

2015年3月2日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
手机/微信：13751190552 tanq@ghzq.com.cn
联系人：李恩国
手机/微信：18810808255 lieg@ghzq.com.cn

受益环保政策加码，率先开拓环保大数据互联网服务模式 ——雪迪龙（002658）点评报告

事件：

柴静雾霾调查片大热，多名官员在片中发言支持环保。

十二届全国人大三次会议和全国政协十二届三次会议将分别于2015年3月5日和3月3日在北京开幕。预计培养新的经济增长引擎是主要话题，预计环保行业将迎来政策利好。

2015年2月10日，环保部发布《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》，全面放开服务性环境监测市场。

2015年2月10日，雪迪龙发布公告，拟与北京思路创新科技有限公司、北京水木扬帆创业投资中心（有限合伙）及李鉴道、董桂芬等五名自然人共同出资设立合资公司。合资公司经营项目包括大数据采集与处理、互联网相关技术服务、计算机系统服务、基础软件服务、应用软件开发。本次合作将有助于充分利用各方在环境管理领域的信息化产品的积累和经验，形成基于环境大数据分析的服务性产品。该合资公司的设立，将有助于公司快速拓展互联网环境数据服务领域的业务。

主要观点：

1、柴静雾霾调查片《穹顶之下》大热，环保监测难、执法难是治理雾霾面临的重要问题

《穹顶之下》的调查结论显示：1) 中国的空气污染60%以上来自煤和油的燃烧，雾霾问题很大程度上是能源问题；中国燃煤量超过世界上其他国家总和，燃煤和燃油存在“消耗量大”、“相对低质”、“前端缺少清洁”、“末端排放缺乏控制”的问题；2) 柴油车上路高峰在晚上零点，柴油车排放了80%的机动车污染，大多数柴油车的排放设备造假，全天的污染高峰出现在柴油车上路高峰零点；3) 东部煤炭燃烧量大，是东部雾霾严重的重要原因；4) 煤电之外的工业企业是重要污染源；5) 政府执法力度不够，新环保部长上台，有望加强环保执法。

通过柴静的雾霾调查片，我们进一步认识到目前环保监测难、执法难是治理雾霾面临的重要问题。解决监测难问题，需要放大监测领域，我们看好市场化服务性监测市场的发展。同时，如果政府逐步加强对环境污染的执法力度，企业的环保数据可能成为各类项目审批、政府补贴、罚款的重要依据，成为践行企业碳排放交易制度的重要依据。随着监测难、执法难这两大问题的解决，雪迪龙作为销售监测设备和运营环保数据的第三方企业，有望大幅受益。

2、大气污染治理有望成为两会重要议题，预计进一步推动近零排放政策

近年来，雾霾问题日趋严重，习近平、李克强也明确要求出台有力举措，扎实推进大气污染防治工作，采取稳、准、狠的措施坚决治理大气污染。

2014年9月，发改委、环保部、能源局共同印发《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》（近零排放政策），明确新建燃煤发电机组应同步建设先进高效脱硫、脱硝和除尘设施，不得设置烟气旁路通道；到2020年，东部地区现役30万千瓦及以上公用燃煤发电机组、10万千瓦及以上自备燃煤发电机组以及其他有条件的燃煤发电机组，改造后大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值；到2020年，东部地区新建燃煤发电机组大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值（即在基准氧含量6%条件下，烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10、35、50毫克/立方米），中部地区新建机组原则上接近或达到燃气轮机组排放限值，鼓励西部地区新建机组接近或达到燃气轮机组排放限值；支持同步开展大气污染物联合协同脱除，减少三氧化硫、汞、砷等污染物排放。

环保问题一直是两会的重要议题，预计今年两会将有进一步细化的大气环保政策。当前，山西、浙江等地已开始对近零排放机组进行补贴，预计随着两会进一步推进大气治理，各地方政府也将进一步推出近零排放要求。

3、公司2014年利润预增40%-70%，持续看好环境监测产品未来

公司产品涵盖环境监测系统产品系列，过程分析系统产品，分析仪器仪表系列，监测软件等。自2010年以来，营业收入及利润稳定增长。公司公告，预计2014年归属于上市公司股东的净利润为18780.54万元至22804.94万元，同比变动幅度为40%至70%。

我们认为，公司业绩持续增长主要来自近年来火电行业脱硫脱销市场不断扩大。虽然目前火电行业已大部分完成脱硫脱硝改造和监控设备采购。但环境保护政策日趋严格，不断有新的领域被纳入环保改造和监控范围，比如环保部明确自2014年7月1日起，对规定范围内的锅炉使用企业应建立企业监测制度，持续看好环境监测产品未来。

4、服务性环境监测市场放开，打破监测市场天花板，公司设备销售有望快速增长

我国长期以来实行的是由政府部门所属环境监测机构为主开展监测活动的单一管理体制，呈现被检测行业和企业数量有限等问题。在环境保护领域日益扩大、环境管理要求不断提高的情况下，推进环境监测服务社会化顺理成章。2015年2月10日，环保部发布《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》，提出全面放开服务性环境监测市场。意见鼓励社会环境监测机构参与排污单位污染源自行监测、环境损害评估监测、环境影响评价现状监测、清洁生产审核、企事业单位自主调查等环境监测活动，推进环境监测服务主体多元化和服务方式多样化。

鉴于政府对国控火电企业监控力度较大，随着其他工业企业的监控市场的放开，雪迪龙下游领域从原来的火电厂为主，逐步拓宽到各行各业。环境监测领域空间有望持续放大。同时由于环保部明确社会环境监测机构需对所提供监测数据的真实性和准确性负责。社会环境监测机构中，具备监测技术、监测运营经验的监测机构将受到支持，公司监测设备销售有望快速增长。

5、设立北京长能环境大数据科技有限公司，集各方优势开拓互联网数据服务商业模式

公司近日与北京思路创新科技有限公司、北京水木扬帆创业投资中心（有限合伙）及李鉴道、董桂芬等五名自然人共同出资设立合资公司北京长能环境大数据科技有限公司。合资公司总投资为2000万元，其中雪迪龙出资200万元，思路创新出资470万元，水木扬帆出资200万元，李鉴道出资700万元，董桂芬等其他四名自然人共同出资430万元。

雪迪龙核心优势在环保监测设备、监测系统的销售及运维等，北京思路优势在环境数据中心、排污权交易平台建设等，李鉴道（北京长能科技）具备政府环保网络建设经验、客户资源。三方优势互补，本次合作将有助于充分利用各方在环境管理领域的信息化产品的积累和经验，形成基于环境大数据分析的服务性产品。该合资公司的设立，将有助于公司快速开拓互联网环境数据服务商业模式，打造新的盈利模式。

大数据模式讲究的是数据来源和数据盈利模式，雪迪龙作为环境监测设备的提供商拥有数据来源，而且随着其他领域的监测站的建立，环保数据将逐步完善。环保数据的盈利，需要依靠政府对加大对污染的执法。目前这个方面我国很弱，一方面因为很多行业目前暂时没有监测数据，另一方面因为政府保经济对环保问题的忽视。柴静事件有望加强全民环保意识，推动政府执法；未来由第三方提供环保报告可能成为企业项目审批、企业补贴和惩罚的重要依据，环保征信市场有望逐步打开。长期来看，在监控数据完善、政府执法严格下，碳排放交易等污染排放交易将逐步完善，运营污染排放交易平台、收取交易佣金，将是公司环保数据最大的盈利看点。

6、设立员工持股计划，保障公司长期发展

公司公告设立长期员工持股计划，计划连续推出五年，即2014年-2018年每年实施一期，公司董事、监事、高级管理人员、公司及子公司骨干员工，首期共计186人。首期员工持股计划资金来源包括奖励基金、员工自筹资金和董事长个人提供的无息借款，比例为1: 1: 1。之后4期员工持股计划资金与扣非后净利润密切正相关。

员工持股计划股票来源为：通过二级市场购买、参与认购公司非公开发行的股份、参与认购股票配股、定向受让控股股东及/或其他股东所持雪迪龙股票及其他法律法规允许的方式。

员工持股计划将骨干员工的利益与公司发展紧密相连，将大幅提升公司员工的积极性，提升团队的稳定性，促进公司长期发展。

7、盈利预测与评级

近期环保政策频发，雾霾调查片加强全民环保意识，两会期间大气环保政策有望成为重要议题，看好环保板块尤其是大气环保板块的整体行情。随着环保政策日趋严格，不断有新的领域被纳入环保改造和监控范围，加上服务性环境监测市场逐步放开，环境监测市场天花板打破，公司监测设备业务持续快速增长。

同时公司率先开拓互联网环境数据服务商业模式，抢占环保数据服务、环保征信、排污交易平台等业务的先机。我们预计公司2014-2016年EPS 分别为0.72元、1.02元、1.40元，对应估值分别为46倍、33倍、24倍，我们看好公司的长期发展和商业模式转型，给予“买入”评级。

8、风险提示

环保政策不达预期；互联网环境数据服务领域进展低于预期

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	589	804	1107	1540
增长率(%)	56%	36%	38%	39%
归母净利润（百万元）	134	199	280	385
增长率(%)	34%	49%	40%	38%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.72	1.02	1.40
ROE(%)	11.37%	14.80%	17.71%	20.25%

2014-2016 年盈利预测

证券代码: 002658.sz 股票价格: 33.60 投资评级: 买入 日期: 2015/3/1

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	11%	15%	18%	20%	EPS	0.49	0.72	1.02	1.40
毛利率	46%	46%	46%	46%	BVPS	4.29	4.90	5.75	6.91
期间费率	18%	20%	18%	18%	估值				
销售净利率	23%	25%	25%	25%	P/E	68.87	46.36	33.02	24.00
成长能力					P/B	7.83	6.86	5.85	4.86
收入增长率	56%	36%	38%	39%	P/S	15.68	11.49	8.34	6.00
利润增长率	34%	49%	40%	38%					
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.44	0.52	0.60	0.69	营业收入	589	804	1107	1540
应收账款周转率	1.50	1.50	1.50	1.50	营业成本	320	436	602	837
存货周转率	1.87	1.97	2.15	2.28	营业税金及附加	3	5	6	9
偿债能力					销售费用	60	83	103	139
资产负债率	12%	13%	14%	15%	管理费用	53	73	94	129
流动比	7.37	6.48	6.08	5.75	财务费用	(10)	(3)	(2)	(2)
速动比	6.27	5.35	4.96	4.65	其他费用/(-收入)	(9)	20	20	20
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	153	229	324	448
现金及现金等价物	320	481	468	453	营业外净收支	4	5	5	5
应收款项	392	535	737	1025	利润总额	157	234	329	453
存货净额	171	224	283	371	所得税费用	23	35	49	68
其他流动资产	274	40	55	77	净利润	134	199	280	385
流动资产合计	1157	1280	1544	1926	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	24	33	90	114	归属于母公司净利润	134	199	280	385
在建工程	41	61	31	31					
无形资产及其他	38	73	71	68	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
长期股权投资	79	100	100	100	经营活动现金流	7	282	65	79
资产总计	1346	1552	1842	2244	净利润	134	199	280	385
短期借款	24	24	24	24	少数股东权益	0	0	0	0
应付款项	33	46	63	88	折旧摊销	6	4	6	10
预收帐款	76	104	143	199	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	24	24	24	24	营运资金变动	(133)	79	(221)	(316)
流动负债合计	157	197	254	335	投资活动现金流	(7)	(49)	(28)	(24)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(37)	(28)	(28)	(24)
其他长期负债	8	8	8	8	长期投资	(55)	(21)	0	0
长期负债合计	8	8	8	8	其他	85	0	0	0
负债合计	165	206	262	343	筹资活动现金流	162	(33)	(46)	(64)
股本	275	275	275	275	债务融资	24	0	0	0
股东权益	1180	1346	1580	1901	权益融资	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1346	1552	1842	2244	其它	138	(33)	(46)	(64)
					现金净增加额	161	200	(9)	(9)

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名，2014年第五名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，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】

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%。