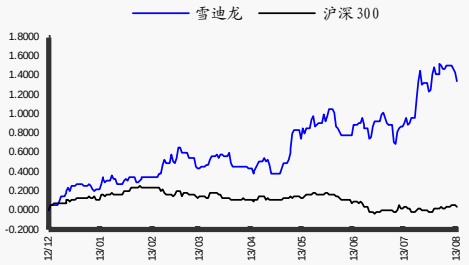
研究所

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

脱硝监测爆发式增长，全年稳健增长可期

——雪迪龙（002658）2013 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
雪迪龙	22.3	30.4	107.7
沪深 300	0.6	-3.9	0.4

市场数据	2013-8-15
当前价格（元）	21.10
52 周价格区间（元）	8.11-24.00
总市值（百万）	5801.35
流通市值（百万）	1450.84
总股本（万股）	27494.56
流通股（万股）	6876.00
日均成交额（百万）	63.60
近一月换手（%）	268.68

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%

投资要点：

- **业绩保持稳健增长，增速略低于预期**　2013 上半年实现营收 1.93 亿元，同比增长 37.33%；实现归母净利润 0.35 亿元，同比增长 21.67%，略低于市场预期的 25-30%；每股收益为 0.13 元。
- **盈利水平有所下滑**　2013 上半年综合毛利率为 42.95%，同比下降 6.04 个百分点；净利率为 18.19%，同比下降 2.35 个百分点。这主要是因为国内环境监测市场出现快速发展，行业竞争日益加剧，导致公司产品售价有所下降。分项业务中，工业过程分析系统毛利率下滑幅度最大，同比下降 17.64 个百分点。这是因为国内经济疲弱，下游周期性行业经营困难，影响到公司产品毛利率。
- **脱硝监测系统爆发式增长、运维服务快速发展**　环境监测系统为公司主营业务，收入占比为 58.10%。此业务 2013 上半年同比增长 40.05%，这主要得益于脱硝监测系统的爆发式增长。由于托管运营监测系统数量的快速增加，系统改造及运维服务收入同比增长 103.67%。纵观 2013 全年，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。
- **账款回收情况大幅好转**　2013 上半年，公司新增应收账款/营业收入为 9.30%，相比 2012 上半年的 28.25%有显著下降。此外，公司 2013 上半年经营性现金流为-473 万元，远低于 2012 同期的-1873 万元，显示公司账款回收情况转好，这与公司强烈的风险控制意识密不可分。
- **给予“买入”评级**　由于公司毛利率出现下滑，我们下调盈利预测，预测 2013-2015 年每股收益分别为 0.47/0.63/0.72 元，净利润增速为 30%、35%、13%，最新股价为 21.10 元，对应市盈率为 45/33/29 倍。公司为脱硝行业中弹性最大个股，在全国大气污染防治规划公布之前，股价将保持强势，目标价 25 元。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	379	529	693	767
增长率(%)	15%	40%	31%	11%
净利润（百万元）	100	130	174	197
增长率(%)	23%	30%	35%	13%
摊薄每股收益（元）	0.36	0.47	0.63	0.72
ROE(%)	9.35%	10.93%	13.00%	12.99%

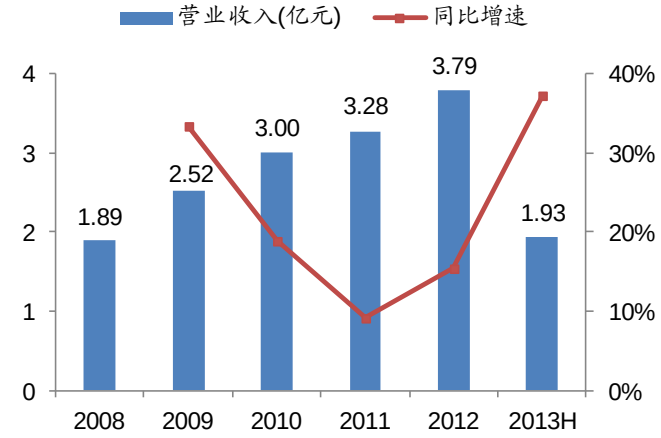
1、2013 上半年业绩稳健增长，盈利水平略有下滑

1.1、2013 上半年业绩稳健增长

2013 上半年公司实现营业收入 1.93 亿元，同比增长 37.33%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.35 亿元，同比增长 21.67%；全面摊薄后每股收益为 0.13 元。

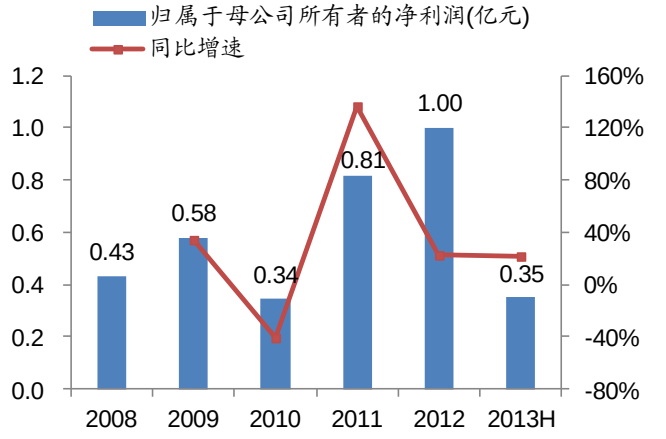
公司中报预增幅度为 0-30%，市场预期增速接近 30%，实际增速为 21.67%，略低于市场预期。公司业绩确认有一定的季节性，因此，预计 2013 全年业绩增速有望高于中报增速，达到 30%左右。

图 1、公司营收增速持续上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、2013 上半年归母净利润同比增长 22%



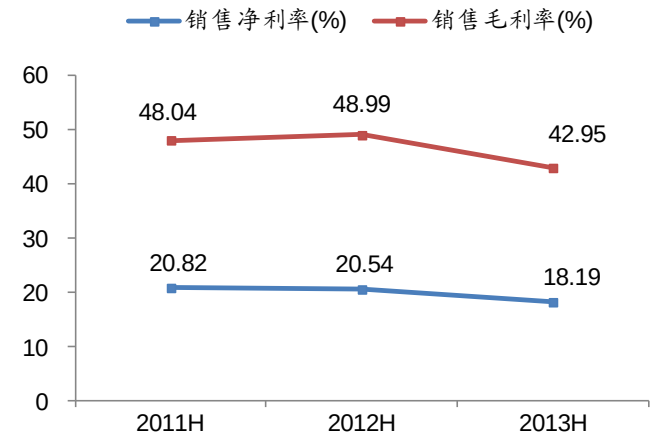
资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、盈利水平有所下降

2013 上半年公司归母净利润增速低于营收增速，是由于公司综合毛利率出现下滑。2013 上半年综合毛利率为 42.95%，同比下降 6.04 个百分点；净利率为 18.19%，同比下降 2.35 个百分点。这主要是因为国内环境监测市场出现快速发展，行业竞争日益加剧，导致公司产品售价有所下降。

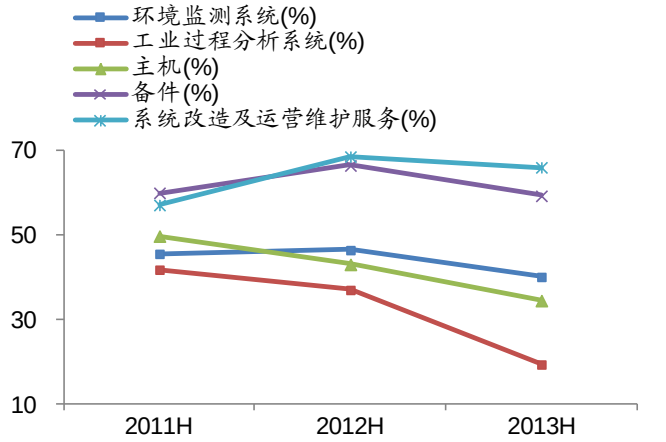
从分项业务来看，工业过程分析系统毛利率下滑幅度最大，2013 上半年此业务毛利率为 19.23%，同比下降 17.64 个百分点。这主要是因为工业过程分析系统下游行业为石化、建材、冶金等周期性行业，国内经济疲弱背景下，下游行业经营困难，从而影响到公司产品毛利率。

图 3、公司毛利率、净利率有所下滑



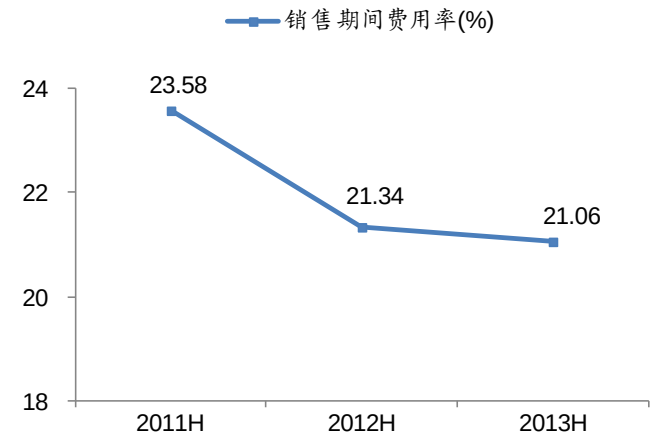
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4、分项业务毛利率均出现下滑



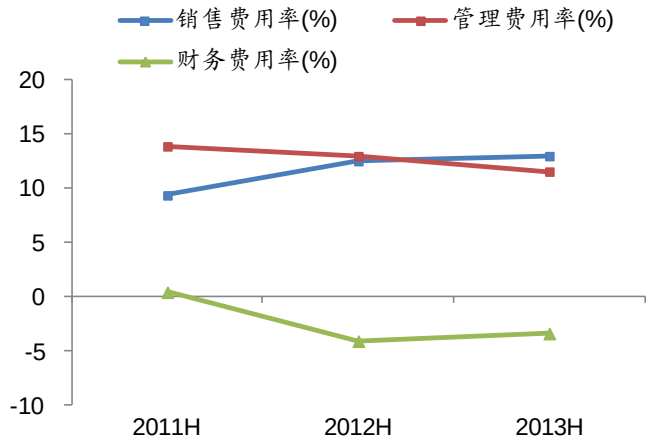
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5、销售期间费用率保持稳定



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6、三项费用率基本保持稳定

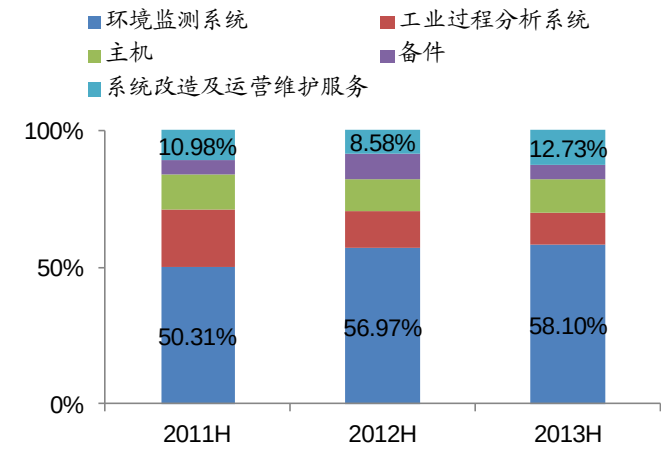


资料来源：Wind、国海证券研究所

2、脱硝监测系统爆发式增长、运维服务快速发展

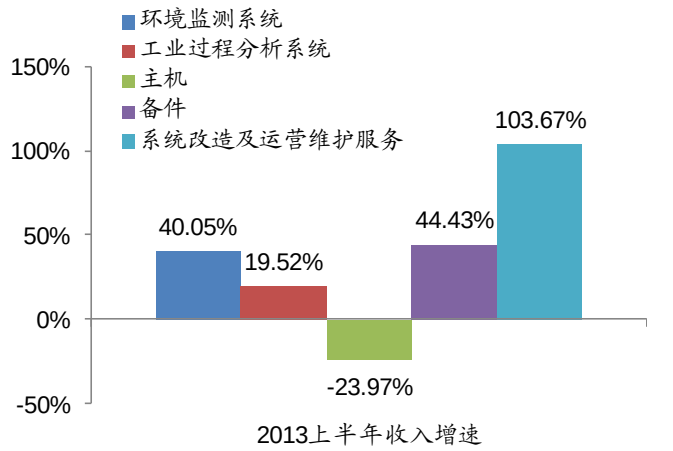
环境监测系统为公司的主营业务，且其对业绩的贡献程度逐年提升，2011 上半年其收入占比为 50.31%，2013 上半年时达到 58.10%。2013 上半年环境监测系统业务营收 1.12 亿元，同比增长 40.05%，这主要得益于脱硝监测系统的爆发式增长。此外，得益于托管运营监测系统数量的快速增加，系统改造及运维服务收入同比增长 103.67%。纵观 2013 全年，预计脱硫监测系统销量基本保持稳定、脱硝监测系统销量将出现翻倍增长，在此背景下，环境监测系统将继续扮演核心增长动力的角色。

图 7、环境监测系统收入占比持续提升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8、环境监测系统、改造及运维服务收入快速增长

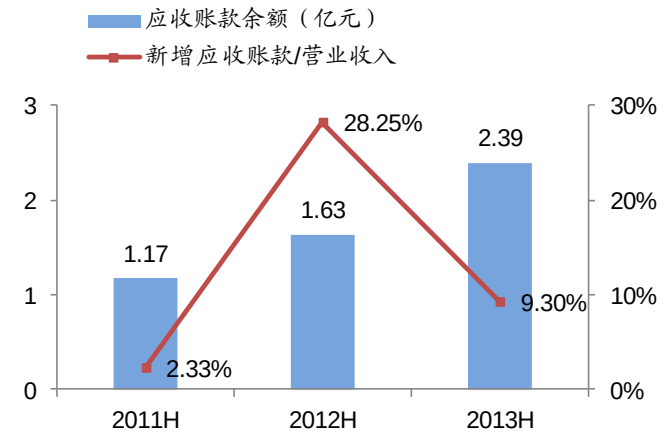


资料来源：Wind、国海证券研究所

3、账款回收情况大幅好转

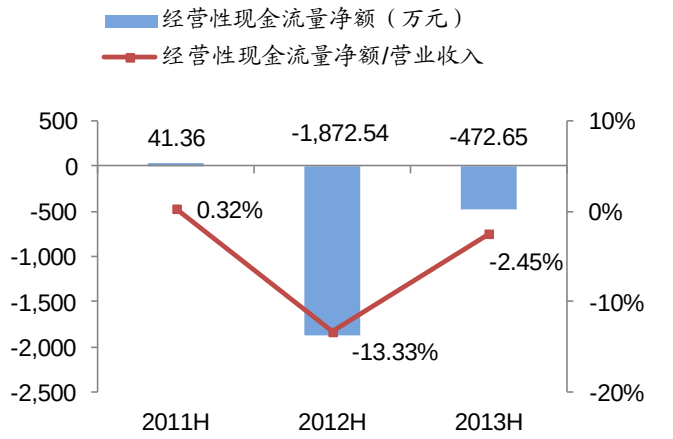
2013 上半年，公司新增应收账款/营业收入为 9.30%，相比 2012 上半年的 28.25%有显著下降。此外，公司 2013 上半年经营性现金流为-473 万元，远低于 2012 同期的-1873 万元，显示公司账款回收情况转好，这与公司强烈的风险控制意识密不可分。

图 9、账款回收情况大幅好转



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 10、经营性现金流显著好转



资料来源：Wind、国海证券研究所

4、维持“买入”评级

由于公司毛利率出现下滑，我们下调盈利预测，预测 2013-2015 年每股收益分别为 0.47/0.63/0.72 元，净利润增速为 30%、35%、13%，最新股价为 21.10 元，对应市盈率为 45/33/29 倍。公司为脱硝行业中弹性最大个股，在全国大气污染防治规划公布之前，股价将保持强势，目标价 25 元。维持“买入”评级。

5、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：	21.10	投资评级：	买入	日期：	2013/8/15

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力				
ROE	9%	11%	13%	13%
毛利率	50%	46%	47%	47%
期间费率	18%	19%	17%	17%
销售净利率	26%	24%	25%	26%
成长能力				
收入增长率	15%	40%	31%	11%
利润增长率	23%	30%	35%	13%
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.41	0.47	0.46
应收账款周转率	1.31	1.60	1.60	1.60
存货周转率	1.65	1.65	1.65	1.65
偿债能力				
资产负债率	8%	8%	9%	9%
流动比	11.39	10.78	9.74	10.15
速动比	10.18	9.09	8.07	8.48

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	643	601	640	770
应收款项	288	330	432	479
存货净额	113	177	227	250
其他流动资产	20	18	23	26
流动资产合计	**1065**	**1126**	**1322**	**1525**
固定资产	27	37	34	32
在建工程	2	4	3	2
无形资产及其他	39	73	69	62
长期股权投资	24	49	49	49
资产总计	**1161**	**1289**	**1478**	**1670**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	20	31	40	45
预收帐款	52	73	95	106
其他流动负债	21	0	0	0
流动负债合计	**93**	**104**	**136**	**150**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**93**	**104**	**136**	**150**
股本	137	275	275	275
股东权益	1068	1185	1341	1519
负债和股东权益总计	**1161**	**1289**	**1477**	**1669**

每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标				
EPS	0.36	0.47	0.63	0.72
BVPS	7.77	4.31	4.88	5.52
估值				
P/E	58.10	44.79	33.26	29.41
P/B	2.72	4.90	4.32	3.82
P/S	7.66	10.96	8.37	7.56

利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**379**	**529**	**693**	**767**
营业成本	188	288	369	408
营业税金及附加	3	4	5	6
销售费用	39	48	61	68
管理费用	43	55	72	80
财务费用	(16)	(18)	(19)	(23)
其他费用/（-收入）	(10)	(3)	(3)	(0)
营业利润	**113**	**149**	**201**	**228**
营业外净收支	4	4	4	4
利润总额	**117**	**152**	**205**	**232**
所得税费用	17	23	31	35
净利润	100	130	174	197
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**100**	**130**	**174**	**197**

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	**(25)**	**22**	**(3)**	**120**
净利润	100	130	174	197
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	6	7	11	10
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(131)	(114)	(189)	(87)
投资活动现金流	**(625)**	**(32)**	**4**	**3**
资本支出	(2)	(12)	4	3
长期投资	(24)	(25)	0	0
其他	(599)	5	0	0
筹资活动现金流	**609**	**(13)**	**(17)**	**(20)**
债务融资	(8)	0	0	0
权益融资	649	0	0	0
其它	(33)	(13)	(17)	(20)
现金净增加额	**(42)**	**(23)**	**(17)**	**104**

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、展示或以其他任何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 1509 室

姓 名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 4 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	0771-5513761	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
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhaoj04@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn