

研究所

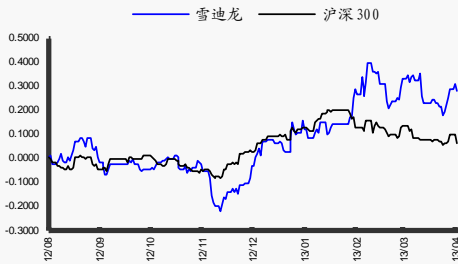
证券分析师：杨娟荣 S0350510120011  
0755-83707462 yangjr@ghzq.com.cn

实习生：蔡俊、张力斌

## 脱硝行业爆发，快速增长在即

### ——雪迪龙（002658）2012年报及2013一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
雪迪龙	-4.0	14.3	43.9
沪深300	-6.4	-6.2	-6.7

#### 市场数据

2013-4-23

当前价格（元）	27.20
52周价格区间（元）	16.38-30.6
总市值（百万）	3739.26
流通市值（百万）	935.14
总股本（万股）	13747.28
流通股（万股）	3438.00
日均成交额（百万）	41.08
近一月换手（%）	102.31

#### 投资要点：

- **2012年业绩保持平稳增长，2013年1季度业绩增速略超预期**  
2012年归母净利润同比增长22.62%，符合市场预期。2013年1季度业绩同比增长33%，略高于市场预期。此外，公司盈利能力继续上升，2012年综合毛利率为50.44%，同比上升1.52个百分点，这源于公司单位生产成本下降。
- **环境监测系统为主要增长动力，2013年这一特点将延续**  
环境监测系统为公司核心业务，2012年此项业务收入占比为59%，收入增速为23%，高于其他三项业务。2013年，预计脱硫监测系统销量基本保持稳定、脱硝监测系统销量将出现翻倍增长，在此背景下，环境监测系统将继续扮演核心增长动力的角色。
- **2013年运维服务、水质监测系统将成为增长亮点**  
公司累计售出CEMS系统约5000套，2012年底公司负责运维的只有约800套，在第三方运维推进力度加大的情况下，2013年运维收入预计将保持50%左右的增速。此外，自2012年借助韩国Korbi公司介入水质监测行业后，2013年此业务预计可实现1000-2000万元的收入，且未来将逐步成长为公司的主要增长点。
- **2012年账款回收情况不佳，但不显著影响近两年业绩增速**  
2012年底，应收账款余额为2.21亿元，新增应收账款/营业收入为25.85%，远高于往年。截止2013年1季度末，公司在手货币资金为6.17亿元，资产负债率仅为7.34%，资金非常充裕，足以以为近两年业绩的稳健增长提供保障，受账款回收不佳的影响较小。
- **给予“买入”评级**  
经测算，预计公司2013/2014/2015年每股收益分别为0.98/1.31/1.53元，业绩增速分别为35%、34%、17%，27.20元的股价对应市盈率分别为28/21/18倍。公司为脱硝行业中弹性最大个股，在雾霾治理力度空前的情况下，2013、2014年脱硝行业将出现爆发式增长，公司将直接受益，给予“买入”评级。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	379	511	690	793
增长率(%)	15%	35%	35%	15%
净利润（百万元）	100	135	180	210
增长率(%)	23%	35%	34%	17%
摊薄每股收益（元）	0.73	0.98	1.31	1.53
ROE(%)	9.35%	11.19%	13.04%	13.19%

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

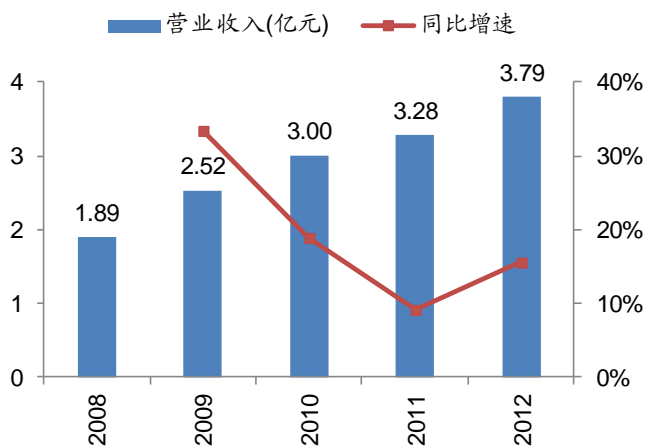
## 1、2012 年业绩平稳增长，盈利能力继续上升

### 1.1、业绩保持平稳增长

2012 年，公司业绩保持平稳增长。2012 年公司实现营业收入 3.79 亿元，同比增长 15.47%；实现归属于母公司所有者的净利润约 1 亿元，同比增长 22.56%；全面摊薄后每股收益为 0.73 元。

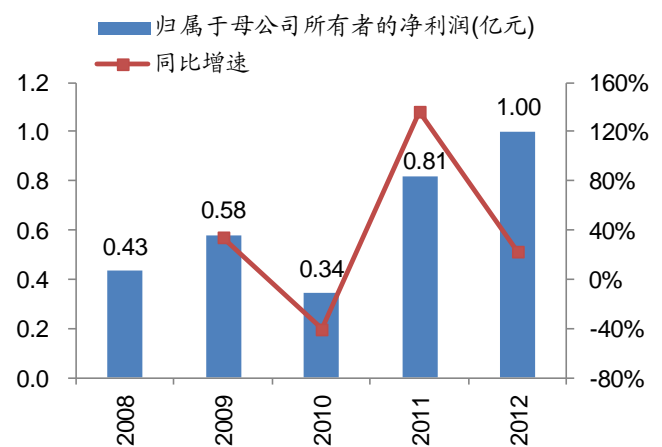
2013 年 1 季度，公司业绩增速略超预期。2013 年 1 季度公司实现营业收入约 0.66 亿元，同比增长 22.32%；实现归属于母公司所有者的净利润约 0.12 亿元，同比增长 33%；全面摊薄后每股收益为 0.09 元。

图 1、2012 年营业收入同比增长 15%



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、2012 年归母净利润同比增长 23%



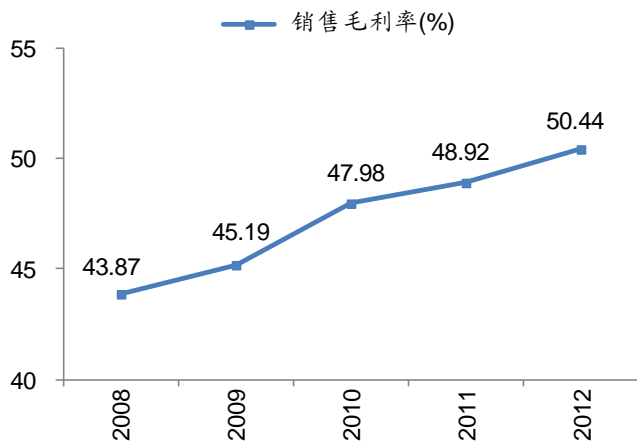
资料来源：Wind、国海证券研究所

### 1.2、盈利能力持续上升

2012 年公司盈利能力小幅上升，生产成本下降是主因。2012 年综合毛利率为 50.44%，相比 2011 年上升 1.52 个百分点，这主要源于公司生产规模进一步扩大，单位生产成本有所下降；销售净利率为 26.38%，上升 1.53 个百分点。

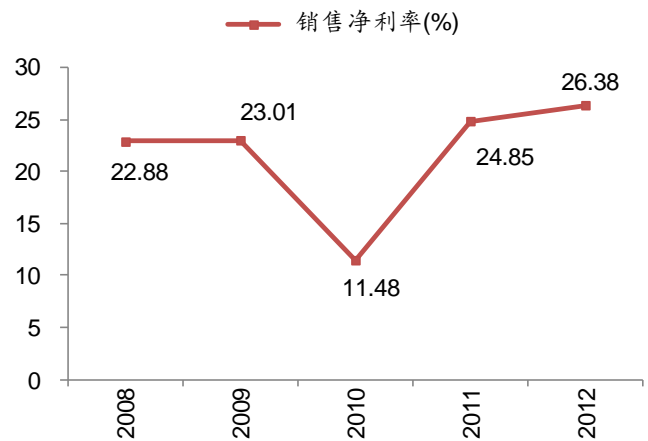
2012 年，公司期间费用率下降 3.06 个百分点至 17.28%，这主要是因为公司 2012 年成功上市募资，导致财务费用率下降 4.46 个百分点至 -4.30%。2012 年公司加大营销及服务网络建设，导致销售费用率上升 1.41 个百分点至 10.20%。截止目前，公司已在国内设立 47 处营销和技术服务中心，配备 200 余名专业人员，基本保证了全国范围内的重点区域辐射。

图 3、销售毛利率持续上升



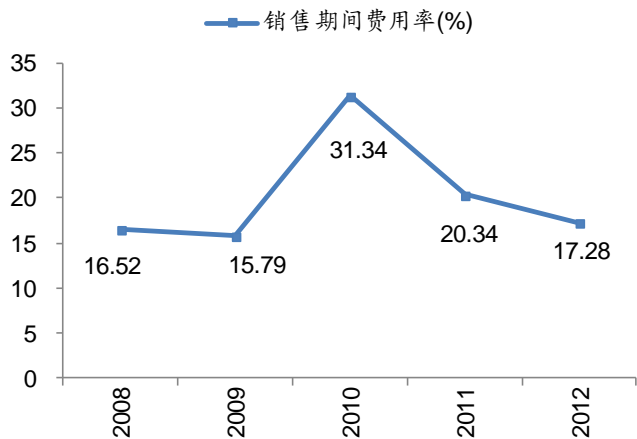
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4、销售净利率



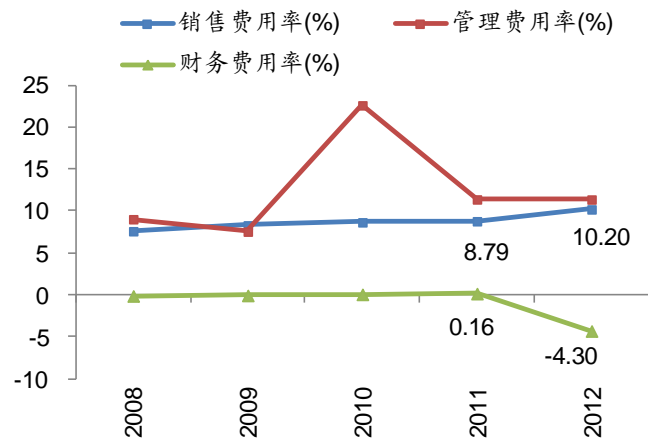
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5、销售期间费用率下降源于财务费用率的下降



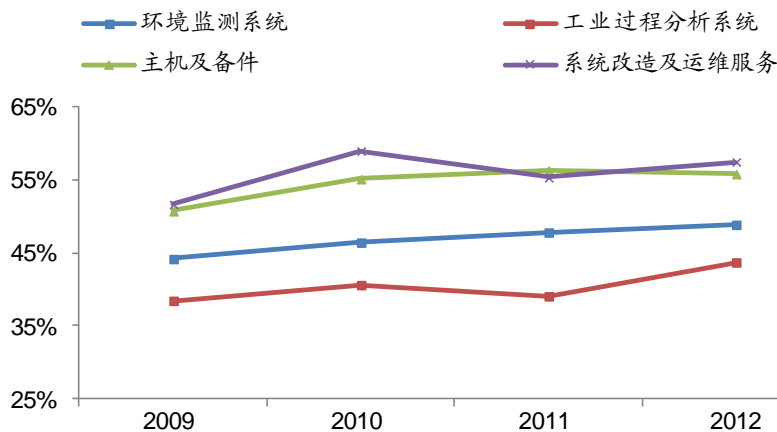
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6、财务费用率出现较大幅度下降



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7、主营业务毛利率持续上升

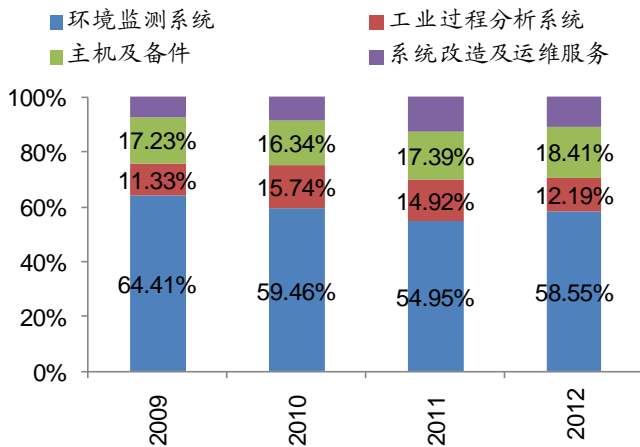


资料来源: Wind、国海证券研究所

## 2、环境监测系统为主要增长动力

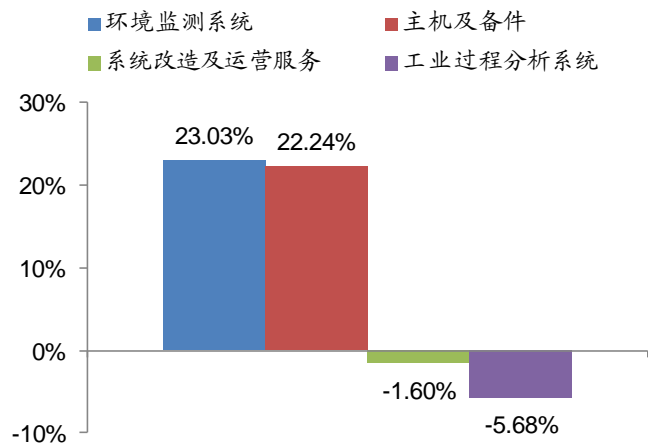
环境监测系统为公司核心业务，2012年此项业务收入占比为59%，收入增速为23%，高于其他三项业务，为公司的主要增长动力。2013年，预计脱硫监测系统销量基本保持稳定、脱硝监测系统销量将出现翻倍增长，在此背景下，环境监测系统将继续扮演核心增长动力的角色。

图 8、环境监测系统为核心业务



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9、2012 年分项业务收入增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

## 3、运维服务、水质监测系统将成为增长亮点

运维服务增长潜力大，近年将保持快速增长。公司累计售出 CEMS 系统约 5000 套，2012 年底公司负责运维的只有约 800 套，未来运营收入上升空间很大。近年，第三方运维推进力度加大，近两年运维收入预计将保持 50% 左右的增速。

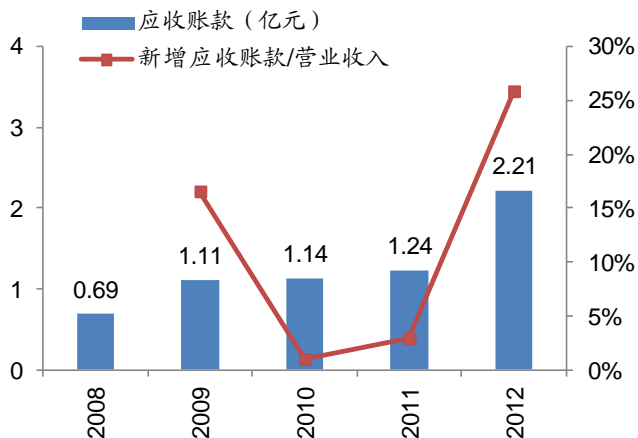
2012 年，公司与韩国 Korbi 公司合资成立北京科迪威环保设备公司，开始介入水质监测领域。2013 年，此业务处于起步期，营收预计虽只有 1000-2000 万元，但水质监测仪器年市场规模约 10 亿元，市场需求旺盛，因此可判断此业务未来会逐步成长为公司的主要增长点。

## 4、2012 年账款回收情况不佳，但不显著影响近两年业绩增速

2012 年底，公司应收账款余额为 2.21 亿元，2012 年新增应收账款/营业收入为 25.85%，远高于往年。在此情况下，2012 年公司计提资产减值损失 926 万元，资产减值损失/营业收入达到 2.45%，也高于历年。2013 年，公司计划对客户进行筛选，以控制应收账款风险。

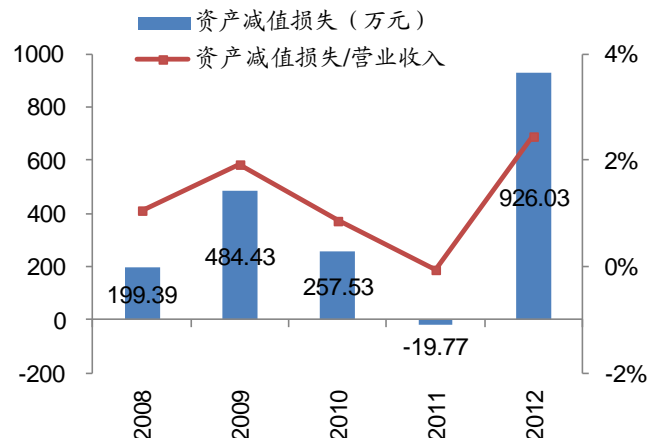
近两年业绩增速不会显著受账款回收不佳的影响。截止 2013 年 1 季度末，公司在手货币资金为 6.17 亿元，资产负债率仅为 7.34%，资金非常充裕，足以为近两年业绩的稳健增长提供保障。

图 10、应收账款回收情况不佳



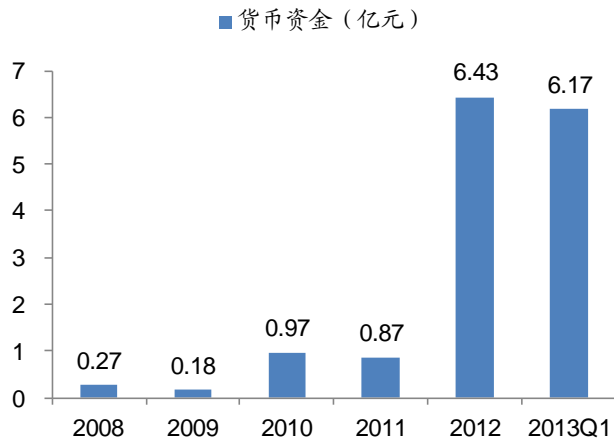
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 11、资产减值损失上升



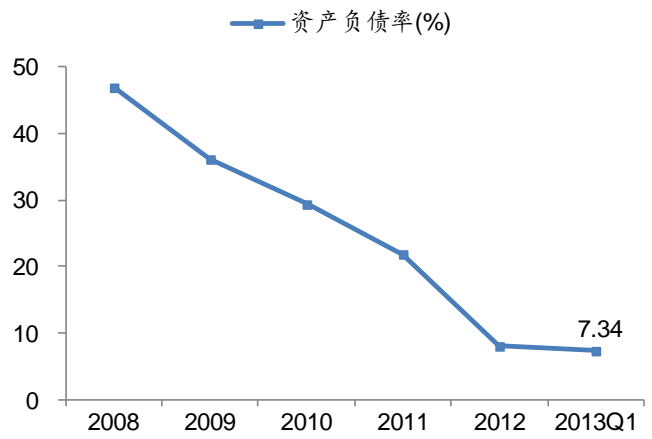
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12、在手资金充裕



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13、资产负债率处于较低水平



资料来源：Wind、国海证券研究所

## 5、二级市场投资建议

给予“买入”评级。经测算，预计公司 2013/2014/2015 年每股收益分别为 0.98/1.31/1.53 元，业绩增速分别为 35%、34%、17%，27.20 元的股价对应市盈率分别为 28/21/18 倍。公司为脱硝行业中弹性最大个股，在雾霾治理力度空前的情况下，2013、2014 年脱硝行业将出现爆发式增长，公司将直接受益，给予“买入”评级。

## 6、风险提示

火电厂脱硝工程建设进度低于预期的风险；

主要客户支付能力严重下降导致项目应收账款不能及时收回的风险；

表 1、雪迪龙盈利预测

证券代码:		002658.sz		股票价格:		27.20		投资评级:		买入		日期:		2013/4/23	
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E						
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>										
ROE	9%	11%	13%	13%	EPS	0.73	0.98	1.31	1.53						
毛利率	50%	51%	51%	52%	BVPS	7.77	8.75	10.06	11.59						
期间费率	18%	20%	20%	20%	<b>估值</b>										
销售净利率	26%	26%	26%	26%	P/E	37.45	27.79	20.74	17.80						
<b>成长能力</b>					P/B	3.50	3.11	2.70	2.35						
收入增长率	15%	35%	35%	15%	P/S	9.88	7.32	5.42	4.71						
利润增长率	23%	35%	34%	17%											
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>						
总资产周转率	0.33	0.39	0.45	0.45	营业收入	379	511	690	793						
应收账款周转率	1.31	1.31	1.31	1.31	营业成本	188	251	335	381						
存货周转率	1.65	1.65	1.65	1.65	营业税金及附加	3	4	5	6						
<b>偿债能力</b>					销售费用	39	47	64	73						
资产负债率	8%	8%	10%	10%	管理费用	43	58	79	90						
流动比	11.39	11.38	9.41	8.92	财务费用	(16)	(11)	(11)	(12)						
速动比	10.18	9.88	8.00	7.63	其他费用/(-收入)	(10)	(8)	(10)	(12)						
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营业利润	113	155	208	243						
现金及现金等价物	643	600	612	735	营业外净收支	4	4	4	4						
应收款项	288	389	525	604	利润总额	117	158	212	247						
存货净额	113	154	206	234	所得税费用	17	24	32	37						
其他流动资产	20	27	37	43	净利润	100	135	180	210						
<b>流动资产合计</b>	<b>1065</b>	<b>1170</b>	<b>1380</b>	<b>1615</b>	少数股东损益	0	0	0	0						
固定资产	27	36	54	71	归属于母公司净利润	100	135	180	210						
在建工程	2	2	2	2	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>						
无形资产及其他	39	73	69	62	经营活动现金流	(25)	(12)	(40)	90						
长期股权投资	24	24	24	24	净利润	100	135	180	210						
<b>资产总计</b>	<b>1161</b>	<b>1305</b>	<b>1529</b>	<b>1774</b>	少数股东权益	0	0	0	0						
短期借款	0	5	15	30	折旧摊销	6	7	11	12						
应付款项	20	27	37	42	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	52	70	95	109	营运资金变动	(131)	(153)	(231)	(132)						
其他流动负债	21	0	0	0	<b>投资活动现金流</b>	<b>(625)</b>	<b>(4)</b>	<b>(18)</b>	<b>(17)</b>						
<b>流动负债合计</b>	<b>93</b>	<b>103</b>	<b>147</b>	<b>181</b>	资本支出	(2)	(9)	(18)	(17)						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(24)	0	0	0						
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(599)	5	0	0						
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>608</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>15</b>						
<b>负债合计</b>	<b>93</b>	<b>103</b>	<b>147</b>	<b>181</b>	债务融资	(8)	5	10	15						
股本	137	137	137	137	权益融资	649	0	0	0						
股东权益	1068	1203	1383	1593	其它	(34)	0	0	0						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1161</b>	<b>1305</b>	<b>1530</b>	<b>1774</b>	现金净增加额	(43)	(11)	(48)	89						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

杨娟荣，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1008 室

姓名	固话	手机	邮箱
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
李慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn