

雪迪龙 (002658) 研究报告

精耕传统监测业务, 拓展智慧环保+ VOC 监测迎新增长

买入 (首次)

盈利及估值重要数据

2016 年 12 月 27 日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

研究助理 翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,002	945	1,140	1,332
同比(+/-%)	35.2%	-5.7%	20.6%	16.9%
净利润(百万元)	263	193	256	316
同比(+/-%)	32.2%	-26.5%	32.7%	23.5%
毛利率(%)	50.1%	49.5%	49.2%	49.2%
净资产收益率(%)	16.7%	11.2%	8.2%	9.4%
每股收益(元)	0.43	0.32	0.37	0.46
PE	40.49	55.12	47.66	38.61
PB	6.77	6.16	3.92	3.62

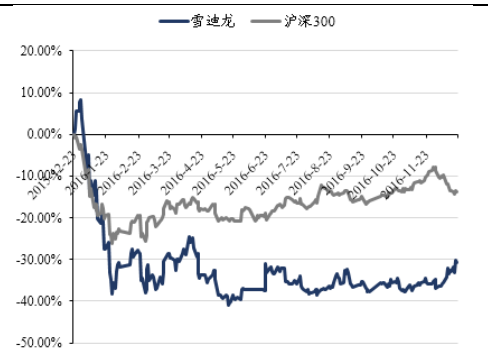
数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

投资要点:

■ **精耕传统业务, 未来受益超低排放:** 1) 公司是国内环境监测和分析仪器市场的先入者与领航者, 在国内环境监测仪器市场销售业绩位居前列。在保持废气、空气监测领先的基础上积极拓展废水、污水、土壤等多元领域。环境监测系统、工业过程分析系统、气体分析仪及备件、系统改造及运营维护服务收入占比分别为57%、4%、17%、22% (2016H)。2) 过去几年, 受益于脱硫脱硝市场的爆发, 公司烟气监测业务保持较高增长, 随着脱硫脱硝市场逐渐进入平稳期, 脱硫、脱销监测业务有所放缓。2015年12月2日, 国务院常务会议决定全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造, 大幅降低燃煤污染, 必将再次催生一次烟气治理的高潮, 目前超低排放市场已经出现快速增长的趋势, 超低排放将会为公司烟气监测打开新的市场空间。

■ **积极抢占新兴市场, 定增参与智慧环保和 VOCs 监测:** 1) 2016年6月20日, 公司公告定增预案, 发行价格不低于14.44元/股, 数量不超过8200万股, 募资不超过11.84亿元, 其中6.79亿用于生态环境监测网络综合项目, 1.85亿用于VOCs监测系统生产线建设项目, 3.2亿用于补充流动资金。2) 生态环境监测网络综合项目建设期3年, 预期投产后有望实现年收入2.13亿元, 年均净利润0.55亿元, 内含收益率11.99%; VOCs监测系统生产线建设项目建设期2年, 预期年收入2.85亿元, 年均净利润0.56亿元, 内含收益率11.29%。项目合计收入4.98亿元, 占15年收入的49.7%, 合计净利润1.11亿元, 占15年净利润的42.2%。3) 生态环境监测网络综合项目定位智慧环保, 包括智慧环保应用平台研发(0.64亿, 占9.34%)、智慧环保项目建设(4.67亿, 占68.77%)、生态环境监测云平台建设(0.6亿, 占8.82%), 通过智慧环保项目的实施, 将扩大公司收入和利润规模, 有助于公司从单纯的设备供应商提升为环境综合

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.60
一年最低价/最高价	15.34/27.374
市净率	6.72
流通A股市值(百万元)	5357

基础数据

每股净资产(元)	267
资产负债率(%)	12.67
总股本(百万股)	605
流通A股(百万股)	304

相关研究

解决方案提供商。4) 目前, **VOCs治理已被纳入“十三五”规划纲要, 随着顶层设计逐步完善及相关政策密集出台, VOCs治理、监测市场将迎来快速发展期。** 布局VOCs监测设备生产将抢占新兴市场先机, 完善监测业务布局, 增强主营产品市场竞争力。

■ **设立员工持股计划, 中长期股权激励:** 1) 2014年12月22日, 公司公布员工持股计划草案, 参与对象包括公司董事、监事、高级管理人员、公司及子公司骨干员工, 首期共计186人, 计划连续推出五年(即2014-2018年)。**持股计划资金来自三部分: 奖励基金(扣非归母净利润中提取一定比例, 首期5%, 后4期与业绩增速挂钩); 员工自筹资金; 董事长提供无息借款。** 2) 2015年4月22日, 公司完成第一期员工持股计划股票购买, 购买均价27.43元/股(复权后), 购买数量为91.58万股(占总股本0.15%); 2016年7月22日, 公司完成第二期员工持股计划完成股票购买, 购买均价为16.8元/股, 购买数量为218.03万股(占总股本0.36%)。3) 设立员工持股计划有利于实现全体股东、公司和员工利益的一致, 将有效调动管理者和公司员工的积极性, 吸引和保留优秀管理人才和业务骨干; 同时员工持股计划实施5年, 兼顾公司长期利益和近期利益, 保证了公司长期、持续、健康发展。

■ **盈利预测与估值:** 预测公司2016-2018年实现净利润2.26、3.04、3.61亿元, 对应EPS 0.32、0.37、0.46元, 对应PE 55、48、39倍, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济下行风险, 政策执行不及预期, 新业务收益不及预期。

图表 1 雪迪龙主营业务构成

产品名称	2016H			2015		
	收入(万元)	收入比例	毛利率	收入(万元)	比例	毛利率
环境监测系统	19,494.17	56.61%	41.93%	65805.30	65.64%	50.11%
工业过程分析系统	1,310.24	3.80%	30.46%	7899.78	7.88%	29.21%
气体分析仪及备件	5918.86	17.19%	49.30%	11608.65	11.58%	58.82%
系统改造及运营维护服务	7713.96	22.40%	56.73%	14921.74	14.89%	53.55%
合计	34,437.23	100%	46.08%	100235.47	100%	50.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2 募集资金项目明细

项目名称	拟投入募集资金(万元)
生态环境监测网络综合项目	67,897.08
VOCs 监测系统生产线建设项目	18,507.79
补充流动资金	32,000.00
合计	118,404.87

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3 员工持股计划资金来源

期次	资金来源	备注
首期	首期资金来源	E1 为 2014 年度提取奖励基金前的扣非归母净利润
	B1=S1+C1+G1	C1 为员工自筹的与 S1 同等金额的资金
		G1 为董事长教小强提供的与 S1 同等金额的无
	- 奖励基金 S1=E1*5%-应扣缴个人所得税额	
	- 员工自筹资金 C1	
	- 无息借款 G1	

		息借款
之后 各期	- 奖励基金 $S_n = E_n * [5\% + (R_n - 20\%) * 10\%]$ - 当考核增长率 R_n 达到或 超过 20% 时: 资金来源	E_n 为当年提取奖励基金前的扣非归母净利润 C_n 为员工自筹的与 S_n 同等金额的资金 G_n 为董事长敖小强提供的与 S_n 同等金额的无 息借款
	- 员工自筹资金 C_n	
	- 无息借款 G_n	
	$B_n = S_n + C_n + G_n$	
之后 各期	- 员工自筹资金 C_n	C_n 为员工自筹不超过上年度自筹金额的资金 G_n 为董事长敖小强提供与 C_n 同等金额的无息 借款
	- 无息借款 G_n	
	当考核增长率 R_n 低于 20% 时: 资金来源	
	$B_n = C_n + G_n$	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 4 雪迪龙盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1434.2	1533.1	2930.3	3193.7	营业收入	1002.4	944.9	1139.9	1332.0
现金	295.0	504.7	1687.8	1741.8	营业成本	500.2	477.5	579.4	676.9
应收款项	594.4	517.7	624.6	729.9	营业税金及附加	6.4	6.7	7.0	7.4
存货	281.9	262.9	319.1	372.8	营业费用	110.1	121.1	139.3	160.2
其他	262.8	247.8	298.9	349.3	管理费用	113.1	117.0	129.2	142.5
非流动资产	379.0	441.3	515.9	554.7	财务费用	-5.9	-5.9	-16.3	-25.6
长期股权投资	113.8	115.5	148.6	148.6	投资净收益	24.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	146.9	188.8	212.2	233.6	其他	-13.2	-13.7	-13.1	-12.5
无形资产	38.9	57.6	75.7	93.2	营业利润	290.1	214.8	288.2	358.2
其他	79.4	79.4	79.4	79.4	营业外净收支	16.0	10.0	10.0	10.0
资产总计	1813.2	1974.4	3446.2	3748.4	利润总额	306.1	224.8	298.2	368.2
流动负债	209.5	204.3	243.9	282.8	所得税费用	43.4	31.5	41.8	51.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-0.2	0.2	0.3	0.3
应付账款	69.4	65.4	79.4	92.7	归属母公司净利润	262.9	193.1	256.2	316.3
其他	140.1	138.9	164.5	190.0	EBIT	275.5	223.9	286.9	347.6
非流动负债	20.2	30.2	40.2	50.2	EBITDA	289.7	242.7	309.0	373.5
长期借款	2.4	2.4	2.4	2.4					
其他	17.8	27.8	37.8	47.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	229.7	234.5	284.1	333.0	每股收益(元)	0.43	0.32	0.37	0.46
少数股东权益	10.4	10.5	10.7	11.0	每股净资产(元)	2.60	2.86	4.49	4.86
归属母公司股东权益	1573.1	1727.6	3116.6	3369.7	发行在外股份(百万股)	604.9	604.9	693.9	693.9
负债和股东权益总计	1813.2	1972.7	3411.5	3713.7	ROIC(%)	17.1%	13.2%	16.1%	17.3%
					ROE(%)	16.7%	11.2%	8.2%	9.4%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	50.1%	49.5%	49.2%	49.2%
经营活动现金流	115.1	326.5	129.0	196.9	EBIT Margin(%)	27.5%	23.7%	25.2%	26.1%
投资活动现金流	-140.6	-78.1	-78.7	-79.6	销售净利率(%)	26.2%	20.4%	22.5%	23.7%
筹资活动现金流	-65.0	-38.6	1132.8	-63.3	资产负债率(%)	12.7%	11.9%	8.2%	8.9%
现金净增加额	-90.6	209.7	1183.1	54.0	收入增长率(%)	35.2%	-5.7%	20.6%	16.9%
企业自由现金流	27.2	252.6	45.6	104.6	净利润增长率(%)	32.2%	-26.5%	32.7%	23.5%

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>