

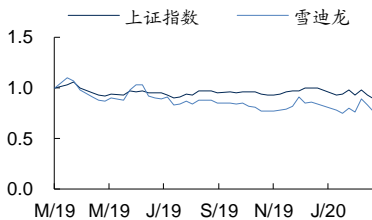
证券研究报告—动态报告

雪迪龙(002658)
买入

2019 年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	605/305
总市值/流通(百万元)	3,823/1,926
上证综指/深圳成指	2,765/10,155
12个月最高/最低(元)	10.50/5.60

相关研究报告:

《雪迪龙-002658-2018 年报点评: 费用拖累业绩, 工业端监测需求有望回暖》——
 2019-03-21

证券分析师: 姚健

电话: 010-88005301
 E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

费用拖累业绩, 静待需求释放

● 政府和工业端需求放缓, 费用拖累业绩

公司 19 年实现营收 12.43 亿元, 同比-3.53%, 实现归属净利润 1.38 亿元, 同比-19.00%。同时公司预告, 一季度预计亏损 0.28-0.35 亿元。19 年政府端监测设备需求受政府开支影响有所放缓, 而工业端需求也没有显著增长, 部分项目收入未确认影响营收, 而费用的增长拖累了公司利润。公司销售费用率增加 1.8pct 至 15.77%; 管理费用率(包含研发投入)提升 1.62pct 到 17.06%; 期间费用率提升 2.88pct 到 32.37%。

● 经营稳健, 现金充足, 经营性现金流增长较快

公司加强了回款, 同时在成本支出中增加了票据, 使得公司经营活动产生的现金流量净额同比+83.22%到 2.54 亿元。期末在手货币现金 13.75 亿元, 流动比率和速动比率分别为 6.32、4.99, 显示公司现金管控仍十分出色。公司资产负债率提升至 30%, 仍处在同行业较低水平。

● 监测业务放缓, 毛利率提升

公司环境监测业务 19 年实现营收 5.81 亿元, 同比-14.73%; 利率提升 6.02pct 到 46.03%。气体分析仪及备件业务实现营收 1.91 亿元, 同比-13.22%; 业务毛利率提升 5.29pct 到 57.84%。系统改造及运维业务实现营收 2.04 亿元, 同比-4.20%; 毛利率提升 4.55pct 到 55.15%。毛利率提升的原因主要由于自身研发的产品占比的提升。而工程业务实现营收 1.74 亿元, 同比+117.47%。毛利率降低 25.53pct 到 10.75%。公司 19 年新签监测设备订单超 15 亿元, 基本与 18 年持平。

● 盈利预测与评级

疫情对于公司一季度生产和上半年需求产生不利影响。目前公司生产基本恢复, 预计疫情影响全年约 20%左右的收入。今年十三五收官年份, 行业需求仍较旺盛, 特别是垃圾焚烧、水质和 voc 行业监测下半年有望释放。我们根据今年一季度的情况, 下调公司 20-22 年净利润分别到 1.63/1.96/2.32 亿元, 20-21 年分别下调 46%/30%, 对应目前估值约 24/20/16 倍, 维持买入评级。

● 风险提示 政策推进不及预期, 项目回款不良
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,289	1,243	1,256	1,507	1,808
(+/-%)	18.9%	-3.5%	1.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	179	141	162.99	196.19	232.48
(+/-%)	-16.5%	-21.6%	15.9%	20.4%	18.5%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.23	0.27	0.32	0.38
EBIT Margin	20.3%	18.6%	14.7%	14.7%	14.7%
净资产收益率(ROE)	8.4%	6.6%	7.5%	8.9%	10.2%
市盈率(PE)	21.3	27.2	23.5	19.5	16.4
EV/EBITDA	16.0	18.3	22.9	19.5	16.8
市净率(PB)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

费用提升较快，拖累业绩。19 年公司费用有所增长，销售费用率提升 1.8pct 到 15.77%；管理费用率（包含研发投入）提升 1.62pct 到 17.06%；财务费用率未-0.45%，主要由于公司在手现金较多，利息收入覆盖财务成本；总体期间费用率提升 2.88pct 到 32.37%。公司研发费用继续提升，达到 1 亿元，同比+11.04%，显示公司对于新领域和新产品的投入继续加强。2019 年度公司及下属子公司取得专利技术 24 项，计算机软件著作权 42 项，截至 2019 年底公司及下属子公司累计取得专利技术 195 项，计算机软件著作权 205 项。

现金充足，经营性现金流净额大涨。公司 19 年经营活动产生的现金流量净额 2.54 亿元，同比+83.22%，主要系本期以票据支付购买商品及劳务的支出增加，以现金方式支付的购买商品及接受劳务的支出减少所致。期末在手货币现金 13.75 亿元，较年初 11.9 亿元继续提升。流动比率和速动比率分别为 6.32、4.99，显示公司现金管控仍十分出色。

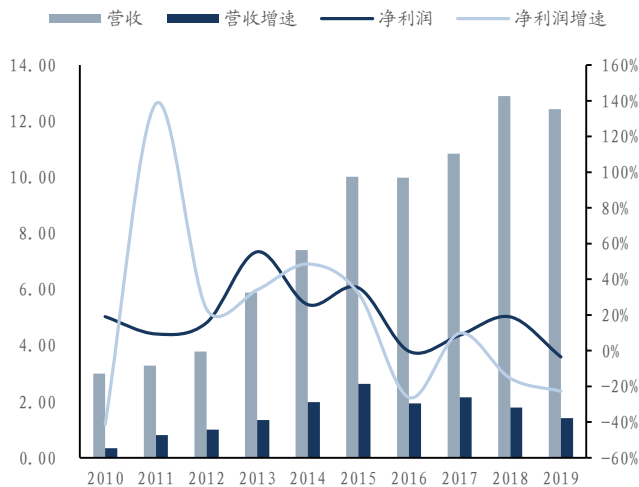
分业务分析：

- 环境监测业务 19 年实现销售收入 5.81 亿元，同比-14.73%。

报告期内，公司持续加大对研发和服务队伍的建设，以积极的态度应对市场需求，但由于受下游工业企业投资扩产意愿的影响，以及政府端监测设备需求受政府开支影响有所放缓的影响，污染源监测业务有所下滑。同时，公司承接的部分规模较大的项目，由于其投资和验收周期变长，导致公司报告期内销售收入有所下降。而由于自身研发的产品占比的提升，公司监测系统业务毛利率提升 6.02pct 到 46.03%。

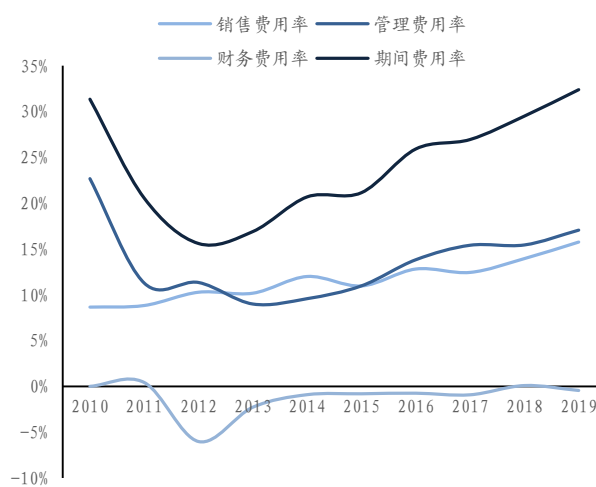
- 气体分析仪及备件业务实现销售收入 1.91 亿元，同比-13.22%。业务毛利率提升 5.29pct 到 57.84%。
- 系统改造及运维业务实现销售收入 2.04 亿元，同比-4.20%。毛利率提升 4.55pct 到 55.15%
- 节能环保工程业务实现销售收入 1.74 亿元，同比+117.47%。毛利率降低 25.53pct 到 10.75%。

图 1：公司营收与净利润变化情况（亿元）



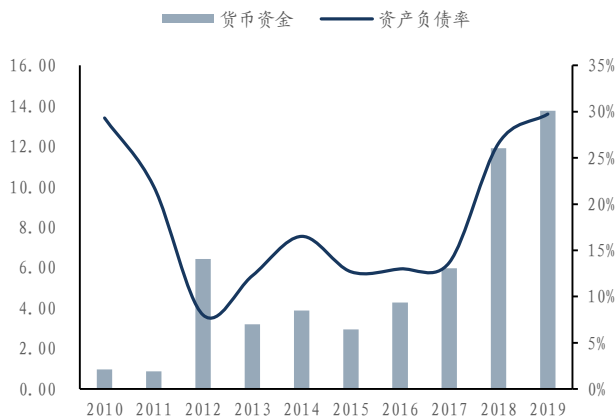
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2：公司各项费用率变化情况



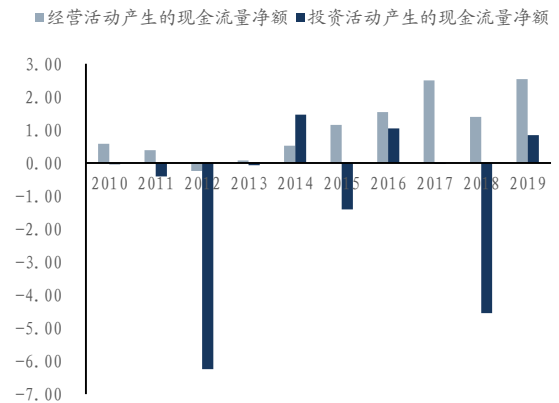
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司货币资金 (亿元) 与资产负债率变化情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司经营活动与投资活动现金流净额变化情况 (亿元)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 分项拆分 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
监测系统					
收入	7.76	6.74	6.61	7.93	9.51
yoy	7.2%	-13.1%	-2%	20%	20%
成本	4.68	3.68	3.57	4.36	5.23
毛利	3.08	3.06	3.04	3.57	4.28
毛利率(%)	39.70%	45.34%	46%	45%	45%
系统改造及运营维护服务					
收入	2.13	2.04	2.14	2.53	2.91
yoy	0.0%	-4.2%	5%	18%	15%
成本	1.05	0.91	0.96	1.14	1.31
毛利	1.08	1.12	1.18	1.39	1.60
毛利率(%)	50.59%	55.15%	55%	55%	55%
气体分析仪及配件					
收入	2.21	1.91	1.87	39.31	45.20
yoy	67.4%	-13.6%	-2%	20	15%
成本	1.05	0.81	0.80	16.51	18.53
毛利	1.16	1.11	1.07	22.80	26.67
毛利率(%)	52.55%	57.84%	57%	58%	59%
环境治理工程					
收入	0.80	1.74	1.91	2.20	2.53
yoy	400.0%	117.5%	10%	15%	15%
成本	0.51	1.55	1.68	1.94	2.23
毛利	0.29	0.19	0.23	0.26	0.30
毛利率(%)	36.28%	10.75%	12%	12%	12%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 2: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (3月26日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (亿元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
002658.SZ	雪迪龙	6.32	0.30	0.23	0.27	21.30	27.20	23.50	1.91	0.75	39
同类公司:											
000967.SZ	盈峰环境	5.97	0.29	0.38	0.46	23.44	17.89	14.78	1.57	0.57	190
300137.SZ	先河环保	7.32	0.47	0.62	0.80	18.64	14.13	10.95	2.91	0.44	41
300388.SZ	聚光科技	12.37	1.33	1.73	2.17	17.89	13.76	10.97	2.70	0.45	57

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1376	1498	1402	1259	营业收入	1243	1256	1507	1808
应收款项	471	516	619	793	营业成本	696	697	836	1004
存货净额	553	377	454	546	营业税金及附加	8	9	10	12
其他流动资产	198	188	226	271	销售费用	196	201	241	289
流动资产合计	2618	2586	2710	2880	管理费用	112	165	198	237
固定资产	145	134	125	114	财务费用	(5)	(20)	(20)	(17)
无形资产及其他	46	44	42	40	投资收益	12	0	0	0
投资性房地产	154	154	154	154	资产减值及公允价值变动	(1)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	91	91	91	91	其他收入	(82)	0	0	0
资产总计	3053	3009	3122	3279	营业利润	166	184	222	263
短期借款及交易性金融负债	4	5	5	31	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	124	94	113	136	利润总额	164	184	222	263
其他流动负债	286	232	278	334	所得税费用	25	23	28	33
流动负债合计	414	331	396	502	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	448	448	448	448	归属于母公司净利润	141	163	196	232
其他长期负债	46	50	55	56					
长期负债合计	494	498	503	504	现金流量表 (百万元)				
负债合计	908	829	899	1006	净利润	141	163	196	232
少数股东权益	9	8	6	4	资产减值准备	(4)	(1)	(2)	(2)
股东权益	2136	2172	2217	2269	折旧摊销	26	19	20	22
负债和股东权益总计	3053	3009	3122	3279	公允价值变动损失	1	20	20	20
					财务费用	(5)	(20)	(20)	(17)
					营运资本变动	178	59	(149)	(232)
					其它	3	0	0	(0)
					经营活动现金流	345	259	86	41
					资本开支	(10)	(25)	(28)	(28)
					其它投资现金流	(20)	13	(2)	(3)
					投资活动现金流	(51)	(12)	(30)	(30)
					权益性融资	4	0	0	0
					负债净变化	(1)	0	0	0
					支付股利、利息	(62)	(126)	(152)	(180)
					其它融资现金流	14	1	(0)	27
					融资活动现金流	(110)	(125)	(152)	(154)
					现金净变动	184	122	(96)	(143)
					货币资金的期初余额	1191	1376	1498	1402
					货币资金的期末余额	1376	1498	1402	1259
					企业自由现金流	392	214	38	(4)
					权益自由现金流	404	232	55	37

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032