

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【44】号 01

债券简称：迪龙转债

债券剩余规模：5.20 亿
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：
党雨曦 田珊

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，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.c
om/](http://www.cspengyuan.com/)

2017 年北京雪迪龙科技股份有限公司 可转换公司债券 2020 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	2020 年 5 月 22 日	2019 年 4 月 25 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 2020 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持续的研发投入为后续发展提供一定保障，公司仍保持较低的负债经营。同时中证鹏元也关注到，公司面临更为激烈的市场竞争，盈利能力将承受一定压力；公司大型的长周期项目增多，需关注回款周期较长对公司现金流和运营效率的影响，本期债券募投项目进度未达预期等风险因素。

正面：

- **持续的研发投入为公司发展提供了一定保障。**截至 2019 年末，公司研发人员增至 367 人，当年研发投入规模增至 1.00 亿元，占营业收入比重增长 1.05 个百分点至 8.04%。2019 年公司新取得专利技术 24 项，计算机软件著作权 42 项，持续的研发投入为公司发展提供了一定保障。
- **公司负债水平仍较低。**2019 年末公司资产负债率为 29.74%，同比有一定幅度增长，扣除预收账款后的资产负债率为 22.15%，负债水平仍然很低。

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。** 公司所处行业为环境监测行业，新竞争者的加入使得该行业竞争进一步加剧，目前环境监测行业细分领域中价格竞争突出，预计公司盈利能力将承受一定压力。
- **公司大型的长周期项目增多，需关注回款周期较长对公司现金流和运营效率的影响。** 近些年公司水质监测和大气监测等大型项目增多，2019年公司存货占总资产比重有所上升，公司净营业周期拉长至 366.56 天。考虑到大型项目一般回款周期较长，需关注其对公司现金流和运营效率的影响。
- **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。公司已公告大幅延长建设周期及其进度，可能会影响公司未来业务发展前景。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	300,042.08	305,307.44	290,384.34	219,870.42
归属于母公司所有者权益合计	211,159.49	213,578.45	212,449.09	189,114.66
有息债务	46,654.02	46,130.53	42,902.44	2,883.19
资产负债率	29.34%	29.74%	26.59%	13.69%
流动比率	6.75	6.32	8.15	6.72
速动比率	5.21	4.99	6.85	5.46
营业收入	11,726.18	124,328.63	128,879.24	108,424.85
营业利润	-2,367.66	16,602.61	20,802.95	25,501.98
利润总额	-2,369.90	16,390.09	20,793.47	25,450.45
综合毛利率	40.10%	44.03%	43.48%	48.35%
总资产回报率	-	6.44%	9.17%	12.21%
EBITDA	-	22,616.83	26,552.44	28,347.16
EBITDA 利息保障倍数	-	8.07	10.17	487.56
经营活动现金流净额	-2,914.10	25,412.52	13,870.31	24,972.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

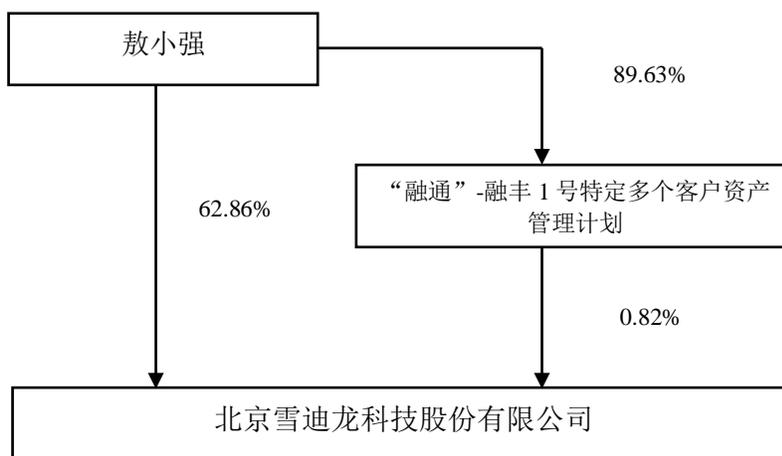
一、本期债券募集资金使用情况

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。截至2019年末，本期债券尚未使用的募集资金余额为48,985.65万元（含利息）。

二、发行主体概况

截至2020年3月末，公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变化，注册资本和股本增至为60,489.83万元，主要系2019年以及2020年1-3月本期债券累计转换9,689股公司股票所致。截至2020年3月末，公司控股股东及实际控制人仍为自然人敖小强，产权及控制关系如下图1所示¹。截至2019年末，公司合并报表范围内无变化，仍为11家子公司，具体明细见附录二。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

2019年环境监测设备行业稳步发展，未来仍具发展空间

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

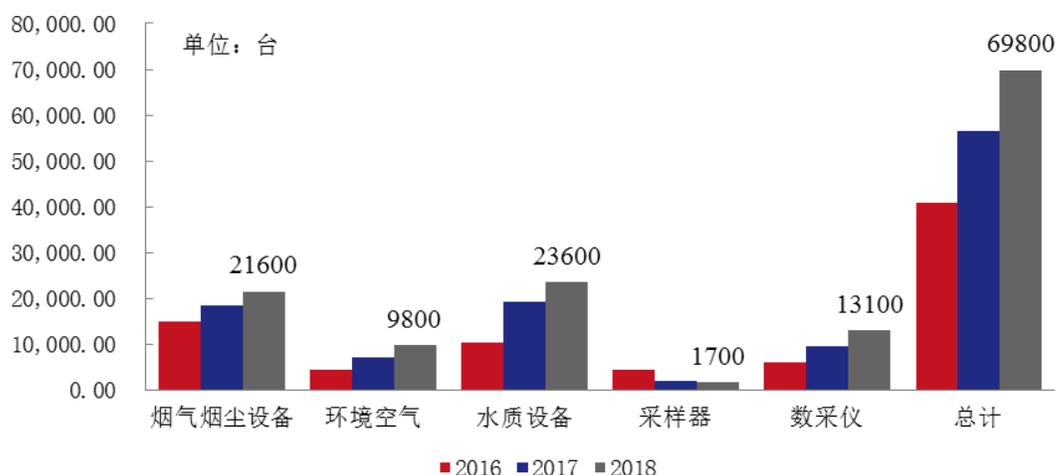
¹ “融通”-融丰 1 号特定多个客户资产管理计划是公司高管增持公司股票的专项资管计划，全部购买公司股票，合计买入雪迪龙公司股票 493.4897 万股，其中敖小强持股 442.2785 万股。

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。

2018年我国环境监测设备行业受PPP项目整改影响，销售收入有所下滑，但国家对改革生态环境监管体制的政策基调不变。从数据看，2019年环境监测设备行业有所好转，预计销售收入约228亿元左右。从政策端看，2020年3月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于构建现代环境治理体系的指导意见》（以下简称“意见”），《意见》提出要建立健全环境治理的七大体系，其中在环境治理监管体系中明确要求强化监测能力建设。按照国家规划，空气、地表水和土壤的环境监测质量控制体系将在2020年全面建成，预计到2020年我国环境监测行业市场规模有望突破900亿元，五年复合增速约为20%左右，有利于环境监测设备市场扩容。

从销售端看，2018年我国共计销售各类环境监测产品69,800台，同比增长22.98%。分产品看，2018年我国环境监测细分产品中销售烟尘烟气设备及水质设备较突出，分别销售21,600台和23,600台，分别同比增长16.98%和22.00%。随着国家对环境质量监测要求不断提高，2019年环境监测行业稳步发展，未来长期发展趋势向好。

图 2 2018 年我国环境监测细分产品销售烟尘烟气设备及水质设备较突出



资料来源：中国环境监测总站，中证鹏元整理

根据中国环境保护产业协会公布的《2019年环境监测行业发展评述和2020年发展展望》，2019年，以空气环境监测、水质监测、污染源监测为主体的国家环境监测网络已经基本形成，主要监测设备市场趋于稳定，当年我国环境监测行业总体发展趋势良好，大气

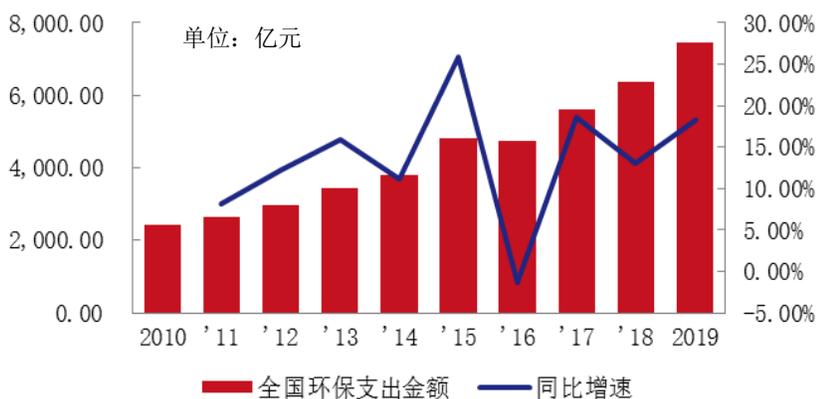
质量监测网络基本建设完成，水环境监测增长迅速。根据中国环境保护业协会的相关预测，环境监测行业预计到2020年实现900~1,000亿元的市场规模，环境质量监测领域仍具发展空间。

2019年国家继续加大节能环保资金投入，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，2019年国家财政关于节能环保的支出继续增加，2019年达到7,444.00亿元，同比上年增长18.20%，横向对比来看，2019年节能环保支出占当年国内GDP比重较2018年增长0.04个百分点至0.75%，对比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。

图3 2019年国家节能环保支出金额进一步增加



资料来源：国家财政部，中证鹏元整理

2019年，我国环保政策密集出台，大气治理成果持续巩固，水治理重要性不断提升，固废监管力度加严，气水土相关的监测要求上了一个新台阶，为环境监测行业带来新机遇。大气治理和监测方面，2019年2月，生态环境部编制了《2019年全国大气污染防治工作要点》，指导各地扎实做好2019年度大气污染防治工作，持续改善环境空气质量。同年6月，生态环境部印发《重点行业挥发性有机物综合治理方案》，提高挥发性有机物(VOCs)治理的科学性、针对性和有效性。2019年10月，生态环境部印发《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，对重点地区大气污染综合治理任务措施进行

了安排。

水环境监测方面，2019年水环境监测政策密集落地。2019年1月，多部委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，提出，到2020年底，长江流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）的国控断面比例达到85%以上，丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的国控断面比例低于2%。同年4月，多部委联合发布《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）》，提出力争三年基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区和黑臭水体。2019年5月，生态环境部发布《地级及以上城市国家地表水考核断面水环境质量排名方案（试行）》，开展地级及以上城市国家地表水考核断面水环境质量排名工作。

土壤监测方面，2019年1月1日，《土壤污染防治法》正式实施，为全面加强生态环境保护，推进净土保卫战筑牢了法治根基。2019年5月30日，农业农村部印发《关于做好农业生态环境监测工作的通知》，全面部署农业生态环境监测工作，强调要做好土壤环境监测、农田氮磷流失监测、农田地膜残留监测和外来生物入侵的监测。

环境监测市场参与者较多，竞争仍然激烈

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，一方面小体量公司纷纷进入市场，另一方面，IT公司和治理公司也跨界进入环境监测领域，导致市场竞争者较多，产品同质化较为严重，低价竞争等现象仍然较为突出。

受“COVID-19”疫情影响，行业集中度将进一步提升，但需关注验收周期较长的大型项目对企业营运资金的占用

目前，由于环境监测行业火电厂脱硫脱硝需求近年已逐渐饱和，污染源监测需求开始转向钢铁、石化、化工、冶金、水泥、垃圾焚烧等非电领域。非电行业竞争较为激烈，短期内由于市场参与者众多，导致环境监测行业存在低价竞争情况，龙头企业收入受到一定影响。同时，受“COVID-19”疫情影响，部分中小型环境监测企业受疫情影响推迟复工，导致项目的整体工期无法预期实现；且工程所需劳务和物资受疫情限制，间接地影响到工程实际建设进度。此外，受疫情影响人工和费用上涨，导致了成本大幅增加，使得中小型企业难以应对疫情次生的资金面冲击。行业龙头企业则受规模化优势、较稳定的供应商和物流体系等优势以实现在第一时间复工复产，有能力调动更多资源和信用维持销售，这无疑将进一步巩固龙头企业行业地位。但同时中证鹏元也注意到，由于竞争激烈，部分资金实力较强的企业向水环境监测以及空气质量监测等政府类项目发力。但由于此类项目规模

较大，验收周期较长，存在一定程度的营运资金占用情况，需关注营运资金占用情况对公司现金流的压力。

表1 2017-2019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	2019年	2018年	2017年
聚光科技	389,552.05	382,490.52	279,939.93
雪迪龙股份	124,328.63	128,879.24	108,424.85
先河环保	137,432.61	137,410.01	104,253.77

资料来源：WIND 资讯，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2019年公司主营业务内容未发生变化，当年实现营业收入12.43亿元，较去年降低3.53%。其中，环境监测系统收入为5.81亿元，占当年公司营收的46.71%，仍系公司主要收入来源。2019年，公司除节能环保工程收入增长117.47%至1.74亿元外，其他业务板块收入均有不同程度下滑，其中环境监测系统和气体分析仪及备件业务营收下降幅度较大，分别较去年同期下降14.73%和13.32%。综合毛利率方面，2019年，公司综合毛利率为44.03%，较去年微升0.54个百分点，变化不大。2020年1-3月，受“COVID-19”疫情影响，公司营业收入较去年同期下降54.48%至1.17亿元。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
环境监测系统	58,077.49	46.03%	68,109.73	40.01%
气体分析仪及备件	19,136.84	57.84%	22,053.29	52.55%
系统改造及运营维护服务	20,358.83	55.15%	21,250.53	50.59%
工业过程分析系统	9,338.44	41.09%	9,456.88	37.51%
节能环保工程	17,417.04	10.75%	8,008.80	36.28%
合计	124,328.63	44.03%	128,879.24	43.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年市场竞争加剧，公司整体营业收入下滑，预计公司经营将继续面临较大压力

2019年公司整体营收规模表现出下滑的态势，具体分业务看，2019年度，公司环境监测系统产品与工业过程分析系统业务销量与销售收入背离显著，主要系销售结构中单价价格较低产品占比提高影响；受非电行业竞争激烈影响，公司气体分析仪主机及备件销量与销售收入双双下滑，运维服务板块也收入下滑4.20%至2.04亿元。

毛利率方面，公司除节能环保工程业务外，其他业务毛利率均有不同程度的提高，公司认为，其环境监测系统产品、气体分析仪及备件与工业过程分析系统增加的原因主要为

公司针对产品部分组件采用自主生产或采购国产件等方式替代以实现降本；运维服务板块毛利率改善主要受益于销售结构的优化，毛利率占比较高业务规模提高所致。中证鹏元认为目前公司营业收入下滑主要是下游市场目前竞争较为激烈亦或是下游针对高附加值产品需求低迷，短期内改善的可能性较低，下游不利的行业环境与竞争格局将对公司经营产生负面影响且该影响或将持续。

表3 2018-2019年公司主要产品销售情况（单位：台、万元）

产品	2019年		2018年	
	销量	营业收入	销量	营业收入
环境监测系统	4,334	58,077.49	3,065	68,109.73
分析仪器主机及备件	589	19,136.84	648	22,053.29
工业过程分析系统	460	9,338.44	354	9,456.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年原材料采购额变动不大，对单一供应商依赖性持续下降

生产成本方面，2019年公司原材料采购产品构成未发生明显变化，对于原材料均备有多家合格供应商，仍可通过询价比价方式对冲成本上升风险，当年原材料采购金额较去年变动不大。结算方式仍按照大额采购按订单计算，其余按照月、季结算的方式，账期整体较上年变化不大。

表4 2018-2019年公司主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
仪器仪表	41,818.08	60.09%	41,931.27	57.57%
气路类部件	14,750.67	21.20%	14,587.78	20.03%
机柜机箱	6,887.77	9.90%	6,838.98	9.39%
标准气体	856.01	1.23%	1,085.07	1.49%
耗材	411.12	0.59%	439.18	0.60%
电路类部件	382.71	0.55%	406.61	0.56%

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，中证鹏元整理

2019年公司前五名供应商采购金额占当期采购总额比重降低至30.79%，主要由于当期产品部分组件采用自主生产或采购国产件占比增多所致。公司对第一大供应商采购占比下降明显，且主要原材料-仪器仪表采购不断分散，公司整体对单一供应商不断下降。

表5 2018-2019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
2019年	供应商一	分析仪表	9,688.31	15.85%
	供应商二	分析仪表	3,680.96	6.02%

	供应商三	分析仪表	1,951.75	3.19%
	供应商四	分析仪表	1,893.15	3.10%
	供应商五	脱硫、除尘、电源等设备	1,607.12	2.63%
	合计	-	18,821.29	30.79%
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	-	27,194.72	39.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司产能利用率及产销量均存在分化，未来产销率改善情况存在不确定性

产能情况方面，2019年除环境监测系统生产线产能大幅增加外，其他主要产品产线产能未发生变化。2019年公司产能利用率出现分化，环境监测系统由于单价较低的产品销量增长导致产能大幅提高，产能利用率变动不大；分析仪器主机及备件由于订单减少导致产能利用情况下滑；2019年，工业过程分析系统销售产品以石化企业的防爆分析小屋居多，由于其产品具有标准化特征，公司经营部根据市场分析预测，提请生产工厂进行预投产，因此当期产品产量大幅增加，产能利用率大幅提升。当年分析仪主机及备件实际销量较去年同期相应增加，但由于销量增幅低于产量增幅，导致当年公司工业过程分析系统产销率有所下滑。

整体来看，公司主要产品均采用以销定产方式，环境监测系统和工业过程分析系统生产周期相对较长，对于部分标准化产品实行少量预投，以加快生产和交付周期。部分大型项目或政府项目周期较长，短期内未能确认收入而无法计入销量，对公司营业资金形成一定占用，未来产销率改善情况存在不确定性。

表6 2018-2019年公司主要产品产销情况

产品	项目	2019年	2018年
环境监测系统	产能（台/套）	6,000	3,700
	产量（台/套）	5,193	3,224
	产能利用率	86.55%	87.14%
	销量（台）	4,334	3,065
	产销率	83.46%	95.07%
工业过程分析系统	产能（台/套）	600	600
	产量（台/套）	617	391

	产能利用率	102.83%	65.17%
	销量（台）	460	354
	产销率	74.55%	90.54%
分析仪器主机及备件	产能（台/套）	1,500	1,500
	产量（台/套）	591	907
	产能利用率	39.4%	60.47%
	销量（台）	589	648
	自用（台）	3,734	2,009
	产销率	99.66%	71.44%

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，中证鹏元整理

公司下游客户仍较为分散，且政府类项目增多，需关注营运资金占用情况

销售方面，2019年公司销售方式未发生变化，仍采取直销为主，经销为辅的方式。信用政策未发生变化，但公司采取了更加严格的信用评审保障回款的及时性，公司账款规模有所下降。2019年前五名客户销售收入占销售总额比重虽增至18.32%，但下游客户仍较为分散。从销售区域看，2019年公司销售区域仍集中在在华北、华东以及华中三地，2019年三者营业收入合计占比71.97%，当年海外地区占比降至6.28%。受“COVID-19”全球化的影响，2020年公司海外收入占比恐将有所降低。

目前公司积极推进水环境和大气环境监测项目，但由于此类项目政府类客户居多，且工程工期较长，需关注回款周期较长导致的营运资金占用情况。

表7 2018-2019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
2019年	客户一	10,480.41	8.43%
	客户二	4,375.86	3.52%
	客户三	3,169.05	2.55%
	客户四	2,430.83	1.96%
	客户五	2,319.18	1.87%
	合计	22,775.32	18.32%
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%
	合计	16,497.81	12.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续加大研发力度，为公司产品的市场竞争力提供了较好保障，需关注公司研发技术能否及时转换为市场认可的产品

2019年公司进一步加强大气和水环境监测研发力度，研发费用占总收入比重较去年增长1.05个百分点至1.00亿元，研发人员增至367名。研发成果方面，2019年公司新取得专利技术24项，计算机软件著作权42项，研发中心已移交多项产品并产生收益。持续增长的研发投入和不断扩充的研发团队为公司市场竞争提供较好保障。

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，会对公司业绩造成较大的影响，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8 2018-2019年公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
研发人员数量（人）	367	291
投入金额	10,001.45	9,007.10
占营业收入的比重	8.04%	6.99%
研发投入资本化的金额	0.00	0.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司募投项目建设进度及投产已延后，项目收益存在延期情况

本期债券募集资金总额为52,000.00万元，截至2019年末，公司已累计投入募集资金总额 4,790.64万元，其中“VOCs 监测系统生产线建设项目”累计投入1,148.80万元，“生态环境监测网络项目”累计投入3,641.84万元。2019年10月，公司发布《关于募投项目部分方案调整及项目延期的公告》，对募投项目进行调整，具体情况如下表所示。

表9 公司募投项目调整情况

项目	调整内容	
	调整前	调整后
生态环境监测网络综合项目	商业模式采取 BOT、BOO 等模式	商业模式优调整为包括但不限于 BOT、BOO 等垫资模式
	项目建设期和建设进度为 36 个月	建设期和建设进度调整为募集资金到位后六年
	使用募集资金投建 2 个地市级及 2 个园区级环境监测网络项目	环境监测网络建设项目个数不予限制
VOCs 监测系统生产线	项目建设期和建设进度为 24 个月	建设期和建设进度调整为募集资金到位后六年

资料来源：WIND资讯，中证鹏元整理

中证鹏元关注到，公司募投项目的建设及投产进度已延期，公司已大幅延长建设周期及其进度，相关募投项目收益可能普遍延后，公司发展前景受到一定程度制约。

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2018年审计报告，经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告²以及未经审计的2020年1-3月审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

2019年公司货币资金占比仍较高，资产流动性较高，但存货占比有所提升，对公司营业资金造成占用

2019年末公司总资产微增5.14%至30.53亿元，流动资产占比进一步提升至85.74%，资产结构仍以流动资产为主，未发生变化。2020年3月末公司总资产为30.00亿元。

截至2019年末，公司货币资金余额为13.75亿元，同比增长15.46%，其中受限资金账面价值为4.91亿元，占比35.71%。2019年末，公司交易性金融资产账面价值为0.20亿元，主要系公司当年度执行新金融工具准则，将其他流动资产科目中的银行理财产品转入所致。应收账款主要为应收的货款，2019年末账面价值为4.24亿元，同比微降8.99%，前五名应收款对象应收合计余额0.62亿元，占当期应收账款期末余额的12.41%，集中度较低，同时，根据公司提供的资料，2019年公司买卖合同存在欠款纠纷，各被上诉人需支付公司欠款747.78万元，实际收到58.70万元。考虑到公司应收款对象较为分散，公司虽加大催收力度，未来仍需关注公司应收账款回收风险。且近些年公司业务向政府类项目拓展，需关注回款不及时导致的营运资金占用情况。2019年公司应收账款融资账面价值为1.22亿元，主要系公司会计政策变更，执行新金融工具准则，将部分应收票据按照性质重分类至应收款项融资科目。预付款项系预付设备款，主要系对设备采购形成，2019年末账面价值为0.70亿元。2019年由于公司承接部分大型项目的执行周期较长，导致发出商品增加，公司存货增长40.65%至5.53亿元，未来待客户验收后能够为公司收入提供补充，但对目前对公司营运资金形成较大占用，导致公司运营效率有所弱化。2019年公司其他流动资产减少至0.05亿元，主要系公司执行新金融工具准则，其他流动资产中的理财产品重分类至交易性金融资产所致。

²公司改聘会计师事务所是因为原负责公司审计业务的团队整体转入大华会计师事务所（特殊普通合伙）。

公司其他非流动金融资产为可供出售金融资产的重分类科目，主要是公司围绕主业进行产业延伸和布局以及为拓宽市场而投资的环保行业内的新兴企业，2019年末账面价值为1.01亿元，当年累计亏损金额较大的北京长能环境大数据科技有限公司和重庆智慧思特环保大数据有限公司公允价值分别减少0.02亿元和0.04亿元。

2019年末公司长期股权投资同比增长30.44%至0.91亿元，主要由于青岛吉美来科技有限公司分配方案调整，应收股利转回长期股权投资所致。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，2019年末规模较上年变动不大，截至2019年末，公司固定资产中尚未办妥产权证明的资产账面价值0.06亿元。公司无形资产主要为土地使用权和非专利技术，2019年公司新增土地使用权，土地性质为工业用地，宗地面积24,063.15平方米。2019年公司商誉同比减少21.87%至0.19亿元，主要系当年KORE公司全额计提商誉减值准备所致，需关注未来ORTHODYNES.A.和北京雪迪龙环境能源技术有限公司的业务运营情况以及存在的商誉减值风险。

总的来看，资产结构依然以流动资产为主，货币资金占比仍较高，即期支付能力尚可，资产流动性良好，但存货规模占比较大，占用公司较多营运资金。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	132,837.19	44.27%	137,553.81	45.05%	119,132.23	41.03%
交易性金融资产	5,000.00	1.67%	2,000.00	0.66%	0.00	0.00%
应收账款	37,249.07	12.41%	42,401.86	13.89%	46,589.61	16.04%
应收账款融资	10,180.17	3.39%	12,176.02	3.99%	0.00	0.00%
预付款项	7,495.67	2.50%	6,996.94	2.29%	9,765.89	3.36%
存货	58,521.76	19.50%	55,262.79	18.10%	39,291.81	13.53%
其他流动资产	654.36	0.22%	510.41	0.17%	7,365.47	2.54%
流动资产合计	256,653.11	85.54%	261,755.79	85.74%	246,606.62	84.92%
其他非流动金融资产	10,149.16	3.38%	10,149.16	3.32%	0.00	0.00%
长期股权投资	9,086.93	3.03%	9,084.40	2.98%	6,964.58	2.40%
固定资产	13,965.96	4.65%	14,260.93	4.67%	15,015.19	5.17%
无形资产	4,500.69	1.50%	4,565.52	1.50%	4,670.83	1.61%
商誉	1,890.91	0.63%	1,890.91	0.62%	2,420.07	0.83%
非流动资产合计	43,388.97	14.46%	43,551.65	14.26%	43,777.72	15.08%
资产总计	300,042.08	100.00%	305,307.44	100.00%	290,384.34	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期延长，对公司营运资金形成占用

2019年公司加大应收账款催收力度，应收款项周转天数小幅下降；由于公司承接了部分长周期项目导致发出商品增加，存货周转天数拉长至244.56天，应付账款周转天数变动不大。受上述因素综合影响，公司净营业周期拉长至366.56天。资产周转方面，2019年公司备货因素，存货大幅增加导致公司流动资产周转天数大幅上升至735.99天，进而一定程度上影响了整体周转效率。整体来看，2019年公司由于政府类项目工程周期较长，净营业周期大幅增长，公司整体资产运营效率有所弱化，对公司营运资金形成占用。

表11 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收款项周转天数	177.45	181.58
存货周转天数	244.56	177.54
应付账款周转天数	55.44	42.31
净营业周期	366.56	316.81
流动资产周转天数	735.99	587.79
固定资产周转天数	42.39	42.88
总资产周转天数	862.43	712.65

注：为保持数据可比性，2019年应收账款包括应收账款、应收票据和应收账款融资，2018年应收账款包括应收账款和应收票据；应付账款包括应付账款和应付票据。

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司收入和净利润均下滑；期间费用率进一步上升，公司增值税即征即退对公司利润总额贡献依旧较大

2019年公司营业收入微降3.53%至12.43亿元，当年除节能环保工程板块收入有所增长外，其他业务均有不同程度的收入下滑。2020年1-3月，受“COVID-19”疫情影响，公司营业收入较同期减少54.48%至1.17亿元。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率微增至44.03%，基本保持稳定。2019年公司期间费用率较去年同期上升2.81个百分点至32.35%，主要由于公司推进大气和水质监测项目导致相关人工成本和推广费用增加、研发费用上升且全部费用化处理所致。2019年公司其他收益账面价值为0.42亿元，占当期利润总额的比重上升4.2个百分点至25.52%，其中公司将软件产品运用于系统产品中实现的增值税即征即退额0.37亿元。受“COVID-19”疫情影响，公司业务开展受到负面影响，2020年1-3月，公司净利润出现亏损，需关注“COVID-19”疫情对公司2020年业绩和盈利能力的影响。综合而言，2019年公司收入和净利润均有所下滑，期间费用率较去年进一步增长，增值税即征即退对公司利润总额的贡献依旧较大。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	11,726.18	124,328.63	128,879.24
营业利润	-2,367.66	16,602.61	20,802.95
利润总额	-2,369.90	16,390.09	20,793.47
净利润	-2,458.89	13,892.46	17,999.64
综合毛利率	40.10%	44.03%	43.48%
期间费用率	61.69%	32.35%	29.54%
营业利润率	-20.19%	13.35%	16.14%
其他收益	551.50	4,182.02	4,433.82
总资产回报率	-	6.44%	9.17%
净资产收益率	-	6.50%	8.93%
营业收入增长率	-54.48%	-3.53%	18.87%
净利润增长率	-364.19%	-22.82%	-15.47%

资料来源：公司2018-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

现金流

因预付货款减少和公司票据结算占比增加，2019年公司经营活动现金流表现有所改善，对筹资依赖性仍较小

2019年由于大型长周期的政府项目增加，公司备货相应增加；经营性应收项目减少一方面因为公司收入下滑导致应收款项相应减少，且公司为了加快资金周转，加大了催收力度并及时收回部分应收账款，另一方面则是由于联营企业分配方案调整，公司将应收股利转到长期股权投资，其他应收款相应减少所致。受上述因素综合影响，2019年公司营运资本变化为0.41亿元。2019年公司经营活动产生的现金流量净额比上年同期增长83.22%，主要系当年对供应商采用票据结算占比增加和预付货款减少所致。投资活动方面，2019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0.84亿元，较去年同期增加118.43%，主要系当年理财及定期存款解付的累计金额大于存入的累计金额所致。筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金净流出1.32亿元，主要系当年公司分配股利和回购公司股票所致。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
净利润	-2,458.89	13,892.46	17,999.64
营运资本变化	-	4,051.48	-10,304.19
其中：存货减少（减：增加）	-	-15,983.70	-6,762.30
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	12,450.82	-7,100.92

增加)			
经营性应付项目的增加(减少)	-	7,584.36	3,559.04
经营活动产生的现金流量净额	-2,914.10	25,412.52	13,870.31
投资活动产生的现金流量净额	3,452.57	8,392.84	-45,548.66
筹资活动产生的现金流量净额	1,034.54	-13,175.78	44,942.97
现金及现金等价物净增加额	1,556.24	20,684.08	13,304.61

资料来源：公司2018-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率较低，有息债务主要为本期债券，短期偿债压力较小

2019年公司负债增长速度高于公司所有者权益增长速度，导致公司2019年产权比率增长至42.33%，公司净资产对负债的保障程度有所下降，但整体尚可。2020年3月，产权比率微降至41.52%。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	88,025.45	90,797.69	77,216.28
所有者权益	212,016.63	214,509.75	213,168.06
产权比率	41.52%	42.33%	36.22%

资料来源：公司2018-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

由于公司承接部分大型项目的执行周期较长，预收项目款大幅增加。受此影响，2019年公司流动负债占比增至45.60%。2020年预收账款重分类至合同负债，流动负债占比43.20%。

2019年末短期借款账面价值269.08万元，主要为信用借款。2019年末公司应付票据账面价值为0.09亿元，主要系子公司使用应付票据支付工程款，票据尚未到期支付所致。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，2019年末账面价值为1.15亿元。预收款项系预收货款，2019年末为2.32亿元，占负债比重上升至25.51%，公司于2020年执行新收入准则，将预收账款重分类至合同负债，2020年3月末，合同负债账面价值2.54亿元，没有即期偿还压力。公司长期借款主要为抵押借款，抵押物主要为房屋建筑物和土地，2019年末账面价值为277.97万元。应付债券为本期债券，已于2018年7月3日进入转股期，2019年末债券账面余额为4.45亿元，是目前公司负债的最主要构成，占比为49.03%。递延收益为政府对公司各类研究项目进行的补助，2019年末余额为0.46亿元。

截至2019年末，公司有息负债主要为本期债券。由于实施权益分派，本期债券转股价调整至8.83元/股，调整后的转股价格自2020年5月19日起生效。截至2020年3月31日，累计

已有162,700元（1,627张）本期债券转换成公司A股普通股，累计转股数为17,994股，占本期债券转股前公司已发行普通股股份总额的0.0030%，剩余可转债余额为519,837,300元（5,198,373张），占本期债券发行总量的99.9687%。考虑到可转债有转股修正条款，最后两个计息年度内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	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	180.07	0.20%	269.08	0.30%	305.20	0.40%
应付票据	977.49	1.11%	939.10	1.03%	0.00	0.00%
应付账款	9,347.72	10.62%	11,464.51	12.63%	9,032.87	11.70%
预收款项	0.00	0.00%	23,162.93	25.51%	14,060.53	18.21%
合同负债	25,399.91	28.86%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	38,030.38	43.20%	41,406.49	45.60%	30,246.76	39.17%
长期借款	283.02	0.32%	277.97	0.31%	381.98	0.49%
应付债券	45,116.93	51.25%	44,521.28	49.03%	42,044.58	54.45%
递延收益	4,595.12	5.22%	4,591.96	5.06%	4,542.96	5.88%
非流动负债合计	49,995.08	56.80%	49,391.21	54.40%	46,969.52	60.83%
负债合计	88,025.45	100.00%	90,797.69	100.00%	77,216.28	100.00%
有息债务	46,654.02	53.00%	46,130.53	50.81%	42,902.44	55.56%

资料来源：公司2018-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2019年末公司资产负债率为29.74%，同比有一定幅度增长，扣除预收账款后的资产负债率为22.15%，负债经营程度仍然很低。2019年末，公司流动比率和速动比率较去年均有所下降。但考虑到总资产中包括本期债券募集资金，实际短期偿付能力有所弱化，但整体来看公司短期债务偿付能力较强。长期偿债指标方面，2019年由于利润总额有所下降，当年公司EBITDA和EBITDA利息保障倍数均有所下滑，二者分别为2.26亿元和8.07，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	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	29.34%	29.74%	26.59%
流动比率	6.75	6.32	8.15
速动比率	5.21	4.99	6.85
EBITDA（万元）	-	22,616.83	26,552.44
EBITDA利息保障倍数	-	8.07	10.17
有息债务/EBITDA	-	2.04	1.62
债务总额/EBITDA	-	4.01	2.91
经营性净现金流/流动负债	-0.08	0.61	0.46

经营性净现金流/负债总额	-0.03	0.28	0.18
--------------	-------	------	------

资料来源：公司2018 -2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月30日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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

持续的研发投入为公司后续发展拥有一定保障；公司负债水平仍较低。同时中证鹏元也关注到，公司面临更为激烈的市场竞争，盈利能力将承受一定压力；公司大型的长周期项目增多，需关注垫资风险对公司现金流和运营效率的影响，本期债券募投项目进度已延期，需关注未来实际产生收益的情况等风险因素。

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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	132,837.19	137,553.81	119,132.23	59,683.94
应收账款	37,249.07	42,401.86	46,589.61	47,612.04
预付款项	7,495.67	6,996.94	9,765.89	7,594.02
存货	58,521.76	55,262.79	39,291.81	32,551.50
固定资产	13,965.96	14,260.93	15,015.19	15,684.33
资产总计	300,042.08	305,307.44	290,384.34	219,870.42
短期借款	180.07	269.08	305.20	170.39
应付账款	9,347.72	11,464.51	9,032.87	6,087.98
预收款项	0.00	23,162.93	14,060.53	9,666.97
一年内到期的非流动负债	96.51	123.10	170.68	178.81
长期借款	283.02	277.97	381.98	534.00
应付债券	45,116.93	44,521.28	42,044.58	0.00
负债合计	88,025.45	90,797.69	77,216.28	30,094.59
有息负债	46,654.02	46,130.53	42,902.44	2,883.19
所有者权益合计	212,016.63	214,509.75	213,168.06	189,775.83
营业收入	11,726.18	124,328.63	128,879.24	108,424.85
营业利润	-2,367.66	16,602.61	20,802.95	25,501.98
净利润	-2,458.89	13,892.46	17,999.64	21,293.67
经营活动产生的现金流量净额	-2,914.10	25,412.52	13,870.31	24,972.96
投资活动产生的现金流量净额	3,452.57	8,392.84	-45,548.66	-284.41
筹资活动产生的现金流量净额	1,034.54	-13,175.78	44,942.97	-4,034.21
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	177.45	181.58	219.76
存货周转天数	-	244.56	177.54	191.34
应付账款周转天数	-	55.44	42.31	40.99
净营业周期	-	366.56	316.81	370.11
流动资产周转天数	-	735.99	587.79	543.70
固定资产周转天数	-	42.39	42.88	52.02
总资产周转天数	-	862.43	712.65	693.41
综合毛利率	40.10%	44.03%	43.48%	48.35%
期间费用率	61.69%	32.35%	29.54%	27.11%
总资产回报率	-	6.44%	9.17%	12.21%
营业收入增长率	-54.48%	-3.53%	18.87%	8.63%
净利润增长率	-364.19%	-22.82%	-15.47%	9.61%

资产负债率	29.34%	29.74%	26.59%	13.69%
流动比率	6.75	6.32	8.15	6.72
速动比率	5.21	4.99	6.85	5.46
EBITDA	-	22,616.83	26,552.44	28,347.16
EBITDA 利息保障倍数	-	8.07	10.17	487.56
有息债务/EBITDA	-	2.04	1.62	0.10
债务总额/EBITDA	-	4.01	2.91	1.06
经营性净现金流/流动负债	-0.08	0.61	0.46	0.96
经营性净现金流/负债总额	-0.03	0.28	0.18	0.83

资料来源：公司 2017 -2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月审计报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2019 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 万元	100%	环境综合服务
雄安雪迪龙环境科技有限公司	5,000 万元	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 万元	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，中证鹏元整理

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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

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。