

环境监测龙头，多元化发展维持良好增势

- **业绩总结:** 2015年上半年公司实现营业收入3.63亿元,较去年同期增长30.7%;实现归属上市公司净利润8963万元,较去年同期增长47.0%;每股收益0.15元,较去年同期增长50.0%。中报同时预告2015年前三个季度归属净利润增速30~50%。
- **精耕环境监测领域,业务增势稳定。** 环境监测系统业务稳定,工业过程分析系统和系统改造及运维服务两项业务增势良好。公司上半年综合毛利率为46.2%,较去年同期上升4.4个百分点。三项费用率略有提升,主要是由于公司规模增长带来的人员增多。
- **稳健推进对外投资,不断完善产业链。** 2月份参股“北京长能环境大数据科技有限公司”,切入环境数据服务领域;6月份收购英国KORE公司51%的股权,掌握质谱仪的高端技术,完善公司的产品体系;7月份收购吉美来公司44%的股权,与对方在空气质量监测领域进行战略合作。公司2015年上半年通过购买理财产品取得收益1070万元,对公司业绩起到一定的增厚作用。
- **环境监测龙头,看点众多。** 环保落地,监测先行,我们预计公司业绩有望延续较高速增长态势。主要看点:(1)国家政策推动脱硫监测和低浓度监测产品保持快速增长;(2)加码第三方运营业务,运维业务增长值得期待。(3)重金属监测产品,VOCs监测产品等已经开始投入试用,通过并购获得国际先进质谱仪技术,未来将为公司带来新的利润增长点。(4)中标污水处理PPP项目,进军环境综合治理领域,为突破监测细分领域行业天花板奠定基础。(5)智慧环保领域已取得一定的进展,未来市场空间广阔。
- **盈利预测及评级:** 预计公司2015-2017年EPS分别为0.45元、0.60元和0.79元,对应动态市盈率分别为63倍、47倍和36倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争或导致毛利率下滑,环保政策执行力度或低于预期,新业务拓展或不顺等风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	741.43	1035.19	1416.03	1928.92
增长率	25.88%	39.62%	36.79%	36.22%
归属母公司净利润(百万元)	198.84	273.02	362.06	478.10
增长率	48.23%	37.30%	32.62%	32.05%
每股收益EPS(元)	0.33	0.45	0.60	0.79
净资产收益率ROE	14.67%	16.76%	18.19%	19.37%
PE	85.82	62.50	47.13	35.69
PB	12.59	10.48	8.57	6.91

数据来源:Wind,西南证券

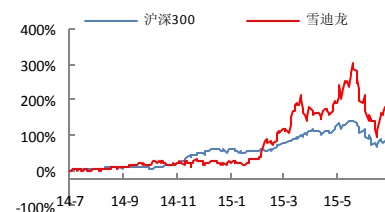
西南证券研究发展中心

分析师: 鹿琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn

分析师: 姚键
执业证号: S1250515060002
电话: 010-57631190
邮箱: yaoj@swsc.com.cn

联系人: 王颖婷
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@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)	6.05
流通A股(亿股)	2.85
52周内股价区间(元)	9.74-41.3
总市值(亿元)	170.64
总资产(亿元)	16.30
每股净资产(元)	2.31

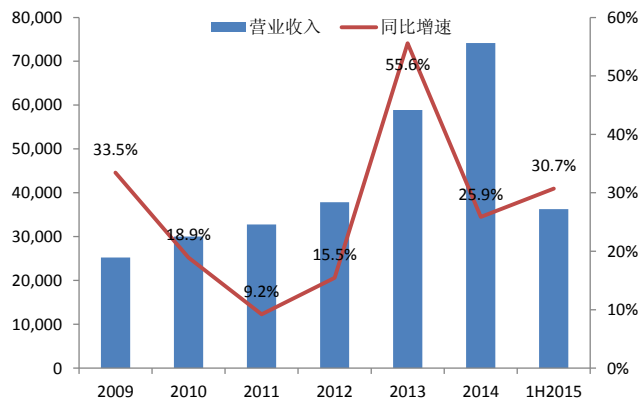
相关研究

1. 雪迪龙(002658): 主业增势良好,业绩有望延续高速增长 (2015-03-18)
2. 雪迪龙(002658): 受益环保政策落实,业绩同比增长74% (2014-10-22)
3. 雪迪龙(002658): 业绩增势良好,参股智慧环保公司 (2014-04-23)
4. 雪迪龙(002658): 受益于火电脱硝改造,业绩稳定增长 (2013-12-31)
5. 雪迪龙(002658): 脱硫脱硝监测景气助力公司业绩增长 (2013-10-25)

1. 环境监测龙头，上半年业务增势良好

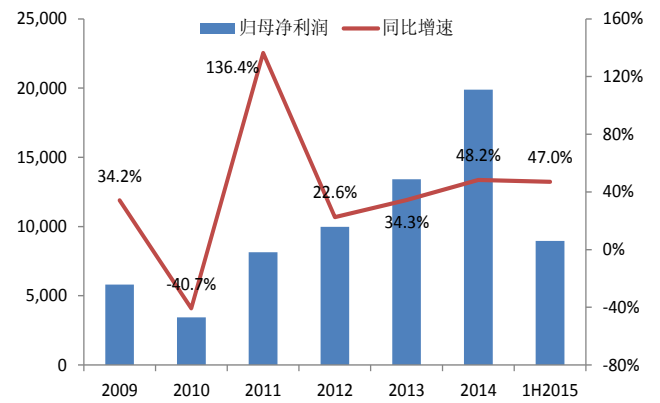
公司作为环境监测领域的龙头企业，受益于国家各项利好政策的持续出台，在传统业务上持续精耕细作，同时外延布局新兴市场，上半年主营业务保持了良好的增势。2015 年上半年公司实现营业收入 3.63 亿元，较去年同期增长 30.7%；实现归属上市公司净利润 8963 万元，较去年同期增长 47.0%

图 1: 2009-1H2015 年营业收入 (万元) 及增速 (%) 情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

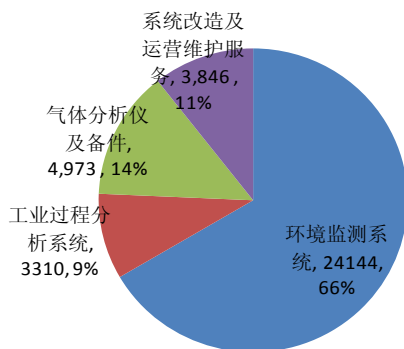
图 2: 2009-1H2015 年净利润 (万元) 及增速 (%) 情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

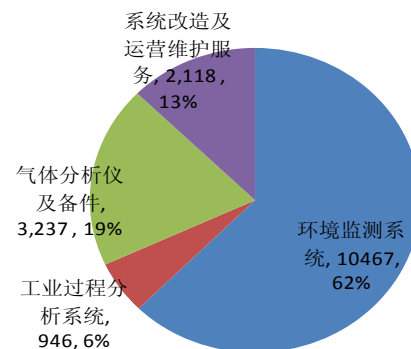
从收入结构上看，环境监测系统实现营收 2.4 亿，较去年同期增加 24.8%；气体分析仪及设备实现营收 0.5 亿，同比增长 16.5%；增长较快的有工业过程分析系统实现营收 0.33 亿，同比增长 114.2%；系统改造及运维服务业务实现营收 0.38 亿，同比增长 48.4%。其中公司重点发展的运维业务，由于毛利率较高，对公司的毛利贡献达到 13%。目前，公司在行业内已率先开展了运营服务的业务，并铺设建成了覆盖全国的运维网络，已在国内设立 54 处营销和技术服务中心，配备近 500 名专业服务人员，为客户提供个性化、专业化服务。

图 3: 1H2015 年公司收入构成情况 (万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

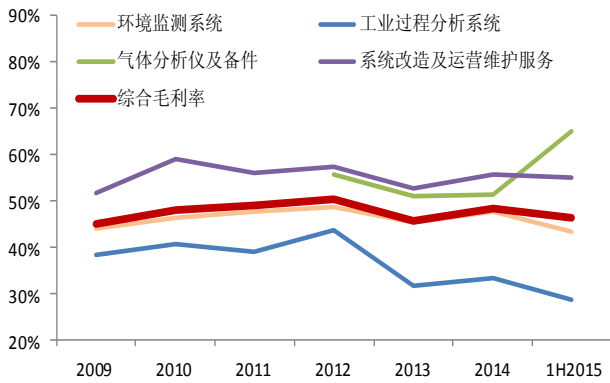
图 4: 1H2015 年公司毛利构成情况 (万元)



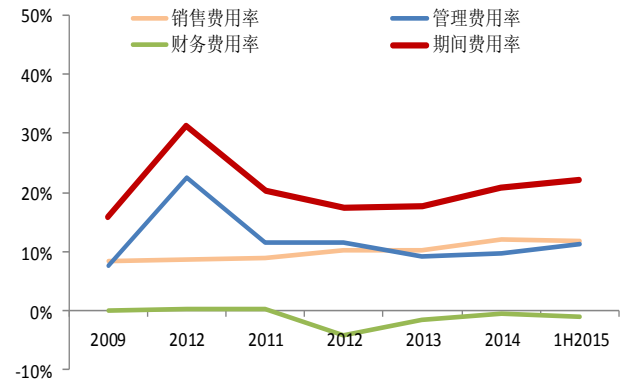
数据来源: 公司公告, 西南证券

公司上半年综合毛利率为 46.2%，较去年同期上升 4.4 个百分点，其中占比最大达 67% 的环境监测系统毛利率为 43.35% (+3.86%)，工业过程分析系统 (28.57%，+11.33%)，气体分析及备件 (65.10%，+12.67%)，系统改造及运营维护 (55.09%，-1.73%)。

公司期间费用率为 22.07%，较去年同期的 20.08% 上升 1.99 个百分点。三项费用率略为提升，其中管理费用为 11.3%，提升 1.8 个百分点，销售费用率为 11.9%，提升 0.2 个百分点，主要是由于公司规模增长、人员增多引起的费用增长。

图 5：2009-1H2015 年公司毛利率情况（%）


数据来源：公司公告，西南证券

图 6：2009-1H2015 年公司费用率情况（%）


数据来源：公司公告，西南证券

2. 稳健推进对外投资，不断完善产业链。

公司 2 月份已自有资金 200 万元参股“北京长能环境大数据科技有限公司”，该公司致力于成为中国环境数据服务专家，将充分利用现有的环保沉淀数据，做出系统的整理和分析，为政府、企业、公众提供互联网环境数据服务。

6 月份以自有资金约 1,566.55 万元收购英国 KORE 公司 51% 的股权，掌握质谱仪的高端技术，完善公司的产品体系，同时 KORE 作为公司的海外研发中心，将按公司的需求进行定向研发，有助于提升公司的技术实力、研发水平和核心竞争力。

7 月份拟以不超过 3122.40 万元收购金骏科技持有的吉美来公司 44% 的股权，与对方在空气质量监测领域进行战略合作，利用双方的产品与渠道，共同发展。

控股子公司青海晟雪与中电加美联合中标“海东市乐都区污水处理厂 PPP 项目”，总预算为 14,263 万元，青海晟雪作为雪迪龙布局环境治理领域的业务平台，为公司突破监测细分领域行业天花板，实现环保平台布局奠定坚实的基础。

3. 未来业绩看点众多，有望延续高增长态势

环保落地，监测先行，我们预计公司业绩有望延续较高速增长态势，梳理的公司未来主要看点有：

(1) 从 2015 年上半年来看，中小锅炉和中小发电机组纳入到监测范围使得脱硫监测产品保持快速的增长，而国家对污染物排放标准的提高，使得超低浓度监测产品迎来快速的增长。这些增长点有望维持高增长。

(2) 公司不断借政策东风不断加码第三方运营业务，作为环保部现代服务业试点单位之一，运维业务增长值得期待。

（3）公司储备研发的重金属监测产品，VOCs 监测产品等已经开始投入试用，通过并购获得国际先进质谱仪技术，未来将为公司带来新的利润增长点。

（4）中标污水处理 PPP 项目，为公司突破监测细分领域行业天花板，实现环保平台布局奠定坚实的基础。

（5）公司在智慧环保领域已取得一定的进展，未来市场空间广阔。

4.盈利预测及评级

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.45 元、0.60 元和 0.79 元，对应动态市盈率分别为 63 倍、47 倍和 36 倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	741.43	1035.19	1416.03	1928.92	净利润	198.83	273.00	362.04	478.08
营业成本	381.86	535.09	730.81	993.78	折旧与摊销	6.51	12.19	16.67	20.34
营业税金及附加	5.37	7.49	10.25	13.96	财务费用	-5.34	-1.03	-1.83	-0.63
销售费用	89.40	115.44	160.12	219.53	资产减值损失	7.74	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.84	100.34	135.10	185.06	经营营运资本变动	-36.69	-368.35	-387.45	-531.73
财务费用	-5.34	-1.03	-1.83	-0.63	其他	-119.19	-35.00	-35.00	-35.00
资产减值损失	7.74	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	51.87	-119.19	-45.57	-68.94
投资收益	31.16	35.00	35.00	35.00	资本支出	-46.55	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	192.39	35.00	35.00	35.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	145.84	5.00	5.00	5.00
营业利润	222.72	312.85	416.58	552.22	短期借款	1.04	-25.04	0.00	44.21
其他非经营损益	9.94	7.06	7.52	7.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	232.66	319.91	424.10	559.99	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	33.83	46.91	62.06	81.91	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	198.83	273.00	362.04	478.08	其他	-25.65	1.03	1.83	0.63
少数股东损益	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	筹资活动现金流净额	-24.61	-24.01	1.83	44.83
归属母公司股东净利润	198.84	273.02	362.06	478.10	现金流量净额	173.09	-138.20	-38.73	-19.11
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	388.93	250.73	212.00	192.89	成长能力				
应收和预付款项	496.64	755.68	1014.39	1374.86	销售收入增长率	25.88%	39.62%	36.79%	36.22%
存货	318.19	445.87	608.96	828.09	营业利润增长率	45.31%	40.47%	33.16%	32.56%
其他流动资产	152.95	213.54	292.11	397.91	净利润增长率	48.22%	37.30%	32.62%	32.05%
长期股权投资	80.76	80.76	80.76	80.76	EBITDA 增长率	49.07%	44.71%	33.15%	32.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	111.09	133.30	151.04	165.10	毛利率	48.50%	48.31%	48.39%	48.48%
无形资产和开发支出	38.44	34.06	29.67	25.29	三费率	20.89%	20.75%	20.72%	20.94%
其他非流动资产	35.97	35.94	35.92	35.90	净利率	26.82%	26.37%	25.57%	24.78%
资产总计	1622.96	1949.89	2424.85	3100.78	ROE	14.67%	16.76%	18.19%	19.37%
短期借款	25.04	0.00	0.00	44.21	ROA	9.97%	12.25%	14.00%	14.93%
应付和预收款项	225.20	303.96	416.59	569.88	ROIC	20.54%	23.00%	22.35%	22.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.20%	31.30%	30.47%	29.65%
其他负债	17.27	17.48	17.76	18.12	营运能力				
负债合计	267.51	321.44	434.35	632.21	总资产周转率	0.50	0.58	0.65	0.70
股本	274.95	274.95	274.95	274.95	固定资产周转率	24.88	17.93	14.91	16.15
资本公积	576.21	576.21	576.21	576.21	应收账款周转率	2.42	2.58	2.46	2.50
留存收益	500.31	773.32	1135.38	1613.49	存货周转率	1.56	1.40	1.39	1.38
归属母公司股东权益	1351.46	1624.48	1986.54	2464.64	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	90.33%	—	—	—
少数股东权益	3.99	3.98	3.96	3.94	资本结构				
股东权益合计	1355.45	1628.45	1990.50	2468.57	资产负债率	16.48%	16.48%	17.91%	20.39%
负债和股东权益合计	1622.96	1949.89	2424.85	3100.78	带息债务/总负债	9.36%	0.00%	0.00%	6.99%
					流动比率	5.41	5.47	5.09	4.54
					速动比率	4.14	4.00	3.64	3.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.45	0.60	0.79
					每股净资产	2.24	2.69	3.29	4.08
					每股经营现金	0.09	-0.20	-0.08	-0.11
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	223.89	324.01	431.42	571.94					
PE	85.82	62.50	47.13	35.69					
PB	12.59	10.48	8.57	6.91					
PS	23.01	16.48	12.05	8.85					
EV/EBITDA	32.86	23.05	17.40	13.24					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@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 楼

邮编：100033

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn