

雪迪龙 (002658.SZ) 环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

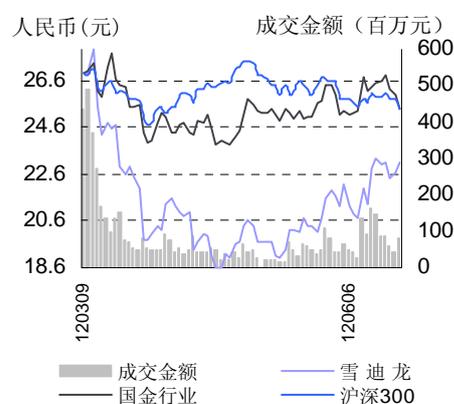
市价(人民币): 22.42元
目标(人民币): 24.90-27.44元

受益于脱硝市场启动的订单弹性品种

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	34.38
总市值(百万元)	3,082.14
年内股价最高最低(元)	27.92/18.60
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

- 《季节因素致业绩平淡,期待脱硝带来业绩弹性》, 2012.4.17
- 《借环保东风,打造一流分析仪器综合服务商》, 2012.2.21

邹煜

联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.334	0.790	0.830	1.193	1.374
每股净资产(元)	2.50	3.29	8.20	9.30	10.67
每股经营性现金流(元)	0.57	0.37	1.55	0.91	1.28
市盈率(倍)	N/A	N/A	27.00	18.79	16.32
行业优化市盈率(倍)	37.70	30.42	30.42	30.42	30.42
净利润增长率(%)	-40.66%	136.39%	40.09%	43.71%	15.16%
净资产收益率(%)	13.37%	24.02%	10.12%	12.83%	12.88%
总股本(百万股)	103.09	103.09	137.47	137.47	137.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **脱硝市场爆发在即,政策的强制要求为核心驱动力:**“十二五”期间,国家在继续推进 SO₂ 和 COD 减排的同时,新增了 NO_x 和氨氮两项作为总量控制指标,尤其针对 NO_x 的减排,出台了《火电厂大气污染物排放标准》,要求存量和新增机组在规定期限内必须完成脱硝改造
- **脱硝监测迎来黄金发展期:**由于脱硝市场爆发在即,脱硝监测也面临着较好的市场机遇,我们通过对脱硝监测市场容量的测算,认为在“十二五”期间,脱硝监测将会带来 18000 套以上的市场需求。
- **品牌和客户壁垒确保订单无忧:**“十一五”期间,公司在脱硫市场启动时期和五大发电集团下属工程公司有很好的合作关系,其品牌也获得广泛认可,脱硫市场占有率达到 30%,考虑到脱硫和脱硝市场的客户重合度很高,因此我们判断其在脱硝领域也可获得先机,未来订单无忧。
- **其他业务保持平稳,运维服务值得期待:**公司其他领域主要包含工业过程分析系统、主机及配件、系统改造和运维;其中工业过程分析领域和主机配件保持较为稳定的增速,运维方面受益于第三方运维市场的启动加上公司之前较高的市场占有率,未来空间广阔,值得期待。

估值和投资建议

- 我们上调了之前对于公司的盈利预测,预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.830 元、1.193 元和 1.374 元,同比分别增长 40.09%、43.71% 和 15.16%。
- 公司目前股价对应 27x12PE 和 19x13PE,我们认为公司 1-2 年内将充分受益于脱硝行业爆发带来的订单和业绩高弹性,是典型的高订单弹性品种,1-2 年内的增长确定性较高,理应给予行业平均估值水平,因此我们给予公司 30x12PE 和 23x13PE,目标价 24.90-27.44 元。

风险

- 业内竞争加剧,导致公司产品毛利率下降的风险;脱硝市场需求低于预期,导致预期效益不能实现的风险。

内容目录

公司概况	3
脱硝市场爆发带来较高的订单弹性，其他业务保持平稳	6
脱硝市场爆发在即：政策的强制要求为核心驱动力	6
脱硝监测迎来黄金发展期，品牌和客户壁垒确保订单无忧	9
其他业务保持平稳，运维服务值得期待	11
盈利预测与估值	14
股票估值与定价	14
投资建议	14
风险提示	15
附录：三张报表预测摘要	16

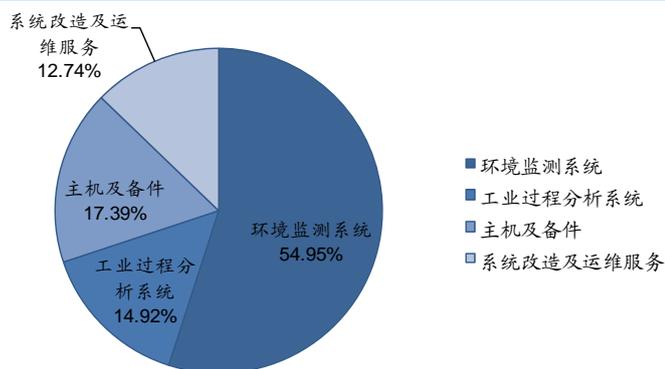
图表目录

图表 1：公司 2011 年主营业务收入占比	3
图表 2：公司 2011 年主营业务毛利占比	3
图表 3：公司 2008-2011 年主营业务收入情况	3
图表 4：公司 2008-2011 年主营业务毛利情况	3
图表 5：公司主要产品应用领域、功能及性能特点介绍	5
图表 6：公司各产品历年毛利率均维持在较高水平	6
图表 7：“十二五”各地区氨氮排放总量控制计划	7
图表 8：“十二五”各地区 NO _x 排放总量控制计划	7
图表 9：火电厂大气污染物排放标准	7
图表 10：“十一五”期间 SO ₂ 减排情况（单位：万吨）	8
图表 11：中国历年氨氮排放总量	8
图表 12：火电 SO ₂ 排放下降（单位：万吨）	8
图表 13：火电氮氧化物成主要污染物（单位：万吨）	8
图表 14：“十一五”期间脱硫装机大幅提升	9
图表 15：公司 2009-2011 年五大客户情况	10
图表 16：环境在线监测系统盈利预测	11
图表 17：工业过程分析系统盈利预测	12
图表 18：主机及备件盈利预测	13
图表 19：系统改造及运营维护服务盈利预测	14
图表 20：雪迪龙估值表	15

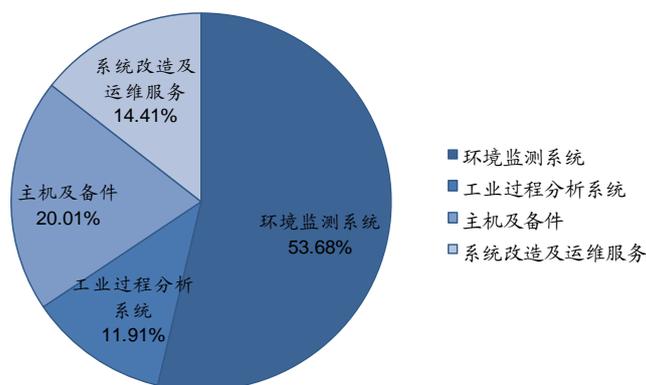
公司概况

- 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；主营业务主要由环境监测系统、工业过程分析系统、主机及备件产品、系统改造及运营维护四大类构成。
- 环境监测系统和工业过程分析系统所占公司主营业务比重最大，两项成套系统产品收入及毛利所占比重基本保持在 70%以上。
- 主机及备件产品所占比重保持在 16%-18%左右。
- 系统改造与运营维护服务收入近年来增长较快，所占比重逐年提升，将成为公司未来新的利润增长点。

图表1: 公司 2011 年主营业务收入占比

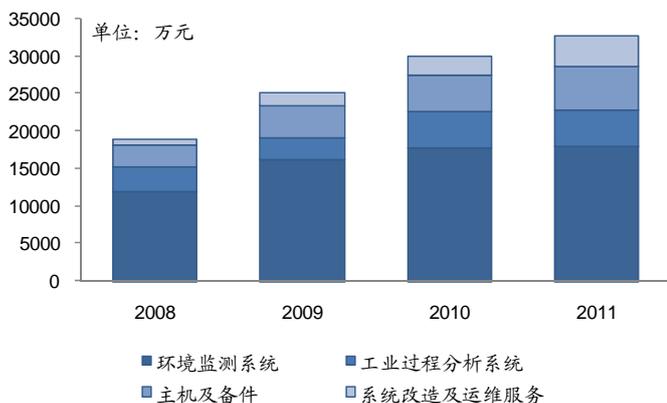


图表2: 公司 2011 年主营业务毛利占比

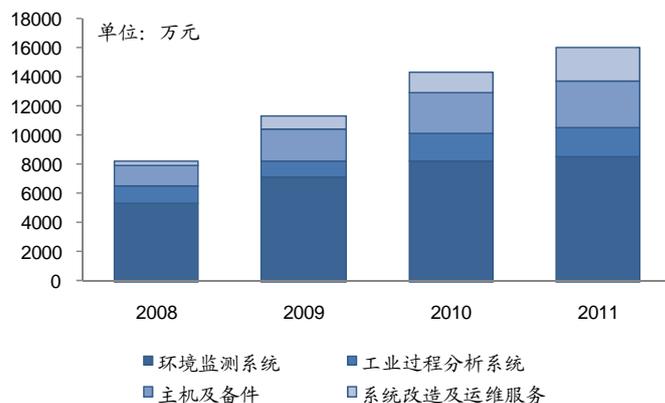


来源: 招股书, 国金证券研究所

图表3: 公司 2008-2011 年主营业务收入情况



图表4: 公司 2008-2011 年主营业务毛利情况



来源: 招股书, 国金证券研究所

- 公司业务围绕环境监测和工业过程分析领域“产品+系统+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、工业过程分析系统和环保运维服务。
- 分析仪器及配套产品：包括红外气体分析仪、便携式烟气分析仪、磁力机械式氧气分析仪、电化学式氧气体分析仪及热导气体分析仪等分析仪器；颗粒物监测仪；CEMS 数据采集及处理软件和数据采集传输仪；取样探头、制冷器、气体转化器及过滤器等专用分析系统预处理部件。

- 环境在线监测系统：用于废气、废水污染源和环境空气中污染物的测量，为污染物减排提供自动化、全天候的监测和控制支持手段；包括烟气排放连续监测系统和环境空气质量自动监测系统等。
- 工业过程分析系统：用于工业生产流程中关键组分的成份分析和测量，为节能减排、工艺流程优化、保障产品质量及安全控制等提供实时数据；包括建材过程分析系统、化工过程分析系统、空分过程分析系统、冶金过程分析系统和石化过程分析系统等。
- 环保运维服务：包括环保运营维护服务、系统改造服务以及其他技术服务。
 - 1) 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。
 - 2) 系统改造服务：是指公司根据客户需求对其老旧或不符合技术要求的原有分析仪器系统进行更新、改造和升级。

图5：公司主要产品应用领域、功能及性能特点介绍

类别	产品	产品功能及性能特点	适用范围
分析仪器及 配套产品	红外气体分析仪	产品功能：多组份的红外气体分析仪，能同时连续测量1-4种红外敏感气体组份浓度，如CO、CO2、NO、SO2、CH4等红外敏感气体。性能特点：可使用空气进行自动标定，可实现单点标定；使用微量检测技术，测量灵敏度高；非接触式测量，抗腐蚀能力强；测量单位可设定ppm，mg/Nm3和%，应用广泛；菜单操作模式，具有故障自诊断功能，操作维护简单；带通信功能，可实现远程操作和维护。	1、环境监测：固定污染源排放监测；2、工业过程分析：水泥窑燃烧监测、锅炉燃烧过程分析，石化、化工、钢铁冶金等工艺过程分析等。
	便携式烟气分析仪	产品功能：用于烟气中SO2、NOx、CO、CO2、O2等气体浓度以及辅助参数（温度、压力、流量等）的检测。性能特点：体积小，重量轻，携带方便；使用红外原理测量，灵敏度高，抗干扰能力强，使用寿命长；大屏幕图文菜单，操作简单方便；带有样气预处理系统、自动零点校准等功能，维护量小；可同时连续测量样气中多个组份，响应时间短，稳定性性能好，应用广泛。	环境比对监测、环境应急监测以及实验室分析。
	磁力机械式氧气分析仪	产品功能：根据氧的顺磁性原理，测量氧气的气体浓度。性能特点：测量范围宽；使用高灵敏度哑铃球式氧检测器，测量精度高，稳定性好；抗干扰性好；响应时间短；菜单操作，带通信功能，具有自诊断功能。	工业过程分析：锅炉燃烧过程分析，石化、化工、钢铁冶金、空分等工艺过程分析，各种流程工业装置的安全监测等。
	电化学式氧气分析仪	产品功能：根据电化学的原理，测量氧气的气体浓度。性能特点：测量范围广，可测量到ppm级的氧气浓度；仪器结构简单，故障率低；抗干扰性好；菜单操作，带通信功能，可实现远程操作维护，具有自诊断功能。	工业过程分析：空分工艺过程分析、安全监测、石化、化工行业的过程监测及控制。
	热导式气体分析仪	产品功能：根据气体的导热性不同的原理，测量氢气、氦气、氩气等多种气体的浓度；适合二元气体浓度测量。性能特点：仪器结构简单，稳定性好，使用寿命长；响应时间短，实时性好；菜单操作，带通信功能，可远程操作维护，具有自诊断功能。	工业过程分析：空分工艺过程分析，钢铁炉气热值分析，石化、化工工艺过程分析等。
	烟气排放连续监测系统	产品功能：现场采集监测数据，采集并处理数据，生成图谱、报表，具有控制、自动标定功能。性能特点：符合HJ/T 76-2007标准，可用于查询历史数据和历史曲线。	环境监测数据采集和处理。
	数据采集传输仪	产品功能：采集现场检测数据并计算、统计和分析后，通过GPRS/CDM无线网络或ADSL等有线网络实现与环境监控中心的实时通讯。性能特点：支持国家环保部规定的传输标准；采用工业级ARM9处理器具有180MHz的主频、运行稳定、能耗低；采用嵌入式操作系统；拥有大容量存储器；丰富的数据计算、统计功能。	环境监测数据采集和传输。
	取样探头	产品功能：对烟道、炉窑中的气体进行采集。性能特点：结构紧凑可靠，过滤精度高，带自动吹扫和加热功能，可实现温度控制，故障率低，具有全程校准接口。	工业过程中含尘量大、腐蚀性强、湿度大、温度高工况下的采样。
环境监测系统	烟气排放连续监测系统	产品功能：应用于固定污染源烟气参数（温度、压力、湿度、流量、氧含量等）、气态污染物（SO2、NOx等）、颗粒物污染物浓度的连续监测，通过数据采集处理系统生成环保报表及曲线，并可按照环保要求传送数据到各环保主管部门。性能特点：自动控制、无人值守的自动监测系统，运行稳定可靠，可使用空气进行自动标定，维护量和运营成本低；可适应高腐蚀性、高粉尘含量等复杂工况，故障率低；符合国家环保排放标准和监测标准的烟气排放连续监测系统；通过国家质量监督部门的计量认证和中环协的环保产品认证。	1、电力、冶金、石化、化工、水泥建材以及其他工业锅炉等固定污染源的烟气排放连续监测；2、垃圾焚烧炉污染气体的排放连续监测；3、脱硫、脱硝系统的烟气连续监测。
	环境空气质量自动监测系统	产品功能：用于环境空气中的气体（SO2、NOx、CO、CO2、O3）、PM10、气象参数（风向、风速、大气压、环境温度、相对湿度、太阳辐射等）以及空气中有毒、有害的有机物等自动连续监测，并根据监测结果做出环境空气质量报告。性能特点：系统由监测子站和监测中心站组成，其中监测子站由气体污染源自动监测仪及校准系统、可吸入颗粒物自动检测仪、气象监测仪、数据采集传输仪、数据处理软件等组成。整套监测系统可实现无人值守自动运行，并具有自动校准功能。产品符合环境监测仪器标准，通过国家质量监督部门的计量认证和中环协的环保产品认证，可以保证监测数据的准确性、可靠性和完整性。	城市环境监测；工厂污染源周围区域环境监测；道路污染空气质量监测。
工业过程分析系统	建材过程分析系统	实时对窑炉中的气体浓度进行连续测量：1、可对水泥窑多种气体CO、O2、NO、CO2进行在线分析，实现对燃烧状况的实时监测。通过调整进风量等措施，提高燃烧效率，实现控制能耗、优化水泥熟料质量以及安全预警；2、采用高温取样，可用于工艺介质温度高达1400℃的气体分析；3、高粉尘（2000g/m3粉尘含量）工艺气体介质的测量，系统带有自动反吹扫功能，并有2级过滤，防止气路堵塞；4、可用于高湿的工艺气体介质的测量，系统带2级冷却装置，去除样气中的水份，保证分析仪器的正常工作。	水泥窑、石灰窑等高湿、高温、高粉尘的工业过程中气体浓度测量。
	化工过程分析系统	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、CO2、NH3、CH4、H2、O2、H2S进行在线分析，实现工艺过程自动化和优化控制，以及提高生产效率、提升产品质量、控制生产能耗，保障生产安全。	应用于化肥等化工行业合成氨、尿素、甲醇生产工艺过程中的气体浓度分析测量。
	空分过程分析系统	通过对工艺气体中的CO2、微量氧、氧纯度、氮纯度、高纯氧中的乙炔、总碳氢等气体的浓度分析，实现空气分离工艺的生产安全、气体产品的质量、生产过程的优化控制等。	应用于空气分离行业生产过程中气体浓度分析测量。
	冶金过程分析系统	对高炉煤气、转炉煤气、焦炉煤气等工艺中CO、O2、CH4、H2等气体成份分析、热值计算，提高冶炼效率和品质，控制能耗，保障安全生产。	应用于钢铁冶金行业的高炉、转炉等冶炼过程中的气体成份分析、热值计算。
	石化过程分析系统	对石化工业过程中H2S、CO2、SO2、CH4、各类烃等气体的分析，可提升石化产品质量、优化工艺流程和保障安全生产。	应用于石化行业天然气净化、油气分离、乙烯工业、炼油等工艺过程的气体分析。

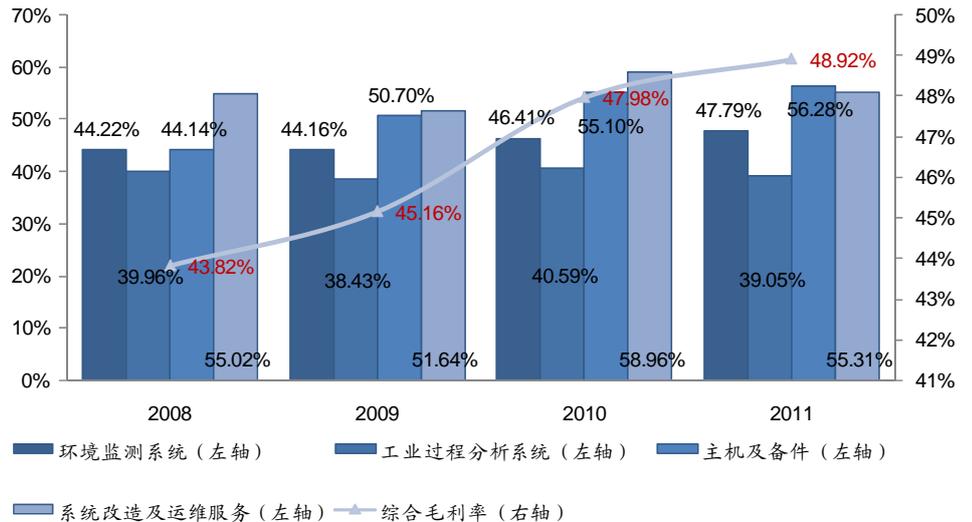
来源：招股书，国金证券研究所

- 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；虽然本行业整体集中度较低，但

大部分为规模较小的中小企业，公司是行业中为数不多的年收入超 3 亿元的企业，在行业内具有较高的影响力，据统计，公司主导产品 CEMS 在 10 年国内烟尘烟气监测仪器的市场占有率约为 7.47%。

- 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 10361 台，公司当年 CEMS 成套系统销售数量 774 套，市场占有率约为 7.47%。
- 由于公司产品技术含量较高、专业性较强，并且行业本身处于快速成长的新兴产业，加上公司自身的成本优化，公司各产品的历年毛利率均维持在较高水平。

图表6: 公司产品历年毛利率均维持在较高水平



来源：招股书。国金证券研究所

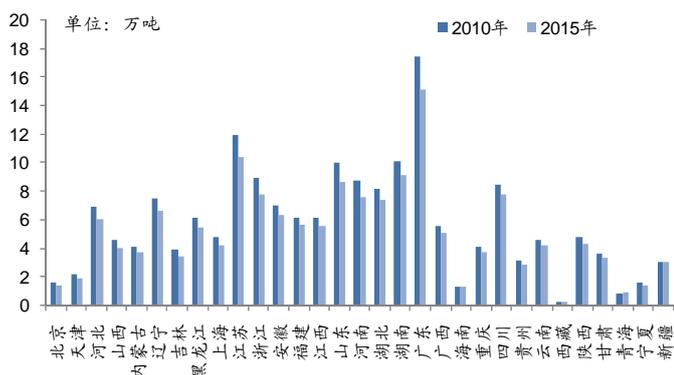
脱硝市场爆发带来较高的订单弹性，其他业务保持平稳

脱硝市场爆发在即：政策的强制要求为核心驱动力

行业驱动力：环保政策的强制要求

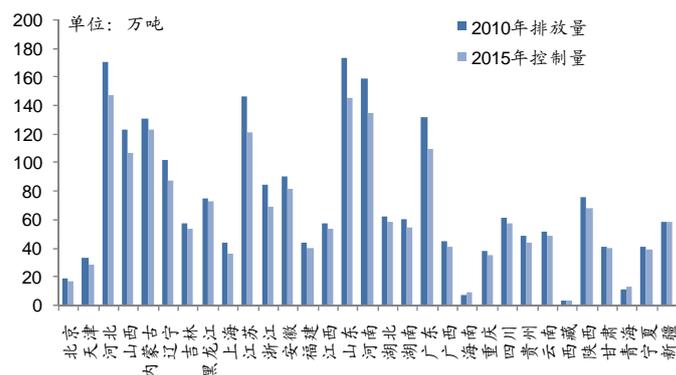
- “十二五”期间，国家在继续推进 SO₂ 和 COD 减排的同时，新增了 NO_x 和氨氮两项作为总量控制指标，尤其针对 NO_x 的减排，出台了《火电厂大气污染物排放标准》，要求存量和新增机组在规定限期内必须完成脱硝改造。
- “十二五”期间，在 SO₂ 和 COD 的基础上，新增了 NO_x 和氨氮两项作为总量控制指标，要求其排放总量在 2015 年之前分别较 2010 年下降 10%。

图表7: “十二五”各地区氨氮排放总量控制计划



来源: 国金证券研究所

图表8: “十二五”各地区NO_x排放总量控制计划



- 去年 9 月, 环保部发布了新修订了《火电厂大气污染物排放标准》, 标准分现有和新建火电建设项目, 分别规定了对应的排放控制要求, 极大收紧了火电厂 NO_x 的排放限值。
 - 2012 年 1 月 1 日起, 新建火电机组 (燃煤锅炉) NO_x 排放限值为 100mg/m³。
 - 2014 年 7 月 1 日起, 重点地区所有火电投运机组 NO_x 排放限值为 100mg/m³, 非重点地区 2003 年底以前投产的机组达到 200mg/m³; 2015 年 1 月 1 日起, 汞及其化合物污染物排放限值为 0.03 mg/m³。

图表9: 火电厂大气污染物排放标准

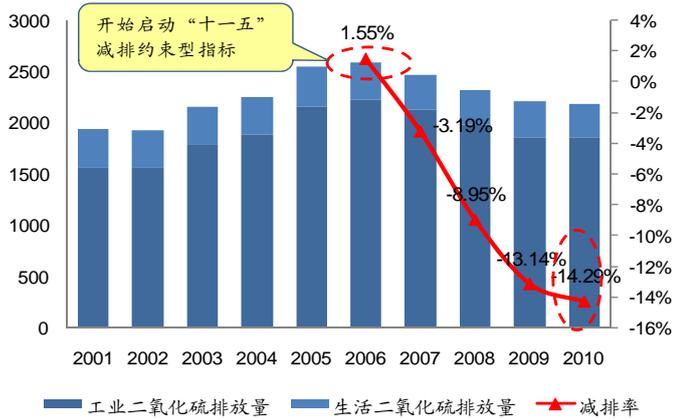
单位: ml/m ³		非重点地区		重点地区		
燃料和热能转化设施类型	污染物	适用条件	限值	污染物	使用条件	限值
燃煤锅炉	烟尘	全部	30	烟尘	全部	20
	二氧化硫	新建锅炉	100,200(1)	二氧化硫	全部	50
		现有锅炉	200,400(1)			
	氮氧化物	全部	100,200(2)	氮氧化物	全部	100
汞及其化合物	全部	0.03	汞及其化合物	全部	0.03	
以油为燃料的锅炉或燃气轮机组	烟尘	全部	30	烟尘	全部	20
	二氧化硫	新建锅炉及燃气轮机组	100	二氧化硫	全部	50
		现有锅炉及燃气轮机组	200			
	氮氧化物	新建燃油锅炉	100	氮氧化物	燃油锅炉	100
		现有燃油锅炉	200		燃气轮机组	120
燃气轮机组		120	--	--	--	
以气体为燃料的锅炉或燃气轮机组	烟尘	天然气锅炉及燃气轮机组	5	烟尘	全部	5
		其他气体锅炉及燃气轮机组	10			
	二氧化硫	天然气锅炉及燃气轮机组	35	二氧化硫	全部	35
		其他气体锅炉及燃气轮机组	100			
	氮氧化物	天然气锅炉	100	氮氧化物	燃气锅炉	100
		其他气体锅炉	200			
		天然气燃气轮机组	50		燃气轮机组	50
其他气体燃气轮机组		120				

来源: 国金证券研究所 注: (1)位于广西、重庆、四川和贵州的火力发电锅炉执行该限值; (2)2003 年底前建成投产的火力发电锅炉执行该限值

- 环保政策的制定到最终落实有时存在差异, 但是被列为总量控制指标后, 其执行具有强制性, 我们对比了“十一五”期间被列为总量控制的 SO₂ 和未被列入的 NO_x 的减排情况, 证实了该政策确实有效。
- “十一五”施行总量排放控制以来, 全国 SO₂ 排放量持续保持下降态势, 减排效果良好, 而 NO_x 因缺乏强约束, 其排放并未受影响。

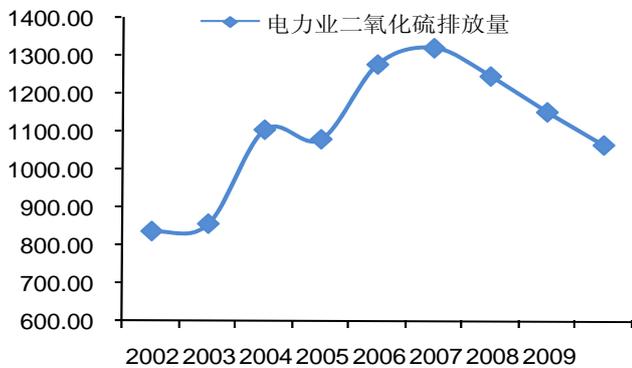
经验: 总量控制的约束性目标确实有效果

图表10: “十一五”期间 SO₂ 减排情况 (单位: 万吨)



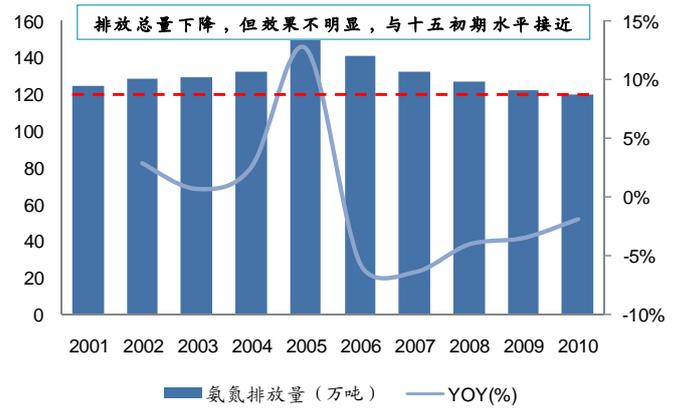
来源: 国金证券研究所

图表12: 火电 SO₂ 排放下降 (单位: 万吨)

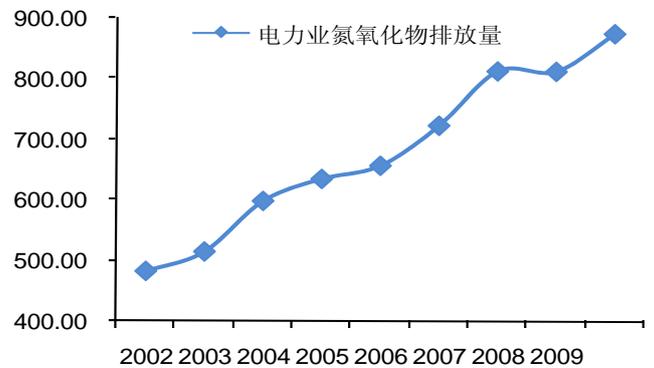


来源: 国金证券研究所

图表11: 中国历年氨氮排放总量

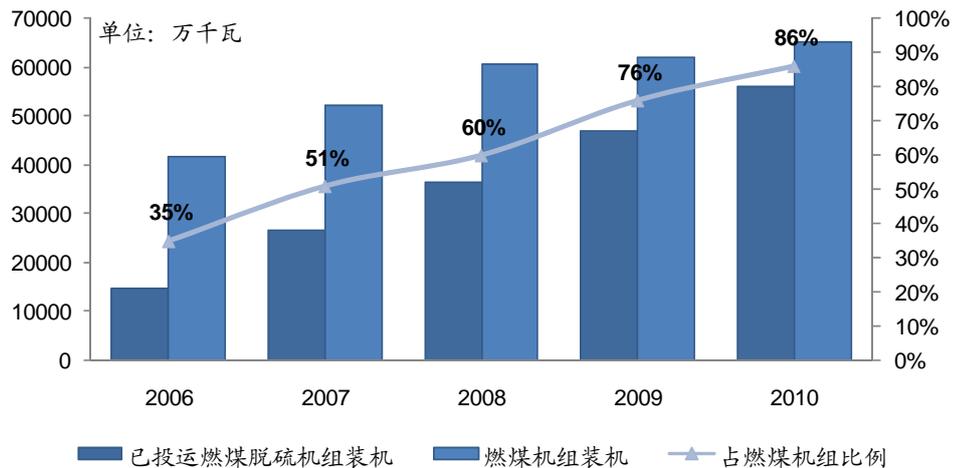


图表13: 火电氮氧化物成主要污染物 (单位: 万吨)



- 从火电行业脱硫脱硝情况来看, 在总量控制标准的强制约束下, “十一五”期间, 全国脱硫机组占比较之前有了大幅提升, 脱硝机组由于没有强制要求, 导致其推广进度远低于脱硫。
 - 1) 截至“十一五”末, 全国烟气脱硫机组约占全国煤电机组比例达到 86%, 较 2005 年大幅提高 72 个百分点, 较美国 2009 年水平高 36 个百分点。
 - 2) 截至“十一五”末, 全国已投运的烟气脱硝机组容量约为 9000 万千瓦, 约占煤电机组装机的 14%, 且大多为新建机组, 远低于脱硫装机比例。

图表14: “十一五”期间脱硫装机大幅提升



来源: 国金证券研究所

脱硝监测迎来黄金发展期, 品牌和客户壁垒确保订单无忧

- 由于脱硝市场爆发在即, 脱硝监测也面临着较好的市场机遇, 我们通过对脱硝监测市场容量的测算, 认为在“十二五”期间, 脱硝监测将会带来18000套以上的市场需求。
 - 根据环保部《2010年国家重点监控企业名单》, 我国废气国家重点监控企业3472家中有超过1500家火电企业;
 - 按照每家平均2台发电机组、每台发电机组安装2套脱硝装置, 每套脱硝装置安装3套烟气在线监测系统测算, “十二五”期间将带来18000套以上的市场需求。
- “十一五”期间, 公司在脱硫市场启动时期和五大发电集团下属工程公司有很好的合作关系, 其品牌也获得广泛认可, 脱硫市场占有率达到30%, 考虑到脱硫和脱硝市场的客户重合度很高, 因此我们判断其在脱硝领域也可获得先机, 未来订单无忧。
 - 公司是我国脱硫脱硝在线监测(CEMS)的先入者之一, 截至目前已累计为下游行业提供了3000多套脱硝用CEMS系统, 积累了大量的原始技术资料 and 实践经验, 并在国内赢得了较高的品牌知名度和影响力。
 - 由于本行业属于应用性很强的领域, 因此客户在选择供应商时较为看重其项目经验和历史业绩, 公司凭借其多行业丰富的项目经验和良好的品牌影响力有助于其实现产品的二次销售和新产品的拓展。
 - 由于脱硝市场和脱硫市场的客户重合度较高, 多以五大发电集团下属工程公司为主导, 因此其在脱硫期间形成的良好合作关系是其确保脱硝市场份额的重要壁垒。

图表15: 公司2009-2011年五大客户情况

公司	2009	2010	2011
北京博奇电力科技有限公司	1161.03		
北京国电龙源环保工程有限公司	1089.36	1366.47	492.47
中电投远达环保工程有限公司	1034.92	832.39	430.72
武汉凯迪电力环保有限公司	774.97		
南京盛唐电力控制系统有限公司	600.71		
中国华电工程(集团)有限公司		548.53	1305.90
北京华泰泽瑞环境技术有限公司		529.91	
上海龙净环保科技工程有限公司		429.32	
西门子(中国)有限公司			2325.71
中电投贵州金元集团股份有限公司			491.02
合计(万元)	4660.99	3706.62	5045.82
占收入比例(%)	18.47%	12.35%	15.39%

来源: 招股书, 国金证券研究所

- 我们通过近期对雪迪龙的调研, 对公司环境监测领域, 尤其是脱硫脱硝用CMES产品的销量进行了盈利预测, 假设的基本前提是脱硫CMES销量较为平稳, 脱硝CMES销量呈现爆发式增长。
 - 我们假设公司2012-2014年公司环境监测领域产品销量分别为1000套、1600套和1800套, 其中CMES产品销量分别为981套、1572套和1759套, 并且脱硫CMES平稳在600-700套/年。
 - CMES价格假设基本持平, 为23万元/套。

图表16: 环境在线监测系统盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
环境监测系统							
产销量							
销量 (台/套)	503	700	780	761	1000	1600	1800
CMES 销量 (台/套)	503	699	774	748	981	1572	1759
垃圾焚烧烟气监测系统 (台/套)	0	1	5	11	15	22	31
环境空气质量监测系统 (台/套)	0	0	1	2	4	6	11
单位价格							
平均销售单价 (万元/台套)	23.94	23.22	22.88	23.67	23.45	23.42	23.55
CMES (万元/台套)	23.94	23.21	22.67	23.26	23	23	23
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元/台套)	--	32.21	45.78	45.91	45	45	45
环境空气质量监测系统 (万元/台套)	--	--	76.92	53.67	53	53	53
平均销售成本 (万元/台套)	13.35	12.97	12.26	12.36	12.23	12.44	12.75
CMES (万元/台套)	13.36	12.96	12.16	12.12	11.96	12.19	12.42
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元/台套)	--	18.77	25.04	25.26	24.75	24.75	24.75
环境空气质量监测系统 (万元/台套)	--	--	31.23	31.89	31.80	31.80	31.80
营业收入							
销售收入 (万元)	12043.40	16254.81	17849.55	18012.57	23450.00	37464.00	42397.00
CEMS (万元)	12043.40	16222.61	17543.74	17400.19	22563.00	36156.00	40445.50
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元)	--	32.21	228.89	505.04	675.00	990.00	1395.00
环境空气质量监测系统 (万元)	--	--	76.92	107.33	212.00	318.00	556.50
营业成本							
销售成本 (万元)	6717.48	9076.60	9564.80	9404.85	12231.21	19897.98	22941.72
CEMS (万元)	6717.81	9057.08	9408.71	9063.76	11732.76	19162.68	21840.57
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元)	--	18.77	125.20	277.92	371.25	544.50	767.25
环境空气质量监测系统 (万元)	--	--	31.23	63.76	127.20	190.80	333.90
毛利率							
毛利 (万元)	5325.92	7178.21	8284.75	8607.72	11218.79	17566.02	19455.28
CEMS (万元)	5325.59	7165.53	8135.03	8336.43	10830.24	16993.32	18604.93
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元)	--	13.44	103.69	227.12	303.75	445.50	627.75
环境空气质量监测系统 (万元)	--	--	45.69	43.57	84.80	127.20	222.60
毛利率(%)	44.22%	44.16%	46.41%	47.79%	47.84%	46.89%	45.89%
CEMS (%)	44.22%	44.17%	46.37%	47.91%	48.00%	47.00%	46.00%
垃圾焚烧烟气监测系统 (%)	--	41.73%	45.30%	44.97%	45.00%	45.00%	45.00%
环境空气质量监测系统 (%)	--	--	59.40%	40.59%	40.00%	40.00%	40.00%

来源: 国金证券研究所

其他业务保持平稳, 运维服务值得期待

- 公司其他领域主要包含工业过程分析系统、主机及配件、系统改造和运维; 其中工业过程分析领域和主机配件保持较为稳定的增速, 运维方面受益于第三方运维市场的启动加上公司之前较高的市场占有率, 未来空间广阔。
- 公司在工业过程分析领域主要涉足水泥行业、空分行业、石化行业等, 通过我们的调研以及对下游经济的判断, 我们认为公司今年空分领域增速约为 10-20%、石化和水泥行业约为 10%左右, 保持较为平稳的增长。

图表17: 工业过程分析系统盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工业过程分析系统							
产销量							
销量 (台/套)	236	220	320	380	438	492	599
水泥建材过程分析系统 (台套)	55	61	133	89	100	116	136
空分过程分析系统 (台套)	90	100	109	223	250	274	310
石化化工过程分析系统 (台套)	31	19	31	21	25	30	38
其他行业过程分析系统 (台套)	60	40	47	47	63	72	115
单位价格							
平均销售单价 (万元/台套)	13.59	13.00	14.77	12.87	12.69	12.82	12.87
水泥建材过程分析系统 (万元/台套)	17.30	18.42	19.67	21.20	21.00	21.00	21.00
空分过程分析系统 (万元/台套)	8.32	8.56	7.05	9.02	9.00	9.00	9.00
石化化工过程分析系统 (万元/台套)	18.58	14.89	16.85	18.34	18.00	18.00	18.00
其他行业过程分析系统 (万元/台套)	15.54	14.93	17.43	12.93	12.00	12.00	12.00
平均销售成本 (万元/台套)	8.16	8.00	8.77	7.85	7.75	7.82	7.85
水泥建材过程分析系统 (万元/台套)	10.71	11.55	11.59	12.65	12.60	12.60	12.60
空分过程分析系统 (万元/台套)	5.34	5.48	4.71	5.66	5.58	5.58	5.58
石化化工过程分析系统 (万元/台套)	10.93	9.20	9.77	11.55	11.34	11.34	11.34
其他行业过程分析系统 (万元/台套)	6.18	5.07	4.03	0.95	7.20	7.20	7.20
营业收入							
销售收入 (万元)	3208.39	2859.48	4725.96	4891.10	5550.00	6306.00	7701.00
水泥建材过程分析系统 (万元)	951.32	1123.67	2615.48	1886.41	2100.00	2436.00	2856.00
空分过程分析系统 (万元)	749.20	856.15	768.55	2011.44	2250.00	2466.00	2790.00
石化化工过程分析系统 (万元)	575.95	282.95	522.48	385.04	450.00	540.00	675.00
冶金过程分析系统 (万元)	657.57	357.69	324.22	73.71	750.00	864.00	1380.00
其他行业过程分析系统 (万元)	274.34	239.02	495.24	534.50	--	--	--
营业成本							
销售成本 (万元)	1926.22	1760.51	2807.65	2981.28	3388.50	3849.12	4696.65
水泥建材过程分析系统 (万元)	588.96	704.43	1540.78	1125.43	1260.00	1461.60	1713.60
空分过程分析系统 (万元)	480.91	548.11	513.39	1262.18	1395.00	1528.92	1729.80
石化化工过程分析系统 (万元)	338.83	174.75	302.93	242.54	283.50	340.20	425.25
冶金过程分析系统 (万元)	370.34	202.77	189.31	44.66	450.00	518.40	828.00
其他行业过程分析系统 (万元)	147.16	130.46	261.24	306.48	--	--	--
毛利率							
毛利 (万元)	1282.17	1098.97	1918.31	1909.82	2161.50	2456.88	3004.35
水泥建材过程分析系统 (万元)	362.36	419.24	1074.70	760.98	840.00	974.40	1142.40
空分过程分析系统 (万元)	268.29	308.04	255.16	749.26	855.00	937.08	1060.20
石化化工过程分析系统 (万元)	237.12	108.20	219.55	142.50	166.50	199.80	249.75
冶金过程分析系统 (万元)	287.23	154.92	134.91	29.05	300.00	345.60	552.00
其他行业过程分析系统 (万元)	127.18	108.56	234.00	228.02	--	--	--
毛利率(%)	39.96%	38.43%	40.59%	39.05%	38.95%	38.96%	39.01%
水泥建材过程分析系统 (%)	38.09%	37.31%	41.09%	40.34%	40.00%	40.00%	40.00%
空分过程分析系统 (%)	35.81%	35.98%	33.20%	37.25%	38.00%	38.00%	38.00%
石化化工过程分析系统 (%)	41.17%	38.24%	42.02%	37.01%	37.00%	37.00%	37.00%
冶金过程分析系统 (%)	43.68%	43.31%	41.61%	39.41%	40.00%	40.00%	40.00%
其他行业过程分析系统 (%)	46.36%	45.42%	47.25%	42.66%	43.00%	43.00%	43.00%

来源: 国金证券研究所

- 主机及配件：伴随募投产能投产保持较为平稳增长。

图表18: 主机及配件盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主机及配件							
产销量							
产能 (台/套)	600	600	700	800	800	1130	1350
产能利用率(%)	107.67%	93.17%	112.71%	107.13%	110.00%	110.00%	110.00%
产量 (台/套)	646	559	789	857	880	1243	1485
销量 (台/套)	528	609	747	763	880	1243	1485
产销率(%)	81.73%	108.94%	94.68%	89.03%	100.00%	100.00%	100.00%
自用 (台/套)	269	335	438	423	484	684	817
直接销售 (台/套)	259	274	309	340	396	559	668
对外销售外购主机 (台/套)	82	106	126	157	150	200	250
单位价格							
平均销售单价 (万元/台套)	8.92	11.45	11.28	11.47	12.83	12.58	13.03
分析仪器主机 (万元/台套)	4.41	4.68	4.72	5.14	5.50	6.00	6.50
平均销售成本 (万元/台套)	4.98	5.64	5.06	5.01	5.64	5.62	5.86
分析仪器主机 (万元/台套)	2.73	2.77	2.58	2.65	2.86	3.12	3.38
营业收入							
销售收入 (万元)	3040.08	4349.27	4905.72	5699.89	7003.00	9556.10	11968.63
主机 (万元)	1504.26	1780.07	2053.46	2555.74	3003.00	4556.10	5968.63
备件 (万元)	1535.82	2569.20	2852.26	3144.15	4000.00	5000.00	6000.00
营业成本							
销售成本 (万元)	1698.07	2144.14	2202.50	2491.73	3081.56	4269.17	5383.69
主机 (万元)	929.28	1053.42	1121.52	1318.93	1561.56	2369.17	3103.69
备件 (万元)	768.79	1090.72	1080.98	1172.80	1520.00	1900.00	2280.00
毛利率							
毛利 (万元)	1342.01	2205.13	2703.22	3208.16	3921.44	5286.93	6584.94
主机 (万元)	574.98	726.65	931.94	1236.81	1441.44	2186.93	2864.94
备件 (万元)	767.03	1478.48	1771.28	1971.35	2480.00	3100.00	3720.00
毛利率(%)	44.14%	50.70%	55.10%	56.28%	56.00%	55.33%	55.02%
主机 (%)	38.22%	40.82%	45.38%	48.39%	48.00%	48.00%	48.00%
备件 (%)	49.94%	57.55%	62.10%	62.70%	62.00%	62.00%	62.00%

来源：国金证券研究所

- 系统改造及运维：我们假设 12 年公司系统改造收入为 2000 万元，13 年之后稳定在 3500 万元左右；运维方面公司年底可达到 1000 套左右的运维量，假设 13-14 年运维套数分别为 1500 套和 2000 套，保守假设年运维费用为 4 万元/套。

图表19: 系统改造及运营维护服务盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
系统改造及运营维护服务							
营业收入							
销售收入 (万元)	586.74	1748.84	2536.15	4177.43	6000.00	9500.00	11500.00
系统改造 (万元)	298.51	1251.62	1535.82	1690.80	2000.00	3500.00	3500.00
运营维护服务 (万元)	288.23	497.22	1000.33	2486.63	4000.00	6000.00	8000.00
营业成本							
销售成本 (万元)	263.92	845.67	1040.72	1866.87	2660.00	4225.00	5085.00
系统改造 (万元)	163.91	651.34	624.62	796.03	940.00	1645.00	1645.00
运营维护服务 (万元)	99.99	194.36	416.14	1070.74	1720.00	2580.00	3440.00
毛利率							
毛利 (万元)	322.82	903.17	1495.43	2310.56	3340.00	5275.00	6415.00
系统改造 (万元)	134.60	600.28	911.20	894.77	1060.00	1855.00	1855.00
运营维护服务 (万元)	188.24	302.86	584.19	1415.89	2280.00	3420.00	4560.00
毛利率 (%)	55.02%	51.64%	58.96%	55.31%	55.67%	55.53%	55.78%
系统改造 (%)	45.09%	47.96%	59.33%	52.92%	53.00%	53.00%	53.00%
运营维护服务 (%)	65.31%	60.91%	58.40%	56.94%	57.00%	57.00%	57.00%

来源: 国金证券研究所

盈利预测与估值

股票估值与定价

- 根据上述对于公司分业务的盈利假设, 我们上调了之前对于公司的盈利预测, 预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.830 元、1.193 元和 1.374 元, 同比分别增长 40.09%、43.71%和 15.16%。
 - 预计公司 2012-2014 年主营业务收入为 420.03 百万元、628.26 百万元和 735.67 百万元, 同比分别增长 28.13%、49.58%和 17.10%。
 - 预计公司 2012-2014 年归属于母公司所有者净利润分别为 114.14 百万元、164.03 百万元和 188.90 百万元, 同比分别增长 40.09%、43.71%和 15.16%。

投资建议

- 目前 A 股已上市公司中业务范围与公司类似的有聚光科技和先河环保两家, 并且考虑公司处于环保板块, 我们还选取了市场中重点相关环保公司作为参考, 综合考虑我们认为公司合理的估值区间应为 30x12PE 和 23x13PE。
- 公司目前股价对应 27x12PE 和 19x13PE, 我们认为公司 1-2 年内将充分受益于脱硝行业爆发带来的订单和业绩高弹性, 是典型的高订单弹性品种, 1-2 年内的增长确定性较高, 理应给予行业平均估值水平, 因此我们给予公司 30x12PE 和 23x13PE, 目标价 24.90-27.44 元。

图表20: 雪迪龙估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE		
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E
在线监测行业公司									
300137	先河环保	15.06	0.258	0.361	0.420	0.353	58.37	41.72	35.86
300203	聚光科技	15.42	0.392	0.515	0.652	0.785	39.34	29.94	23.65
	平均市盈率						48.85	35.83	29.75
环保行业重点公司									
000826	桑德环境	22.11	0.604	0.849	1.117	1.492	36.61	26.04	19.79
002672	东江环保	55.35	1.354	1.893	2.485	3.179	40.88	29.24	22.27
600388	龙净环保	25.47	1.179	1.450	1.664	1.894	21.60	17.57	15.31
300105	龙源技术	25.50	0.612	0.948	1.312	1.596	41.67	26.90	19.44
300172	中电环保	15.12	0.356	0.468	0.567	0.637	42.47	32.31	26.67
300055	万邦达	22.79	0.330	0.573	0.804	1.275	69.06	39.77	28.35
300187	永清环保	25.20	0.265	0.612	0.864	1.110	95.09	41.18	29.17
002340	格林美	13.38	0.208	0.327	0.478	0.685	64.33	40.92	27.99
300156	天立环保	13.37	0.264	0.528	0.733	0.948	50.64	25.32	18.24
300190	维尔利	22.37	0.488	0.804	1.038	1.255	45.84	27.82	21.55
	平均市盈率						50.82	30.71	22.88
	雪迪龙EPS			0.830	1.193	1.374			
	采纳市盈率							30.00	23.00
	相对估值结果			24.900	27.439				

来源: 朝阳永续, 国金证券研究所 注: 股价为6月25日收盘价

风险提示

- 业内竞争加剧, 导致公司产品毛利率下降的风险。
- 脱硝市场需求低于预期, 导致预期效益不能实现的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	252	300	328	420	628	736	货币资金	18	97	87	703	808	968
增长率		18.9%	9.2%	28.1%	49.6%	17.1%	应收款项	132	151	182	139	208	243
主营业务成本	-138	-156	-167	-214	-322	-381	存货	91	82	92	59	88	104
%销售收入	54.8%	52.0%	51.1%	50.9%	51.3%	51.8%	其他流动资产	11	5	6	23	34	40
毛利	114	144	160	206	306	355	流动资产	251	336	367	924	1,139	1,356
%销售收入	45.2%	48.0%	48.9%	49.1%	48.7%	48.2%	%总资产	89.9%	92.0%	84.6%	74.0%	78.1%	80.8%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-6	-7	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	25	26	27	275	262	256
营业费用	-21	-26	-29	-36	-53	-63	%总资产	9.0%	7.0%	6.2%	22.1%	18.0%	15.2%
%销售收入	8.3%	8.7%	8.8%	8.5%	8.5%	8.5%	无形资产	2	2	38	46	56	65
管理费用	-19	-68	-37	-48	-72	-85	非流动资产	28	29	67	324	319	323
%销售收入	7.6%	22.6%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%	%总资产	10.1%	8.0%	15.4%	26.0%	21.9%	19.2%
息税前利润 (EBIT)	72	48	91	119	175	201	资产总计	280	365	434	1,248	1,458	1,679
%销售收入	28.6%	15.9%	27.9%	28.2%	27.8%	27.3%	短期借款	0	20	8	0	0	0
财务费用	0	0	-1	14	16	19	应付款项	83	69	76	92	139	163
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.2%	-3.2%	-2.5%	-2.5%	其他流动负债	17	18	11	27	41	48
资产减值损失	-5	-3	0	-1	0	0	流动负债	101	107	95	120	180	211
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	101	107	95	120	180	212
营业利润	68	45	91	131	190	219	普通股股东权益	179	258	339	1,128	1,278	1,467
营业利润率	26.8%	14.9%	27.7%	31.3%	30.2%	29.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	2	4	3	3	3	负债股东权益合计	280	365	434	1,248	1,458	1,679
税前利润	68	47	95	134	193	222	比率分析						
利润率	27.1%	15.6%	28.9%	32.0%	30.7%	30.2%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-10	-12	-13	-20	-29	-33	每股指标						
所得税率	15.2%	26.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	2.904	0.334	0.790	0.830	1.193	1.374
净利润	58	34	81	114	164	189	每股净资产	8.936	2.500	3.291	8.205	9.298	10.672
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.308	0.567	0.367	1.546	0.909	1.282
归属于母公司的净利润	58	34	81	114	164	189	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	23.0%	11.5%	24.9%	27.2%	26.1%	25.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	32.50%	13.37%	24.02%	10.12%	12.83%	12.88%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	20.77%	9.45%	18.77%	9.15%	11.25%	11.25%
净利润	58	34	81	114	164	189	投入资本收益率	34.29%	12.61%	22.61%	8.94%	11.61%	11.63%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	7	5	4	8	14	17	主营业务收入增长率	33.46%	18.94%	9.21%	28.13%	49.58%	17.10%
非经营收益	-1	0	1	-2	-3	-3	EBIT增长率	42.86%	-34.16%	91.87%	29.94%	47.13%	15.07%
营运资金变动	-70	-21	-48	92	-50	-26	净利润增长率	34.23%	-40.66%	136.39%	40.09%	43.71%	15.16%
经营活动现金净流	-6	19	38	213	125	176	总资产增长率	23.20%	30.45%	19.00%	187.50%	16.84%	15.17%
资本开支	1	-4	-41	-262	-6	-17	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	129.8	136.5	132.2	75.0	75.0	75.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	231.2	201.2	189.6	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	1	-4	-41	-263	-6	-17	应付账款周转天数	75.8	51.7	59.2	30.0	30.0	30.0
股权募资	0	21	0	675	-14	0	固定资产周转天数	36.2	31.1	29.7	138.9	114.1	104.3
债权募资	-5	20	-12	-8	0	1	偿债能力						
其他	0	-37	20	0	0	0	净负债/股东权益	-9.84%	-29.97%	-23.35%	-62.32%	-63.23%	-65.94%
筹资活动现金净流	-5	4	8	666	-14	1	EBIT利息保障倍数	-441.0	236.7	170.8	-8.8	-11.0	-10.8
现金净流量	-10	19	5	616	105	160	资产负债率	36.08%	29.32%	21.84%	9.61%	12.33%	12.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	3	3	3
增持	2	2	2	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.50	1.46	1.47	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-17	增持	19.33	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B