

环境监测领域的领跑者

宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883486

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2012年2月27日

——雪迪龙（002658）新股定价报告

新股定价报告

事件：

北京雪迪龙首次公开在中小板发行股票初步询价与推介会：2月22日，北京雪迪龙股份有限公司在上海举行了投资者见面会，首次公开发行人不超过3438万股，发行后总股本为13742.28万股，发行股数占发行后总股本的25.01%。

点评：

- **公司是我国环境监测领域的领跑者。**北京雪迪龙科技股份有限公司是我国环境监测系统市场中烟气排放监测领域的领跑者之一，主要从事分析仪器仪表、环境监测系统和工业过程分析系统的研发、生产和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，公司主营业务收入中主要包括环境监测系统收入、工业过程分析系统收入、主机及备件收入和系统运维服务收入四类，其中环境监测系统及工业过程分析系统占比最大，两类成套系统产品收入所占比重近三年均保持在70-75%左右，主机及备件产品销售收入近三年在收入结构中所占比重保持在16-18%左右，系统改造及运营服务收入近年来增长较快，所占比重从2009年的6.93%增加到2011年的12.74%，将成为公司未来新的利润增长点。
- **公司产品市场竞争优势突出，核心客户忠诚度高，盈利能力优异。**公司掌握了干扰补偿、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为数不多的掌握分析仪器制造核心技术的供应商之一。公司主要产品环境监测 CEMS 直接向脱硫脱销工程总包商进行销售，国内脱硫脱销工程承包商约 80 家，其中与公司合作过的企业达 40 家以上，特别是排名前十的企业均将雪迪龙作为核心供应商，2009-2011 年，公司分别实现营业收入 2.52 亿元、3 亿元、3.28 亿元，毛利率分别为 45.19%、47.98%、48.92%，维持稳中有升的趋势。
- **发展环保，监测先行，公司所处行业政策扶持方向明确，市场空间广阔。**我国在线监测仪器正在步入快速成长期。十二五期间，新的环保标准为环境监测市场带来新的发展机遇，主要体现在：（1）公司从事脱硫脱销监测系统业务 10 余年，是国内最大的火电厂废气污染源监测系统供应商，如公司在新启动的脱销市场占有率能保持脱硫系统的水平，则预计十二五期间每年可销售脱销监测系统 1500 套，收入约 3.5 亿元。我国工业过程分析系统 2010 年市场规模约 3.5 亿元，预计在未来 5 年内仍可保持 15%-20%左右的行业整体增速。根据十二五规划，除已有的二氧化硫、化学需氧量等指标外，新增了二氧化氮、氨氮等新的约束性指标，也开始重金属的污染物排放总量控制，环境监测厂商面临着极大的发展机遇。
- **募投项目保障公司未来业绩增长。**公司募集资金主要用于 5 个项目，计划使用募集资金 2.66 亿元，其中环境将测系统生产建设项目拟投入资金 7265.49 万元；工业过程分析系统生产线建设项目拟投入资金 4895.75 万元；分析仪器生产车间建设项目拟投入资金 3928.83 万元；运营维护网络建设项

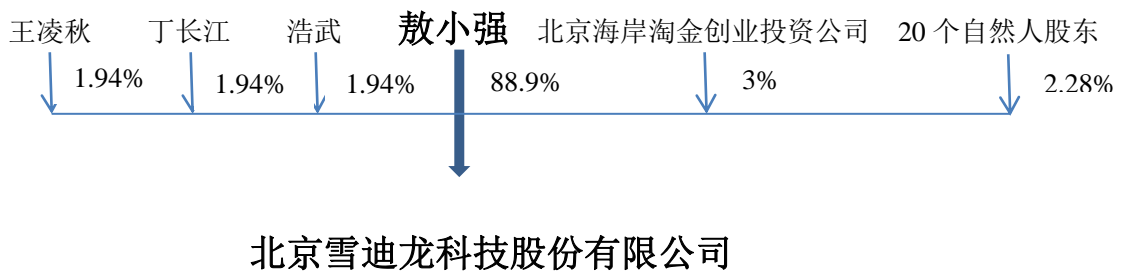
目拟投入资金 5611.97 万元；研发中心建设项目拟投资 4939.13 万元。以上 5 个项目达产后总计可增加年营业收入 31706.78 万元，新增税前利润 8170.99 万元。

- **盈利预测及建议询价区间：**公司目前在手合同超过 3 亿元，其中脱硫合同金额 9200 万元，脱销合同金额 1.18 亿元，11 年在线运营服务设备 600 多套，12 年在运行服务设备达 1000 套，12 年公司收入有望实现较大幅度的增长。基于行业与公司良好的发展前景，我们预计公司 12 年，13 年，14 年的全面摊薄 EPS 为 0.85, 1.05, 1.30 元，给予公司 12 年 23-28 倍 PE，对应合理价值区间为 19.55-23.8 元。

1. 公司简介：

公司成立于 2001 年 9 月 24 日，前身为北京雪迪龙兴业科技有限公司，2002 年 2 月更名为北京雪迪龙自动控制系统有限公司。2010 年 8 月，以公司净资产折股整体变更方式改制为北京雪迪龙科技股份有限公司。敖小强韦本公司主营发起人、控股股东，拥有公司 88.90% 的股权，公司主要业务为分析仪器仪表、环保监测系统、工业过程分析系统的研发、生产、销售和运营维护服务。到目前为止未发生变化。

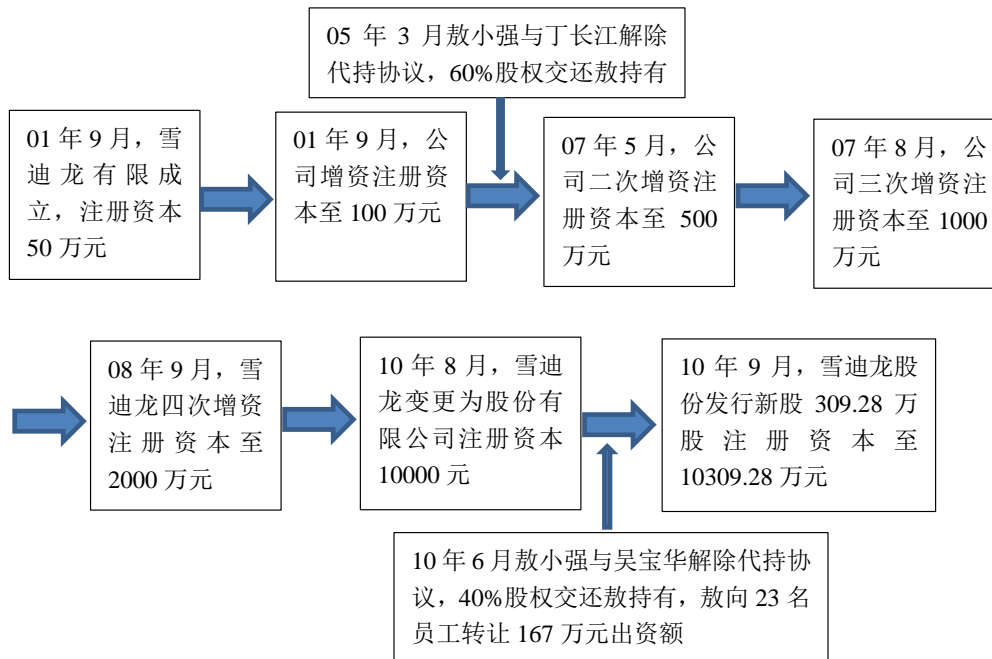
图 1、雪迪龙公司股权结构



资料来源：招股说明书

公司股本形成的变化过程如下：

图 2、公司股本形成过程



资料来源：招股说明书，万联证券研究所

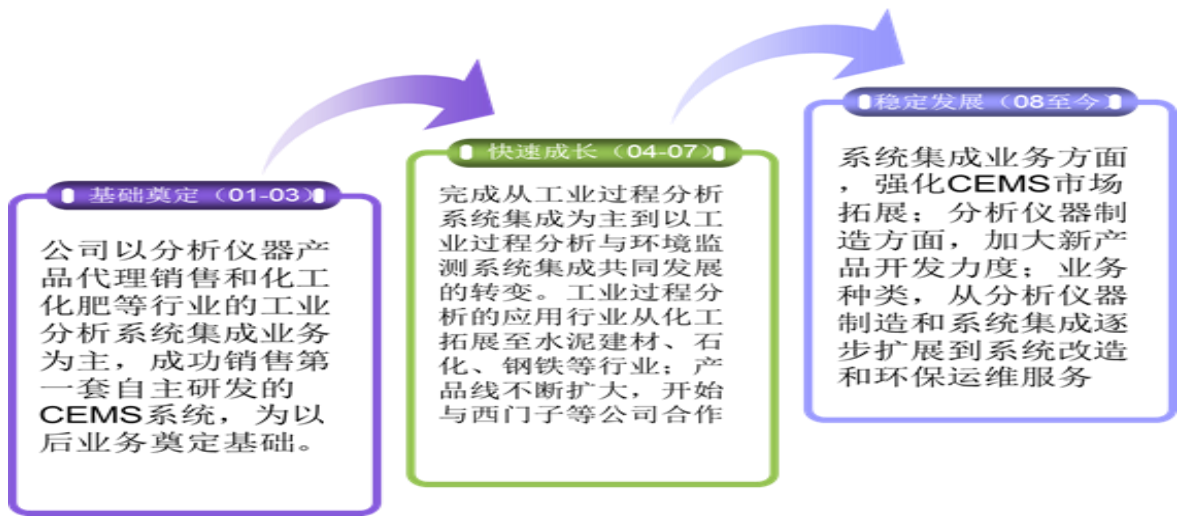
2. 公司主营业务分析

发行人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、生产和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。

2.1 公司业务的发展演进

总体来看，公司的业务发展经历了“基础奠定”、“快速成长”和“稳定发展”三个阶段。

图3、雪迪龙业务发展演进



资料来源：招股说明书，万联证券研究所

2.2 公司的主导产品

根据产品应用领域的区别，公司主营业务可分为环境监测系统、工业过程分析系统、主机及配件、运营维护服务等 4 大类。

√ 环境监测系统

公司环境监测系统产品主要包括：(1) 火电厂脱硫脱销用 CEMS；(2) 城市环保 CEMS；(3) 垃圾焚烧等其他行业环保监测系统；(4) 大气监测系统；(5) 废水污染源在线监测系统。环境监测系统产品主要用于火电掺脱硫脱销实时监测、地方环保监管部门对火电厂、垃圾焚烧发电站的污染物排放监测，以及环境监测站点监测大气质量。环境监测系统产品在公司收入中占比达 50% 以上，是公司的核心业务部门。主要产品包括 AQMS-900 空气质量分析、MCA-04 垃圾焚烧监测系、CEMS 烟气在线分析系统等产品。

√ 工业过程分析系统

工业过程分析系统广泛应用于建材、化工、空分、冶金、石化等行业，通过监测相应工艺过程中气体组份的浓度变化来实现企业对生产过程的实时控制，从而提高效率、控制能耗、降低生产成本，同时保证安全生产等，已逐渐成为现代工业自动化系统中不可或缺的一部分。

表 1：主要产品及性能

产品名称	应用领域	主要功能及性能特点
建材过程分析系统	水泥窑、石灰窑等高温、高温、高粉尘的工业过程中气体浓度测量	实时对炉窑中的气体浓度进行连续测量：可对水泥窑多种气体 CO、O ₂ 、NO、CO ₂ 进行在线分析，实现对燃烧状况的实时监测。高温取样，可用于温度 1400 度气体分析
化工过程分析	应用于化肥等化工行业合成氨、尿素、甲醇生产工艺的气体浓度分析	化工装置中，对造气工段、合成工段、变换工段等工艺流程中的 CO、O ₂ 、NO、CO ₂ 、NH ₃ 、CH ₄ 、H ₂ 、O ₂ 、H ₂ S 进行在线分析
空分过程分析系统	应用于空气分离行业生产过程中气体浓度分析	通过对工艺气体中的 CO ₂ 、微量氧、氧纯度、高纯氧中的乙炔、总碳氢等气体的浓度分

	测量	析, 实现空气分离工艺的生产安全、气体产品的质量 控制、生产过程的优化控制等。
冶金过程分析系统	应用于钢铁冶金行业的高炉、转炉等冶炼过程中的气体分析	对高炉煤气、转炉煤气、焦炉煤气等工艺中的 CO、O ₂ 、CH ₄ 、H ₂ 等气体成分分析、热值计算, 提高冶炼效率
石化过程分析系统	应用于石化行业天然气净化、油气分离、乙炔气体、炼油等气体分析	对石化行业过程中的 H ₂ S、CO ₂ 、SO ₂ 、CH ₄ 、等气体的分析

数据来源:招股说明书, 万联证券研究所

√主机及备件销售

工业环境下的在线监测系统工作环境恶劣, 经常需要进行维护与更换零件, 为保证已售系统产品正常运行, 公司也单独销售分析仪器主机及备件。公司生产的分析仪器和备件大部分销售给公司系统产品的终端用户。

√运营维护服务

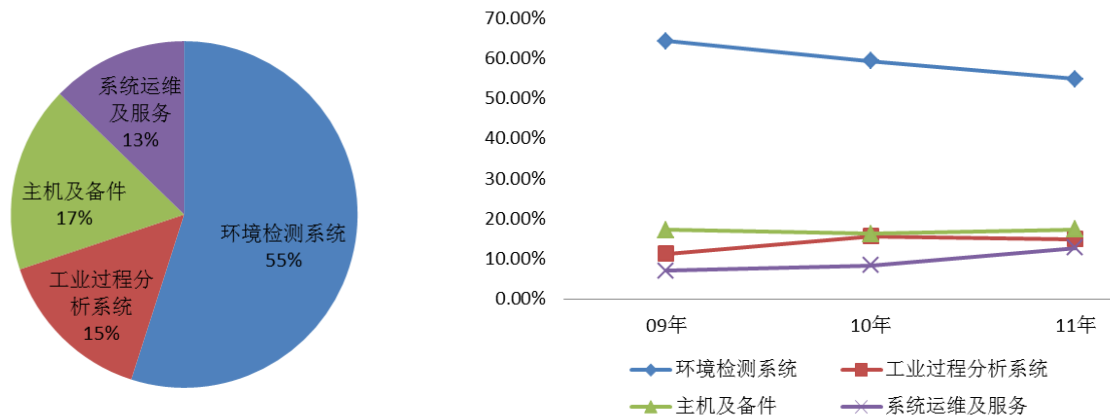
运营维护服务包括环保运营维护服务、系统改造服务以及其他技术服务。环保运营维护是指环保部门、排污企业委托具有环保运营资质的公司对环境监测系统进行统一的维护和运营管理, 保障系统正常运营, 提高监管效率。公司是我国较早进入环境监测第三方运营维护服务行业的企业。系统改造服务是指公司根据客户需求对其不符合技术要求的原有分析系统进行更新、改造和升级提高的服务。

2.3 公司的主营业务构成

公司主营业务收入中主要包括环境监测系统收入、工业过程分析系统收入、主机及备件收入和西运维服务收入四类, 其中环境监测系统及工业过程分析系统占比最大, 两类成套系统产品收入所占比重近三年均保持在 70-75%左右, 主机及备件产品销售收入近三年在收入结构中所占比重保持在 16-18%左右, 系统改造及运营服务收入近年来增长较快, 所占比重从 2009 年的 6.93%增加到 2011 年的 12.74%, 将成为公司未来新的利润增长点。2011 年公司实现营业收入 32781 万元, 其中环境监测系统销售收入 18012.6 万元, 占比 54.95%, 工业过程分析系统销售收入 4891.1 万元, 占比 14.92%, 主机及备件收入 5699.89 万元, 占比 17.39%, 系统运维服务收入 4177.4 万元, 占比 12.74%。

图 4: 公司 11 年主营业务收入构成

图 5: 公司 09-11 年四大业务占比图



资料来源: wind; 万联证券研究所

3. 行业背景

3.1 产业政策先发优势明显, 近期行业扶持政策密集

发行人所处行业是国家重点发展的行业, 现有产业政策体现出国家的鼓励和扶持。

时间	政策	主要内容
2011/12/25	国务院《国家环境保护“十二五”规划》	主要污染物减排工程是重点工程, 着力削减化学需氧量和氮氮排放量, 比 10 年减排 10%; 加大二氧化硫和氮氧化物减排, 新建燃煤机组加装脱销设施, 加快燃煤机组低氮燃烧技术改造; 加快钢铁行业脱硫, 石化、有色、建材行业的工业窑炉改造; 加强环境监管体系建设。
2011/8/31	国务院《“十二五”节能减排综合性工作方案》	明确节能减排目标, 化学需氧量和二氧化硫排放下降 8%, 氮氮和氮氧化物排放降 10%; 重点实施脱硫脱销工程, 实行电力、钢铁、造纸、印染等行业污染物排放总量控制; 加强污染源和治理设施进行监管。
2011/3	温总理《政府工作报告》	建立完善温室气体排放和节能减排统计监测制度。加快城镇污水管网、垃圾处理设施的规划和建设, 加强化学品环境管理。
2010/10/18	十七届五次会议《中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》	强调十二五期间培育发展节能环保等战略性新兴产业, 要求积极有序发展包括节能环保产业核心竞争力和经济效益
2010/10/18	国务院《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	将节能环保产业列为我国现阶段重点培养和发挥着的八大战略性新兴产业之一, 到 2020 年节能环保产业将成为国民经济的支柱产业。
2010/5/11	国务院《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》	明确指出大气污染源防治力度

2010/4/6	发改委、环保部《当前国家鼓励发展的环保产业设备目录》	环境监测仪器、水污染治理设备、空气污染治理设备等八大类环保产业设备和产品被列为国际鼓励发展的环保制那也设备和产品
2009/12/28	环境保护部《先进的环境监测预警体系建设纲要（2010—2020年）》	到 2020 年，全面改善我国环境监测网络、技术装备、人才队伍等方面薄弱的状况，全面实现环境监测管理和技术体系的定位、转型和发展。
2009/5/12	国务院《装备制造业调整和振兴规划》	要适应环境保护和社会民生需要，大力发展环境在线监测仪器仪表等监测设备；同时，规划强调，提升装备制造业配套产品制造水平，夯实产业发展基础，加快发展工业自动化控制系统及仪器仪表、中高档传感器等。
2008	科技部、财政部、国家税务总局发布的《国家重点支持的高新技术领域》	环境监测技术（在线连续自动监测技术、应急监测技术、生态环境监测技术）以及科学分析仪器、检测仪器技术属于国家鼓励发展的技术。

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

3.2 行业市场空间巨大

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，国家和地方将进一步加大环境保护投资力度，必然催生出巨大的环保市场需求；根据 2010 年 12 月发布的《中国环境保护产业协会关于“十二”期间环保产业发展的意见》，到 2015 年，环保产业产值预计可以达到 2.2 万亿。作为提供环保产业中污水处理、固体废物处理和烟气脱硫脱硝的基础监测数据的重要设备，环保监测仪器行业面临着前所未有的良好发展机遇，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。

（1）环境监测分析仪器市场需求

✓ 废气污染源监测系统

2006 年，我国废气污染源监测系统产值为 74,475 万元，2010 年产值增长至 182,000 万元，年均增长率为 20% 以上。我国废气污染源监测系统“十二五”期间仍然保持良好的市场前景：
①脱硝市场：我国已将氨氮和氮氧化物排放量增加为“十二五”规划中节能减排约束性指标，废气国家重点监控企业中有超过 1,500 家火电企业，按照每家平均 2 台发电机组、每台发电机组的脱硝装置安装 4 套烟气在线监测系统测算，“十二五”期间将带来 12,000 套以上烟气监测系统的的市场需求。
②钢铁行业：根据工信部 2009 年《关于印发钢铁行业烧结烟气脱硫实施方案的通知》，我国目前共有钢铁烧结机 500 余台，预计“十二五”期结机要完成脱硫治理，钢铁行业烧结机脱硫市场将带来 1,000 套以上废气污染源监测系统的市场容量。

✓ 废水污染源监测系统

2006 年，我国废水污染源监测系统产值为 30,334 万元，2010 年产值增长至 81,900 万元，年均增长率超过 20%。“十二五”期间，我国废水污染源监测系统的每年平均需求量将能够达到 10 亿元以上。

(2) 工业过程分析仪器市场规模及需求

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。从该行业的市场参与主体来看，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 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。

在分析仪器业务方面，由于国外厂商的分析仪器发展历史较长，技术实力雄厚，尤其在高端分析仪器和传感器等精密配件的市场竞争中优势明显；而国内分析仪器起步较晚，整体技术基础薄弱，由于精密加工和制造技术水平较低，分析仪器产品的测量精度和稳定性与国外知名厂商仍有一定差距，目前主要从事中低端分析仪器的生产。我国生产环境监测系统的厂家由 2004 年的 55 家增加至 2009 年的逾 200 家，行业竞争较为激烈；国内环境监测仪器的市场份额绝大部分为 10 余家骨干企业占据，其中包括聚光科技、先河环保和发行人等企业。

(3) 烟气脱硝、重金属污染防治成为行业新的增长点

污染源脱硝、温室气体、垃圾焚烧废气及重金属监测和治理将成为环境监测仪器行业新的利润增长点。“十二五”期间，我国将在继续推进 COD 和二氧化硫减排的同时，把氨氮和氮氧化物作为约束性指标。2011 年 2 月国务院正式批复了《重金属污染综合防治“十二五”规划》，未来 5 年，国家计划投入 750 亿元开展重金属污染综合防治。《中国环境保护产业协会关于“十二五”期间环保产业发展的意见》明确提出重点发展重金属自动监测设备、温室气体自动监测设备。“十二五”期间，随着我国环境保护力度的加大和环保政策的不断完善，烟气脱硝、温室气体、垃圾焚烧烟气及大气重金属将成为环境监测能力建设的重点，将成为环境监测仪器市场新的利润增长点。

表 2、环保“十二五”规划主要目标

环保指标	2010 年	2015 年	2015 年比 2010 年增长
化学需氧量排放总量 (万吨)	2551.7	2347.6	-8
氨氮排放总量 (万吨)	264.4	238	-10%
二氧化硫排放总量 (万吨)	2267.8	2086.4	-8%
氮氧化物排放总量 (万吨)	2273.6	2046.2	-10%
地表水国控断面劣 V 类水质的比例 (%)	17.7	<15	-2.70%
七大水系国控断面水质 III 类的比例 (%)	55	>60	5%
地级以上城市空气质量达到二级标准以上的比例 (%)	72	≥80	8%

数据来源：万联证券研究所

4. 公司主要看点

4.1 产品竞争优势突出，核心客户忠诚度高，盈利能力优异

公司产品市场竞争优势突出，核心客户忠诚度高，盈利能力优异。公司长期专注分析仪器研发设计和生产，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为数不多

的掌握分析仪器制造核心技术的乖哦功能上之一。公司主要产品环境监测CEMS直接向脱硫脱销工程总包商进行销售，国内脱销脱硫工程承包商约80家，其中与公司合作过的企业达40家以上，特别是排名前十的企业均将雪迪龙作为核心供应商，排名前20的企业中90%都将公司作为CEMS产品的定点供货单位。长期与大客户保持战略合作关系对提高公司市场地位非常有利。2009 - 2011年，公司分别实现营业收入2.52亿元、3亿元、3.28亿元，毛利率分别为45.19%、47.98%、48.92%，维持稳中有升的趋势。

图6、公司近几年主营业务收入（亿元）

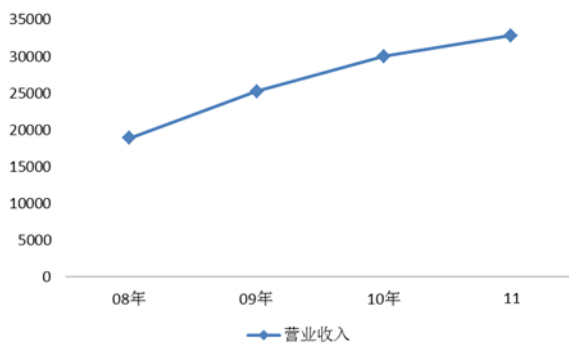
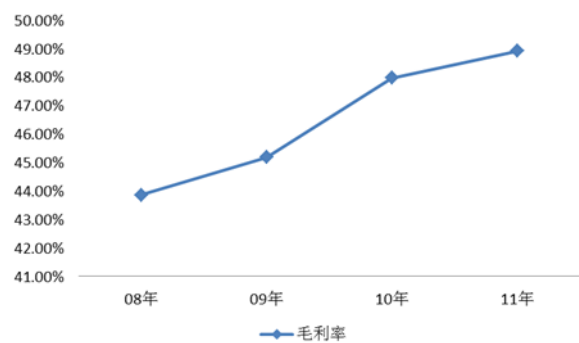


图7、公司近几年毛利率（%）



数据来源：招股说明书，万联证券研究所

表 3、2011 年公司前 5 名客户销售情况

序号	客户名称	销售收入（万元）	占营业收入比例
1	西门子（中国）有限公司	2325.71	7.09%
2	中国华电工程（集团）有限公司	1305.90	3.98%
3	北京国电龙源环保工程有限公司	492.47	1.51%
4	中电投贵州金元集团有限公司	491.02	1.50%
5	中电投远达环保工程有限公司	430.72	1.31%
合计		5045.82	15.39%

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

4.2 发展环保，监测先行，公司所处行业政策扶持方向明确，市场空间广阔

发展环保，监测先行，公司所处行业政策扶持方向明确，市场空间广阔。我国在线监测仪器正在步入快速成长期。据统计，2010年全行业市场达130亿元以上，十二五期间，新的环保标准为环境监测市场带来新的发展机遇，主要体现在：（1）公司从事脱硫脱销监测系统业务10余年，是国内最大的火电厂废气污染源监测系统供应商，如公司在新启动的脱销市场占有率能保持脱硫系统的水平，则预计十二五期间每年可销售脱销监测系统1500套，收入约3.5亿元。我国工业过程分析系统2010年市场规模约3.5亿元，随着我国工业结构调整的进行，以及“十二五”七件节能减排工作的推动，工业企业对过程分析系统的需求仍然强劲，预计在未来5年内仍可保持15%-20%左右的行业整体增速。根据十二五规划，除已有的二氧化硫、化学需氧量等指标外，新增了二氧化氮、氨氮等新的约束性指标，比开始重金属的污染物排放总量控制，环境监测厂商面临着极大的发展机遇。

4.3 募投项目保障公司未来业绩增长

公司募集资金主要用于5个项目，计划使用募集资金2.66亿元，其中环境将测系统生产建设项目拟投入资金7265.49万元，建设期12个月，达产当年可实现营业收入10364.56万元，税前利润2700.64万元；工业过程分析系统生产线建设项目拟投入资金4895.75万元，建设期12个月，达产当年可实现8566.07万元，税前利润1859.73万元；分析仪器生产车间建设项目拟投入资金3928.83万元，建设期12个月，达产当年可实现营业收入5272.94万元，税前利润1782.14万元；运营维护网络建设项目拟投入资金5611.97万元，达产当年可实现营业收入7503.21万元，税前利润1828.48万元；研发中心建设项目拟投资4939.13万元，建设期12个月。以上5个项目达产后总计可增加年营业收入31706.78万元，新增税前利润8170.99万元。

表 4、公司募投项目情况

序号	募集资金投资项目	项目投资总额	计划使用募集资金金额	建设期(月)
1	环境监测系统生产线建设项目	7,265.49	7,265.49	12
2	工业过程分析系统生产线建设项目	4,895.75	4,895.75	12
3	分析仪器生产车间建设项目	3,928.83	3,928.83	12
4	运营维护网络建设项目	5,611.97	5,611.97	18
5	研发中心建设项目	4,939.13	4,939.13	12
	合计	26,641.17	26,641.17	-

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

5. 盈利预测及建议询价区间

公司目前在手合同超过3亿元，其中脱硫合同金额9200万元，脱销合同金额1.18亿元，11年在线运营服务设备600多套，12年在运行服务设备达1000套，12年公司收入有望实现较大幅度的增长。基于行业与公司良好的发展前景，我们预计公司12年，13年，14年的全面摊薄EPS为0.85，1.05，1.30元，给予公司12年23-28倍PE，对应合理价值区间为19.55-23.8元。

表 3、盈利预测

	2011年	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	328	410	557	700
增长比率(%)	9.21%	25.01%	35.85%	25.67%
净利润(百万元)	81	116.8	143.7	178.6
增长比率(扣非)(%)	136.39%	44.20%	23.93%	24.29%
每股收益(元)	0.59	0.85	1.05	1.30

资料来源：招股说明书，万联证券研究所

6. 风险提示

主要供应商集中风险。由于公司向西门子采购金额占总成本比例在34%-46%，存在一定的供应商集中风险。

核心部件中分析仪器和传感器尚不能自主制造，依靠外部采购的风险。

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。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。