

环保行业

雪迪龙 (002658)

维持

报告原因：调研简报

脱硝监测需求爆发，脱硫监测进入更换期

增持

2012年9月4日

公司研究/调研简报

市场数据：2012年9月4日

总股本/流通股本(亿股)	1.37 / 0.28
收盘价(元)	21.21
流通市值(亿元)	5.94

基础数据：2012年6月30日

资产负债率	21.84%
毛利率	48.92%
净资产收益率(摊薄)	27.3%

相关研究

《雪迪龙(002658) 调研简报-火电脱硝监测需求爆发，积极拓展新领域——(买入)》2012年5月29日

《雪迪龙(002658) 跟踪报告-受益于脱硝改造，四季度是业绩爆发期(增持)》2012年8月15日

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

投资要点：

① **脱硝业务下半年是业绩及合同的高峰期。**公司脱硝监测上半年确认收入并不多，预计下半年确认是上半年的2倍。进入3季度招标的明显增多，预计3-4季度是合同高峰期。脱硝业务未来的实施主体与脱硫业务基本相同，即专业的环保公司，公司与国内主要环保公司建立了良好的关系，公司在脱硫领域的市场份额约为30%，预计未来在脱硝领域的份额在30%以上，我们在之前的调研简报中也分析了国控脱硝监测的市场容量，预计在25亿左右，预计在未来3年内实施完毕，对应公司的业绩年均在2.5亿左右，是公司未来烟气监测的增量业务，而公司2011年燃气监测部分的收入仅1.74亿元。

② **城市燃煤锅炉脱硝业务有望推进，大型电厂脱硫监测即将进入更换期。**截至“十一五”末，我国累计建成运行5.65亿千瓦燃煤电厂脱硫设施，全国火电脱硫机组比例从2005年的12%提高到80%，主力电厂脱硫空间不大。“十二五”期间，我国将加大节能减排的控制力度，二氧化硫排放总量下降8%，要完成“十二五”二氧化硫总量降低8%的要求，城市供暖小锅炉也需要安装脱硫设施，预计未来20蒸吨以上的锅炉全部实现炉外脱硫。由于供热锅炉数量较多，如果安装脱硫烟气监测，未来市场容量也巨大。脱硫监测设施的使用寿命远低于脱硫设施本身，预计使用寿命在5年左右，而第一批脱硫设施上马是“十一五”末，马上第一批脱硫监测设施进入更换期，而公司在国控的大型电力公司脱硫设施的市场份额约30%，未来更换市场采用原有厂家设备的概率较大，公司脱硫监测有望受益于此。考虑到脱硫烟气监测系统未来的更换市场，公司脱硫烟气监测业务“十二五”不会出现大规模萎缩，我们预计仍有望保持5%—10%的稳定增长。

③ **非电领域环保成为燃气监测远期业绩增长点。**目前我国在水泥、钢铁等行业的环保投资仍未开始。以水泥为例，国内安装脱硫设施的仅20%，脱硝设施基本没有安装，随着国家环保政策的严格，在水泥、钢铁等领域的环保设施的投资力度增大，这将成为公司产品的另外的重要市场。

④ **积极开拓新领域，受益于环保监测广度及深度的提高。**公司目前主要业务在烟气业务监测，未来公司将拓展至污水监测、大气监测等领域，目前相关产品储备已经完成，已经具备PM2.5监测和污水监测的能力。此外，公司也考虑通过并购的措施延伸至其他产品领域。而我们认为我国的环保事业才刚刚开始，环保监测的深度和广度都不够，未来有望进一步加深，而公司作为环保监测设备公司有望充分受益于此。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

④ **公司有别于其他脱硫脱硝类环保公司，业绩更具备持续性。**公司的业务虽然都受到脱硫脱硝政策的影响，但公司有别于其他脱硫脱硝内公司，业绩更具备持续性。主要有以下几点原因：1、脱硝监测设备的使用寿命远小于脱硫设施，更换周期较短，预计监测类设备的更换周期为 5 年，而脱硫工程的更换周期在 20 年；2、随着环保要求的提高，未来城市供暖小锅炉也需要安装脱硫设施，但其对造价较为敏感，主体工程投资可能较大幅度减少，但监测设备的数量较为刚性；3、脱硫监测与脱硝监测设备技术基本同源，设备基本成熟，竞争格局也较为清晰，不存在恶性竞争的情形；4、监测领域在大气、水务等的技术同源性相对较近，公司拓展其他领域监测业务的可能性较大。

⑤ **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2012-2013 年业绩分别为 0.87、1.08 元，对应目前市盈率为 24、19 倍，脱硝烟气监测业务有望在 4 季度爆发且“十二五”期间有望持续增长，此外公司积极开拓其他环保监测领域，公司较其他大气环保公司更具业绩持续性，综合考虑维持公司“增持”的投资评级。

⑥ **投资风险。**脱硝烟气监测市场份额低于预期；竞争激励毛利率降低；其他环境监测领域的进度持续低于预期。

表 1：盈利预测假设（单位：万元）

报告期	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
系统产品-环境监测系统	17,849.55	18,012.57	23416.341	32782.877
系统产品-工业过程分析系统	4,725.96	4,891.10	5380.21	5918.231
主机及备件	4,905.72	5,699.89	6839.868	8207.8416
系统改造及运营维护服务	2,536.15	4,177.43	5848.402	8187.7628
营业收入增速				
系统产品-环境监测系统	9.81%	0.91%	30%	40%
系统产品-工业过程分析系统	65.27%	3.49%	10%	10%
主机及备件	12.79%	16.19%	20%	20%
系统改造及运营维护服务	45.02%	64.72%	40%	40%
毛利率				
系统产品-环境监测系统(%)	46.41%	47.79%	47.50%	47.50%
系统产品-工业过程分析系统(%)	40.59%	39.05%	39.00%	39.00%
主机及备件(%)	55.10%	56.28%	55.00%	55.00%
系统改造及运营维护服务(%)	58.96%	56.10%	56.00%	56.00%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E



营业收入	30,017.38	32,781.00	41484.821	55096.713
营业收入增速	18.94%	9.21%	26.55%	32.81%
营业成本	15,615.68	16,744.72	21226.745	28117.276
毛利率	47.98%	48.92%	48.83%	48.97%
营业税金及附加	255.82	292.39	370.02	491.43
销售费用	2,599.56	2880.13	3644.85	4840.78
管理费用	6,788.08	3734.00	4725.43	6275.93
财务费用	20.1	53.46	(2500.00)	(2000.00)
资产减值损失	257.53	(19.77)	0.00	0.00
营业利润	4,480.60	9096.06	14017.78	17371.29
营业外收入	208.8	412.51	0.00	0.00
营业外支出	7.53	32.15	0.00	0.00
利润总额	4,681.87	9476.42	14017.78	17371.29
所得税	1,235.30	1328.92	2102.67	2605.69
净利润	3,446.57	8147.50	11915.11	14765.60
少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	3,446.57	8,147.50	11915.111	14765.599
每股收益:	0.25	0.59	0.87	1.08
每股收益增速	-40.66%	136.39%	46.24%	23.92%

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。