

证券研究报告

机械设备

推荐 (维持)

证券分析师

于振家

投资咨询资格编号 S1060512100003

电话 010-66299584

YUZHENJIA590@pingan.com.cn

雪迪龙 (002658)

脱硝补贴拟全国推广，补贴水平或提高

- **脱硝电价即将在全国推开。**在日前举行的“烟气脱硝产业与技术论坛”上，环境保护部污染物排放总量控制司司长刘炳江表示，脱硝电价有望年内在全国实施。2011年底开始，北京、广东、河北等14个省市地区开始试点脱硝电价，对安装并运行脱硝装置的燃煤发电企业，经环保部门验收合格的享受每千瓦时0.8分钱脱硝电价。试点电价的出台带动脱硝行业在今年下半年快速启动。随着政策向全国推广，脱硝行业将迎来全国范围的高速增长。
- **补贴水平或提高，基本能够覆盖成本。**2010年，有关部门曾经组织发电企业对火电厂烟气脱硝成本进行测算。目前0.8分/千瓦时的试点补贴标准，基本上可以覆盖新建机组，尤其是大型机组进行烟气脱硝带来的额外成本。而对于旧机组，由于改造工程和后续运营成本较高，现行标准可能无法弥补成本负担。环保部正在酝酿新的补贴政策，预计在全国范围内可能推行1.1分/千瓦时的标准。加上排污费减免等政策优惠，综合补贴规模基本可以覆盖旧机组的改造成本，有效提高旧机组改造动力。
- **公司订单快速增长，受益脱硝市场启动。**预计公司全年订单超过5亿，其中脱硝订单超过1.5亿，去年全年为3000万。脱硝产品成为公司下半年业绩增长的主要动力。预计公司将有大约3亿订单结转至明年执行，为明年业绩奠定良好基础。脱硝电价的全国推开和补贴提高将带动脱硝行业高速增长，明年公司脱硝产品收入有望翻倍。此外，公司运营维护服务规模稳步扩张，预计今年确认收入3500万左右，明年有望突破5000万，为公司带来稳定、可持续的收益。脱硫产品方面，公司今年新增订单约1.2亿，基本和去年持平，主要是来自钢铁烧结的需求快速增长弥补了火电厂脱硫需求下滑。
- **业绩确定性强，维持推荐评级。**公司所处行业受政策影响明显，脱硝改造的启动为气体检测行业新增约40亿的市场空间。公司凭借技术和市场储备，充分把握脱硝行业的快速发展。预计今明两年EPS分别为0.73和1.06元，对应目前股价市盈率分别为28倍和19倍。募集资金为公司带来充足的现金流，利于公司在未来几年持续享受脱硝市场的爆发。我们看好公司业绩确定性，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、公司脱硝订单规模低于预期；2、应收账款回收较慢。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	300	328	415	620	821
YoY(%)	18.9	9.2	26.5	49.6	32.4
净利润(百万元)	34	81	100	145	187
YoY(%)	-40.7	136.4	22.9	45.3	28.4
毛利率(%)	48.0	48.9	48.6	48.5	48.4
净利率(%)	11.5	24.9	24.2	23.5	22.8
ROE(%)	13.4	24.0	9.2	11.8	13.1
EPS(摊薄/元)	0.25	0.59	0.73	1.06	1.36
P/E(倍)	85.2	36.1	28.2	19.5	15.2
P/B(倍)	11.4	8.7	2.7	2.4	2.1

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	367	1120	1271	1478	营业收入	328	415	620	821
现金	87	778	759	800	营业成本	167	213	319	424
应收账款	124	144	215	284	营业税金及附加	3	4	5	7
其他应收款	6	7	11	15	营业费用	29	41	62	82
预付账款	6	7	11	14	管理费用	37	54	81	107
存货	92	117	176	234	财务费用	1	-11	-14	-15
其他流动资产	53	67	100	132	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	67	102	137	172	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	27	25	24	23	营业利润	91	114	167	216
无形资产	36	71	105	139	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	4	6	8	10	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	434	1222	1408	1650	利润总额	95	118	171	220
流动负债	95	133	174	229	所得税	13	18	26	33
短期借款	8	14	11	13	净利润	81	100	145	187
应付账款	35	45	67	89	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	52	74	96	128	归属母公司净利润	81	100	145	187
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	91	104	154	203
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.79	0.73	1.06	1.36
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	95	133	174	229	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	103	137	137	137	成长能力				
资本公积	99	734	734	734	营业收入	9.2%	26.5%	49.6%	32.4%
留存收益	138	217	363	549	营业利润	103.0%	25.3%	46.8%	29.0%
归属母公司股东权	339	1089	1234	1421	归属于母公司净利润	136.4%	22.9%	45.3%	28.4%
负债和股东权益	434	1222	1408	1650	获利能力				
					毛利率(%)	48.9%	48.6%	48.5%	48.4%
					净利率(%)	5.9%	24.9%	24.2%	23.5%
					ROE(%)	24.0%	9.2%	11.8%	13.1%
					ROIC(%)	30.2%	26.7%	26.5%	26.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.8%	10.9%	12.4%	13.9%
					净负债比率(%)	8.44%	10.52%	6.33%	5.45%
					流动比率	3.87	8.42	7.31	6.45
					速动比率	2.90	7.53	6.30	5.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.50	0.47	0.54
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	6.16	5.34	5.72	5.44
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.59	0.73	1.06	1.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.43	0.03	0.43
					每股净资产(最新摊薄)	2.47	7.92	8.98	10.34
					估值比率				
					P/E	36.06	28.2	19.5	15.2
					P/B	8.7	2.7	2.4	2.1
					EV/EBITDA	31	27	19	14

现金流量表				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	38	58	4	59
净利润	81	100	145	187
折旧摊销	0	1	1	1
财务费用	1	-11	-14	-15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-34	-135	-121
其他经营现金流	-44	2	7	7
投资活动现金流	-41	-34	-34	-34
资本支出	41	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-34	-34	-34
筹资活动现金流	8	667	11	16
短期借款	-12	6	-3	2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	34	0	0
资本公积增加	0	636	0	0
其他筹资现金流	20	-9	14	15
现金净增加额	5	691	-19	41

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257