

雪迪龙(002658.SZ) 环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

联系人
 邬煜
 (8621)61038200
 wuyu@gjzq.com.cn

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

13年确定性高的弹性品种，目前股价被低估

事件：近期公司股价随中小股票调整跌幅过大

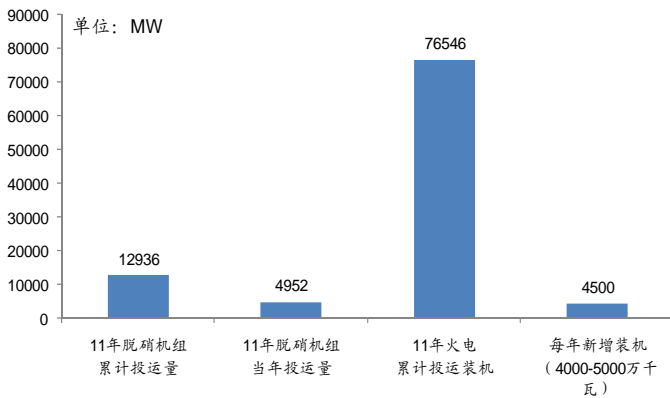
- 本周内，伴随整个创业板和中小板块的大幅下跌，公司股价也被拖累下跌 15%以上，究其原因，我们认为在整个市场活跃性下降的过程中，买盘不足，而市场对于脱硝行业以及公司 12 和 13 年业绩的确定性不足导致只能以下跌来消化卖盘，从而导致公司股价大幅下跌。
- 以下点评我们将分别从行业和公司的确定性来阐述公司目前股价被低估。

我们的点评与分析

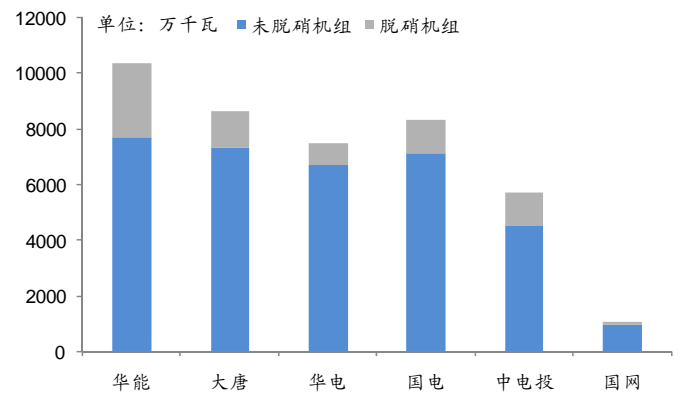
行业层面-1：13年脱硝的确定性带来较高的业绩弹性

- **确定性高：**“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%。
 - ◆ 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。
 - 1) 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。
 - 2) 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。
- **弹性大：**截至 11 年底，我国累计投运的脱硝机组容量约 1.29 亿千瓦，当年火电装机达 7.87 亿千瓦，未改造的存量市场巨大，而按照脱硝的时间表，目前距离脱硝期限不足 2 年，因此巨大的存量市场短期内集中释放将带来订单的高弹性。
 - ◆ 截至 11 年底，五大发电集团和国网的累计脱硝机组投运量仅占其火电装机的 17.70%，其中占比最大的华能仅占 26.16%，尚有巨大的存量机组改造空间。
 - ◆ 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。

图表1: 截至 11 年我国脱硝机组投运情况



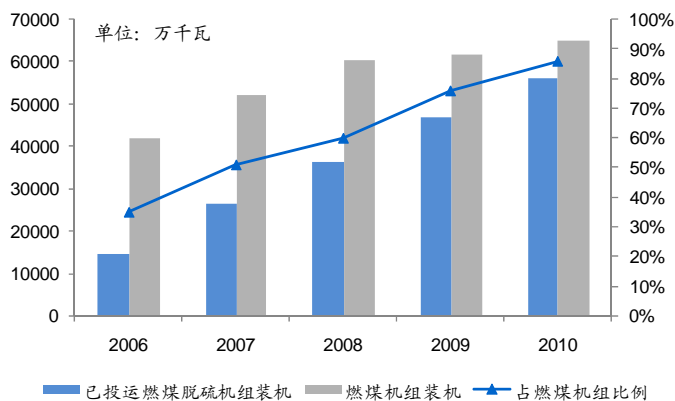
图表2: 截至 11 年发电集团脱硝机组投运情况



来源: 环保部, 国金证券研究所

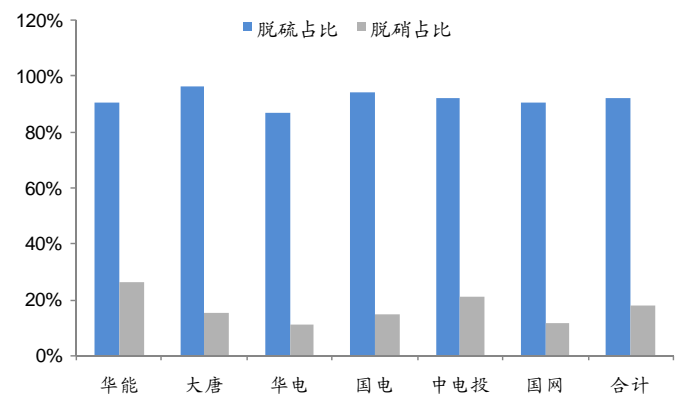
- 作为脱硝确定性强和高弹性的例证, 我们可以对比“十一五”期间脱硫行业的发展, 在总量控制标准的强制约束下, “十一五”期间, 全国脱硫机组占比较之前有了大幅提升, 脱硝机组由于没有强制要求, 导致其推广进度远低于脱硫。
- ◆ 截至“十一五”末, 全国烟气脱硫机组约占全国煤电机组比例达到 86%, 较 2005 年大幅提高 72 个百分点。
- ◆ 截至 2011 年, 五大发电集团和国网的累计脱硝装机占其火电装机比例已达到 92.04%, 而尚未执行强制要求的脱硝仅占 17.70%。

图表3: “十一五”期间脱硫机组占比大幅提升



来源: 环保部, 国金证券研究所

图表4: 截至 11 年发电集团脱硫和脱硝机组占比比较



行业层面-2: 脱硝电价确定有助于加快脱硝进程

- 近期, 据中证报消息, 去年底在 14 个省份开始试行的火电厂新建机组加装脱硝设施给予度电 0.8 分的电价补贴明年有望推广至全国, 同时有关部门明年可能在全国范围内对火电厂存量机组脱硝改造给予度电 1.1 分的电价补贴。
- 我们认为若该项措施正式执行, 明年在全国范围内将执行统一的脱硝电价政策, 即新增脱硝机组度电补贴 0.8 分、存量改造机组度电补贴 1.1 分, 这同时也宣告了巨大的存量脱硝市场正式启动, 相关企业也将进入订单的快速释放期。

市场可能的疑问?

- 市场可能会存在疑问, 按照电监会年初的调研测算, 对于存量机组度电补贴 1.1 分可能仍不能完全覆盖部分电厂的脱硝成本 (根据电监会年初对于重点省份的调研测算结果, 同步建设脱硝设施的单位总成本约为 1.13 分/度, 技改加装脱硝设施的单位总成本约为 1.33 分/度), 是否会影响电厂的积极性。

- 我们认为，脱硝作为总量性控制指标，并且规定了截至的时间点，具有较高的政治强制性，在补贴政策尚未落地时，电厂尚可以利用工程进度为筹码与政策制定部门进行博弈，但是**如果脱硝电价靴子落地，无论是否上调，届时对于电厂（尤其是五大发电集团所属）来讲，在限定的时间内完成脱硝任务将是首要解决的问题，因此我们认为只要电价最终确定，脱硝将快速进入订单释放期，对于电厂的积极性影响不大。**

公司受益脱硝行业爆发明显，今年确定性高，目前股价被低估

- 雪迪龙将显著受益于脱硝行业爆发带来的高弹性这一逻辑我们之前已经阐述：因为在“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%-40%，考虑到脱硫和脱硝市场的客户重合度很高，我们判断公司在脱硝市场启动后也将享受同样的市场地位和占有率。
- 目前市场普遍关心的是公司订单情况，通过我们对于公司前三季度的经营情况以及行业内招投标的统计，参考公司的市场占有率，我们认为公司目前在手订单充足，足以支撑 13 年的高增长。

图表5：雪迪龙 12-13 年订单预测

业务	12年预计新签订单	12年预计确认订单	13年预计新签订单	13年预计确认订单
脱硫CEMS设备	1.2-1.3亿元	1.6-1.7亿元	略有增长	保持持平
脱硝CEMS设备	1.8-2.0亿元	0.7-0.9亿元	2.5-3.0亿元	2.0-2.1亿元
工业过程分析	0.6-0.7亿元	0.5-0.6亿元	10%增长	10%增长
主机	0.35-0.40亿元	0.35-0.40亿元	0.35-0.40亿元	0.35-0.40亿元
备件	0.4-0.5亿元	0.3-0.4亿元	0.4-0.5亿元	0.3-0.4亿元
运营维护	1000套（累计）	600套（累计全年）	1500套（累计）	1200套（累计全年）
系统改造	0.2亿元	0.15亿元	0.25亿元	0.2亿元

来源：国金证券研究所

- 根据我们对于公司 12-13 年订单的预测，我们认为公司 13 年主要的增长点仍在脱硝 CEMS 监测以及运营维护业务，并且确定性高，即使在其他业务无增长的保守假设下，公司在确定性高的脱硝和运维上的增量仍能够确保公司 13 年收入 35-40% 的增长。
 - ◆ 脱硝 CEMS 设备：根据我们对于公司订单的假设，13 年该业务预计确认 2.0-2.1 亿元，12 年该业务仅为 0.7-0.9 亿元，13 年增量为 1.3-1.4 亿元左右。
 - ◆ 运营维护：12 年按照 600 套全年投运测算（每套 5 万/年），贡献约 3000 万左右收入，12 年底运维数量达到 1000 套，假设 13 年达到 1500 套，按照 1200 套全年投运测算，贡献约 6000 万左右收入，13 年增量为 0.3 亿元左右。
 - ◆ 结论：按照我们的测算，即使在其他业务无增量的保守假设下，仅依靠脱硝和运维较为确定的增量贡献，公司 13 年的收入增量就为 1.6-1.7 亿元，而我们预测公司 12 年的收入为 40822 万元，这样 13 年公司保守假设下的收入增速就为 39%-41%。
- 根据我们对于盈利模型的调整，最终预测公司 12-14 年 EPS 分别为 0.739 元、1.056 元和 1.269 元，同比增速分别为 24.74%、42.80% 和 20.17%。
 - ◆ 我们预测公司 12-14 年主营业务收入分别为 408 百万元、588 百万元和 718 百万元，同比增速分别为 24.5%、43.9% 和 22.2%。
 - ◆ 我们预测公司 12-14 年归属于母公司净利润分别为 102 百万元、145 百万元和 174 百万元，同比增速分别为 24.74%、42.80% 和 20.17%。
- 公司目前股价对应估值为 23x12PE 和 16x13PE，考虑到公司 13 年较为确定的业绩增长动力以及 40% 以上的业绩增速，我们认为目前股价被低估。

建议现价买入，博取确定性预期增强带来的机会

- 公司目前股价对应估值为 23x12PE 和 16x13PE，考虑到公司 13 年较为确定的业绩增长动力以及 40% 以上的业绩增速，我们认为目前股价被低估，建议现价买入，短期博取确定性预期增强带来的估值修复机会，中期博取 13 年脱硝高弹性带来的估值波动机会。

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为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