

## 聚光科技

### 首次覆盖：业绩持续不达预期、14年或迎转机？

#### 拥有完整的产品线、雄厚的研发实力

公司业务涉及环境监测、工业过程分析和实验室仪器三个领域，环境监测领域涉及气、液和固体三态监测，是A股同行业中产品线最全、专利最多、研发实力最强的公司。董事长王健和总经理姚纳新拥有斯坦福的学历背景和硅谷的创业背景，并在创业之初就获得美国知名PE公司注资，在A股环保公司中独一无二。

#### 上市后收购速度放慢且业绩增长差强人意

07-09年两年间公司完成4项收购，但10-13年公司仅完成2项收购，08-10年，公司营业收入增长接近4倍，净利润增长接近17倍；但上市后，11-13年，我们预计公司营业收入和净利润CAGR仅为28.4%和5.1%，盈利增速甚至不及行业平均水平。上市前后的差异反映公司过去3年可能因股权分散导致管理效率降低，当然我们也看到公司正有所应对，但有待检验。

#### 中国处在监测行业大发展的起点，期待公司14年上台阶

2010年以来环保相关法律、法规、标准密集颁布，土壤污染防治法和环保法、大气污染防治法修订有望14年颁布，对监测行业有直接拉动的环境税有望15年颁布，这是监测行业大发展的必要条件，另外中国本土公司有望凭借更高性价比的产品提升市场份额。良好行业背景下公司已经具备资金、技术的硬实力，我们相信如果未来管理提升，公司有望再次进入高增长长期。

#### 估值：首次覆盖给予“中性”评级和20.60元的目标价

我们首次覆盖聚光科技，预计2013-15年公司EPS分别为0.38/0.48/0.56元，同比增速分别为-4%/27%/16%。基于瑞银VCAM贴现现金流模型和7.6%的WACC假设，得到目标价20.60元，对应2013/14/15年PE分别为54/42/37倍，给予“中性”评级。

### Equities

中国

污染控制

12个月评级 **中性**  
之前：未予评级

12个月目标价 **Rmb20.60**  
之前：-

股价 **Rmb18.29**

路透代码：300203.SZ 彭博代码 300203 CH

#### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb19.61-12.59
市值	Rmb8.14十亿/US\$1.34十亿
已发行股本	445百万 (ORDA)
流通股比例	8%
日均成交量(千股)	4,701
日均成交额(Rmb百万)	Rmb82.6
普通股股东权益(12/13E)	Rmb1.91十亿
市净率(12/13E)	4.3x
净债务/EBITDA	NM

#### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	-	0.38	-	0.46
12/14E	-	0.48	-	0.58
12/15E	-	0.56	-	0.69

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	652	764	836	837	1,087	1,259	1,470	1,710
息税前利润(UBS)	143	148	93	109	154	184	221	265
净利润(UBS)	162	175	177	170	215	249	290	341
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.40	0.41	0.40	0.38	0.48	0.56	0.65	0.77
每股股息 (Rmb)	0.00	0.04	0.08	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
净债务/(现金)	(38)	648	573	653	367	339	447	693
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	21.9	19.4	11.1	13.0	14.2	14.6	15.0	15.5
ROIC (EBIT) (%)	-	18.4	8.9	9.3	10.7	10.3	11.0	12.3
EV/EBITDA(core)x	-	42.5	51.7	57.3	40.5	33.9	28.1	22.8
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	-	42.0	37.2	47.8	37.8	32.7	28.0	23.9
权益FCF(UBS)收益率%	-	(0.9)	0.2	1.3	(3.4)	(0.1)	1.6	3.3
净股息收益率(%)	-	0.2	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2014年01月24日18时27分的股价(Rmb18.29)得出。

# 投资主题

## 聚光科技

### 投资理由

公司是 A 股同类上市公司中产品线最丰富、研发实力最强的公司。1、在环境监测领域，公司市占率领先，产品分布在污染源、空气质量和水质等诸多领域；新收购 90% 股权的东深电子从事水利自动化、信息化行业，我们预计公司未来将进一步扩张业务版图。2、公司 2011 年通过收购北京吉天进军实验室仪器领域，拥有一批可媲美进口产品的高端实验室仪器产品，公司在实验室仪器领域的竞争力还在巩固。3、公司主要风险在于：1) 上市后公司收入、利润增长反而显著低于上市前，且 12/13 年公司收入、利润的增速甚至不及行业平均水平；2) 股东中 PE 机构占比高，股东分散可能影响公司管理效率，3) 2014 年 4 月份占总股本 70% 以上（超过 3 亿股）的大非解禁，可能存在抛售压力。我们预计 2013-15 年公司 EPS 为 0.38/0.48/0.56 元，目标价的推导基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（假设 WACC 为 7.6%）。

### 乐观情景

如果公司管理调整得当，把握住环境监测市场大发展的良机，在该领域实现 2014-15 年均 30% 的收入增速，则我们估算 EPS 较基准情景将增长 2.6%/6.3% 至 0.50/0.60 元，对应每股估值为 21.90 元。

### 悲观情景

如果公司管理调整不达预期，使公司环境监测业务 2014-15 仅实现年均 10% 的收入增速，那么我们估算公司 EPS 较基准情景将下降 2.6%/5.8% 至 0.47/0.53 元，对应每股估值为 19.30 元。

### 近期催化剂

1、2014 年政府可能出台 VOCs（挥发性有机物）、重金属治理相关规划，公司先于行业内其他公司在该领域拥有技术和产品储备，一旦市场启动公司先发优势明显；2、政府开征环境税也有望极大利好环境监测行业。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb20.60

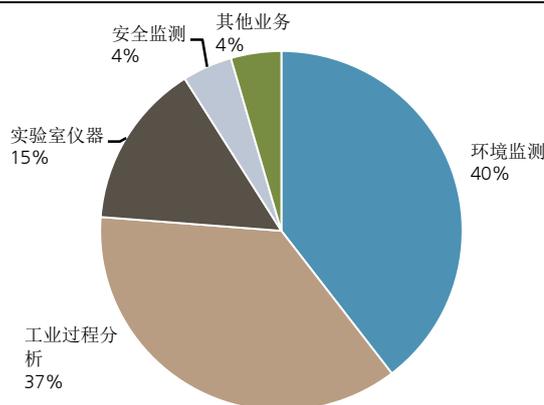
### 公司简介

聚光科技成立于 2002 年 1 月 4 日，并于 2011 年 4 月 15 日在创业板上市，主要生产应用于环境监测、工业过程分析和安全监测领域的仪器仪表。上市后，公司剥离了光纤传感业务，并陆续收购了北京吉天仪器和荷兰 Bohnen Beheer B.V，从而进入实验室仪器和 VOCs 监测领域。

### 行业展望

我们认为中国的环境监测行业处于大发展的起点，驱动因素：环保产业大发展+制造业升级。2010 年以来政府出台和修订了一系列环保政策和标准，14 年有望出台土壤污染防治法并修订环保法和大气污染防治法，且对监测行业有直接拉动的环境税也有望在未来 2 年颁布，这是监测行业发展的必要条件，另一方面中国监测行业一直由外国公司主导，随着市场的快速增长，中国公司研发实力快速提升，产品性价比更高，有望提升市场份额。

### 2012 年营业收入结构（按业务分类）



来源: 公司数据

### 毛利结构（按业务分类）

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
环境监测	194	166	175	243	292
工业过程分析	152	151	140	147	154
实验室仪器	38	84	81	113	135
环境治理	-	-	-	18	26
安全监测	22	19	19	19	19
其他业务	3	8	17	17	17
合计	410	429	430	556	643

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 目录

<b>投资案件.....</b>	<b>4</b>
风险 .....	4
估值和推导我们目标价的基础.....	4
瑞银预期对比市场一致预期 .....	5
敏感性分析.....	5
<b>风险分析.....</b>	<b>7</b>
<b>竞争分析.....</b>	<b>8</b>
行业吸引力评估 .....	8
竞争优势 .....	8
管理层策略.....	9
<b>蛰伏三年，调整成效有待观察 .....</b>	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
行业龙头 .....	10
上市后业绩增长差强人意，期待管理改善 .....	14
<b>财务状况.....</b>	<b>18</b>
<b>估值.....</b>	<b>20</b>
目标价推导.....	20
可比公司 .....	21
<b>附录.....</b>	<b>22</b>
公司背景 .....	22

徐颖真  
分析师  
S1460511100001  
yingzhen.xu@ubssecurities.com  
+86-213-866 8883

郁威  
分析师  
S1460511120001  
wei.yu@ubssecurities.com  
+86-213-866 8857

# 投资案件

我们首次覆盖聚光科技，给予“中性”评级。我们认为中国处于环境监测行业大发展的起点，公司作为行业龙头理论上应当受益行业的高增长，但公司过去2年收入利润增速均低于行业平均水平，我们需要观察未来公司是否做出战略调整，业绩能否再度发力，目前我们对公司的业绩预测低于市场一致预期。我们预计2013-15年公司EPS分别为0.38/0.48/0.56元，同比增速分别为-4%/27%/16%。基于瑞银VCAM贴现现金流模型和7.6%的WACC，得到目标价20.60元，对应2013/14/15年PE分别为54/42/37倍。

## ▪ 拥有完整的产品线、雄厚的研发实力

聚光科技业务涉及环境监测、工业过程分析和实验室仪器三大领域，在A股同类公司中产品线分布最广、研发实力最强。公司部分技术已经达到国际领先水平，相比国内公司有较大的领先优势。

## ▪ 上市后收购放慢、业绩增长差强人意

公司创立以来持续通过兼并收购做大规模，上市后仍然延续了收购的传统，但进度放慢，上市前的07-09年完成4项收购，但上市后年均收购项目不到1项。且上市后公司的业绩增速明显下降，2012-13年利润增长不及行业平均水平，我们认为可能和公司股东分散、管理效率降低有关。

## ▪ 公司能否分享行业快速增长需待检验

我们认为中国处于环境监测行业大发展的起点，过去几年新政新标仍未完全消化，“十二五”期间行业将受益于政策红利和本土公司市场份额提升。政策硬性规划了监测点的建设数量和级别，增加了监测指标并扩大了检测行业；另一方面，本土产品性价比高能抢占外国公司市场份额。聚光科技能否充分受益还需检验公司未来的管理改善。

## 风险

聚光科技面临的风险主要有：

- 应收帐款逐年上升，影响现金流；
- 股权分散，可能造成决策效率低下；
- 对收购项目如果无法顺利整合，效果可能不达预期；
- 竞争对手正以更激进的速度扩张，公司市场份额可能下降。

## 估值和推导我们目标价的基础

我们预计2013-15年公司EPS分别为0.38/0.48/0.56元，同比增速分别为-4%/27%/16%。基于瑞银VCAM贴现现金流模型和7.6%的WACC假设，得到

目标价 20.60 元，对应 2013/14/15 年 PE 分别为 54/42/37 倍，给予“中性”评级。

## 瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司 2013-15 年的净利润预测较市场一致预期低 15%/15%/19%，因为我们对公司未来新订单数量的增速预测较市场保守。

表 1: 瑞银预测对比市场一致预期

(百万元)	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>			
瑞银预测	837	1,087	1,259
市场一致预期	989	1,229	1,480
差异	-15.3%	-11.6%	-15.0%
<b>净利润</b>			
瑞银预测	170	216	249
市场一致预期	200	253	309
差异	-15.0%	-14.9%	-19.4%

注：数据截至 2014 年 1 月 24 日  
来源: Wind, 瑞银证券估算

## 敏感性分析

聚光科技营业收入的三大来源分别为环境监测、工业过程分析和实验室仪器，因此我们选取这三项业务分别进行 2014 年 EPS 的敏感性分析。

我们的基准假设为，2014 年环境监测业务收入增速和毛利率分别为 20% 和 50%，工业过程分析业务收入增速和毛利率分别为 5% 和 48%，实验室仪器业务收入增速和毛利率分别为 40% 和 65%。

表 2: 2014 年 EPS 变动幅度对环境监测收入增速和毛利率的敏感性分析

		环境监测业务收入增速				
		10%	15%	20%	25%	30%
环境监测业务毛利率	46%	-10.1%	-9.1%	-8.0%	-7.0%	-6.0%
	48%	-6.4%	-5.2%	-4.0%	-2.8%	-1.7%
	50%	-2.6%	-1.3%	0.0%	1.3%	2.6%
	52%	1.1%	2.6%	4.0%	5.5%	7.0%
	54%	4.8%	6.4%	8.0%	9.7%	11.3%

来源: 瑞银证券估算

表 3: 2014 年 EPS 变动幅度对工业过程分析收入增速和毛利率的敏感性分析

		工业过程分析业务收入增速				
		-5%	0%	5%	10%	15%
工业过程分 析业务毛利 率	44%	-6.5%	-5.8%	-5.1%	-4.4%	-3.6%
	46%	-4.2%	-3.4%	-2.5%	-1.7%	-0.8%
	48%	-1.9%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.9%
	50%	0.4%	1.5%	2.5%	3.6%	4.7%
	52%	2.7%	3.9%	5.1%	6.3%	7.5%

来源: 瑞银证券估算

表 4: 2014 年 EPS 变动幅度对实验室仪器收入增速和毛利率的敏感性分析

		实验室仪器业务收入增速					
		0.48	30%	35%	40%	45%	50%
实验室仪器 业务毛利率	61%	-4.4%	-3.6%	-2.9%	-2.1%	-1.4%	
	63%	-3.0%	-2.2%	-1.4%	-0.6%	0.2%	
	65%	-1.7%	-0.9%	0.0%	0.9%	1.7%	
	67%	-0.4%	0.5%	1.4%	2.3%	3.2%	
	69%	1.0%	1.9%	2.9%	3.8%	4.8%	

来源: 瑞银证券估算

# 风险分析

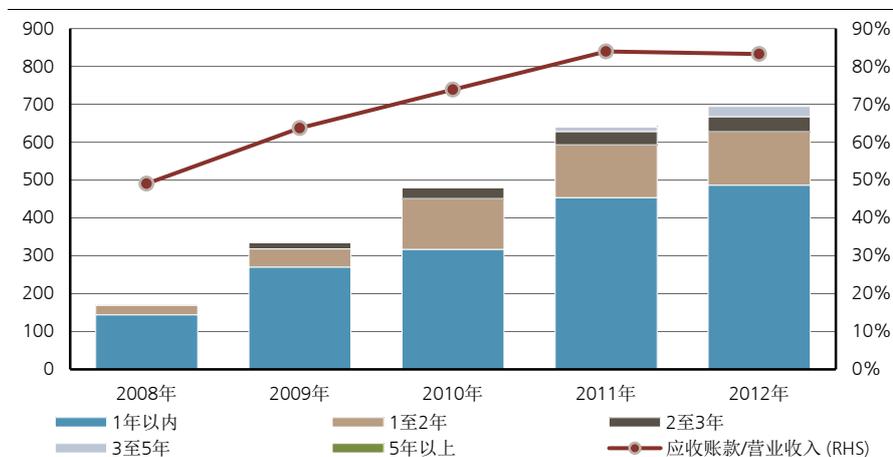
## 应收账款逐年上升

随着业务的不断扩张，公司应收账款也随之大幅增加，2008-12 年 CAGR 达到 141.5%，已超过同期营业收入 124.0% 的 CAGR，且应收账款占营业收入比重从 2008 年底的 46% 逐渐上升至 2013Q3 的 115%。

公司目前的应收账款以 2 年以内账龄为主，占比超过 90%。上市前，公司 1 年以内账龄的应收款占比超过 90%，但 2010 年起，该项比重下降至 70%，随之增长的为 1 至 2 年账龄比重，近两年增至 20% 左右。

虽然公司应收账款以政府部门及大型工业企业为主，出现坏账的可能性较小，但仍面临回款慢对公司现金流造成的负面影响。

图片 5: 聚光科技年末应收账款（未扣除坏账）的账龄结构（单位：百万元）



来源: 公司数据

## 股权分散可能影响效率

公司现任董事长王健和总经理姚纳新是公司的创始人，也是实际控制人，合计控制聚光科技 38.94% 股权。王健和姚纳新拥有斯坦福的学历背景和硅谷的创业背景，并在创业之初就获得美国知名 PE 公司注资，由于公司在上市之前就持续收购兼并实现扩张导致公司必须持续引入 PE 获得融资，造成公司股东极其分散且股权结构相对复杂，这可能降低公司管理效率。

## 兼并收购后的整合效果不达预期

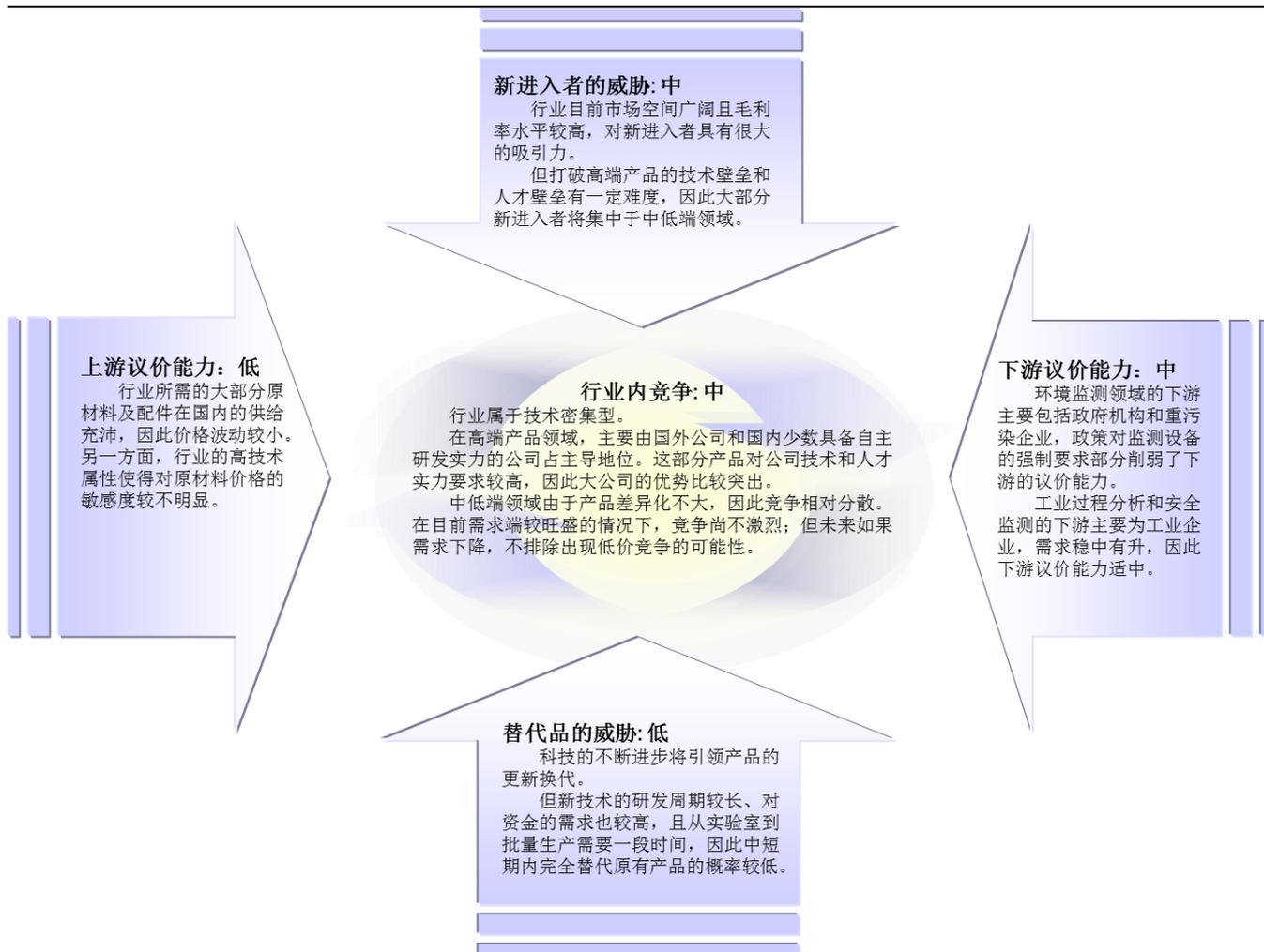
2007 年以来，公司不断通过兼并收购来快速拓展业务领域和客户资源，一方面可以带来盈利的快速增长，但另一方面也对公司管理水平提出了较高要求。如果双方的产品、资源、渠道和文化等方面无法有效整合，可能存在协同效应不达预期甚至整合失败的风险。

# 竞争分析

## 行业吸引力评估

详细的行业分析和与海外公司的对比请参考我们同时发布的《中国环境监测行业报告：环保产业驱动+制造业升级推动》。

图片 6:波特五力分析图



来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

## 竞争优势

### 完整的产品线, 市占率位居前列

与国内同类公司相比, 聚光科技的产品线最完整, 包括环境监测、工业过程分析和实验室仪器, 未来还有望拓展至环境治理。在环境监测各子领域, 聚光科技的市占率均名列前茅, 其中空气质量监测和水质监测位居前三, 烟气排放监测位居前五, 重金属和 VOCs 方面公司的技术优势使其市占率位居第一。在实验室仪器方面, 公司收购的北京吉天仪器拥有与国际领先水平相当的原子荧光光谱技术, 市场认知度很高, 因此市占率多年领先。

- **领先的研发实力提升了竞争者面临的技术壁垒**

我们认为聚光科技的研发实力领先国内同类公司近 5 年的水平，无论是技术的多样性还是先进性，公司都超过了本土可比公司。在大部分本土环境监测公司和实验室仪器公司由于技术储备不足只能在中低端市场展开竞争的时候，聚光科技的部分高端技术已经开始和国际接轨，且具备进口产品无法匹敌的性价比。

虽然行业的高毛利率吸引了许多新进入者，但行业的高科技属性带来了较高的技术壁垒。聚光作为本土行业先行者拥有强大的研发团队和品牌认知度，是一般新进入者较难超越的，同时也使公司在技术上不会落后于人，甚至有可能成为新技术和新产品的开拓者。

- **原材料价格波动很小，下游有一定回款压力**

公司的原材料多为常见的电子元器件，供给十分充沛，因此这方面的成本波动很小。

公司的下游客户多为政府机构、重污染企业和院校。其中政府机构的支付能力与当地财政有一定关系，由于公司客户正逐渐向三四线城市和县级市铺开，因此面临着一定回款压力。重污染企业中很多属于“产能过剩”的重灾区，经济结构转型也使得这类企业盈利能力下降，部分无法按时支付货款。

过去几年公司应收账款占营业收入比重持续上升，且高于行业平均水平。

## 管理层策略

- **巩固龙头地位，继续延伸产品线**

我们预计一系列的政策刺激有望带动环境监测行业在“十二五”期间的高增长，不断加强的行业立法和生产标准，也将提升实验室仪器的市场空间。

我们认为聚光科技丰富的产品线和领先的研发实力将有助于公司实施歧异战略。通过自行研发更多技术和产品，公司也将进一步提升业务毛利率和集成度，从而巩固公司行业龙头地位。

除了坚持原有主业之外，公司也在积极寻找新的利润增长点以求最大限度的利用公司现有技术储备，例如 2014 年起公司即将开展的环境治理业务。

- **通过兼并收购壮大自身实力**

我们认为公司的先行优势和研发实力为公司带来了收购兼并所需的资金，而多次收购则进一步壮大了公司的规模，拉开与国内同业的差距，加快公司资本积累的速度并进行下一次收购，形成一个良性循环。

频繁的收购在海外同类公司中并不罕见，但在国内公司不多见。公司 07 年以来年均实现一次收购且大部分收购都取得较大的成功。虽然公司于 2012 年收购的荷兰 BB 公司目前对净利润的贡献还不明显，但我们认为政府很有可能将 VOCs 纳入常规监测项目，而荷兰 BB 公司拥有国际领先的

VOCs 监测技术，因此我们预计未来该公司对聚光科技净利润的贡献将显著提升。今年年初，公司宣布完成收购东深电子 90% 股权从而进驻水利自动化、信息化产业。

## 蛰伏三年，调整成效有待观察

### 行业龙头

#### 1、完整的产品线

A 股上市公司中，与聚光科技可比的包括天瑞仪器、雪迪龙和先河环保，另外天瑞仪器公告拟收购 51% 股权的宇星科技（未上市）也属于可比公司。

- **聚光科技**的产品线最为完整，包括环境监测、工业过程分析和实验室仪器，未来还有望拓展至环境治理领域；
- 其次为**宇星科技**，该公司主要从事环境监测和环境治理；
- **天瑞仪器**着重于金属分析设备；
- **雪迪龙**收入主要来自污染源气体监测，同时还从事空气质量监测、工业过程气体分析以及环境监测设施运维；
- **先河环保**主要提供空气质量监测设备，另外还提供污染源气体、地表水质、污染源水质监测系统以及环境监测设施的运维服务。

表 7: 可比公司产品线比较

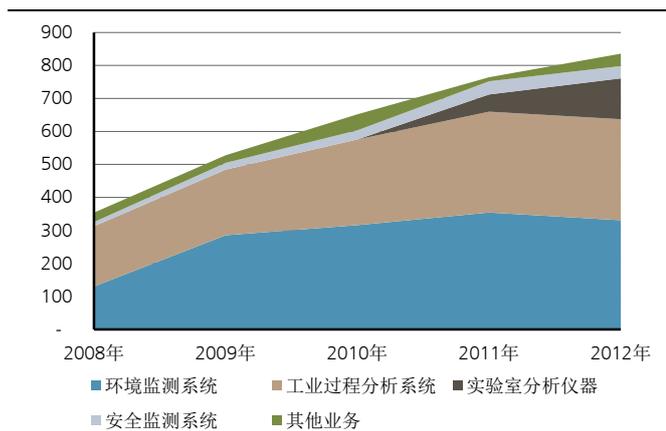
	环境监测					水利信息 化	环境治理	环境设施运维服务		工业过程 分析	实验室仪 器
	空气质量	污染源气	地表水质	污染源水	固体成分			治理设施	监测设施		
聚光科技	●	●	●	●		○	○			●	◎
宇星科技	●	●	●	●		◎	●	◎			
天瑞仪器					●(金属)						●(金属)
雪迪龙	◎	●							◎	◎(气体)	
先河环保	●	◎	◎	◎					◎		

注：●表示主要业务，◎表示次要业务，○表示即将进入该领域。  
来源：公司数据

在聚光科技所有产品线中，最主要的两个收入来源为环境监测系统和工业过程分析系统。由于市场的迅速扩容，公司 2009-12 年环境监测业务收入的 CAGR 达到 26%，但市场竞争加剧也导致毛利率由 2009 年的 61% 逐年下滑至 2012 年的 50%。

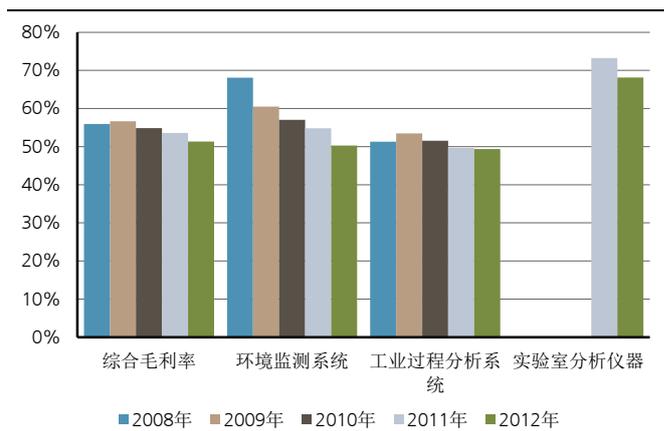
2011 年公司收购北京吉天后，实验室仪器成为第三大收入来源，2012 年收入同比增长 137%；且凭借其高端技术，2011/12 年该产品毛利率分别达到 73%/68%，比公司综合毛利率分别高出 20ppt/18ppt。

图片 8: 聚光科技营业收入拆分 (单位: 百万元)



来源: 公司数据

图片 9: 聚光科技主要业务毛利率

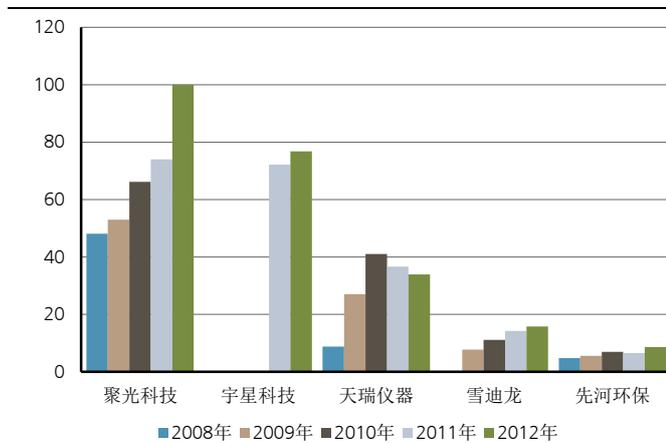


来源: 公司数据

## 2、领先全国的研发实力

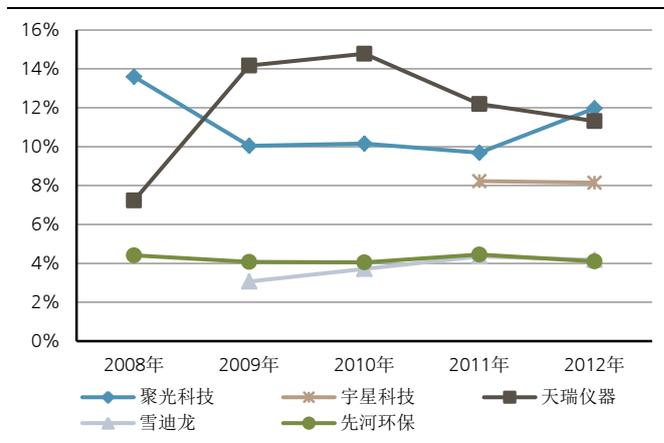
支撑聚光科技丰富产品线的是公司强大的研发实力。通过与国内同业的对比可以看到, 公司在研发方面的支出和已取得的专利数量都最高。在高端市场, 公司已拥有部分与国际接轨的产品, 同时具备进口产品无法匹敌的性价比, 但高端技术的多样性和国外公司相比差距还很大。

图片 10: 可比公司每年研发费用 (单位: 百万元)



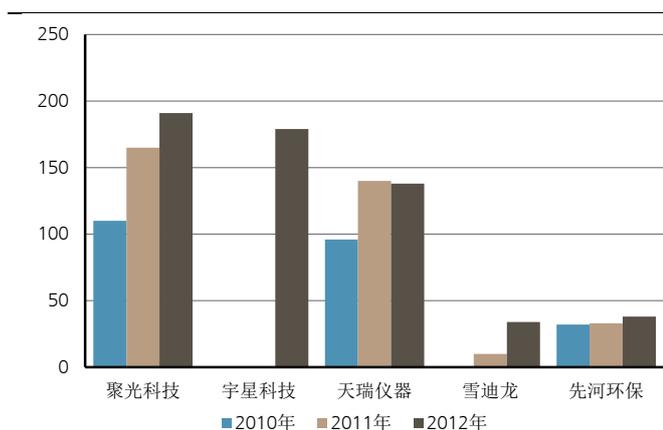
来源: 公司数据

图片 11: 可比公司每年研发费用占营业收入比重



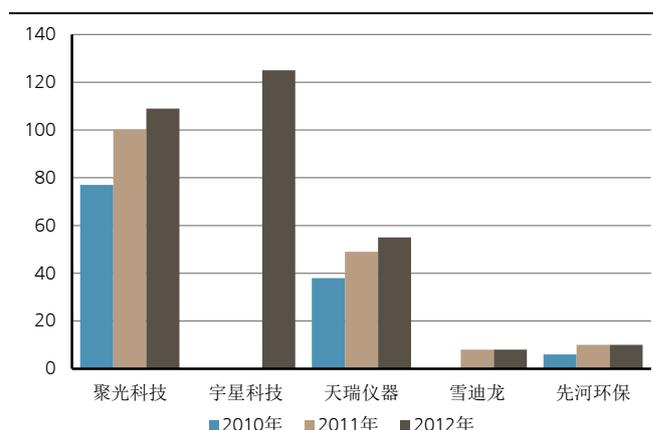
来源: 公司数据

图片 12: 可比公司每年年底已取得专利数量



注: 宇星科技的数据为截至 2013 年 6 月底。雪迪龙 2011 年的数据为截至 2012 年 2 月 27 日的数据。  
来源: 公司数据

图片 13: 可比公司每年年底已登记计算机软件著作权数量



注: 宇星科技的数据为截至 2013 年 6 月底。雪迪龙 2011 年的数据为截至 2012 年 2 月 27 日的数据。  
来源: 公司数据

表 14: 2009 年环境监测和工业过程分析的市场份额

排名	公司名称	市场占有率
<b>环境在线监测系统</b>		
1	聚光科技	8.3%
2	美国 Hach	7.9%
3	深圳宇星	6.6%
<b>工业过程气体分析仪器</b>		
1	聚光科技	14.6%
2	西门子	8.2%
3	ABB	7.3%

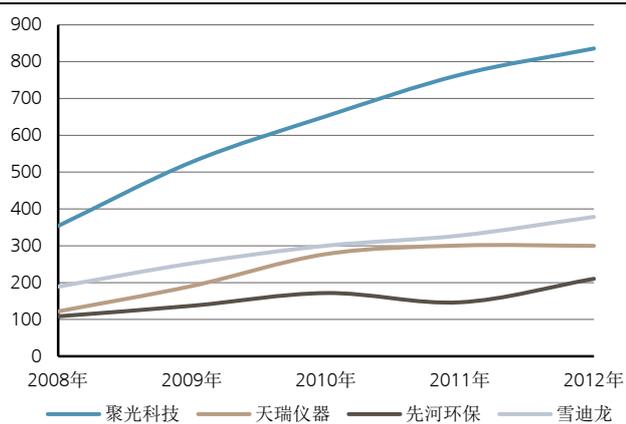
来源: 公司数据

### 3、成本控制能力在行业居中

与可比的 3 家 A 股上市公司（天瑞仪器、先河环保和雪迪龙）相比，聚光科技的收入规模更大，但公司毛利率水平和同业相比优势并不明显。4 家公司中，毛利率最高的是天瑞仪器，2008-12 年平均毛利率为 71.2%；聚光科技平均毛利率为 54.8%，处于中等水平，上市以来小幅下降。

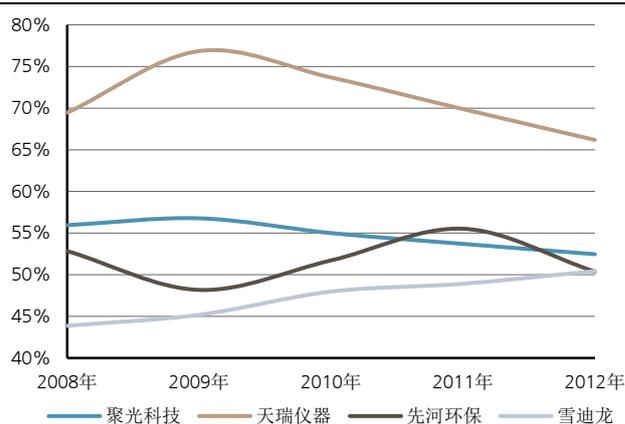
对比 4 家公司的期间费用可以看到，聚光科技的销售费用率处于行业中等水平，扣除研发费用后的管理费用率处于较低水平。但由于公司研发费用占营业收入比重较高，因此综合来看，公司的盈利能力与行业平均水平相当。

图片 15: 业内 4 家上市公司年收入规模 (百万元)



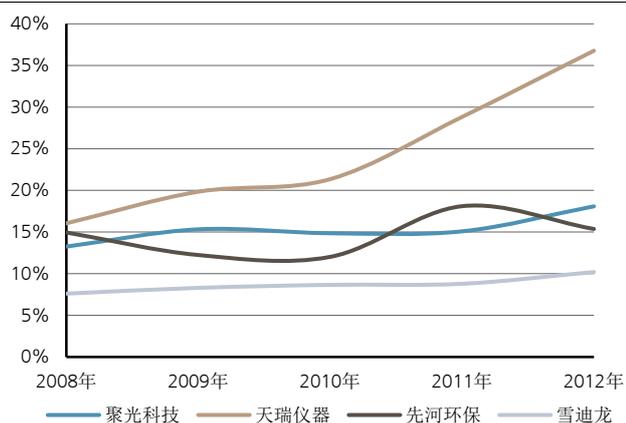
来源: 公司数据

图片 16: 业内 4 家上市公司毛利率对比



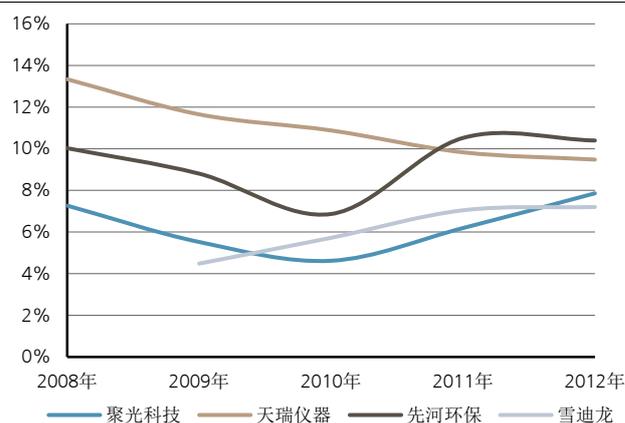
来源: 公司数据

图片 17: 业内 4 家上市公司销售费用率对比



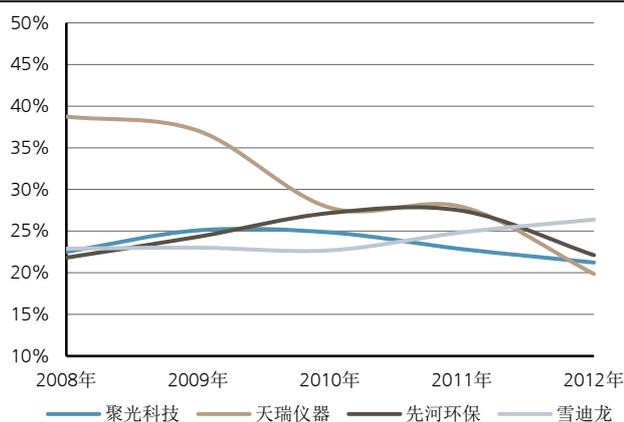
来源: 公司数据

图片 18: 业内 4 家上市公司管理费用率对比 (不包括研发费用)



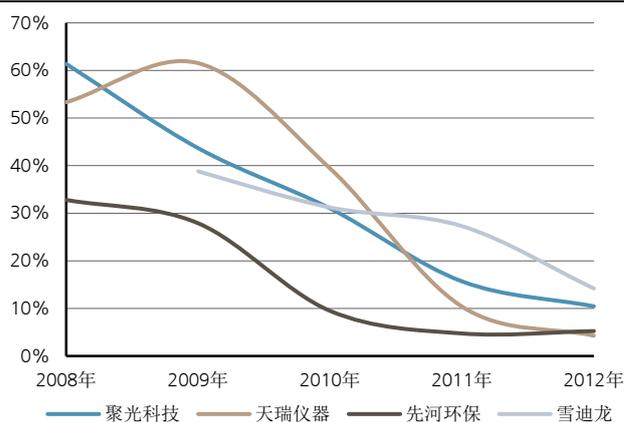
注: 雪迪龙 2010 年数据排除了控股股东通过向管理层和骨干员工转让股权实施股份支付形成一次性管理费用的影响。  
来源: 公司数据

图片 19: 业内 4 家上市公司净利润率对比



注: 雪迪龙 2010 年数据排除了控股股东通过向管理层和骨干员工转让股权实施股份支付形成一次性管理费用的影响。  
来源: 公司数据

图片 20: 业内 4 家上市公司 ROE 对比



注: 雪迪龙 2010 年数据排除了控股股东通过向管理层和骨干员工转让股权实施股份支付形成一次性管理费用的影响。  
来源: 公司数据

## 上市后业绩增长差强人意，期待管理改善

### 1、持续收购兼并，但上市后有所放慢

聚光科技最主要的战略是通过兼并收购获取产品技术和客户资源等，从而不断壮大自身实力。

公司上市前所做的收购项目主要是为了获取客户资源，以便快速进入相关子领域，而这些子领域隶属于聚光科技已有业务。该类收购包括 2007 年收购的北京英贤仪器、北京摩威泰迪和北京盈安科技，以及 2009 年收购的杭州大地安科。

上市以后，公司的收购思路发生了转变，不再仅为获取客户资源，而更多考虑的是在原有业务的基础上，开展全新业务，使自身产品线更为完整，进一步巩固行业龙头地位。该类收购项目包括 2011 年收购的北京吉天仪器、2012 年收购的荷兰 Bohnen Beheer 公司 75% 股权，以及 2013 年 12 月 26 日宣布的收购深圳东深电子 90% 股权的计划。

表 21: 聚光科技历史收购一览表

公告/签约时间	标的公司	收购股权	收购价格 (万元)	收购 PE	收购目的	产品类型
2007 年 3 月	北京英贤仪器	100%	100	NA	客户资源	工业过程: 近红外分析
2007 年 4 月	北京摩威泰迪	100%	100	NA	客户资源	工业过程: 石化、空分行业
2007 年 8 月	北京盈安科技	100%	1,200	40.8x	客户资源	工业过程: 金属分析
2009 年 8 月	杭州大地安科	100%	1,279	1.0x	客户资源	环境监测: 大气
2011 年 8 月	北京吉天仪器	100%	19,465	8.0x	业务拓展	实验室仪器
2012 年 6 月	荷兰 Bohnen Beheer	75%	€ 394	18.1x	业务拓展	环境监测: VOCs (挥发性有机物)
2013 年 12 月	深圳东深电子	90%	16,200	7.1x	业务拓展	水利自动化、信息化

注: 上市前收购项目的 PE = 100% 股权对应收购价格/收购当年实际净利润; 上市后收购项目的 PE = 100% 股权对应收购价格/收购当年预测净利润  
来源: 公司数据

兼并收购在高端仪器仪表行业非常多见。该行业的技术密集特点使其新进入者需要较长时间的研发投入，因此收购成为进军全新细分市场的快捷之道，一方面节约了大量市场推广和研发费用，另一方面可令现有资源有效整合。行业两大龙头美国赛默飞世尔公司（Thermo Fisher Scientific）和美国丹纳赫公司（Danaher）自成立以来，均通过多宗兼并收购来拓展业务实现扩张。下表罗列了 20 世纪 80 年代 Danaher 公司的主要收购历史。

**表 22: 美国 Danaher 公司历史收购一览表**

业务分部	初始年份	首次收购	后续主要收购
零售/工业石油	1980s	Veeder-Root	2001 Red Jacket, 2002 Gilbarco
水质分析	1996	American Sigma	1998 Dr. Lange, 1999 Hach, 2002 Viridor, 2004 Trojan, 2007 ChemTreat 2010 Larsen & Toubro (petroleum dispenser business)
电子测量	1998	Fluke Corporation	2006 Visual Networks, 2007 Tektronix, 2010 Keithley Instruments, Inc.
运动控制	1998	Pacific Scientific	2000 American Precision, Kollmorgen, Warner Electric (motion businesses) 2002 Thomson Industries
产品识别	2002	Videojet	2003 Willett and Accu-Sort, 2005 LinxPrinting, 2011 EskoArtwork, 2012 X-Rite
诊断	2004	Radiometer	2005 Leica Microsystems, 2006 Vision Systems, 2009 Genetix 2011 Beckman Coulter, 2012 Iris International and Aperio Technologies
生命科学	2005	Leica Microsystems	2010 AB Sciex and Molecular Devices, 2011 Beckman Coulter
牙科	2004	KaVo and Gendex	2006 Sybron Dental Specialties, 2009 PaloDEx Group Oy

来源: 公司数据

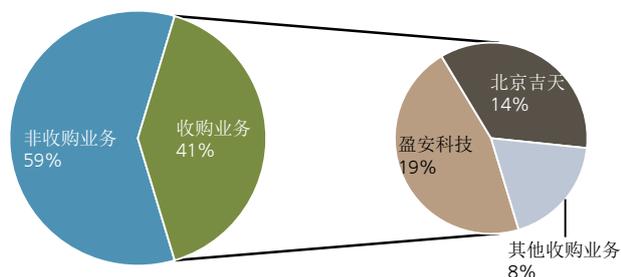
## 2、成功收购北京吉天，其他项目的协同效应尚不明显

分析上述收购对聚光科技营收和净利润的贡献可以看出，由于上市前聚光科技主要着眼于获取新子领域的客户资源，因此该类收购项目对营收和净利润的贡献相对较小。其中盈安科技主要从事代理销售海外品牌的金属分析仪器，因此虽然收入较高但净利润水平较低。

作为聚光科技上市后收购的第一个公司，北京吉天是国内领先的且拥有自主知识产权的实验室分析仪器厂商，主要从事高端实验室分析仪器的研发生产销售，市占率在国内名列前茅。该类产品的毛利率高出聚光科技原有业务的毛利率，因此 2012 年北京吉天贡献了 14% 的营收，但净利润占比达到 24%。此次收购是聚光科技一次十分成功的收购案例。

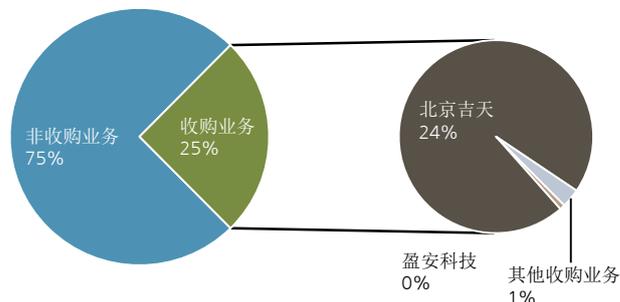
2012 年公司收购了拥有 VOCs 监测技术的荷兰 Bohnen Beheer 公司（以下简称“荷兰 BB 公司”）75% 股权，荷兰 BB 公司全资子公司 Synspec 公司的在线 VOCs 监测产品在欧洲和美国等发达地区获得了客户的广泛认可，而聚光全资子公司杭州大地安科也是 Synspec 公司在中国市场的总代理，在国内有较高的市占率。截至 2013 年中报，荷兰 BB 公司仍处于亏损状态，主要是由于其合营公司 LSE Mointors B.V. 研发支出较大且费用化处理。

图片 23: 收购项目对 2012 年营业收入的贡献



来源: 公司数据

图片 24: 收购项目对 2012 年净利润的贡献

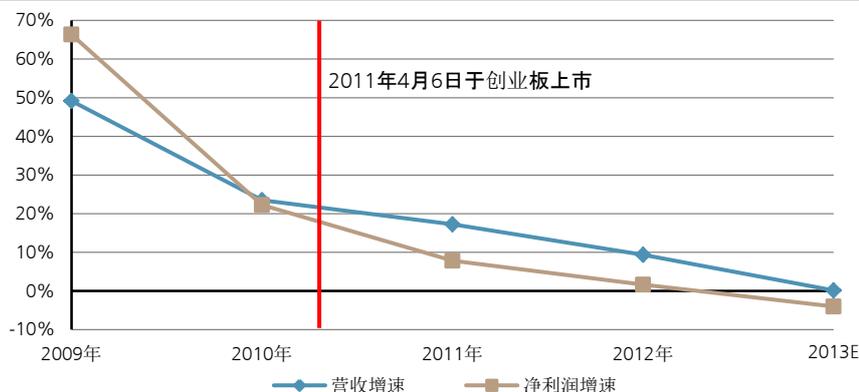


来源: 公司数据

### 3、蛰伏三年、期待下一轮高增长

上市前三年（08-10 年），公司营业收入增长接近 4 倍，净利润增长接近 17 倍；但上市后，11-13 年，我们预计公司营业收入和净利润 CAGR 仅 28.4% 和 5.1%，盈利增速不及行业平均水平。

图片 25: 上市后公司发展速度显著放缓



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

我们预计 2014 年起，公司盈利增速将回升：

- 预计环境监测业务收入 CAGR 可能达到 21%

我们认为 2012 年发布的新版《环境空气质量标准》将带动空气监测站的升级改造，除此之外部分地区也出台了当地的《清洁空气行动》，且建设目标高于环保部规划。综合这两方面，我们预计 2014-15 年空气质量监测的市场主要在地级市和县级市，且数量将较前 2 年显著增加。

火电行业脱硝改造起步较晚，加上 2013 年 9 月新调整的脱硝电价政策的刺激，我们预计从 2013 年开始市场景气能持续 3 年，从而带动 NOx 监测设施的市场需求。同时随着行业排放新标的出台，未来几年工业污染源在线监测的建设重点或逐步从火电行业逐步转向钢铁、水泥等行业。

政府对工业废水排放、流域和地下水污染治理力度的加大也有望提升相关监测产品需求。我们还注意到，国家在现有指标的基础上，正逐步推广重金属、VOCs、汞等新的监测项目，而聚光科技在这方面已有一定的技术积累。

综上政策红利，我们认为聚光科技作为本土行业龙头将受益，预计 2013-15 年，公司环境监测业务的收入年均复合增速可能达到 21%。

▪ **工业过程分析业务增速可能放缓**

该项业务收入增速放缓主要是由于经济结构转型导致的固定资产投资增速放缓，同时更新需求的占比可能提升。

▪ **实验室仪器业务收入 CAGR 可能达到 19%**

近年来，政府不断加强行业立法和生产标准，以提高生产安全、环境保护、食品安全等方面的要求，而实验室仪器正是政府、企业执行这些法律和标准的必备工具。由于过去的基数较低且新法新标推动了改造需求，因此我们认为未来两到三年实验室分析仪器将保持较快增速。

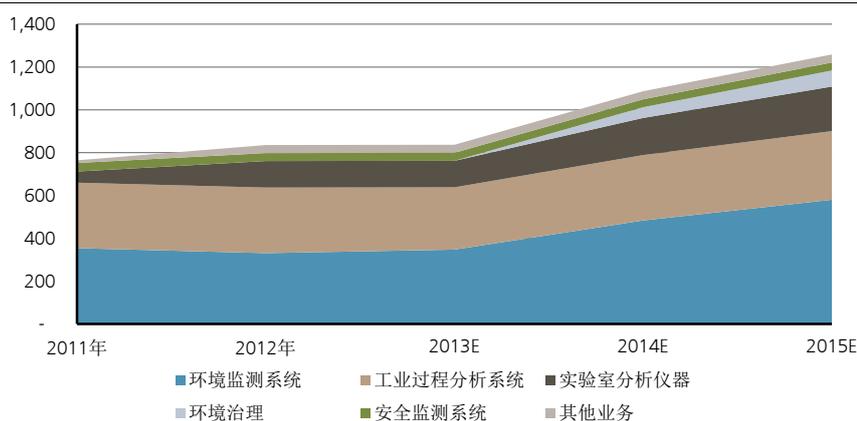
聚光科技的实验室仪器产品性价比远高于同类进口产品，我们预计 2013-15 年，公司该业务 CAGR 或达到 19%。

▪ **2014 年起开展环境治理业务和水利自动化/信息化业务**

除了原有三大业务外，公司还将从 14 年起开展环境治理业务，实施主体为公司控股 90%的清本环保，有助于帮助公司进一步延伸产业链。

14 年 1 月 16 日，公司公告已完成收购深圳东深电子 90% 的股权。东深电子是国内少数专业从事水利自动化、信息化业务，且拥有核心自主知识产权的厂家之一，可以为水行业提供一站式的全套解决方案和技术服务。此次收购完成意味着聚光科技从 2014 年起进驻全新领域。

图片 26: 2011-2015E 聚光科技收入（单位：百万元）



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 财务状况

表 27: 聚光科技利润表

(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	764	836	837	1,087	1,259
销售成本	(364)	(409)	(418)	(546)	(633)
毛利润	400	427	419	541	626
销售管理费用	(252)	(334)	(310)	(387)	(442)
其他营业收入	0	0	0	0	0
息税前利润	148	93	109	154	184
利息	(4)	13	7	7	6
其他税前非经营性项目	52	89	72	79	88
税前利润	196	195	187	240	278
税项	(21)	(18)	(19)	(24)	(28)
税后利润	174	177	169	216	250
净利润	175	177	170	215	249
营收增长率	17%	9%	0%	30%	16%
息税前利润率	19%	11%	13%	14%	15%
息税前利润增长率	4%	-37%	17%	42%	20%
净利润增长率	8%	2%	-4%	27%	16%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表 28: 聚光科技资产负债表

(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
有形固定资产净值	177	195	286	549	653
无形固定资产净值	187	294	311	327	343
净营运资本	604	650	604	793	923
其他长期负债	(37)	(46)	(46)	(46)	(46)
总投资资本	931	1,093	1,155	1,623	1,872
投资/其他资产	42	125	116	132	139
总动用资本	973	1,218	1,270	1,756	2,011
净(现金)/债务	(648)	(573)	(653)	(367)	(339)
股东权益	1,618	1,778	1,913	2,111	2,339
总动用资本	973	1,218	1,270	1,756	2,011
固定资产增长率	35%	10%	47%	92%	19%
营运资本增长率	27%	8%	-7%	31%	16%
动用资本增长率	51%	25%	4%	38%	15%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表 29: 聚光科技现金流量表

(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
息税前利润	148	93	109	154	184
折旧	15	22	21	36	44
营运资本变化	(213)	(104)	46	(189)	(130)
其他业务	66	104	65	72	82
经营性现金流	16	116	240	73	180
利息	(4)	13	7	7	6
已付税项	(21)	(18)	(19)	(24)	(28)
资本支出	(59)	(97)	(120)	(332)	(170)
自由现金流	(69)	13	108	(276)	(12)
股息 (普通股)	0	(18)	(36)	(17)	(22)
其他	(45)	19	81	86	93
净债务现金流的(增加)/减少	738	14	153	(207)	59
股息收益率	0.2%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%
资本支出/销售收入	7.8%	11.6%	14.3%	30.5%	13.5%
净债务权益比	-40.0%	-32.2%	-34.1%	-17.4%	-14.5%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 估值

## 目标价推导

我们预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.38/0.48/0.56 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，假设 WACC 为 7.6%，得到目标价 20.60 元，并首次覆盖给予“中性”评级，对应 2013/14/15 年 PE 分别为 54/42/37 倍。

表 30: 瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	154	184	221	265	298	419	491	574	672	786
折旧及摊销 *	36	44	51	59	67	77	90	106	124	145
资本支出	(332)	(170)	(50)	(58)	(64)	(66)	(71)	(76)	(80)	(83)
运营资本变动	(256)	(175)	(216)	(150)	(172)	(308)	(361)	(422)	(494)	(578)
所得税(营运)	(15)	(18)	(22)	(27)	(30)	(42)	(49)	(57)	(67)	(79)
其他	(25)	(17)	(21)	(24)	(18)	(32)	(38)	(44)	(51)	(60)
自由现金流	(438)	(153)	(37)	66	81	48	63	81	103	131
增长		NM	NM	NM	23.2%	-40.4%	29.3%	29.1%	27.9%	27.0%

估值	
明计现金流现值	485
期末价值(第 17 年)现值	7,446
<b>企业价值</b>	<b>7,931</b>
占永续价值百分比	94%
联营公司及其他	74
-少数股东权益	10
现金盈余**	592
-债务***	43
权益价值	8,543
已发行股数 [m]	445.0
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>19.20</b>
权益成本	7.6%
股息收益率	0.3%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>20.60</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	17.0%	17.0%	10.0%
息税前利润率	19.0%	19.0%	8.2%
资本支出/销售收入	2.0%	1.0%	1.0%
投资资本回报率	15.8%	18.5%	8.1%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	41.7x	34.8x	41.2x
企业价值 / 息税前利润	51.5x	43.1x	50.9x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率(现值)	39.7x	34.3x	39.3x
市盈率(目标)	42.6x	36.8x	42.1x

加权平均资本成本	
无风险利	4.40%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.64
债务/权益比	0.5%
边际税率	15.0%
权益成本	7.6%
债务成本	6.5%
<b>WACC</b>	<b>7.6%</b>

期末假设值	
VCH(年数)	17
对应的自由现金流增长	6.4%
回报率增幅	8.4%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	9.5x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

注: 我们预计中长期内公司仍将享受税优政策, 因此边际税率假设为 15%。

来源: UBS-VCAM

## 可比公司

在环境监测领域，与聚光科技业务类似的 A 股上市公司有雪迪龙和先河环保；在实验室仪器领域，与聚光科技业务类似的 A 股上市公司有天瑞仪器。

对比 4 家公司可以看到，聚光科技的市值最大，当前股价对应公司 2013 年 48 倍 PE，低于行业平均 57 倍 PE，对应 2014/15 年 PE 为 38/33 倍，与行业平均水平接近。

表 31: 可比公司盈利预测和估值一览表

公司	代码	股价 (元/股)	市值 (百万元)	EPS (元/股)			PE			PB
				2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E
天瑞仪器	300165.SZ	29.50	4,541	0.58	0.91	1.20	50.7x	32.3x	24.6x	NA
雪迪龙	002658.SZ	23.00	6,324	0.48	0.64	0.79	48.0x	35.9x	29.2x	5.3x
先河环保	300137.SZ	22.20	4,502	0.31	0.47	0.63	72.4x	47.6x	35.2x	4.4x
行业平均							57.0x	38.6x	29.7x	4.9x
聚光科技	300203.SZ	18.29	8,139	0.38	0.48	0.56	47.8x	37.7x	32.7x	4.2x

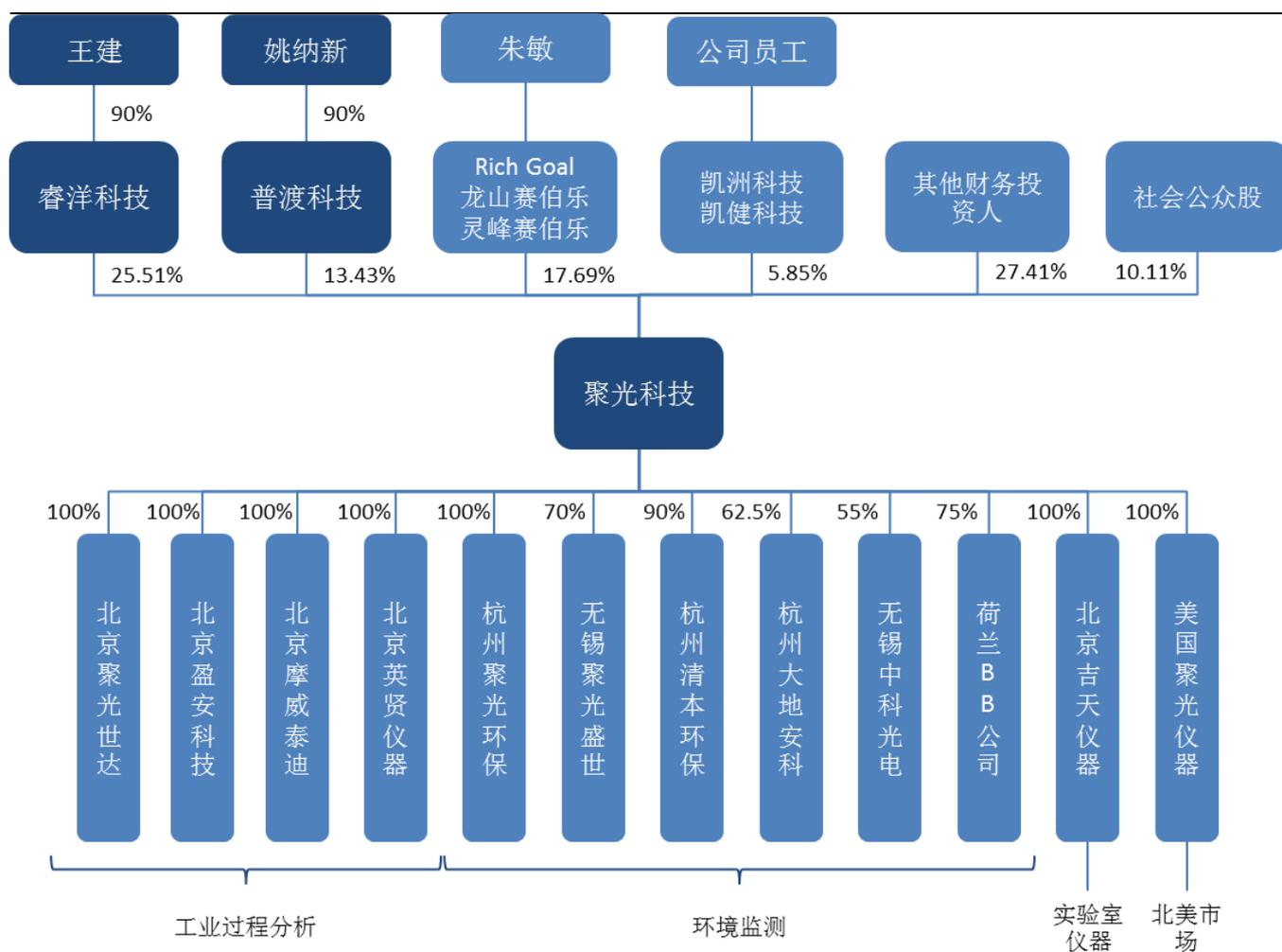
注：聚光科技盈利预测采用瑞银证券预测值，其他公司盈利预测采用 Wind 一致预期。股价数据截至 2014 年 1 月 24 日。  
来源：Wind，瑞银证券估算

# 附录

## 公司背景

聚光科技成立于 2002 年 1 月 4 日，并于 2011 年 4 月 15 日在创业板上市。公司主要生产应用于环境监测、工业过程分析和安全监测领域的仪器仪表，包括激光在线气体分析系统、紫外在线气体分析系统、环境气体监测系统、环境水质监测系统、数字环保信息系统、近红外光谱分析系统等。上市后，公司剥离了光纤传感业务，并陆续收购了北京吉天仪器和荷兰 Bohnen Beheer B.V，从而进入实验室仪器和 VOCs 监测领域。

图片 32: 聚光科技股权结构图



来源: 公司数据

# 聚光科技 (300203.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	652	764	836	837	0.1	1,087	29.9	1,259	1,470	1,710
毛利	355	400	427	419	-1.9	541	29.1	626	729	848
息税折旧摊销前利润(UBS)	154	163	115	129	12.5	190	46.8	228	272	325
折旧和摊销	(12)	(15)	(22)	(21)	-4.8	(36)	73.3	(44)	(51)	(59)
息税前利润(UBS)	143	148	93	109	16.6	154	41.7	184	221	265
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	47	52	89	72	-19.2	79	10.4	88	98	110
净利息	(11)	(4)	13	7	-46.7	7	2.4	6	5	4
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	179	196	195	187	-3.9	240	28.3	278	323	380
税项	(16)	(21)	(18)	(19)	-3.6	(24)	-28.3	(28)	(32)	(38)
税后利润	163	174	177	169	-4.6	216	28.3	250	291	342
优先股股息及少数股权	(1)	0	1	2	165.9	(1)	-	(1)	(1)	(1)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	162	175	177	170	-4.0	215	26.6	249	290	341
净利润(UBS)	162	175	177	170	-4.0	215	26.6	249	290	341
税率(%)	8.8	10.9	9.3	10.0	7.8	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.40	0.41	0.40	0.38	-4.0	0.48	26.6	0.56	0.65	0.77
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.40	0.41	0.40	0.38	-4.0	0.48	26.6	0.56	0.65	0.77
EPS(UBS, 基本)	0.40	0.41	0.40	0.38	-4.0	0.48	26.6	0.56	0.65	0.77
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.04	0.08	0.04	-52.2	0.05	26.6	0.06	0.07	0.08
每股账面价值	1.36	3.64	4.00	4.30	7.6	4.74	10.4	5.26	5.85	6.55
平均股数(稀释后)	400.00	430.00	445.00	445.00	0.0	445.00	0.0	445.00	445.00	445.00
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	172	797	616	696	13.0	410	-41.1	382	490	736
其他流动资产	663	947	1,046	1,007	-3.7	1,309	30.0	1,515	1,769	1,962
流动资产总额	836	1,744	1,662	1,703	2.5	1,719	0.9	1,897	2,259	2,697
有形固定资产净值	131	177	195	286	46.8	549	92.0	653	693	709
无形固定资产净值	19	187	294	311	5.7	327	5.3	343	338	333
投资/其他资产	28	42	125	116	-7.1	132	14.2	139	102	71
总资产	1,014	2,150	2,275	2,416	6.2	2,727	12.9	3,032	3,392	3,811
应付账款和其他短期负债	187	342	396	403	1.9	515	27.9	592	686	792
短期债务	210	149	20	20	0.00	20	0.00	20	20	20
流动负债总额	397	491	416	423	1.8	536	26.6	612	706	812
长期债务	0	0	23	23	0.0	23	0.0	23	23	23
其它长期负债	9	37	46	46	0.0	46	0.0	46	46	46
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	406	529	485	492	1.5	605	22.8	681	775	881
普通股股东权益	607	1,618	1,778	1,913	7.6	2,111	10.4	2,339	2,604	2,916
少数股东权益	1	3	12	10	-14.0	11	6.3	12	13	14
负债和权益总计	1,014	2,150	2,275	2,416	6.2	2,727	12.9	3,032	3,392	3,811
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	162	175	177	170	-4.0	215	26.6	249	290	341
折旧和摊销	12	15	22	21	-4.8	36	73.3	44	51	59
营运资本变动净值	(172)	(213)	(104)	46	-	(189)	-	(130)	(160)	(68)
其他营业性现金流	28	14	15	(9)	-	(7)	24.4	(5)	(4)	(3)
经营性现金流	30	(10)	111	228	106.7	56	-75.6	158	178	328
有形资本支出	(15)	(59)	(97)	(120)	-23.4	(332)	-176.6	(170)	(50)	(58)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(4)	(73)	(65)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(19)	(132)	(162)	(120)	25.8	(332)	-176.6	(170)	(50)	(58)
已付股息	(25)	0	(18)	(36)	-100.0	(17)	52.2	(22)	(25)	(29)
股份发行/回购	0	852	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(10)	(24)	(10)	7	-	7	2.25	6	5	4
债务及优先股变化	(15)	(61)	(106)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(50)	767	(134)	(28)	78.8	(10)	66.0	(16)	(20)	(25)
现金流量中现金的增加/(减少)	(39)	625	(185)	80	-	(286)	-	(28)	108	245
外汇/非现金项目	-	0	4	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	-	625	(181)	80	-	(286)	-	(28)	108	245

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 聚光科技 (300203.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	42.0	37.2	47.8	37.8	32.7	28.0	23.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	42.0	37.2	47.8	37.8	32.7	28.0	23.9
股价/每股现金收益	-	38.7	33.1	42.6	32.3	27.8	23.8	20.4
权益 FCF (UBS) 收益率 %	-	(0.9)	0.2	1.3	(3.4)	(0.1)	1.6	3.3
净股息收益率(%)	-	0.2	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
市净率	-	4.7	3.7	4.3	3.9	3.5	3.1	2.8
企业价值/营业收入(核心)	-	9.1	7.1	8.9	7.1	6.1	5.2	4.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	42.5	51.7	57.3	40.5	33.9	28.1	22.8
企业价值/息税前利润(核心)	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	27.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM	27.4
企业价值/运营投入资本	-	8.6	5.7	6.4	5.4	4.3	3.8	3.4
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	-	7,595	6,590	8,139	8,139	8,139	8,139	8,139
净债务 (现金)	38	(648)	(573)	(653)	(367)	(339)	(447)	(693)
少数股东权益	1	3	12	10	11	12	13	14
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>-</b>	<b>6,950</b>	<b>6,029</b>	<b>7,497</b>	<b>7,783</b>	<b>7,812</b>	<b>7,704</b>	<b>7,460</b>
- 非核心资产	0	(9)	(81)	(73)	(89)	(96)	(58)	(47)
<b>核心企业价值</b>	<b>-</b>	<b>6,941</b>	<b>5,948</b>	<b>7,424</b>	<b>7,694</b>	<b>7,716</b>	<b>7,646</b>	<b>7,413</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	-	17.3	9.3	0.1	29.9	15.8	16.8	16.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	-	5.8	-29.5	12.5	46.8	19.9	19.4	19.3
息税前利润(UBS)	-	3.9	-37.2	16.6	41.7	19.6	19.9	20.3
每股收益(UBS 稀释后)	-	0.3	-1.8	-4.0	26.6	15.6	16.6	17.4
每股股息净值	-	-	93.3	-52.2	26.6	15.6	16.6	17.4
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	54.4	52.3	51.1	50.1	49.7	49.7	49.6	49.6
息税折旧摊销前利润率	23.7	21.4	13.8	15.5	17.5	18.1	18.5	19.0
息税前利润率	21.9	19.4	11.1	13.0	14.2	14.6	15.0	15.5
净利 (UBS) 率	24.8	22.8	21.2	20.3	19.8	19.8	19.7	19.9
ROIC (EBIT)	-	18.4	8.9	9.3	10.7	10.3	11.0	12.3
税后投资资本回报率	-	16.4	8.0	8.4	9.7	9.2	9.9	11.1
净股东权益回报率(UBS)	-	15.7	10.4	9.2	10.7	11.2	11.7	12.3
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	0.2	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	6.2	(40.0)	(32.0)	(33.9)	(17.3)	(14.4)	(17.1)	(23.6)
净债务/(净债务 + 权益)	5.8	(66.6)	(47.0)	(51.4)	(20.9)	(16.9)	(20.6)	(31.0)
净债务/企业价值	-	(9.3)	(9.6)	(8.8)	(4.8)	(4.4)	(5.8)	(9.3)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	106.8	107.7
资本支出/营业收入(%)	2.3	7.8	11.6	14.3	NM	13.5	3.4	3.4
息税前利润/净利息	13.4	33.5	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	-	9.8	5.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
股息支付率 (UBS) %	-	10.2	20.1	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	652	764	836	837	1,087	1,259	1,470	1,710
<b>总计</b>	<b>652</b>	<b>764</b>	<b>836</b>	<b>837</b>	<b>1,087</b>	<b>1,259</b>	<b>1,470</b>	<b>1,710</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	143	148	93	109	154	184	221	265
<b>总计</b>	<b>143</b>	<b>148</b>	<b>93</b>	<b>109</b>	<b>154</b>	<b>184</b>	<b>221</b>	<b>265</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+12.6%
预测股息收益率	0.3%
预测股票回报率	+12.9%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	+3.5%

---

## 风险声明

公司面临的主要下行风险有：1、公司应收帐款逐年上升，未来如果回款不力，将影响公司现金流和后续研发进度；2、两位创始人兼实际控制人如果出现理念分歧，可能对公司未来发展造成负面影响；3、公司对收购项目如果无法顺利消化，可能使整合效果不达预期。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究: 全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义:** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：徐颖真；郁威。

### 涉及报告中提及的公司的披露

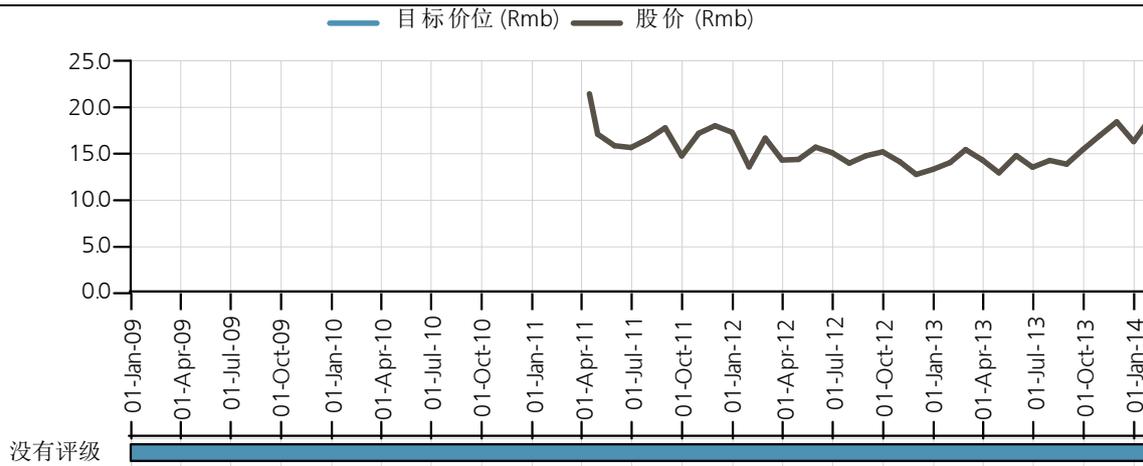
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
聚光科技	300203.SZ	未予评级	不适用	Rmb18.20	2014 年 01 月 23 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 聚光科技 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 1 月 23 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:** 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市公司的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd.(mca (p) 107/09/2013和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd.仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:** 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的主体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

