

2012年09月21日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 26.30RMB

公司基本资讯

产业别	仪器仪表
A 股价(2012/9/21)	21.00
深证成份指数(2012/9/21)	8201.53
股价 12 个月高/低	24.65/18.60
总发行股数 (百万)	137.47
A 股数 (百万)	34.38
A 市值 (亿元)	7.22
主要股东	敖小强 (66.67%)
每股净值 (元)	7.40
股价/账面净值	2.84
	一个月 三个月 发行价
股价涨跌(%)	-2.14 -8.93 -4.37

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

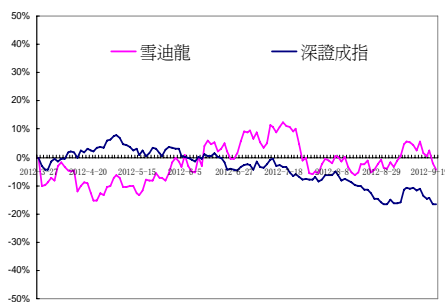
产品组合

环境监测系统	57%
工业过程分析系统	13%
主机与备件	21%
系统维护与改造	9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	22.52%
券商	1.6%
阳光私募	1.5%

股价相对大盘走势



雪迪龙(002658.SZ)

首次评级 Buy/买入

烟气监测龙头，静候脱硝市场爆发

结论与建议：

近期我们调研了公司，与管理层就烟气监测行业与公司各项具体业务发展进行了深入交流。公司是国内烟气监测仪器成套设备主要供应商，下游主要面对电力行业，在电力脱硫市场占有率达 30%左右，居行业首位。未来随着国家对大气治理排污标准的提高与环保第三方经营维护市场的兴起，公司有望凭借行业积累及营销管道优势，迎来快速发展机遇。

预计公司 2012、2013 年分别实现营收 4.06 亿元(YOY+23.7%)、5.43 亿元(YOY+33.9%)，实现净利润 1.03 亿元(YOY+25.9%)、1.44 亿元(YOY+40.1%)，EPS0.75、1.05 元，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 30X、21X，考量行业景气度及公司业绩爆发力，并参考行业平均市盈率，首次评级给予“买入”建议，目标价 26.00 元(对应 2013 年动态 PE 25X)。

- **专注于烟气排放检测领域，成为国内领军企业之一：**公司是专业从事分析仪表、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。产品业务主要覆盖在环境与工业分析过程系统产品、主机与配件及第三方环保运营，经历十年历程，公司已成为国内仪器监测行业的领军企业之一。
- **产品性能与管道优势，铸就环保监测领域龙头地位：**公司作为行业领军企业，核心竞争力来自哪里？我们认为产品性能与管道是关键。产品性能方面，公司烟气排放系统在标定杂质去除及系统稳定性方面表现优异，而这两项是评价环保监测仪器品质的关键；管道方面，公司与国内环保工程公司前二十家厂商均有合作关系，通过与客户合作，公司在电厂脱硫监测领域市占率达 30%，位居行业第一位。由于环境监测系统采取与环保工程公司联合招标模式进行销售，因此与工程公司的合作至关重要。正是上述优势铸就了公司的行业龙头地位。
- **脱硝市场爆发与第三方运维服务是未来主要增长点：**公司未来成长性来自哪里？首先，环境监测业务中，脱硫 CEMS 系统维持稳定，而脱硝市场进入爆发期，预计未来三年脱硝 CEMS 系统销售量分别达到 290、1016、840 套，较 2011 年 137 套大幅增加，带动公司环境监测业务收入大幅增长；其次，第三方系统改造与维护领域，公司具有品牌与存量市场优势，目前公司监测系统市场保有量达 4000 套，以每套 4~5 万元/年的维护费用来看，公司潜在市场容量达 2.0 亿元/年，目前公司运维服务约 400 套，预计年底运 1000 套左右，未来成长性值得期待。
- **调试工程师队伍扩充迎接市场爆发：**公司产品以外协加工和现场组装方式生产，产量可以快速提升。由于公司产品需要调试成功后才确认收入，因此真正影响公司业绩释放的是现场安装调试的工程师队伍规模。目前公司现场调试工程师 200 多人，预计未来几年每年新增 100 人，为将来市场需求的爆发做了充分的准备。
- **毛利率稳定，费用率趋降：**近年来，公司凭借严格控制成本，毛利率稳中有升。受益于行业竞争格局稳定与成本控制优势，且未来高毛利服务型业务比重上升，毛利率仍维持较高水准；公司与工程总包商进行联合招标的模式使得销售费用率较低，上市后资金利息收入有效降低公司财务费用率，未来费用率稳中趋降。
- **盈利预测：**预计公司 2012、2013 年实现净利润 1.03 亿元(YOY+25.9%)、1.44 亿元(YOY+40.1%)，EPS0.75、1.05 元，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 29X、20X，参考行业平均市盈率，首次评级给予“买入”建议，目标价 26.30 元(对应 2013 年动态 PE 25X)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	58.08	34.47	81.47	102.58	143.72
同比增减	%	34.23%	-40.65%	136.35%	25.91%	40.10%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.424	0.252	0.595	0.749	1.049
同比增减	%	34.23%	-40.65%	136.35%	25.91%	40.10%
A 股市盈率(P/E)	X	50.71	85.45	36.15	28.71	20.49
股利(DPS)	RMB 元	-	-	0.150	0.200	0.200
股息率(Yield)	%	#VALUE!	#VALUE!	0.70%	0.93%	0.93%

公司概况

公司成立于 2001 年 9 月，是专业从事分析仪器表、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。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，主要产品包括分析仪器及配套产品、环境线上监测系、工业过程线上分析系统及环保运维服务。

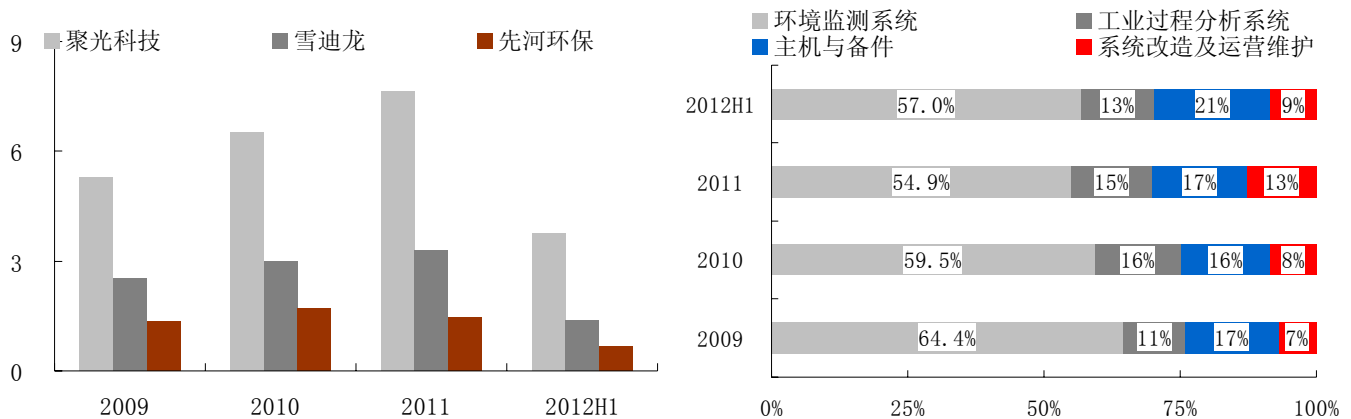
公司产品主要用于电力、石化、化工等行业的污染源线上监测和工业过程线上分析，并向客户提供量身定制的分析检测、系统应用和自动控制、运行维护等综合解决方案。经过近 10 年发展，公司已经发展为行业内领军企业之一，目前收入规模在行业属第二。

从收入结构看，以脱硫脱硝烟气线上监测(CEMS)为主的环境监测系统(分析仪器主机+处理系统)收入占比达 60%左右；工业过程分析系统(在生产过程中对成分进行检测以保障产品质量与生产安全)收入在 15%左右，主要运用于化肥、水泥与钢铁等行业；另外公司主机(分析仪器)与维护所需备件也在上述业务的带动下，近年来稳定在 20%左右的规模；而由环保部门与排污企业双方共同推动的监测系统运维服务近年来呈现逐渐上升趋势，收入占比达 10%以上。

图表一：公司与主要竞争对手收入比较

单位：亿元 图表二：公司各项业务收入结构

单位：%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/09)

资料来源：公司公告 群益证券(2012/09)

产品性能与管道构建核心竞争优势

公司成为行业第二领军企业，核心竞争因素来自：产品性能优异、技术层次广与良好的下游合作管道。

产品性能方面看，公司主机仪器在信号处理、抗噪音、抗干扰方面性能优异，尤其在烟气监测的标的杂志处理表现优异，而能否成功去除检测标的的杂质，对检测结果的准确性起决定性作用。另外，公司系统集成能力强，而一般仪器制造企业在系统集成稳定性方面差距较大，这是公司作为领军企业与一般企业的显著差别。

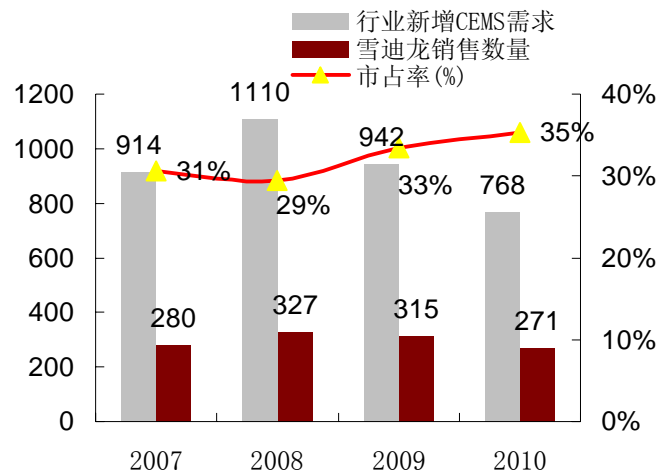
管道方面看，国内前二十大环保工程公司均是公司的客户，通过这些客户，公司在电力脱硫行业市占率达 30%以上，居行业首位。由于环境监测产品是通过与环

保工程公司联合招标而实现销售，因此下游管道的优势也是公司顺利崛起的关键。

图表三：公司 09-11 年前五大客户情况

单位元：万元 图表四：行业新增需求与雪迪龙市占率情况

	2009	2010	2011
北京博奇	1161.03		
国电龙源	1089.36	1366.47	492.47
中电投远达环保	1034.92	832.39	430.72
凯迪电力环保	774.97		
南京盛唐控制	600.71		
华电工程		548.53	1305.9
华泰泽瑞环境		529.91	
上海龙净环保		429.32	
西门子(中国)			2325.71
中电投贵州金元			491.02
合计	4660.99	3706.62	5045.82
占收入比例 (%)	18.47%	12.35%	15.39%



资料来源：公司招股说明书，群益证券(2012/09)

资料来源：《CEMS 十年总结》群益证券(2012/09)

注：雪迪龙火电行业新增需求数量为调研获得的预估值)

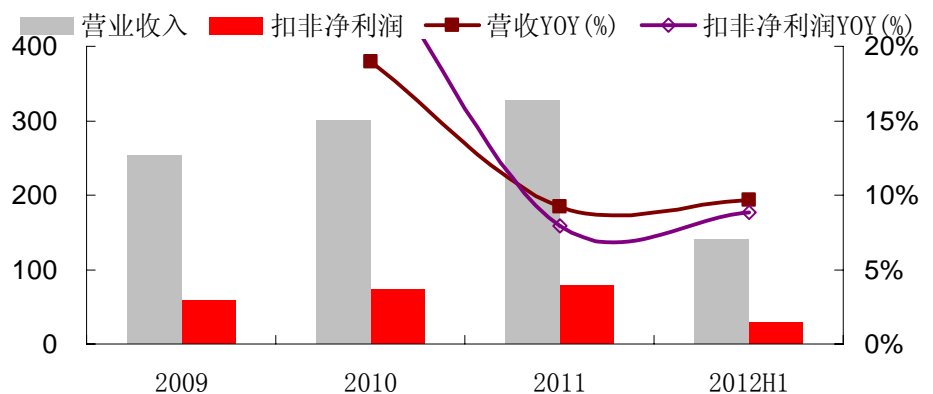
营运分析

近年来，公司处于平稳发展阶段。H1 公司实现营收 1.40 亿元(YOY+9.7%)，净利润 0.29 亿元(YOY+8.2%)，发展较缓主要与收入季节性因素相关，公司业绩释放期主要在下半年。

展望未来，随着国家对环保治理的强制性政策出台(见表 1)，国内环保产业步入快速发展阶段，公司环境监测系统与环保运维业务有望迎来爆发式成长机遇，带动公司进入新一轮成长快车道。

图表五：公司近年来营收与利润走势图

单位：百万元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/05)

表 1：史上最严火电大气污染排放标准详情

单位：mg/m3

转化设施	污染项目	适用条件	极限值排放对比	
			GB2011	GB2003
1 燃煤锅炉	烟尘	全部	30	50/100/200
	SO ₂	新建 改造	100/200 200/400	400/800/1200

	NO _x	全部	100/200	450/650/1100
	汞化合物	全部	0.03	NA
	烟尘	全部	30	50
2 以油为燃料锅炉或燃气轮机组	SO ₂	新建	100	400/800/1200
		改造	200	
		新建	100	200
	NO _x	改造	200	
	燃气轮机组	120	150	
	烟尘	全部	5	NA
3 以气为燃料锅炉或燃气轮机组	SO ₂	天然气	10	NA
		其他气体	35	NA
		天然气锅炉	100	NA
		其他气体锅炉	50	80
	NO _x	天然气轮机组	200	NA
		其他气体燃气机组	120	NA

资料来源：环保部 群益证券整理(2012/09)

环境监测系统领域, 脱硫监测步入稳定发展期, 未来每年新接订单约保持在 600~700 台的规模

脱硫 CEMS 系统在更新需求推动下, 未来保持平稳

公司环境监测系统产品以烟气排放(电厂脱硫脱硝)线上监测系统(CEMS)为主(占比达 95%以上), 产品分为代理的西门子仪器监测系统和自主生产的监测系统, 目前两者销售比例各占 50%左右。从销售价格(不含税价)来看, 西门子监测系统价格 25 万元/套, 而公司自主生产仪器系统为 20 万元/套。

2011 年公司销售 CEMS748 台, 其中脱硫监测系统 651 台(占 87%), 脱硝 CEMS 系统 97 台。我们认为, 未来来自脱硫领域烟气在线监测系统收入规模有望维持稳定, 主要因素如下:

一方面, 随着 30 万千瓦发电机组锅炉脱硫的结束, 由于排放标准的提高, 未来 20 万千瓦机组脱硫也已提上日程, 而钢铁行业约 400 台烧碱机脱硫也有望于十二五期间启动; 另一方面, 由于 CEMS 系统寿命普遍在 5 年左右, 我国火电行业脱硫始于十一五期间, 目前正是进入脱硫行业的更新周期。公司十一五期间累计销售 CEMS 系统达 3000 台左右, 按五年更新周期, 每年约 600 台需更新, 再考量一些新增订单, 因此预计未来几年新接脱硫 CEMS 系统在 600~700 台/年。

强制政策的出台, 火电脱硝兴起, 未来两年公司烟气监测仪器进入爆发式增长期

火电脱硝在“十二五”期间爆发, 脱硝 CEMS 需求将出现爆发式增长

首先, 我国氮氧化物排放控制面临严峻局面, 强制性政策将实施。根据《中国环境公报 2011》披露的数据, 2011 年全国 NO_x排放量 2404 万吨, 同比上升 5.7%, 排放量不降反升, 没有完成年初预定下降 1.5% 的目标。而根据国家“十二五”规划纲要, 到 2015 年, 全国 NO_x排放量要较 2010 年下降 10%。

目前, 阻碍脱硝进展的因素主要是试行的脱硝电价(0.8 分/千瓦时)未能有效补偿脱硝成本(1.1~1.3 分/千瓦时), 正式脱硝电价(预计在 1.2 分/千瓦时)年底将出台, 随着补偿到位, 明年开始进入火电脱硝的爆发期。由于脱硝工艺较复杂, 单台火电机组需要 4~6 套 CEMS 系统, 较脱硫 2 套仪器增加 1~2 倍, 因此脱硝 CEMS 系统需求可观。

由于新增火电机组脱硝设施同步在建, 且脱硝程度较高, 因此我们主要考虑存量火电机组的脱硝情况。截止 2011 年底, 我国投运的脱硝火电机组占比 16.4%, 我们预计到“十二五”末这一比例能达到 80%, 目前我国火电机组约 7.9 亿千瓦, 按单台机组平均容量 35 万千瓦计算(电监会 2011 年资料), 2012-2014 年火电行业新增脱硝监测仪器分别为 970、3400、2800 套, 公司按 30%市占率计算, 分别为 291、1016、846 套, 较 2011 年 137 套呈现爆发式增长。

根据公司上半年资料, H1 公司脱硝 CEMS 确认收入 97 套, 而去年全年确认 137 套, 目前在手脱硝订单约 340~350 台, 脱硝 CEMS 系统已经有启动态势。

表 2: 脱硝 CEMS 订单预测

	2011	2012E	2013E	2014E
火电机组总容量 单位: 万千瓦	79000			
累计脱硝机组比例: %	16.40%	25%	55%	80%
累计脱硝机组容量: 万千瓦	12,956	19,750	43,450	63,200
新增火电脱硝容量:		6,794	23,700	19,750
火电脱硝机组台数(台)=新增脱硝容量/35		194	677	564
脱硝监测仪器: 按每台需 5 套计算		970	3,386	2,821
雪迪龙销售量: 套(市占率: 30%)	137	291	1,016	846

资料来源: 群益证券

表 3: 公司环境监测 CEMS 系统收入及预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E
脱硫监测台数			611	650	650
脱硝监测台数			137	290	1016
销售台数(台)	699	774	748	940	1,666
销售单价(万元/台)	23.21	22.67	23.26	23.00	23.00
CEMS 收入(万元)	16,222.61	17,543.74	17,400.19	21,620.00	38,318.00
收入 YOY(%)		8.1%	-0.8%	24.3%	77.2%

数据来源: 公司公告 群益证券(2012/09)

运营维护领域, 公司存量市场潜力很大

公司凭借销售 CEMS 系统的存量市场及品牌影响力, 运营维护服务发展潜力大

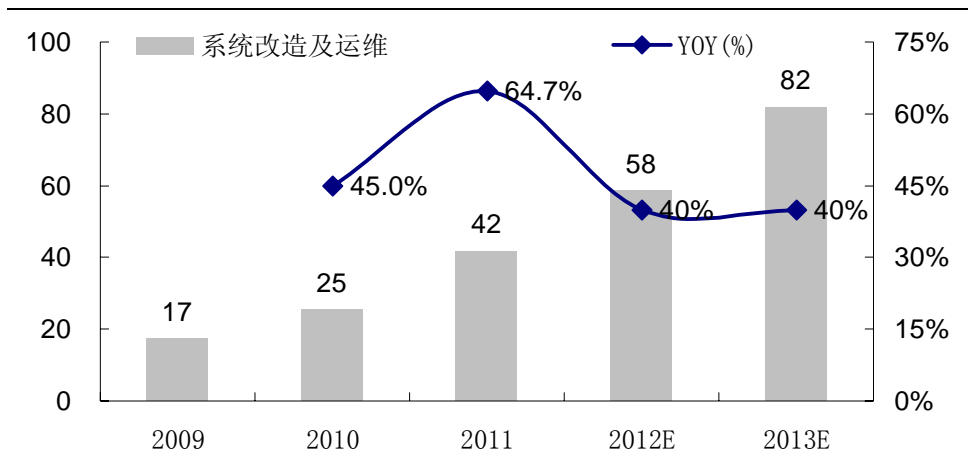
环保运营维护是指环保部门、排污企业委托具有资质的公司对环境监测系统进行统一的维护和运营管理。由于排污企业缺乏足够的专业技术人员以及相关设备的易损件、耗品, 环境监测系统维护成本高、难度大, 将系统维护任务交予第三方(往往是生产商), 可以有效解决设备供应商与排污用户之间互相推诿、系统故障不能及时处理的问题, 保证监测系统正常运行, 提高环保部门监管效率。

目前公司该项业务收入规模为 1400~1500 万元/年, 未来第三方维护的推广是大势所趋, 公司作为设备生产商, 了解运营与维护监测仪器的特点, 具有天然优势。

截止 2011 年底, 公司销售在外的 CEMS 系统 4000 多套, 每套维护费用大概 4~5 万元/年, 这一块存量市场就有 2.0 亿元左右。公司预计今年底, 运营维护服务能达到 1000 套/年左右, 未来几年内这一块业务规模达 1.0 亿元/年可以预期。

图表九: 公司运维服务发展快速

单位: 百万元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/05)

工业过程分析系统稳发展

工业过程分析系统用于业生产流程中关键组份的成份分析和测量，为节能减排、工艺流程优化，保障产品品质及安全控制等提供即时资料。下游有建材、化工、空分及冶金行业。

但从发展驱动因素来看，工业过程分析系统的发展主要来源于企业出于改善品质而自主采用来驱动，政策强制性推动性较小，因此发展呈现平稳状态。预计未来两三年保持 10%~20%的平稳发展状态。

人员扩充迎接市场需求的爆发，在手订单约 5.0 亿元，保障全年业绩

公司产品主要以成套系统和主机备件形式销售，而生产以原材料外协采购与现场组装完成，只要产品研发设计完成，产能可以快速放大。但公司产品安装处在脱硫脱硝工期末端，且需要经过调试合格后才能确认收入，因此真正影响公司规模扩大的障碍来自于现场调试人员的规模。目前，公司现场调试工程师 200 多人，为迎合未来市场爆发，公司计画每年新招聘调试工程人员 100 人/年，为市场需求的爆发做好准备。

目前公司在手订单约 5 亿元，其中环境监测订单约 4.0 亿元，工业分析过程系统大约 7000~8000 万元，主机与备件大约 3000 万元，在手订单确保了公司未来业绩的成长性。

财务分析：高毛利率维持，费用率稳中趋降

近年来公司综合毛利率平稳上升，主要是由于收入占比最大的环境监测系统毛利率逐年上升和毛利率较高的备件、系统改造和运营服务收有所上升。根据我们前面的分析，公司未来业务增长的主要来源就在于环境监测领域的脱硝 CEMS 系统与毛利率高的运维服务领域，这两块业务维持高毛利率的概率很高。

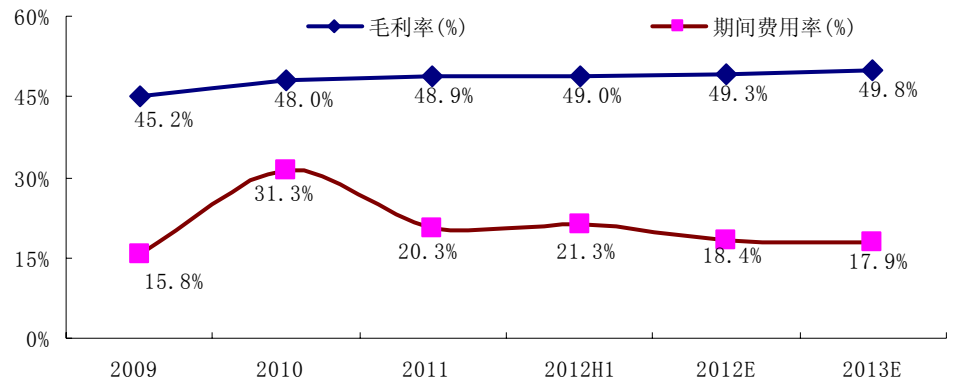
其一，脱硝行业竞争格局好于脱硫行业。脱硫是我国大气污染治理第一个污染物，行业竞争经历从蓝海到红海的拼杀。而脱硝行业则是基于脱硫行业基础之上，前二十大工程环保工程公司占据整个行业基本在 80%以上，行业竞争基本稳定。

其二，公司运维服务毛利率高达 70%，未来随着运维服务行业规模的扩大，单台维护费用会有所降低，但公司维护成本很小，高毛利率仍可维持。

费用率上看，由于公司系统产品销售主要以配合工程公司联合招标形式出售，因此公司销售费用率较低。2010 年公司费用率飙升是由于公司内部股权转让增加管理费用 3900 万元导致。未来，由于向外销售主机与配件销售规模增加，公司销售费用率会有所上升，但公司募投资金利息收入带动公司财务费用率下降，综合因素考量，费用率处于稳中有降趋势。

图表十：公司毛利率、费用率走势及预估

单位：%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/09)

盈利预测：

综合分析，公司作为环保仪器监测行业领军企业之一，产品技术过硬，管道优势明显。随着国内环保产业进入快速发展期，公司烟气监测领域与第三方运维业务带动公司业绩高速增长。

预计公司 2012、2013 年分别实现营收 4.06 亿元(YOY+23.7%)、5.43 亿元(YOY+33.9%)，实现净利润 1.03 亿元(YOY+25.9%)、1.44 亿元(YOY+40.1%)，EPS0.75、1.05 元，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 30X、21X，考量行业景气度及未来公司业绩的爆发力，并参考行业平均市盈率，首次评级给予“买入”建议，目标价 26.30 元(对应 2013 年动态 PE 25X)。

表：行业估值比较

	EPS			PE		
	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
聚光科技	0.41	0.52	0.64	44	29	24
先河环保	0.26	0.33	0.40	69	37	31
雪迪龙	0.59	0.75	1.05	36	27	21
平均值						25

=预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	252	300	328	406	543
经营成本	106	106	106	206	273
营业税金及附加	2	3	3	4	5
销售费用	21	26	29	47	56
管理费用	19	68	37	47	59
财务费用	-0	0	1	-19	-18
资产减值损失	5	3	-0	6	5
投资收益	-	-	-	-	-
营业利润	68	45	91	115	163
营业外收入	1	2	4	4	6
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	68	47	95	120	169
所得税	10	12	13	17	25
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	58	34	81	103	144

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	18	97	87	650	600
应收帐款	128	146	176	194	233
存货	91	82	92	106	125
流动资产合计	251	336	367	1,009	1,017
长期投资净额	-	-	-	-	-
固定资产合计	25	26	27	35	40
在建工程	-	-	0	75	50
无形资产	28	29	67	110	100
资产总计	280	365	434	1,119	1,117
流动负债合计	101	107	95	100	100
长期负债合计	-	-	-	-	-
负债合计	101	107	95	100	100
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益合计	179	258	339	1,019	1,017
负债和股东权益总计	280	365	434	1,119	1,117

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	-6	58	38	17	36
投资活动产生的现金流量净额	1	-4	-41	-89	-55
筹资活动产生的现金流量净额	-5	4	8	650	-15
现金及现金等价物净增加额	-10	59	5	578	-34

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。