

雪迪龙 (002658) 研究报告

费用、投资收益拖累业绩表现，再融资助力拓展新业务

2017年3月1日

买入 (维持)

首席证券分析师袁理

盈利及估值重要数据

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	997	1,140	1,332
同比(+/-%)	35.2%	-0.5%	20.6%	16.9%
净利润(百万元)	263	196	256	316
同比(+/-%)	32.2%	-25.3%	32.7%	23.5%
毛利率(%)	50.1%	49.5%	49.2%	49.2%
净资产收益率(%)	16.7%	12.0%	8.2%	9.4%
每股收益(元)	0.43	0.32	0.37	0.46
PE	39.05	52.47	45.38	36.50
PB	6.77	5.91	3.92	3.62

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

事件:

公司公布业绩快报, 2016 年实现收入 9.97 亿元, 同比增长 -0.49%; 实现归母净利润 1.96 亿元, 同比增长 -25.28%。

投资要点:

■ **受到费用和投资收益拖累, 净利润同比下降25.28%:** 我们深入分析公司业绩表现不达预期的原因主要有:

1) 经历了“十二五”末期考核压力下的监测需求集中释放之后, 在“十三五”之初各地方政府主观加大环境监测力度的诉求不够强烈, 导致订单释放和执行进度较慢;

2) 经济景气度下行的形势下, 工业客户盈利能力普遍降低, 为了保证在手资金充足, 为即将到来的VOCs行业快速爆发和智慧环保的逐步打开做好充分准备, 公司采取稳健的经营策略, 精力更多集中于催收前期拖欠账款;

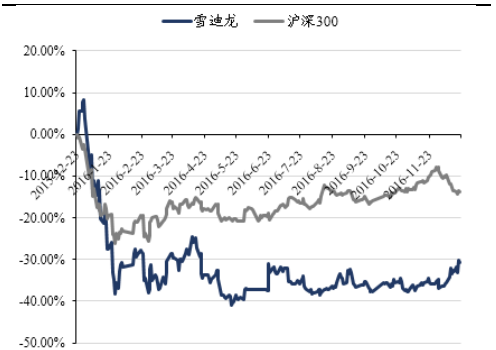
3) 大力拓展VOCs、智慧环保市场以及加强研发力度, 使得销售费用和管理费用增长较快;

4) 公司参股20%的思路创新在前三季度尚未有业绩贡献, 同时参股26.05%的薪火科创由于去年业绩基数较高, 导致今年投资收益增速下降明显。

因此综合来看, 受到多项不利因素的影响, 公司收入同比下降 0.49%, 归母净利润同比下降 25.28%。

■ **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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.79
一年最低价/最高价	15.34/27.374
市净率	5.91
流通 A 股市值(百万元)	5111

基础数据

每股净资产(元)	2.84
资产负债率(%)	13.23
总股本(百万股)	605
流通 A 股(百万股)	304

相关研究

1. 精耕传统监测业务, 拓展智慧环保+VOC 监测迎新增长
2016 年 12 月 27 日

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（第一期员工持股计划存续期已满，延期一年），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EPS 0.32、0.44、0.52元，对应PE 52、45、37倍，维持“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
	$B1=S1+C1+G1$	- 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
		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 同等金额的无息借款
之后各期	当考核增长率 R_n 达到或超过 20% 时:资金来源	- 奖励基金 $S_n=En*[5\%+(R_n-20\%)*10\%]$ -应扣缴个人所得税额 - 员工自筹资金 C_n - 无息借款 G_n
	$B_n=S_n+C_n+G_n$	En 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 为董事长教小强提供的与 S_n 同等金额的无息借款
	当考核增长率 R_n 低于 20% 时: 资金来源	- 员工自筹资金 C_n - 无息借款 G_n
	$B_n=C_n+G_n$	C_n 为员工自筹不超过上年度自筹金额的资金 G_n 为董事长教小强提供与 C_n 同等金额的无息借款

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	997.4	1139.9	1332.0
现金	295.0	504.7	1687.8	1741.8	营业成本	500.2	607.5	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	447.6	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	195.1	212.2	233.6	其他	-13.2	65.0	-13.1	-12.5
无形资产	38.9	57.6	75.7	93.2	营业利润	290.1	216.0	288.2	358.2
其他	79.4	79.4	79.4	79.4	营业外净收支	16.0	12.9	10.0	10.0
资产总计	1813.2	1980.7	3446.2	3748.4	利润总额	306.1	228.9	298.2	368.2
流动负债	209.5	204.3	243.9	282.8	所得税费用	43.4	32.2	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	196.5	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	47.3	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	44.9	37.8	47.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	229.7	251.6	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	2.84	4.49	4.86
					发行在外股份(百万股)	604.9	604.9	693.9	693.9
归属母公司股东权益	1573.1	1718.6	3116.6	3369.7	ROIC(%)	17.1%	13.2%	16.1%	17.3%
负债和股东权益总计	1813.2	1980.7	3411.5	3713.7	ROE(%)	16.7%	12.0%	8.2%	9.4%
					毛利率(%)	50.1%	49.5%	49.2%	49.2%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	27.5%	23.7%	25.2%	26.1%
经营活动现金流	115.1	326.5	129.0	196.9	销售净利率(%)	26.2%	19.7%	22.5%	23.7%
投资活动现金流	-140.6	-78.1	-78.7	-79.6	资产负债率(%)	12.7%	13.2%	8.2%	8.9%
筹资活动现金流	-65.0	-38.6	1132.8	-63.3	收入增长率(%)	35.2%	-0.5%	14.3%	16.9%
现金净增加额	-90.6	209.7	1183.1	54.0	净利润增长率(%)	32.2%	-25.3%	30.4%	23.5%
企业自由现金流	27.2	252.6	45.6	104.6					

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>

