国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

强力打造环境监测领域的领航者

机械行业

2012 年 2 月 28 日

建议：申购

雪迪龙（002658）——新股投资价值分析报告

最近 52 周走势：

相关数据：

发行前总股本（百万股）	103.09
首次发行（百万股）	34.38
发行后总股本（百万股）	137.47
大股东持股比例（发行后%）	66.67
发行占总股本比例（%）	25.01

报告作者：

分析师：赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

马宝德

电话：0510-82833217

Email：mabd@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

投资逻辑：

- **公司致力于打造环境与工业分析监测领域的专家，抢占制高点。**公司是较早进入环境监测市场的先驱，业务涉及环境监测系统、工业过程分析系统、主机及配件及运营维护服务。2011 年实现收入 32781 万元，其中环境监测系统和工业过程分析系统收入占比 69.87%，成为业绩的主要组成部分。公司凭借技术和人才、客户结构及运营服务的优势，在众多中小企业的激烈竞争中脱颖而出，成为 300 多家企业中为数不多的产值超 3 亿元的企业。未来在环境监测市场的占有率有望从 7%提高到 10-15%，抢占制高点。
- **“十二五”期间脱硝市场迎来爆发期，环境监测市场空间再度扩容。**环保“十二五”规划提出，到 2015 年氮氧化物的排放量减排 10%的目标必须要实现。2011 年脱硝市场处于暖身及示范工程建设阶段，后续将进入爆发性增长，新增火电脱硝监测系统的市场需求约 30 亿元。公司是国内最大的火电厂废气污染源监测系统供应商，先前开发的脱硫监测系统占据国内 35%的大中型电厂，如果脱硝监测系统能继续保持脱硫监测系统的市场占有率，公司每年脱硝监测系统收入可达 3.5 亿元，飨食脱硝市场爆发的盛宴。
- **在手订单饱满，业绩持续增长的推动力强劲。**公司目前在手总合同金额超过 3 个亿，其中脱硝监测系统 1.18 亿元，脱硫监测系统 9200 万元，运营服务在手合同 1000 套，每套运营服务费在 4-8 万元不等。由于国家对环境监测设备要求的质量较高，要求 24 小时全天候监控，所以运营服务地位突出。目前公司的环境监测系统在外产出量 4000 套左右，每年运营服务费需求在 3.2 亿元，将成为后续订单的充足动力。
- **募投项目投产后，将实现产能规模的快速扩张。**截止 2011 年末，公司具有成套分析系统 1000 套/年、分析仪器 800 台/年的生产能

力，募集资金项目投产后生产能力将大幅提升，产能扩充一倍。公司计划募集资金 2.66 亿元，主要用于环境监测系统生产线等 5 个项目建设，达产后可实现收入 3.17 亿元，税前利润 8170 万元，投资回收期在 4 年以上。

- **盈利预测与估值。**我们预计12、13、14年的EPS为0.74元，0.95元，1.18元，选取行业内相近的聚光科技、先河环保、天瑞仪器作为可比公司，对应 的2012年平均PE为31倍，同时考虑宏观经济下行的影响，我们给予雪迪龙12年的合理估值区间为25-30倍，对应的合理价位在18.5-22.2元。

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	328	422	544	699
同比（%）	9.21	28.7	29.	28.5
净利润	81	101.74	130.12	161.78
同比（%）	136.39	24.9	27.9	24.3
净利率（%）	24.69	24.1	23.9	23.1
每股收益（元）	0.59	0.74	0.95	1.18
市盈率（倍）	35	27	22	17

- **申购建议。**雪迪龙发行价20.51元，对应 2012年 PE 27倍，看好公司所处领域的长期发展前景，建议社会公众投资者网上申购，网上发行申购日为2012年2月29日。
- **风险提示。**一是火电装机容量增速下滑，脱硝监测项目进展不达预期的风险；二是竞争的激烈导致毛利率下滑的风险；三是募投项目的进展不达预期；四是宏观经济下行导致的合同开工建设的速度放缓的风险。

盈利预测表

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	**300.17**	**327.81**	**421.75**	**543.97**	**698.83**
YOY(%)	*18.9%*	*9.2%*	*28.7%*	*29.0%*	*28.5%*
营业成本	156.16	167.45	216.35	281.94	367.83
营业税金及附加	2.56	2.92	3.75	4.84	6.22
销售费用	26.00	28.80	37.33	48.41	62.06
占营业收入比(%)	*8.7%*	*8.8%*	*8.9%*	*8.9%*	*8.9%*
管理费用	67.86	36.94	47.87	61.58	78.97
占营业收入比(%)	*22.6%*	*11.3%*	*11.4%*	*11.3%*	*11.3%*
EBIT	**47.57**	**91.30**	**115.01**	**145.75**	**182.32**
财务费用	0.20	0.53	(5.18)	(7.83)	(8.51)
占营业收入比(%)	*0.1%*	*0.2%*	*-1.2%*	*-1.4%*	*-1.2%*
资产减值损失	2.58	(0.20)	0.50	0.50	0.50
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**44.81**	**90.96**	**119.69**	**153.08**	**190.33**
营业外净收入	2.01	3.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	**46.82**	**94.76**	**119.69**	**153.08**	**190.33**
所得税	12.35	13.29	17.95	22.96	28.55
所得税率(%)	*26.4%*	*14.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	**34.47**	**81.47**	**101.74**	**130.12**	**161.78**
占营业收入比(%)	*11.5%*	*24.9%*	*24.1%*	*23.9%*	*23.1%*
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**34.47**	**81.47**	**101.74**	**130.12**	**161.78**
YOY(%)	*-40.7%*	*136.4%*	*24.9%*	*27.9%*	*24.3%*
EPS（元）	**0.33**	**0.79**	**0.74**	**0.95**	**1.18**

主要财务比率	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	18.9%	9.2%	28.7%	29.0%	28.5%
营业利润	-33.7%	103.0%	31.6%	27.9%	24.3%
净利润	-40.7%	136.4%	24.9%	27.9%	24.3%
获利能力					
毛利率(%)	48.0%	48.9%	48.7%	48.2%	47.4%
净利率(%)	11.5%	24.9%	24.1%	23.9%	23.1%
ROE(%)	13.4%	24.0%	14.6%	16.0%	16.9%
ROA(%)	9.5%	18.8%	12.6%	13.7%	14.2%
偿债能力					
流动比率	3.14	3.87	5.35	4.96	4.78
速动比率	2.37	2.90	4.29	3.91	3.73
资产负债率%	29.3%	21.8%	13.5%	14.4%	15.6%
营运能力					
总资产周转率	82.3%	75.5%	52.4%	57.2%	61.4%
应收账款周转天数	184.05	202.77	202.77	202.77	202.77
存货周转天数	187.63	198.74	198.74	198.74	198.74
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.79	0.74	0.95	1.18
每股净资产	2.50	3.29	5.07	5.92	6.98
估值比率					
P/E	**34.4**	**14.6**	**15.5**	**12.1**	**9.8**
P/B	4.6	3.5	2.3	1.9	1.6

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
现金	97.24	87.22	223.54	223.83	262.45
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	151.36	182.11	234.30	302.20	388.23
存货	81.56	92.40	114.46	143.99	187.51
其他流动资产	5.38	5.51	7.09	9.14	11.75
流动资产总额	**335.54**	**367.24**	**579.38**	**679.16**	**849.93**
固定资产净值	28.10	29.65	177.61	245.10	271.48
减: 资产减值准备	2.48	3.00	17.97	24.80	27.47
固定资产净额	25.62	26.65	159.64	220.30	244.01
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.27	27.68	14.37	7.82
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**25.62**	**26.92**	**187.32**	**234.67**	**251.83**
无形资产	1.63	36.08	34.64	33.19	31.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	1.91	3.77	3.77	3.77	3.77
资产总额	**364.70**	**434.01**	**805.11**	**950.79**	**1,137.28**
循环贷款	20.00	8.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	19.21	35.12	43.50	54.73	71.27
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	67.74	51.66	64.82	82.16	106.51
流动负债	**106.95**	**94.78**	**108.32**	**136.89**	**177.78**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**106.95**	**94.78**	**108.32**	**136.89**	**177.78**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	257.76	339.23	696.79	813.90	959.50
负债和股东权益	**364.71**	**434.01**	**805.11**	**950.79**	**1,137.28**

现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
税后利润	34.47	81.47	101.74	130.12	161.78
加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	2.58	-0.20	0.50	0.50	0.50
折旧和摊销	0.08	1.07	11.34	23.77	31.11
营运资金的变动	-18.07	-43.23	-39.31	-64.09	-88.59
经营活动现金流	**19.06**	**39.11**	**74.26**	**90.30**	**104.80**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-2.69	-185.77	-77.00	-50.00
投资活动现金流	**0.00**	**-2.69**	**-185.77**	**-77.00**	**-50.00**
股权融资	0.00	0.00	266.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/（偿还）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-16.28	-0.94	-10.17	-13.01	-16.18
计入循环贷款前融资活动	-16.28	-0.94	255.83	-13.01	-16.18
循环贷款的增加(减少)	93.16	-44.56	-8.00	0.00	0.00
融资活动现金流	**60.60**	**-46.44**	**247.83**	**-13.01**	**-16.18**
现金净变动额	**79.66**	**-10.02**	**136.32**	**0.29**	**38.62**

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217

上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373

北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897

深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层
电话：0755-82878221
传真：0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。