



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 领先的环境监测与工业过程分析系统供应商

——雪迪龙（002658）

2012年2月23日

建议申购

雪迪龙

新股定价

## 摘要:

- 公司是领先的环境监测与工业过程分析系统和运维服务供应商，是专业从事分析仪器仪表、环境监测系统和工业过程分析系统的研发、生产、销售以及运营维护服务的高新技术企业。公司产品广泛应用于节能环保、电力、石化、化工、水泥建材、钢铁冶金等行业的污染源在线监测、工业过程在线分析，客户包括华能集团、国电集团等五大发电集团下属骨干电厂，中国石油和中国石化下属石化企业，国内大中型骨干钢铁企业以及海螺水泥、湖北宜化等大中型企业。
- 根据 SDI 的《2010-2014 年中国分析仪器市场预测》报告，2009 年我国分析仪器市场规模为 23.08 亿美元，约占世界分析仪器市场总量的 6%，相比我国 GDP 比重，我国分析仪器占世界市场份额相对较小，未来发展空间较大。我国分析仪器市场目前正处于快速发展阶段，据 SDI 公司预测，我国分析仪器的市场规模将从 2009 年的 23 亿美元增加到 2014 年 39 亿美元。
- 公司作为国内专业化的分析仪器系统集成供应商，其系统产品定位于环境监测系统和工业过程分析系统中高端市场。行业集中度较低，公司是行业中为数不多营业收入超过 3 亿元的企业，在行业内具有较高的影响力。2010 年我国烟尘烟气监测仪器销售数量 10361 台，公司当年 CEMS 成套系统销售数量 774 套，据此推算，公司主导产品 CEMS 在 2010 年国内烟尘烟气监测仪器的市场占有率约为 7.47%，具有较大的成长空间。
- 我们预计公司发行后 2012-2014 年销售收入分别为 4.1 亿、5.3 亿和 7.1 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.15 亿元、1.5 亿、1.92 亿元；对应 EPS 分别为 0.83 元、1.09 元、1.40 元。结合同类上市公司估值情况，我们给予公司 12 年 25-30 倍市盈率，相应的价值区间为 20.75 元至 24.9 元，建议申购。

## 财务指标预测

指标	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	410	530	710
增长率（%）	25.07%	29.27%	33.96%
净利润（百万元）	114.63	149.84	192.45
增长率（%）	40.69%	30.72%	28.44%
每股收益(元)	0.834	1.090	1.400
净资产收益率（%）	9.65%	11.46%	13.17%

## 俞鹏程

执业证书编号：S1480511010002

公用事业分析师

010-66554035

yupc@dxzq.net.cn

## 询价区间

20.75 元-24.9 元

## 上市首日定价区间

## 发行上市资料

总股本（万股）	13747.28
发行量（万股）	3438
发行日期	2012.2.29
发行方式	网下配售+网上申购
保荐机构	民生证券
预计上市日期	

## 发行前财务数据

每股净资产（元）	3.29
净资产收益率（%）	27.3
资产负债率（%）	21.84%

## 主要股东和持股比例

敖小强	88.9%
北京海岸淘金创业投资有限公司	3%
丁长江	1.94%
郜武	1.94%
王凌秋	1.94%

## 目 录

1、领先的环境监测与工业过程分析系统和运维服务供应商 .....	3
2、分析仪器市场空间广阔 .....	5
2.1 政策打开市场空间 .....	5
2.2 国内厂商从系统集成向核心技术领域突破 .....	6
3、行业领先，优势突出 .....	7
3.1、小公司大行业 .....	7
3.2、收入与盈利能力处于行业领先地位 .....	7
3.3、品牌与技术优势突出 .....	9
4、募投项目：巩固自身优势，全方位发展 .....	9
5、盈利预测与估值 .....	10

## 表格目录

表 1、公司与其他同类上市公司主要产品及服务对比 .....	8
表 2、公司与其他同类上市公司营销模式及主要客户比较 .....	8
表 3、公司募集资金投资项目 .....	10
表 4、公司未来三年盈利预测 .....	11

## 插图目录

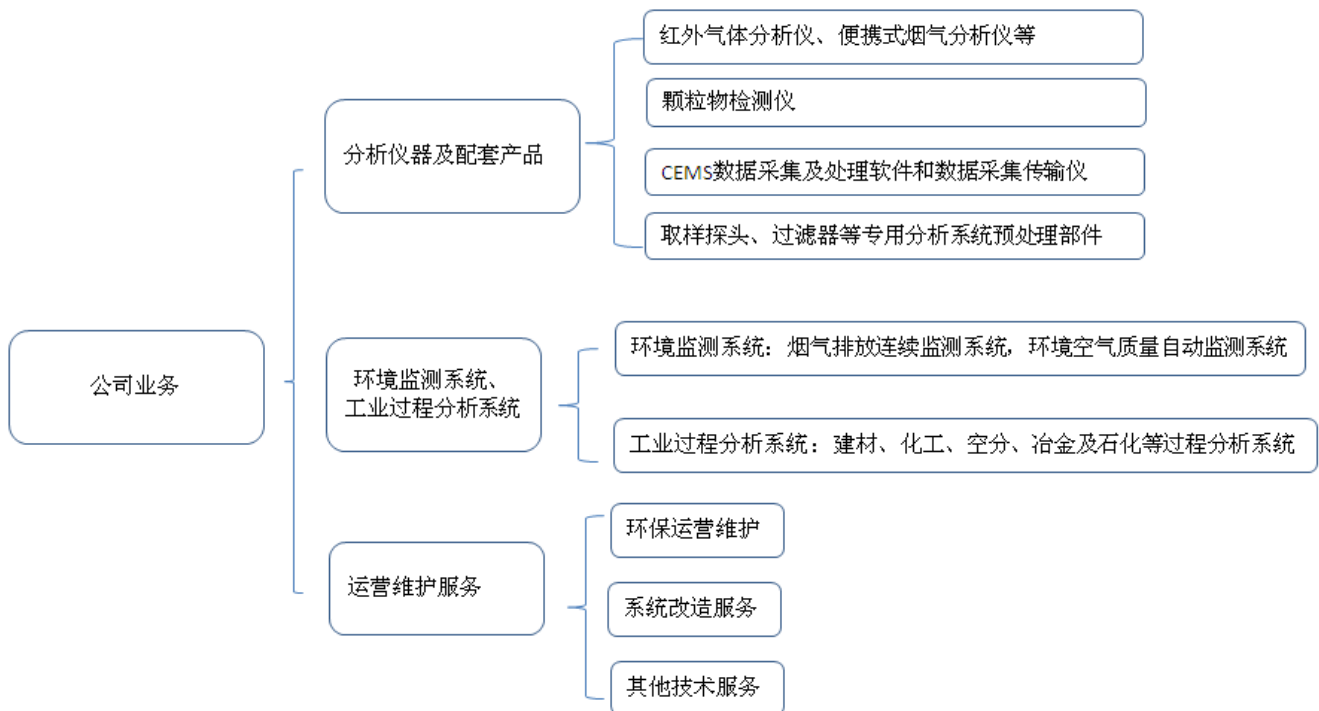
图 1、公司主要业务 .....	3
图 2、公司 11 年收入构成 .....	4
图 3、公司 11 毛利构成 .....	4
图 4、公司发行后股权结构 .....	4
图 5、2008 年全球分析仪器市场份额分布情况 .....	5
图 6、我国环境监测系统产值增长情况（单位：亿元） .....	6
图 7、我国工业过程分析分析仪器市场规模情况（单位：亿元） .....	6
图 8、公司与同类上市公司的收入对比情况（单位：万元） .....	7
图、9 年公司与同类上市公司分项业务占比 .....	7
图 10、公司与同类上市公司的毛利率对比情况 .....	8
图 11、公司与同类上市公司净利率对比情况 .....	8

## 1、领先的环境监测与工业过程分析系统和运维服务供应商

公司是专业从事分析仪器仪表、环境监测系统和工业过程分析系统的研发、生产、销售以及运营维护服务的高新技术企业。公司主营业务围绕环境监测和工业过程分析领域“**产品+系统应用+运维服务**”展开，主要产品和服务包括分析仪器及配套产品、环境在线监测系统、工业过程在线分析系统及环保运维服务。

公司产品广泛应用于节能环保、电力、石化、化工、水泥建材、钢铁冶金等行业的**污染源在线监测**、**工业过程在线分析**，客户包括华能集团、国电集团等五大发电集团下属骨干电厂，中国石油和中国石化下属石化企业，国内大中型骨干钢铁企业以及海螺水泥、湖北宜化等大中型企业。2009年11月，公司获得了中国仪器仪表学会分析仪器分会颁发的“中国分析仪器发展贡献奖”。

图 1、公司主要业务



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所整理

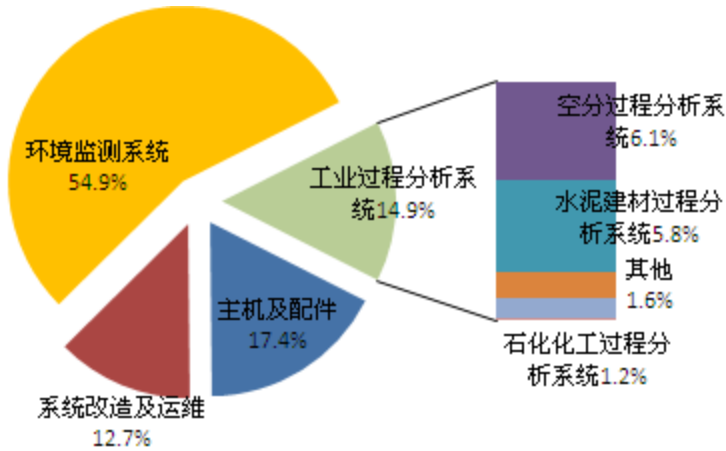
公司的环境监测系统产品占公司收入近 55%，毛利占比约 53%，是公司的核心业务部门，主要产品包括火电厂脱硫脱销用 CEMS，城市环保 CEMS，垃圾焚烧等其他行业环保监测系统，大气监测系统及废水污染源在线监测系统。

公司的工业过程分析系统广泛用于建材、化工、空分和冶金等，对工业生产过程中气体浓度和成分的变化进行实时监测，实现对生产过程的实时控制。目前收入占比近 15%，毛利占比约 12%。其中，空分过程分析系统和水泥建材过程分析系统占绝大部分比重。

由于工业在线监测系统工作环境恶劣，主机及配件更新需求较好，目前收入占比约 17.4%，毛利占比约 20%。

运营维护服务包含环保运营服务、系统改造服务及其他技术服务等，近年来业务增长较快，目前已占收入比重约 12.7%，毛利占比约 15%，未来发展空间较大。

图 2、公司 11 年收入构成



资料来源：招股书，东兴证券研究所

图 3、公司 11 毛利构成

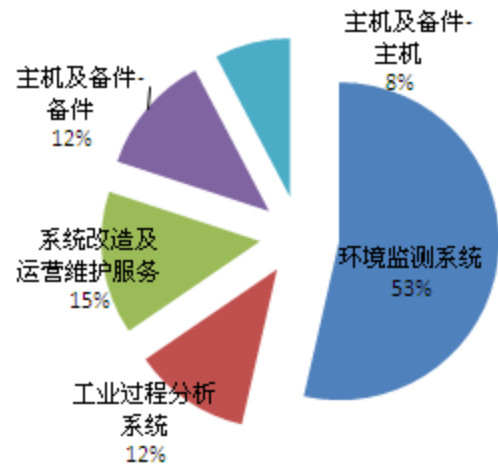


图 4、公司发行后股权结构



资料来源：招股说明书

## 2、分析仪器市场空间广阔

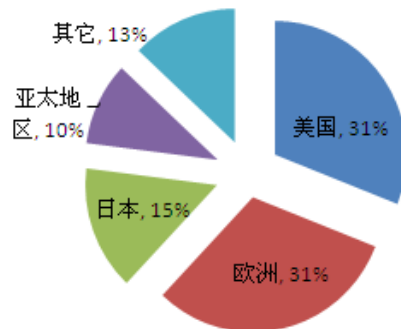
### 2.1 政策打开市场空间

公司产品均属于**分析仪器**范畴，而仪器仪表行业包括工业自动控制系统装置、环境监测专用仪器仪表等 20 个子行业。其中，公司生产的环境监测系统属于**环境监测专用仪器仪表**子行业，工业过程分析系统属于**工业自动控制系统装置**子行业。

根据市场研究和调查公司 SDI 的报告，全球分析仪器市场规模由 2003 年的 250 亿美元增长至 2007 年的 360 亿美元，预计到 2012 年全球分析仪器的市场规模将达到 **490 亿美元以上**。美国和欧洲约各占全球市场的 31%、日本约占 15%，亚太地区约占 10%，但新兴市场发展迅速。

根据《2010-2014 年中国分析仪器市场预测》，2009 年我国分析仪器市场规模为 **23.08 亿美元**。我国分析仪器市场正处于快速发展阶段，SDI 公司预测，我国分析仪器的市场规模将从 2009 年的 23 亿美元增加到 2014 年 39 亿美元，据此测算，2009 年我国分析仪器在世界销售额中比重约为 6%左右。相比我国 GDP 比重，我国分析仪器占世界市场份额相对较小，未来发展空间较大。

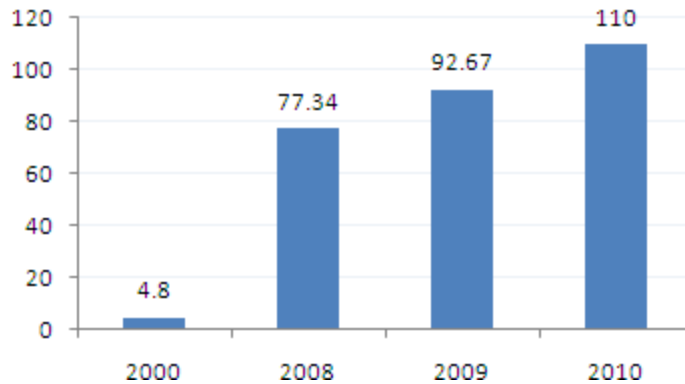
图 5、2008 年全球分析仪器市场份额分布情况



资料来源：SDI，东兴证券研究所

从细分子行业看，2008 年我国环境监测系统产值为 77.34 亿元，2010 年达到了 110 亿元，保持了年均近 20%的增长率。“十二五”期间，随着国家对环境监测行业的政策支持和资金投入，我国环境监测仪器市场仍将会保持着快速增长速度。

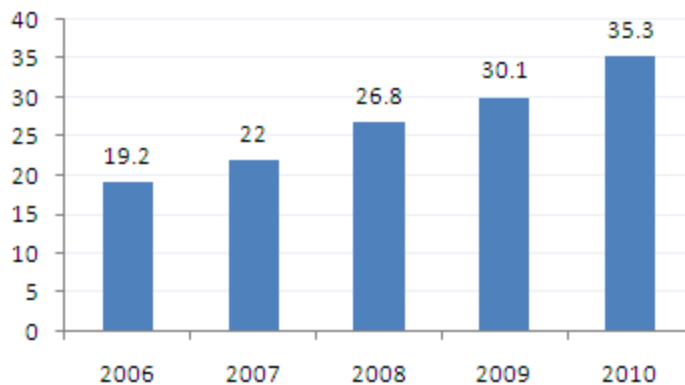
图 6、我国环境监测系统产值增长情况（单位：亿元）



资料来源：《关于发布<环境监测仪器发展指南>的通知》，东兴证券研究所

工业过程分析仪器用于对生产过程中气体成份、含量进行连续分析与监测，重点为工业企业节能减排、工艺流程控制、产品质量控制以及安全生产控制提供实时数据，广泛用于石油化工、冶金钢铁、水泥建材、空气分离、煤炭安全、科学研究等诸多行业。根据中国仪器仪表学会分析仪器分会《我国分析仪器行业 2010 年发展综述及未来展望》，我国工业过程分析仪器市场规模也由 2006 年的 19.2 亿元增长至 2010 年的 35.3 亿元，年均增长率达 15% 以上。

图 7、我国工业过程分析分析仪器市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：《我国分析仪器行业 2010 年发展综述及未来展望》，东兴证券研究所

## 2.2 国内厂商从系统集成向核心技术突破

发达国家分析仪器行业发展历史较长，在美国《Control》杂志 2008 年发布的分析仪器行业世界 50 强公司中，绝大多数都是欧美日的企业，发达国家的分析仪器技术代表了当今世界的最高技术水平，其产品具有很强的品牌优势。

因此，在产业链分配上，国外知名分析仪器厂商在国内大多以前端的、标准化分析仪器和配件产品的推广和销售业务为主，系统集成业务为辅，主要供应厂商包括西门子、ABB、日本横河、仕富梅（SERVOMEX）、日本岛津、美国赛默飞世尔等十余家；

国内企业主要从事后端的系统集成和运营服务工作，部分企业同时也从事分析仪器制造业务，但以中低端仪器为主。

在系统集成业务方面，目前主要市场份额为国内企业占有。国内的骨干企业与国外厂商在系统集成技术和项目经验方面相差不大，但在服务能力和人工成本方面具有相对优势，因此目前国内的系统集成业务主要为国内企业掌握。

近年来，国内的分析仪器企业已经开始逐步加大技术研发投入，在分析仪器制造方面取得了较大进步。虽然部分精密传感器等原材料还要依赖向国外采购，但是在产品结构设计等分析仪器制造核心技术方面已经逐步缩小了与国际水平的差距，例如聚光科技、先河环保和发行人，都可以生产自己的分析仪器，并大量应用于系统集成业务之中。

### 3、行业领先，优势突出

#### 3.1、小公司大行业

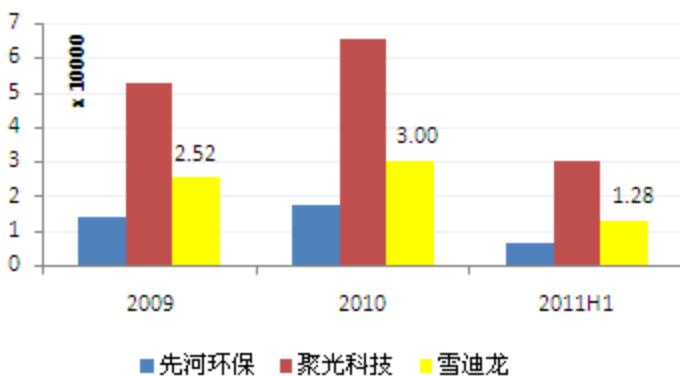
公司作为国内专业化的分析仪器系统集成供应商，系统产品定位于环境监测系统和工业过程分析系统中高端市场。公司所处行业集中度较低，大部分企业为销售收入从几百万到几千万不等的中小企业，公司是行业中为数不多年营业收入超过3亿元的企业，在行业内具有较高的影响力。

公司主要产品为环境监测系统，根据中国环境保护产业协会环境监测仪器专业委员会统计数据，2010年我国烟尘烟气监测仪器销售数量10,361台，发行人2010年CEMS成套系统销售数量774套，据此推算，公司主导产品CEMS在2010年国内烟尘烟气监测仪器的市场占有率约为7.47%。

#### 3.2、收入与盈利能力处于行业领先地位

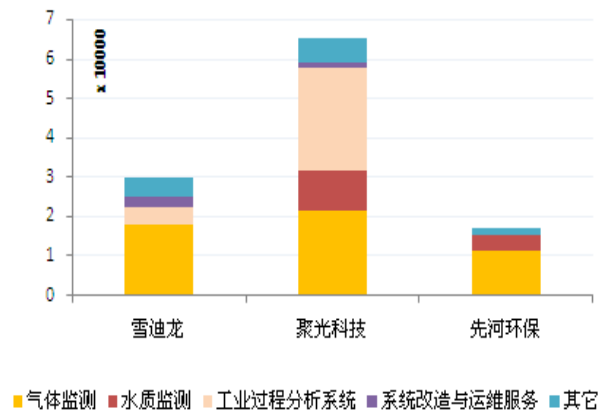
目前与公司产品类似的上市公司有河北先河环保科技股份有限公司和聚光科技（杭州）股份有限公司两家。公司目前的收入水平处于中间水平。

图 8、公司与同类上市公司的收入对比情况（单位：万元）



资料来源：招股书，东兴证券研究所

图 9 年公司同类上市公司分项业务占比



公司环境监测系统业务相比聚光科技和先河环保更加专注于 CEMS，工业过程分析系统业务开展较好，覆盖范围广泛；并且，由于其产品工作环境的特殊性，主机和配件销售占有一定比重。

表 1、公司与其他同类上市公司主要产品及服务对比

主要产品及服务	雪迪龙	聚光科技	先河环保
环境监测系统	1、烟气在线自动监测系统（CEMS）； 2、垃圾焚烧监测系统； 3、环境空气质量自动监测系统	1、废弃污染源监测系统； 2、环境空气质量监测系统； 3、废水污染源监测系统； 4、地表水质监测系统	1、空气质量自动监测系统； 2、地表水质监测系统； 3、酸雨自动监测系统； 4、烟气在线自动监测系统； 5、污水在线自动监测系统； 6、数字环境应急监测车
工业过程分析系统	水泥建材，空分，化工， 钢铁冶金，石化各领域等	水泥建材，空分，化工，钢铁 冶金，石化各领域等	-
服务	运维服务	运维服务	运维服务
其它	主机，配件销售	安全监测系统，数字 环保信息监测系统	常规仪器和配套产品

资料来源：招股书，东兴证券研究所

营销模式方面，公司与先河环保均以直销为主，经销为辅；客户方面，公司较多面向环保工程服务公司，客户关系紧密，共生性较好。

表 2、公司与其他同类上市公司营销模式及主要客户比较

项目	雪迪龙	聚光科技	先河环保
营销模式	直销为主，经销为辅	直销	直销为主，经销为辅
主要客户	主要为环保工程承包公 司，大中型工业企业	主要以环保单位， 大型工业企业为主	主要以环保单位 及大型国企为主

资料来源：招股书，东兴证券研究所

公司毛利率相对偏低，但由于与客户存在长期合作关系，销售费用率明显低于其他两家公司，净利率水平相当。

图 10、公司与同类上市公司的毛利率对比情况

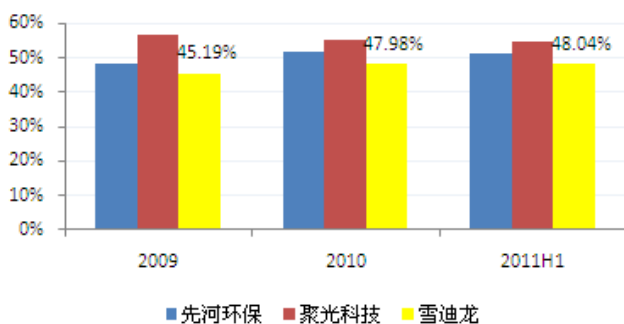
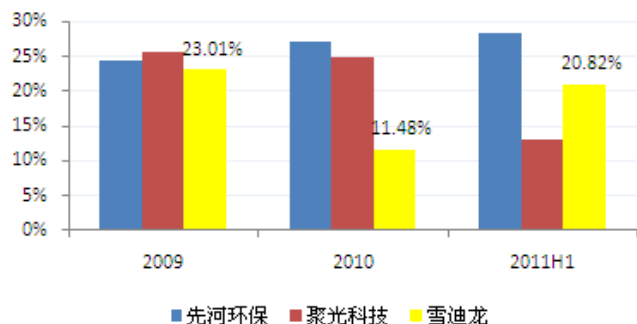


图 11、公司与同类上市公司净利率对比情况



资料来源：招股书，东兴证券研究所



### 3.3、品牌与技术优势突出

**先发优势与品牌效应：**公司从代销西门子仪器开始，十余年来通过对国际先进技术的消化吸收和自我创新，逐步建立了“雪迪龙”这一品牌，目前已累计为下游行业提供了超过 5,000 套环境监测系统和工业过程分析系统，通过多年的积累，已能够针对不同行业 and 不同领域客户提供从系统整体方案设计、专用部件设计加工、设备集成、安装调试到后续运维服务的全方位定制化解决方案。同时也为公司积累了颇具规模的忠诚客户，在国内赢得了较高的品牌知名度和市场影响力。

**技术国内领先，研发实力强：**技术创新是环境监测和工业过程分析领域保持竞争优势的关键。公司目前拥有一支 80 余人的分析仪器和系统集成方面的研发技术团队，其中享受国务院政府特殊津贴专家 1 名，高级工程师 15 人，硕士及以上学历 20 人。公司主要研发人员长期从事分析仪器的研究和开发工作，具有丰富的分析仪器研发制造和系统集成经验。通过坚持不懈的钻研和开发，公司已经积累了多个系列分析仪器、环境监测系统、工业过程分析系统设计和生产制造的核心技术。

公司目前公司通过自主研发，掌握了分析仪器的分析单元、电路单元、气路流程单元等关键部分的设计和制造，以及干扰补偿、线性化处理、信号噪声抑制和处理等核心技术，是国内分析仪器系统集成商中为数不多的掌握分析仪器制造核心技术的公司之一，并具备多个系列分析仪器的自主生产能力。此外，公司的系统集成技术能力，综合运行维护服务能力及专业化的顾问式营销模式等优势突出。

## 4、募投项目：巩固自身优势，全方位发展

公司以“创建一流分析仪器公司、打造一流分析仪器品牌”为发展宗旨，坚持以高品质产品和专业化服务作为公司的核心竞争力，不断强化公司的技术创新和产品研发能力，持续提升公司营销和服务的专业化水平，力争发展成为具有国际影响力和竞争力的知名分析仪器行业综合解决方案提供商，争取 2015 年实现销售收入 10 亿元，使企业成为国内分析仪器行业的领航者；2020 年实现销售收入 25 亿元，使企业成为具有国际影响力和竞争力的知名分析仪器企业。

为达到上述目标，公司拟募集资金 2.66 亿元，用于

1) 环境监测系统生产线建设项目，该项目达产后，公司每年将新增 300 套脱硝烟气监测系统、30 套垃圾焚烧烟气监测系统、15 套环境空气质量监测系统及 300 套废水污染源监测系统的生产能力；

2) 工业过程分析系统生产线建设项目，该项目达产后，公司每年将新增 100 套石化、化工过程分析系统、80 套建材过程分析系统、160 套冶金与空分过程分析系统及 15 套多晶硅过程分析系统的生产能力；

3) 分析仪器生产车间建设项目, 该项目达产后, 公司每年将新增 500 台红外气体分析仪、100 台便携式红外烟气分析仪、100 台防爆式红外气体分析仪、300 台颗粒物浓度监测仪及 100 台防爆式颗粒物浓度监测仪的生产能力;

4) 运营维护网络建设项目, 通过本项目的实施, 公司将在全国建立 29 个环保运营维护服务中心, 其中包括设在北京的全国运营维护中心、22 家省级运营维护中心和 6 家市级运营维护中心。本项目建设期为 1.5 年, 第 5 年服务能力利用率达

5) 研发中心建设项目, 通过本项目的实施, 公司将建立包括电气实验室、化学实验室、光学实验室、环境实验室、系统应用实验室的研发中心平台, 并重点推进红外多组份分析仪、紫外分析仪、激光分析仪、大气颗粒粉尘仪、环境监测管理系统平台及仪器远程维护平台等产品和系统的开发, 增强公司研发中心的软硬件实力, 快速提升公司的技术研发能力。

**表 3、公司募集资金投资项目**

序号	募投项目	总投资额	计划使用募集资金	建设 期
1	环境监测系统生产线建设项目	7265.49	7265.49	12
2	工业过程分析系统生产线建设项目	4895.75	4895.75	12
3	分析仪器生产车间建设项目	3928.83	3928.83	12
4	运营维护网络建设项目	5611.97	5611.97	18
5	研发中心建设项目	4939.13	4939.13	12
	合计	26641.17	26641.17	-

资料来源: 招股说明书

## 5、盈利预测与估值

关键假设: 参照公司近三年毛利率情况, 结合未来分析仪器市场的竞争情况和公司在降低成本方面的努力, 我们预计公司 12 年至 14 年毛利率分别为 48.5%, 47.9% 和 46.5%; 参照公司目前在手订单情况和公司的产能弹性, 我们预计共 12 年至 14 年的营业收入分别为 4.1 亿元, 5.3 亿元和 7.1 亿元。

依据以上假设, 我们预计公司 12 年至 14 年净利润为 1.15 亿元, 1.50 亿元和 1.92 亿元, 摊薄后每股收益为 0.83 元, 1.09 元和 1.40 元。

上市公司中与公司最为接近的是先河环保和聚光科技两家, 结合与可比公司毛利率及销售净利率的比较, 我们给予公司 12 年 25-30 倍的市盈率, 对应的合理价值为 20.75 元至 24.9 元, 建议申购。

**表 4、公司未来三年盈利预测**

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	300.17	327.81	410.00	530.00	710.00
主营收入增长率	18.94%	9.21%	25.07%	29.27%	33.96%
EBITDA（百万元）	47.54	95.16	157.82	247.31	310.27
EBITDA 增长率	-31.29%	100.16%	65.84%	56.71%	25.45%
净利润（百万元）	34.47	81.47	114.63	149.84	192.45
净利润增长率	-40.66%	136.39%	40.69%	30.72%	28.44%
ROE	13.37%	24.02%	9.65%	11.46%	13.17%
EPS（元）	0.340	0.790	0.834	1.090	1.400

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事非金属建材行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。