

脱硝建设高峰带领监测业务快速增长

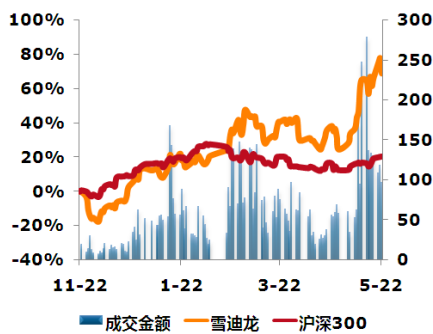
报告日期：2013年5月24日

——雪迪龙（002658.SZ）研究报告

投资评级：增持

基础数据	2013. 5. 23
所属行业	环保
收盘价(元)	34.05
52周内高(元)	36.06
52周内低(元)	16.38
总市值(百万元)	4680.95
流通市值(百万元)	1170.64
总股本(百万股)	137.47
A股(百万股)	137.47
——已流通(百万股)	34.38
——限售股(百万股)	103.09

公司市场表现



研究员：叶旭晨

执业编号：S0990511010006

电话：010-84010711

E-mail: yexc@ydzq.sgcc.com.cn

联系人：黄坤

证书编号：S0990111050002

电话：010-84019128

E-mail: huangkun1@ydzq.sgcc.com.cn

报告概要：

- **公司短期看点：脱硝建设高峰带领监测系统快速增长。**在经历了前几年较为缓慢的进展后，火电脱硝装机将在今年开始爆发，其中2013年、2014年为建设高峰期，2013年为增速最快的一年。预计公司2013年脱硝监测系统签订合同将达到3.5亿元，同比2012年增长105%。
- **脱硫建设将维持平稳，部分需求来自改造。**未来脱硫监测系统的需求将由火电新增装机、提标改造和产品更新换代三方面构成。预计2013年公司脱硫监测系统签订合同有望达到1.5亿元。
- **工业过程分析2013年将有所改善。**2012年，国内经济面临通货膨胀和经济增长缓慢的双重压力，传统过程分析市场如水泥和钢铁行业受到了较大的影响。我们预计公司2013年工业过程分析业务的整体情况将大幅好于2012年，订单有望接近亿元水平。
- **脱汞、PM2.5监测产品作为公司储备产品，等待市场爆发。**虽然环保监测是个小行业，但随着政策对于众多污染因子监控的逐个释放，行业目前不存在所谓的“天花板”。
- 预计公司2013年—2015年摊薄EPS分别为1.02元、1.25元、1.46元，对应PE为33倍、27倍、23倍。考虑到即使脱硝建设高峰期过后公司仍能维持稳定的增长，并有望在脱汞、PM2.5监测、污水监测等领域再度爆发，我们给予公司“增持”的投资评级。

财务与估值数据摘要

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	327.81	378.52	560.00	700.00	820.00
增长率(%)	9.21%	15.47%	47.94%	25.00%	17.14%
归属母公司股东净利润(百万元)	81.47	99.86	139.72	171.18	201.07
增长率(%)	136.39%	22.56%	39.92%	22.51%	17.46%
每股收益(EPS)(元)	0.60	0.73	1.02	1.25	1.46
销售毛利率	48.92%	50.44%	49.11%	49.11%	49.11%
销售净利率	24.85%	26.38%	24.95%	24.45%	24.52%
净资产收益率(ROE)	24.02%	9.35%	11.66%	12.61%	13.02%
市盈率(P/E)	57.45	46.88	33.50	27.35	23.28
市净率(P/B)	13.80	4.38	3.91	3.45	3.03

资料来源：Wind、英大证券研究所

目录

1. 雪迪龙：环境监测行业大发展的受益者	4
2. 短期看点：脱硝建设高峰带领监测系统快速增长	5
3. 脱硫建设将维持平稳，部分需求来自改造	6
4. 工业过程分析 2013 年将有所改善	7
5. 脱汞监测产品正在实验阶段，市场空间更加广阔	9
6. 积极开发 PM2.5 监测，畅享行业空间	10
7. 参与设立创投公司，寻找并购标的	10
8. 盈利预测与估值	10
9. 风险提示	10

图示索引

图 1: 2012 年公司主营构成情况.....	3
图 2: 公司毛利率稳步增长.....	3
图 3: 公司营业收入稳步增长.....	3
图 4: 公司营业利润逐步增长.....	3
图 5: 新投运脱硝机组容量统计及预测.....	4
图 6: 累计投运脱硝机组容量统计及预测.....	4
图 7: 2005 年—2012 年我国火电脱硫装机情况.....	5
图 8: 公司脱硫监测业务未来市场需求.....	6
图 9: 公司近年工业过程分析业务营业收入.....	6
图 10: 近年非金属矿物制品业固定资产投资额.....	7
图 11: 近年黑色金属冶炼业固定资产投资额.....	7
图 12: 近年有色金属冶炼业固定资产投资额.....	7
图 13: 近年石油加工业固定资产投资额.....	7
图 14: 我国工业过程分析市场规模及预测.....	8

表格索引

表 1: 燃煤锅炉氮氧化物排放浓度限值.....	4
表 2: 公司部分主要客户近几年脱硝装机情况及排名.....	5

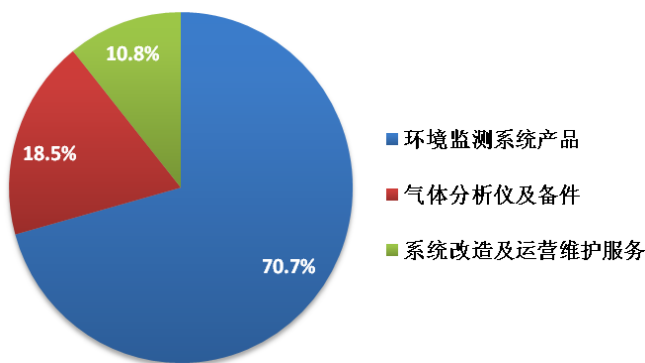
1. 雪迪龙：环境监测行业大发展的受益者

雪迪龙是一家专业从事分析仪器仪表、环境检测系统、工业过程分析系统研发、设计、生产、销售以及运营维护服务的国家级高新技术企业。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。其中，环境监测系统产品是公司营业收入的主要来源。

公司主要的环境监测系统产品包括烟气排放连续监测系统、垃圾焚烧监测系统、空气质量自动监测系统、污水 COD 在线监测系统、污水氨氮在线监测系统、污水重金属在线监测系统等，近年来以烟气排放连续监测系统为最主要产品。

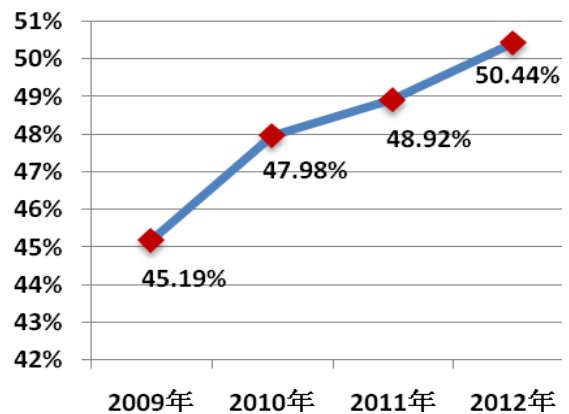
受益于我国对于环境污染治理政策的“加码”和投资额的增加，公司近年来呈现良好的发展格局，毛利率水平稳步提高，营业收入和营业利润逐步增长（剔除 2010 年因股利支付产生的管理费用 3957 万元后）。2012 年，公司实现营业收入 3.79 亿元，同比增长 15.47%；实现归属于上市公司股东的净利润 9985.86 万元，同比增长 22.56%；实现基本每股收益 0.77 元。

图 1：2012 年公司主营构成情况



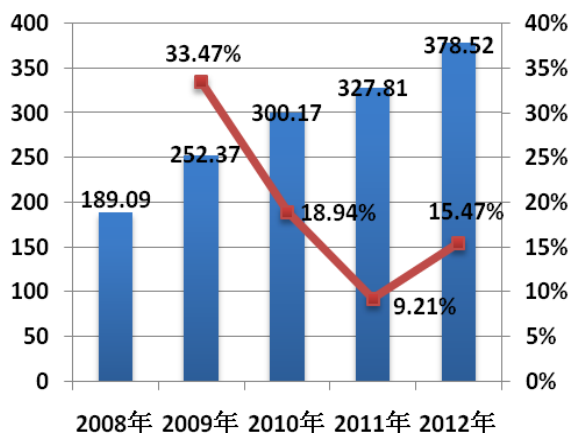
资料来源：公司公告、英大证券研究所

图 2：公司毛利率稳步增长



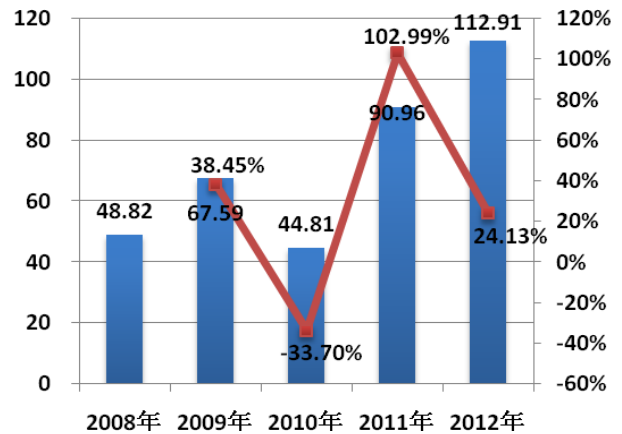
资料来源：公司公告、英大证券研究所

图 3：公司营业收入稳步增长（单位：百万元）



资料来源：公司公告、英大证券研究所

图 4：公司营业利润逐步增长（单位：百万元）



资料来源：公司公告、英大证券研究所

2. 短期看点：脱硝建设高峰带领监测系统快速增长

按照《火电厂大气污染物排放标准》(GB 13223-2011)，我国火电燃煤锅炉的氮氧化物排放浓度执行 100mg/m³—200 mg/m³ 的限值（现有火电厂自 2014 年 7 月 1 日起执行，新建火电厂自 2012 年 1 月 1 日起执行），重点地区执行 100mg/m³ 的限值。该标准相比于此前的排放标准（GB 13223-2003）规定的 450mg/m³—1500 mg/m³ 排放限值有了大幅提高。

表 1：燃煤锅炉氮氧化物排放浓度限值

燃料和热能转化设施类型	污染物项目	限值 (mg/m ³)	特别排放限值 (mg/m ³)
燃煤锅炉	氮氧化物（以 NO ₂ 合计）	100/200 ⁽¹⁾	100

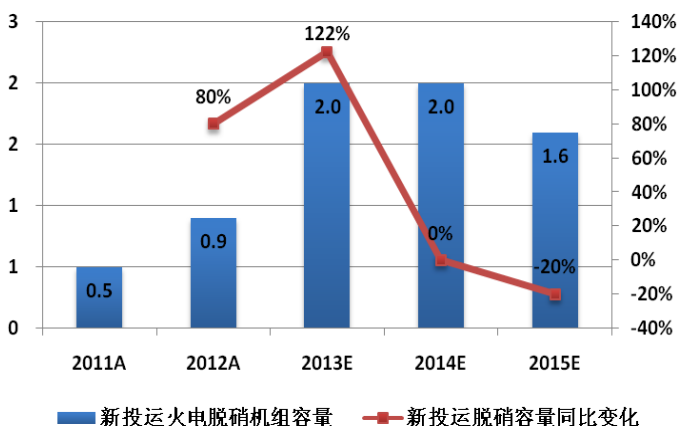
资料来源：《火电厂大气污染物排放标准》(GB13223-2011)

注：(1) 采用 W 型火焰炉膛的火力发电锅炉，现有循环流化床火力发电锅炉，以及 2003 年 12 月 31 日前建成投产或通过建设项目环境影响报告书审批的火力发电锅炉执行该限值。

火电厂的脱硝改造工程需要经过现场试验、可研、安评、环评、招标、建设、试运、验收等过程，建设周期一般为 8—12 个月，因此，对于现役机组来说，要在 2014 年 7 月前达到新的排放限值，就要提早开工建设脱硝设施。

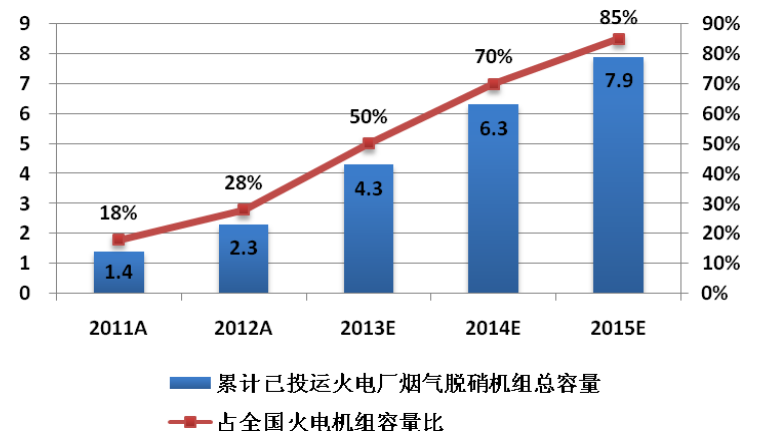
由于脱硝电价难以覆盖成本等因素，当前电厂脱硝建设主动性不强，预计会有部分机组延期达标的情况发生。但是，在环保部的考核压力下，我们认为在经历了前几年较为缓慢的进展后，火电脱硝装机将在今年开始爆发，预计 2015 年底前全国脱硝装机占火电机组容量之比达到 85%左右，其中 2013 年、2014 年为建设高峰期，2013 年为增速最快的一年。未来具体的装机容量主要取决于脱硝电价上调的时点和相关部门的行政监管力度。

图 5：新投运脱硝机组容量统计及预测



资料来源：中电联、英大证券研究所

图 6：累计投运脱硝机组容量统计及预测



资料来源：中电联、英大证券研究所

公司在 2012 年员工数量增长 170 多人，其中 70% 为工程师，30% 为销售人员，这部分员工主要是为 2013 年下半年开始的脱硝监测系统安装调试的高峰期做准备。但新增员工以及投标项目的增多会导致公司期间费用的增长，这一点在公司 2013 年一季报中已经有所体现。

目前，公司的核心客户为工程公司，拥有国电龙源、中电投远达环保、东方锅炉等行业内领先的客户，前几大客户的脱硝装机量均排在全国前列。根据对客户行为的分析，我们认为公司下游客户普遍具有较强的粘性，这就保证了公司能够享受脱硝建设高峰带来的收益。

表 2：公司部分主要客户近几年脱硝装机情况及排名

客户	2012 年投运容量	2012 年签订合同容量	累计投运容量	累计投运容量排名
国电龙源	24235MW	32865MW	44250MW	1
东方锅炉	7796MW	/	25608MW	2
中电投远达环保	320MW	9252MW	4300MW	9

资料来源：中电联、英大证券研究所整理

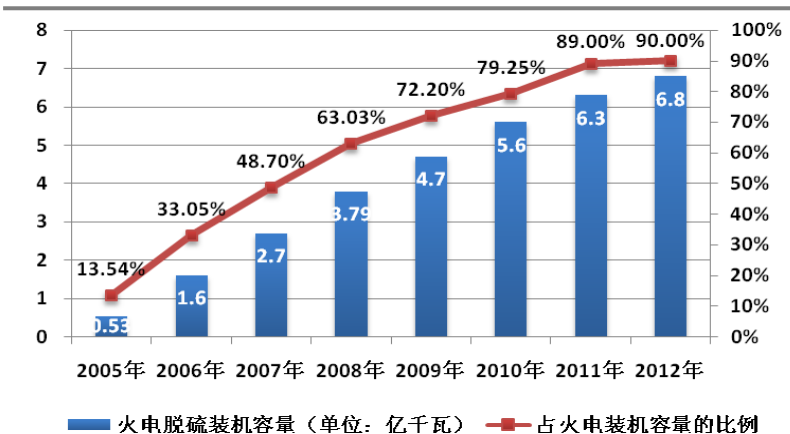
以火电平均装机容量为 30 万千瓦/台计算，假设 2013 年、2014 年新增装机均为 2 亿千瓦，则新增脱硝装机机组数量约为 670 台/年，按照每台机组配备 4 套脱硝监测系统，2013 年单价 23 万/套、2014 年单价 21 万/套计算，则 2013 年脱硝监测的市场空间为 6.2 亿元，2014 年脱硝监测的市场空间为 5.6 亿元。

公司 2012 年累计签订脱硝监测系统合同达到 1.7 亿元，较 2011 年度增加 344%，实现收入 8892 万元。我们预计公司 2013 年脱硝监测系统签订合同将达到 3.5 亿元，同比 2012 年增长 105%。

3. 脱硫建设将维持平稳，部分需求来自改造

自“十一五”以来，我国火电烟气脱硫装机迅速增加，脱硫装机容量由 2005 年的 5300 万千瓦增加到 2012 年的 6.8 亿千瓦，脱硫装机占火电装机的比例由 2005 年的 13.54% 增长到 2012 年的 90.00%。在《火电厂大气污染物排放标准》(GB 13223-2011) 的严格要求下，脱硫装机容量和占火电装机的比例仍将不断提高，预计到“十二五”末，除部分机组将要关停外，基本上所有燃煤电厂全部要配套脱硫装置，不过，由于脱硫装机的增量空间相对来讲已经不大，未来几年建设将维持平稳。

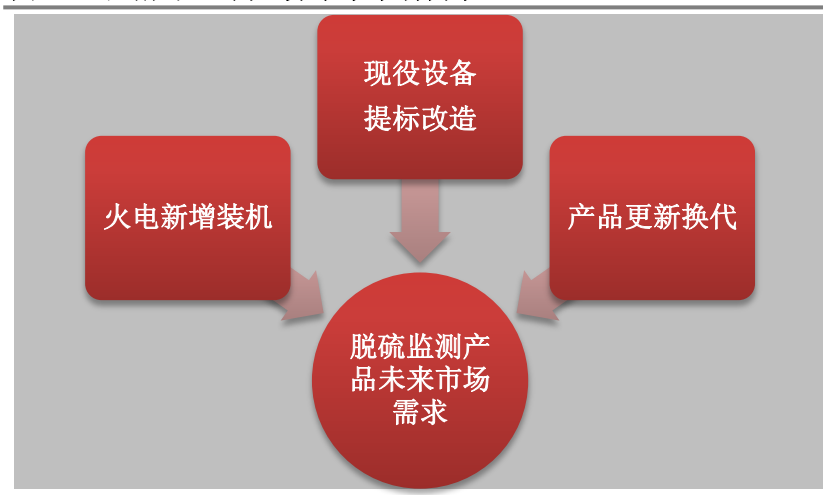
图 7：2005 年—2012 年我国火电脱硫装机情况



资料来源：中国环保产业协会、中电联、英大证券研究所整理

我国火电厂脱硫设施的建造在“十一五”期间经历了高速发展，时至今日，很多当时建造的脱硫设施已经难以满足更为严格的SO₂排放标准，因此存在相当一部分的提标改造需求。对于监测设备来说，客户的提标改造可能会带来监测设备的更换。另外，公司脱硫监测产品的使用寿命约为5—8年，第一批脱硫产品更换时期将至，也会为脱硫业务带来新的增量。由此，未来脱硫监测系统的需求将由火电新增装机、提标改造和产品更新换代三方面构成。

图 8：公司脱硫监测业务未来市场需求



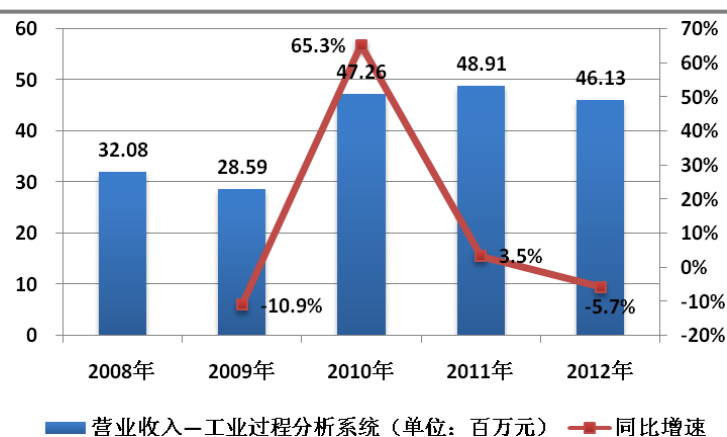
资料来源：英大证券研究所

由于以上三块市场的存在，预计 2013 年公司脱硫监测系统收入较 2012 年小幅增长，根据对公司披露数据的粗略计算，2012 年公司脱硫监测系统签订合同金额约为 1.3 亿元，我们预计 2013 年这一数字有望达到 1.5 亿元。

4. 工业过程分析 2013 年将有所改善

2012 年，公司主营业务中工业过程分析系统实现营业收入 4613.15 万元，占主营业务收入的 18.5%。在众多下游行业中，水泥行业占比较大，达到了 30%—40%，冶金和空分行业合计占比约为 30%—40%，石化、化工等行业占比较小。

图 9：公司近年工业过程分析业务营业收入

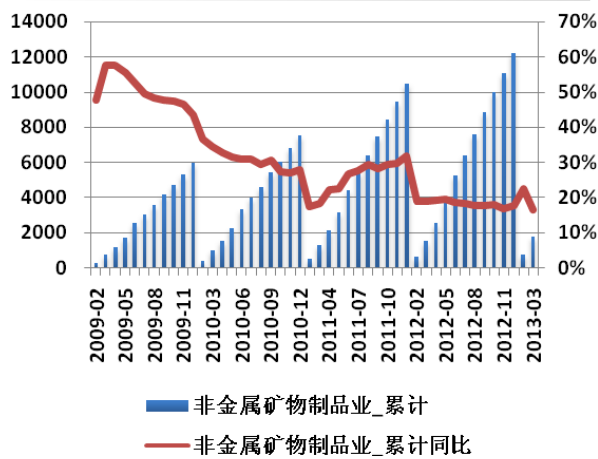


资料来源：Wind、英大证券研究所整理

2012 年，国内经济面临通货膨胀和经济增长缓慢的双重压力，传统过程分析市场如水泥和钢铁行业受到了较大的影响。公司工业过程分析系统收入由 2011 年的 4891.10 万元下降至 2012 年的 4613.15 万元，同比下降 5.68%。但营业成本 12.86% 的降幅使得该业务毛利率上升 4.64%，维持了较高的水平。

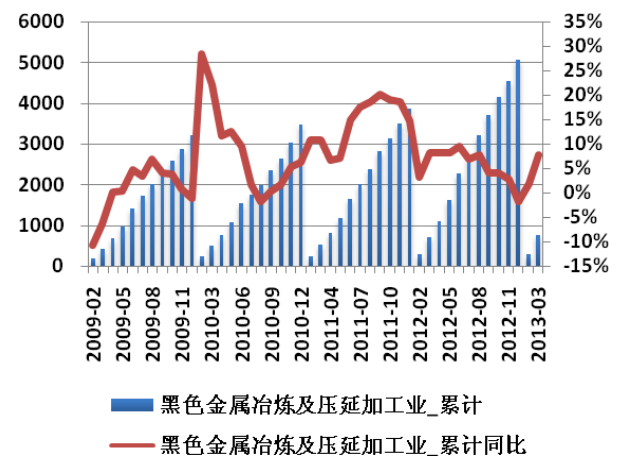
长期来看，工业过程分析系统收入随着工业经济发展而稳步发展，但会受到下游一些周期性行业固定资产投资增速的影响而波动。从今年以来数据来看，2013 年 1—3 月，全国固定资产投资（不含农户）58092 亿元，同比名义增长 20.9%（扣除价格因素实际增长 20.7%）。而与公司相关性较强的第二产业投资达到 24635 亿元，增长 16.2%，1—3 月的增速比 1—2 月加快 0.6 个百分点。我们预计公司 2013 年工业过程分析业务的整体情况将大幅好于 2012 年，订单有望接近亿元水平。

图 10：近年非金属矿物制品业固定资产投资额



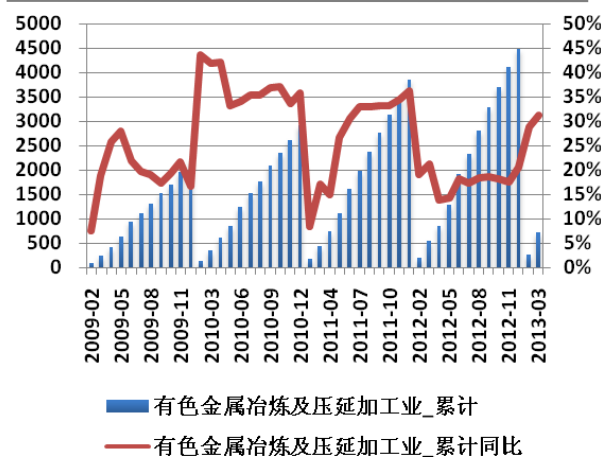
资料来源：中诚信、英大证券研究所

图 11：近年黑色金属冶炼业固定资产投资额



资料来源：中诚信、英大证券研究所

图 12：近年有色金属冶炼业固定资产投资额



资料来源：中诚信、英大证券研究所

图 13：近年石油加工业固定资产投资额

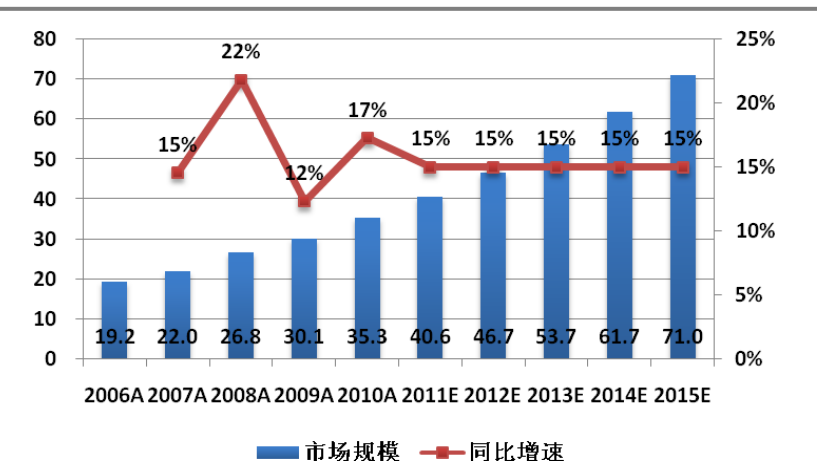


资料来源：中诚信、英大证券研究所

从行业方面来说，虽然我国的工业过程分析仪器近几年一直保持迅速的增长趋势，但与工业发达国家相比，工业过程分析仪器在我国的应用水平仍然较低。据统计，日本和美国的工业过程分析仪器使用量分别占到全球使用量的 15% 左右，而目前我国的用量仅占 6%，预计随着我国工业经济的发展和粗放式经济发展方式的转变，将会带来我国工业过程分析市场的巨大市场前景。

根据《我国分析仪器行业 2010 年发展综述及未来展望》的预测，“十二五”期间我国工业过程分析仪器将保持年均 15% 增长率，预计 2011 年—2015 年市场总规模可达 300 亿元以上。

图 14：我国工业过程分析市场规模及预测



资料来源：中国仪器仪表学会分析仪器分会、英大证券研究所整理
注：2011 年—2015 年增速统一按照 15% 测算

5. 脱汞监测产品正在实验阶段，市场空间更加广阔

当前，汞的污染已经成为全球性的环境问题。由于汞的毒性很强，会诱发人类多种疾病，所以发达国家自 20 世纪 80 年代就开始对汞污染进行控制。

今年初，全球首个汞限排公约《水俣公约》的最终文本获得 140 余个国家谈判团的一致通过。公约要求大型燃煤发电厂和燃煤锅炉、垃圾焚烧处理厂、水泥厂均应具备控制汞排放的配套措施，工业企业应采用最新技术，并根据现有排放量制定切实的减排目标。

据统计，我国每年汞排放在 500—600 吨之间，占全球排放总量的 25% 以上。我国的汞污染主要来自燃煤和冶金行业，占到排放总量的 80% 以上。此前有媒体报道，火电厂烟气脱汞问题将于今年正式提上环保部议事日程。我们认为，控制汞排放是大势所趋，我国无法回避。脱汞有可能成为继脱硫、脱硝之后的又一环保“战场”，且由于脱汞分析仪的价格大幅高于脱硫、脱硝产品，未来这块市场的空间将更加广阔。

目前，公司的脱汞分析仪在实验阶段表现稳定，已经达到出厂标准，处于等待下游释放阶段。虽然环保监测是个小行业，但随着政策对于众多污染因子监控的逐个释放，行业目前不存在所谓的“天花板”。

6. 积极开发 PM2.5 监测，畅享行业空间

公司研发的针对 PM2.5 的环境空气监测系统已经与其他十余家厂商的设备于 2012 年 10 月送至环保部进行测试，测试过程要经历春、夏、秋、冬四季，因此最快在今年底可以拿到权威部门的测试结果。公司产品目前正在推广试用阶段，预计明年有望推向市场，将为公司未来几年的业绩做出贡献。

7. 参与设立创投公司，寻找并购标的

公司分别于 2012 年 5 月和 2013 年 5 月以自有资金 4950 万元、3000 万元出资作为有限合伙人参与发起设立薪火科创投资中心、金吾创业投资中心，公司两次对外投资发起设立创投公司是进行产业投资战略的一步，可以在积极参与和推动产业发展的同时为公司实施的产业整合积累经验和资源。

未来公司寻找兼并与收购的目标主要是行业内具有一定技术优势、人才资源或者市场资源的分析仪器企业，收购将有望快速扩大公司的产品系列、技术储备和业务规模，进一步提升企业在技术、人才和市场方面的竞争力。

8. 盈利预测与估值

我们预计公司 2013 年—2015 年营业收入分别达到 5.6 亿元、7.0 亿元、8.2 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 1.40 亿元、1.71 亿元、2.01 亿元，实现摊薄 EPS 分别为 1.02 元、1.25 元、1.46 元，对应 PE 为 33 倍、27 倍、23 倍。考虑到即使脱硝建设高峰期过后公司仍能维持稳定的增长，并有望在脱汞、PM2.5 监测、污水监测等领域再度爆发，我们给予公司“增持”的投资评级。

9. 风险提示

1. 火电脱硝建设不达预期的风险。
2. 新产品市场推广不及预期的风险。
3. 应收账款不能及时收回的风险。

附：财务报表预测和估值数据汇总

利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	327.81	378.52	560.00	700.00	820.00	货币资金	78.29	630.00	558.58	563.47	808.00
减：营业成本	167.45	187.61	284.98	356.22	417.29	应收和预付款项	187.63	303.62	312.03	457.53	443.95
营业税金及附加	2.92	2.90	4.29	5.36	6.28	存货	92.40	113.39	193.97	190.23	259.84
营业费用	28.80	38.59	56.00	70.00	82.00	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	37.34	43.07	63.72	79.66	93.31	长期股权投资	0.00	24.30	24.30	24.30	24.30
财务费用	0.53	-16.27	-13.37	-12.62	-15.43	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.20	9.26	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	26.91	28.46	180.43	160.80	141.16
加：投资收益	0.00	-0.45	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	36.08	38.95	98.65	94.48	90.31
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1.93	1.87	0.93	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	423.23	1140.59	1368.90	1490.81	1767.56
营业利润	90.96	112.91	164.38	201.38	236.55	短期借款	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他非经营损益	3.80	4.44	0.00	0.00	0.00	应付和预收款项	76.00	72.63	170.83	133.35	222.87
利润总额	94.76	117.35	164.38	201.38	236.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	13.29	17.49	24.66	30.21	35.48	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	81.47	99.86	139.72	171.18	201.07	负债合计	84.00	72.63	170.83	133.35	222.87
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	103.09	137.47	137.47	137.47	137.47
归属母公司股东净利润	81.47	99.86	139.72	171.18	201.07	资本公积	98.57	713.68	713.68	713.68	713.68
						留存收益	137.57	216.81	346.91	506.31	693.53
业绩和估值指标						归属母公司股东权益	339.23	1067.96	1198.07	1357.46	1544.69
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	95.35	101.23	151.01	188.76	221.12	股东权益合计	339.23	1067.96	1198.07	1357.46	1544.69
EBITDA	99.41	108.32	160.12	213.50	244.92	负债和股东权益合计	423.23	1140.59	1368.90	1490.81	1767.56
净利润	81.47	99.86	139.72	171.18	201.07						
EPS	0.593	0.726	1.016	1.245	1.463	现金流量表					
BPS	2.468	7.769	8.715	9.874	11.236		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
PEG	2.04	1.78	N/A	N/A	N/A	经营性现金净流量	37.83	-25.56	144.67	4.05	242.94
PB	13.78	4.38	3.90	3.44	3.03	投资性现金净流量	-41.32	-625.27	-219.85	0.00	0.00
EV/EBIT	36.06	39.99	27.29	21.81	17.52	筹资性现金净流量	8.16	620.40	3.75	0.84	1.59
EV/EBITDA	34.58	37.37	25.74	19.29	15.82	现金流量净额	4.67	-30.42	-71.42	4.89	244.53
EV/NOPLAT	104.60	43.66	49.13	32.11	25.66	现金流量净额	4.67	-30.42	-71.42	4.89	244.53
股息率	0.000	0.004	0.002	0.003	0.003	现金流量净额	4.67	-30.42	-71.42	4.89	244.53

资料来源：Wind、英大证券研究所

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上