

研究所

 证券分析师: 杨娟荣 S0350510120011
 0755-83707462 yangjr@ghzq.com.cn

专业化的分析仪器系统集成供应商

——雪迪龙新股定价报告

投资要点:

- 公司概况: 专业化的分析仪器系统集成供应商** 公司是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。烟气排放连续监测系统(CEMS)是公司环境监测系统的主要类型,主要应用于火电厂脱硫脱硝等环保监测领域。公司的工业过程分析产品广泛运用于建材、化工、冶金、空分等行业。
- 行业分析: 下游需求旺盛** 现阶段,环保及节能在我国受到了前所未有的重视,在此背景下,“十二五”期间环境在线监测系统行业、工业过程分析系统行业将迎来快速发展。2010年,我国环境监测系统市场规模为110亿元,历史增速为19.26%。“十二五”期间,国内环保实施力度将加大,环境监测系统行业预计将保持快速增长,行业增速预计在20%左右。2010年,国内工业过程分析系统市场规模为35.3亿元,历史增速为16.44%。“十二五”期间,在节能减排目标压力下,各行业使用工业过程分析系统动力趋强,工业过程分析行业将保持快速增长,行业增速预计在20%左右。
- 公司分析: 优于先河环保、不及聚光科技** 雪迪龙在行业内处于第一梯队,2011年营业收入为3.28亿元,是业内为数不多的营业收入规模超过3亿元的企业之一。从主营产品来看,公司最直接的竞争对手是聚光科技,两者的竞争领域为烟气在线监测系统、工业过程分析系统。从销售毛利率来看,雪迪龙低于聚光科技与先河环保。从三项费用率来看,雪迪龙具有优异的成本控制能力,其三项费用率远低于聚光科技和先河环保。从综合实力来讲,聚光科技胜过雪迪龙,雪迪龙则胜过先河环保。
- 询价建议: 合理发行价在21元左右** 经测算,预计公司2011/2012/2013年每股收益分别为0.59/0.74/1.17元。按2012年2月24日收盘价计算,聚光科技2011年PE为38.57倍。雪迪龙业务结构与聚光科技类似,但综合实力不及聚光科技,因此,给予其34-38倍PE,公司2011年EPS为0.59元,对应股价为20-22元,估值中枢为21元。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	300	328	426	554
增长率(%)	19%	9%	30%	30%
净利润(百万元)	34	81	102	160
增长率(%)	-41%	136%	25%	57%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.59	0.74	1.17
ROE(%)	13.37%	24.00%	9.03%	12.42%

目 录

1、公司概况：专业化的分析仪器系统集成供应商	3
1.1、主营业务	3
1.2、股权结构	3
2、行业分析：下游需求旺盛	4
2.1、环境监测系统行业	4
2.2、工业过程分析系统行业	5
2.3、行业格局	6
3、公司分析：优于先河环保、不及聚光科技	7
3.1、行业地位	7
3.2、经营状况	8
4、询价建议：合理发行价在 21 元左右	10
5、风险提示	10

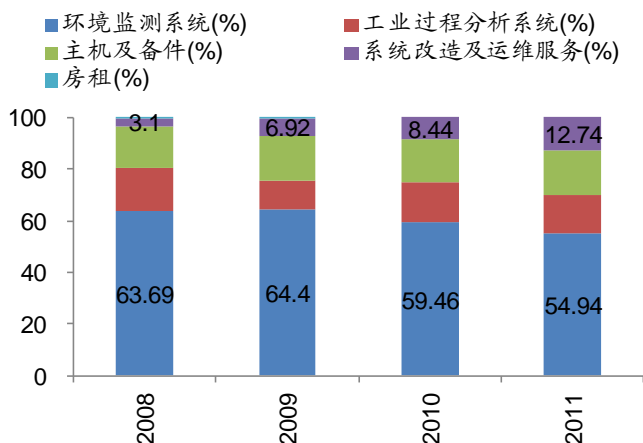
1、公司概况：专业化的分析仪器系统集成供应商

公司是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。烟气排放连续监测系统（CEMS）是公司环境监测系统的主要类型，主要应用于火电厂脱硫脱硝等环保监测领域。公司的工业过程分析产品广泛运用于建材、化工、冶金、空分等行业。

1.1、主营业务

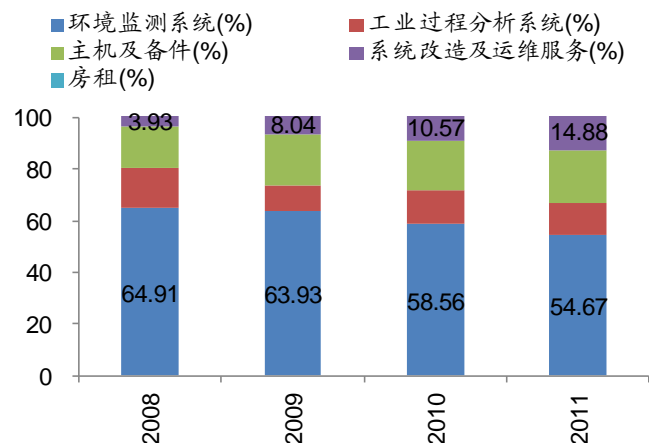
公司处于仪器仪表行业，生产环境监测系统、工业过程分析系统、主机及配件，并提供系统改造及运营维护服务。其中，环境监测系统是公司的核心产品，2011年收入占比为54%。近年，公司系统改造及运维服务收入占比逐年上升，已成为公司的重要收入来源之一。

图 1、公司营业收入构成（2011 年）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、公司毛利构成（2011 年）



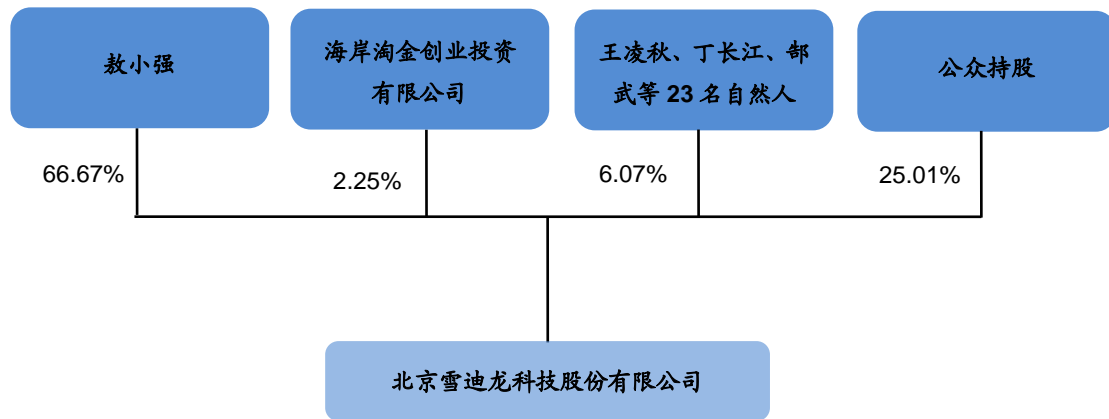
资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、股权结构

公司本次拟发行 3438 万股，发行后总股本为 13747.28 万股，本次发行股份数量占发行后总股本的 25.01%。

敖小强先生是公司的创始人，现直接持有公司 9165 万股，占公司发行后总股本的 66.67%，是公司的控股股东和实际控制人。

图 3、公司上市后股权结构



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

2、行业分析：下游需求旺盛

公司主营环境监测系统及工业过程分析系统，分属于环境在线监测系统行业、工业过程分析系统行业。我国出台了一系列推动环保及节能的政策，环保及节能受到了前所未有的重视，在此背景下，“十二五”期间环境在线监测系统行业、工业过程分析系统行业将迎来快速发展。

2.1、环境监测系统行业

按监测范围的不同，环境监测系统可分为污染源监测系统和大环境监测系统；按监测对象的不同，可分为气体监测系统和液体监测系统。

《国家环境保护“十二五”规划》提出，“十二五”期间，推进废气、废水、固废治理，由此将拉动对环境监测系统的大量需求。

表 1、环境监测相关政策

监测范围	监测对象	政策
大气监测	大气监测	《国家环境保护“十二五”规划》：推进城市大气污染防治。在大气污染联防联控重点区域，建立区域空气环境质量评价体系在京津冀、长三角和珠三角等区域开展臭氧、细颗粒物（PM2.5）等污染物监测。“十二五”期间，空气环境质量评价范围由 113 个重点城市增加到 333 个全国地级以上城市。
大环境监测	地表水监测	《国家环境保护“十二五”规划》：“十二五”期间，地表水国控断面个数由 759 个增加到 970 个，其中七大水系国控断面个数由 419 个增加到 574 个；同时，将评价因子由 12 项增加到 21 项。

污染源监测 废气污染源监测

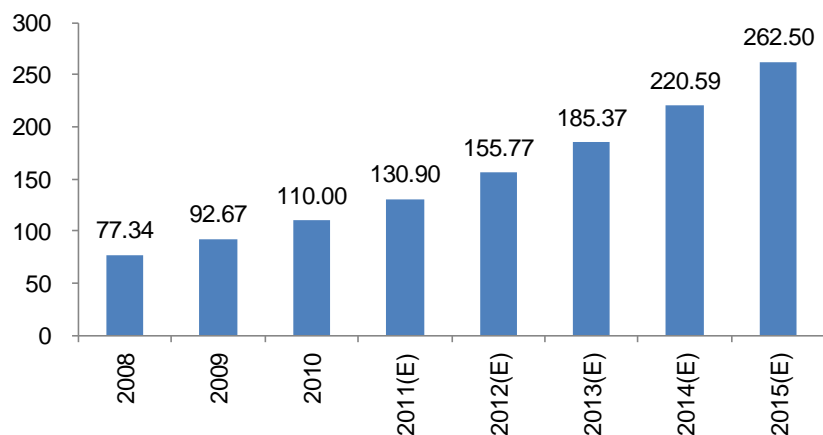
《污染源自动监控管理办法》：列入污染源自动监控计划的排污单位，应当按照规定的时限建设、安装自动监控设备及其配套设施，配合自动监控系统的联网。

《国家环境保护“十二五”规划》：持续推进电力行业污染减排。新建燃煤机组要同步建设脱硫脱硝设施，未安装脱硫设施的现役燃煤机组要加快淘汰或建设脱硫设施。加快燃煤机组低氮燃烧技术改造和烟气脱硝设施建设，单机容量30万千瓦以上（含）的燃煤机组要全部加装脱硝设施。加快其他行业脱硫脱硝步伐。全面实施烧结机烟气脱硫，新建烧结机应配套建设脱硫脱硝设施。加强水泥、石油石化、煤化工等行业二氧化硫和氮氧化物治理。石油石化、有色、建材等行业的工业窑炉要进行脱硫改造。新型干法水泥窑要进行低氮燃烧技术改造，新建水泥生产线要安装效率不低于60%的脱硝设施。**脱硫脱硝设施的建设将拉动对烟气监测系统的需求。**

资料来源：《国家环境保护“十二五”规划》、国海证券研究所

2010年，我国环境监测系统市场规模为110亿元，历史增速为19.26%。“十二五”期间，国内环保实施力度将加大，环境监测系统行业预计将保持快速增长，行业增速预计在20%左右。以每年19%的增速测算，2015年行业市场规模将达262.50亿元。

图 4、国内环境监测系统市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

2.2、工业过程分析系统行业

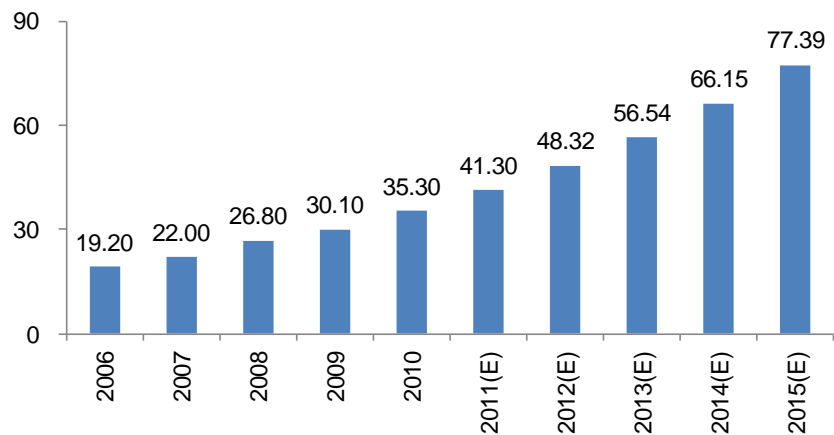
工业过程分析仪器用于对生产过程中气体成份、含量进行连续分析与监测,重点为工业企业节能减排、工艺流程控制、产品质量控制以及安全生产控制提供实时数据。工业过程分析仪器应用领域广泛，涉及石油化工、冶金钢铁、水泥建材、空气分离、煤炭安全、科学研究等诸多行业。

《“十二五”节能减排综合性工作方案》提出，到2015年，全国万元国内生产总值能耗下降到0.869吨标准煤（按2005年价格计算），比2010年的1.034吨标准煤下降16%，比2005年的1.276吨标准煤下降32%；“十二五”期间，实现节约能源6.7亿吨标准煤。2015年，全国化学需氧量和二氧化硫排放总量

分别控制在 2347.6 万吨、2086.4 万吨，比 2010 年的 2551.7 万吨、2267.8 万吨分别下降 8%；全国氨氮和氮氧化物排放总量分别控制在 238.0 万吨、2046.2 万吨，比 2010 年的 264.4 万吨、2273.6 万吨分别下降 10%。

2010 年，国内工业过程分析系统市场规模为 35.3 亿元，历史增速为 16.44%。“十二五”期间，在节能减排目标压力下，各行业使用工业过程分析系统动力趋强，工业过程分析行业将保持快速增长，行业增速预计在 20%左右。以每年 17% 的增速测算，2015 年行业市场规模将达 77.39 亿元。

图 5、国内工业过程分析系统市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

2.3、行业格局

分析仪器系统行业从产业链来看，主要可以分为前端的分析仪器及配件制造和后端的成套系统集成两个环节，成套系统集成又可以细分为环境监测系统和工业过程分析系统等业务领域。

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；我国分析仪器行业起步于上世纪 50 年代，伴随着国家工业化进程而发展，整体技术与世界领先水平差距较大。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。

行业内从业企业数量约 300 家，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。在环境监测系统行业，2010 年市场规模为 110 亿元，收入规模居前的聚光科技环境监测系统营业收入为 3.16 亿元，市场份额为 2.87%。在工业过程分析系统行业，2010 年市场规模为 35 亿元，收入规模领先的聚光科技工业过程分析系统营业收入为 2.6 亿元，市场份额为 7.4%。

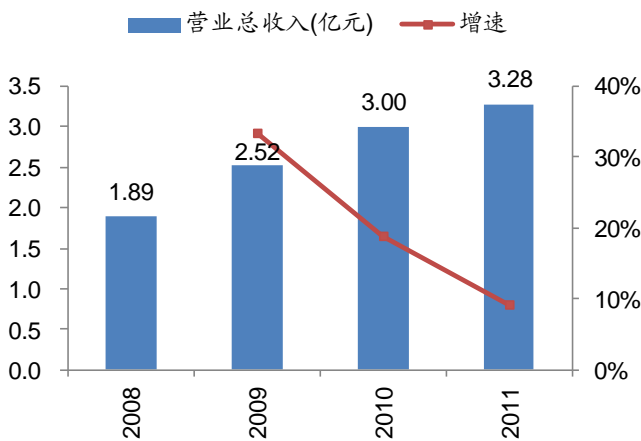
3、公司分析：优于先河环保、不及聚光科技

目前 A 股有三家环境监测类上市公司：聚光科技（300203）、雪迪龙（002658）、先河环保（300137）。从产品结构来看，聚光科技是雪迪龙的主要竞争对手。从综合实力来讲，聚光科技胜过雪迪龙，雪迪龙则胜过先河环保。

3.1、行业地位

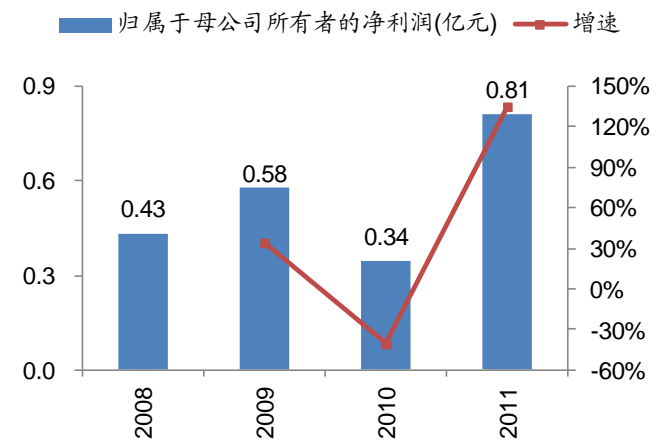
雪迪龙在行业内处于第一梯队，2011 年营业收入为 3.28 亿元，是业内为数不多的营业收入规模超过 3 亿元的企业之一。

图 6、雪迪龙营业收入情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

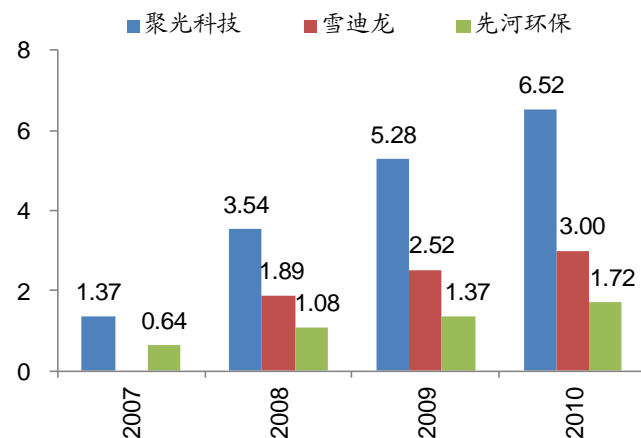
图 7、雪迪龙净利润情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

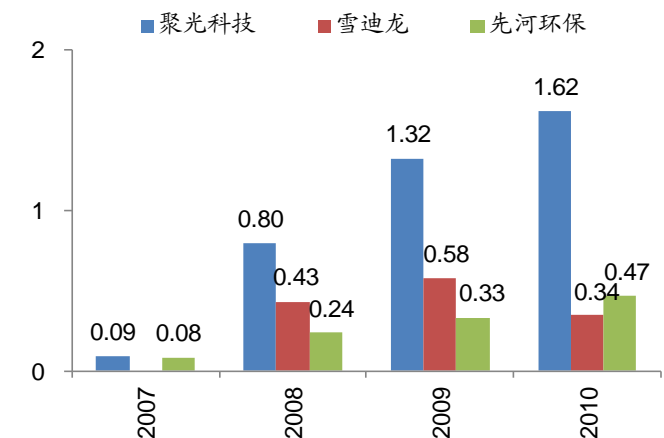
公司的竞争者包括聚光科技、先河环保、川仪股份等。从主营产品来看，公司最直接的竞争对手是聚光科技，两者的竞争领域为烟气在线监测系统、工业过程分析系统。在烟气在线监测系统销售方面，聚光科技收入略高于雪迪龙；在工业过程分析系统销售方面，聚光科技的收入则远超雪迪龙。

图 8、三公司营业收入对比（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9、三公司净利润对比（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

表 2、环境监测三上市公司主营产品对比

股票代码	公司名称	主营产品
300203	聚光科技	环境监测系统（主要是污染源气体、水质监测系统）、工业过程分析系统
002658	雪迪龙	环境监测系统（主要是污染源气体监测系统）、工业过程分析系统
300137	先河环保	环境监测系统（主要是大环境气体、液体监测系统）

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 3、环境监测三上市公司分项收入对比

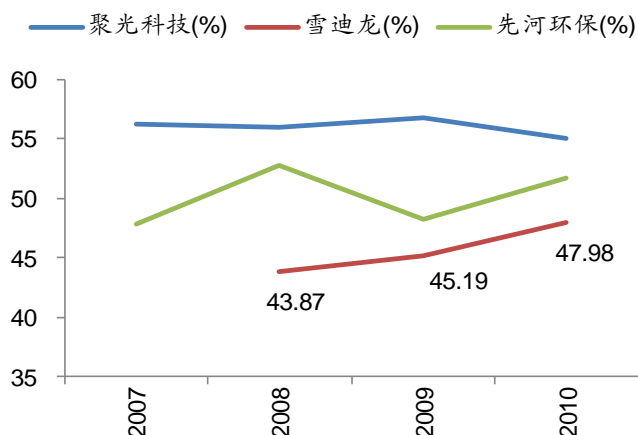
股票代码	公司名称	2010 年烟气在线监测系统营业收入	2010 年工业过程分析系统营业收入
300203	聚光科技	约 2 亿元	2.6 亿元
002658	雪迪龙	约 1.8 亿元	0.49 亿元
300137	先河环保	约 0.2 亿元	--

资料来源：公司公告、国海证券研究所

3.2、经营状况

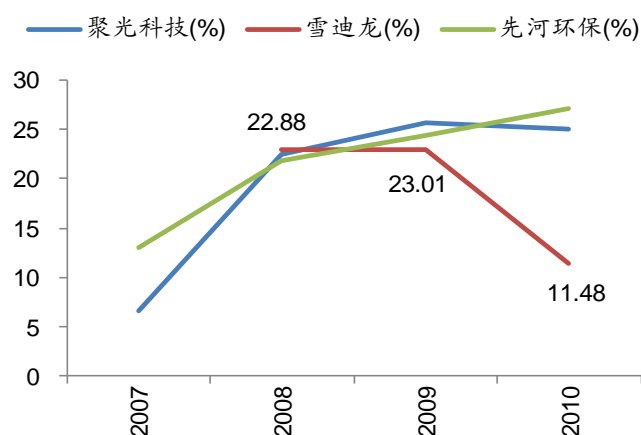
对比三家环境监测类上市公司可知，雪迪龙销售毛利率低于聚光科技与先河环保。聚光科技毛利率高于雪迪龙是由于，聚光科技产品相对高端。雪迪龙毛利率低于先河环保是产品结构不同导致的，因为工业工程分析系统毛利率一般低于于环境监测系统。

图 10、三公司毛利率情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 11、三公司净利率情况

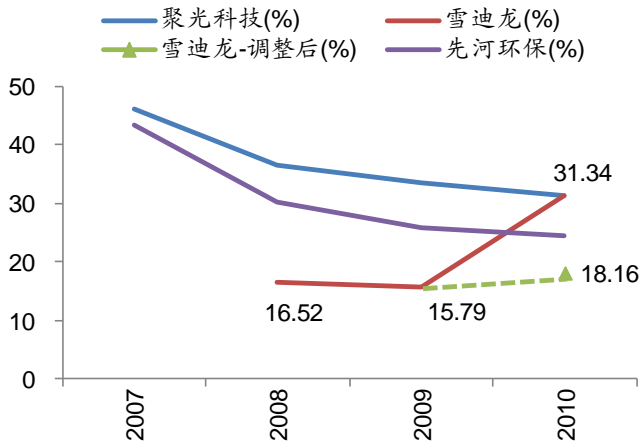


资料来源：Wind、国海证券研究所

从三项费用率来看，雪迪龙具有优异的成本控制能力，其三项费用率远低于聚光科技和先河环保。2010年，公司三项费用率高达31.34%，这是由于2010年因股份支付有3957.27万元计入管理费用，导致当年管理费用大幅上升。扣除此因素影响，2010年公司三项费用率仅为18.16%。

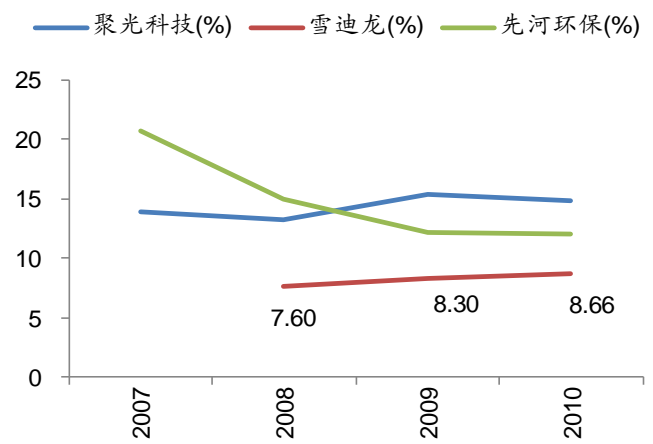
观察销售费用率、管理费用率（调整后）、财务费用率指标，雪迪龙均低于聚光科技和先河环保。

图 12、三项费用率



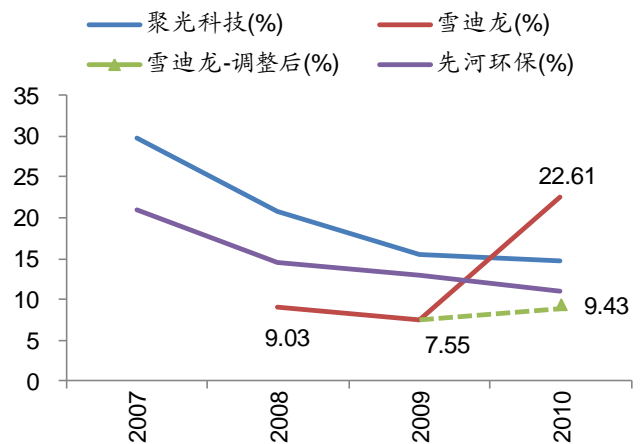
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13、雪迪龙销售费用率最低



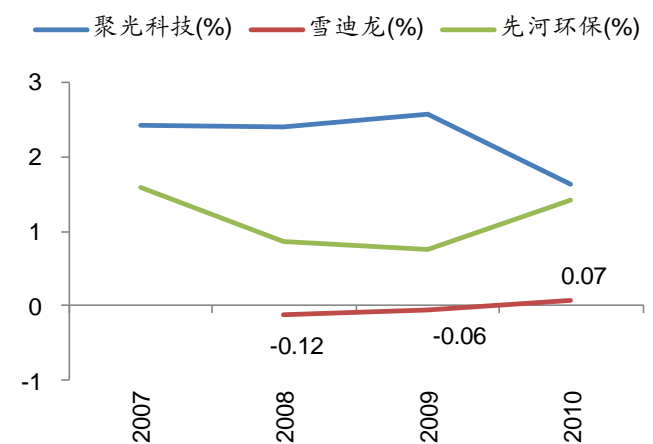
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 14、管理费用率



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 15、雪迪龙财务费用率最低



资料来源：Wind、国海证券研究所

4、询价建议：合理发行价在 21 元左右

盈利预测基本假设：

(1) 2012-2013 年，公司营业收入增速为 30%、30%；

(2) 随着运维服务收入占比的提高，公司综合毛利率将出现上升。假设 2012-2013 年，公司综合毛利率为 50%、50%。

(3) 2012 年，公司 IPO 成功，约 3000 万元计入当期管理费用。

经测算，预计公司 2011/2012/2013 年每股收益分别为 0.59/0.74/1.17 元。

按 2012 年 2 月 24 日收盘价计算，聚光科技 2011 年 PE 为 38.57 倍。雪迪龙业务结构与聚光科技类似，但综合实力不及聚光科技，因此，给予其 34-38 倍 PE，公司 2011 年 EPS 为 0.59 元，对应股价为 20-22 元，估值中枢为 21 元。

表 4、环境监测三上市公司估值

股票代码	股票简称	收盘价 (2012-2-24)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
300203	聚光科技	16.20	0.42	0.57	0.72	38.57	28.42	22.50
300137	先河环保	17.70	0.26	0.33	0.40	68.08	53.64	44.25
002658	雪迪龙		0.59	0.74	1.17			
	均值					53.32	41.03	33.38

数据来源：Wind、国海证券研究所

5、风险提示

(1) 主要客户支付能力出现严重下滑；

(2) 行业内竞争加剧，公司产品毛利率下降。

表 5、雪迪龙盈利预测

财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	每股指标与估值	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					每股指标				
ROE	13%	24%	9%	12%	EPS	0.33	0.59	0.74	1.17
毛利率	48%	49%	50%	50%	BVPS	2.50	3.29	8.23	9.40
期间费率	32%	17%	22%	16%	估值				
销售净利率	11%	25%	24%	29%	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
成长能力					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
收入增长率	19%	9%	30%	30%	P/S	0.00	0.00	0.00	0.00
利润增长率	-41%	136%	25%	57%					
营运能力					利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率	0.82	0.77	0.35	0.39	营业收入	300	328	426	554
应收账款周转率	1.98	2.64	1.98	1.98	营业成本	156	168	213	277
存货周转率	1.91	1.85	1.85	1.85	营业税金及附加	3	3	4	5
偿债能力					销售费用	26	29	43	55
资产负债率	29%	20%	8%	9%	管理费用	68	37	64	42
流动比	3.14	4.17	11.37	10.14	财务费用	0	1	(16)	(12)
速动比	2.37	3.08	10.18	8.94	其他费用/(-收入)	(3)	0	0	0
					营业利润	45	91	119	187
资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	营业外净收支	2	4	0	0
现金及现金等价物	97	131	781	856	利润总额	47	95	119	187
应收款项	151	124	215	279	所得税费用	12	14	17	27
存货净额	82	92	117	153	净利润	34	81	102	160
其他流动资产	5	6	8	10	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	336	353	1121	1298	归属于母公司净利润	34	81	102	160
固定资产	26	35	54	70					
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
无形资产及其他	2	36	55	52	经营活动现金流	58	111	(31)	40
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	34	81	102	160
资产总计	365	424	1230	1420	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	20	8	0	0	折旧摊销	3	3	7	11
应付款项	19	35	44	58	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	49	41	54	70	营运资金变动	21	27	(140)	(131)
其他流动负债	18	0	0	0	投资活动现金流	(4)	(8)	(18)	(17)
流动负债合计	107	85	99	128	资本支出	(1)	(9)	(18)	(17)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(3)	2	0	0
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	(21)	(12)	682	0
负债合计	107	85	99	128	债务融资	20	(12)	(8)	0
股本	103	103	137	137	权益融资	21	0	690	0
股东权益	258	339	1131	1292	其它	(62)	0	0	0
负债和股东权益总计	365	424	1230	1420	现金净增加额	34	92	633	23

资料来源: Wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

杨娟荣，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。