

聚光科技 (300203)

首次覆盖

不止于产品线优势，不止于并购快车道

——聚光科技首次覆盖报告

	王威 (分析师)	王锐 (研究助理)	车玺 (分析师)
	021-38676694	010-59312725	010-59312829
	wangw@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com	chexi@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880114110036	S0880515020003

本报告导读：

聚光科技特点：1 是产品线更加齐全，2 是并购在细分领域中相比较快，3 是提前布局 PPP（海绵城市、智慧环境），有望在 PPP 时代淘金。首次覆盖，给予增持评级。

投资要点：

- **投资建议：**与其他环境监测企业相比，聚光科技特点是产品线齐全，同样具备业绩、技术、融资实力，未来会有更多机会在 PPP 时代淘金。预计 2015-2017 年聚光科技营业收入 15.58、27.86、39.20 亿元，净利润 2.82、4.08、5.06 亿元，EPS 为 0.62、0.90、1.12 元（若非公开发行股票方案顺利通过，预计 2016 年新股正式发行，摊薄 EPS 为 0.62、0.81、1.01 元）。基于上述对聚光科技基本面分析及细分行业领域预判，谨慎起见，我们选取 PB 和 PE 估值方法平均值，首次覆盖，目标价格 42.79 元，给予“增持”评级；
- **PPP 有望成为聚光科技新增长点。**传统市场竞争日趋激烈，但聚光科技仍能保持 40%以上毛利率；聚光科技不断通过并购进入新兴领域（膜法水处理、智慧水利、VOC、实验室等），且已签订多项 PPP 协议（海绵城市、智慧环境），跑马圈地中占得先机；
- **市场对 PPP 总体悲观，但 PPP 模式未来是必行之路。**我们对 PPP 主题更加乐观：环保十三五即将出现巨额投资，宏观经济不够景气之下，PPP 理应成为重要融资方式而不能单靠政府采购环境服务，率先跑马圈地企业将占得先机；
- **智慧环境与海绵城市受国家大力支持。**国外在积极发展应用智慧环境，我国逐渐加强智慧环境重视程度。海绵城市市场空间也在 10 万亿元级别，且 2016 年 1 季度在 16 个示范城市有望出现订单放量；
- **风险因素。**传统业务下滑；PPP 项目进展滞后、应收账款增加。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	941	1,231	1,558	2,786	3,920
(+/-)%	13%	31%	27%	79%	41%
经营利润 (EBIT)	101	163	234	398	552
(+/-)%	-8%	61%	44%	70%	39%
净利润	159	193	282	408	506
(+/-)%	-10%	21%	46%	45%	24%
每股净收益 (元)	0.35	0.42	0.62	0.90	1.12
每股股利 (元)	0.04	0.05	0.09	0.13	0.16

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	10.7%	13.2%	15.0%	14.3%	14.1%
净资产收益率 (%)	8.4%	9.0%	11.8%	14.9%	16.0%
投入资本回报率 (%)	5.9%	7.7%	9.3%	9.3%	12.6%
EV/EBITDA	119.6	81.7	61.3	39.9	28.4
市盈率	98.7	81.6	55.8	38.5	31.0
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.3%	0.4%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

目标价格：

42.79

当前价格：

34.63

2015.11.23

交易数据

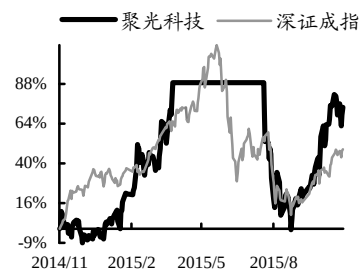
52 周内股价区间 (元)	18.10-38.94
总市值 (百万元)	15,714
总股本/流通 A 股 (百万股)	454/447
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	1003.10
日均成交值 (百万元)	282.33

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,231
每股净资产	4.92
市净率	7.0
净负债率	1.57%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.02	0.01
Q2	0.11	0.18
Q3	0.11	0.17
Q4	0.18	0.26
全年	0.42	0.62

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	21%	19%	73%
相对指数	12%	19%	20%

模型更新时间: 2015.11.23

股票研究

公用事业

其他公用事业

聚光科技 (300203)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 42.79

当前价格: 34.63

2015.11.23

公司网址

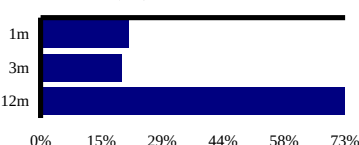
www.fpi-inc.com

公司简介

公司主营业务是研发、生产和销售应用于环境监测、工业过程分析和安全监测领域的仪器仪表。

以先进的检测、信息化软件技术和产品为核心,为环境保护、工业过程、公共安全和工业安全提供分析测量、信息化和运维服务的综合解决方案。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

18.10-38.94

市值 (百万)

15,714

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

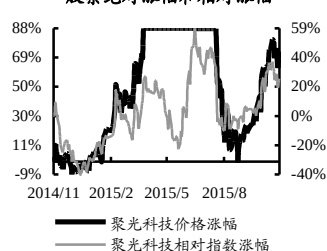
EV/EBITDA

P/S

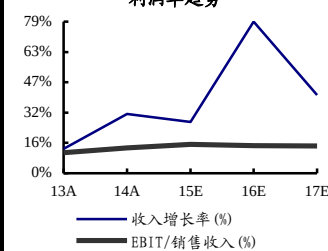
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业收入	941	1,231	1,558	2,786	3,920
营业成本	479	668	818	1,484	2,095
税金及附加	9	14	18	32	45
销售费用	169	191	241	432	607
管理费用	182	195	247	441	621
EBIT	101	163	234	398	552
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-7	-8	2	16	54
营业利润	55	127	233	382	498
所得税	20	31	45	66	81
少数股东损益	0	4	6	9	11
净利润	159	193	282	408	506
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	490	440	449	-307	678
其他流动资产	21	38	0	0	0
长期投资	8	27	27	27	27
固定资产合计	411	519	608	695	782
无形及其他资产	263	387	344	363	381
资产合计	2,408	2,906	3,305	4,730	6,191
流动负债	374	596	860	1,923	2,935
非流动负债	117	202	88	90	93
股东权益	1,902	2,137	2,379	2,730	3,166
投入资本(IC)	1,527	1,830	2,171	3,702	3,783
现金流量表					
NOPLAT	90	141	202	344	477
折旧与摊销	25	26	18	20	21
流动资金增量	-174	-54	-296	-1,443	10
资本支出	-143	-113	36	-26	-26
自由现金流	-203	-1	-40	-1,105	482
经营现金流	77	143	-2	-1,078	511
投资现金流	-194	-205	37	-26	-26
融资现金流	-8	15	-25	347	500
现金流净增加额	-125	-47	9	-756	985
财务指标					
成长性					
收入增长率	12.6%	30.8%	26.6%	78.8%	40.7%
EBIT 增长率	-8.4%	61.1%	43.7%	69.9%	38.8%
净利润增长率	-10.3%	21.0%	46.2%	44.9%	24.0%
利润率					
毛利率	49.1%	45.7%	47.5%	46.8%	46.6%
EBIT 率	10.7%	13.2%	15.0%	14.3%	14.1%
净利率	16.9%	15.7%	18.1%	14.6%	12.9%
收益					
净资产收益率(ROE)	8.4%	9.0%	11.8%	14.9%	16.0%
总资产收益率(ROA)	6.6%	6.6%	8.5%	8.6%	8.2%
投入资本回报率(ROIC)	5.9%	7.7%	9.3%	9.3%	12.6%
运营能力					
存货周转天数	243	215	220	210	210
应收账款周转天数	255	220	220	220	220
总资产周转天数	908	788	727	526	508
净利润现金含量	0.49	0.74	-0.01	-2.64	1.01
资本支出/收入	15%	9%	-2%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	20.4%	27.4%	28.7%	42.6%	48.9%
净负债率	-20.1%	-14.5%	-9.2%	34.9%	18.6%
估值比率					
PE	98.7	81.6	55.8	38.5	31.0
PB	8.1	7.3	6.6	5.7	5.0
EV/EBITDA	119.6	81.7	61.3	39.9	28.4
P/S	16.4	12.7	10.1	5.6	4.0
股息率	0.6%	0.6%	0.3%	0.4%	0.5%

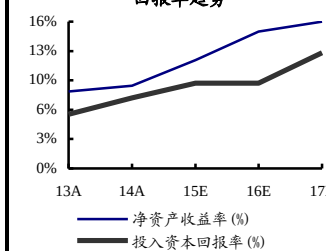
股票绝对涨幅和相对涨幅



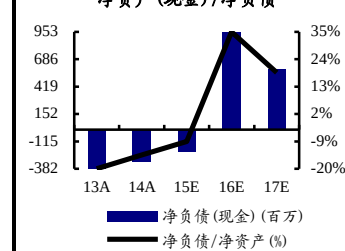
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 核心观点：产品齐全+并购快车+淘金 PPP.....	4
2. 传统业务持续稳步推进.....	4
2.1. 行业竞争激烈导致传统监测产品价格下降	4
2.2. 竞争加剧态势下，聚光科技仍能获取较高利润	5
3. 外延并购实现快速发展.....	6
3.1. 收购鑫佰利，有望快速掌握膜法水处理技术.....	6
3.2. 收购东深电子，进军智慧水利.....	6
3.3. 收购荷兰 BB 公司，静待 VOC 市场爆发	7
3.3.1. VOC 市场空间远超传统大气污染治理及监测规模.....	7
3.3.2. 国家将采取多种措施综合管控 VOC.....	7
3.3.3. VOC 排污收费覆盖范围将扩大，并引入惩罚性收费机制..	8
3.3.4. 重点城市已经制定了严于国家的地方排放标准	9
3.3.5. 收购荷兰 BB 公司，成为掌握 VOC 核心技术企业	9
3.4. 收购吉天仪器，锁定高端实验室仪器	9
4. PPP 有望成新增长点	10
4.1. 智慧环境是环保业务发展到一定阶段的必然产物	10
4.1.1. 社会各界对环保提出更高要求倒逼智慧环境发展	10
4.1.2. 与传统信息化技术相比，智慧环境技术具备优势	11
4.1.3. 智慧环境已经具备发展基础	12
4.1.4. 智慧环境发展：国外积极发展应用，我国加强重视程度 ..	13
4.1.5. 智慧环境市场空间巨大，投资以监测板块为主力	14
4.1.6. 应尽量选择财政实力较好、地方领导支持地区拓展项目 ..	15
4.1.7. PPP 模式是智慧环境未来的发展方向	15
4.2. 海绵城市淘金，能者居之.....	16
4.2.1. 海绵城市政策力度远超以往	16
4.2.2. 市场空间接近 10 万亿元.....	16
4.2.3. 2016 年 1 季度有望成为海绵城市项目收获季节	17
4.2.4. 拥有技术、业绩、资金运作等综合实力企业将占据优势 ..	17
4.3. 聚光科技紧抓 PPP 机遇，转型环境治理整体方案提供商.....	18
5. 股权激励带动活力	18
6. 盈利预测及投资建议.....	19
7. 风险因素	21

1. 核心观点：产品齐全+并购快车+淘金 PPP

（1）行业竞争激烈导致聚光科技所在的传统监测产品领域出现价格下降；但是聚光科技环境监测传统业务盈利稳定，不断斩获项目订单，始终保持较高的盈利能力（40%以上）。（2）开展系列并购：通过对鑫佰利的收购，聚光科技将膜法水处理技术纳入囊中，迅速打开水污染治理领域大门。通过收购东深电子，聚光科技为搭建智慧水利平台做好准备。通过收购荷兰 BB 公司，聚光科技成为掌握 VOC 核心技术企业。通过收购吉天仪器，聚光科技向高端实验室仪器领域迈出的重要一步。拟收购上海安谱实验，实验室业务板块更上一层楼。（3）PPP 类项目有望成为聚光科技业绩新增长点，目前已经签订的 PPP 类项目投资金额已达 17 亿元。公司作为环境监测领域龙头民企，利用品牌效应及资本实力等资源优势在 PPP 模式中占据先机。

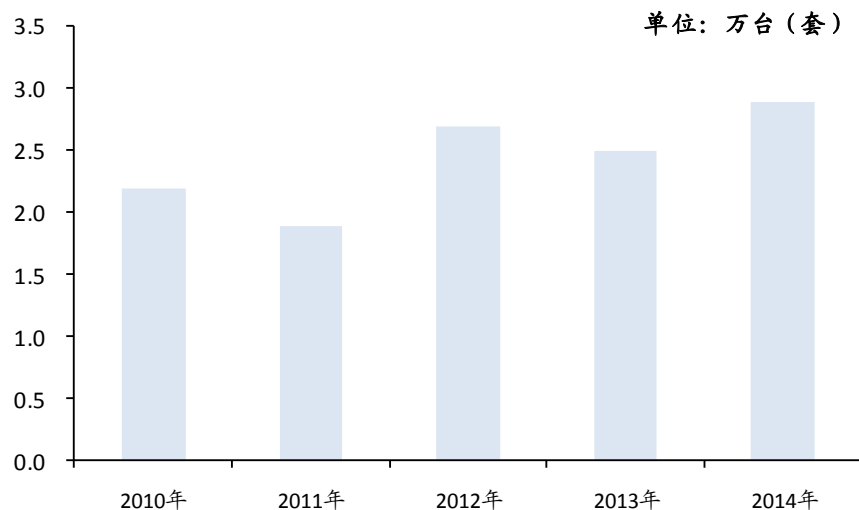
预计 2015-2017 年，聚光科技营业收入分别为 15.58、27.86、39.20 亿元，净利润分别为 2.82、4.08、5.06 亿元，EPS 分别为 0.62、0.90、1.12 元（如果非公开发行股票方案顺利通过，预计 2016 年新股本正式发行，摊薄 EPS 分别为 0.62、0.81、1.01 元）。基于上述对聚光科技的基本面分析及细分行业领域预判，谨慎起见，我们选取 PB 和 PE 估值方法的平均值，首次覆盖，目标价格 42.79 元，给予“增持”评级。

2. 传统业务持续稳步推进

2.1. 行业竞争激烈导致传统监测产品价格下降

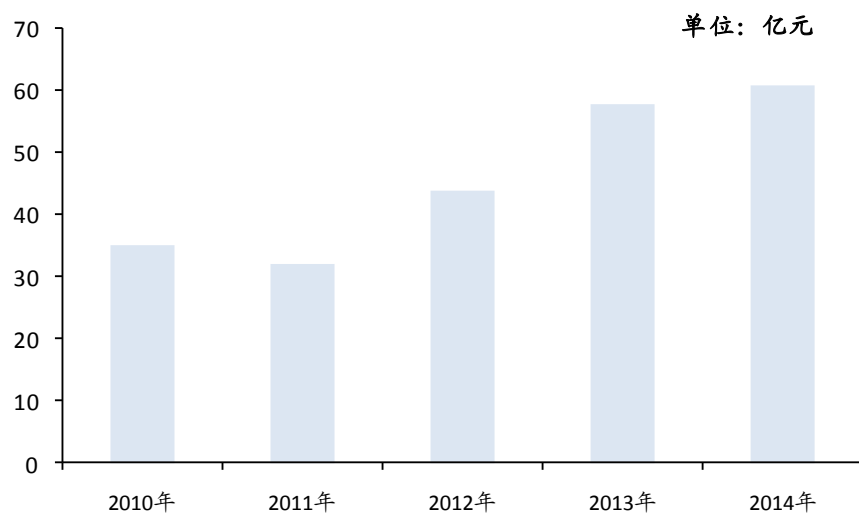
环境监测产品销售数量与销售收入呈现不同增长速度。根据中国环境监测总站，2014 年，我国共销售各类环境监测产品 2.9 万台，同比增长 19%，保持良好发展态势；但是 2014 年我国监测产品销售收入 61 亿元，同比增长仅 5%，主要原因在于市场竞争激烈导致价格下降。

图 1: 2014 年我国环境监测产品销售数量同比增长 19%



数据来源: 中国环境监测总站, 国泰君安证券研究

图 2: 2014 年我国环境监测产品销售收入同比增长 5%

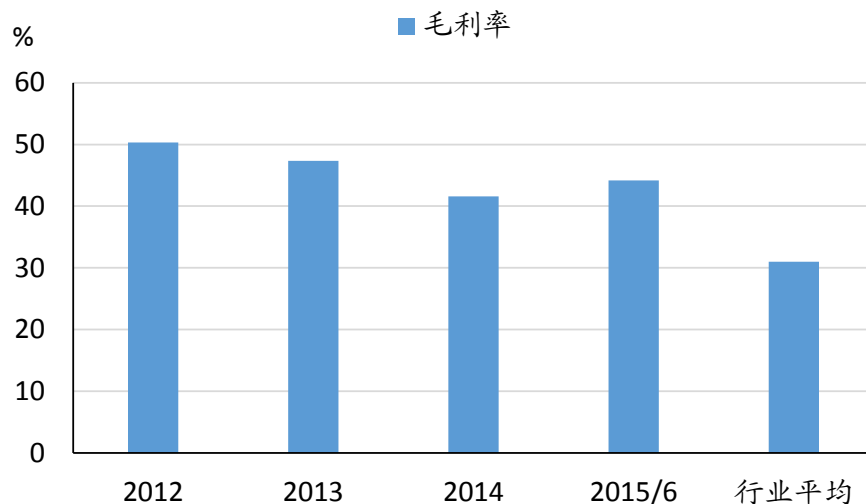


数据来源: 中国环境监测总站, 国泰君安证券研究

2.2. 竞争加剧态势下, 聚光科技仍能获取较高利润

聚光科技环境监测传统业务盈利稳定, 不断斩获项目订单。尽管不断有市场竞争者加入环境监测领域、对行业整体盈利水平产生压力, 但是公司以先进的检测、信息化软件技术和产品为核心, 凭借研发创新不断推出技术含量高、具有高度差异化的专业产品, 始终保持较高的盈利能力, 2012-2014年毛利率水平能够保持在40%以上, 2015年上半年毛利率44%, 高于行业平均毛利率31%。

图 3: 聚光科技毛利率保持在 40% 以上, 高于行业平均水平



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 1: 聚光科技过往披露的大型订单

项目名称	业主方	项目金额
浙江省区域大气环境日报预报平台项目	浙江省政府	1418 万元
浙江省大气复合污染立体监测网络功能性站位建设项目	浙江省政府	4098 万元
湖北省清江流域跨界断面水质自动监测站建设项目	湖北省环境保护厅	1145 万元

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3. 外延并购实现快速发展

3.1. 收购鑫佰利, 有望快速掌握膜法水处理技术

通过对鑫佰利的收购, 聚光科技将膜法水处理技术纳入囊中, 迅速打开水污染治理领域大门。2015年3月, 公司公告以1.1亿元收购鑫佰利公司70%股权。鑫佰利拥有先进的膜法水处理技术: 1) 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, 同时公司可以提供工业废水零排放整体解决方案。2) 耗材销售业务包括滤芯、活性炭、阻垢剂、膜清洗剂等。

表 2: 2014 年, 鑫佰利营业收入增长 24%, 净利润增长 16%

主要财务数据	2013 年 (万元)	2014 年 (万元)
营业收入	3569	4421
净利润	462	538

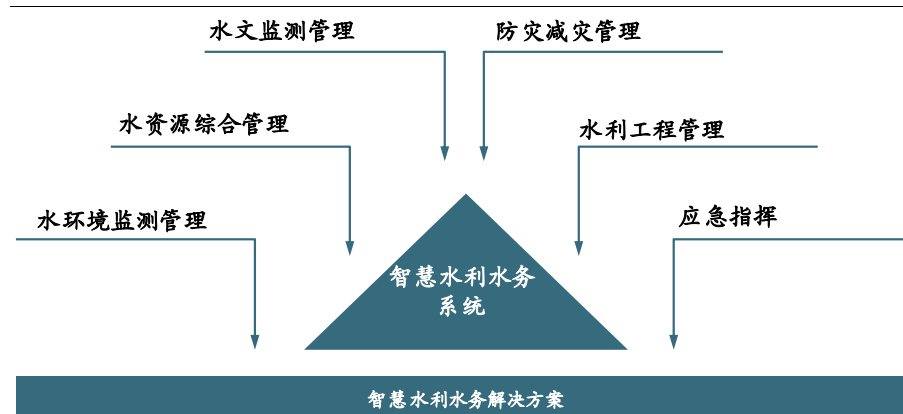
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2. 收购东深电子, 进军智慧水利

通过收购东深电子, 聚光科技为搭建智慧水利平台做好准备。2013年12月, 公司公告以1.6亿元收购深圳市东深电子90%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，在华南和西南等区域建立了广泛的客户资源，特别在水利智能化应用系统和水利水电自动化控制系统方面建立了较高行业知名度。聚光科技与东深电子双方有望实现业务资源整合，形成更具竞争力的解决方案；此次并购为聚光科技未来进入智慧城市奠定基础。

图 4：智慧水利水务系统包含六大核心体系



数据来源：聚光科技官方网站，国泰君安证券研究

3.3. 收购荷兰 BB 公司，静待 VOC 市场爆发

3.3.1. VOC 市场空间远超传统大气污染治理及监测规模

VOC 市场空间远超传统污染物规模，预计 VOC 将纳入十三五规划总量控制。与国外定义 VOC 不同，中国定义比较宽泛，即“能够参加大气光化学反应的有机物均称为 VOC”。根据中国环境规划院研究结果，一方面，VOC 排放量大约在 3100 万吨，按照目前 VOC 的收费标准（北京收费标准较高，在 20-40 元/kg），VOC 市场规模将远超传统大气污染物市场，是美国 VOC 排放量的 2.5-3.0 倍。因此我们预计国家在十三五期间会将 VOC 纳入总量控制重点对象

3.3.2. 国家将采取多种措施综合管控 VOC

“综合整治+油气回收+源头控制”是十三五期间控制 VOC 的重要手段。十三五期间，国家将在石化、有机化工、表面涂装、包装、印刷等行业开展 VOC 综合整治，其中石化行业的泄露检测及修复工作至关重要，美国 LDAR 检测措施值得借鉴。未来国家还将在原油、成品油的码头油库、加油站、油罐车开展油气回收治理。此外国家还将鼓励推广水性涂料、低苯溶剂、低毒低挥发性溶剂。

表 3：综合整治+油气回收+源头控制

主要条款	具体要求
针对排放、产生、使用 VOC 的重点行业开展综合整治	国家将在石化、有机化工、表面涂装、包装、印刷等行业开展 VOC 综合整治 其中石化行业的泄露检测及修复工作至关重要；石化企业单套装置可能就会有几十万个阀门和接头，每一个阀门和接头都有可能产生轻微泄漏，积少成多后数量巨大 美国采取 LDAR 措施，对石化行业阀门和接头进行全面检测，发现问题及时采取措施、从而减少排放；目前我国已有石化企业开展了 VOC 减排工作，其他行业预计在 2015 年 11-12 月、2016 年陆续开展
实施油气回收工程	在原油、成品油的码头油库、加油站、油罐车开展油气回收治理

主要条款	具体要求
	北京市环保局在奥运会之前组织过油气 VOC 方向研究，研究表明，1 吨汽油从石油销售公司的成品库到加入汽车油箱，整个过程计算，1 吨汽油如果没有进行油气回收，将“跑掉”4-5 公斤；这是非常大的 VOC 来源。目前北京市加油站油枪上均配置皮套，相当于负压回收装置，其他大城市加油站也有类似装置
推广应用低挥发性溶剂，完善涂料、粘合剂 VOC 排放限值标准	要求涂料、粘合剂等产品尽量少使用苯、甲苯、硝基苯等有机溶剂 鼓励推广水性涂料、低苯溶剂、低毒低挥发性溶剂 目前从政策角度上，除了限制溶剂使用强制性要求以外，在经济政策方面已经有了一些改变。日前，财政部、国家税务总局对含有机溶剂涂料、粘合剂等已经实施加税。同时，在“大气十条”也明确提出将挥发性有机物纳入排污收费征收范围，这也是环保部环境监察局直接负责的一项工作

数据来源：环保部，国泰君安证券研究

表 4：石化、表面涂装、包装印刷、油品储运、移动源是 VOC 排放重点行业

主要行业	治理要求
石化	2014 年 12 月，国家发布了石化行业污染物综合整治方案，针对上游石油炼制与下游石油化工、以及其他有机化工行业（包括医药化工），要求 2017 年 VOC 排放量要比 2014 年总体减少 30%以上 所有石化企业均需制订 LDAR 泄漏检测修复，对工艺过程中的废气进行回收治理，对传统储罐进行替换或安装油气回收装置，所有有机化工类的有机物废水均需进行处理
表面涂装	总体要求是源头控制，用低 VOC 含量的涂料进行替代 2014 年，全国涂料生产量 1600 多万吨，每年以 10%-20%的速度增长，消费量非常巨大，而且未来对涂料的 VOC 含量控制、国家将明确写入《大气污染防治法》中 《大气污染防治法》要求未来禁止使用高 VOC 含量的涂料，而且以后会出台相关质量标准 目前对 VOC 含量高于 420g/L 的传统涂料附加消费税，按销售额的 4%进行征税；而低 VOC 的涂料以后将会是主流发展方向
包装印刷	包装印刷行业 VOC 排放主要来自于有机溶剂的使用，包括油墨、胶黏剂等有机液体材料，国家也在鼓励源头治理 国家鼓励使用水性油墨替代传统油墨，同时大力推广无溶剂复合技术 针对包装印刷排放有机废气，未来还会推广回收利用技术
油品储运	与石化行业类似，治理原理是加装油气回收装置
移动源	未来可能会出台新的机动车排放标准，对蒸发排放进行控制

数据来源：中国环境规划院，国泰君安证券研究

3.3.3. VOC 排污收费覆盖范围将扩大，并引入惩罚性收费机制

排污收费范围有望进一步扩大。目前排污收费现行标准里，挥发性有机物有 3-4 种污染物名列收费目录之中。但是 VOC 种类成百上千，因此大气十条提出要扩大 VOC 排污收费的征收范围。在国外，VOC 排污收费或者收税在一些国家已经开始试行，如美国、捷克、日本、瑞士等国家。在我国，日前财政部、国家发改委、环保部已经出台了排污收费政策文件，针对 VOC 列入财务收费范围作出规定，并且率先在石化、包装印刷 2 个行业开展收费试点（涂装行业原本即在试点范围，但是油漆、涂料、粘合剂已增加消费税，因为同时收取消费税与排污费属双重收费，因此标准制定部门将涂装行业在原来拟定试点范围中不予列入）。

VOC 费率实行惩罚性收费机制，鼓励企业减少排放。鉴于当前经济形

势，针对 VOC 收费标准，国家发改委、财政部的观点是“和先行的大气污染物收费标准保持一致”。目前的排污收费标准是：地方政府有权制定高于国家的标准，例如北京、天津等。北京市 VOC 排放收费增加较多，根据不同情形，收费价格在 20-40 元/kg，而且排放超标越多、收费价格越高。

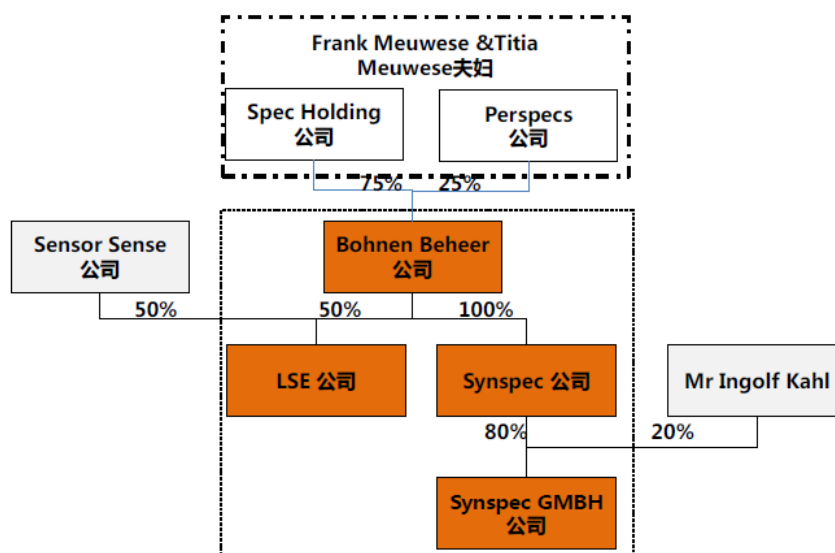
3.3.4. 重点城市已经制定了严于国家的地方排放标准

北京、广东等地已经制定了严于国家的地方排放标准。按照现行法律规定，地方政府可以制订严于国家的排放标准。目前北京市、广东省均制订了比国家更严格的排放标准，其中排放限值更低一些。另外北京市 VOC 收费范围比国家统一规定要更为广泛：国家只规定了石化生产企业和包装印刷行业，北京市已经将范围扩展到涂装、石油储运销售等环节；其中涂装既包括汽车、钢结构，也包括家具、刷墙，属于涂装大范畴概念。

3.3.5. 收购荷兰 BB 公司，成为掌握 VOC 核心技术企业

2012年6月，聚光科技公告以近400万欧元收购荷兰BB公司75%股权，实现对Synspec公司100%控股（荷兰BB公司持有Synspec公司100%股权）。荷兰的Synspec公司在VOC监测领域世界知名，聚光科技通过此次收购有望快速获得Synspec公司国际领先的VOC监测等技术和产品，为全国VOC监测、治理业务市场的全面爆发做好积极准备。

图 5：荷兰 BB 公司持有 Synspec 公司 100%股权



数据来源：聚光科技官方网站

3.4. 收购吉天仪器，锁定高端实验室仪器

收购吉天仪器是公司向高端实验室仪器领域迈出的重要一步。2011年8月，公司公告以现金1.95亿元收购北京吉天仪器公司。北京吉天主营高

端实验室分析仪器，包括原子荧光光谱仪（市占率位居全国前列）、顺序流动注射仪（竞争对手主要为国外厂商）、高端样品前处理仪器（竞争对手主要是国外厂商）等。实验室分析仪器是仪器仪表市场的重要组成部分，世界仪器仪表行业的巨头美国热电、美国安捷伦等公司均出自该行业。通过收购北京吉天，公司有望获得高端实验室仪器丰厚回报。

表 5：北京吉天旗下多款产品获得国家重大奖项及荣誉

产品	奖项
AFS-930 全自动型等原子荧光光度计	BCEIA 金奖
AFS-9330 型原子荧光光度计	自主创新金奖
SA-10 型原子荧光形态分析仪	BCEIA 金奖
SA-10 型原子荧光形态分析仪	科学仪器优秀新产品
FIA-6000 型全自动流动注射分析仪	BCEIA 金奖
FIA-6000 型全自动流动注射分析仪	自主创新金奖
FIA-6000 型全自动流动注射分析仪	科技成果奖
FIA-6000 型全自动流动注射分析仪	科技发展进步奖
APPLE-2000 型全自动快速溶剂萃取仪	BCEIA 金奖
APPLE-2000 型全自动快速溶剂萃取仪	自主创新金奖
APPLE-2000 型全自动快速溶剂萃取仪	科学仪器优秀新产品
APPLE-2000 型全自动快速溶剂萃取仪	最受关注十大国产仪器
APPLE-3000 型全自动快速溶剂萃取仪	自主创新银奖
TMW—100 型介质辅助微波消解仪	自主创新银奖

数据来源：聚光科技官方网站，国泰君安证券研究

拟收购上海安谱实验，实验室业务板块更上一层楼。2015 年 8 月，聚光科技拟以非公开发行募集资金 1.5 亿元受让夏敏勇、江平合计持有的上海安谱实验科技股份有限公司 45.53%的股权，并以募集资金 0.8 亿元对安谱实验增资。收购完成后，公司将持有安谱实验 55.58%的股权。此次并购安谱实验，将进一步完善聚光科技实验室业务产业链，构建聚光的实验室业务的整体平台化能力，从而拓展公司实验室业务的发展空间和市場。

4. PPP 有望成新增长点

4.1. 智慧环境是环保业务发展到一定阶段的必然产物

4.1.1. 社会各界对环保提出更高要求倒逼智慧环境发展

政府、企业、公众对环保提出越来越高要求，倒逼智慧环境成为环保业务发展方向。在环境问题日益突出、环保工作更加复杂的背景下，政府需要掌握全面的数据信息、提升环境监管、预警、应急能力，同时完善部门协作及提升效率等；企业需要掌握生产环节能耗及污染排放情况，通过监测降低生产和污染治理成本；公众需要准确了解身边的环境状况，并且希望得到生活中注意事项的温馨提示。

- 面向政府：政府需要环境大数据中心、空气质量预警预报、机动车排放控制体系、水环境综合决策分析、环境资源交易体系、环境总量控制体系、环境应急指挥平台；

- 面向园区（生态&化工）及企业：（1）园区需要环境安全管理平台、园区环境综合决策分析、园区环境物联网监控管理、园区环境安全与应急管理。（2）企业需要环境综合管理平台、LDAR（泄漏检测与修复技术）管理平台、企业环境行为评价；
- 面向公众：公众需要舆情采集及反馈、环境信息发布、大数据的公众及企业的数据采集、移动端的公众信息发布。

图 6：政府、企业、公众对环保提出的新要求

1	政府	掌握全面的数据信息，提供决策支持 提升环境监管，预警、应急能力 完善部门协作，提升效率 选择优秀地区、企业开展示范试点工作
2	企业	掌握生产各环节能耗和污染排放情况 掌握生产设施和环境管理设施运行情况 降低生产和污染治理成本 体现企业社会责任
3	公众	准确了解身边的环境状况：水、气、声、污染源、风险源 及时获得生活中的注意事项，如口罩、饮用水、外出等

数据来源：清华大学，国泰君安证券研究

政府的环保决策有时缺乏科学依据。许多情况下，过去是为了监测而监测，监测数据对宏观决策的引导力较弱。以“环境质量预警预告”细分领域为例，地方政府对预报本身并非特别关注，而更多的想法是“如果明天预告的数值是 300mg/L、该关停什么类型的企业或该如何调整污染排放清单”；即便在京津冀等空气污染严重地区，政府采取的措施依然是“车号限行”、“关停所有二氧化硫排放电厂”等大范围宏观决策，付出代价较大，缺乏一定合理性，对经济影响巨大。**引入智慧环境体系将为各级政府精细化决策起到有效支撑。**

4.1.2. 与传统信息化技术相比，智慧环境技术具备优势

智慧环境优势主要体现在感知层面、数据层面、模型层面。1、感知层面：以大气污染环境数据获取为例，1 个连续大气自动站建设资金在 200-1000 万元之间，而该站点监测的数值仅代表 1km 范围以内的数值。北京的大气监测点不超过 50 个，而整个北京需要 1000 个大气监测点。因此政府需要引进先进传感技术弥补监测点不足。2、数据层面：现有统计数据中心和大数据建设能力不能完全使机构内部数据流转效率得到提高，保证不断增长的非结构化数据尽快进入系统是智慧环境系统的优势所在：通过环境数据与产业结构数据的有效关联，判断不同产业结构对环境的影响，同时保障数据的生产、消费以及管理，从而为未来数据决策提供坚实基础。3、模型层面：模型对整个环境数据能够做出有效预告预警，可判断某一特征区域的主要污染物是什么、造成这种污染物的污染企业是哪一类、针对这些企业可以做出哪些行政干预，从而帮助政府做出更加精细化管理。

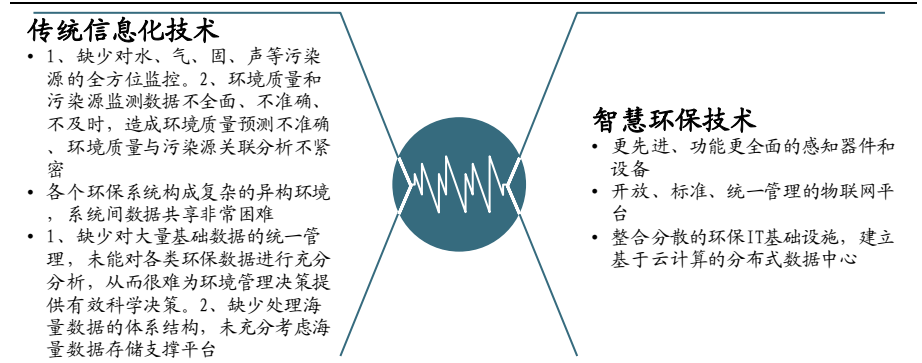
表 6：智慧环境优势主要体现在感知层面、数据层面、模型层面

	目前	未来
感知层	以大气污染环境数据获取为例，1 个连续大气自动站建设	政府需要引进先进传感技术弥补监测点不足

	目前	未来
	资金在 200-1000 万元之间，而该站点监测的数值仅代表 1km 范围以内的数值。北京的大气监测点不超过 50 个，而整个北京需要 1000 个大气监测点	
数据层	现有统计数据中心和大数据建设能力不能完全使机构内部数据流转效率得到提高，不同政府部门经常出现数据不一致现象	通过环境数据与产业结构数据的有效关联，可判断不同产业结构对环境的影响，同时保障数据的生产、消费以及管理，从而为未来数据决策提供坚实基础
模型层	大部分情况下，现有模型不能帮助政府精细化管理	模型对整个环境数据能够做出有效预告预警，可判断某一特征区域的主要污染物是什么、造成这种污染物的污染企业是哪一类、针对这些企业可以做出哪些行政干预，从而帮助政府做出更加精细化管理

数据来源：中科宇图，国泰君安证券研究

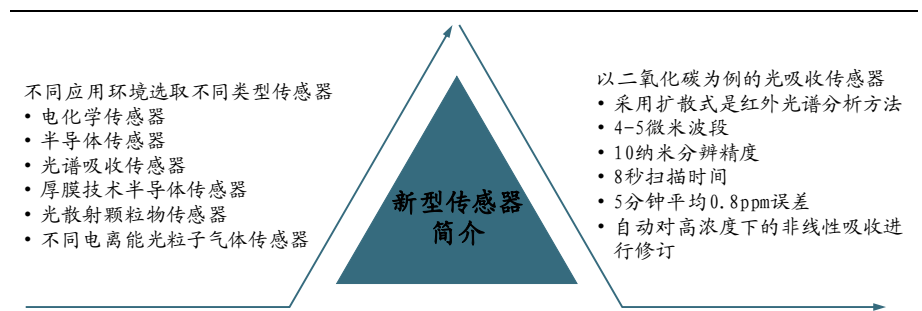
图 7：智慧环境在满足环保新要求上具有明显优势



数据来源：华为，国泰君安证券研究

新型专业传感器推动环境“物联”。传统监测设备价格和维护费用相对较高（十万元计），数据虽然准确但是需要专业人员进行运营维护；消费型传感器仅在个人家庭消费，价格十分低（百元到千元计），但是数据不够准确可靠。新型专业传感器价格低（千元到万元计），性能在其应用范围足够可靠，且体积小、组网和移动应用方便。

图 8：新型专业传感器推动环境“物联”



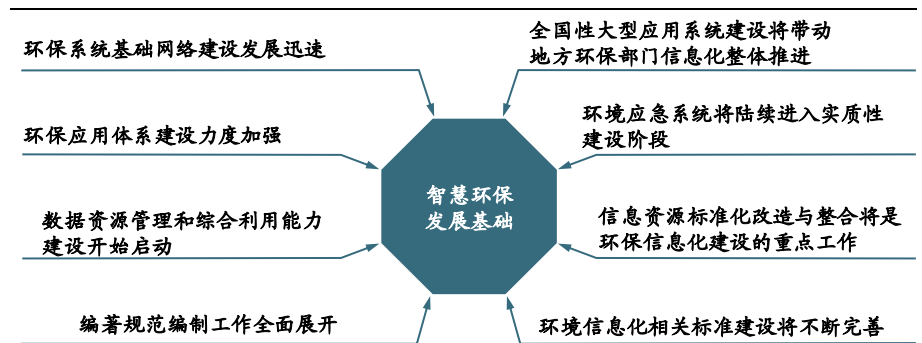
数据来源：香港城市大学，清华大学，国泰君安证券研究

4.1.3. 智慧环境已经具备发展基础

智慧环境已经具备发展基础。截止到目前，环保系统基础网络建设发展迅速，数据资源管理和综合利用能力建设开始启动，全国性大型应用系统建设将带动地方环保部门信息化整体推进，环境应急系统将陆续进入

实质性建设阶段。基于以上分析，我们认为智慧环境已经具备发展基础。

图 9：智慧环境已经具备发展基础



数据来源：华为，国泰君安证券研究

图 10：智慧环境先决条件包含社会关注度高、数据挖掘爆炸式发展等



数据来源：环保部信息中心徐富春，国泰君安证券研究

4.1.4. 智慧环境发展：国外积极发展应用，我国加强重视程度

国外环保行业发展主要体现在环保信息化应用层面。具体应用案例包括哈佛大学城市感知计划、密歇根州“回收奖励”计划、大鸭岛生态环境监测系统、纽约州环境和大气监测系统等。

表 7：国外积极发展环保信息化产业

应用	内容
哈佛大学城市感知计划	● 利用遍布整个城市的感知器，探知空气、水、土壤的污染情况，通过音视频传感设备感知道路交通等市政设施运行情况 ● 采集数据进行环境科学研究、教学 ● 共享设施、数据到科学研究社区
密歇根州“回收奖励”计划	● 通过 RFID 标签技术追踪记录居民参与垃圾回收的次数 ● 向达到一定次数的居民提供奖励，如提供当地饭店或零售店的折扣 ● 社区垃圾循环再处理家庭比例提高 18-50%

大鸭岛生态环境监测系统	● 采用光、气压、温度、红外等 43 种传感器和视频监控设备收集环境数据、通过 Zigbee 网络和卫星传输，数据传送到加州的研究中心 ● 平台开放给全球研究人员共享、掌握第一手资料
纽约州环境和大气监测系统	● 12 个水质监测站、12 个大气监测站、1 个情报中心、1 个数据中心，全面监测城市的水质和空气污染情况 ● 监测数据在云化数据中心集中、通过数据统计分析，对城市水质和空气污染事件快速反应，并制定环保策略

数据来源：华为，国泰君安证券研究

我国 1996 年开始发展环境信息化产业，即国家环保局发布《排污口规范化整治技术要求（试行）》中规定，列入重点整治的污染水排放口应安装流量计，这可称为最初的在线监测系统。时至今日，十八大提出美丽中国的概念，要加大自然生态系统和环境保护力度；2013 年住建部下发“智慧城市”试点通知，数字环境向智慧环境演进，云计算和大数据将成为智慧环境的核心技术。

表 8：我国不断加强智慧环境事业重视程度

发展阶段	具体内容
初期	1996 年，国家环保局发布《排污口规范化整治技术要求（试行）》中规定：列入重点整治的污染水排放口应安装流量计；这可称为最初的在线监测系统
发展	2001 年，国家环保总局颁布了《化学需氧量（COD）自动在线监测仪产品技术要求（HBC6-2001）》，经过几年的安装运行，逐渐摸索出以 COD 为指标水质在线监测系统
网络化	2006 年以后，尤其是“污染源减排三大体系能力建设”项目实施后，要求占 COD 污染负荷 60%以上的国控重点污染源必须安装在线监测仪器，且必须联网运行
物联网	2010 年，国家发改委《关于当前推进高技术服务业发展有关工作的通知》出台后，国家环保部推动环境监控物联网示范工程建设试点，规划过去的环境监控系统的功能和质量及应用全面提升
智慧环境	十八大提出美丽中国的概念，要加大自然生态系统和环境保护力度。2013 年住建部下发“智慧城市”试点通知，数字环境向智慧环境演进，云计算和大数据将成为智慧环境的核心技术

数据来源：华为，国泰君安证券研究

4.1.5. 智慧环境市场空间巨大，投资以监测板块为主力

以“空气质量预报建设”为例，根据国家统计局数据，截止到 2013 年全国地级及以上城市数量 290 个（城市市辖区年末总人口 20-200 万人的地级及以上城市数在 241 个、占比 83%），31 个省会及直辖市。这些城市均要进行空气质量预报建设。“软件部分”建设金额上，每个城市小到 100 万元，多到 5000 万元，粗略假设平均在 2000 万元，则仅空气质量预报信息系统建设的“软件部分”市场规模预计可达 58 亿元。

项目投资金额较小，只有将监测建设、硬件建设、末端治理全部关联起来才可能达到上亿元级别规模。预计投资比例：监测能力在 50%，匹配

能力建设（应急监控指挥设备、人员作战设备）占 20-30%，信息软件开发与辅助服务器网络建设占 20-30%。

市场商机和发展点：（1）信息获取环节：信息获取如果引入新技术，并且由政府主导变为企业主导，变专业化为民用化，将产生巨大的市场空间。（2）如果将互联网前端的监测监管数据打包、将监测数据统一整理发布，服务于政府的信息公开（可以做成手机 APP 软件），则满足了社会对政府信息公开的需求，是未来市场商机所在。

4.1.6. 应尽量选择财政实力较好、地方领导支持地区拓展项目

目前智慧环境项目资金主要来源仍是政府出资。目前智慧环境项目的资金来源主要是政府支出与企业自筹；其中政府资金来源于政府专项资金，或各级政府的财政投入，或节能减排专项资金，或世界银行及亚洲银行贷款等。资金使用方式上，1 是完全由政府投资（如 EPC），2 是企业投资、政府补贴配套。总之就目前阶段看，智慧环境项目资金来源离不开政府；社会资本需要尽量将项目选在地方财政支付能力强的地区，对于大型智慧环境项目，需要当地政府主管领导的大力支持。

表 9：应尽量选择财政实力较好、地方领导支持地区拓展项目

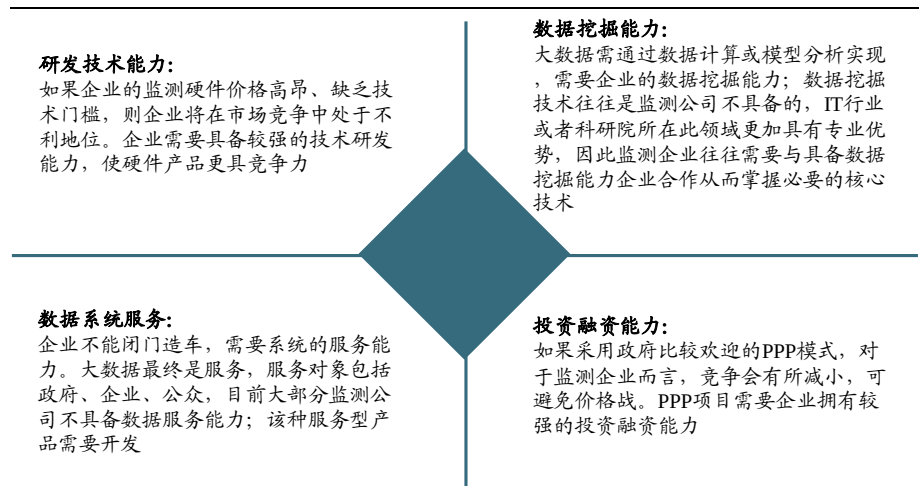
案例	关键词	具体内容
1	社会资本一般倾向于选择支付能力较强的地方政府展开合作	智慧环境项目的资金偿还方式取决于使用资金来源。若采用亚行贷款等类似模式，政府偿还能力则在 5-10 年，按月或年分期支付；若仅与地方政府签署合同，尤其在地方财政严重赤字区域，该类项目的支付能力可能会出现困难。因此社会资本一般倾向于选择支付能力较强的地方政府展开合作，对于明显财政支付或资金保证有问题的区域则更加谨慎
2	旧的环境信息化业务系统是客观存在，升级改造投资金额巨大，未来可行的发展趋势是社会资本参与投资建设+政府采购监管模式，即 PPP 模式	以东莞、顺德等发达区域为例，原有系统（如国家的排污收费数据系统）多达 20-30 亿元投资，旧的环境信息化业务系统是客观存在的；这些地区的系统需要升级改造，而且整个数据中心的数据接口和数据整体汇入流需要长期运营和维护，需要投资的金额很大。所以该类大型智慧环境项目需要地方政府大额资金的匹配、或水专项、空气专项的资金支持，而且地方的主要领导需要全力支持项目建设，否则项目落地难度非常大。未来可行的发展趋势是社会资本参与投资建设+政府采购监管模式

数据来源：中科宇图，清华大学，国泰君安证券研究

4.1.7. PPP 模式是智慧环境未来的发展方向

目前的智慧环境项目仍以销售监测硬件以及软件为主要盈利模式，但是综合型的 PPP 商业模式已经出现。目前的商业模式仍以 EPC 模式为主，主要客户类型为政府和排污企业，环境监测企业可以通过智慧环境项目销售硬件设备以及软件。最近 1-2 年出现的新型商业模式是区域环境治理、监测方案一体化的打包项目，该做法主要基于 PPP 大潮流与监测第三方运营政策的推动：地方政府建设基金可能无法一步到位，因此希望有社会资本参与投资与建设运营；打包的 PPP 项目要求企业具备大数据分析专业能力、拥有强大客户资源等综合实力，目前该类商业模式处于探索阶段。我们认为 PPP 项目模式目前尚处传统基础设施建设阶段，在智慧环境领域中的应用还在起步阶段；PPP 模式更受政府客户欢迎，是未来的发展方向；智慧环境项目需要企业的硬件研发技术、数据挖掘、数据系统服务、投资融资等综合能力。

图 11：智慧环境需要企业的综合实力



数据来源：清华大学，国泰君安证券研究

4.2. 海绵城市淘金，能者居之

4.2.1. 海绵城市政策力度远超以往

习总书记提出构建海绵城市之后，海绵城市进入“确定试点城市阶段”，已获得实质性进展。2013年12月中央工作会议上，习总书记提出三个“自然”（自然渗透、自然蓄积、自然净化）、建设海绵型城市。此前中国城市很长时间集中在污水处理问题上；但是城市排水内涝、水污染对环境影响、热岛效应等问题均一直没有被顾及。2013年，总书记提出构建海绵城市以来，住建部在2014年先后出台了海绵城市建设的文件，同时又联合财政部和水利部启动了16个海绵城市建设的申报工作。申报工作在2015年4、5月份已定，经过100多个城市申报与2轮评选、最终16个城市获得中央财政支持试点资格。

国家近期提出海绵城市75号文，政策力度远超原先计划、并已上升至国家战略。9月29号国务院常务会议上，李总理提出要马上在全国范围内开展海绵城市建设；10月11日，国务院办公厅发布了“关于推进海绵城市建设的指导意见”75号文。75号文提出2个阶段：第一个阶段是2020要实现所有城市20%以上的海绵城市建设任务，第二个阶段是2030年实现80%的海绵城市建设任务。根据住建部中国水工业网观点，国家针对海绵城市现有力度已经超过原先计划。原有计划是：住建部系统内通过海绵城市3年试点、然后陆续推广。75号文的发布等于全面展开工作，非试点城市也要行动。所以目前形势已经上升至国家战略。

4.2.2. 市场空间接近10万亿元

海绵城市整体投资接近10万亿元，市场空间巨大。按照75号文要求，657个城市在2020年全面完成任务——即不低于20%的海绵城市建设任务。按照海绵城市建设导则，海绵城市每平方公里建设投资成本在1.5-1.9亿元之间，全国657个城市如果都要在2020年完成任务，整体投资接近10万亿元。住建部中国水工业网现在正在做海绵城市建设的

大数据工作：原来只是统计 16 个试点城市，现在变成了统计全国，所以统计工作尚未完成。

4.2.3. 2016 年 1 季度有望成为海绵城市项目收获季节

预计 2016 年 1 季度将成海绵城市项目落地黄金时段。第一批 16 个示范城市从名单公布走到今天，经过三部委上报 3 年行动预算以及专项规划工作等流程，近期已有一部分城市的先期项目（如道路、局部小区等）开始进入招标程序，有些规划设计也在招标。财政部正式下达拨款以来，2015 年下半年是海绵城市紧锣密鼓的准备阶段。目前从市场来看，海绵城市还没有实现产业爆发，需等到 2016 年。2016 年第 1 季度预计第一批 16 个示范城市的绝大部分 PPP 合作方均将确定。

综合实力企业有望在跟踪的若干个城市中于 2016 年有所斩获。目前相关企业工作主要集中在技术合作、筹标准备、与甲方标前沟通等工作。与以前污水厂单一标的不同，PPP 项目比较复杂、尤其是海绵城市的 PPP 项目，甲乙双方无论在商务条款还是具体技术实现互信都需要长期标前沟通。针对具体项目，只要有意向投标、均要提早准备，因为后面成立 PPP 项目公司需要政府与企业长时间合作，像一次婚姻，需要长期的沟通过程。城市选择公司、公司选择城市属于双向选择，公司也将在具体合同中投资很大，选择标的城市非常重要。综合实力企业有望在跟踪的若干个城市中于 2016 年有所斩获。

4.2.4. 拥有技术、业绩、资金运作等综合实力企业将占据优势

公司需要在技术、业绩、资金运作等方面具备综合优势。当前公布的各地海绵城市合同主要围绕设计以及部分小型项目（围绕必须要做的项目以及时效性较强的项目）。公司如果很早即开始做排水防涝业务，目前可将产业链延伸到整个流域治理，这些业务经验均将对整个海绵城市项目成功获取产生推动作用。公司如果参与住建部组织的技术工作，对每年海绵城市的技术要点比较熟悉。最后公司整体需要对项目通盘资金运作具备经验、有利于 PPP 项目运行。

针对海绵城市，公司需要做两大方面准备：一是资金筹措，二是技术储备。（1）资金筹措方面，如果公司是上市公司，则可以制定并上报定增计划；公司自身资产、以及资本运作（集中资金、或采取低成本资金）也可用于海绵城市项目。（2）从规划、设计、建设、运营产业链来看，公司需要在人力资源、技术细节、产品储备实现明显改善。如果公司不具备相关业务优势，可以通过收购拥有甲级资质的设计院进行外延式拓展，如缺乏道路业务经验、则可并购具备道路建设资质公司来满足海绵城市建设需求，为后续工作提供保障。

海绵城市单独项目金额在 20-40 亿元，对于大型企业产生的资金压力不会过大。未来 5-6 个月内，海绵城市 PPP 招标中比较大的合同包金额应该在 20-40 亿元，10 亿元级别项目比较常见，很少会有 50 亿以上。所以对大型企业的资金压力不会太大。

4.3. 聚光科技紧抓 PPP 机遇，转型环境治理整体方案提供商

公司正在从监测设备供应商向大数据分析供应商、乃至环境治理整体解决方案供应商转型。2015年以来，聚光科技分别签订了“章丘市智慧环境项目”（投资金额2亿元）、“黄山市智慧环境项目”（投资金额5亿元）、“鹤壁市汤河流域综合治理项目”（暂未披露）、“江山市海绵城市建设项目”（投资金额10亿元）；项目内容涉及智慧城市、生态治理、流域治理、海绵城市等多个领域。公司作为环境监测领域龙头民企，利用品牌效应及资本实力等资源优势在PPP模式中占据先机。

表 10：2015 年以来，公司陆续签署 PPP 系列协议

时间	项目	合作对象	投资金额	项目内容
2015 年 2 月	章丘市“智慧环境”项目	山东省章丘市政府	2 亿元	海绵城市综合管控平台、河流湖库综合治理、人工湿地建设等相关项目
2015 年 8 月	黄山区“智慧环境”项目	黄山市黄山区政府	5 亿元	汤河流域治理项目的顶层设计，并制定相应的项目推进计
2015 年 9 月	汤河流域综合治理项目	河南省鹤壁市山城区政府	-	1、流域河道治理、湖泊生态修复、环湖基础设施建设与改造、湖区园林绿化工程等；2、湖泊水质监测、入湖流域水质监测、山洪预警等；3、城区内河治理、水系改造、景观建设等；4、城市供水系统、排水系统、污水处理系统的建设与运营
2015 年 9 月	江山市“海绵城市”建设项目	浙江省江山市政府	10 亿元	“智慧环境云数据中心”、“智慧环境决策与公众服务平台”、“智慧环境应急指挥调度平台”、“大气灰霾污染监测预警平台”、“环境水质监测预警平台”、“重点污染源全过程监控平台”、“城市水务监测与管理平台”、“水资源监控管理平台”、“城市防汛抗旱指挥平台”、“安全生产综合监管平台”等项目和相关产业的建设。以及工业废水处理、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

数据来源：wind，国泰君安证券研究

收购三峡环保，完善资质要求。2015 年 8 月，聚光科技与重庆三峡环保（集团）有限公司及其管理层股东唐世田等自然人签订《投资意向书》：公司拟用自有资金 1.95 亿元收购唐世田等人持有三峡环保的 60%股权，收购完成后本公司持有三峡环保 60%股权。三峡环保持有环境工程设计甲级、环保工程专业承包贰级、环境污染治理甲级、运营管理甲级等资质，是重庆市环保行业资质最全的企业之一，在重庆地区有着广泛的客户资源，在市政污水处理方面有着较强的技术积累。聚光科技通过收购三峡环保、有望完善 PPP 项目资质要求，补齐 PPP 类项目投标短板，未来 PPP 模式拓展可期。

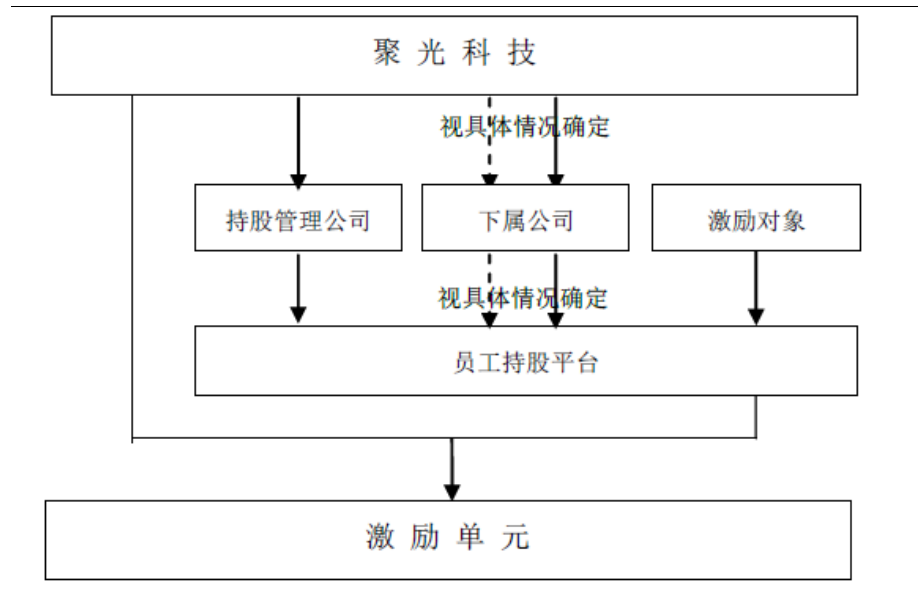
5. 股权激励带动活力

股权激励效果显著，新业务单元活力迸发。2014年5月，公司发布《限

制性股票激励计划》，拟对200余名核心骨干实施股权激励，计划授予股份数916万股，授予价格6.99元/股，解锁条件：以2013年净利润为基准，2014-2016年净利润分别增长20%、40%、60%，加权平均净资产收益率不低于9%、9.5%、10%。2014年公司净利润实际同比增长27.14%，加权净资产收益率9.68%，股权激励行权条件兑现，业绩增长体现了激励方案实施效果。

2015年1月，公司推出新业务单元股权激励，激励对象包括激励单元经营层（总经理、总工程师、副总经理）、管理层（部门级负责人）及核心（技术、业务）骨干员工。此外激励对象名单及可认购财产份额数额由激励单元总经理与总工程师从人力资本附加值（对未来持续发展的影响）、可替代程度以及历史贡献以及其他合理因素综合考虑并共同确定。员工持股平台以及激励对象提名权力下放至单元总经理与总工程师，显示了管理层支持公司转型改革、促进新业务单元快速成长的决心。

图 12：新业务单元股权激励更具灵活性



数据来源：wind，国泰君安证券研究

6. 盈利预测及投资建议

2015-2017 年，预计聚光科技传统环境监测系统业务保持稳步增长，按照历史平均增速情况，给予 30%增速、45%毛利率；工业过程分析系统受宏观经济影响较大，预计保持 10%稳定增长；实验室业务方面，聚光科技此前收购北京吉天对实验室领域展开布局，此次拟收购上海安普，实力有望进一步增强，而且实验室板块未来市场规模预计在千亿元级别、空间巨大，给予实验室业务板块 40%增速；安监板块由于行业门槛相对较低、且主要为事件性驱动，假设保持稳定增速。另外，公司 2015 年分别签订了江山市海绵城市项目、鹤壁市流域综合治理项目、黄山市智慧环境项目、章丘市智慧环境项目，预计 2015 年确认收入不多，该类 PPP 项目业绩兑现预计在 2016-2017 年。综上所述，我们预计 2015-2017

年，聚光科技营业收入分别为 15.58、27.86、39.20 亿元，净利润分别为 2.82、4.08、5.06 亿元，EPS 分别为 0.62、0.90、1.12 元（如果非公开发行股票方案顺利通过，预计 2016 年新股本正式发行，摊薄 EPS 分别为 0.62、0.81、1.01 元）。

环保板块内，主营业务围绕环境监测的相关标的包括雪迪龙、先河环保、天瑞仪器、理工监测等，2015-2016 年 PE 平均值分别在 68 倍、49 倍水平；2015-2016 年 PB 平均值分别在 6.2 倍、5.5 倍水平。按照 PB 估值方法，公司目前估值对应的 2015 年 PB 略高于可比公司平均水平，考虑公司产品线更加齐全、布局 PPP 项目进展处在细分领域领先地位，聚光科技应当享有溢价，结合可比公司 PB 估值，给予公司 2016 年 6.8 倍 PB 水平，对应的估值为 41.48 元。按照 PE 估值方法，公司股价对应的 2015 年 PE 低于行业可比公司平均水平，聚光科技传统业务在市场竞争日趋激烈、价格总体水平不断下降情况下仍能不断获取订单、保持较高利润水平；通过并购进入膜法水处理、智慧水利、VOC 等更具发展前景领域；另外考虑聚光科技提前布局 PPP 模式项目（包括海绵城市、智慧环境等），细分领域内 PPP 模式上已经走在前列，未来有望成为盈利新增长点，参考可比公司 PE 平均水平，给予公司 2016 年 49 倍 PE 水平（行业平均水平），对应的估值为 44.10 元。基于上述对聚光科技的基本面分析及细分行业领域预判，谨慎起见，我们选取 PB 和 PE 估值方法的平均值，首次覆盖，目标价格 42.79 元，给予“增持”评级。

表 11：聚光科技与环保行业 PB 水平对比

	股价	BPS		PB	
		2015E	2016E	2015E	2016E
聚光科技	34.63	5.2	6.1	6.6	5.7
雪迪龙	28.80	2.7	3.2	10.7	9.0
先河环保	23.67	3.3	3.7	7.2	6.4
天瑞仪器	25.35	10.6	10.6	2.4	2.4
理工监测	24.60	6.1	6.5	4.0	3.8
平均值				6.2	5.5

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（先河环保、理工监测来自 wind 一致预期，股价对应 11 月 20 日收盘价）

表 12：聚光科技与环保行业 PE 水平对比

	股价	EPS		PE	
		2015E	2016E	2015E	2016E
聚光科技	34.63	0.62	0.90	56	38
雪迪龙	28.80	0.48	0.62	60	46
先河环保	23.67	0.34	0.50	70	47
天瑞仪器	25.35	0.27	0.35	94	72
理工监测	24.60	0.41	0.62	60	40
平均值				68	49

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（先河环保、理工监测来自 wind 一致预期，股价对应 11 月 20 日收盘价）

7. 风险因素

- 1、传统业务受宏观经济影响存在下滑风险,新增PPP类项目兑现业绩滞后致使业绩增长不达预期;
- 2、聚光科技传统业务主要客户为政府部门及大型工业企业,下游行业衰退存在支付延期风险,可能会增加聚光科技未来应收账款;

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		