

研究所

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

实习生：朱峰、杨羽辰、张力斌、蔡俊

乘环保行业东风，迎快速发展

——雪迪龙（002658）深度报告

投资要点：

- **环境监测系统行业迎来快速发展** 《国家环境监测“十二五”规划》等多项政策、规划明确提出监测系统建设目标，环境监测系统建设工作受到高度重视，行业迎来良好发展契机。国内环境监测产品销售额从2006年的10亿元上升至2011年的32亿元，年均复合增速为25%。经测算，2012-2015年环境监测系统行业年均市场规模约49亿元，对应年均复合增速为21.60%，因此，环境监测系统行业将继续保持快速增长。
- **工业过程分析系统市场前景广阔** 目前，工业过程分析系统行业驱动因素有三：（1）国家实行节能减排计划；（2）国内产业升级；（3）下游行业固定资产投资持续增长。“十二五”，在节能减排目标压力下、工业产业升级且固定资产投资持续增长的背景下，各行业使用工业过程分析系统动力趋强，工业过程分析行业将保持快速增长，工控网预测，2011-2015年行业增速预计在15%以上，2015年市场规模将达77.39亿元。
- **公司具有显著竞争优势** 分析仪器行业呈现出“两头大，中间小”的特征，即研究实力和销售服务能力是行业的主要竞争壁垒。公司具有以下竞争优势：（1）不断提升的研发实力：研发部门员工达到91人，公司已可自主生产分析仪器主机、电路板等核心部件；（2）强大的销售服务能力：截止2012年底，公司环保运营维护中心数量已达到47个，成为国内最大的环保运营维护中心平台之一；（3）丰富的系统集成经验：公司已累计为下游行业提供了超过5000套环境监测系统和工业过程分析系统，积累了宝贵的项目经验。
- **CEMS产品迎来新一轮销售高峰** （1）脱硝用CEMS：2013年新投运火电脱硝机组规模预计约1.9亿KW，相比2012年增长100%，在脱硝用CEMS行业，公司市占率为20-30%，2013年公司脱硝用CEMS系统销量有望实现翻倍，达到800多套，实现2亿元左右的收入。（2）脱硫用CEMS：“十一五”安装的脱硫用CEMS进入更换周期，且“十二五”将新增2.5亿KW火电装机，合计将带来9-10亿元/年的脱硫用CEMS系统需求。未来几年，公司脱硫用CEMS系统年销量预计在600套左右，对应营业收入约1.4亿元。
- **运维服务营收上升空间很大，主机及备件销售稳健增长** 公司累计售出CEMS约4000套，但委托运维的仅约800套，运维服务营收上升空间非常大，若售出的系统5年内全部实现第三方运维，则运维服务营收年均增速有望达40%以上。此外，随着公司成套系统产品市场保有量的逐年增加，及其他集成商对公司主机及备件产品需求量的逐年上升，未来几年，公司主机及备件业务营收将保持稳健增长，预计增速约20%。
- **工业过程分析系统销售将迎来跨越式增长** 受工业过程分析系统下游行业景气度较低影响，公司近年营收增长缓慢，但此业务毛利率却在稳步上升，显示公司竞争力在不断提升。随着国内节能减排实施力度不断加大、工业生产自动化水平逐年提高、下游固定资产投资规模继续扩大，凭借不断提升的市场竞争力、充足的产能，公司将持续加大销售力度，促进工业过程分析系统的销售，预计2013年营收增速将达到40%以上。
- **进入水质监测领域，培育新业务增长点** 据测算，“十二五”期间，地表水及废水污染源水质监测仪器年均市场需求约19亿元，市场空间很大。Korbi公司在韩国水质监测仪器市场的市占率高达40%，企业实力和产品销量在韩国居于龙头地位。与Korbi合作，公司可快速进入水质监测仪器市场并实现市场份额的逐步提升。根据公司规划，计划2013年实现1000-2000万元的收入，2015年达到6000-7000万元收入规模。

- **2012 年账款回收情况不佳，但不显著影响近两年业绩增速** 2012 年公司账款回收情况不佳，新增应收账款/营业收入为 25.85%，远高于往年。但此情况不会显著影响近两年业绩增速，2013 年 1 季度末，公司货币资金为 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。2013 年国内经济状况预计将有所好转，且公司计划对客户进行筛选以控制风险，公司现金流状况预计将有所改善。
- **每股价值约 37 元，给予“买入”评级** 预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.98/1.27/1.43 元，34.98 元股价对应市盈率为 36/28/24 倍。目前，环境监测类上市公司 2013 年动态 PE 均值为 34.40 倍。公司的盈利能力、净利润增长速度在行业内处于领先水平，因此可享受高于行业均值的估值水平。给予其 38 倍 PE，2013 年 0.98 元 EPS 对应股价为 37.24 元。使用 FCFE 模型对公司进行估值，测算得公司每股价值为 35.54 元。
- **风险提示** 1) 火电厂脱硝工程建设进度低于预期的风险；2) 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。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	379	507	661	726
增长率(%)	15%	34%	31%	10%
净利润(百万元)	100	135	175	197
增长率(%)	23%	35%	30%	13%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.98	1.27	1.43
ROE(%)	9.35%	11.34%	12.98%	12.92%

目 录

1、公司为烟气监测系统行业领先企业.....	3
1.1、股权结构.....	3
1.2、公司主营产品为环境监测系统.....	3
1.3、公司近年发展态势良好.....	4
2、环境监测系统行业将迎来快速发展.....	6
2.1、环境监测系统建设工作获政府高度重视.....	6
2.2、环境监测系统行业进入快速发展期.....	7
2.3、环境监测系统行业集中度处于较高水平.....	13
3、工业过程分析系统市场前景广阔.....	16
3.1、工业过程分析系统面临良好发展机遇.....	16
3.2、此领域主要被国外企业占据.....	17
4、公司具有显著竞争优势.....	18
4.1、研发实力不断提升.....	18
4.2、销售服务网点遍布全国，竞争优势显著.....	20
4.3、项目经验丰富，系统集成能力优异.....	21
5、公司进入快速发展期.....	22
5.1、CEMS 产品迎来新一轮销售高峰.....	22
5.2、运维服务营收上升空间很大.....	24
5.3、主机及备件销售稳健增长.....	26
5.4、工业过程分析系统销售将迎来跨越式增长.....	26
5.5、进入水质监测领域，培育新业务增长点.....	27
6、2012 年账款回收情况不佳，但不显著影响近两年业绩增速.....	28
7、盈利预测与估值.....	29
7.1、盈利预测.....	29
7.2、相对价值评估 37.24 元.....	30
7.3、绝对价值评估 35.54 元.....	30
8、风险提示.....	31

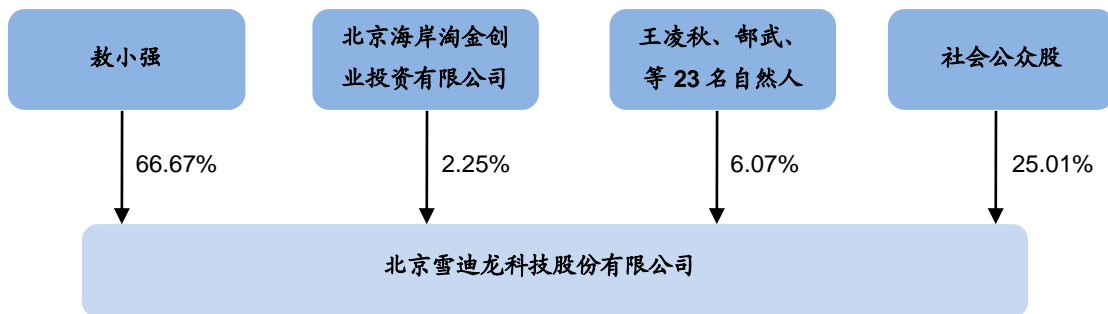
1、公司为烟气监测系统行业领先企业

北京雪迪龙科技股份有限公司（以下简称“雪迪龙”或“公司”），主营业务围绕环境监测和工业过程分析展开，业务类型涉及产品、系统、运维服务。在环境监测系统行业，特别是火电厂脱硫、脱硝监测系统领域，公司处于领先地位，具有显著的竞争优势。

1.1、股权结构

公司于2012年3月9日发行上市。目前，公司总股本1.37亿股，其中，流通股3438万股，占比25.01%，剩余74.99%的限售股将于2015年3月9日解禁。公司董事长敖小强先生持有公司66.67%股份，为公司控股股东和实际控制人。

图 1、雪迪龙股权结构图（2013年4月30日）



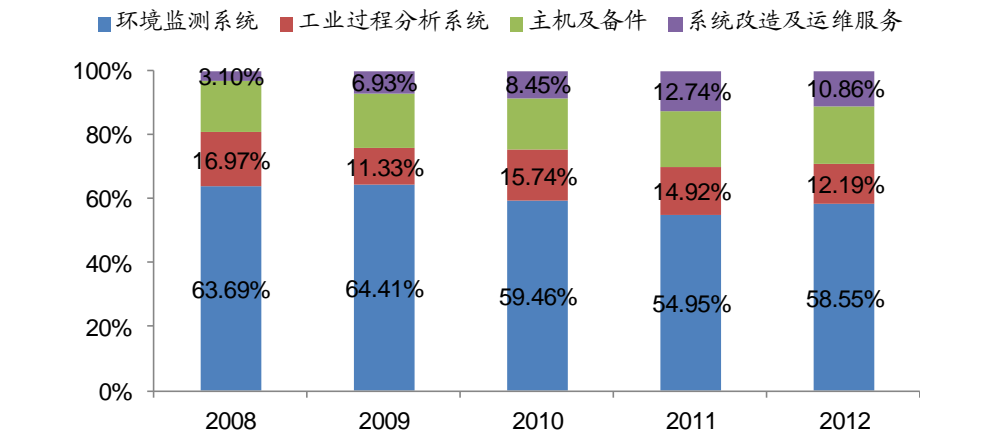
资料来源：公司公告、国海证券研究所

1.2、公司主营产品为环境监测系统

公司主营业务有四类：环境监测系统、工业过程分析系统、主机及配件、系统改造及运营维护服务。其中，环境监测系统是公司的核心产品，2012年时收入占比达到59%。在环境监测系统中，烟气排放连续监测系统（CEMS）是最主要的产品类型，主要应用于火电厂、钢铁厂的脱硫脱硝监测。

值得注意的是，近年公司系统改造及运维服务业务发展迅速，营收从2008年的587万元增长至2012年的4110万元，收入占比从3.10%上升至10.86%。此业务毛利率高于其他业务，2012年达到57%，是公司未来重点发展的业务之一。

图 2、环境监测系统为公司核心业务

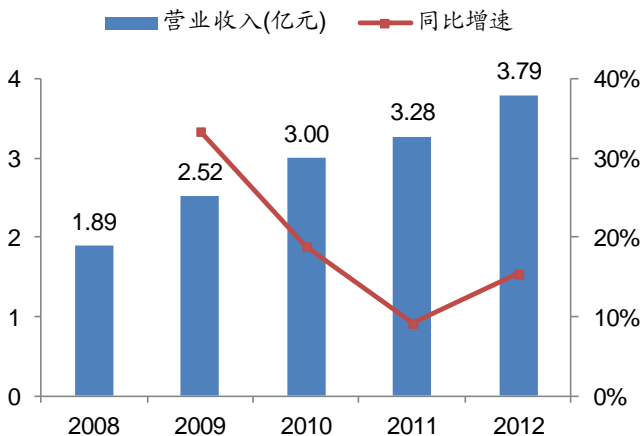


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.3、公司近年发展态势良好

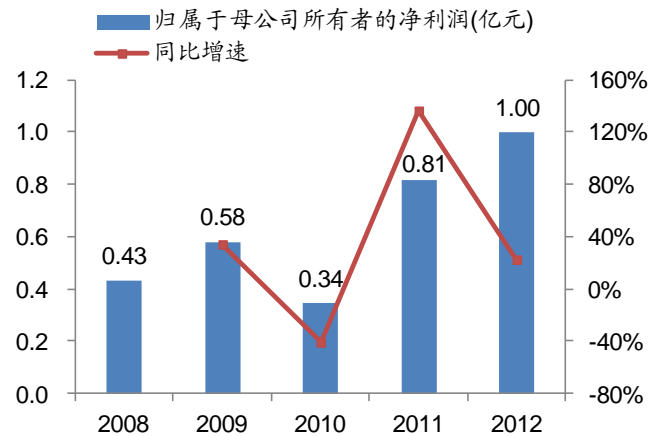
“十一五”期间，国内脱硫行业实现了快速发展。凭借 CEMS 产品，公司直接享受到了脱硫行业快速发展带来的红利，营业收入、净利润实现了稳步增长，2008-2012 年，公司营业收入年均复合增速为 19%，净利润年均复合增长率为 23%。“十二五”期间，脱硝行业将迎来爆发式增长，预计公司营收规模将继续保持稳健增长。

图 3、营业收入逐年稳步上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4、净利润稳步增加

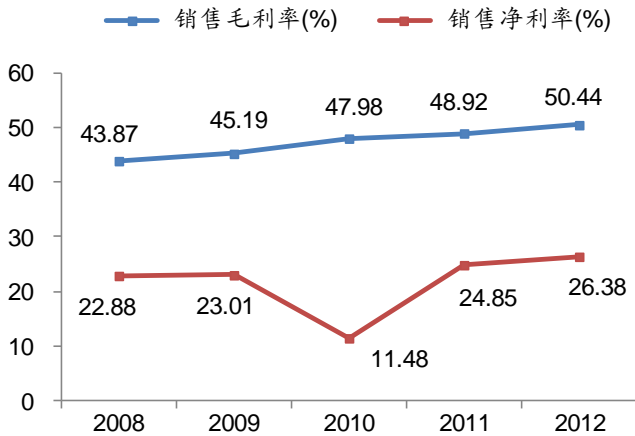


资料来源：Wind、国海证券研究所

监测分析仪器行业具有较高的技术壁垒，因此公司销售毛利率高达 45%以上，且近几年呈现稳步上升的态势，在此基础上，销售净利率亦处于 20%以上，公司盈利水平较高。

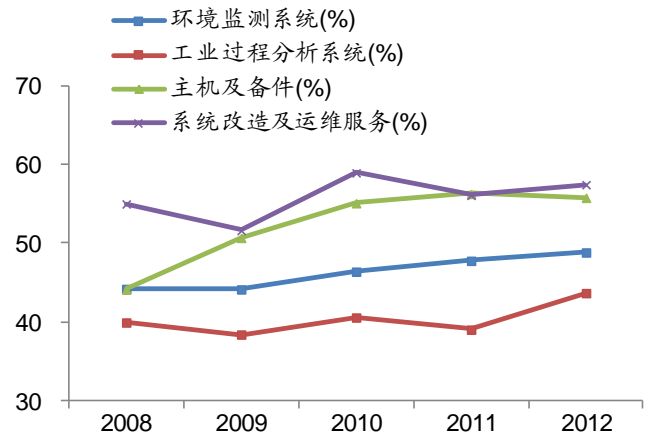
2012 年，公司期间费用率略有下降。分项来看，由于 IPO 募到大量资金，公司财务费用率出现大幅下降；为推广新产品及开拓市场，公司投入更多资金，导致销售费用率出现一定幅度上升。随着后期募集资金的消耗、销售力度的持续加大，预计未来 1-2 年公司期间费用率将保持小幅上升的态势。

图 5、公司盈利水平较高



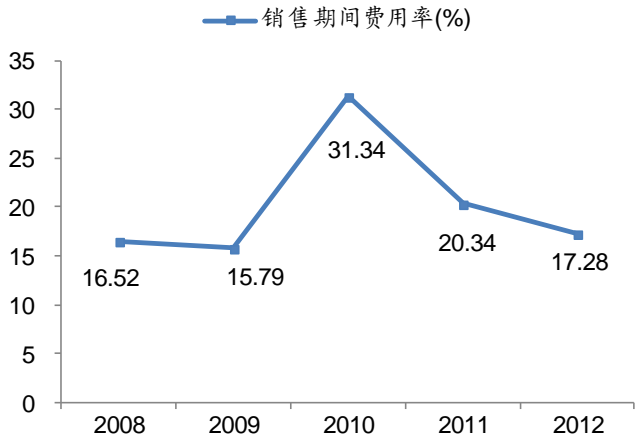
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6、分项产品毛利率



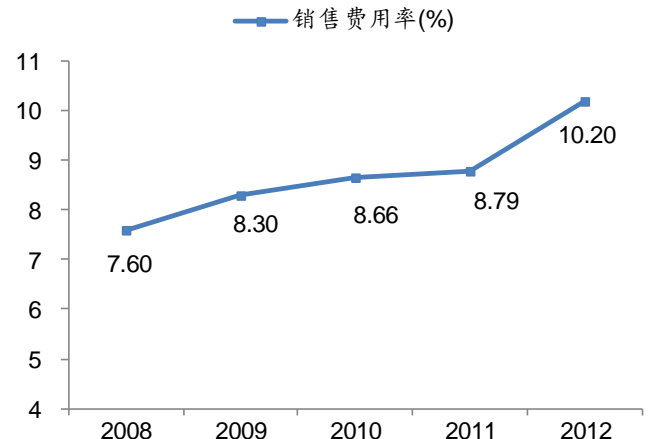
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7、期间费用率小幅下降



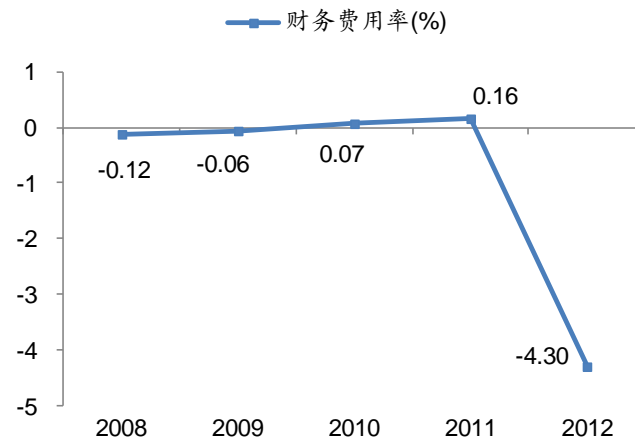
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8、销售费用率略有上升



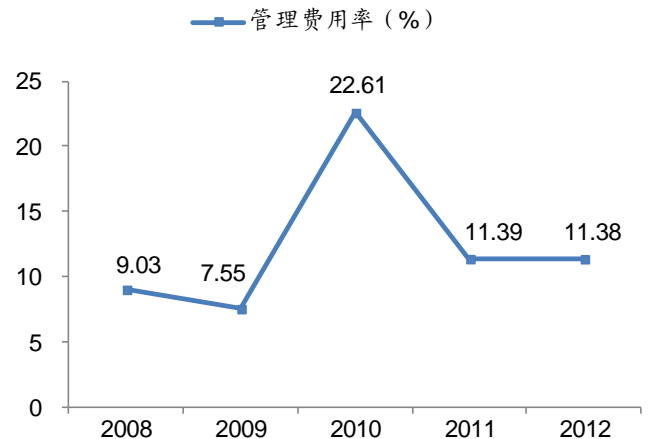
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9、财务费用率大幅下降



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 10、管理费用率保持稳定



资料来源: Wind、国海证券研究所

2、环境监测系统行业将迎来快速发展

2.1、环境监测系统建设工作获政府高度重视

按监测范围的不同，环境监测系统可分为污染源监测系统和大环境监测系统；按监测对象的不同，可分为气体监测系统和水质监测系统。

显著改善环境状况是“十二五”期间社会工作的主要任务，要有效的推进环保工作，完善环境监测体系是前提。目前，环境监测系统建设工作获高度重视。《国家环境监测“十二五”规划》提出，到“十二五”末，基本实现“市县能监测，省市能应急，国家能预警”的目标，环境监测整体能力大幅增强。此外，《国家环境保护“十二五”规划》、《重点区域大气污染防治“十二五”规划》等多项政策、规划都提出了监测系统建设目标。环境监测系统行业迎来良好发展契机。

表 1、环境监测相关政策

监测范围	监测对象	文件	发布时间	具体政策
大环境 监测	大气监测	《国家环境保护“十二五”规划》	2011.12	推进城市大气污染防治。在大气污染联防联控重点区域，建立区域空气质量评价体系。在京津冀、长三角和珠三角等区域开展臭氧、细颗粒物（PM2.5）等污染物监测。“十二五”期间，空气环境质量评价范围由113个重点城市增加到333个全国地级以上城市。
		《重点区域大气污染防治“十二五”规划》	2012.10	强化区域环境空气质量监测体系建设，各省（区、市）按照“十二五”国家空气监测网设置方案的要求逐步开展城市空气质量监测点位的能力建设，同时在位于城市建成区以外地区或区域输送通道上均匀布设一定数量的区域站。所有城市监测点位新增细颗粒物、臭氧、一氧化碳等监测因子和数字环境摄影记录系统，开展全指标监测；区域站还应增加能见度、气象五参数等监测能力。
	地表水 监测	《国家环境保护“十二五”规划》	2011.12	“十二五”期间，地表水国控断面个数由759个增加到970个，其中七大水系国控断面个数由419个增加到574个；同时，将评价因子由12项增加到21项。
	地下水 监测	《全国地下水污染防治规划(2011-2020)》	2011.10	建立健全地下水环境监测体系。建立区域地下水污染监测系统(国控网)，实现国家对地下水环境的总体监控；建立重点地区地下水污染监测系统(省控网)，实现对人口密集和重点工业园区、地下水重点污染源区、重要水源等地区的有效监测。
污染源 监测	废气污染 源监测	《污染源自动监控管理办法》	2005.09	列入污染源自动监控计划的排污单位，应当按照规定的时限建设、安装自动监控设备及其配套设施，配合自动监控系统的联网。
		《重点区域大气污染防治“十二五”规划》	2012.10	全面加强国控、省控重点污染源二氧化硫、氮氧化物、颗粒物在线监测能力建设，2014年底前重点污染源全部建成在线监控装置，并与环保部门联网，积极推进挥发性有机物在线监测工作。

废水污染源监测	《重点流域水污染防治规划(2011-2015)》	2012.05	推动国家、省、市三级自动监控系统联网建设,实行实时监控、动态管理,强化污染源在线系统的运营与质量管理。根据区域污染特征,有针对性的补充专项监测仪器设备,在重金属及有毒有害污染重点区域增加相关指标执法取证设备。
---------	--------------------------	---------	--

资料来源:公开资料、国海证券研究所

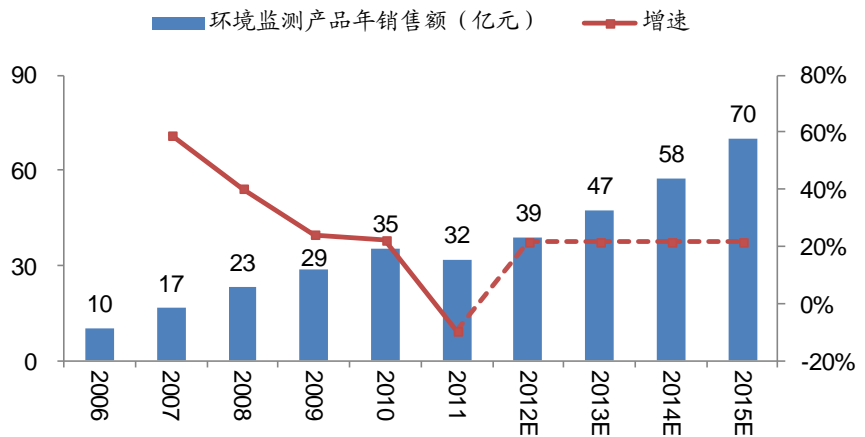
2.2、环境监测系统行业进入快速发展期

“十二五”环境监测仪器年均市场规模约 49 亿元

根据中国环境保护产业协会的数据,国内环境监测产品年销售额从 2006 年的 10 亿元上升至 2011 年的 32 亿元,年均复合增速为 25%,显示我国环境监测仪器行业进入快速发展期。

根据测算,预计“十二五”期间,环境监测仪器行业市场规模约 245 亿元,年均规模约 49 亿元,对应 2012-2015 年的增速为 21.60%,可判断,国内环境监测仪器行业将继续保持快速增长态势。

图 11、我国环境监测仪器行业进入快速发展期



资料来源:《我国环境监测仪器行业 2011 年发展综述》、国海证券研究所

表 2、“十二五”期间,环境监测仪器行业年均市场规模约 49 亿元

		“十二五”市场规模 (亿元)	年均市场规模 (亿元)
大环境监测	大气监测	20.84	4.17
	地表水监测	37.07	7.41
污染源监测	废气污染源监测	129.51	25.90
	废水污染源监测	58.02	11.60
合计		245.44	49.09

资料来源:国海证券研究所

大气监测仪器年均市场需求约 4 亿元

《环境空气质量标准（2000 年）》规定，环境空气污染物基本项目包括二氧化硫（SO₂）、二氧化氮（NO₂）、可吸入颗粒物（PM₁₀）三项。《环境空气质量标准（GB3095-2012）》在此基础上增设了细颗粒物（PM_{2.5}）、臭氧（O₃）、一氧化碳（CO）三项指标，基本项目增加为六项。《关于加强环境空气质量监测能力建设的意见》则提出，全国分四步走，建设先进的环境空气质量监测预警体系。

表 3、环境空气质量监测能力建设全国分“四步走”

步骤	时间	目标
第一步	2012 年	对细颗粒物（PM _{2.5} ）、臭氧（O ₃ ）、一氧化碳（CO）等监测指标，2012 年在京津冀、长三角、珠三角等重点区域以及直辖市、省会城市和计划单列市开展监测（所有国控点位，下同）
第二步	2013 年	2013 年在 113 个环境保护重点城市和环保模范城市开展监测
第三步	2015 年	2015 年在所有地级以上城市开展监测
第四步	2016 年	自 2016 年 1 月 1 日起，以上各地均按照新标准监测和评价环境空气质量状况，并向社会逐点实时发布监测结果

资料来源：《关于加强环境空气质量监测能力建设的意见》、国海证券研究所

《国家环境空气监测网（地级以上城市）设置方案》提出，经优化调整后，国家环境空气监测网（地级以上城市）范围由 113 个环保重点城市扩大到全国 31 个省、自治区、直辖市的 338 个地级以上城市，环境空气质量监测点位数由原 661 个调整为 1436 个，新增 775 个。

监测指标的增多、监测点数量的增加、监测设备的更新换代，从三方面拉动了国内大气监测仪器的需求。根据以上数据进行测算，“十二五”期间大气监测仪器市场空间约 20.84 亿元，对应年均市场空间约 4 亿元。

表 4、“十二五”期间大气监测仪器市场空间测算

	监测点数量	增加、更换设备价格（万元/套）	市场空间（亿元）
地级以上城市国控监测点	1436		
其中：			
新设备需求			
原有监测点	661	44	2.91
新增监测点	775	114	8.84
旧设备更换需求	进入更新换代阶段的监测点	70	9.10
“十二五”市场空间			20.84
“十二五”年均市场空间			4.17

资料来源：公开资料、国海证券研究所

地表水监测仪器年均市场需求约 7 亿元

地表水监测指标主要包括：pH 值、溶解氧、电导率、浊度和温度常规五参数，以及高锰酸盐指数、总有机碳、氨氮等监测因子。“十二五”期间国家将氨氮纳入总量控制指标体系，并要求降低总磷总氮排放量，将拉动对氨氮、总磷总氮监测仪器的新增需求。

《2011 年环境状况公报》指出，2011 年，在 14 个省（自治区、直辖市）的 277 个国控断面开展了重点流域重金属专项监测。《国家环境保护“十二五”规划》提出，在重点河流、湖库国控断面增加挥发性有机物、重金属、生物毒性等自动监测项目，由此也将拉动对挥发性有机物、重金属和生物毒性监测仪器的需求。

《国家地表水环境监测网设置方案》提出国控监测点优化方案：原有国控断面（点位）759 个，调整后国控断面（点位）为 972 个（原有国控断面保留 509 个、新增 443 个、位置移动 20 个）。

“十二五”地表水监测仪器市场需求来自：监测指标的增加、监测点数量的增多、已有设备的更换。经测算，“十二五”期间地表水监测仪器市场空间约 37 亿元，对应年均市场空间约 7.4 亿元。

表 5、“十二五”期间地表水监测仪器市场空间测算

	监测点数量（个）	增加、更换设备价格（万元/套）	市场空间（亿元）
国控断面	972		
其中：			
原有断面	509		
其中：自动监测点	149	25	0.37
手动检测点	360	9	0.32
新增、移动断面	463		
其中：自动监测点	154	118	1.82
手动检测点	309	11	0.33
新设备需求			
重点监测断面	277		6.09
重金属		60	
生物毒性		75	
挥发性有机物		85	
省控断面、市控断面等监测点	10225		
其中：自动检测站	801	41	3.28
手动检测站	9424	9	8.48
进入更新换代阶段的监测点			
其中：自动检测站	950	93	8.84
手动检测站	10034	8	7.53
旧设备更换需求			

“十二五”市场空间

37.07

“十二五”年均市场空间

7.41

资料来源：公开资料、国海证券研究所

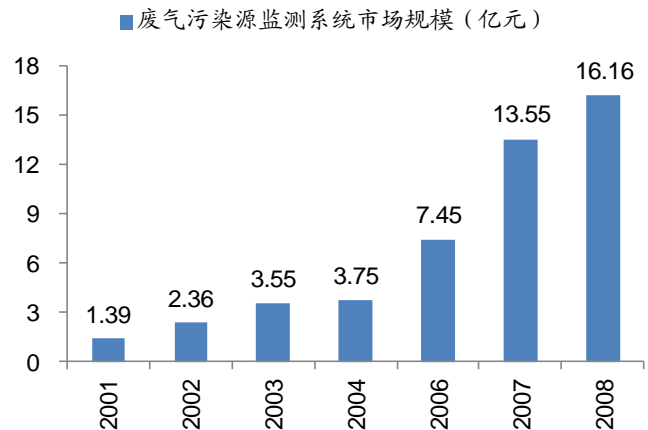
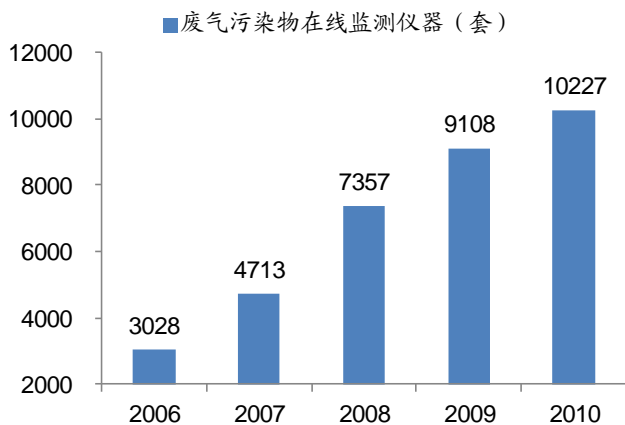
废气污染源监测仪器年均需求约 26 亿元

废气污染源监测系统主要用于火电厂脱硫脱硝工程实时监测，钢铁、水泥等行业的废气污染物排放监测，垃圾焚烧发电厂的污染物排放监测。

“十一五”期间，国内经历了脱硫设施的建设高潮，直接带动了脱硫监测系统的安装。根据《中国环境统计年报》的数据，国内已安装废气污染物在线监测仪器数量从 2006 年的 3028 套快速增长至 2010 年的 10227 套。据中国环保产业协会统计，废气污染源监测系统市场规模也从 2001 年的 1.39 亿元上升至 2008 年的 16.16 亿元。

图 12、已安装废气污染物在线监测仪器数稳步增加

图 13、废气污染源监测系统市场规模



资料来源：中国环境统计年报、国海证券研究所

资料来源：中国环保产业协会、国海证券研究所

“十二五”环保部将氮氧化物作为约束性指标，《国家环境监测“十二五”规划》提出，开展氮氧化物的监测。《国家环境保护“十二五”规划》提出，加快燃煤机组低氮燃烧技术改造和烟气脱硝设施建设，加强水泥、石油石化、煤化工等行业氮氧化物治理。因此，继“十一五”的脱硫设施建设高潮之后，“十二五”国内将掀起脱硝设施建设热潮，由此将拉动对脱硝监测仪器的大量需求。

此外，二氧化硫减排仍是“十二五”的主要任务之一。《国家环境保护“十二五”规划》提出，继续推进燃煤机组脱硫设施建设，推进钢铁行业二氧化硫排放总量控制，加强水泥、石油石化、煤化工等行业二氧化硫治理。因此，“十二五”仍存在一定的脱硫监测仪器新装需求。

此外，《国家环境监测“十二五”规划》提出，逐步开展燃煤电厂汞排放监测。《“燃煤电厂大气汞排放监测试点工作”监测站监测方案》安排，在 16 家电厂的 32 台机组安装大气汞排放连续监测系统。国内大气汞监测系统行业逐步开启。

经测算，“十二五”期间，二氧化硫、氮氧化物、大气汞监测系统需求约 130 亿元，年均规模约 26 亿元。其中，火电厂新装脱硝监测系统、火电厂脱硫监测系统更换分别对应市场空间约 40 亿元、39 亿元，是规模最大的两类需求。

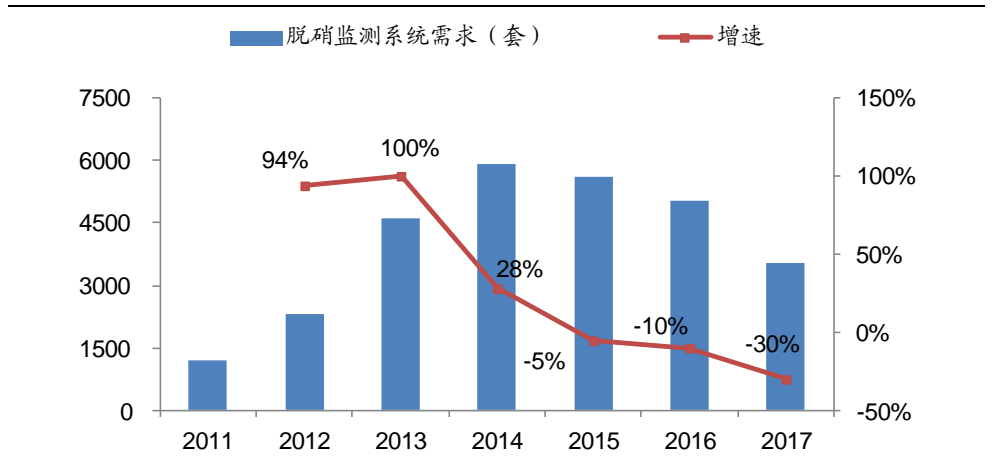
表 6、“十二五”期间废气污染源监测仪器市场空间测算

		机组/生产线 (台/条)	配置数量 (套)	设备价格 (万元/套)	市场空间 (亿元)
二氧化硫监测					
(1) 火电					
新设备需求	2010 年底未改造的火电机组	120	4	25	1.20
	2011-2015 年新建火电机组	1250	4	25	12.50
旧设备更换需求	2010 年底已改造的火电机组	3907	4	25	39.07
(2) 钢铁					
新设备需求	2010 年底未改造的钢铁烧结机组	920	2	25	2.30
旧设备更换需求	2010 年底已改造的钢铁烧结机组	170	2	25	0.85
“十二五”脱硫监测系统市场空间小计					55.92
氮氧化物监测					
(1) 火电					
新设备需求	2010 年底未改造的火电机组	2650	6	25	39.75
	2011-2015 年新建火电机组	1250	6	25	18.75
旧设备更换需求	2010 年底已改造的火电机组	533	6	25	8.00
(2) 水泥					
新设备需求	2010 年底未改造的水泥生产线	1300	2	25	3.90
	2011-2015 年新建水泥生产线	500	2	25	2.50
旧设备更换需求	2010 年底已改造的水泥生产线	100	2	25	0.50
“十二五”脱硝监测系统市场空间小计					73.40
汞监测					
新设备需求	火电监测试点	32	1	60	0.19
“十二五”脱汞监测系统市场空间小计					0.19
“十二五”废气污染源监测系统市场空间合计					129.51
年均市场规模					25.90

资料来源：公开资料、国海证券研究所

值得注意的是，“十二五”期间脱硝监测系统行业将迎来爆发式增长。2013年《火电厂大气污染物排放标准》(GB13223-2011)规定火电机组脱硝改造需于2014年7月1日前完成，但实际完成时间可能延后至2015年甚至2016年。火电厂现役机组脱硝改造进度预计为：2012年10%，2013年30%，2014年28%，2015年22%，2016年10%，其中，2013年为火电机组脱硝改造顶峰期，新投运火电机组脱硝规模预计将达2亿千瓦，相比2012年实现翻倍。参考火电厂脱硝改造进度，预计2013年脱硝监测系统行业将保持在100%左右。

图 14、2012-2013 年脱硝监测系统销量将快速增长



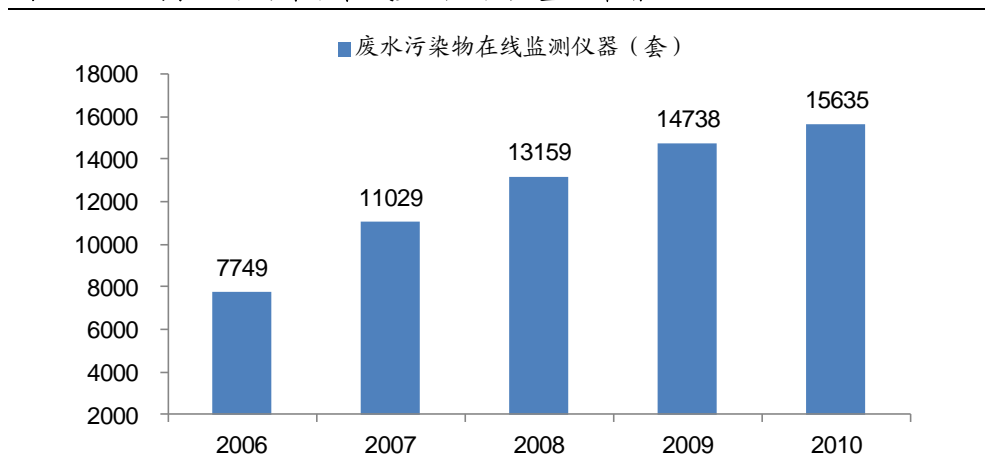
资料来源：国海证券研究所

废水污染源监测仪器年均市场规模约 11 亿元

废水污染源监测对象包括废水排放企业和市政污水处理厂。

近年，随着国内经济的发展，废水污染源企业逐年增加，而在环保政策趋严的环境下，已安装的废水污染物在线监测仪器数量从 2006 年的 7749 套增加至 2010 年的 15636 套，呈现出稳步增加的态势。

图 15、已安装废水污染物在线监测仪器数量逐年增加



资料来源：中国环境统计年报、国海证券研究所

“十一五”期间，废水污染源监测以 PH 值、悬浮物、COD（化学需氧量）为

主。“十二五”期间国家将氨氮纳入总量控制指标体系,《2011年中央财政主要污染物减排专项资金项目建设方案的通知》提出,国控重点污染源急需新增安装废水中氨氮自动在线监控监测设备。此外,《国家环境监测“十二五”规划》提出,逐步加强废水重金属监测,在涉及重金属等环境风险较大的行业逐步推行污染源自动监控。由此,“十二五”期间,国控废水排放企业对氨氮自动在线监测设备、重金属自动检测设备的需求将大幅增加。

根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》,2011-2015年,国内将新增污水处理能力0.8亿吨/天,对应新建约1500个污水处理厂。

原有污染源配置新指标监测设备、新建废水污染源配置基本监测设备、“十一五”期间安装的监测设备进入更新换代周期,都将推动废水污染源监测仪器行业的发展。经测算,“十二五”期间废水污染源监测仪器市场空间约58亿元,对应年均市场空间约11.6亿元。

表 7、“十二五”期间废水污染源监测仪器市场空间测算

		监测点数量 (个)	配置数量 (套)	设备价格 (万元/套)	市场空间 (亿元)
新设备 需求	废水国控企业	4853	1	16	7.76
	需要加装重金属监测仪器的废水排放企业	698	1	60	4.19
	“十二五”新建市政污水处理厂	1500	2	80	24.00
旧设备 更换需求	进入更新换代阶段的监测点				
	其中: 废水国控企业	4853	1	31.5	15.29
	市政污水处理厂	909	2	80	14.54
	“十二五”市场空间				58.02
	“十二五”年均市场空间				11.60

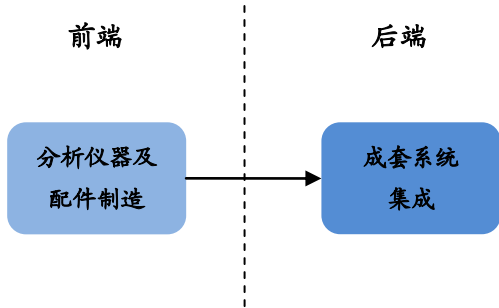
资料来源: 公开资料、国海证券研究所

2.3、环境监测系统行业集中度处于较高水平

环境监测系统行业呈现出“两头大、中间小”的特征

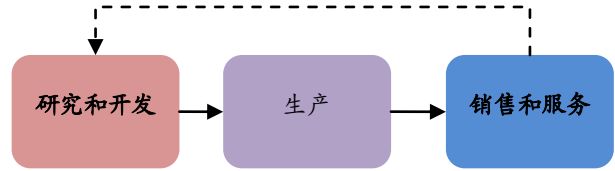
环境监测系统行业从产业链来看,可以分为前端的分析仪器及配件制造和后端的成套系统集成两个环节,其中,前端环节需要更强的研发能力。而从行业经营模式来看,呈现出“两头大,中间小”的葫芦型特征,即研究开发实力和销售服务能力是行业的主要竞争壁垒。

图 16、环境监测系统行业产业链



资料来源：国海证券研究所

图 17、环境监测系统行业经营模式

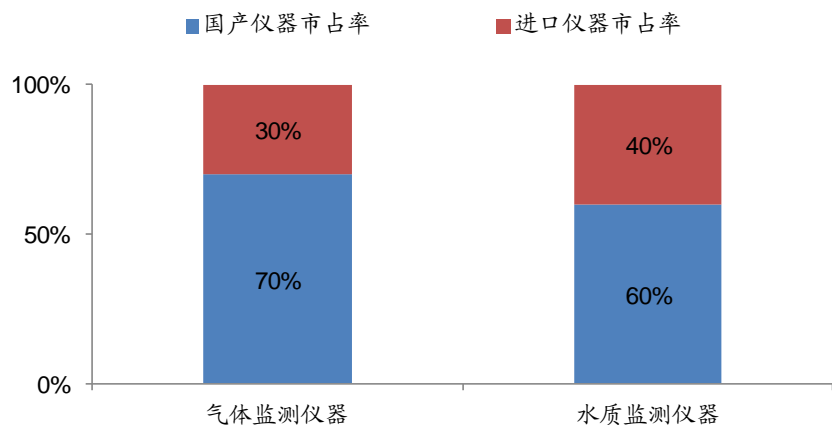


资料来源：国海证券研究所

相比国内企业，国外企业的研究和开发能力更强，因此，国外知名分析仪器厂商在国内主要以前端的、标准化分析仪器和配件产品的推广和销售业务为主，系统集成业务为辅，主要供应厂商包括西门子、ABB、日本横河、仕富梅（SERVOMEX）、日本岛津、美国赛默飞世尔等十余家。国内企业主要从事后端的系统集成和运营服务工作，部分企业同时也从事分析仪器制造业务，但以中低端仪器为主。

凭借地域优势、及强大的销售服务体系，在国内环境监测系统终端销售市场，国内仪器占据多半江山。气体监测仪器方面，国产仪器市占率在 70%左右，水质监测仪器市占率在 60%左右。

图 18、国产环境监测仪器在国内占据多半江山



资料来源：《我国环境监测仪器行业 2009 年发展综述》、国海证券研究所

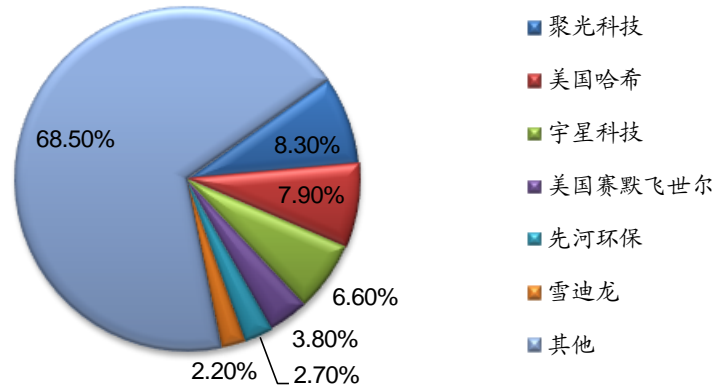
环境监测系统行业集中度较高

据不完全统计，2010 年全国共有约 250 家生产废气、废水在线自动监测系统的企业(含集成商)，其中，有 130 家企业生产废气在线监测系统，120 家生产废水在线监测系统，其中有 20 余家属于独资或合资的企业。若考虑大气监测系统、地表水及地下水监测系统生产企业，则市场参与者数量超过这个数字。现阶段，

环境监测系统行业呈现出以下特征：企业主要分布在经济发达和沿海地区，参与企业以民营企业为主，入驻的外资企业数量逐年增加。

环境监测系统行业集中度处于较高水平，2011年，排名前10位的企业市场份额合计约60%。市场主要被聚光科技、美国哈希、宇星科技、雪迪龙、赛默飞世尔、先河环保几家企业所占据。中国工控网数据显示，按照订单额占比计算，2009年聚光科技的市占率最高，为8.30%。

图 19、各环境监测系统生产企业市场份额（2009年）



资料来源：中国工控网、国海证券研究所

表 8、环境监测系统行业主要参与者

序号	企业名称	主营业务	2011年营业收入 (亿元)	企业性质
1	聚光科技(杭州)股份有限公司	烟气连续监测系统、便携式红外线烟气体分析仪、水质分析仪等	7.64	中资
2	哈希水质分析仪器(上海)有限公司	实验室分析仪、便携式分析仪以及在线分析仪、水质自动采样器、流量计等	--	外资
3	宇星科技发展(深圳)有限公司	水、气在线监测仪器, 环境监测网络、废水治理、烟气脱硫	6.05	中资
4	赛默飞世尔科技(中国)有限公司	空气、烟气在线检测; 水质分析仪; 辐射监测系统; 其他分析及测量设备; 废气在线运营	--	外资
5	北京雪迪龙科技股份有限公司	烟气连续监测系统、红外线气体分析仪、便携式红外线烟气体分析仪、磁压式氧分析仪、微量氧分析仪、工业色谱仪等	3.28	中资
6	河北先河环保科技股份有限公司	环保仪器设备的研制开发、生产、销售等	1.47	中资
7	广州市怡文环境科技股份有限公司	水质在线监测仪	1.35	中资
8	中科天融(北京)科技有限公司	烟气连续监测系统、便携式红外线烟气体分析仪、水质分析仪等	1.28	中资

9	岛津国际贸易(上海)有限公司环境部	气相色谱仪、高效液相色谱仪、紫外分光光度计、原子吸收分光光度计、总有机碳分析仪、烟气分析系统、UV法COD仪、试验机、光电发射光谱仪PDA。	20	外资
10	牡丹联友环保科技股份有限公司	烟气连续监测系统	0.83	中外合资

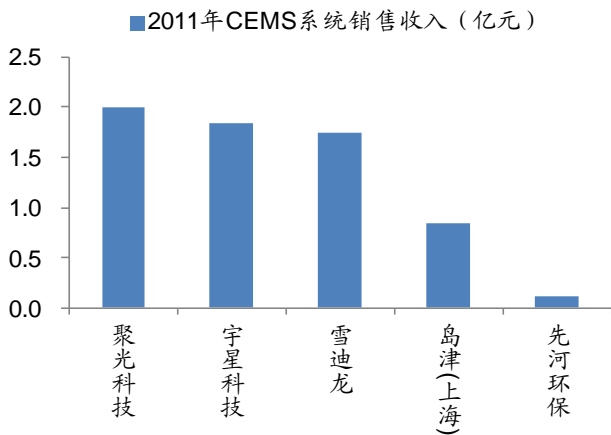
资料来源：公开资料、国海证券研究所

CEMS 行业已出现领先企业

烟尘烟气连续自动监测系统（CEMS）是环境监测系统行业的细分领域。CEMS系统在国外发展成熟，于20世纪八十年代进入中国。2007年开始，环保部推动国控重点污染源安装污染源监控系统，受益于此，CEMS行业在国内获得了长足发展。

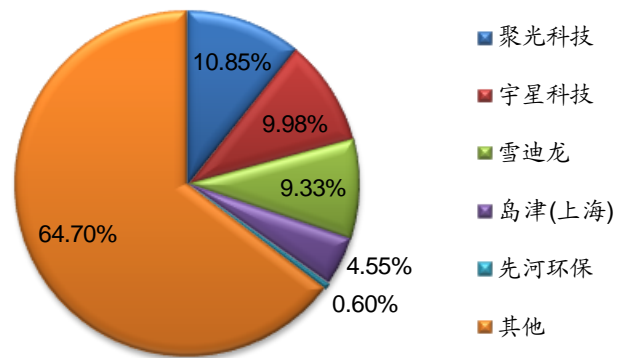
2010年，全国约有130家企业生产废气在线监测系统。目前，行业内领先企业有聚光科技、宇星科技、雪迪龙、岛津（上海）、先河环保等企业，其中，聚光科技市占率最高，为10.85%。

图 20、CEMS 行业主要参与者销售规模



资料来源：公开资料、国海证券研究所

图 21、各公司 CEMS 产品市占率 (2011 年)



资料来源：公开资料、国海证券研究所

3、工业过程分析系统市场前景广阔

3.1、工业过程分析系统面临良好发展机遇

工业过程分析系统面临良好发展机遇

工业过程分析系统用于对生产过程中的气体、液体和固体成份、含量进行连续分析与监测,重点为工业企业节能减排、工艺流程控制、产品质量控制以及安全生产控制提供实时数据。工业过程分析仪器应用领域广泛,涉及石油化工、冶金钢铁、水泥建材、空气分离、煤炭安全、科学研究等诸多行业。

根据测量对象不同，工业过程分析系统可以分为在线气体分析系统、在线液体分析系统和金属分析产品三大系列，其中，在线气体分析系统为主要类型。

现阶段，工业过程分析系统行业的驱动因素有三个：（1）国家制定节能减排目标，促使企业加大对生产过程的监测和控制力度；（2）我国正在进行产业升级，将加大对工业过程分析系统的需求；（3）下游行业固定资产投资持续增长，带来工业过程分析系统新增需求。基于以上分析，工业过程分析系统面临良好发展机遇。

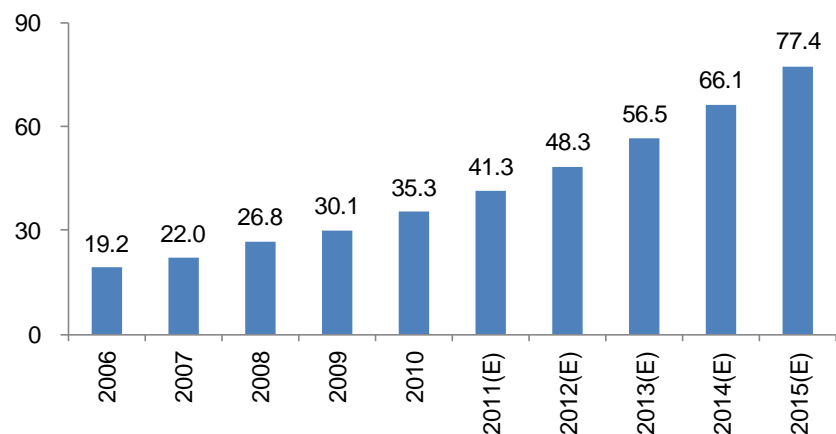
《“十二五”节能减排综合性工作方案》提出，到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗比 2010 年下降 16%，“十二五”期间，实现节约能源 6.7 亿吨标准煤。2015 年，全国化学需氧量和二氧化硫排放总量分别比 2010 年下降 8%；全国氨氮和氮氧化物排放总量分别比 2010 年下降 10%。随着我国节能减排工作的持续推进，此因素成为推动工业过程分析系统行业发展的主要力量。

“十二五”期间，工业过程分析系统行业年均增速预计在 15%以上

2010 年，国内工业过程分析系统市场规模为 35.3 亿元，历史增速为 16.44%。

“十二五”期间，在节能减排目标压力下、工业产业升级且固定资产投资持续增长的背景下，各行业使用工业过程分析系统动力趋强，工业过程分析行业将保持快速增长，根据工控网预测，2011-2015 年行业增速预计将保持在 15%以上，以每年 17%的增速测算，2015 年行业市场规模将达 77.39 亿元。

图 22、国内工业过程分析系统市场规模（亿元）



资料来源：中国仪器仪表学会分析仪器分会、国海证券研究所

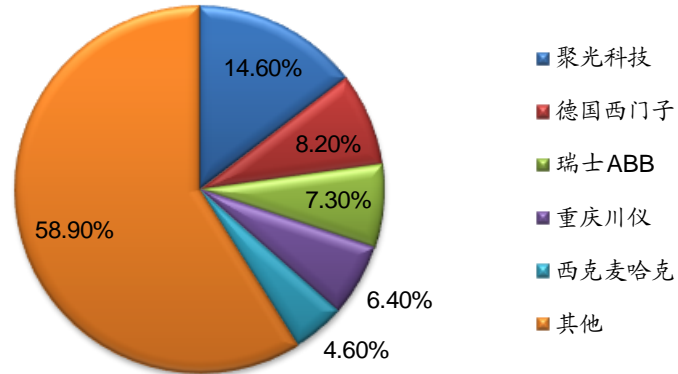
3.2、此领域主要被国外企业占据

我国工业过程分析系统生产企业数量较少，该领域主要被国外企业占据，尤其是中高端产品，国产仪器主要以中低端产品为主。目前，行业内规模居前的企业主要有聚光科技、西门子、ABB、重庆川仪、西克麦哈克，排名前 5 的企业中有 3 家是国外企业。

此外，工业过程分析系统行业集中度较高，以 2009 年工业过程气体分析仪器订

单额计算，排名前 5 的企业市占率合计为 41.10%。其中，聚光科技以 14.60% 的市占率位列第一。

图 23、各企业工业过程气体分析仪器市场占有率（2009 年）



资料来源：中国工控网、国海证券研究所

4、公司具有显著竞争优势

环境监测仪器及工业过程分析仪器同属分析仪器行业，从行业经营模式来看，分析仪器行业呈现出“两头大，中间小”的葫芦型特征，即研究开发实力和销售服务能力是行业的主要竞争壁垒。

在环境监测系统及工业过程分析系统行业，公司的主要竞争对手有聚光科技、宇星科技、先河环保等国内企业，及赛默飞世尔、岛津、西克麦哈克等国外企业。相比国内企业，雪迪龙具有较强的研发实力、强大的销售网络、深厚的客户基础，使得公司可与其他企业相抗衡。相比国外企业，雪迪龙在响应速度上更胜一筹，凭借庞大的营销服务体系，公司向客户提供更加及时的售前、售中、售后服务，以上特征使得公司在行业内处于领先地位，且市场地位呈现出逐步上升的态势。

4.1、研发实力不断提升

从软硬件两方面打造研发能力，研发费用逐年上升

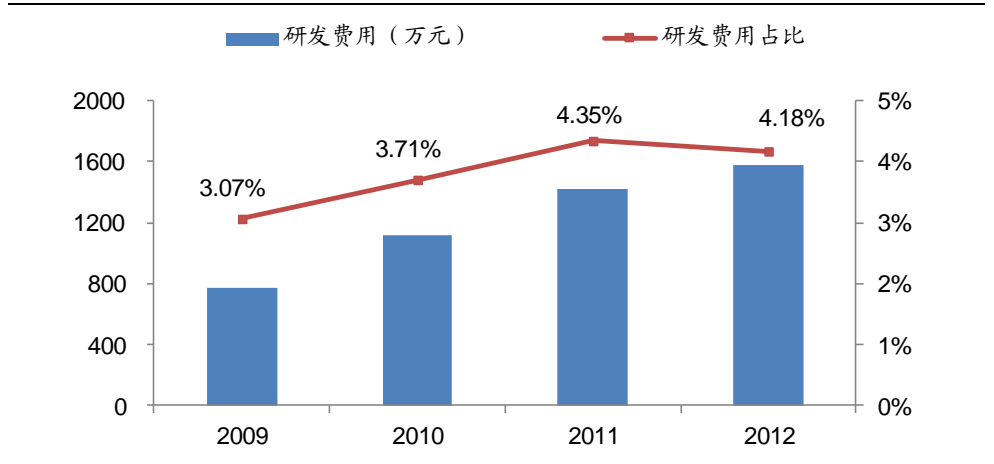
在分析仪器制造和系统集成业务领域，技术创新是企业保持竞争优势的关键因素之一。雪迪龙自成立以来始终重视自主研发，不断加大研发投入，近几年公司研发费用稳步上升，2012 年时投入 1581 万元，研发费用占营业收入的比例达到 4% 以上。

为快速提升技术研发能力，公司将研发中心建设列为募投项目，投入 4939 万元进行建设。建设项目有两项主要内容：配置所需的大型精密仪器设备；围绕分析仪器产品、环境监测及工业过程分析等应用领域，建设研发中心平台。研发中心的建设将使公司具备高精度分析仪器的研发能力，满足公司研发团队扩展、基础

技术研究推进、产品技术升级及新产品开发等方面的要求。

在研发队伍建设方面,公司采取人才培养和人才引进并举的方式。经过多年建设,公司已形成一支专业、创新性强的研发团队,目前研发部门共有员工 91 人,其中博士 3 人,硕士 14 人。

图 24、雪迪龙研发投入逐年增加



资料来源:公司公告、国海证券研究所

进行外部合作, 引进先进技术

从最开始的代理西门子的分析仪器、系统及配件,到现在的从西门子采购原材料并销售成套系统给西门子,公司与西门子进行了深度合作。在此过程中,公司可学习、借鉴西门子的技术,对公司的技术研发形成积极作用。

2013 年 1 月,公司与韩国 Korbi 公司合资设立北京科迪威环保设备有限公司。Korbi 公司是一家专业从事水质监测仪器研发、生产和销售的公司,在水质监测仪器,尤其是水质综合毒性监测系统方面拥有先进的技术水平。此次合作,有助于公司借鉴 Korbi 公司的技术,提升公司在水质监测仪器方面的研发能力。

此外,公司亦与国内科研院所机构进行技术合作,引进先进技术,加快公司技术创新进程。

已具备部分核心部件自主生产能力

公司产品核心部件包括传感器、电路主板、取样探头、分析仪器主机、NOx 转换器等。目前,公司已掌握了电路主板、分析仪器主机、取样探头等部件的生产技术,可进行自主生产。在销售的成套系统产品中,使用的自产分析仪器比例已达到 50%左右。此外,公司掌握了干扰补偿、线性化处理、信号噪声抑制和处理等核心技术。成为国内分析仪器系统集成商中为数不多的掌握分析仪器制造核心技术的公司之一。

表 9、公司已具备部分核心部件生产能力

主要产品	核心部件	能否自主制造	部件来源
系统产品	分析仪器	能	外购加自制
	取样探头	能	自制
	粉尘仪	能	外协加工
	NOX 转换器	能	自制
分析仪器	传感器	否	外购
	电路主板	能	外协加工
	专用电源模块	能	外协加工

资料来源：雪迪龙招股说明书、国海证券研究所

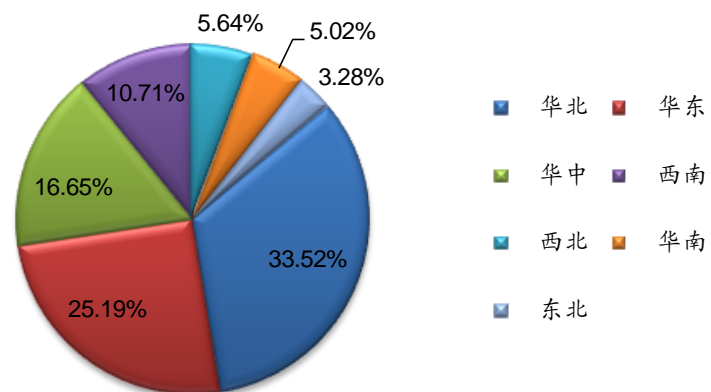
4.2、销售服务网点遍布全国，竞争优势显著

销售服务网点遍布全国

环境监测系统和工业过程分析系统具有专业性强、精密性高等特点，保养维修难度大，一般需要专业技术工程师协助完成，所以售后服务是客户最为关注的问题，服务质量的优劣决定着公司未来业务开展和合同签订的前景。

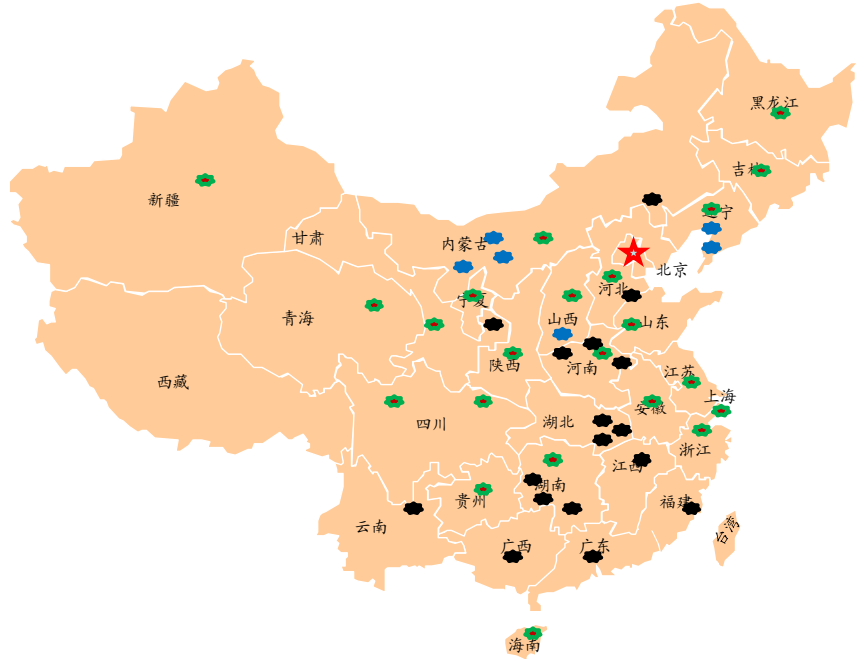
近年，公司积极搭建销售服务网络。在原来 17 个服务中心的基础上，2011-2012 年公司又投入 5600 万元建设新服务中心。截止 2012 年底，公司已在国内设立 47 处营销和技术服务中心，配备近 300 名专业人员，基本实现了对全国范围内重点区域的辐射。公司环保运营维护中心数量达到 47 个，成为国内最大的环保运营维护中心平台之一，公司能在最短时间内对客户请求做出反应，向客户提供标准化、专业化的售后技术支持和服务，这使得公司在销售服务方面优势显著。

图 25、公司销售范围已覆盖全国（2012 年）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 26、公司销售服务网点已遍布全国



资料来源：雪迪龙招股说明书、国海证券研究所

公司已搭建起多层次的销售渠道

公司销售方式以直销为主，经销与直销相结合。

公司搭建了多层次的销售渠道：一是面对排污企业的直接销售渠道；二是环保工程公司渠道，与主要环保工程承包商保持着长期稳定的战略合作关系；三是各级政府环保部门渠道，积极参与政府产品招标和运营服务招标活动；四是经销商渠道，在业务量少、设立营销网点不经济的区域，通过与当地经销商合作的方式进行产品推广。公司的销售体系以排污企业的直销渠道和环保工程公司渠道为主，政府环保渠道为辅、经销商渠道为补充的立体市场网络，为公司业务的进一步快速提升奠定良好的基础。

经过近十年的市场拓展，公司已经拥有了较为坚实的客户基础。公司的客户结构以国内知名的环保工程承包公司、骨干电厂和水泥企业等大中型企业客户为主。截至 2012 年，公司客户数量已达到 2000 家左右。

4.3、项目经验丰富，系统集成能力优异

由于各类气体、液体等物质成分和浓度检测分析仪器对样品和环境条件有特定的要求，一般不能单独使用，因此，必须通过系统集成之后才可以作为终端产品、由工业企业客户用于在线监测。系统集成则是指在环境监测和工业过程分析领域，为了满足行业应用的个性化需求，以标准分析仪器为核心，进行定制化设计，集成配套设备及软件，给客户 提供系统解决方案。

随着分析仪器行业竞争的日益激烈，企业竞争的形式已经从单个产品质量层面逐

步扩展到产品的集成能力层面，系统集成能力成为衡量公司竞争实力的重要指标之一。做好系统集成业务至少需要三方面的能力，即丰富的项目实践经验、雄厚的技术实力和快速优质的服务能力。

在系统集成业务方面，项目经验是决定系统产品质量和运行效果的关键。截至 2012 年底，公司已累计为下游行业提供了超过 5000 套环境监测系统和工业过程分析系统。经过多年实践，公司积累了大量的原始技术资料和宝贵实践经验，能够针对不同行业 and 不同领域客户提供全方位定制化解决方案。基于此，公司具备了优异的系统集成能力。

5、公司进入快速发展期

公司主营业务有环境监测系统、工业过程分析系统、主机及配件、系统改造及运营维护服务，在脱硝行业迎来爆发式增长、污染源自动监测设备第三方运营快速推进的背景下，2013 年公司脱硝用 CEMS 销售将实现翻倍增长，运维服务收入也将快速增长。此外，公司与韩国 Korbi 公司合作进入水质监测仪器市场，开辟出新的业务增长点。综合分析，近 2-3 年，公司业绩将保持快速增长。

5.1、CEMS 产品迎来新一轮销售高峰

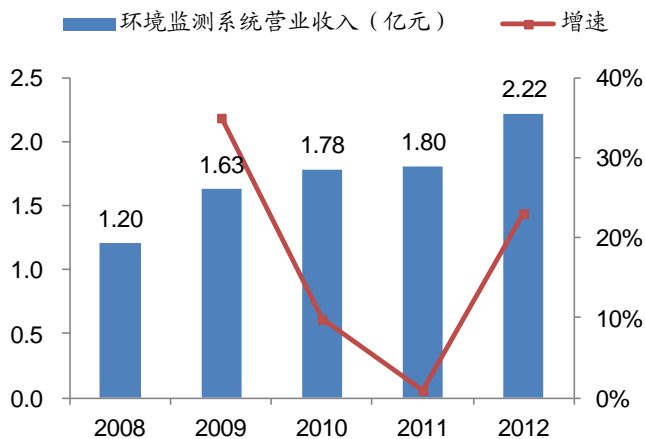
CEMS (Continuous Emission Monitoring System) 是指烟尘烟气连续自动监测系统，CEMS 系统可实现对烟气中 SO₂、NO_x、O₂、CO、CO₂、HCL、HF、NH₃、CH_x、颗粒物等成分浓度的测量，目前，公司 CEMS 产品主要有火电厂脱硫脱硝用 CEMS 系统、城市环保 CEMS 系统等。

未来几年，脱硫用 CEMS 系统每年可稳定贡献约 1.4 亿元营收

2007 年，国家环保总局发布《国控重点污染源自动监控能力建设项目建设方案》，提出在国家重点监控企业安装污染源监控自动设备，同时，建设国家、各省（自治区、直辖市）、地市三级污染源监控中心并联网。2008 年又发布了《关于进一步做好国控重点污染源自动监控能力建设项目实施工作的通知》，对此项工作进行督促。

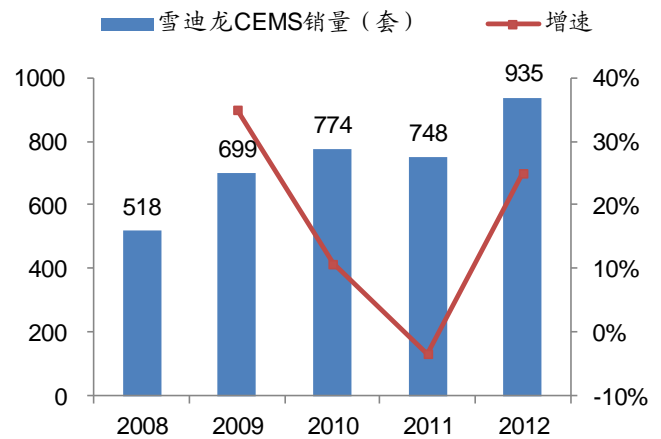
根据《建设方案》确定，列入国控重点污染源的废气污染源有 3592 个，合计 7184 个废气排放口需安装 SO₂ 在线监测系统，由此带来约 15 亿元的脱硫用 CEMS 市场需求（扣除已消化的市场需求）。在此背景下，2008-2010 年，公司 CEMS 销量出现快速增长，其中脱硫用 CEMS 是主要销售品种。

图 27、公司环境监测系统营业收入稳步上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 28、公司 CEMS 产品销量逐年上升



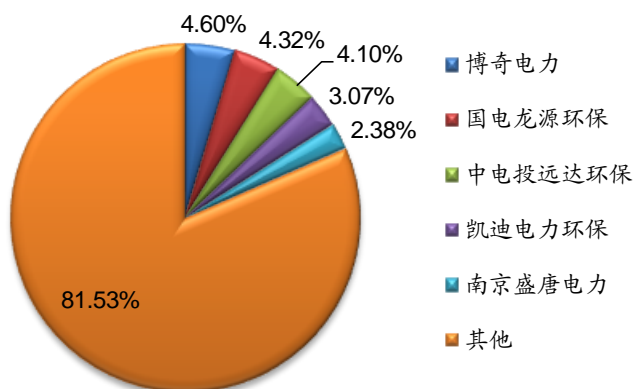
资料来源：国海证券研究所

公司脱硫用 CEMS 系统终端客户主要为火电厂、钢铁厂。在火电厂方面，目前 86% 的现役机组已完成脱硫改造，此部分剩余市场空间较小。但经过 5-8 年的时间，“十一五”期间安装的脱硫用 CEMS 现在开始进入更换周期，此部分对应每年约 7-8 亿元的市场空间。此外，“十二五”期间，国内将新增 2.5 亿 KW 装机容量，每年也将带来约 2 亿元的市场需求。在脱硫用 CEMS 市场，公司市占率为 20-30%，照此计算，未来几年，公司脱硫用 CEMS 系统年销量预计在 600 套左右，对应营业收入约 1.4 亿元。

2013 年脱硝用 CEMS 系统销量有望实现翻倍增长

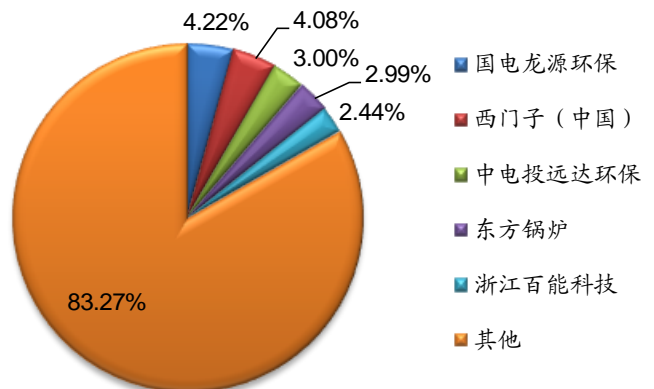
环保工程公司是雪迪龙最主要的客户类型，公司约 50% 的 CEMS 产品销售给此类客户。国内脱硫脱硝工程承包公司约 80 家，其中一半以上与公司有过合作，排名前 10 的企业均将雪迪龙作为核心供应商，排名前 20 的企业中 90% 都将公司作为 CEMS 产品的定点供货单位。

图 29、公司 2009 年前 5 大客户



资料来源：Wind、国海证券研究所

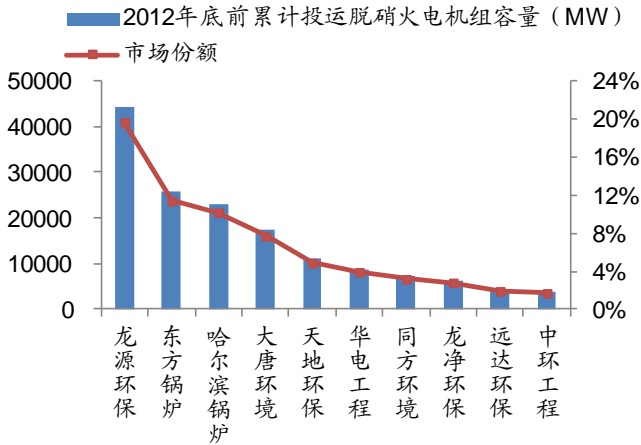
图 30、公司 2012 年前 5 大客户



资料来源：Wind、国海证券研究所

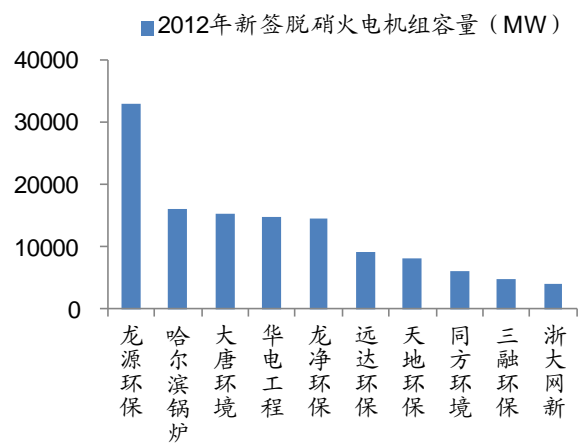
浏览公司历年客户名单可发现，国电龙源环保、东方锅炉、中电投远达环保等企业是公司的核心客户，而这些客户均是脱硫脱硝行业的领先企业，如国电龙源环保在火电脱硫行业中市占率为 14%、在火电脱硝行业中市占率为 20%。

图 31、火电脱硝市场主要参与者



资料来源：中电联、国海证券研究所

图 32、各公司 2012 年火电脱硝合同签订情况



资料来源：中电联、国海证券研究所

2012 年新投运火电脱硝机组容量为 0.96 亿 KW，当年全行业新签脱硝订单约 1.9 亿 KW，意味着 2013 年新投运火电脱硝机组容量将达到 1.9 亿 KW 左右，相比 2012 年实现翻倍，在此背景下，2013 年脱硝用 CEMS 系统需求量也将翻倍。

在脱硫用 CEMS 行业，公司独占鳌头，市占率达到 20-30%。公司脱硝用 CEMS 系统销售对象与脱硫用 CEMS 系统一致，凭借脱硫用 CEMS 产品的良好口碑，及与脱硝工程企业特别是龙头企业稳定良好的合作关系，公司脱硝用 CEMS 系统市占率亦有望达到 20-30%，充分受益于行业的爆发式增长。

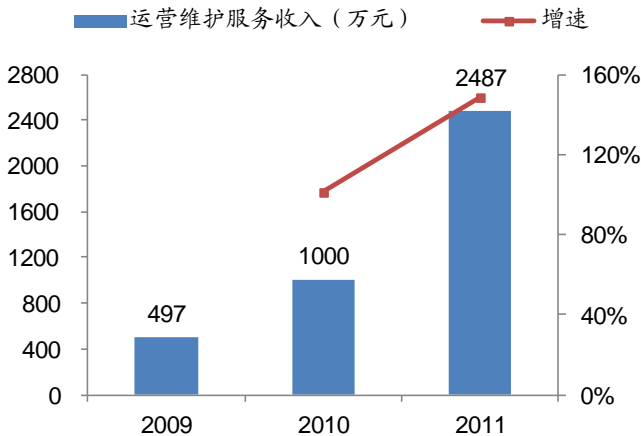
2012 年公司售出脱硝用 CEMS 系统约 400 套，相比 2011 年的 200 多套增长约 100%。2013 年新投运火电脱硝机组规模预计将增长 100%，在此背景下，公司脱硝用 CEMS 系统销量有望实现翻倍，达到 800 多套，实现 2 亿元左右的收入。

5.2、运维服务营收上升空间很大

系统改造服务是指公司根据客户需求对其老旧或不符合技术要求的原有分析仪器系统进行更新、改造和升级；运营维护服务是指环保部门、排污企业委托具有环保运营资质的公司对环境监测系统进行统一的维护和运营管理。

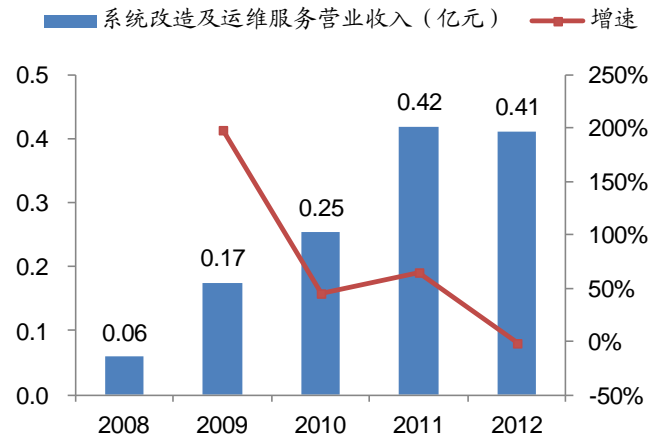
在 2005 年 11 月 29 日全国污染源自动监控工作现场会上，环保总局明确提出“在管理环保监控体系时，要推行第三方运营管理”。2008 年环保部发布《污染源自动监测设施运行管理办法》，对污染源自动监控设备的第三方运营模式做出明确规定。此后，国内污染源自动监测设备第三方运营市场开始蓬勃发展。在此背景下，公司运维服务收入连续两年增长，从 2008 年的 500 万元快速上升至 2011 年的 2500 万元。

图 33、运维服务收入连续两年翻倍增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 34、系统改造及运维服务营收快速增长



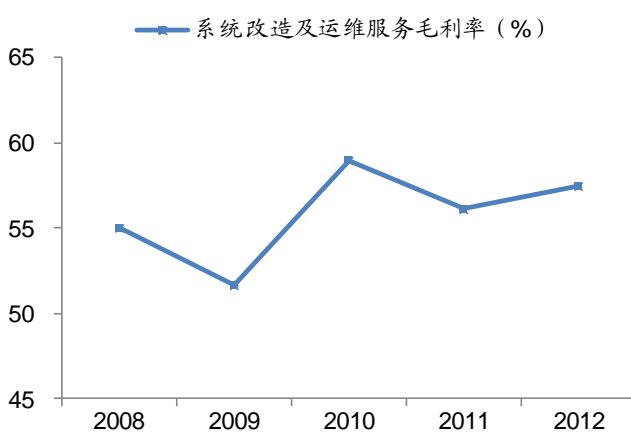
资料来源：Wind、国海证券研究所

污染源自动监测系统第三方运维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，因此得到环保部门的大力支持，且逐步得到污染源企业的广泛采纳。中国环保产业协会《关于“十二五”期间环保产业发展的意见》指出，“十二五”期间，“我国将以推进污染治理设施的专业化、社会化运营为重点，大力发展环境服务业”。可以判断，第三方运维市场存在广阔市场空间。

系统改造及运维服务毛利率高达 55%以上，是公司未来几年重点发展的业务。经过近两年的大力建设，公司运维服务中心数量从原来的 17 个上升至 47 个，网点数量大幅增加，为公司开发更多运维客户、实现运维收入的快速上升做了充足准备。公司累计售出 CEMS 系统约 4000 套，但目前委托运维的仅 800 套左右，运维服务营收上升空间非常大，若公司售出的系统 5 年内全部实现第三方运维，则运维服务营收年均增速有望达到 40%以上。

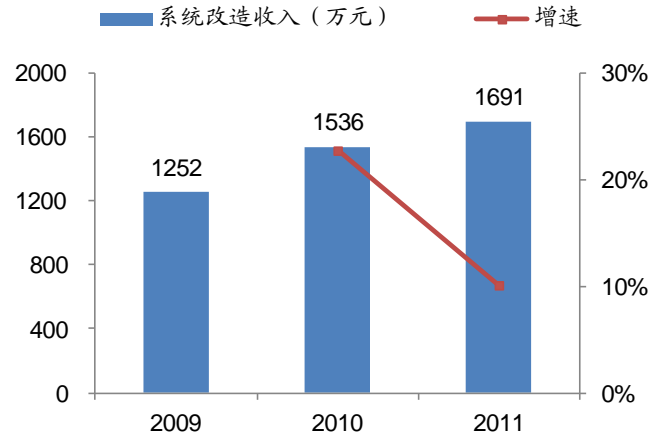
此外，2013 年火电厂脱硫用监测系统进入更换周期，系统改造需求有所下降，预计未来几年公司系统改造业务营收将保持在 1000 万元左右。

图 35、系统改造及运维服务毛利率水平很高



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 36、系统改造收入平稳增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

5.3、主机及备件销售稳健增长

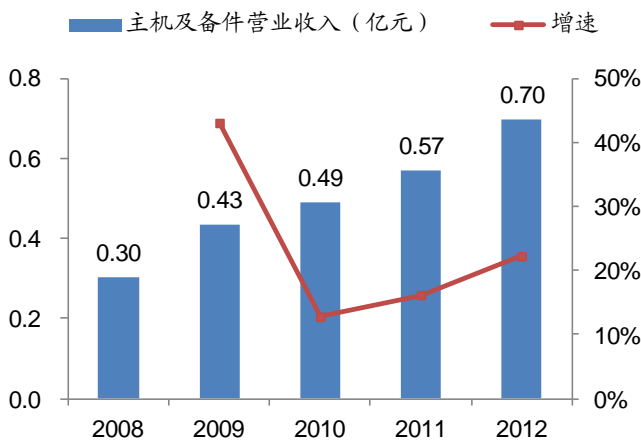
主机及备件销售是公司第二大收入来源，近年营收占比一直维持在 16%以上。公司主机及备件主要销售给公司系统产品的终端用户进行产品维护与更新，也有部分销售给业内其他系统集成商作为其系统产品的配套。随着下游需求的增长及公司业务的拓展，公司主机及备件业务营收逐年稳步上升，2008-2012 年，年均增速为 23%。

公司销售的主机包括国外进口主机和自主生产主机，国外进口主机主要进口自德国西门子，对外销售主要取决于客户的选择和需要，2011 年，公司的国外进口主机和自主生产主机销售额分别为 1328 万元和 1228 万元，销售比例约 1:1。

分析仪器主机是成套系统产品的最核心部件，具有较高的技术壁垒，因此具有较高的毛利率水平。近年，公司持续进行自主研发，并投入 3929 万元建设分析仪器生产车间，对产能进行扩建，项目达产后将新增分析仪器生产能力 1100 台/年。随着公司分析仪器研发和生产能力的不断提升，其自主生产主机的市场竞争力也逐步上升，终端客户及其他系统集成商对公司此类产品的认同度亦逐渐上升。

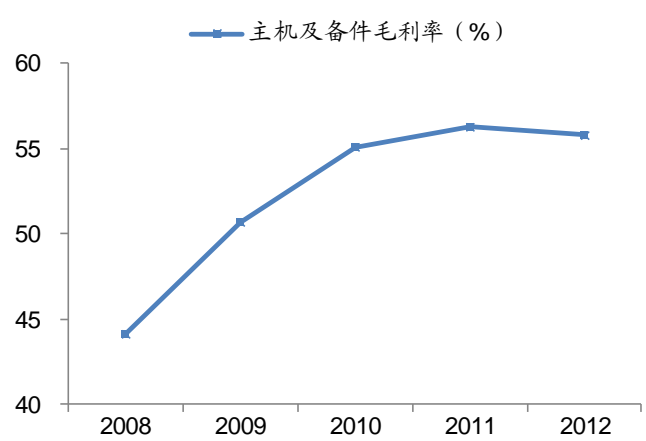
经过近十年的发展，公司向各类客户销售的成套系统产品已超过 5000 套，在使用期间，这些系统需要不定期的更换部分主机和备件。随着公司成套系统产品市场保有量的逐年增加，及其他集成商对公司主机及备件产品需求量的逐年上升，未来几年，公司主机及备件业务营收将保持稳健增长，预计增速在 20%左右。

图 37、主机及备件营收稳步上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 38、主机及备件毛利率逐年上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

5.4、工业过程分析系统销售将迎来跨越式增长

公司工业过程分析系统主要应用于建材、空分、石化、冶金行业，其下游行业多为周期性行业，受国内经济疲弱影响，近年此业务营收增长缓慢。

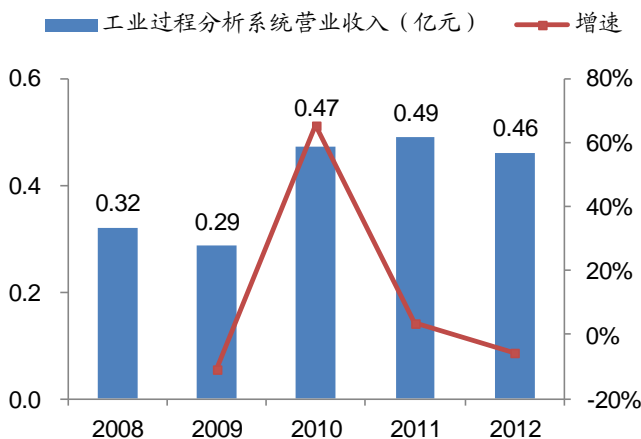
近年此业务营收虽增长缓慢，但毛利率却逐年上升，特别是 2012 年毛利率大幅

上升 4.64 个百分点至 43.69%，这得益于公司不断提高产品研发实力，使得单位生产成本降低。这显示出虽然下游行业景气度较低，但公司竞争力却在不断提升，基于此，公司工业过程分析系统业务稳健发展获得核心保障。

看好工业过程分析系统行业发展前景，公司投入 4896 万元扩建产能，项目达产后，将新增产能 355 套：石化、化工过程分析系统 100 套，建材过程分析系统 80 套、冶金过程分析系统 40 套，空分过程分析系统 120 套，多晶硅过程分析系统 15 套。不断提升的产能，使得公司工业过程分析系统业务稳健发展得到有力保障。

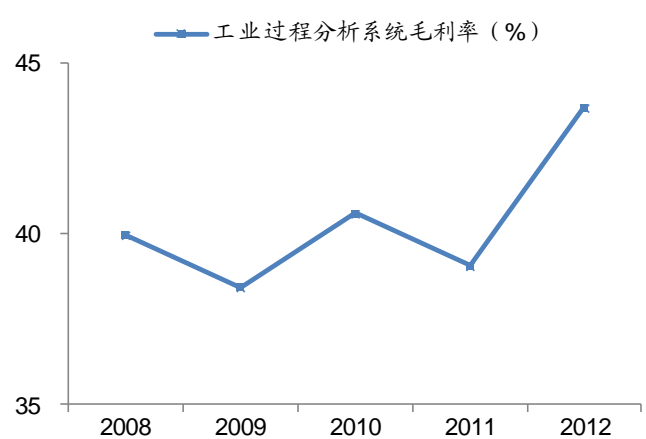
2012 年开始，公司加大了工业过程分析系统的销售力度，积极开发新客户，2012 年拓展了生物医药、畜牧养殖等行业应用，为公司过程分析发展开拓了新的思路。随着国内节能减排实施力度不断加大、工业生产自动化水平逐年提高、下游固定资产投资规模继续扩大，凭借不断提升的市场竞争力、充足的产能，公司将继续加大销售力度，促进工业过程分析系统的销售，预计 2013 年营收增速将达到 40% 以上，实现跨越式增长。

图 39、工业过程分析系统营收增长缓慢



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 40、工业过程分析系统毛利率稳步上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

5.5、进入水质监测领域，培育新业务增长点

2013 年 1 月，公司与韩国 Korbi 公司合资设立北京科迪威环保设备有限公司，发展水质监测仪器产品。

韩国 Korbi 公司成立于 1999 年，是一家专业从事水质监测仪器研发、生产和销售的公司，在水质监测仪器，尤其是水质综合毒性监测系统方面拥有先进的技术水平。在韩国，Korbi 在水质监测仪器行业的市占率高达 40%，企业实力和产品销量在行业内居于龙头地位。公司主营产品包括：生物预警监测系统、BOD 测量仪、电化学 COD 测量仪、锰酸钾 COD 测量仪、TN 测量仪、TP 测量仪、重金属测量仪等，拥有 35 项专利。2007 年，Korbi 公司与浙江省环科院合作建设了海宁市饮用水水源地预警系统示范工程。借助 Korbi 的帮助，雪迪龙可快速进入国内水质监测仪器市场并实现市场份额的逐步提升。

“十一五”期间，COD 监测仪器行业经历了快速发展，2008 年时市场规模达到 6.8 亿元，目前行业已进入成熟阶段。近两年，国家又新增了氨氮、总磷总氮、重金属等监测因子，带来了新的水质监测仪器需求。根据测算，“十二五”期间，地表水及废水污染源水质监测仪器年均市场需求约 19 亿元，市场空间很大。

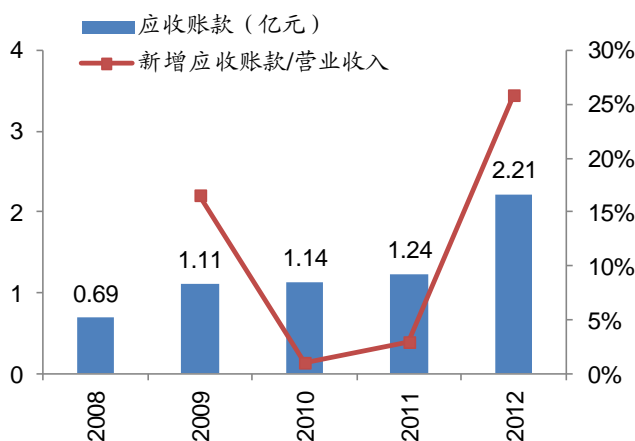
公司水质监测仪器主要定位于总磷总氮、重金属监测仪器，2013 年即可实现销售。依靠现有渠道，公司将优先拓展火电厂、钢铁厂客户，其次是市政污水处理厂，最后是流域监测设备采购商。根据公司规划，计划 2013 年实现 1000-2000 万元的收入，2014、2015 年均实现翻番，2015 年收入可到 6000-7000 万元。

6、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，公司新增应收账款 0.98 亿元，经营性现金流为 -2540 万元，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。这主要是因为，目前国内经济疲弱，工业企业经营状况较差，2012 年在环保执行力度加大的情况，工业企业虽启动了环保改造工程，但支付能力仍然较差。2013 年，国内经济状况预计将有所好转，且公司计划对客户进行筛选以控制风险，公司现金流状况预计将有所改善。

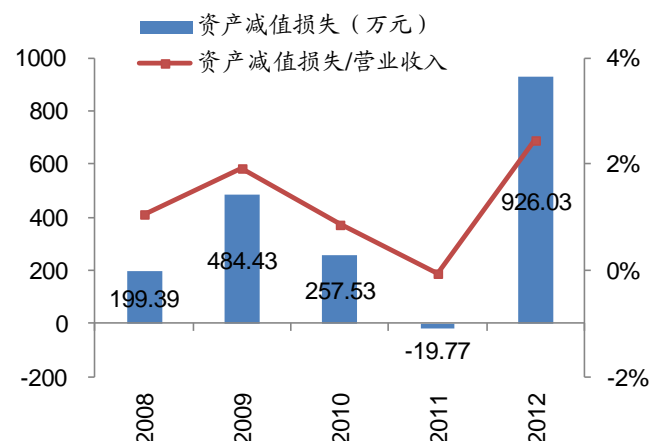
近两年业绩增速不会显著受账款回收不佳的影响。截止 2013 年 1 季度末，公司在手货币资金为 6.17 亿元，资产负债率仅为 7.34%，资金非常充裕，足以近两年业绩的稳健增长提供保障。

图 41、应收账款回收情况不佳



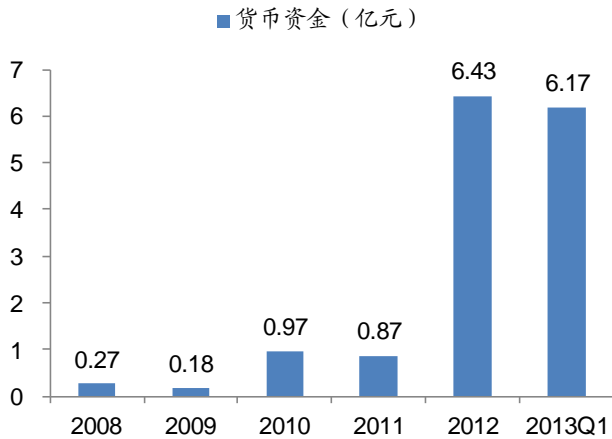
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 42、资产减值损失上升



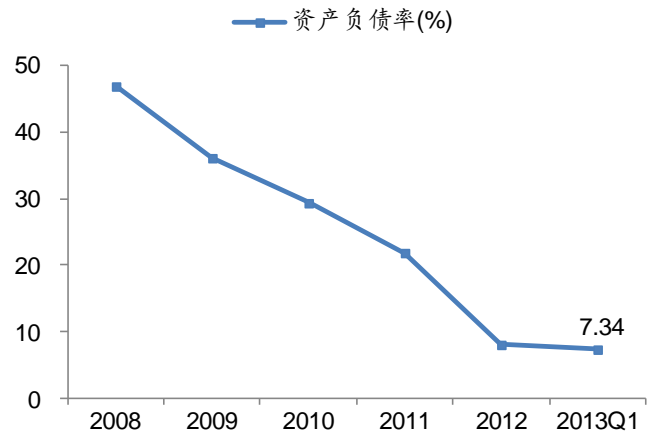
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 43、在手资金充裕



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 44、资产负债率处于较低水平



资料来源: Wind、国海证券研究所

7、盈利预测与估值

7.1、盈利预测

雪迪龙盈利预测基本假设如表 10 所示。经测算, 预计公司 2013/2014/2015 年每股收益分别为 0.98/1.27/1.43 元, 34.98 元的股价对应市盈率分别为 36 / 28 / 24 倍。

表 10、雪迪龙盈利预测基本假设

单位: 百万						
营业收入	300	328	379	507	661	726
环境监测系统	178	180	222	310	416	416
工业过程分析系统	47	49	46	67	80	96
主机及备件	49	57	70	80	96	120
系统改造及运维服务	25	42	41	49	69	94
收入同比增长		9%	15%	34%	31%	10%
环境监测系统		1%	23%	40%	34%	0%
工业过程分析系统		3%	-6%	45%	20%	20%
主机及备件		16%	22%	15%	20%	25%
系统改造及运维服务		65%	-2%	20%	40%	36%
毛利率	48%	49%	50%	50%	50%	50%
环境监测系统	46%	48%	49%	49%	49%	49%
工业过程分析系统	41%	39%	44%	44%	44%	44%
主机及备件	55%	56%	56%	56%	56%	56%
系统改造及运维服务	59%	56%	57%	57%	57%	57%
营业成本	156.16	167.45	187.61	252.75	329.72	359.96
环境监测系统	95.65	94.05	113.34	158.68	212.63	212.63
工业过程分析系统	28.08	29.81	25.98	37.67	45.20	54.24
主机及备件	22.02	24.92	30.80	35.42	42.51	53.13
系统改造及运维服务	10.41	18.34	17.49	20.98	29.38	39.95
营业利润	144.02	160.36	190.91	253.84	331.50	366.21
环境监测系统	82.85	86.08	108.27	151.57	203.11	203.11
工业过程分析系统	19.18	19.10	20.15	29.22	35.07	42.08
主机及备件	27.03	32.08	38.87	44.71	53.65	67.06
系统改造及运维服务	14.95	23.44	23.62	28.34	39.68	53.96

资料来源: Wind、国海证券研究所

7.2、相对价值评估 37.24 元

按照 2013 年 5 月 28 日收盘价计算，环境监测类上市公司 2013 年动态 PE 均值为 34.40 倍。雪迪龙的盈利能力、净利润增长速度在行业内处于领先水平，因此可享受高于行业均值的估值水平。给予其 38 倍 PE，2013 年 0.98 元每股收益对应股价为 37.24 元，5 月 28 日公司股价为 34.98 元，给予“买入”评级。

表 11、环境监测类上市公司估值

股票代码	股票简称	收盘价(元) 2013/5/28	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
002658	雪迪龙	34.98	1.37	48.09	0.73	0.98	1.27	1.44	48.16	35.82	27.52	24.30
300137	先河环保	15.52	1.56	24.21	0.30	0.35	0.38	0.43	51.73	44.42	40.35	36.41
300203	聚光科技	14.62	4.45	65.06	0.40	0.50	0.60	0.70	36.55	29.52	24.38	20.88
300165	天瑞仪器	14.68	1.54	22.60	0.39	0.53	0.68	0.84	37.64	27.86	21.45	17.50
均值									43.52	34.40	28.43	24.77

资料来源：Wind、国海证券研究所

7.3、绝对价值评估 35.54 元

我们选用 FCFF 估值模型对公司进行估值，假设第一阶段 FCF 增长率为 10%，永续阶段 FCF 增长率为 3%，测算得公司每股价值为 35.54 元。

表 12、雪迪龙绝对估值

FCFF估值模型					
测算年度	2013				
Assum					
贝塔β	1.05	股权资本成本Ke	7.7%	适用税率	14.9%
无风险利率	3%	债务成本Kd	5.1%		
市场预期收益率	7.50%	债务比率D/(D+E)	0%	WACC值	7.7%
第一阶段					
	2013E	2014E	2015E		
EBIT	146.61	193.03	214.14		
息税后利润NOPLAT	124.76	164.27	182.23		
折旧与摊销	6.57	9.80	9.26		
营业现金毛流量	131.33	174.07	191.49		
追加营运资本	48.50	115.03	47.41		
资本支出	1.68	1.51	1.36		
减值准备	7.60	9.92	10.89		
FCF	88.75	67.45	153.62		
APV	88.75	62.62	132.41		
第二阶段					
期初FCF	153.62	中期年限	7		
FCF增长率	10.00%	实际增长率	2.13%		
永续阶段					
期初FCF	299.36				
FCF增长率	3%	实际增长率	-4.37%		
				第一阶段 SubTotal PV 283.79 第二阶段 SubTotal PV 988.16 永续阶段 SubTotal PV 3613.79	
Total PV	4885.74	备注			
发行在外股份数	137.47	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值			
每股价值	35.54	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股			

资料来源：公司公告、国海证券研究所

8、风险提示

- (1) 火电厂脱硝工程建设进度低于预期的风险;
- (2) 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 13、雪迪龙盈利预测

证券代码:	002658.sz	股票价格:	34.98	投资评级:	买入	日期:	2013/5/28		
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	11%	13%	13%	EPS	0.73	0.98	1.27	1.43
毛利率	50%	50%	50%	50%	BVPS	7.77	8.65	9.80	11.08
期间费率	18%	19%	19%	18%	估值				
销售净利率	26%	27%	26%	27%	P/E	48.16	35.65	27.52	24.42
成长能力					P/B	4.50	4.04	3.57	3.16
收入增长率	15%	34%	31%	10%	P/S	12.70	9.49	7.27	6.62
利润增长率	23%	35%	30%	13%					
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
总资产周转率	0.33	0.39	0.45	0.43	营业收入	379	507	661	726
应收账款周转率	1.31	1.54	1.54	1.54	营业成本	188	253	330	360
存货周转率	1.65	1.65	1.65	1.65	营业税金及附加	3	4	5	6
偿债能力					销售费用	39	46	58	64
资产负债率	8%	8%	9%	9%	管理费用	43	58	75	83
流动比	11.39	11.16	9.77	10.00	财务费用	(16)	(15)	(15)	(18)
速动比	10.18	9.65	8.30	8.57	其他费用/(-收入)	(10)	(6)	(7)	(5)
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业利润	113	155	201	227
现金及现金等价物	643	641	685	826	营业外净收支	4	4	4	4
应收款项	288	330	431	473	利润总额	117	159	205	231
存货净额	113	155	202	221	所得税费用	17	24	31	34
其他流动资产	20	17	22	24	净利润	100	135	175	197
流动资产合计	1065	1143	1340	1544	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	27	25	24	22	归属于母公司净利润	100	135	175	197
在建工程	2	2	2	1					
无形资产及其他	39	73	69	62	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
长期股权投资	24	49	49	49	经营活动现金流	(25)	57	2	131
资产总计	1161	1292	1484	1678	净利润	100	135	175	197
短期借款	0	5	10	15	少数股东权益	0	0	0	0
应付款项	20	28	36	39	折旧摊销	6	7	10	9
预收帐款	52	70	91	100	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	21	0	0	0	营运资金变动	(131)	(84)	(183)	(75)
流动负债合计	93	102	137	154	投资活动现金流	(625)	(18)	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(2)	2	2	2
其他长期负债	0	0	0	0	长期投资	(24)	(25)	0	0
长期负债合计	0	0	0	0	其他	(599)	5	0	0
负债合计	93	102	137	154	筹资活动现金流	649	(8)	(12)	(15)
股本	137	137	137	137	债务融资	(8)	5	5	5
股东权益	1068	1189	1347	1524	权益融资	649	0	0	0
负债和股东权益总计	1161	1292	1484	1678	其它	7	(13)	(17)	(20)
					现金净增加额	(2)	30	(9)	119

资料来源: Wind、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。本公司及其本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。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

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
梁铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
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
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@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