年以来。公司已经先后实施了6起重要并购，迅速扩大公司产品线布局。我们认为，并购战略未来仍将是公司的合理备选，公司凭借其综合性优势将获得长足发展。

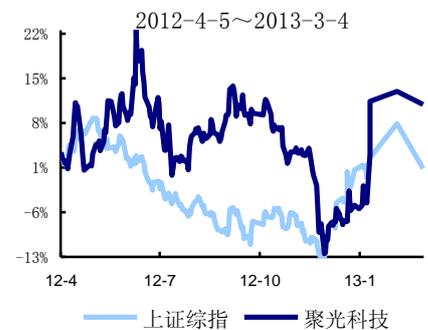
**首次给予公司“推荐”评级。**我们预测公司2013-2015年，EPS分别为0.51元、0.62元和0.75元，对应动态P/E分别为28X、23X、19X，未来3年公司净利润CAGR大约为23%。公司所处的行业未来将保持增长，公司已经逐步成为行业领先企业，而全球巨头崛起倚重的资本运作手段可能继续成为公司的备选战略，公司股价应该较之行业水平溢价，因此首次给予公司“推荐”评级。

**风险提示：**1) 环保领域的政策执行风险，使得需求不达预期；2) 激烈的市场竞争可能引起产品价格下降等。

### 财务数据与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万)	868	1081	1346	1623
同比增速(%)	13.5	24.6	24.5	20.5
归母净利润(百万)	179	229	278	335
同比增速(%)	2.3	28.2	21.3	20.6
EPS(元)	0.40	0.51	0.62	0.75
P/E	36	28	23	19

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	44500.00
流通A股(万股)	6822.16
52周内股价区间(元)	11.75-17.5
总市值(亿元)	68.35
总资产(亿元)	21.50
每股净资产(元)	3.64
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 向磊

电话: 010-84183147

Email: xianglei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 正文目录

<b>一、我们的逻辑与结论</b> .....	<b>4</b>
<b>二、监测分析仪器行业：各细分领域均有较大成长潜力</b> .....	<b>5</b>
1、监测分析仪器：小而精，综合性企业具有竞争优势 .....	5
2、环境监测仪行业：环保压力增长，监测系统需求释放 .....	6
3、工业过程分析仪行业：国内产业自动化趋势主导需求 .....	9
4、实验室仪器行业：兵家必争之地 .....	10
<b>三、公司综合性竞争力领先，资本运作或将成为助推器</b> .....	<b>11</b>
1、公司产品多元化，综合性竞争力领先 .....	11
2、实施并购战略，有望跨越式发展 .....	12
<b>四、盈利预测与估值</b> .....	<b>13</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1: 公司是国内综合性的监测分析仪器提供商 .....	4
图 2: 监测分析仪分类 .....	5
图 3: 国内环境监测仪市场高速增长 .....	6
图 4: 硫化物废气排放分行业 .....	7
图 5: 氮氧化物废气排放分行业 .....	7
图 6: 国内环境监测仪市场高速增长 .....	7
图 7: 2010 年地表水监测系统分行业需求 .....	8
图 8: COD 监测系统需求 .....	8
图 9: 国内工业过程监测仪市场 .....	9
图 10: 气相过程监测仪销售分行业(2009).....	9
图 11: 传统行业投资增速不断下滑 .....	9
图 12: 全球实验室产品和服务需求巨大 .....	10
图 13: TMO 公司收入主要来源于实验室仪器 .....	10
图 14: 国内原子荧光光谱分行业需求 .....	10
图 15: 公司业绩持续增长 .....	11
图 16: 产品多元化推进 .....	11
图 17: 公司主要产品市场占有率领先 .....	11
图 18: 收购子公司在细分市场占有率领先 .....	11
图 19: 并购是 TMO 公司成为国际巨头的关键战略.....	12
图 20: 公司通过并购已经逐步成为行业龙头 .....	12
图 21: 公司 PE-band .....	13
图 22: 公司 PB-band .....	13
表 1: 电力脱销市场预计将快速释放需求 .....	7
表 2: 公司盈利预测 .....	14

## 一、我们的逻辑与结论

公司是综合性的监测分析仪提供商，产品线丰富，已经建立多元化业务板块。其环境监测仪、工业过程分析仪市场占有率居前，未来还将在实验室仪器领域开拓市场，强化其领先优势。由于监测分析仪细分领域众多，国际巨头采用并购战略获得了跨越式发展，我们认为这也将是公司未来快速发展的合理选择。

### 我们的逻辑在于：

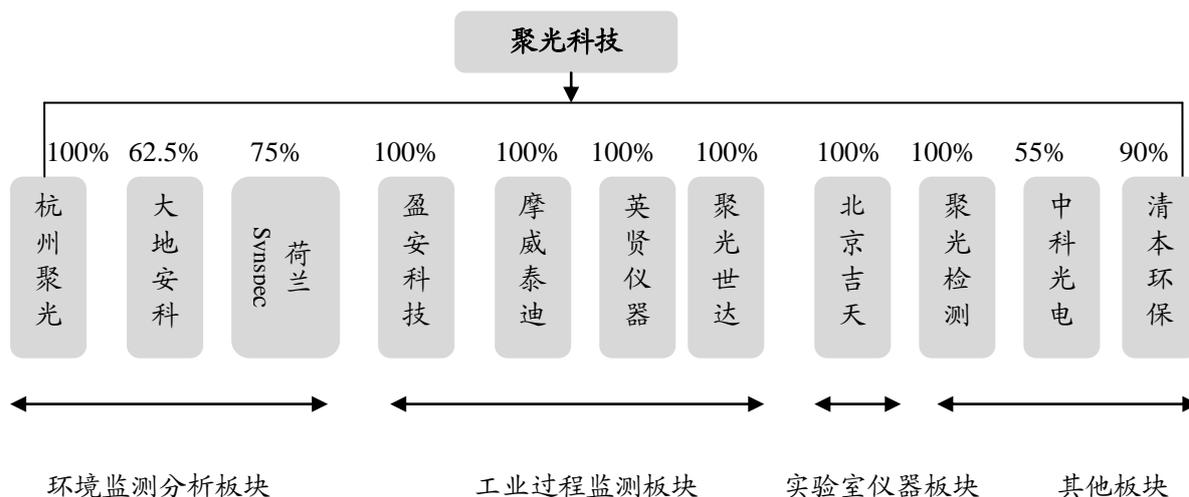
我们认为，1) 环境保护关注度提高，环保将是国家长期投资领域，空气监测、水质监测以及废气监测网络的建设，将释放大量的环境监测仪需求；2) 中国的产业升级的大趋势明确，无论重化工业还是新兴的生物制药等行业，都将成为工业过程监测仪的潜在需求者；3) 实验室仪器领域空间巨大，国际巨头均立足于此，而公司该板块尚弱小，有希望成为公司未来重要的增长点。长期来看，公司主要产品均面临较好的前景。

我们与市场不同点在于，4) 我们并不认为，监测分析仪器细分领域多，各板块相对较小的格局将阻碍行业内诞生大公司，跨领域的并购被认为是克服该障碍的有效手段。另外5) 即使按照 10% 的整体市场占有率，公司潜在的合理空间至少还有 3 倍以上，我们相信公司仍面临良好的前景。

### 我们的投资建议：

我们认为公司所处的行业未来将强劲增长，公司已经逐步成为行业领先企业，而全球巨头的资本运作手段可能继续成为公司的备选战略，公司股价应该较之行业溢价，首次给予公司“推荐”的评级。

图 1：公司是国内综合性的监测分析仪器提供商



数据来源：国都证券

## 二、监测分析仪器行业：各细分领域均有较大成长潜力

环境压力日益增加的中国，环保领域的投资将持续增长，监测设备需求增长预期强烈。我们看好监测行业长期前景。环境监测仪、工业过程监测仪以及实验室仪器3大领域都还存在较大的发展空间；并且行业集中度的提升将催生综合性企业的崛起。

### 1、监测分析仪器：小而精，综合性企业具有竞争优势

监测分析仪器，属于仪器仪表行业，包含环境监测仪、工业过程分析仪等，也包括自动化控制仪器仪表、电力电子仪器等，是典型的高精尖技术领域。

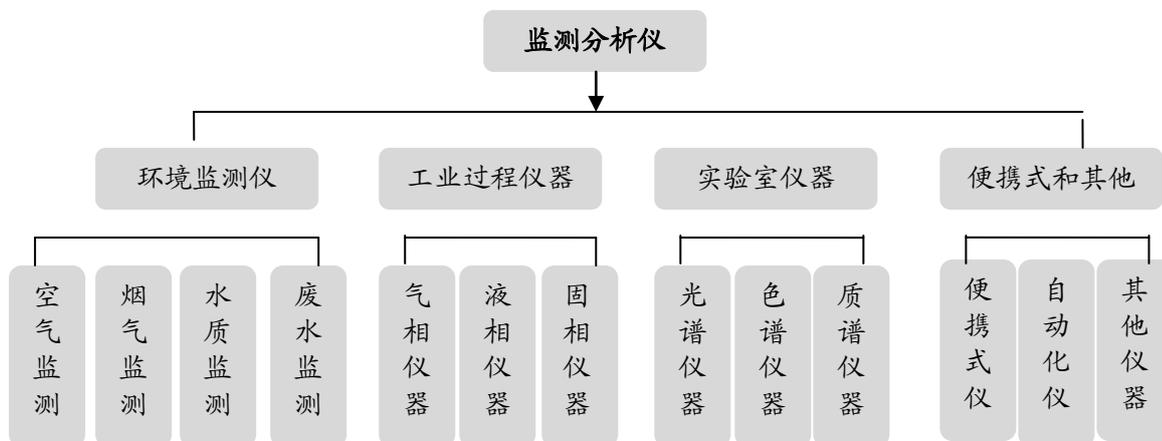
就我们覆盖的监测分析仪行业而言，主要包括 1) 环境监测分析仪器、2) 工业过程分析仪、以及 3) 实验室分析仪等。该行业细分产品类别较多，并且细分领域的规模都不算大，差异化特点决定了客户定制性较强，批量化产品不多。这些产品，被广泛应用于空气水等环境预报监测领域，电力、钢铁等制造业现场，科研院所和大学等，总体来看需求稳定增长。

目前，全球监测分析仪器市场规模大约 500 亿美元，但主要集中在欧美和日本，大约分别占 30%、30%和 15%，是主流市场。

中国的市场规模接近 40 亿美元，占全球市场比重在 8%左右。由于环保和自动化升级趋势明显，中国监测分析仪需求预计仍将保持较高的增速。市场结构总体来讲，1) 国产化快速提高，但高端仪器和精密传感器等核心部件主要进口；2) 市场集中度低，最大的企业（聚光科技）总体市占率仅为 4%左右。

我们认为，技术密集型以及细分领域众多的特点，综合性的企业将明显拥有研发和渠道优势，从而树立竞争优势，成为行业最后的赢家。从国际经验来看，持续的资本运作是综合性企业发展的关键手段。

图 2: 监测分析仪分类



数据来源：国都证券

## 2、环境监测仪行业：环保压力增长，监测系统需求释放

### ■ 空气监测仪：未来3年市场规模预计增长到8亿元左右

空气质量监测，是全社会环境监测的基础，并且会随着环保要求的增长而趋严。根据12年发布的《环境空气质量标准》，中国对空气质量的监测将在此前的SO<sub>x</sub>、氮氧化物和可吸入颗粒物（PM10）的基础上，增加对PM2.5、重金属等污染物的监测。

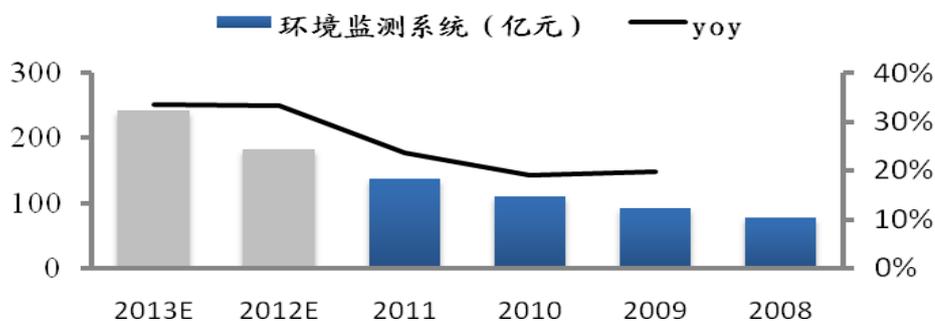
该规划制定了实施路线图和时间表：

- 1) 2012年，京津冀、长三角、珠三角等重点区域以及直辖市和省会城市；
- 2) 2013年，113个环境保护重点城市和国家环保模范城市；
- 3) 2015年，所有地级以上城市；
- 4) 2016年1月1日，全国实施新标准。

如果按照，1) 113个环保重点城市平均10个监测点，2) 334个地级以上城市5个监测点，3) 2853个县级行政区域2个监测点来估算；4) 每个监测点1套设备，5) 并且每套设备有PM10、SO<sub>x</sub>、氮氧化物，PM2.5，重金属等至少3套模块（或者完整设备），每套模块25万元计算。全国空气质量监测仪器潜在市场空间为60亿元。

其中，2015年地级以上城市需要完成的空间至少为17亿元，旧设备更换大约需要5亿元左右，因此其年均需求预计在8亿元左右。县一级市场的启动依赖于社会关注度和财政实际投入情况。

图3：国内环境监测仪市场高速增长



数据来源：中国工控网，国都证券

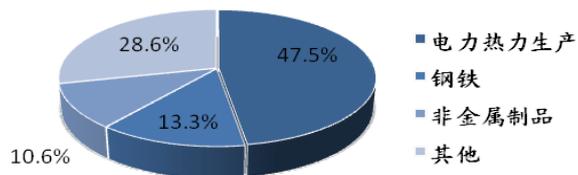
### ■ 废气监测仪：未来2年脱硝市场将爆发，垃圾发电监测等领域提供长期动力

废气监测领域，重点是对重工业企业的粉尘、SO<sub>x</sub>和氮氧化物排放进行监测。分行业来看，火电、钢铁和水泥行业是重点排放源，油气是火电企业的综合排放占到一半以上。

2011年，纳入环保部重点调查统计范围的电力企业3311家，安装3379套脱硫设施，以及274套脱硝设施。

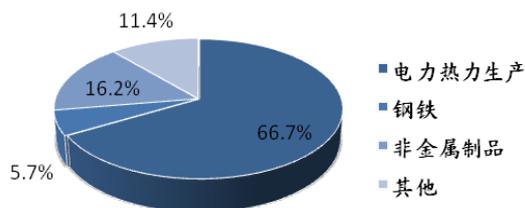
由于脱硫改造已经基本结束，未来几年重点在于脱硝市场，由此将带动脱硝监测系统需求快速增长。

图 4: 硫化物废气排放分行业



资料来源: 环保部, 国都证券

图 5: 氮氧化物废气排放分行业



资料来源: 环保部, 国都证券

从今年 1 月 1 日其, 火电脱销补贴电价将从此前的 14 个省份扩大到全国。这将显著扩大受益范围, 也体现了政策执行的力度将加强。按照《火电厂大气污染物排放标准》, 最近 2 年将是投资高峰期, 按照我们的推算, 13/14 年的脱销投资需求预计达到 321 亿元、347 亿元。该市场十二五期间需求将略超 1000 亿元。

表 1: 电力脱销市场预计将快速释放需求

	2012	2013	2014	2015
总火电装机(亿 kw)	8.11	8.59	9.09	9.59
新增火电装机	0.46	0.48	0.50	0.50
脱销装机	2.25	4.53	7.03	8.53
总投资(亿元)	134	321	347	200

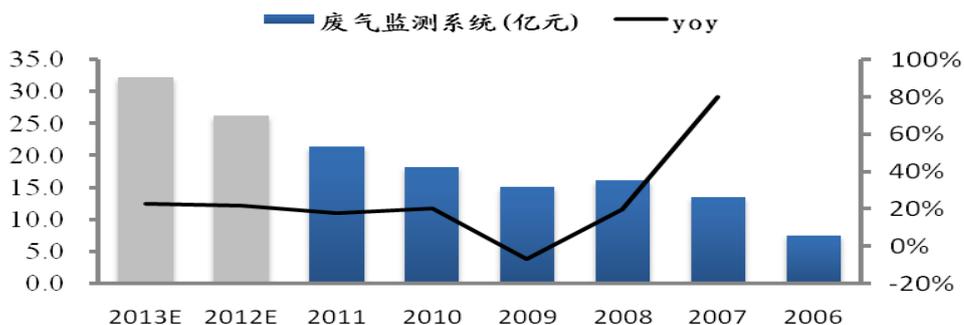
资料来源: 国都证券

未来 2 年脱销监测系统需求将达到 7 亿元左右。1) 按照平均装机 30 万 KW 来计算, 未来 2 年预计每年需要进行脱销改造的机组近 700 个; 2) 每个机组安装 4 套脱销设备, 则每年的需求预计将达到 2800 套。按照平均 25 万元/套计算, 则该市场为 7 亿元左右。

废气监测仪器整体市场预计保持 20% 以上的增速。1) 除脱销监测之外, 粉尘和硫化物等其他废气监测市场也稳步增长, 而火电、水泥和钢铁行业的监测范围将逐步扩大。2) 估计目前安装的相关设备超过 3 万套, 未来更新需求将非常大。

目前该市场规模预计在 20 亿元左右, 在脱销市场的驱动下, 预计增速将超过 20%。

图 6: 国内环境监测仪市场高速增长



数据来源: 中国工控网, 国都证券

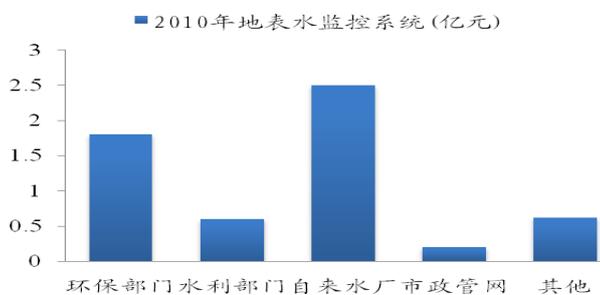
■ **水质监测仪：水资源矛盾下，全国地表水监控网络需求巨大，废水监控扩大**  
**地表水质监控市场：水资源关注度提升，全国性监控网络需求巨大**

近期，中国地质科学院发布《华北平原地下水污染调查评价》，结果显示华北平原浅层地下水污染较为严重，未受污染的地下水仅占采样点的 55.9%。水资源污染问题，与空气污染是环保领域显著关注点，未来的监控布局可能将全国范围的大面积展开，除针对水温、pH、浊度、溶解氧、电导率、高锰酸盐指数、氨氮和总有机碳等指标监测外，还会加强重金属、有机污染更广泛的监测。

**三方面的驱动：**1) 预计 12 年底，国家级地表水监测断面总量从现有的 759 个增加到 972 个，全国总的地表水监测断面总量预计在 5000 个左右。2) 2010 年，全国 113 个环保重点城市共监测 395 个集中式饮用水源地，未来或将扩大到地级市，并逐步推向县域级。3) 全国近海水质监测体系也将完善扩大化。

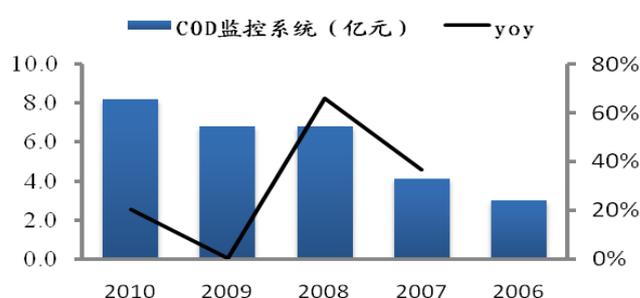
中国行业研究网预测，水质监测仪市场未来 3 年将保持 30% 以上的增速。

图 7：2010 年地表水监测系统分行业需求



资料来源：中国工控网，国都证券

图 8：COD 监测系统需求



资料来源：中国工控网，国都证券

**废水监控对象将不断扩大，行业需求超过 10 亿元**

废水污染源监测系统以 COD 监测为主，真要针对排污企业和城镇污水处理厂，2010 年市场规模大约为 8.2 亿元。

**未来年更新需求超过 5 亿元。**1) 国家环保部《2013 年国家重点监控企业名单》，**废水国家重点监控企业有 4944 家。**2) 住建部信息，全国已有 648 个设市城市建有污水处理厂（占设市城市总数的 98.5%）累计建成污水处理厂 1947 座；有 1254 个县城建有污水处理厂（占县城总数的 77.7%）累计建成污水处理厂 1393 座，**因此县市级以上共建 3340 座（较之 2010 年增长 55%）。**按照每个设施需要 5 套，每套 10 万元计算，则其市场空间接近 30 亿元，年更新需求超过 5 亿元。

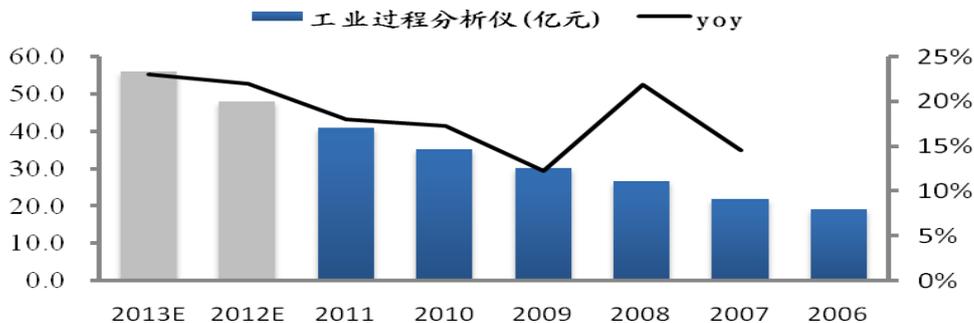
3) 另外，由于排污事故的不断曝光，监管部门预计将针对更多的企业进行监控，监控对象的增长将带来新需求。4) 监控污染单元的增长，则需要更多的模块或者设备，将带来设备单价的增长。

根据中国工控网的预测，**未来每年该市场的需求将超过 10 亿元。**

### 3、工业过程分析仪行业：国内产业自动化趋势主导需求

工业过程分析仪器，是用于工业生产流程中对物质的成分及性质进行自动分析与测量仪器的总称，重点为流程工艺控制、质量监测、燃烧控制、废气安全回收等环节。2010年国内市场规模达到 35 亿元左右，全球市场接近 50 亿美元。

图 9：国内工业过程监测仪市场



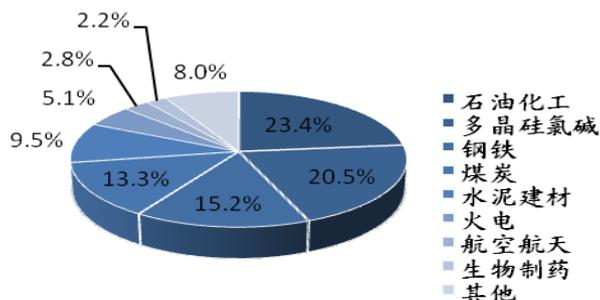
数据来源：中国仪器仪表学会分析仪器分会，国都证券

工业过程分析仪，主要应用于石化、钢铁、水泥、热电、医药等行业，是实现自动化的重要组成部分，对过程可视化、产品质量和监控起决定作用。我们认为，**驱动工业过程分析仪需求的主要动力来自 3 方面**：1) 自动化水平的不断提高；2) 新的技术工艺应用，以及 3) 进口替代需求的实现。此外，包括煤化工、生物制药等新领域的发展，也将带来需求。

目前，主导工业过程分析仪行业发展的因素并非新产能建设，而是自动化升级。从最近 2 年的行业情况来看，在重工业产能过剩，一般制造业投资放缓的背景下，工业过程分析仪行业仍然保持了较快的增长。

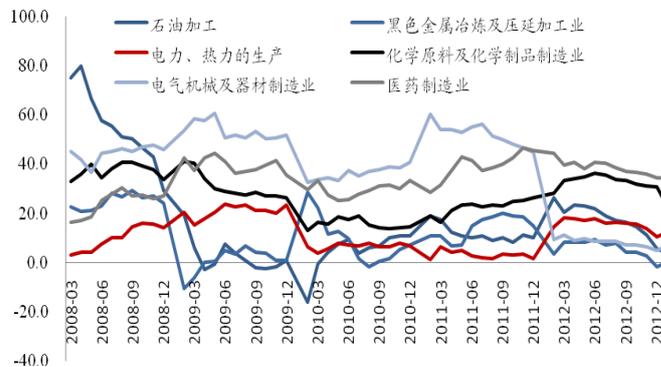
由于中国工业领域的自动化进程将是趋势，我们认为应当把工业过程分析仪看作自动化系统的组成部分，其需求来源广泛且面临良好的前景。包括中国仪器仪表学会分析仪器分会等机构预测，**过程分析仪行业未来的增长将达到 15-20%**。

图 10：气相过程监测仪销售分行业(2009)



资料来源：中国工控网，国都证券

图 11：传统行业投资增速不断下滑



资料来源：Wind，国都证券

## 4、实验室仪器行业：兵家必争之地

实验室分析仪器应用广泛，包括科学研究、产品质量检测、政府执法等领域，主要有光谱分析仪器、电化学分析仪器、色谱分析仪器、质谱分析仪器、磁分析仪器等。

**全球实验室分析仪及服务占监测仪市场一半左右。**根据美国赛默费世尔（TMO）统计，全球实验室仪器及服务（包括企业研究设备）行业需求为 250 亿美元左右，占监测分析仪市场近一半。

据仪器仪表信息网数据，2006 年国内实验室仪器市场的销售总额为 16 亿美元，2010 年为 25 亿美元，2012 年销售总额将达到 30-40 亿美元左右。

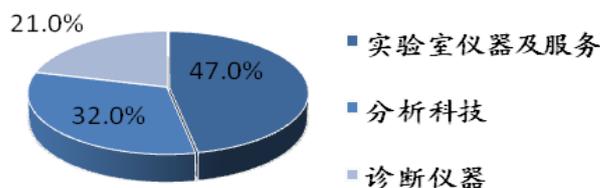
**兵家必争之地。**行业巨头美国赛默费世尔、丹纳赫、安捷伦等销售收入均主要来自于实验室分析仪器行业，其中 TMO 实验室仪器板块占比为 47%。目前，我国约 73% 的实验室分析仪器需要进口，在高端实验室分析仪器领域比例更高，未来随着国产化的推进，其替换空间巨大。

图 12: 全球实验室产品和服务需求巨大

Business	Key Growth Drivers	Thermo Fisher Revenue	Addressable Market	Market Growth Outlook
Research and Safety Market Channel	<ul style="list-style-type: none"> <li>Need for efficiency and productivity</li> <li>Global customer expansion</li> </ul>	\$3.9B	\$25.0B	2 - 4%
Laboratory Products	<ul style="list-style-type: none"> <li>Efficient workflows</li> <li>Asia-Pacific growth</li> </ul>	\$1.8B		
Biopharma Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>Need for flawless quality</li> <li>Increasing number and complexity of clinical trials</li> <li>Need for variable cost-structure outsourcing</li> </ul>	\$0.7B	\$4.0B	5 - 7%

资料来源：TMO，国都证券

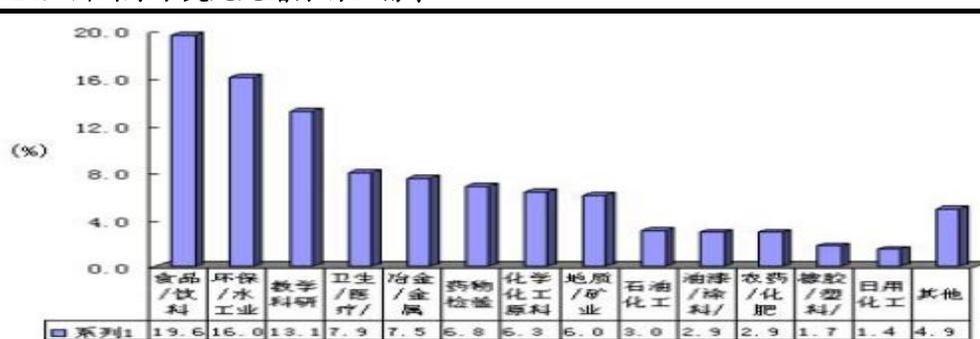
图 13: TMO 公司收入主要来源于实验室仪器



资料来源：公司公告，国都证券

**原子荧光仪器市场。**原子荧光光谱是原子吸收光谱和原子发射光谱的综合，对于 As、Se、Hg 等重金属元素的检测有独特优势。2010 年国内原子荧光光谱仪需求量约为 2000 台，产值超 2 亿元。国际市场则以原子吸收光谱为主。

图 14: 国内原子荧光光谱分行业需求



数据来源：公司公告，国都证券

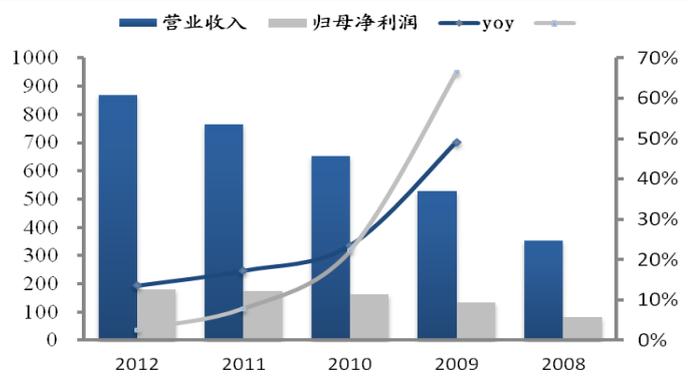
### 三、公司综合性竞争力领先，资本运作或将成为助推器

公司是国内领先的监测分析仪器提供商，具有多元化的收入结构，规模大幅领先于主要对手。从全球经验来看，在细分领域繁多的监测分析仪行业构建强大竞争力的关键在于合理的并购，公司已经先后收购 6 家公司，未来的资本运作值得关注。

#### 1、公司产品多元化，综合性竞争力领先

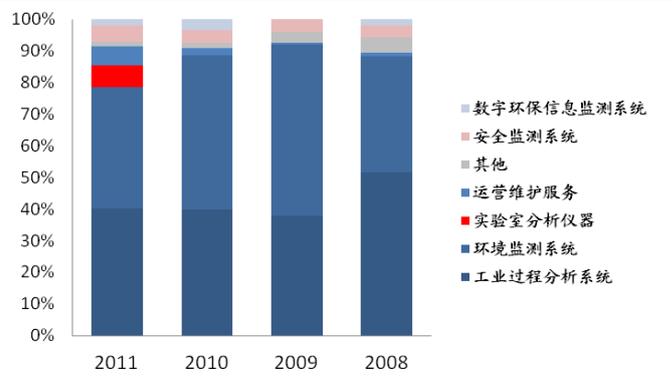
2012 年，公司营业收入达到 8.7 亿元，净利润接近 1.8 亿元，是其他同类上市公司 2-3 倍。目前，公司已经建立覆盖环境监测仪、工业过程监测仪、实验室仪器和监测分析服务的多元化业务结构，产品线比主要竞争对手完善。

图 15: 公司业绩持续增长



资料来源：公司公告，国都证券

图 16: 产品多元化推进



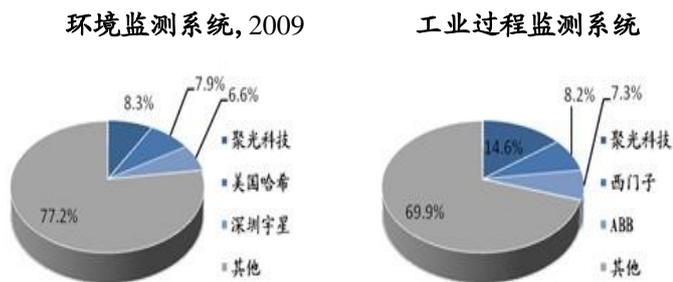
资料来源：公司公告，国都证券

#### ■ 主要产品市场占有率领先，行业集中度有待提高

公司以环境监测系统、工业过程分系统为主要产品，两者市场占有率分别为 8.3% 和 14.6% (2009 年)，领先于对手。子公司北京吉天在原子荧光光谱仪市场占有率超过 30%，荷兰 Synspec 在全球 VOCs 监测仪行业占有率超过 50%，技术领先。

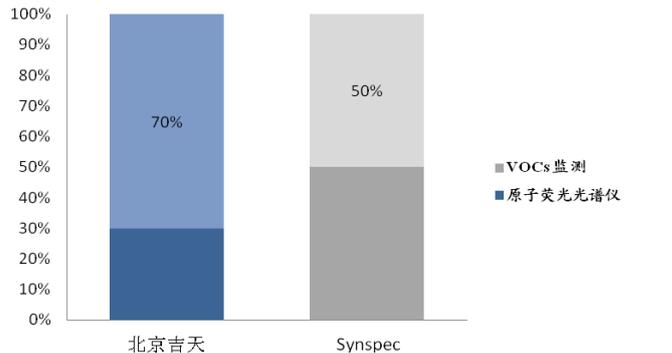
国内检测仪器行业的市场集中度较低，传统上在细分子领域都有各自的格局，且高端产品仍是国外企业主导。未来，综合性企业可以凭借产品线不断完善和跨行业并购，获得快速发展。

图 17: 公司主要产品市场占有率领先



资料来源：公司公告，国都证券

图 18: 收购子公司在细分市场占有率领先



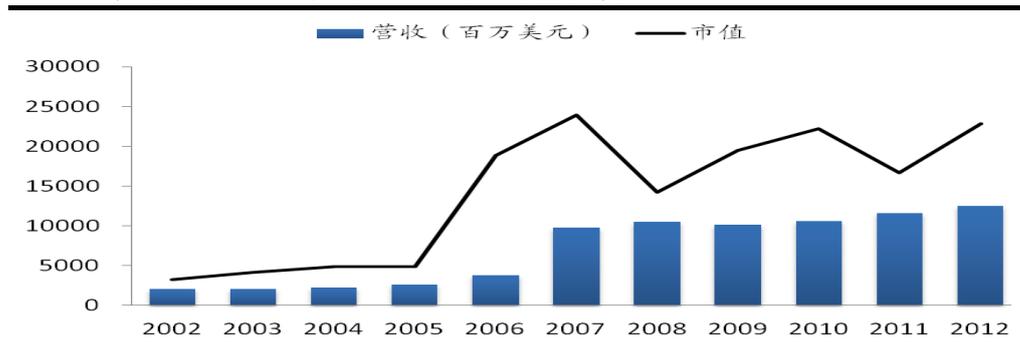
资料来源：Wind，国都证券

## 2、实施并购战略，有望跨越式发展

监测仪器行业子领域众多，每个行业都有一定的技术壁垒和传统的客户群，因此一直以来行业内的公司都无法快速做大规模。我们认为，实施合理的并购，有助于企业脱颖而出，是综合性企业发展的关键动力之一。

**国际巨头通过并购战略实现跨越式发展。**全球分析仪器市场的领先企业，丹纳赫、赛默费世尔(TMO)均通过不断的并购快速成长，2012年分别实现收入183亿美元、125亿美元，大幅领先于其他竞争对手。丹纳赫去年实施收购涉及15亿美元，TMO则自1967年上市以来发生收购250以上，均认为并购将是长期执行的战略。

图 19：并购是 TMO 公司成为国际巨头的关键战略



数据来源：TMO，国都证券

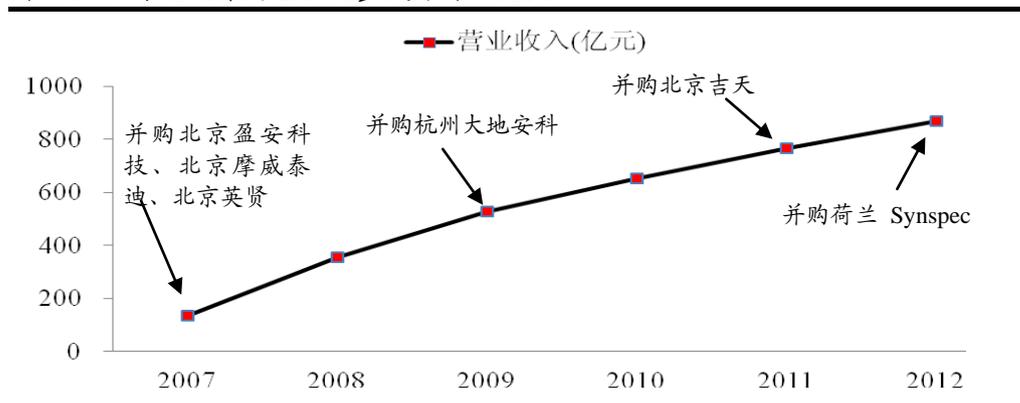
### ■ 公司已成功实施多起并购，未来仍是其主要看点

公司 2007 年并购北京盈安科技等 3 家公司，大幅增强其在工业过程分析仪领域的实力；之后又并购杭州大地安科、北京吉天、荷兰 Synspec，不仅丰富公司在环境监测仪领域的产品线，更是使公司进入实验室分析仪领域。公司目前的规模是国内主要竞争对手的 2-3 倍，并购战略十分成功。

我们认为，公司未来有望通过并购战略，1) 提高其在环境监测仪领域的市占率，2) 完善在实验室仪器的产品线。从国际巨头的业务格局来看，3) 医疗诊断仪器等领域前景广阔（制药及医疗终端需求占 TMO 收入 48% 左右），对公司而言尚属空白。

我们相信，公司远未触及发展天花板，即使按照国内市场整体占有率 10% 计算，公司仍有 3 倍以上的空间。

图 20：公司通过并购已经逐步成为行业龙头



数据来源：公司公告，国都证券

## 四、盈利预测与估值

我们预测公司 2013-2015 年，营业收入分别为 10.8 亿元、13.5 亿元和 16.2 亿元；基本 EPS 分别为 0.51 元、0.62 元和 0.75 元，对应动态 P/E 分别为 28X、23X、19X。我们测算，未来 3 年公司净利润 CAGR 大约为 23%，环保、工业自动化升级以及研发开支增长等基础性因素将成为业绩的长期驱动因素。

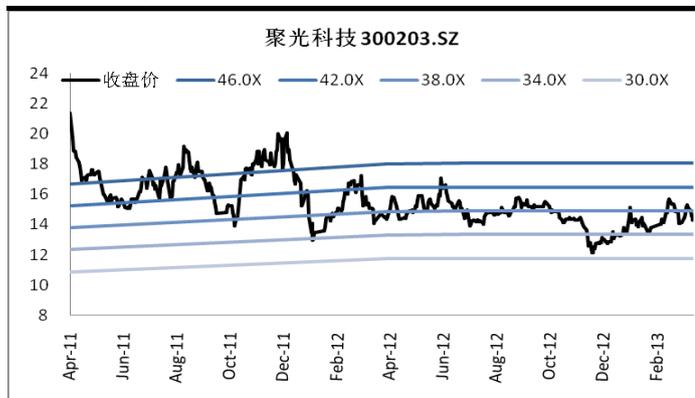
### ■ 投资建议

首次给予公司“推荐”评级。1) 公司是综合性的监测分析仪提供商，产品多元化，综合竞争实力优于国内主要竞争对手；2) 环保、工业自动化升级以及研发投入等基础性因素未来将长期存在，相关的投资将使得公司的主要业务板块收益；3) 持续的资本运作是全球龙头企业的战略，公司已经成功并购 6 家公司，我们相信其发展空间仍非常巨大。我们认为公司所处的行业未来将持续增长，公司已经逐步成为行业领先企业，而全球巨头的资本运作手段可能继续成为公司的备选战略，公司股价应该较之行业溢价，首次给予公司“推荐”评级。

### ■ 股价催化剂

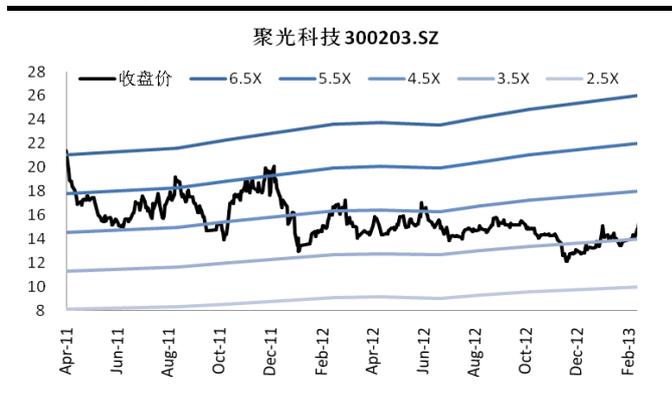
1) 环保领域的实际投资明显增长；2) 潜在的大订单；3) 实施具有协同效应的并购；4) 环保主题性投资升温。

图 21: 公司 PE-band



资料来源: Wind, 国都证券

图 22: 公司 PB-band



资料来源: Wind, 国都证券

## 盈利预测

### 1) 关键假设

1. 《环境空气质量标准》的路线图和时间表得到有效的执行，从而带来空气监测设备相关的需求；
2. 脱硝市场进展如预期，相关废气监测设备需求释放；
3. 市场竞争有序，包括国际巨头和国内企业能维持稳定的价格；
4. 公司保持相对稳定的费用增长。

### 2) 盈利预测模型

表 2: 公司盈利预测

营业收入(百万元)	2012E	2013E	2014E	2015E
工业过程分析系统	351.84	450.4	562.9	675.5
环境监测系统	330.58	413.2	508.3	609.9
实验室分析仪器	57.13	65.7	78.8	94.6
运营维护服务	54.83	71.3	96.2	125.1
数字环保信息监测系统	15.84	20.6	27.8	34.7
其他	57.3	60.2	72.2	83.0
<b>同比 YOY</b>				
工业过程分析系统	15.0%	28.0%	25.0%	20.0%
环境监测系统	12.5%	25.0%	23.0%	20.0%
实验室分析仪器	9.5%	15.0%	20.0%	20.0%
运营维护服务	20.0%	30.0%	35.0%	30.0%
数字环保信息监测系统	10.0%	30.0%	35.0%	25.0%
其他	10.0%	5.0%	20.0%	15.0%
<b>毛利率</b>				
工业过程分析系统	50.0%	50.0%	49.5%	49.5%
环境监测系统	51.0%	50.5%	50.0%	49.5%
实验室分析仪器	65.0%	65.0%	65.0%	63.0%
运营维护服务	65.0%	60.0%	60.0%	58.0%
数字环保信息监测系统	62.0%	60.0%	60.0%	58.0%
其他	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>营业总收入</b>	<b>867.5</b>	<b>1081.3</b>	<b>1346.3</b>	<b>1622.9</b>
<b>同比 YOY</b>	<b>13.5%</b>	<b>24.6%</b>	<b>24.5%</b>	<b>20.5%</b>
<b>毛利率</b>	<b>51.5%</b>	<b>51.4%</b>	<b>51.1%</b>	<b>50.6%</b>

资料来源：公司公告，国都证券

## 五、风险提示

1. 激烈的市场竞争可能引起产品价格下降；
2. 环保领域的政策执行风险，使得需求不达预期；
3. 公司管理上可能带来的费用增长，以及并购可能面临的信用风险；

**附录：财务预测表**

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1911.6	2199.1	2429.3	3129.3	<b>营业收入</b>	867.6	1081.3	1346.3	1622.9
现金	1230.8	789.8	1218.4	1198.8	营业成本	420.4	525.6	659.0	801.1
应收账款	440.7	889.3	769.9	1215.7	营业税金及附加	8.5	12.7	14.5	18.3
其它应收款	38.1	39.2	57.0	59.1	营业费用	160.5	173.0	201.9	227.2
预付账款	28.8	54.7	50.3	76.0	管理费用	160.5	162.2	188.5	227.2
存货	167.2	347.2	304.6	481.3	财务费用	-10.9	-7.2	5.6	3.6
其他	5.9	79.1	29.2	98.5	资产减值损失	21.1	23.8	31.2	36.7
<b>非流动资产</b>	347.5	398.4	453.4	495.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	1.1	2.1	3.1	4.1	投资净收益	1.0	1.0	1.0	1.0
固定资产	189.7	224.7	268.0	310.4	<b>营业利润</b>	108.6	192.2	246.6	309.9
无形资产	51.6	54.1	57.9	60.1	营业外收入	98.0	65.0	65.0	65.0
其他	105.1	117.6	124.4	120.5	营业外支出	3.0	3.0	3.0	3.0
<b>资产总计</b>	2259.1	2597.6	2882.7	3624.4	<b>利润总额</b>	203.6	254.2	308.6	371.9
<b>流动负债</b>	453.3	577.6	598.7	1030.8	所得税	24.5	25.2	30.6	36.8
短期借款	175.3	199.0	169.4	509.6	<b>净利润</b>	179.1	229.1	278.1	335.1
应付账款	140.4	131.7	207.9	206.7	少数股东损益	0.5	0.2	0.5	0.4
其他	137.5	246.9	221.3	314.5	<b>归属母公司净利润</b>	178.5	228.9	277.6	334.6
<b>非流动负债</b>	23.2	25.5	26.7	25.7	EBITDA	209.9	260.0	315.2	389.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.40	0.51	0.62	0.75
其他	23.2	25.5	26.7	25.7					
<b>负债合计</b>	476.5	603.1	625.3	1056.5					
少数股东权益	3.5	3.6	4.2	4.6	<b>主要财务比率</b>				
股本	445	445	445	445		<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积金	858.8	858.8	858.8	858.8	<b>成长能力</b>				
留存收益	475.4	687	949.4	1259.5	营业收入	13.5%	24.6%	24.5%	20.5%
归属母公司股东权益	1779.2	1990.8	2253.2	2563.3	营业利润	-24.5%	77.0%	28.3%	25.6%
<b>负债和股东权益</b>	2259.1	2597.6	2882.7	3624.4	归属母公司净利润	2.3%	28.2%	21.3%	20.6%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	51.6%	51.4%	51.1%	50.6%
					净利率	20.6%	21.2%	20.7%	20.6%
					ROE	10.0%	11.5%	12.3%	13.0%
					ROIC	8.5%	9.7%	10.6%	10.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	21.1%	23.2%	21.7%	29.1%
					净负债比率	36.8%	33.0%	27.1%	48.2%
					流动比率	4.22	3.81	4.06	3.04
					速动比率	3.85	3.21	3.55	2.57
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.45	0.49	0.50
					应收帐款周转率	1.69	1.63	1.62	1.63
					应付帐款周转率	3.82	3.86	3.88	3.86
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.40	0.51	0.62	0.75
					每股经营现金	0.88	-0.86	1.26	-0.58
					每股净资产	4.01	4.48	5.07	5.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	36	28	23	19
					P/B	3.6	3.2	2.8	2.5
					EV/EBITDA	25.5	22.4	17.0	14.7

资料来源：公司报表、国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁、电力	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	张威	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com
王寅	医药	wangyin@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com