

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

环境监测和过程分析业务有望继续高增长

——雪迪龙(002658)2013年报点评

证券研究报告-点评报告

买入(首次)

发布日期: 2014年2月27日

报告关键要素:

雪迪龙是环保产业链最前端的环境质量监测设备和过程分析的先行者之一,公司13年净利润业绩增长达到35%,受益于国家环保政策和投入的加强,公司未来有望凭借自身竞争优势,保持快速增长,首次给予公司“买入”投资评级。

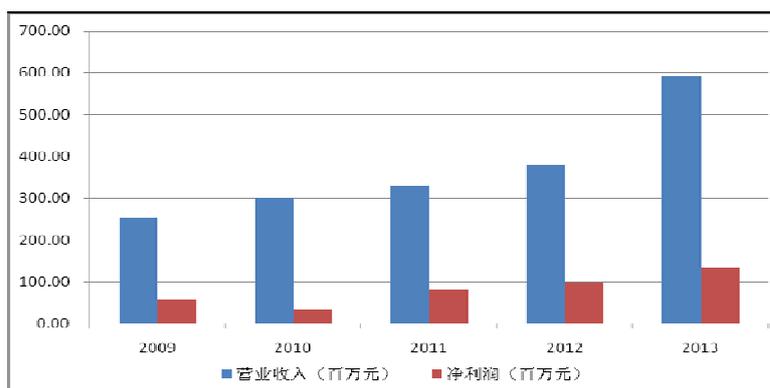
事件:

公司公布了2013年年报。2013年,公司实现营业收入588.99百万元,同比增长55.60%,实现归属于上市公司股东的净利润134.15百万元,同比增长34.34%,基本每股收益0.49元,同比增长25.64%。公司拟每10股派发现金股利1.00元(含税)。

点评:

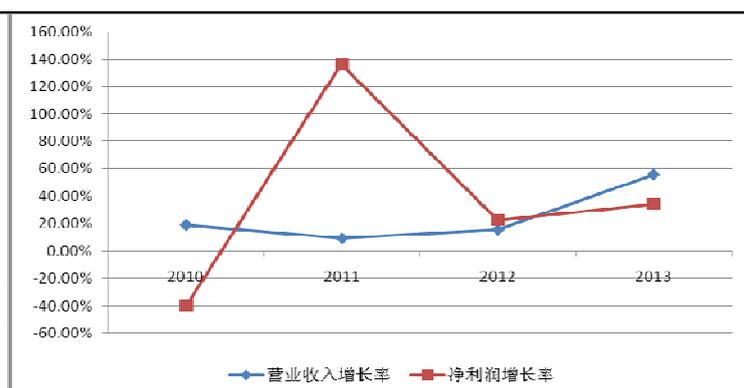
1、公司业绩快速增长。公司营业收入5.89亿元,比去年同期增长2.1亿元,增长55.60%,净利润1.34亿元,比去年同期增长3429万元,增长34.34%。其中,环境监测系统(CEMS)营收为3.81亿元,同比大增71.95%;系统改造和运营维护服务营业收入为0.63元,同比增长53.29%;工业过程分析系统营收为0.59亿元,同比增长28.27%;气体分析仪及设备营收为0.86亿元,同比增长23.08%。

图 1: 雪迪龙近 5 年营业收入及净利润



资料来源: 中原证券研究、Wind

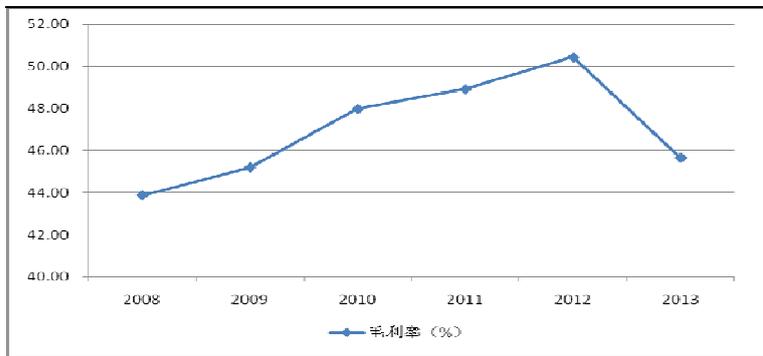
图 2: 雪迪龙近 4 年业绩增长率



资料来源: 中原证券研究所、Wind

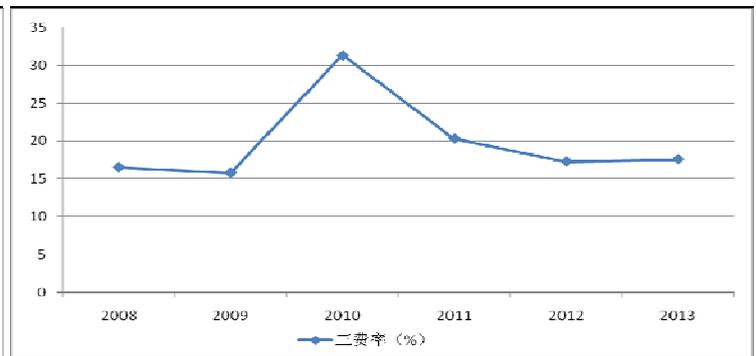
2、毛利率略有降低,未来有望企稳。2013年毛利率为45.65%,比去年同期减少4.79个百分点,三费率为17.59%,基本与去年持平。毛利率减少主要因为行业竞争加剧所致,由于将有更多的中小民营企业进入到环境质量监测领域,竞争加剧是长期趋势,但是由于公司在行业具有先发竞争优势,未来毛利率有望企稳。

图 3: 雪迪龙近 6 年毛利率



资料来源: 中原证券研究所、Wind

图 4: 雪迪龙近 6 年三费率



资料来源: 中原证券研究所、Wind

3、公司偿债能力强，现金流状况优良，能支撑未来业绩扩张。（1）公司 2013 年资产负债率仅为 12.30%，多年来维持在极低的水平。（2）公司流动比率和速动比率分别为 7.37 和 6.27，较上年提高，无短期偿债压力。（3）经营活动产生的现金流量净额/营业收入为 0.01，较去年大为好转。公司 12 年上市，仍有大量的超募资金，环保产业作为资金密集型产业，公司的现金状况能足够支撑未来业绩快速增长。

4、环境质量监测行业进入快速发展时期，市场空间巨大。环保产业正在成为中国的朝阳产业和引领绿色经济发展的支柱，是国家重点支持的战略性新兴产业之一。近年来，国家频频发布环境治理相关政策，逐步完善环保政策体系，给环保产业的发展带来强劲的动力。污染治理，监测先行，作为环保产业链最上端的行业，环境质量监测是环保产业快速健康发展必不可少的基石。受益于国家环保政策的驱动和对环保投入的增加，原本薄弱的国内环境监测行业规模快速增长。在环境监测领域，民营企业在近几年取得快速增长，尤其是综合实力强，有良好运营维护能力的上市企业，优势更加明显。环境监测行业发展趋势，一方面，市场规模巨大，行业进入快速发展期，但另一方面，众多中小企业的进入，行业竞争加剧。

5、公司未来发展亮点和驱动力。（1）行业经验和品牌优势。公司是环境监测和过程分析的市场先入者之一，经过十多年的发展，公司积累了大量的技术、实践经验和客户资源。（2）产品优势和系统集成优势。公司近年来持续加强和国外知名分析仪器公司、国内科研院所的技术合作，不断引进新技术，同时加大自身研发投入，形成了多系列产品，广泛应用于环保、电力、垃圾焚烧、水泥、钢铁、空分、化工、石化、多晶硅等行业。（3）运营维护优势。环境质量监测行业的竞争日益激烈，竞争的形式已经从产品层面逐步扩张到产品的全生命周期层面，作为仪器产品产业链的延伸，运营服务是为客户提供综合解决方案的重要一环。公司在行业内率先开展运营服务业务，并铺设建成了覆盖全国的运维网络。（4）产能释放。过去一年市场需求旺盛，公司订单饱满，但是产能不足一直制约着公司发展。2014 年三季度末，公司部分募投项目将会投产，将会有效缓解公司产能不足的问题，为公司业绩增长提供驱动力。

6、盈利预测及估值。预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 784.18 百万元、1078.45 百万元和 1537.79 百万元，归属母公司股东净利润为 163.10 百万元、209.00 百万元和 289.32 百万元，每股收益分别为 0.59 元、0.76 元和 1.05 元。2014 年 2 月 26 日股价（22.58 元）对应的市盈率分别为 39.18 倍、30.57 倍和 22.09 倍。由于政府对环保行业大力的政策和投入支持，且公司业绩处于快速发展期，我们首次给予公司“买入”投资评级。

7、风险提示。（1）地方政府环保政策执行不力的政策风险；（2）市场竞争激烈导致的产品和服务价格下降。

附表1:

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	327.81	378.52	589.00	784.18	1078.45	1537.79
增长率(%)	9.21%	15.47%	55.60%	33.14%	37.53%	42.59%
归属母公司股东净利润	81.47	99.86	134.15	163.10	209.00	289.32
增长率(%)	136.39%	22.56%	34.34%	21.58%	28.14%	38.43%
每股收益(EPS)	0.296	0.363	0.488	0.593	0.760	1.052
每股股利(DPS)	0.000	0.075	0.080	0.073	0.094	0.130
每股经营现金流	0.138	-0.093	0.025	0.251	-0.288	-0.060
销售毛利率	48.92%	50.44%	45.65%	45.64%	44.11%	43.77%
销售净利率	24.85%	26.38%	22.78%	20.80%	19.38%	18.81%
净资产收益率(ROE)	24.02%	9.35%	11.37%	12.33%	13.88%	16.44%
投入资本回报率(ROIC)	30.65%	24.63%	23.74%	15.52%	17.19%	18.67%
市盈率(P/E)	78.43	63.99	47.63	39.18	30.57	22.09
市净率(P/B)	18.84	5.98	5.41	4.83	4.24	3.63
股息率(分红/股价)	0.000	0.003	0.003	0.003	0.004	0.006

附表2:

报表预测						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	327.81	378.52	589.00	784.18	1078.45	1537.79
减: 营业成本	167.45	187.61	320.09	426.28	602.73	864.74
营业税金及附加	2.92	2.90	3.44	5.86	8.06	11.49
营业费用	28.80	38.59	60.50	76.46	105.16	149.95
管理费用	37.34	43.07	53.35	83.20	114.42	163.15
财务费用	0.53	-16.27	-10.25	-6.24	-4.54	1.35
资产减值损失	-0.20	9.26	10.97	6.68	6.68	6.68
加: 投资收益	0.00	-0.45	2.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	90.96	112.91	153.27	191.95	245.94	340.44
加: 其他非经营损益	3.80	4.44	4.04	-0.07	-0.07	-0.07
利润总额	94.76	117.35	157.31	191.88	245.88	340.37
减: 所得税	13.29	17.49	23.17	28.78	36.88	51.06
净利润	81.47	99.86	134.15	163.10	209.00	289.32
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	81.47	99.86	134.15	163.10	209.00	289.32
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	78.29	630.00	304.22	275.16	215.69	307.56
应收和预付款项	187.63	303.62	412.86	511.71	761.32	1054.41
存货	92.40	113.39	171.44	255.12	348.02	517.29
其他流动资产	0.00	0.00	250.00	250.00	250.00	250.00
长期股权投资	0.00	24.30	79.07	79.07	79.07	79.07

投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	26.91	28.46	65.39	100.57	105.74	100.92
无形资产和开发支出	36.08	38.95	38.31	34.08	29.84	25.61
其他非流动资产	1.93	1.87	0.89	0.45	0.00	0.00
资产总计	423.23	1140.59	1322.19	1506.15	1789.69	2334.86
短期借款	8.00	0.00	24.00	0.00	66.10	221.83
应付和预收款项	76.00	72.63	109.75	184.75	224.00	359.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	-10.00	-15.00	-15.00
其他负债	0.00	0.00	8.33	8.33	8.33	8.33
负债合计	84.00	72.63	142.08	183.08	283.43	575.01
股本	103.09	137.47	274.95	274.95	274.95	274.95
资本公积	98.57	713.68	576.21	576.21	576.21	576.21
留存收益	137.57	216.81	328.96	471.92	655.10	908.69
归属母公司股东权益	339.23	1067.96	1180.11	1323.07	1506.26	1759.85
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	339.23	1067.96	1180.11	1323.07	1506.26	1759.85
负债和股东权益合计	423.23	1140.59	1322.19	1506.15	1789.69	2334.86
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	37.83	-25.56	6.96	69.00	-79.08	-16.51
投资性现金净流量	-41.32	-625.27	-6.90	-50.06	-20.06	-10.06
筹资性现金净流量	8.16	620.40	1.72	-48.01	39.68	118.43
现金流量净额	4.67	-30.42	1.78	-29.06	-59.47	91.87

附表3:

财务分析和估值指标汇总						
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收益率						
毛利率	48.92%	50.44%	45.65%	45.64%	44.11%	43.77%
三费/销售收入	20.34%	17.28%	17.59%	19.56%	19.94%	20.45%
EBIT/销售收入	29.09%	26.74%	24.95%	23.69%	22.39%	22.24%
EBITDA/销售收入	30.33%	28.62%	26.17%	25.32%	23.58%	23.04%
销售净利率	24.85%	26.38%	22.78%	20.80%	19.38%	18.81%
资产获利率						
ROE	24.02%	9.35%	11.37%	12.33%	13.88%	16.44%
ROA	22.53%	8.88%	11.12%	12.33%	13.49%	14.65%
ROIC	30.65%	24.63%	23.74%	15.52%	17.19%	18.67%
增长率						
销售收入增长率	9.21%	15.47%	55.60%	33.14%	37.53%	42.59%
EBIT 增长率	102.64%	6.17%	45.19%	26.38%	30.01%	41.60%
EBITDA 增长率	100.41%	8.96%	42.30%	28.82%	28.07%	39.32%
净利润增长率	136.39%	22.56%	34.34%	21.58%	28.14%	38.43%
总资产增长率	22.17%	169.50%	15.92%	13.91%	18.83%	30.46%
股东权益增长率	31.61%	214.82%	10.50%	12.11%	13.85%	16.84%
经营营运资本增长率	17.38%	55.83%	100.52%	17.40%	36.62%	30.97%

资本结构

资产负债率	19.85%	6.37%	10.75%	12.16%	15.84%	24.63%
投资资本/总资产	79.04%	45.03%	76.97%	79.32%	87.02%	84.23%
带息债务/总负债	9.52%	0.00%	16.89%	-5.46%	18.03%	35.97%
流动比率	4.27	14.42	8.51	6.99	5.43	3.66
速动比率	3.17	12.85	5.36	4.26	3.37	2.34
股利支付率	0.00%	20.65%	16.40%	12.35%	12.35%	12.35%
收益留存率	100.00%	79.35%	83.60%	87.65%	87.65%	87.65%

资产管理效率

总资产周转率	0.77	0.33	0.45	0.52	0.60	0.66
固定资产周转率	12.30	14.15	24.09	15.51	30.17	73.51
应收账款周转率	1.86	1.35	1.54	1.64	1.53	1.57
存货周转率	1.81	1.65	1.87	1.67	1.73	1.67

业绩和估值指标

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EBIT	95.35	101.23	146.97	185.75	241.49	341.94
EBITDA	99.41	108.32	154.14	198.58	254.32	354.33
NOPLAT	78.74	82.39	121.92	157.94	205.33	290.71
净利润	81.47	99.86	134.15	163.10	209.00	289.32
EPS	0.296	0.363	0.488	0.593	0.760	1.052
BPS	1.234	3.884	4.292	4.812	5.478	6.401
PE	78.43	63.99	47.63	39.18	30.57	22.09
PEG	3.01	2.29	1.63	N/A	N/A	N/A
PB	18.84	5.98	5.41	4.83	4.24	3.63
PS	19.49	16.88	10.85	8.15	5.92	4.16
PCF	168.89	-250.00	918.64	92.60	-80.80	-387.04
EV/EBIT	25.08	26.08	42.37	33.71	26.67	19.29
EV/EBITDA	24.05	24.38	40.40	31.53	25.33	18.62
EV/NOPLAT	30.37	32.05	51.08	39.64	31.37	22.69
EV/IC	7.15	5.14	6.12	5.24	4.14	3.35
ROIC-WACC	22.64%	16.62%	15.72%	2.31%	4.35%	6.48%
股息率	0.000	0.003	0.003	0.003	0.004	0.006

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。