

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【16】号 01

债券简称：迪龙转债

2018 年末债券剩余规  
模：51,992.47 万元

债券到期时间：  
2023 年 12 月 27 日

债券偿还方式：  
对未转股债券按年计  
息，每年付息一次，附  
债券赎回及回售条款

#### 分析师

姓名：  
贾聪 田珊

电话：  
021-51035670

邮箱：  
jjac@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
制造业企业评级方法，  
该评级方法已披露于公  
司官方网站。

#### 中证鹏元资信评估股份 有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：  
<http://www.cspengyuan.com/>

## 北京雪迪龙科技股份有限公司 2017 年可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望稳定	稳定	稳定
评级日期	2019 年 4 月 25 日	2018 年 4 月 28 日

#### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对北京雪迪龙科技股份有限公司（以下简称“雪迪龙股份”或“公司”，股票代码 002658.SZ）及其 2017 年 12 月 27 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持 AA，发行主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司 2018 年营业收入实现增长，较强的研发能力使后续发展具有一定保障；公司短期债务压力较小。同时中证鹏元也关注到，由于市场竞争进一步加剧，公司毛利率有所下降；公司存在一定的供应商依赖风险，应收账款规模仍旧较大，本期债券募投项目进度未达预期等风险因素。

#### 正面：

- 2018 年公司营业收入实现增长，水质、大气监测业务表现较好。2018 年公司实现营业收入 128,879.24 万元，较上年增长 18.87%，并且公司在大气、水环境监测领域已取得一定业绩。
- 较强的研发能力为公司持续发展提供了一定保障。截至 2018 年末，公司研发部门共有 291 名研发人员。当年研发投入规模为 9,007.10 万元，同比增长 30.27%，占当年营业收入比重的 6.99%。2018 年公司新取得计算机软件著作权 5 项，专利技术 19 项，专项科研成果“烟气汞在线监测系统”被生态环境部环境保护对外合作中心评为 2018 年度环保技术国际智汇平台百强技术。

- **公司短期偿债压力较小。**截至 2018 年末，公司资产负债率为 26.59%，扣除预收账款后的资产负债率为 21.75%。此外公司速动比率为 6.85，短期债务偿还压力较小。

## 关注：

- **公司面临更为激烈的市场竞争，盈利能力将承受一定压力。**2018 年公司综合毛利率同比下降 4.87 个百分点，随着环境监测领域的竞争进一步加剧，公司盈利能力将承受一定压力。
- **公司存在一定的供应商依赖风险。**2018 年公司对前五大供应商的采购金额为 27,194.72 万元，占采购总额比例为 39.70%，其中第一供应商占比为 23.23%，存在一定的供应商依赖风险。
- **公司应收账款规模仍然较大，需关注其回款时间和回收风险。**2018 年末公司应收账款账面价值为 46,589.61 万元，占资产比重为 16.04%，规模相对较大，对营业资金形成一定占用，需关注其回款时间以及回收风险。
- **本期债券募投项目建设进度未达预期。**本期债券拟用于募投项目生态环境监测网络综合项目和 VOCs 监测系统生产线建设项目，截至 2018 年末，公司已累计投入募集资金总额 585.70 万元，进度未达预期，未来要持续关注募投项目的建设以及收益情况。

**主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	290,384.34	219,870.42	197,814.65
归属于母公司所有者权益	212,449.09	189,114.66	171,605.14
有息债务	42,902.44	2,883.19	1,165.83
资产负债率	26.59%	13.69%	13.00%
流动比率	8.15	6.72	7.06
速动比率	6.85	5.46	5.82
营业收入	128,879.24	108,424.85	99,811.90
营业利润	20,802.95	25,501.98	21,341.61
利润总额	20,793.47	25,450.45	22,635.22
综合毛利率	43.48%	48.35%	48.11%
总资产回报率	9.17%	12.21%	11.97%
EBITDA	26,552.44	28,347.16	25,215.70
EBITDA 利息保障倍数	10.17	487.56	441.80
经营活动现金流净额	13,870.31	24,972.96	15,354.52

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

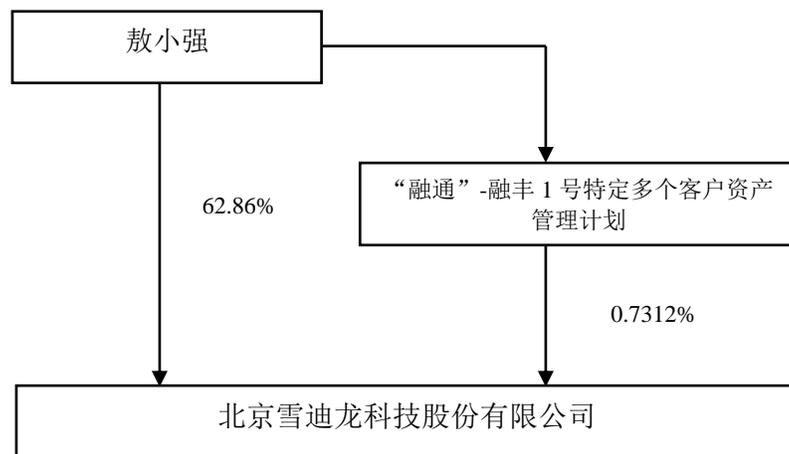
## 一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2017】2206号文核准，公司于2017年12月27日发行6年期52,000.00万元可转换公司债券，其中的33,500.00万元资金拟用于公司生态环境监测网络综合项目，剩余18,500.00万元用于VOCs监测系统生产线建设项目。根据公司提供资料，截至2019年3月31日，本期债券募集资金余额为51,669.18万元。

## 二、发行主体概况

2018年末，公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变化，注册资本仍为60,488.03万元，股本增加至60,488.86万元，主要系当年度本期债券累计转换8,305股公司股票。截至2019年3月末，公司控股股东及实际控制人仍均为自然人敖小强，股权结构及控制关系如下图1所示<sup>1</sup>。截至2018年末，公司合并报表范围内共有11家子公司，具体明细见附录二。

图 1 截至 2019 年 3 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

## 三、运营环境

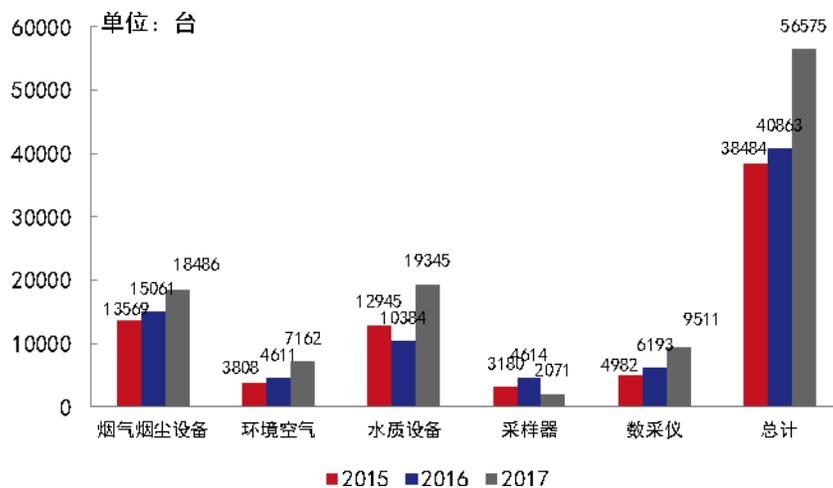
环境监测仪器行业正处于快速成长期，未来水质、空气以及土壤等环境质量监测领域将更具增长空间

<sup>1</sup> “融通”-融丰 1 号特定多个客户资产管理计划是公司高管增持公司股票的专项资管计划，全部购买公司股票，合计买入雪迪龙公司股票 493.4897 万股，其中敖小强持股 442.2785 万股

环境监测设备行业为环保设备行业的细分领域之一，包括分析仪器、配件、成套系统的生产、销售和服务等环节。环境监测分为环境质量监测和污染源监测，前者主要目的是考核环境保护成果以及环境质量，监测对象包括大气、水、土壤和噪声等；后者主要目的是控制有害物质的排放量，监测对象包括废污水、废气以及重金属等。

近年我国环境监测行业在国家政策大力支持下，保持了稳定增长。根据中国环境保护产业协会发布的《2017年环境监测仪器行业发展报告》数据，2017年我国共计销售各类环境监测产品56,575台，同比增长38.5%。分产品来看，烟尘烟气类监测设备共销售18,486台，同比增长22.7%；环境空气类监测设备共销售7,162台，同比增长55.3%；水质监测设备共销售19,345台，同比增长86.3%；数据采集设备共销售了9,511台（套），同比增长53.6%。从产品销售增速上来看，环境监测行业正处于快速发展的成长期。

图2 2005-2017年环境监测仪器销售情况



资料来源：中国环境保护产业协会，中证鹏元整理

根据中国环境保护产业协会公布的《2018年环境监测行业发展评述和2019年发展展望》，2018年我国固定污染源监测市场趋于稳定，总磷总氮监测市场因设备更新带动了需求上升；而随着火电厂烟气治理设施新建及改造基本完成，超低烟尘、烟气监测设备市场需求已趋于饱和。而当年环境质量监测领域则持续升温，一方面，国家针对各类大气污染源及空气颗粒物持续加严相关政策，完善环境监测体系，各级监测站对相关设备的需求比较旺盛；另一方面，水质监测近年来发展迅速，特别是2018年4月习近平总书记视察长江，提出“共抓大保护，不搞大开发”，要求推动长江经济带发展，为水质监测发展注入强劲动力。根据中国环境保护产业协会的相关预测，环境监测行业预计到2020年实现900~1,000亿元的市场规模，而其中水质、空气以及土壤等环境质量监测领域将更具增长空间。

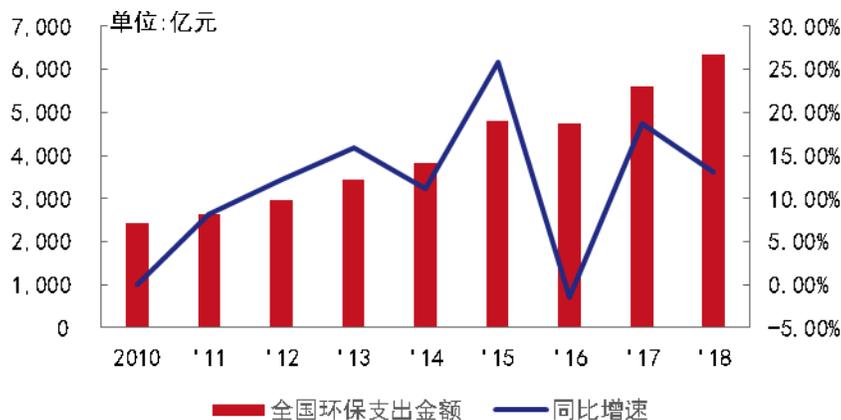
政府持续加大资金投入，支持政策亦不断出台，环境监测行业的发展得到较好保障

环保行业具有成本内部化，收益外部化的特点，因此其发展受国家资金以及环境保护、节能减排政策法规的影响较大。目前国家已将环境保护列为一项基本国策，各级政府在环保方面的支出持续增加，相关支持政策亦不断出台，行业标准及法规日趋完善，环保行业及其各细分领域的发展都得到了较好保障。

从资金投入方面来看，近年国家财政关于节能环保的支出持续增加，2018年达到6,353.00亿元，同比上年增长13.10%；其中环境监测与监察的支出亦同步增长，2017年达到71.79亿元，同比上年上升13.39%。横向对比来看，2018年节能环保支出占当年国内GDP的0.71%，而美国在大力整治环境问题的1975-1994年期间，环保支出与其GDP占比稳定在1.7%-1.8%之间。因此，随着我国经济的逐步发展，未来政府在环保方面的支出仍具备较大的上升空间。

根据财政部公布的《关于2018年预算执行情况与2019年中央和地方预算草案的报告》，中央政府已明确提出2019年将继续积极支持污染防治，加大投入力度，把打赢蓝天保卫战作为重中之重。就中央财政层面，2019年大气污染防治资金预计安排250亿元，同比增长25%；水污染防治方面的资金预计安排300亿元，同比增长45.3%；土壤污染防治资金预计安排50亿元，同比增长42.9%。

图3 2010-2018年国家节能环保支出金额情况



资料来源：国家财政部，中证鹏元整理

此外，近一年多来环境监测方面的政策仍在不断出台，重点集中在空气、水质以及土壤监测三大方面。大气监测方面，2018年7月国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出了打赢蓝天保卫战的时间表和路线图；8月，生态环境部会同市场监管总局发布了《环境空气质量标准》(GB 3095-2012)修改单，修改了标准中关于监测状态的规定，并修改完善了相应的配套监测方法标准，实现了与国际接轨；12月29日，生态环境部发布了《国家

先进污染防治技术目录(大气污染防治领域)》，为大气污染防治工作提供技术支撑。

水环境监测方面，2018年5月，生态环境部制定了《国家地表水水质自动监测站文化建设方案（试行）》，进一步推进水站文化建设，丰富和拓展水站人文内涵，培育生态环境监测文化理念，树立国家生态环境监测品牌；10月，住房和城乡建设部、生态环境部联合发布《城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》，这是我国印发的第一个涉水攻坚战实施方案，让城市河道实现清水绿岸、鱼翔浅底的目标有了清晰的时间表和实施路线图。同月，国务院办公厅下发《关于加强长江水生生物保护工作的意见》，提出坚持保护优先和自然恢复为主，强化完善保护修复措施，全面加强长江水生生物保护工作，其中特别强调提升监测能力。

土壤监测方面，2018年6月，生态环境部、国家发展和改革委员会、科学技术部等13部委联合发布了《土壤污染防治行动计划实施情况评估考核规定（试行）》，评估考核内容包括土壤污染防治目标完成情况和土壤污染防治重点工作完成情况两个方面。6月24日，中共中央、国务院发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，提出全面落实土壤污染防治行动计划，突出重点区域、行业和污染物，有效管控农用地和城市建设用地土壤环境风险。

**环境监测市场参与者较多，竞争风险仍然激烈；但随着行业的不断规范，市场集中度将持续提高，产品质量过硬、种类齐全、拥有规模化优势的企业更易脱颖而出**

环境监测产业链主要分为上游硬件、软件、检测试剂，中游监测仪器、监测系统，下游仪器维护、设备运营。上游硬件领域技术门槛偏高，大多被德国西门子、瑞士ABB、美国赛默飞世尔等外资企业所占领。国内企业目前更多聚集在中游的系统集成以及下游的设备运维领域，由于这两个环节进入门槛相对较低，目前市场竞争者较多，产品同质化较为严重，低价竞争等现象仍然较为突出。

作为环境监测行业内的5家上市公司，聚光科技、河北先河、雪迪龙股份、中节能环保装备下属子公司中节能天融科技有限公司和盈峰环境科技集团股份有限公司下属子公司宇星科技发展（深圳）有限公司，2017年度环境监测设备的销售额共计达到31.4亿元，同比增长34.8%。这5家企业的总销售额占全行业总销售额的比例，也由2016年的36.4%提升至48.1%。其中聚光科技由于涉及板块较多，且近年参与较多PPP环保项目，营业收入规模保持领先；先河环保由于介入大气网格化治理较早，且在河北区域具有较强的市场地位，2018年营业收入规模亦快速增长；雪迪龙股份则由于环保限产以及电力行业对传统CEMS（“烟气自动监控系统”）的需求趋于稳定等因素，2018年收入增速相对有所放缓。

随着环境监测标准及要求日益提高，产品质量过硬、种类齐全、拥有规模化优势的企

业更易在竞争中脱颖而出。但同时中证鹏元也注意到，由于竞争激烈，部分环境监测企业通过PPP等方式承担了项目的土建工程，未来若政府资金支付缓慢，可能对该部分企业的现金流带来一定压力。

**表1 2016-2018年我国环境监测行业龙头上市公司营业收入情况（单位：万元）**

上市公司名称	2018年	2017年	2016年
聚光科技	400,331.09	279,939.93	234,889.68
<b>雪迪龙股份</b>	<b>128,879.24</b>	<b>108,424.85</b>	<b>99,811.90</b>
先河环保	137,357.18	104,253.77	78,954.34

注：聚光科技及先河环保 2018 年收入来自其公布的业绩快报

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

公司2018年实现营业收入128,879.24万元，较上年增长18.87%。其中，环境监测系统板块收入同比增长6.06%，占当年营收比例为52.85%，仍系公司最主要收入来源；系统改造及运营维护服务相对稳定，气体分析仪及备件、工业过程分析系统、节能环保工程收入则分别同比增长67.26%、15.95%和397.81%，成为当年业绩增长的主要支撑点。毛利率方面，由于市场竞争加剧以及客户结构变化等因素，除工业过程分析系统业务外，公司其余各项业务的毛利率均有不同程度的下降，导致2018年公司综合毛利率为43.48%，同比下降4.87个百分点。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
环境监测系统	68,109.73	40.01%	64,220.51	45.33%
气体分析仪及备件	22,053.29	52.55%	13,184.71	58.05%
系统改造及运营维护服务	21,250.53	50.59%	21,254.76	56.29%
工业过程分析系统	9,456.88	37.51%	8,156.06	36.75%
节能环保工程	8,008.80	36.28%	1,608.81	43.19%
<b>合计</b>	<b>128,879.24</b>	<b>43.48%</b>	<b>108,424.85</b>	<b>48.35%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司在行业内具有一定市场地位，研发能力较强，为公司的市场竞争力提供了较好保障**

公司主要业务分为环境监测系统、气体分析仪及备件等环保产品和工业过程分析系统的销售以及相应的系统改造及运营维护服务，近年来亦积极参与节能环保项目，主要为城市、工业园区等构建一体化的生态环境监测网络。作为环境监测行业内的先入者，公司具

有一定市场地位以及较好的品牌知名度。公司研发能力较强，2018年新取得计算机软件著作权5项，专利技术19项，专项科研成果“烟气汞在线监测系统”被生态环境部环境保护对外合作中心评为2018年度环保技术国际智汇平台百强技术。

从产品来看，公司产品分为环境监测系统、工业过程分析系统和分析仪器及配套三大类，种类较为丰富。公司较为重视产品及技术研发，截至2018年末，研发部门共有291名研发人员。当年研发投入规模为9,007.10万元，同比增长30.27%，占当年营业收入比重的6.99%。2018年公司取得计算机软件著作权5项，专利技术19项。丰富的产品种类、较强的科研实力和持续的研发投入，为公司产品的市场竞争力提供了较好的保障。

但中证鹏元也注意到，公司所处的环境监测行业属于技术密集型行业，业务的拓展很大程度上依赖于技术创新或产品创新，若技术创新与市场需求不匹配或技术创新不及时，则导致无法创造效益，未来仍然需要关注公司技术研发是否能够及时转化为市场所认可的产品。

**表3 2017-2018年公司研发投入情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
研发人员数量（人）	291	244
投入金额	9,007.10	6,914.09
占营业收入的比重	6.99%	6.38%
研发投入资本化的金额	0.00	0.00

资料来源：公司2018年年度报告，中证鹏元整理

**2018年公司整体营业收入保持增长，环保监察的常态化有助于其持续发展；但随着市场竞争的进一步加剧，盈利能力将承受一定压力**

国家环保督察的周期化、常态化带来了长期稳定的监测设备市场需求，2018年公司实现营业收入128,879.24万元，较上年增长18.87%。

2018年公司环境监测系统业务实现营业收入68,109.73万元，同比增长6.06%，其中水环境监测、大气监测业务表现较好。公司环境监测系统业务主要以污染源监测为主，此前主要的终端客户为火电厂等企业，但火电厂脱硫脱硝需求近年已逐渐饱和，目前钢铁、石化、冶金、取暖、砖窑厂等非电领域的监测需求较好。此外，近两年国家对于环境质量监测的需求提高，且政策重点发力水质、大气质量监测领域，这些领域的政府类项目增加较多。近年来，公司一直在大气、水环境领域增加投入，积极开发推广产品，2018年在两类领域获得较好发展。

2018年环境监测系统业务的毛利率同比下滑5.32个百分点，一方面原因是当年水环境监测和大气监测业务在营收中占比有所上升，其中水环境监测系统由于部分项目规模较大，且在工程施工中使用的耗材、试剂量较多，导致毛利率稍低；而大气监测系统项目中，所

需分析仪进口品牌的比例较大，成本较高，所以毛利率也较低。另一方面，由于污染源在线监测系统客户结构有一定变化，其中非电行业监测系统客户价格敏感程度更高，产品售价低，竞争较以前更激烈。综合因素影响下，公司2018年环境监测板块整体毛利率有所下降。

公司气体分析仪及配件主要为向原有客户提供环境监测系统的备件或易耗品，2018年实现销量648台，同比有较大幅度下降，但实现收入22,053.29万元，同比增长67.26%，主要系当年企业超低排放改造需求导致主机销量增加，而主机价格高于其他备件所致。超低排放改造主要是针对火电厂及非电企业开展，按国家相关要求，十三五期间将重点进行超低排放改造，未来两年主机销量增长仍将会有部分持续。该业务毛利率较去年同期下降5.50个百分点，主要是由于部分项目选用进口品牌的超低监测粉尘仪等，从而导致成本上升，毛利率下降。

**表4 2017-2018年公司主要产品销售情况（单位：台、万元）**

产品	2018年		2017年	
	销量	营业收入	销量	营业收入
环境监测系统	3,065	68,109.73	2,967	64,220.51
分析仪器主机及配件	648	22,053.29	1,155	13,184.71
工业过程分析系统	354	9,456.88	344	8,156.06

资料来源：公司提供

运营维护服务作为公司仪器产品产业链的延伸，包括环保运营维护服务和系统改造服务。运维服务业务对公司品牌声誉有较大影响，公司对该业务重视程度较高，截至2018年末，公司技术服务团队1,000余人，在全国设立了103处技术服务中心，同时设立了技术支持热线。此外，公司建立了客户档案，针对系统、仪器仪表的安装和使用情况进行跟踪，由客户服务人员进行回访，动态关注用户系统使用情况。2018年该业务营业收入为21,250.53万元，与上年基本持平。由于市场竞争激烈等因素，该业务毛利率亦同比有所下降。

工业过程分析系统方面，2018年该业务产品的销量为354台，同比增长2.91%，实现收入9,456.88万元，同比增长15.95%，主要是水泥、空分等领域的销售业务增长所致。公司节能环保工程业务主要系承担的EPC总包项目等，2018年收入为8,008.80万元，同比大幅增长，主要系当年承接的部分EPC总包项目金额较大所致。

综合来看，2018年公司营业收入保持增长，毛利率有所下滑，随着市场竞争的进一步加剧，未来公司盈利能力将承受一定压力。

**2018年公司未有新增产能，产能利用率有一定增长；当年公司信用政策未发生变化，下游客户仍较为分散，上游则面临一定的供应商依赖风险**

公司环境监测系统产品的组件主要包括仪器仪表、气路类部件和机柜机箱等。对原材料的采购由公司物资供应部负责，包括关键原材料采购和一般原材料采购。对于一般原材料即常规原材料的采购，公司建立了多条供应渠道，每类产品备有多家合格供应商，通过询价比价方式选定最优供货条件的供应商供货，一般原材料通常保证两周库存量。从结算方式来看，对于大额采购按订单结算，其余一般按月、季结算。

**表5 2017-2018年公司主要原材料采购情况（单位：万元）**

原材料	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
仪器仪表	41,931.27	57.57%	32,196.98	57.49%
气路类部件	14,587.78	20.03%	12,809.71	22.87%
机柜机箱	6,838.98	9.39%	5,434.28	9.70%
标准气体	1,085.07	1.49%	729.29	1.30%
耗材	439.18	0.60%	440.68	0.79%
电路类部件	406.61	0.56%	389.64	0.70%

注：由于每类原材料包含多个种类，每个种类的价格差别较大，无法统计每类原材料的采购价格。  
资料来源：公司提供

2018年公司前五名供应商采购金额占当期采购总额比重为39.70%，集中度较上年进一步下降。但公司对第一大供应商的采购比例仍较高，存在一定的供应依赖情况。

**表6 2017-2018年公司前五名供应商采购情况（单位：万元）**

时间	供应商名称	采购物资	采购金额	占当期采购总额比例
2018年	供应商一	分析仪表	15,915.50	23.23%
	供应商二	分析仪表	4,692.90	6.85%
	供应商三	脱硫、除尘、电源等设备	2,455.00	3.58%
	供应商四	分析仪表	2,373.90	3.47%
	供应商五	分析仪表	1,757.41	2.57%
	合计	-	<b>27,194.72</b>	<b>39.70%</b>
2017年	供应商一	分析仪表	14,249.82	25.03%
	供应商二	分析仪表	7,765.08	13.64%
	供应商三	分析仪表	1,823.84	3.20%
	供应商四	扬尘自动监测系统	734.82	1.29%
	供应商五	标准气	726.66	1.28%
	合计	-	<b>25,300.22</b>	<b>44.44%</b>

资料来源：公司提供

产能情况方面，2018年公司未有新增产能，公司环境监测系统生产线、工业过程分析系统生产线、分析仪器主机及设备生产线的产品年产能仍分别为3,700台/套、600台/套及

1,500台/套。当年三类生产线产能利用率分别达87.14%、65.17%和60.47%，环境监测系统生产线产能利用率水平尚可，工业过程分析系统生产线、分析仪器主机及设备生产线产能利用率水平不高，除分析仪器主机及设备生产线外，其余两类生产线利用率均较去年有所提高。

**表7 2017-2018年公司主要产品产销情况**

产品	项目	2018年	2017年
环境监测系统	产能（台/套）	3,700	3,700
	产量（台/套）	3,224	3,060
	产能利用率	87.14%	82.70%
	销量（台）	3,065	2,967
	产销率	95.07%	96.96%
工业过程分析系统	产能（台/套）	600	600
	产量（台/套）	391	303
	产能利用率	65.17%	50.50%
	销量（台）	354	344
	产销率	90.54%	113.53%
分析仪器主机及备件	产能（台/套）	1,500	1500
	产量（台/套）	907	1,109
	产能利用率	60.47%	73.93%
	销量（台）	648	1,155
	自用（台）	2,009	2,363
	产销率	71.44%	104.15%

注：分析仪器主机及备件的产能、产量及销量均为直接销售给客户的产能及产销量；分析仪器主机及备件中自用数量为公司环境监测系统中使用的数量，自用部分的产品产能包含在环境监测系统产能中。

资料来源：公司提供

销售方面，公司产品的销售主要由经营部负责，采取直销为主，经销为辅的方式，直销主要为通过招投标方式与客户直接签订销售合同。2018年公司销售信用政策未发生变化，仍要求大部分客户在货到后支付60%货款，以收回材料成本便于保障日常资金周转，对规模不大的代理商要求100%货款到后才予发货。

公司下游客户仍较为分散，2018年前五名客户销售收入合计为16,497.81万元，同比增长46.14%，占销售总额比重为12.80%，未来需关注相关客户的回款情况。

**表8 2017-2018年公司前五名客户销售情况（单位：万元）**

时间	客户名称	销售收入	占销售总额的比例
2018年	客户一	5,940.45	4.61%
	客户二	3,894.30	3.02%
	客户三	2,905.84	2.25%

	客户四	2,173.60	1.69%
	客户五	1,583.62	1.23%
	<b>合计</b>	<b>16,497.81</b>	<b>12.80%</b>
2017年	客户一	3,361.59	3.10%
	客户二	2,723.46	2.51%
	客户三	2,077.51	1.92%
	客户四	1,642.56	1.51%
	客户五	1,483.64	1.37%
	<b>合计</b>	<b>11,288.76</b>	<b>10.41%</b>

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司业务范围遍布全国，也有涉及部分海外区域，但仍主要集中在华北、华东以及华中三地，2018年三者营业收入占比分别为28.52%、29.78%和12.54%，海外地区占比亦上升至8.30%。

**表9 公司业务分布区域情况（单位：万元）**

区域	2018年		2017年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
东北	3,904.41	3.03%	4,156.55	3.83%
华北	36,756.57	28.52%	30,032.58	27.70%
华东	38,375.50	29.78%	36,796.98	33.94%
华南	4,708.98	3.65%	4,746.11	4.38%
华中	16,156.27	12.54%	13,282.49	12.25%
西北	11,223.98	8.71%	8,437.86	7.78%
西南	7,061.44	5.48%	6,242.80	5.76%
国外	10,692.10	8.30%	4,729.48	4.36%
<b>合计</b>	<b>128,879.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>108,424.85</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018年年度报告，中证鹏元整理

#### 海外子公司处于正常运营状态，2018年收入实现大幅增长，但净利润规模不大

2018年公司海外业务正常运营，营业收入实现大幅度增长。其中英国子公司KoreTechnology Limited主要产品为质谱仪，当年分别实现收入和净利润人民币1,224.89万元、67.45万元；比利时子公司ORTHODYNES.A.主要产品为色谱仪，当年分别实现收入和净利润人民币9,215.11万元，511.95万元。目前公司对Kore Technology Limited公司的技术正在消化吸收过程中；此外，公司已与ORTHODYNES.A.共同开发出应用于中国市场的色谱仪，已在市场进行销售。

此外，本期债券募集资金总额为52,000.00万元，截至2018年末，公司已累计投入募集资金总额 585.70万元，其中“VOCs 监测系统生产线建设项目”累计投入543.90万元，生

态环境监测网络综合项目”累计投入41.8万元。本期债券募集资金的实际投入额较小，主要原因是：“VOCs 监测系统生产线建设项目”由于国内VOCs市场发展速度不及预期，公司订单量尚未达到大批量生产的要求，因此暂未大规模投入；“态环境监测网络综合项目”投入金额较小，是由于国内经济环境有所变化，在去杠杆和融资难的大背景下为了控制垫资项目的风险，公司对承接该类决策更谨慎。另外本年政府采购项目的投资规模大多较小，无需公司垫资，不满足募集资金使用条件，因此未大量使用募集资金。中证鹏元关注到，公司募投项目的建设及投产进度较为缓慢，未来需要关注募投项目的建设进度以及建成后的收益情况。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围新增北京雪迪龙环境科技有限公司、雄安雪迪龙环境科技有限公司、江西雪迪龙环境科技有限公司（具体明细见附录二）。

### 资产结构与质量

**2018年公司资产规模稳步增长，货币资金占比较大，资产流动性较好；但应收账款规模仍较大且部分款项账龄较长，需关注回收情况**

2018年末公司总资产增至290,384.34万元，同比增长32.07%，其中流动资产占比进一步提升至84.92%，为其主要构成部分。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。截至2018年末，货币资金为119,132.23万元，同比增长99.61%，增幅主要来自本期债券所募集的资金。其中受限货币资金分别为定期存款51,135.82万元以及保函保证金265.20万元。应收票据系银行承兑票据和少量商业承兑票据，2018年末规模同比增长19.79%，余额为19,516.86万元，无质押情况。应收账款为应收的货款，2018年末账面价值为46,589.61万元，同比下降2.15%，当年末已累计计提坏账7,210.28万元。前五名应收对象应收金额合计为7,747.56万元，占应收账款余额比例为14.40%，集中度不高；从分类为信用风险组合的应收账款账龄来看，该组合内1年以上的应收账款账面原值为13,348.36万元，占

该组合的25.19%。考虑到应收账款规模较大，且部分应收单位多为大型工程公司，其结算周期相对较长，需关注回款时间以及回收风险。预付款项系预付设备款，主要系对设备采购形成，2018年末规模为9,765.89万元，同比增长28.60%，账龄在大部分在一年以内。存货主要为库存商品、原材料及少量在产品，2018年末账面价值为39,291.81万元，同比增长20.71%，主要系库存商品增加36.81%所致。另外，2018年公司对存货中的库存商品计提了21.99万元跌价准备。其他流动资产2018年末规模为7,365.47万元，其中主要为7,000.00万元的短期理财产品。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成。可供出售金融资产为投资的环保行业内新兴企业，采用成本法计量，2018年末账面价值为11,203.15万元，同比增长4.23%，其中北京金吾创业投资中心（有限合伙）当年对公司发放现金红利120.00万元。2018年末公司长期股权投资同比下降24.08%，主要系青岛吉美来科技有限公司（以下简称“吉美来”）发放现金股利2,815.24万元所致。固定资产主要为房屋建筑物、机器设备及少量运输工具和电子及其他设备，2018年末规模与上年基本一致。

公司资产规模稳步增长，其中货币资金占比较大，但应收账款亦保持较大规模，且部分账款账龄超过一年，未来存在一定的回收风险。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	119,132.23	41.03%	59,683.94	27.15%
应收票据	19,516.86	6.72%	16,291.95	7.41%
应收账款	46,589.61	16.04%	47,612.04	21.65%
预付款项	9,765.89	3.36%	7,594.02	3.45%
存货	39,291.81	13.53%	32,551.50	14.80%
其他流动资产	7,365.47	2.54%	8,374.43	3.81%
<b>流动资产合计</b>	<b>246,606.62</b>	<b>84.92%</b>	<b>174,245.53</b>	<b>79.25%</b>
可供出售金融资产	11,203.15	3.86%	10,748.15	4.89%
长期股权投资	6,964.58	2.40%	9,173.81	4.17%
固定资产	15,015.19	5.17%	15,684.33	7.13%
<b>非流动资产合计</b>	<b>43,777.72</b>	<b>15.08%</b>	<b>45,624.89</b>	<b>20.75%</b>
<b>资产总计</b>	<b>290,384.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>219,870.42</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017 -2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资产运营效率

**2018年公司净营业周期天数下降，运营效率有所提高**

2018年公司应收账款周转天数下降38.18天，存货周转天数受业务及成本规模增长影响，亦有所下降；应付账款周转天数则与上年基本一致。受上述因素综合影响，2018年公司净营业周期较上年减少53.29天，运营效率有所提高。资产周转方面，由于公司发行本期债券获得较多货币资金，导致流动资产周转天数上升，进而一定程度上拖累了整体资产周转效率。

**表11 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年
应收款项周转天数	181.58	219.76
存货周转天数	177.54	191.34
应付账款周转天数	42.31	40.99
净营业周期	316.81	370.11
流动资产周转天数	587.79	543.70
固定资产周转天数	42.88	52.00
总资产周转天数	712.65	693.41

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司2018年整体营业收入保持增长，但毛利率下降且管理费用上升，盈利能力有所削弱；此外，公司增值税即征即退对公司利润总额贡献较大

2018年公司实现营业收入共计128,879.24万元，较上年增长18.87%，主要推动力来自企业超低排放改造需求导致的气体分析仪及备品备件销量增加以及水质、大气监测业务的增长。

毛利率方面，由于监测需求结构的变化以及市场竞争的加剧，2018年公司综合毛利率为43.48%，较上年有一定程度下降。2018年公司期间费用有所增长，一方面系当年加大新领域项目拓展及产品推广力度，同时承接的运维业务量增加，导致销售费用大幅增长33.64%；另一方面新产品的研发投入增加，全部进行了费用化处理，当期研发费用亦同比上涨30.27%。此外，公司2018年实现其他收益4,433.82万元，其中主要为公司将软件产品运用于系统产品中，实现增值税即征即退税4,106.85万元，同比增长67.07%，占当年利润总额的21.32%。根据公司提供资料，2018末公司税务备案的软件产品将近40个，未来该收益具有一定稳定性。综合而言，2018年公司盈利能力略有下降，实现净利润17,999.64万元，同比减少15.47%。

**表12 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
----	-------	-------

营业收入	128,879.24	108,424.85
营业利润	20,802.95	25,501.98
营业外收入	18.04	16.11
利润总额	20,793.47	25,450.45
净利润	17,999.64	21,293.67
综合毛利率	43.48%	48.35%
期间费用率	29.54%	27.11%
其他收益	4,433.82	3,322.76
总资产回报率	9.17%	12.21%
营业收入增长率	18.87%	8.63%
净利润增长率	-15.47%	9.61%

资料来源：公司 2017 -2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 2018年公司经营活动现金流表现有所走弱，但整体仍维持一定规模的净流入

2018年公司收现比为0.87，较上年有一定程度下降，FFO为24,174.50万元，与上年基本一致。由于当年公司接受较多银行票据以及预付款项增加，且存货规模亦有明显上升，导致营运资本投入较上年大幅增长。再叠加净利润减少的影响下，2018年公司实现经营活动现金净流入13,870.31万元，同比减少44.46%。

投资活动方面，2018年公司主要投资活动系对银行的定期存款，当年投资活动产生的现金流量净额为-45,548.66万元。

筹资活动方面，2018年年初本期债券52,000.00万元到账，导致公司当期筹资活动现金净流入达到44,942.97万元。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.87	0.98
净利润	17,999.64	21,293.67
非付现费用	5,394.95	3,069.80
非经营损益	779.92	-208.00
FFO	24,174.50	24,155.47
营运资本变化	-10,304.19	817.49
其中：存货减少（减：增加）	-6,762.30	-5,605.57
经营性应收项目的减少（减：增加）	-7,100.92	1,748.00
经营性应付项目的增加（减：减少）	3,559.04	4,675.07
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>13,870.31</b>	<b>24,972.96</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-45,548.66</b>	<b>-284.41</b>

筹资活动产生的现金流量净额	44,942.97	-4,034.21
现金及现金等价物净增加额	13,304.61	20,601.87

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司资产负债率仍较低，有息债务主要为本期债券，短期偿债压力较小

2018年公司负债和所有者权益均有所增长，截至当年末，公司负债总额为77,216.28万元，所有者权益为213,168.06万元，产权比率为36.22%，较上年有一定程度增长，但公司所有者权益对负债的保障程度仍旧较好。

**表14 公司资本结构情况（单位：万元）**

	2018 年	2017 年
负债总额	77,216.28	30,094.59
所有者权益	213,168.06	189,775.83
产权比率	36.22%	15.86%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

由于发行了本期债券，2018年公司非流动负债占比上升至60.83%。公司流动负债主要包括应付账款和预收款项。应付账款主要系应付采购分析仪表等原材料货款以及部分工程安装款，2018年末为9,032.87万元，同比有一定幅度增长。预收款项系预收货款，2018年末为14,060.53万元，占负债比重为18.21%，规模较2017年末大幅增长45.45%。公司非流动负债主要为应付债券以及递延收益。其中应付债券为本期债券，已于2018年7月3日进入转股期。2018年末债券账面余额为42,044.58万元<sup>2</sup>，是目前公司负债的最主要构成，占比为54.45%。递延收益为政府对公司各类研究项目进行的补助，2018年新增补助金额为1,335.56万元，期末余额为4,542.96万元。

截至2018年末，公司有息负债主要为本期债券，最新的转股价格由此前的13.28元/股调整为9.03元/股，当年累计共有7.53万元本期债券转换成公司A股普通股。考虑到可转债有转股修正条款，真正触发回售机制的可能性不大，因此公司短期债务偿还压力较小。

**表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	9,032.87	11.70%	6,087.98	20.23%
预收款项	14,060.53	18.21%	9,666.97	32.12%
流动负债合计	30,246.76	39.17%	25,948.69	86.22%

<sup>2</sup>2018 年末本期债券会计账面余额 42,044.58 万元，摊余成本 9,947.89 万元；当年累计共有 7.53 万元本期债券转换成公司 A 股普通股，2018 年末本期债券实际余额为 51,992.47 万元

应付债券	42,044.58	54.45%	-	-
递延收益	4,542.96	5.88%	3,611.90	12.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>46,969.52</b>	<b>60.83%</b>	<b>4,145.89</b>	<b>13.78%</b>
<b>负债合计</b>	<b>77,216.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>30,094.59</b>	<b>100.00%</b>
<b>有息债务</b>	<b>42,902.44</b>	<b>55.56%</b>	<b>2,883.19</b>	<b>9.58%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司资产负债率为26.59%，同比有一定幅度增长，扣除预收账款后的资产负债率为21.75%，负债经营程度仍然很低。2018年末，公司流动比率和速动比率分别为8.15和6.85，流动资产中货币资金占比较大，短期偿债能力较强；长期偿债指标方面，2018年由于利润总额下降以及计提本期债券利息费用，当年公司EBITDA和EBITDA利息保障倍数均有所下滑，二者分别为26,552.44万元和10.17，EBITDA对有息债务保障程度仍然较高。

**表16 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	26.59%	13.69%
流动比率	8.15	6.72
速动比率	6.85	5.46
EBITDA（万元）	26,552.44	28,347.16
EBITDA 利息保障倍数	10.17	487.56
有息债务/EBITDA	1.62	0.10
债务总额/EBITDA	2.91	1.06
经营性净现金流/流动负债	0.46	0.96
经营性净现金流/负债总额	0.18	0.83

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

环保行业受到政府政策及资金支持，发展前景较好。公司2018年营业收入实现增长，丰富的产品种类以及较强的研发能力使后续发展拥有一定保障；公司资产负债率较低，短期债务压力较小。同时中证鹏元也关注到，由于市场竞争进一步加剧，公司毛利率有所下降；公司存在一定的供应商依赖风险，应收账款规模仍旧较大，募投项目进展未达预期等

风险因素。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	119,132.23	59,683.94	42,663.99
应收票据	19,516.86	16,291.95	18,356.93
应收账款	46,589.61	47,612.04	50,111.69
预付款项	9,765.89	7,594.02	5,220.53
存货	39,291.81	32,551.50	26,982.41
固定资产	15,015.19	15,684.33	15,641.23
资产总计	290,384.34	219,870.42	197,814.65
短期借款	305.20	170.39	343.44
应付账款	9,032.87	6,087.98	4,665.62
预收款项	14,060.53	9,666.97	8,836.35
一年内到期的非流动负债	170.68	178.81	159.99
长期借款	381.98	534.00	662.40
应付债券	42,044.58	0.00	0.00
负债合计	77,216.28	30,094.59	25,718.98
有息负债	42,902.44	2,883.19	1,165.83
所有者权益合计	213,168.06	189,775.83	172,095.67
营业收入	128,879.24	108,424.85	99,811.90
营业利润	20,802.95	25,501.98	21,343.49
净利润	17,999.64	21,293.67	19,427.22
经营活动产生的现金流量净额	13,870.31	24,972.96	15,354.52
投资活动产生的现金流量净额	-45,548.66	-284.41	10,444.13
筹资活动产生的现金流量净额	44,942.97	-4,034.21	-5,355.15
财务指标	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	181.58	219.76	228.13
存货周转天数	177.54	191.34	191.77
应付账款周转天数	42.31	40.99	40.33
净营业周期	316.81	370.11	379.44
流动资产周转天数	587.79	543.70	535.03
固定资产周转天数	42.88	52.02	54.62
总资产周转天数	712.65	693.41	683.73
综合毛利率	43.48%	48.35%	48.11%
期间费用率	29.54%	27.11%	26.17%

总资产回报率	9.17%	12.21%	11.97%
营业收入增长率	18.87%	8.63%	-0.42%
净利润增长率	-15.47%	9.61%	-26.05%
资产负债率	26.59%	13.69%	13.00%
流动比率	8.15	6.72	7.06
速动比率	6.85	5.46	5.82
EBITDA	26,552.44	28,347.16	25,215.70
EBITDA 利息保障倍数	10.17	487.56	441.80
有息债务/EBITDA	1.62	0.10	0.05
债务总额/EBITDA	2.91	1.06	1.02
经营性净现金流/流动负债	0.46	0.96	0.71
经营性净现金流/负债总额	0.18	0.83	0.60

资料来源：公司 2016 -2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2018 年末公司纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
北京华准检测技术有限公司	2,000 万元	100%	第三方检测
北京雪迪龙环境能源技术有限公司	4,200 万元	100%	环境污染治理、节能环保工程
北京雪迪龙信息科技有限公司	5,000 万元	100%	软件开发
青海雪迪龙环境技术有限公司	1,000 万元	100%	环境治理工程
广东雪迪龙环境科技有限公司	2,000 万元	70%	VOCs 治理相关业务
雪迪龙国际贸易（香港）有限公司	1 万港元	100%	贸易、投资
SDLTechnologyInvestmentLtd.	100 万英镑	100%	贸易、投资
KoreTechnologyLimited	16,166.5 英镑	61.01%	质谱仪等产品研发、生产及销售
江西雪迪龙科技有限公司	2,000 万	100%	环境综合服务
雄安雪迪龙环境科技有限公司	5,000 万	100%	研发、环境咨询与服务
北京雪迪龙环境科技有限公司	6,000 万	100%	技术开发、系统集成及相关服务

注：青海雪迪龙环境技术有限公司于 2018 年已完成注销  
 资料来源：公司提供

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数(天)	$180 \times (\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收票据}) / \text{营业收入}$
存货周转天数(天)	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
应付账款周转天数(天)	$180 \times (\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付票据}) / \text{营业成本}$
净营业周期(天)	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
流动资产周转天数(天)	$180 \times (\text{期初流动资产合计} + \text{期末流动资产合计}) / \text{营业收入}$
固定资产周转天数(天)	$180 \times (\text{期初固定资产} + \text{期末固定资产}) / \text{营业收入}$
总资产周转天数(天)	$180 \times (\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / \text{营业收入}$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券
非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产的减少+递延所得税负债的增加
FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
营运资本变化	存货减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目增加
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。