

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

## 持续高毛利高增长, 业务领域有效拓展

### ——雪迪龙(002658)2014年报点评

## 证券研究报告-点评报告

## 增持(维持)

发布日期: 2015年3月18日

### 报告关键要素:

雪迪龙14年业绩呈现高毛利高增长态势, 公司巩固了区域监测市场的固有优势, 除大气监测设备外, 公司将拓展到水质监测、重金属监测、VOCs监测等领域, 并在智慧环保领域做出探索, 这些将成为公司新的增长点。我们维持公司“增持”投资评级。

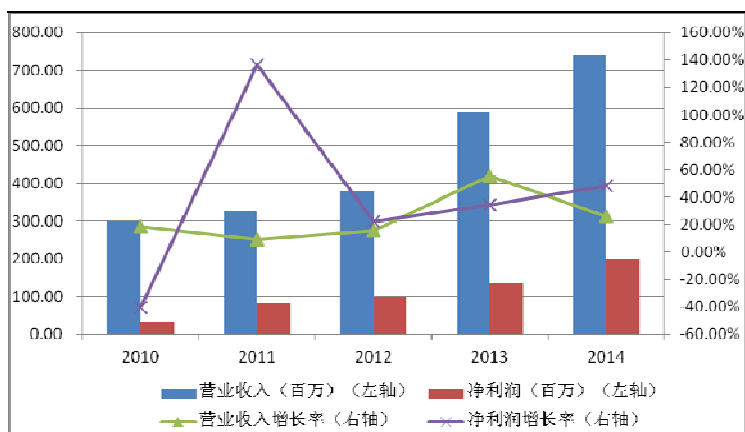
### 事件:

公司公布了2014年年报。2014年度, 雪迪龙实现营业收入741.43百万元, 较去年同期增长25.88%; 实现利润总额232.66百万元, 较去年同期增长45.31%; 实现归属于上市公司股东的净利润198.84百万元, 较去年同期增长48.23%, 每股收益0.72元。公司拟每10股派发红利1.5元(含税), 转增12股。

### 点评:

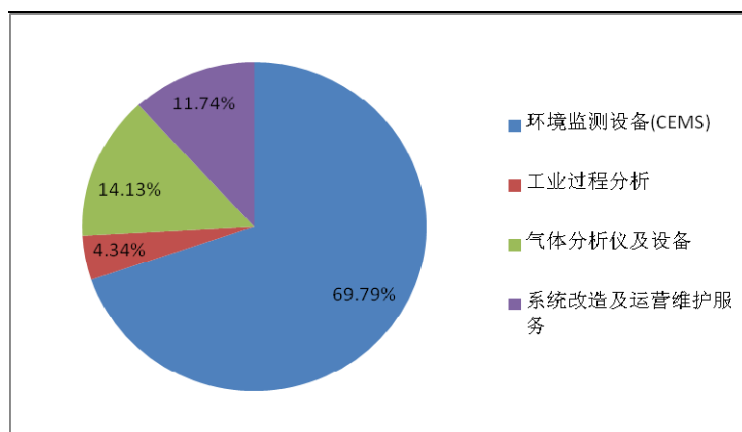
1、**公司业绩基本符合预期。**雪迪龙净利润增速高出近22个百分点, 主要因为公司取得了较大投资收益(31.16百万元)和营业外收入(63.50百万元)。受益于环境监测设备及附带服务需求增加, 环境监测设备(CEMS)增长35.78%, 毛利率为47%, 气体分析仪及设备增长22.19%, 毛利率为51.43%, 系统改造及运维业务增长38.11%, 毛利率为55.89%, 工业过程分析受累于下游行业不景气减少45.59%, 毛利率为33.33%。

图 1: 雪迪龙近 5 年盈利水平及增速



资料来源: 中原证券研究所、Wind

图 2: 雪迪龙 14 年营业收入构成



资料来源: 中原证券研究所、Wind

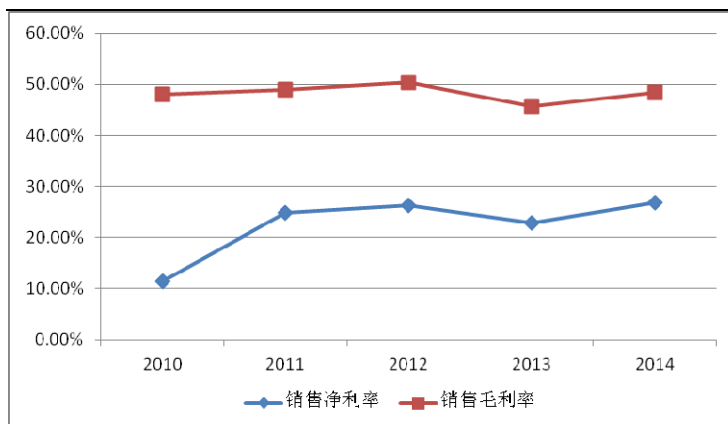
表1: 雪迪龙分业务业绩增长情况

	营业收入		营业成本	毛利率		说明
	营业收入	增长率		毛利率	较上年增减	
环境监测设备 (CEMS)	517.41	35.78%	271.11	47.60%	2.19%	环境监测设备市场稳定增长, 公司设备销售增加
工业过程分析	32.20	-45.59%	21.46	33.33%	1.65%	工业过程采用行业不景气, 导致需求减少。
气体分析仪及设备	104.79	22.19%	50.90	51.43%	0.33%	大气监测分析设备需求增加。
系统改造及运营维护服务	87.02	38.11%	38.39	55.89%	3.03%	该业务是环境设备派服务业务, 随着环境设备增减, 但已经成为较强盈利的独立业务。

资料来源: 公司公告、中原证券研究所

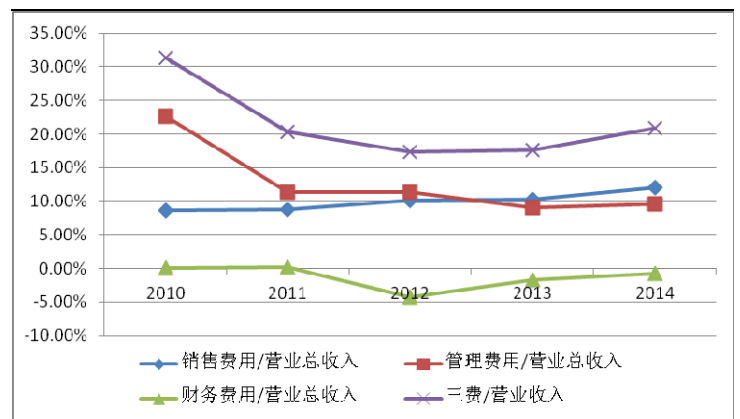
**2、综合毛利率稳定在48%的高位。**公司14年综合毛利率48.5%，公司近5年毛利率维持在46-50%的高位区间。高毛利带来了更加激烈的竞争，但是环境监测设备具有较高的门槛，容易在区域市场形成和保持先发竞争优势。公司未来业绩增长方向依旧是高毛利的与环境监测相关的领域，15年毛利率还将能维持在目前的高位。公司14年三费率为20.89%，较上年增加了3.3个百分点，主要因为销售费用和财务费用增加，随着新业务拓展和借款增加，三费率15年将会小幅增加。

图 3: 雪迪龙近 5 年毛利率稳定在较高水平



资料来源: 中原证券研究所、Wind

图 4: 雪迪龙 14 年三费率略有提高



资料来源: 中原证券研究所、Wind

**3、公司资金状况支持未来业务增长。**公司目前账面现金3.89亿元, 较上年增加69.43百万元, 存货为318.19百万元, 较上年增加146.75百万元, 这两部分资产能形成对15年业务拓展的资金支持, 而公司目前短期借款仅25.04百万元, 无长期借款, 资产负债率仅16.48%, 举债能力强。

**4、公司所处的环境监测设备行业处于升级成长期, 市场空间不断拓展。**(1) 2015年伊始, 《国家环境保护“十三五”规划基本思路》已编制完成, 全面实施大气污染防治行动计划仍是首要战略任务; (2) 新修订的《环境保护法》于2015年1月1日开始施行, 李克强总理在两会中强调, 环境保护环保法的执行不是棉花棒, 是杀手锏, 环保执法将更加严格; (3) 2014年11月, 国务院发布《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》明确提出推广第三方治理和PPP模式, 从政策层面和设立国家环保基金层面鼓励支持民营环保企业加速成长。(4) 污染治理, 监测先行, 作为环保产业链最上端的行业, 环保产

业的健康快速发展，环境质量监测是必不可少的基石。污染源监测从单一指标向多指标发展，火电脱硝监测的新建、脱硫监测的更新换代、工业锅炉改造以及VOCs、重金属监测、水质监测等新的增长点；（5）智慧环保将成为环境保护新的大变革。智慧环保是以大数据、云计算、物联网技术为基础整合软件、硬件、设备、运维、标准于一体的综合解决方案，智慧环保的崭新模式将为环境保护行业的发展注入新的活力，为推进环境服务业发展提供有力的技术保障，在环境保护大变革的阶段，也将面临广阔的发展空间。

**5、公司未来的业务拓展方向及可能的增长点。**公司是环境监测设备的先进入者，在北京区域市场占有率有较领先地位，公司未来将由监测设备提供商逐渐向环境综合服务提供商发展：（1）保持原有业务基础上，重点布局水质、大气、智慧环保等业务；（2）拓展VOCs监测，超低浓度排放、重金属监测、便携式应急监测设备市场。公司目前已经在该类业务上进行了人员和技术方面的布局，且业务在积极洽谈寻找之中。（3）公司作为环保部十九家现代服务业试点单位之一，第三方服务业务将是公司未来重点发展的领域。

**6、盈利预测及估值。**预计公司2015-2016年的营业收入分别为999.69百万元和1357.41百万元，归属母公司股东净利润为254.86百万元和341.93百万元，每股收益分别为0.93元和1.25元。2015年3月17日股价（41.59元）对应的市盈率分别为44.87倍和33.44倍。我们维持公司“增持”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；（3）估值的系统性风险。

附表1:

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1138.5	1304.2	1532.8	1906.3	<b>营业收入</b>	589.00	741.43	999.69	1357.4
货币资金	304.22	339.37	249.92	404.77	营业成本	320.09	381.86	513.67	696.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	3.44	5.37	7.24	9.82
应收票据及账款	381.86	454.26	697.09	866.26	销售费用	60.50	89.40	108.38	147.17
预付账款	20.99	31.41	30.42	53.35	管理费用	53.35	70.84	99.94	135.70
存货	171.44	318.19	385.47	409.96	财务费用	-10.25	-5.34	-4.68	-5.50
其他流动资产	250.00	150.00	150.00	150.00	资产减值损失	10.97	7.74	9.32	9.32
<b>非流动资产</b>					公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	79.07	80.76	100.76	122.76	投资收益	2.37	31.16	20.00	22.00
固定资产和在建工	65.39	111.09	94.17	77.25	<b>营业利润</b>	153.27	222.72	285.81	386.89
无形资产和研发支	38.31	38.44	58.44	78.44	其他非经常损益	4.04	9.94	10.50	11.50
其他非流动资产	0.89	30.23	30.11	30.00	<b>利润总额</b>	157.31	232.66	296.31	398.39
<b>资产总计</b>	1322.1	1564.7	1816.3	2214.8	所得税	23.17	33.83	41.45	56.46
<b>流动负债</b>					<b>净利润</b>	134.15	198.83	254.86	341.93
短期借款	24.00	25.04	49.70	0.00	少数股东权益	0.00	-0.01	0.00	0.00
应付帐款	33.23	47.05	61.92	85.73	<b>归属母公司净利润</b>	134.15	198.84	254.86	341.93
预收帐款	76.21	136.64	110.31	225.01	<b>EPS (元)</b>	0.49	0.72	0.93	1.24
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>长期负债</b>									
长期借款	0.00	0.00	15.00	25.00	<b>主要财务比率</b>				
其他	8.33	0.00	0.00	0.00		2013A	2014A	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	142.08	209.26	237.46	336.27	<b>每股指标</b>				
股本	274.95	274.95	274.95	274.95	每股收益	0.49	0.72	0.93	1.24
资本公积金	576.21	576.21	576.21	576.21	每股经营现金	0.03	0.19	-0.33	0.88
未分配利润	216.81	328.96	500.31	723.69	每股净资产	4.29	4.92	5.73	6.82
少数股东权益	0.00	3.99	3.99	3.99	<b>增长率</b>				
<b>母公司所有者权益</b>	1180.1	1355.4	1578.8	1878.5	营业收入增长率	55.60%	25.88%	34.83%	35.78%
<b>负债及权益合计</b>	1322.1	1564.7	1816.3	2214.8	营业利润增长率	35.75%	45.31%	28.33%	35.37%
					净利润增长率	34.34%	48.23%	28.17%	34.16%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	45.65%	48.50%	48.62%	48.73%
					净利率	22.78%	26.82%	25.49%	25.19%
					ROE	11.37%	14.71%	16.18%	18.24%
					ROIC	22.89%	17.58%	20.25%	20.32%
					<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流净额</b>	6.96	51.33	-90.91	241.95	资产负债率	10.75%	13.37%	13.07%	15.18%
净利润	131.86	167.66	225.94	310.16	流动比率	8.51	6.23	6.89	6.12
资产减值准备	10.97	7.74	9.32	9.32	速动比率	5.36	3.99	4.48	4.33
折旧摊销	7.17	6.51	7.71	7.71	<b>营运能力</b>				
财务费用	0.28	2.16	-4.35	-5.05	资产周转率	0.45	0.47	0.55	0.61
投资收益	2.37	31.16	20.00	22.00	存货周转率	1.87	1.20	1.33	1.70
营运资金变动	-83.92	15.70	-262.2	-55.70	应收帐款周转率	1.54	1.63	1.43	1.57
<b>投资活动现金流净额</b>	-6.90	145.84	-11.08	-10.23	<b>估值比率</b>				
投资支出净额	3.41	#VALUE	-20.00	-20.00	PE	85.24	57.51	44.87	33.44
其他投资	1010.4	60.03	8.93	9.78	PB	9.69	8.46	7.26	6.10
<b>筹资活动现金流净额</b>	1.72	-24.61	12.53	-76.87					
借款变动	0.00	0.00	39.66	-39.70					
其他	0.00	0.48	0.00	0.00					
<b>现金净增加额</b>	1.78	172.56	-89.45	154.85					

资料来源: 公司报表、中原证券

### 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。