



业绩符合预期，改造及运维业务增长迅速

——雪迪龙（002658.SZ）中报点评

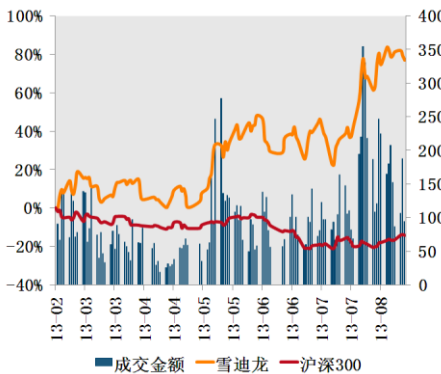
报告日期：2013年8月15日

投资评级：增持

基础数据（按2013.8.14收盘计算）

所属行业	环保
收盘价(元)	21.99
52周内高(元)	24.00
52周内低(元)	8.15
总市值(百万元)	6046.05
流通市值(百万元)	1512.03
总股本(百万股)	274.95
A股(百万股)	274.95
——已流通(百万股)	68.76
——限售股(百万股)	206.19

公司市场表现



研究员：黄坤

执业编号：S0990513060002

电话：010-84019128

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

研究员：叶旭晨

执业编号：S0990511010006

电话：010-84010711

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

事件：

- 公司发布 2013 年半年报，公司上半年实现营业收入 1.93 亿元，同比增长 37.33%，实现归属于上市公司股东的净利润 3510.25 万元，同比增长 21.67%，基本每股收益 0.13 元。

点评：

- **改造及运维业务同比翻倍，脱硝爆发后将成稳定收入来源。**报告期内，系统改造及运维服务营收达到2457.06万元，同比增长103.67%。从脱硝装机情况来看，至2015年底前，绝大部分的机组将装机完毕（我们预测这一数字大致为85%），这就为公司此项业务带来了增长的空间和稳定的收入来源。目前，公司已经在国内设立47处营销和技术服务中心，配备近300名专业服务人员，未来各地方的运维招标实际上是一次“跑马圈地”的过程，“圈地”的多少将在监测产品更新换代时起到重要作用。
- **毛利率有所下滑，应是市场竞争所致。**报告期内，公司毛利率为42.95%，相比此前一直维持在47%-50%左右的毛利水平有所下降，其中工业过程分析业务毛利同比下降幅度较大，达到17.64%。我们分析公司各项业务均发生毛利下降主要是因为市场竞争加剧导致，未来环境监测产品毛利继续小幅下降难以避免。
- **全面整治燃煤小锅炉，监测空间巨大。**6月14日，国务院常务会议部署大气污染防治十条措施，第一条就是全面整治燃煤小锅炉，加快重点行业脱硫脱硝除尘改造。由于我国小锅炉数量众多，受到这一政策驱动，公司未来脱硫脱硝监测产品订单增长比较乐观，这一逻辑正在逐渐被市场理解。
- **环境监测不断强化，整体估值提升。**6月以来，环保部连续发布了《关于加快推进空气质量新标准第二阶段监测实施工作的通知》、《关于加强污染源环境监管信息公开工作的通知》以及《国家重点监控企业自行监测及信息公开办法（试行）》和《国家重点监控企业污染源监督性监测及信息公开办法（试行）》，环境监测意识不断得到强化，环境监测子行业整体估值有望继续提升。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.44 元、0.57 元、0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 50 倍、39 倍、33 倍，考虑到未来燃煤小锅炉整治可能为脱硫脱硝监测带来巨大新增空间，我们给予公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**脱硝建设不达预期的风险、新产品市场推广不及预期的风险、应收账款不能及时收回的风险。



附表：财务与估值数据摘要

单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	378.52	560.00	700.00	820.00
增长率(%)	15.47%	47.94%	25.00%	17.14%
归属母公司股东净利润	99.86	120.00	155.39	182.51
增长率(%)	22.56%	20.17%	29.49%	17.45%
每股收益(EPS)	0.36	0.44	0.57	0.66
销售毛利率	50.44%	45.00%	46.50%	46.50%
销售净利率	26.38%	21.43%	22.20%	22.26%
净资产收益率(ROE)	9.35%	10.10%	11.57%	11.96%
市盈率(P/E)	60.55	50.38	38.91	33.13
市净率(P/B)	5.66	5.09	4.50	3.96

资料来源: Wind、英大证券研究所

附表：可比公司估值表

公司	股价	EPS(元)			PE		
		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
雪迪龙	21.99	0.44	0.57	0.66	50	39	33
聚光科技	15.79	0.5	0.61	0.78	32	26	20
先河环保	14.65	0.29	0.34	0.40	51	43	37

资料来源: Wind、英大证券研究所

(注: 先河环保盈利预测来自 Wind 一致预期)

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	528.51	553.48	766.49
减：营业成本	167.45	187.61	308.00	374.50	438.70	应收和预付款项	187.63	303.62	314.06	457.11	446.26
营业税金及附加	2.92	2.90	4.29	5.36	6.28	存货	92.40	113.39	218.81	185.12	288.05
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	-13.19	-12.33	-15.01	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	<b>资产总计</b>	<b>423.23</b>	<b>1140.59</b>	<b>1365.69</b>	<b>1475.28</b>	<b>1756.58</b>
<b>营业利润</b>	<b>90.96</b>	<b>112.91</b>	<b>141.18</b>	<b>182.81</b>	<b>214.71</b>	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	177.73	131.93	230.72
<b>利润总额</b>	<b>94.76</b>	<b>117.35</b>	<b>141.18</b>	<b>182.81</b>	<b>214.71</b>	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：所得税	13.29	17.49	21.18	27.42	32.21	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>81.47</b>	<b>99.86</b>	<b>120.00</b>	<b>155.39</b>	<b>182.51</b>	<b>负债合计</b>	<b>84.00</b>	<b>72.63</b>	<b>177.73</b>	<b>131.93</b>	<b>230.72</b>
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
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>81.47</b>	<b>99.86</b>	<b>120.00</b>	<b>155.39</b>	<b>182.51</b>	资本公积	98.57	713.68	713.68	713.68	713.68
						留存收益	137.57	216.81	336.81	492.20	674.70
<b>业绩和估值指标</b>						<b>归属母公司股东权益</b>	<b>339.23</b>	<b>1067.96</b>	<b>1198.07</b>	<b>1357.46</b>	<b>1544.69</b>
	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	95.35	101.23	128.14	170.64	199.86	<b>股东权益合计</b>	<b>339.23</b>	<b>1067.96</b>	<b>1187.96</b>	<b>1343.35</b>	<b>1525.86</b>
EBITDA	99.41	108.32	137.26	195.38	223.67	负债和股东权益合计	423.23	1140.59	1365.69	1475.28	1756.58
净利润	81.47	99.86	120.00	155.39	182.51						
EPS	0.296	0.363	0.436	0.565	0.664	<b>现金流量表</b>					
BPS	81.47	99.86	120.00	155.39	182.51		<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
PEG	3.09	2.72	N/A	N/A	N/A	经营性现金净流量	37.83	-25.56	105.32	12.80	198.16
PB	17.82	5.66	5.09	4.50	3.96	投资性现金净流量	-41.32	-625.27	-219.85	0.00	0.00
EV/EBIT	23.07	23.68	19.51	14.51	11.33	筹资性现金净流量	8.16	620.40	13.03	12.17	14.85
EV/EBITDA	22.13	22.13	18.21	12.68	10.13	<b>现金流量净额</b>	<b>4.67</b>	<b>-30.42</b>	<b>-101.49</b>	<b>24.97</b>	<b>213.01</b>
EV/NOPLAT	27.94	29.09	22.95	17.07	13.33						
股息率	0.000	0.003	0.000	0.000	0.000						

资料来源：Wind、英大证券研究所

## 风险提示及免责声明

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