

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

经营稳健, 产业链延伸有望助推业绩增长

——聚光科技(300203)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-09-08)

收盘价(元)	32.00
一年内最高/最低(元)	35.69/25.99
沪深300指数	3825.99
市净率(倍)	5.29
流通市值(亿元)	143.59

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	6.13
每股经营现金流(元)	-0.78
毛利率(%)	49.25
净资产收益率-摊薄(%)	3.66
资产负债率(%)	43.58
总股本/流通股(万股)	45280.03/44870.58
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2017年09月11日

投资要点: 公司公布2017年半年度报告: 公司实现营业收入9.90亿元, 同比增长35.70%; 营业利润1.28亿元, 同比增长144.69%; 归母净利润1.01亿元, 同比增长19.15%; 经营活动现金净流量-3.51亿, 同比增长-28.55%; 基本每股收益0.23元, 同比增长19.05%。

- **营收快速增长, 归母净利润增速放缓。** 17年上半年, 公司实现营收9.9亿元, 同比增长35.7%, 归母净利润1.01亿元, 同比增长19.15%, 收入增长主要在于实验室分析仪器业务快速发展。17年上半年, 公司国外销售实现1183万收入, 同比增长81.77%, 国外业务拓展较快; 营业外收入687万, 同比下降85.82%, 原因在于公司会计政策变更, 与经营相关的政府补助计入其他收益。
- **实验室分析仪器业务构成主要增长动力, 其他业务发展较为平稳。** 17年上半年, 公司环境监测系统及运维实现销售收入4.48亿元, 同比增长16.9%。公司作为国内环境监测系统的领先企业, 污染源在线监测、大气、水环境监测等业务板块维持稳健增长。在国内当前环保督查全面覆盖、督查常态化的背景下, 下游工业企业或工业园区增加环保监测设备投入, 预计未来环境监测系统收入保持增长趋势。工业过程系统实现销售收入0.78亿元, 同比下降3.22%。工业过程分析仪器下游客户主要为石油化工、钢铁冶金、能源电力、焦化、煤化工等领域。国内供给侧改革导致中小型企业关停, 短期对公司工业分析仪器需求形成负面影响。而长期来看, 行业集中度提高、产品价格上涨提高下游企业利润。下游客户支付能力增强对公司工业过程分析系统需求有望形成积极推动作用。实验分析仪器业务实现销售收入2.95亿元, 同比增长103.21%, 主要受益于公司收购安普实验并表。水利水务工程系统实现销售收入0.43亿元, 同比增长16.22%, 基本保持平稳增长。
- **毛利率基本持平, 下半年有望继续保持平稳。** 17年上半年, 公司销售毛利率为49.25%, 同比回落0.4个百分点。其中, 环境监测系统及运维、咨询服务, 实验室分析仪器, 工业过程系统, 水利水务工程系统毛利率分别为48.62%、45.77%、67.14%、35.44%, 分别同比变化1.87%、-1.2%、2.27%、-3.65个百分点。公司作为国内环境监测设备的龙头企业, 通过外延式收购完善公司从监测到末端治理的一体化经营模式, 增大公司市场空间与竞争力, 预计下半年公司毛利率继续保持平稳。
- **期间费用率基本持平, 预计全年保持稳定。** 17年上半年, 公司三费合计支出3.97亿元, 同比增加36.47%, 对应三项费用率为40.09%, 与16年上半年同比基本持平。其中, 管理费用为1.87亿元, 同比增长32.12%, 增加的主要原因为工资增长、研发投入增加; 财务费用2780万元, 同比增加173.85%, 主要为借款利息增加所致。考虑公司经营较为稳健, 预计

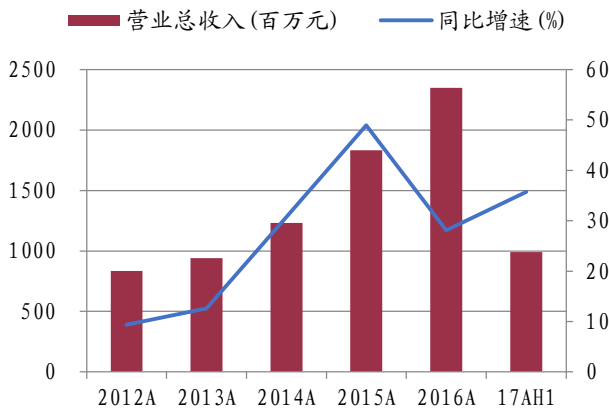
17 年全年期间费用率基本持平。

- **应收账款余额持续增长，经营性现金流量同比下降，预计公司下半年回款好转。**17 年半年度期末，公司应收账款余额 16.14 亿元，同比增长 28.01%，占营业收入比重为 1.63 倍，其中一年期占比 74.75%。公司应收账款持续增长原因为：一是公司业务规模扩大带动应收增加；二是公司工程类业务占比提高。公司经营性现金流量净额-3.51 亿元，同比下降 28.55%，主要原因为公司采购支出、职工支出、税费等支出增加。考虑到工程结算的特点，第四季度为公司全年的旺季，预计下半年应收账款余额持续增长，经营性现金流好转。
- **借力 PPP 项目，延伸产业链，增强综合治理能力。**17 年公司中标 0.82 亿元邯钢工业废水处理项目东区冷轧废水处理站提标改造及水运营 10 年期管理项目、8.18 亿元的高青县艾李湖生态湿地及美丽乡村道路建设 PPP 项目、1.33 亿元的广西区环境物联网（空气质量监测站）PPP 项目。公司通过设立水环境治理公司，参与 PPP 项目带动监测设备销售，提高综合环境治理能力，有望打开市场空间，形成新的利润增长点。
- **实际控制人关联方拟全额认购增发股份，助力公司“环境综合服务商”转型。**17 年 8 月 29 日，公司收到证监会的增发核准批文。为了弥补公司资金短板，降低公司财务风险，实现公司战略转型计划。公司拟向李凯、姚尧土（实际控制人关联方）发行不超过 3000 万股股票，金额不超过 7.335 亿元，扣除发行费用后，全部用于补充流动资金。本次发行价格为 24.45 元/股。实际控制人关联方拟全额认购公司股份，体现对公司业务发展信心及实际资金支持。
- **首次给予公司“增持”评级。**预计公司 2017、18 年 EPS 分别为 1.19、1.49 元，按照 9 月 8 日 32 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 26.8 和 21.5 倍。目前公司估值相对于行业水平合理，首次给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**应收账款增加致坏账损失；并购整合不及预期。

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,833.3	2,348.9	3,185.6	4,062.2	4,880.8
增长比率	49.0%	28.1%	35.6%	27.5%	20.2%
净利润(百万元)	247.0	402.3	541.1	673.7	827.5
增长比率	28.3%	62.9%	34.5%	24.5%	22.8%
每股收益(元)	0.55	0.89	1.19	1.49	1.83
市盈率(倍)	58.7	36.0	26.8	21.5	17.5

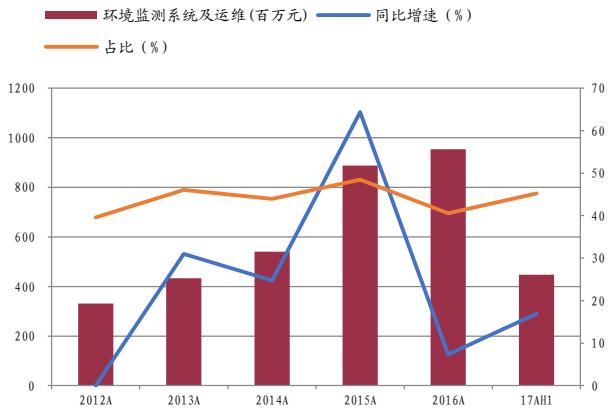
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及增速



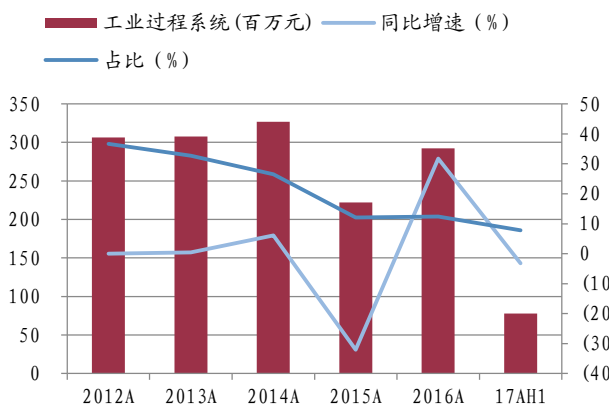
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 12-17 年公司环境监测系统及运维、营收、增速及占比



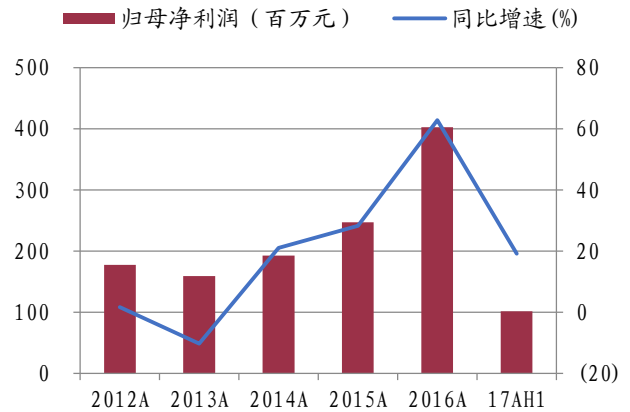
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 12-17 年公司工业过程系统营收、增速及占比



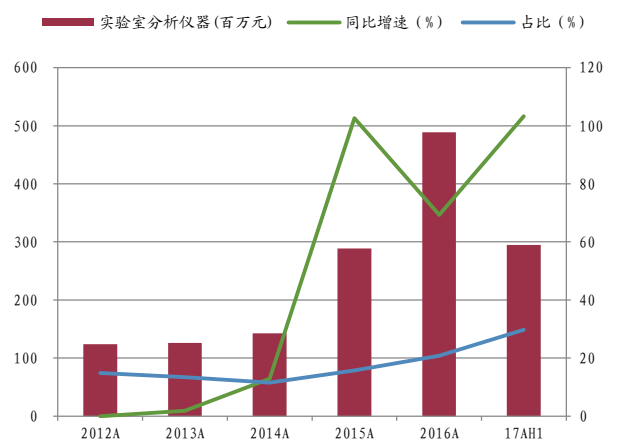
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司归母净利润及增速



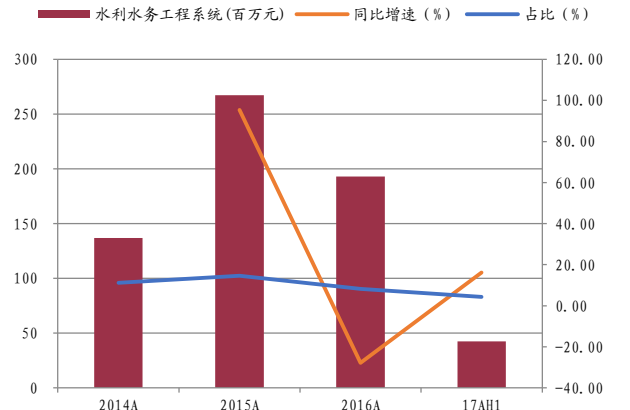
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 12-17 年公司实验室分析仪器营收、增速及占比



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 14-17 年公司水利水务工程系统营收、增速及占比



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,833.3	2,348.9	3,185.6	4,062.2	4,880.8	成长性					
减: 营业成本	953.5	1,219.7	1,651.7	2,130.6	2,569.7	营业收入增长率	49.0%	28.1%	35.6%	27.5%	20.2%
营业税费	20.7	26.5	36.0	45.9	55.2	营业利润增长率	106.1%	24.9%	35.9%	32.6%	26.4%
销售费用	253.2	324.5	440.2	561.4	674.5	净利润增长率	28.3%	62.9%	34.5%	24.5%	22.8%
管理费用	286.3	340.1	429.4	547.6	657.9	EBITDA 增长率	104.0%	33.4%	48.1%	29.4%	19.9%
财务费用	1.6	23.3	76.1	79.4	64.1	EBIT 增长率	121.1%	32.9%	48.6%	28.4%	21.0%
资产减值损失	56.6	97.6	102.5	107.6	113.0	NOPLAT 增长率	111.4%	40.4%	48.6%	28.4%	21.0%
加: 公允价值变动收益	-	2.1	-3.8	1.3	0.4	投资资本增长率	25.5%	39.1%	8.3%	12.2%	-0.2%
投资和汇兑收益	1.3	8.7	-	-	-	净资产增长率	16.1%	24.1%	17.5%	17.5%	18.4%
营业利润	262.7	328.0	445.8	590.9	746.8	利润率					
加: 营业外净收支	63.7	187.4	220.8	254.0	292.1	毛利率	48.0%	48.1%	48.2%	47.6%	47.4%
利润总额	326.4	515.4	666.6	844.9	1,038.8	营业利润率	14.3%	14.0%	14.0%	14.5%	15.3%
减: 所得税	56.8	65.6	84.9	107.6	132.2	净利润率	13.5%	17.1%	17.0%	16.6%	17.0%
净利润	247.0	402.3	541.1	673.7	827.5	EBITDA/营业收入	16.1%	16.8%	18.3%	18.6%	18.5%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	14.4%	15.0%	16.4%	16.5%	16.6%
货币资金	592.1	917.6	1,244.3	1,586.7	1,906.4	运营效率					
交易性金融资产	-	3.8	-	1.3	1.7	固定资产周转天数	43	38	43	48	45
应收帐款	1,218.5	1,686.1	2,253.2	2,770.2	3,265.4	流动营业资本周转天数	170	167	162	153	149
应收票据	56.8	63.7	80.0	100.7	128.6	流动资产周转天数	440	459	455	459	460
预付帐款	139.4	106.0	217.0	216.5	297.6	应收帐款周转天数	206	223	223	223	223
存货	475.4	614.3	770.0	1,004.2	1,074.7	存货周转天数	90	84	78	79	77
其他流动资产	67.6	49.8	51.8	56.4	52.7	总资产周转天数	689	730	687	644	608
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	383	398	355	307	270
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	95.5	40.1	40.1	40.1	40.1	ROE	10.5%	14.7%	16.7%	17.8%	18.5%
投资性房地产	21.3	195.5	195.5	195.5	195.5	ROA	6.6%	8.3%	8.6%	9.5%	10.4%
固定资产	226.4	271.3	484.5	607.5	600.1	ROIC	12.6%	14.1%	15.1%	17.9%	19.3%
在建工程	471.2	473.5	404.1	202.0	121.2	费用率					
无形资产	112.1	138.3	133.7	129.1	124.5	销售费用率	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
其他非流动资产	637.1	853.2	863.8	875.8	889.3	管理费用率	15.6%	14.5%	13.5%	13.5%	13.5%
资产总额	4,113.5	5,413.3	6,738.0	7,786.2	8,697.8	财务费用率	0.1%	1.0%	2.4%	2.0%	1.3%
短期债务	299.2	623.0	755.7	948.5	901.0	三费/营业收入	29.5%	29.3%	29.7%	29.3%	28.6%
应付帐款	694.9	718.1	1,053.8	1,508.9	1,734.5	偿债能力					
应付票据	6.9	11.4	13.3	18.5	19.9	资产负债率	40.5%	43.9%	47.0%	46.2%	42.9%
其他流动负债	537.3	438.9	835.9	670.2	1,028.3	负债权益比	68.1%	78.3%	88.8%	85.7%	75.2%
长期借款	34.9	535.5	460.7	397.4	-	流动比率	1.66	1.92	1.74	1.82	1.83
其他非流动负债	92.7	49.8	49.8	49.8	49.8	速动比率	1.35	1.58	1.45	1.50	1.53
负债总额	1,665.8	2,376.7	3,169.2	3,593.4	3,733.5	利息保障倍数	161.78	15.08	6.86	8.44	12.66
少数股东权益	97.5	296.6	337.3	400.9	480.0	分红指标					
股本	453.2	453.0	453.0	453.0	453.0	DPS(元)	0.10	0.15	0.18	0.25	0.30
留存收益	1,952.8	2,320.1	2,778.6	3,338.9	4,031.2	分红比率	18.3%	16.9%	15.3%	16.8%	16.3%
股东权益	2,447.7	3,036.6	3,568.9	4,192.8	4,964.2	股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	269.6	449.8	541.1	673.7	827.5	EPS(元)	0.55	0.89	1.19	1.49	1.83
加: 折旧和摊销	31.3	43.0	60.8	83.7	92.8	BVPS(元)	5.19	6.05	7.13	8.37	9.90
资产减值准备	56.6	97.6	-	-	-	PE(X)	58.7	36.0	26.8	21.5	17.5
公允价值变动损失	-	-2.1	-3.8	1.3	0.4	PB(X)	6.2	5.3	4.5	3.8	3.2
财务费用	4.1	29.3	76.1	79.4	64.1	P/FCF	167.3	44.0	42.3	35.8	37.2
投资收益	-1.3	-8.7	-	-	-	P/S	7.9	6.2	4.6	3.6	3.0
少数股东损益	22.5	47.5	40.7	63.7	79.1	EV/EBITDA	48.5	37.6	24.9	19.1	15.1
营运资金的变动	-125.8	-509.6	-121.0	-493.5	-99.2	CAGR(%)	39.9%	26.3%	43.6%	39.9%	26.3%
经营活动产生现金流量	272.9	119.5	594.0	408.2	964.7	PEG	1.5	1.4	0.6	0.5	0.7
投资活动产生现金流量	-390.2	-497.3	-192.5	-2.5	-0.8	ROIC/WACC	1.2	1.4	1.5	1.8	1.9
融资活动产生现金流量	253.2	669.6	-74.8	-63.2	-644.1	REP	5.3	3.5	3.0	2.2	2.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。