



雪迪龙 (002658)

投资评级: 增持

报告日期: 2015-3-18

当前价格 (元) 41.59

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	274.95
A 股股本(百万股)	274.95
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值 (亿元)	114.4
A 股流通比例 (%)	100
第一大股东	教小强
第一大股东持股比例	66.67
12 个月最高/最低(元)	45.75/25.82

华安证券研究环保小组

联系人: 李梦雪

021-60956108

lmxhazq@163.com

S0010114010028

多领域布局奠定公司可持续发展力

主要观点:

□ 业绩符合预期。

2014 年, 公司实现营业收入完成 7.41 亿元, 同比增长 25.88%; 营业成本 3.82 亿元, 同比增长 19.30%; 归母净利润 1.99 亿元, 同比增长 48.23%; 每股收益 0.72 元/股, 同比增长 46.94%。

□ 主营大幅增长主要由于 CEMS 产品销量的提升。

公司 2014 年公司营收同比增长 25.88% 的主要由于环境监测系统 (CEMS) 的销售额同比上涨 47.6%。同时, 公司整体毛利率水平较上年增长 2.84 个百分点。预计 CEMS 系统销售量的增长主要源于上游脱硫脱硝市场需求的上升, 尤其是脱硝市场正值建造高峰期。去年下半年起, 国家开始实行《火电厂大气污染物排放标准》新标及《锅炉大气污染物排放标准》; 同时, 多个大气治理相关重要文件中均提及要求安装监测仪器。在上游市场的高增速、监管力度的趋严等多重因素影响下, 雪迪龙作为监测仪器市场的龙头企业, 无疑成为了最大的受益者之一。

□ 政策助力上游市场促进拓开监测仪器新增及存量市场空间。

根据最新数据显示, 2014 年实际新增电力行业脱硫脱硝改造分别为 1.3 亿/2.6 亿千瓦, 脱硫脱硝装机容量占比达到 95% 和 82%。2015 年作为“十二五”规划的收官年, 火电大气治理中, 脱硫市场空间已几近饱和, 脱硝市场仍有较大空间。大气治理中, 除火电行业外, 今年开始中小锅炉市场正在逐步放开, 按照《燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案》计划, 我们估计锅炉新增和改造的市场空间将在 3000 亿元左右, 年平均市场空间至少在 600 亿元/年, 行业符合增长率将超过到 41.4%, 中小锅炉市场的打开有望延续烟气监测市场的景气度。另外, 火电行业烟气治理标准的不断提高, 也有望倒逼烟气监测仪器的更新换代, 从而拓宽存量市场空间。此外, 随着“水十条”即将出台, 水质监测市场空间也将迎来爆发式增长。

□ 横向纵向布局多产业链, 为未来新增盈利能力带来多个亮点。

公司目前已横向纵向战略布局多个环保产业, 为公司未来可持续性发展带来多个看点。1) 公司通过认购北京思路创新科技有限公司 20% 的股权进入智慧环保领域。思路创新上世纪 80 年代已进入中国环境心里领域, 业已拥有环保部及多级客户。雪迪龙的参股不仅易于公司借力入住智慧城市领域, 也有利于共享资源发展主营业务。去年, 思路创新已为雪迪龙贡献净利润约 321 万元。2) 公司早已于 2013 年参股韩国 Korbi 有限公司, 计划进军水质监测市场, 目前该合资公司的部分产品仍处于环保认证阶段。3) 公司的第三方检测业务以全资子公司北京雪迪龙检测技术有限公司为平台展开, 目前正在积极争取各项污染物检测资源, 作为具有技术优势的民营龙头, 或将在检测市场逐步市场化的大背景下取得良好的发展。4) 公司具有大量潜在市场的技术储备, 例如水务方

面已基本完成总氮、总磷检测技术的自主研发；在烟气监测方面，牵头申请国家重大科学仪器设备开发专项，正在研发 VOCs 相关的在线/便携监测设备等。这些技术储备或将在未来为公司拓开新的营收增长点。5) 公司正在深耕原有运营维护业务，2014 年共建成 54 个遍布全国多区域的运营维护中心。深化发展运营维护业务不仅毛利率高，有助于提高公司盈利能力的提升，而且有利于维系客户品牌忠诚度，为产品更新换代时的二次销售建立有利条件。

□ **盈利预测与投资建议：**

预计 2015-2017 年公司的 EPS 分别为 0.95/1.2/1.53 元，对应当前股价 PE 分别为 48.14/38.26/29.98 倍，考虑到公司原有主营业务销量有望借助中小锅炉市场烟气治理需求逐步释放得以维持，并积极战略布局环保其他子行业领域业务，寻找新利润增长点，给予公司“增持”评级。

□ **投资风险：**

新领域业务市场需求释放缓慢，募投项目进度不达预期。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,357	2,082	2,651	3,338	营业收入	741	1,044	1,422	1,836
现金	389	744	830	1,058	营业成本	382	545	753	970
应收账款	319	545	704	886	营业税金及附加	5	7	10	12
其他应收款	11	18	23	30	销售费用	89	114	157	206
预付账款	31	49	68	96	管理费用	71	99	133	171
存货	318	359	509	700	财务费用	(5)	1	10	13
其他流动资产	288	366	517	568	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	266	212	219	213	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	81	61	74	72	投资净收益	31	35	35	40
固定资产	35	33	31	28	营业利润	223	313	394	504
无形资产	38	36	33	31	营业外收入	11	18	18	18
其他非流动资产	112	81	82	82	营业外支出	1	8	6	4
资产总计	1,623	2,293	2,871	3,551	利润总额	233	323	406	518
流动负债	251	658	907	1,160	所得税	34	47	60	76
短期借款	25	367	502	600	净利润	199	275	346	442
应付账款	47	61	85	112	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	179	230	319	447	归属母公司净利润	199	275	346	442
非流动负债	17	26	42	60	EBITDA	223	319	408	522
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	0.95	1.20	1.53
其他非流动负债	17	26	42	60					
负债合计	268	684	949	1,220					
少数股东权益	4	4	4	4	主要财务比率				
股本	275	290	290	290	会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
资本公积	576	574	574	574	成长能力				
留存收益	500	741	1,055	1,464	营业收入	25.88%	40.78%	36.22%	29.14%
归属母公司股东权益	1,351	1,605	1,918	2,328	营业利润	45.31%	40.35%	26.01%	27.95%
负债和股东权益	1,623	2,293	2,871	3,551	归属于母公司净利润	48.23%	38.39%	25.82%	27.62%
					获利能力				
					毛利率(%)	48.50%	47.74%	47.02%	47.18%
					净利率(%)	35.16%	26.82%	26.36%	24.35%
					ROE(%)	14.67%	17.10%	18.01%	18.95%
					ROIC(%)	21.90%	28.74%	17.95%	18.70%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.48%	29.83%	33.05%	34.34%
					净负债比率(%)	-18.26%	-31.18%	-26.71%	-26.20%
					流动比率	5.41	3.16	2.92	2.88
					速动比率	4.14	2.62	2.36	2.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.53	0.55	0.57
					应收账款周转率	2.42	2.50	2.35	2.39
					应付账款周转率	18.47	19.35	19.50	18.60
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	0.95	1.20	1.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	(0.18)	(0.10)	0.48
					每股净资产(最新摊薄)	4.92	5.84	6.98	8.47
					估值比率				
					P/E	63.3	48.1	38.3	30.0
					P/B	9.3	7.8	6.6	5.4
					EV/EBITDA	32.19	42.73	33.67	26.54

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。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或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。