

2013年12月31日

证券研究报告·公司研究·环保设备

雪迪龙(002658)调研报告

增持(维持)

当前价: 22.73元



受益于火电脱硝改造, 业绩稳定增长

投资要点

- **事件:** 近期, 我们与雪迪龙董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **脱硝订单大幅增加, 为公司短期业绩主要增长点。** 目前尚未进行脱硝改造的机组数量及装机容量总数较大。今年以来, 电厂脱硝改造呈爆发式增长, 带动脱硝监测设备市场需求旺盛。公司脱硝订单延续良好增长势头, 预计全年有望实现近 200% 的增幅。随着脱硝改造时点临近, 我们预计明后两年将是火电脱硝改造的高峰期, 公司脱硝订单仍将实现 30% 以上的增速。
- **脱硫好于预期, 看更新需求及小锅炉改造。** 公司脱硫监测设备订单情况好于预期, 全年预计实现增长。从短期来看, 脱硫监测设备订单有望继续稳中有升, 主要是得益于以下两点: 一是脱硫设备更新需求。公司累计安装了超过 4,000 套脱硫监测设备, 目前已陆续进入更新改造阶段。二是新增小机组脱硫设备安装需求。根据政策, 20 蒸吨/时及以上的小锅炉要全部实施脱硫, 且必须安装固定的烟尘、二氧化硫等监测仪器, 20 蒸吨/时以下的仍有相当数量面临改造。总体来看, 估计有不低于 30 万台锅炉需要进行脱硫改造及监测。
- **运维服务明年有望快速增长, PM2.5 监测设备待环保部验证。** 公司运维服务具有较高毛利率和成长性, 预计全年收入规模有望达到 4,000 万元。第三方运营是环保产业的发展趋势, 随着公司运营设备规模迅速扩大, 预计明年运维业务的增速将有较大幅度提升。公司 PM2.5 监测设备已经完成储备, 目前正处于环保部认证阶段, 且有部分设备处于试用阶段, 若通过环保部认证, 有望为公司贡献千万元以上收入规模。
- **技术储备丰富, 多领域布局值得关注。** 公司研发投入持续增加, 在多个领域具有较成熟的技术储备, 水质监测、重金属监测、垃圾焚烧监测等潜在增长点值得长期关注。此外, 公司承担的汞及 VOCs 监测两个专项, 着力长远。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.49 元、0.63 元、0.80 元, 按照上一交易日收盘价 22.73 元计算, 对应动态市盈率分别为 48 倍、37 倍和 29 倍, 维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 竞争加剧导致毛利率持续下滑; 订单需求低于预期; 新业务拓展不顺。

指标年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	378.52	531.61	737.32	958.51
增长率	15.47%	40.44%	38.69%	30.00%
归属母公司净利润(百万元)	99.86	133.61	173.91	218.83
增长率	22.56%	33.80%	30.16%	25.83%
每股收益 EPS(元)	0.73	0.49	0.63	0.80
净资产收益率 ROE	9.35%	11.33%	13.11%	14.48%
PE	38.55	47.66	36.61	29.10
PB	9.26	5.40	4.80	4.21

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

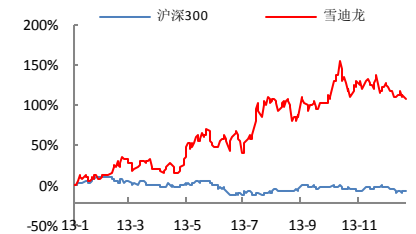
分析师: 王恭哲

执业证号: S1250513060003

电话: 023-67791663

邮箱: wgz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.75
流通 A 股(亿股)	0.75
52 周内股价区间(元)	10.63-29.29
总市值(亿元)	62.50
总资产(亿元)	12.44
每股净资产(元)	4.06

相关研究

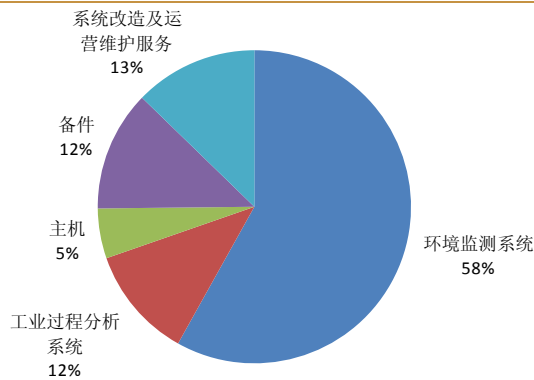
1. 雪迪龙(002658): 脱硫脱硝监测景气助力公司业绩增长 (2013-10-25)
2. 雪迪龙(002658): 受益于行业高景气, 毛利下降无大忧 (2013-08-19)

一、受益火电脱硝改造，公司业绩稳定增长

公司主营业务包括环境监测系统、工业过程分析系统、分析仪器仪表以及运营维护服务等，是环境监测和过程分析领域的市场先入者之一，在火电脱硫脱硝监测领域具有较高市场占有率。目前，公司产品广泛应用于环保、电力、石化、建材、冶金、化工等行业的污染源在线监测和工业过程在线分析，以及环保部门和科研机构用检测设备，并向客户提供量身定制的分析检测、系统应用和自动控制、运行维护等综合解决方案。

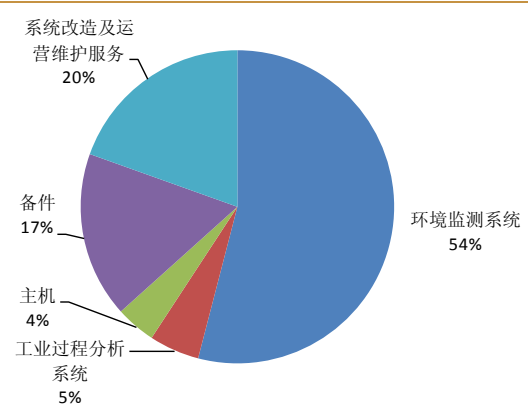
主营业务方面：受益于火电脱硝改造加速，上半年公司环境监测系统业务收入同比增长40.05%，收入占比达到58%，利润占比为54%，是公司收入及利润的主要增长点。三季度公司收入延续良好增长势头，增速达到45.83%，为近年来的最快增速；净利润增速也达到27.96%。由于火电脱硝改造进入高峰期，我们预计公司全年收入同比增长40%，净利润增速超过30%，明后年净利润复合增长率将维持在30%左右。

图 1: 公司 2013 年上半年主营业务结构情况



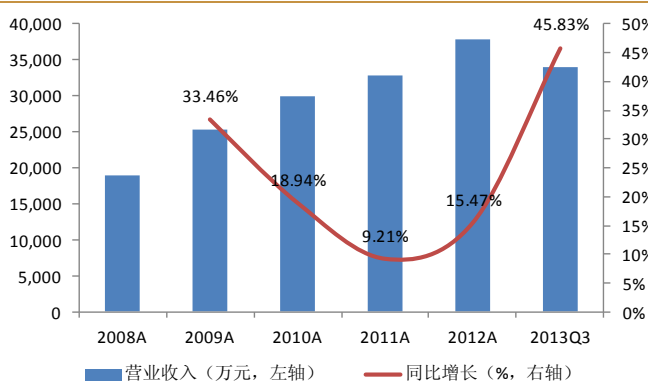
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司 2013 年上半年主营业务毛利情况



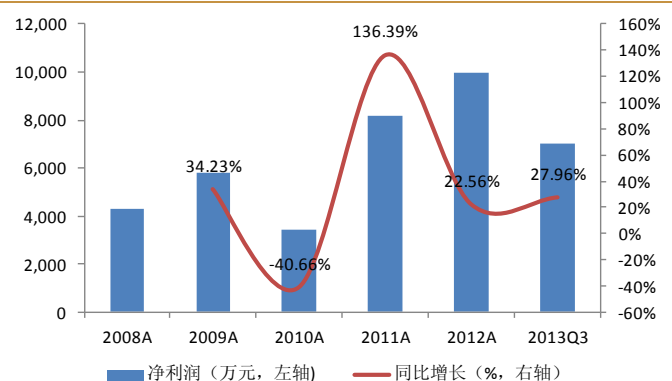
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 公司 2008 年以来营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 公司 2008 年以来净利润及增速

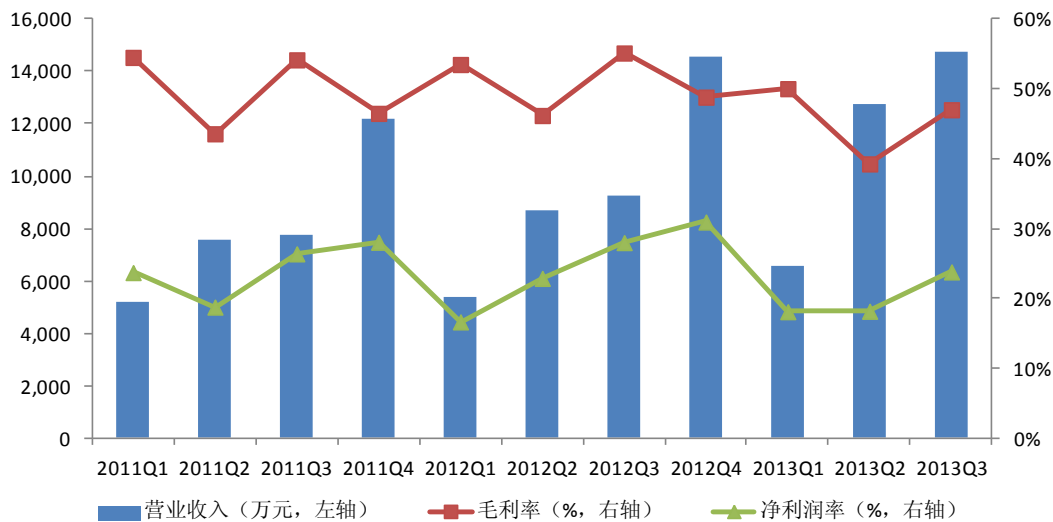


数据来源: 公司公告, 西南证券

毛利率方面：由于产品结构变化，公司上半年毛利率明显下降，三季度已有所回升，同比仍下降 6.72 个百分点至 44.72%。公司毛利率下滑原因：1) 市场竞争加剧，价格下降；2)

部分产品采用进口仪表,成本上升。鉴于市场竞争日趋激烈,公司毛利率或将逐年小幅下滑,但我们认为电厂脱硝改造正处于高峰期,行业景气度较高,预计公司的毛利率总体仍将维持在40%以上的较高水平。

图 5: 公司分季度营业收入及利润率指标



数据来源: WIND, 西南证券

二、环境监测设备市场空间广阔

目前,我国大气污染问题日益严重,引起了公众的密切关注,并倒逼相关政策密集出台及投资加速落实,使大气治理产业链成为环保行业增长最为明确的领域。环境监管力度加大、国家政策支持、以及资金投入增加,都促使环境监测仪器的市场需求迅速增长。

根据国家统计局数据,2012年,环境监测仪器行业总收入达到140.92亿元,2004年以来的复合增长率高达35.64%,增速明显高于仪器领域的其他子行业。根据环保部、国家发改委、财政部联合印发的《国家环境监管能力建设“十二五”规划》,在环境监测、监察、预警、应急、信息、评估、统计、科技、宣教等领域开展能力建设,到2015年规划总投资将达到400亿元。

(一) 火电脱硝改造进入高峰期,为公司短期主要业绩增长点

目前主要环境污染物SO₂和NO_x的主要污染源是燃煤电厂。根据发改委要求,火电厂脱硝改造将于2014年7月1日前完成。根据环保部2013年4月份公告,全国燃煤脱硫机组共4,659台,总装机容量7.18亿千瓦;而燃煤脱硝机组仅548台,总装机容量2.26亿千瓦,占全国现役火电机组容量仅有28%左右,剩余尚未改造的机组数量及装机容量总数较大。其中,五大电力集团的执行力度较大,预计将于2014年底陆续完成改造,其余大部分脱硝改造将于2015年完成,参照电厂脱硫的经验,我们认为明后两年仍是脱硝改造高峰期。

今年以来,电厂脱硝改造呈爆发式增长,带动脱硝监测设备市场需求旺盛。公司是国内CEMS行业龙头,在火电厂脱硝市场占有率30%以上,2012年公司脱硝订单同比增长344%,

达到 1.7 亿元，2013 年订单延续良好增长势头，预计全年有望实现近 200% 的增幅。随着脱硝改造时点临近，我们预计明年两年将是火电脱硝改造的高峰期，公司脱硝订单仍将持续增长，预计增速仍将超过 30%。虽然，由于市场竞争激烈，产品销售价格有所下降，毛利率也随之下降，但我们预计将维持一个较高的水平。

（二）脱硫好于预期，看更新需求及小锅炉改造

公司脱硫监测设备订单情况好于预期，预计全年将实现增长。从短期来看，脱硫监测设备订单有望继续稳中有升，主要是得益于以下两点：

一是脱硫设备更新需求。根据环保部 2013 年 4 月份公告，全国燃煤脱硫机组共 4,659 台，总装机容量 7.18 亿千瓦。五大电厂以及国控省控电厂已安装脱硫 95%。过去 10 年以来，公司累计安装了超过 4,000 套脱硫监测设备，目前已陆续进入更新改造阶段。

二是新增小机组脱硫设备安装需求。《大气污染防治行动计划》提出全面整治燃煤小锅炉，但我们预计全面取缔的可能性不大，对于一些有明确需求的地方，进行改造的可能性较大。《重点区域大气污染防治“十二五”规划》提出 20 蒸吨/时及以上的要全部实施脱硫，脱硫效率达到 70% 以上。根据今年 8 月份公布的《锅炉大气污染物排放标准（征求意见稿）》，新建成使用（含扩建、改造）单台容量 $\geq 14\text{MW}$ （20 蒸吨/时）的锅炉，必须安装固定的连续监测烟气中烟尘、SO₂ 排放浓度的仪器。20 蒸吨/时以下的将面临淘汰，但仍有相当数量会通过改造继续使用，为了节约成本，估计脱硫脱硝监测将集成在一起。总体来看，估计有不低于 30 万台锅炉需要进行脱硫改造及监测。受政府政策执行强度和国内中低端设备竞争激烈影响，小锅炉改造业务潜在空间较大，但盈利能力尚具有不确定性。

（三）运维服务明年有望快速增长

运营维护服务包括环保运营维护服务、系统改造服务以及其他技术服务。2013 年上半年，公司系统改造及运营维护服务实现收入 2,457 万元，同比增长 103.67%，毛利率为 65.88%。公司运维服务高增长和高毛利率主要受益于运维业务区域分布的高集中度。我们预计公司运维服务全年收入规模有望达到 4,000 万元。综合来看，第三方运营是环保产业的发展趋势，未来运维业务具备较大市场空间。随着公司运营设备规模迅速扩大，预计明年运维服务业务的增速将有较大幅度提升。虽然目前一套设备约 4-5 万元的运维价格后续将会有所下降，但公司规模扩大后，规模化效应将逐渐显现，成本也将逐渐下降。

（四）PM2.5 监测设备待环保部验证

根据环保部部署，将先在京津冀、长三角、珠三角等重点区域以及直辖市和省会城市开展细颗粒物（PM_{2.5}）等项目监测，到 2015 年覆盖所有地级以上城市。根据环保部预计，我国未来 PM_{2.5} 监测站数目将达到 1500 台，PM_{2.5} 监测设备市场潜力巨大。公司 PM_{2.5} 监测设备已经完成储备，目前正处于环保部认证阶段，且有部分设备处于试用阶段。目前，单一指标的 PM_{2.5} 监测设备市场售价在 50 万元左右，若通过环保部认证，有望为公司贡献千万元以上收入。

三、技术储备丰富，多领域布局值得关注

（一）承担汞及 VOCs 监测两个专项，着力长远

近年来，公司聚焦环境监测领域和过程分析领域，以市场为导向进行研发创新，研发投入持续增加，2012 年研发投入金额 1,581 万元，占营业收入比例为 4.18%。公司承担“基于差分吸收光谱技术的大气/烟气汞在线监测关键设备研制与产业化”的科技部专项研发任务。

近期，公司申请承担的国家重大科学仪器设备开发专项项目，“固定污染源废气 VOCs 在线/便携监测设备开发和应用”，已通过立项审批，并获正式批复组织实施。该项目为环保部组织，公司与环境监测总站等其他 6 家单位合作，项目总经费 7902 万元，其中国家重大科学仪器设备开发专项经费 3762 万元，企业自筹经费 4140 万元。公司已收到第一笔项目专项资金 376 万元整，公司留用 138.9 万元。除了承担专项，公司还在多个领域具有较成熟的技术储备，提前布局。

（二）垃圾焚烧监测设备

公司垃圾焚烧监测产品目前年销售 20-30 台，销售收入 1,000 多万元，规模尚小，且仪表采用进口设备，成本较高。目前垃圾焚烧在固废处理领域的占比较小，“十二五”期间具有较大的增长空间。

2012 年以来，受国家政策的利好影响，垃圾焚烧发电的景气度持续向好。根据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》的要求，到 2015 年，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理，设市城市生活垃圾无害化处理率达到 90%以上，县县具备垃圾无害化处理能力，县城生活垃圾无害化处理率达到 70%以上，全国城镇新增生活垃圾无害化处理设施能力 58 万吨/日。全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%以上，其中东部地区达到 48%以上。

根据规划，垃圾焚烧处理设施规模将从 2010 年的 8.96 万吨/日，提升至 2015 年的 30.72 万吨/日，年均复合增长率为 28%，占比将从 20%提升至 35%左右，这些措施充分体现了资金面和政策面对垃圾焚烧的支持。另一方面，自 2012 年 4 月 1 日起，以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元(含税)。统一上网电价明确了垃圾发电项目的收益，大大激发了各方资本投资建设垃圾发电项目的积极性。“十二五”剩下几年中生活垃圾处理将迎来巨大投资机会。随着投资的落实，公司垃圾焚烧监测产品未来具有较大的发展潜力。

（三）水质监测系统

水质监测产品也是公司今年重点发力的一个领域，但总体上来看今年不达预期，临近年底订单情况略有好转。公司今年年初与韩国 Korbi 公司合作，使得公司水质监测产品能够很快投入市场。水质监测系统主要有 COD 监测、氨氮总磷及重金属监测，目前 COD 监测已基本饱和，但氨氮及重金属还有较大的潜在需求空间。

四、盈利预测与投资评级

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.49 元、0.63 元、0.80 元，按照上一交易日收盘价 22.73 元计算，对应动态市盈率分别为 48 倍、37 倍和 29 倍，维持公司“增持”的投资评级。

五、风险提示

竞争加剧导致毛利率持续下滑；订单需求低于预期；新业务拓展不顺。

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	643	586	516	671	营业收入	378.52	531.61	737.32	958.51
应收和预付款项	308	438	593	745	减:营业成本	187.61	282.29	395.82	514.57
存货	113	196	238	326	营业税金及附加	2.90	4.37	6.01	7.76
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	38.59	50.34	70.77	92.54
长期股权投资	24	52	78	104	管理费用	43.07	53.16	73.73	95.85
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-16.27	-15.41	-11.18	-4.54
固定资产和在建工程	28	39	53	66	资产减值损失	9.26	7.97	7.37	7.19
无形资产和开发支出	39	45	53	62	加:投资收益	-0.45	3.00	2.00	2.00
其他非流动资产	5	5	5	4	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	0	1361	1536	1978	其他经营损益	0.00	1.00	2.00	3.00
短期借款	0	10	25	201	营业利润	112.91	151.89	196.80	247.15
应付和预收款项	93	172	183	266	加:其他非经营损益	4.44	5.30	7.80	10.30
长期借款	0	0	0	0	利润总额	117.35	157.19	204.60	257.45
其他负债	0	0	0	0	减:所得税	17.49	23.58	30.69	38.62
负债合计	93	182	209	467	净利润	99.86	133.61	173.91	218.83
股本	137	137	137	137	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	714	714	714	714	归属母公司股东净利润	99.86	133.61	173.91	218.83
留存收益	217	350	524	743	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1068	1180	1327	1511	经营性现金净流量	-49.30	-14.36	-18.50	63.25
少数股东权益	0	0	0	0	投资性现金净流量	-32.08	-45.86	-51.42	-54.06
股东权益合计	1068	1180	1327	1511	筹资性现金净流量	637.15	3.42	-10.54	-25.24
负债和股东权益合计	1161	1361	1536	1978	现金流量净额	555.77	-56.81	-80.46	-16.05

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn