



2017年北京雪迪龙科技股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2017年北京雪迪龙科技股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

主体信用等级	本次 AA	上次 AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-03	2020-05-22

评级观点

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 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司现金充裕度较高且具备一定的再融资弹性，整体债务压力较小，公司近年经营平稳，经营性现金流表现较好。同时也关注到，公司仍面临较为激烈的市场竞争环境，仍需关注回款周期较长的政府类项目对公司营运资金的占用情况，募投项目投入进展缓慢，需关注未来募投项目经济效益不及预期等风险因素。

债券概况

债券简称：迪龙转债

债券剩余规模：2.98 亿元

债券到期日期：2023 年 12 月 27 日

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

未来展望

公司作为环保监测行业的先入者，具备一定的规模优势和市场竞争力，且公司负债规模较小，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	32.17	32.41	30.53	29.04
归母所有者权益	24.47	22.23	21.36	21.24
总债务	2.93	4.81	4.61	4.29
营业收入	2.26	12.13	12.43	12.89
净利润	0.27	1.50	1.39	1.80
经营活动现金流净额	-0.11	2.41	2.54	1.39
销售毛利率	48.34%	41.85%	44.03%	43.48%
EBITDA 利润率	--	20.87%	17.69%	20.43%
总资产回报率	--	6.54%	6.44%	9.17%
资产负债率	23.66%	31.12%	29.74%	26.59%
净债务/EBITDA	--	-4.75	-4.75	-3.79
EBITDA 利息保障倍数	--	8.59	7.85	10.08
总债务/总资本	10.67%	17.73%	17.70%	16.75%
FFO/净债务	--	-11.01%	-8.08%	-11.70%
速动比率	5.03	4.61	4.99	6.85
现金短期债务比	127.08	168.65	115.39	306.07

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：党雨曦
dangyx@cspengyuan.com

项目组成员：朱磊
zhul@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司现金充裕度较高且具备一定的再融资弹性。**2020年末，公司货币资金以及交易性金融资产合计账面价值为15.55亿元，资金充裕度较高，且公司银行授信尚未使用额度亦较为充裕，公司资产整体流动性较好，有一定再融资弹性。
- **公司近年经营平稳，经营性现金流表现较好。**公司2020年业绩保持平稳，利润表现略有提升，经营性现金流受收现比较高、业务回款及时等影响，经营性现金流表现依然良好。
- **公司债务压力较小。**受本期债券转股影响，2021年3月末公司总债务较2020年末下降39.07%至2.93亿元，资产负债率降至23.66%，且公司有息债务以长期负债为主，公司债务压力较小。

关注

- **公司面临的市场竞争仍旧激烈。**公司所处行业为环境监测行业，众多IT公司和治理公司也跨界进入环境监测领域，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仍存在价格竞争，公司仍面临激烈的竞争市场。
- **仍需关注回款周期较长的政府类项目对公司营运资金的占用情况。**受疫情影响，公司部分项目进展缓慢且政府类项目验收周期较长，2020年公司应收款项和存货账面价值均有所上升，对公司营运资金占用仍旧明显。
- **募投项目投入进展缓慢，需关注未来募投项目经济效益不及预期的情况。**2020年公司募投项目累计投入金额较小，募投项目建设进度缓慢，影响募投项目的预期效果，且基于监测行业对产品技术和创新要求较高，需关注因募投项目进展缓慢导致的募投项目收益不及预期的风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	雪迪龙	聚光科技	先河环保
总资产	32.41	93.71	25.37
营业收入	12.13	41.01	12.48
净利润	1.50	5.43	1.38
销售毛利率	41.85%	40.73%	45.88%
资产负债率	31.12%	55.30%	17.06%

注：以上各指标均为2020年数据。

资料来源：WIND资讯，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、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5.20亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于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2020年12月31日，尚未使用的募集资金总额为4.99亿元，其中本期债券募集资金专项账户余额为4.44亿元；因现金管理需要，购买其他银行结构性存款、定期存款的金额为0.55亿元。

三、发行主体概况

截至2021年3月末，公司名称和主营业务均未发生变化，业务领域仍涵盖环境监测、环境大数据服务、污染治理与节能、环境综合服务和工业过程分析。控股股东及实际控制人均未发生变化，仍为自然人敖小强。“融通—融丰1号特定多个客户资产管理计划”已于2020年到期且不能再展期，经各委托人协商，一致同意终止该计划。2021年3月末公司产权及控制关系图见附录二。2021年3月末，公司注册资本和股本较2019年末的6.05亿元增至为6.29亿元，主要系“迪龙转债”转股所致。同期末，公司合并报表范围内减少1家子公司，即青海雪迪龙环境技术有限公司已完成清算注销，后续不再纳入合并范围。截止2021年5月13日，敖小强已质押股份数为2,500.00万股，占2021年3月末公司总股本的3.97%，占同期末敖小强所持股份数的6.57%。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

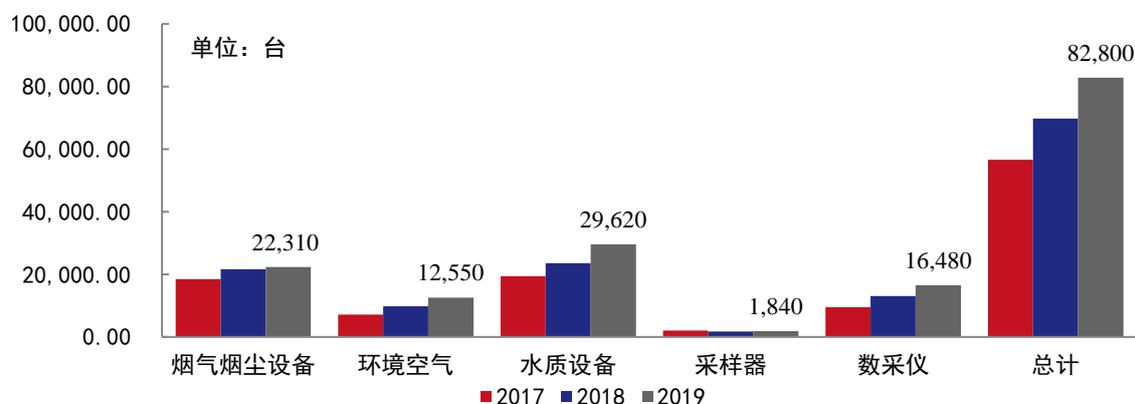
积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

行业及区域经济环境

近些年环境监测设备销量增长较为明显，“碳达峰、碳中和”政策以及各细分领域环保政策的提出为未来环境监测设备市场空间扩容奠定良好基础

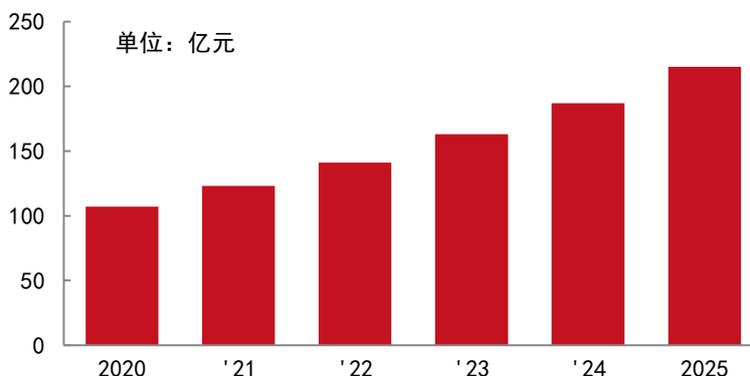
环境监测设备行业为环保设备行业的细分领域之一，包括分析仪器、配件、成套系统的生产、销售和服务等环节。环境监测分为环境质量监测和污染源监测，前者主要目的是考核环境保护成果以及环境质量，监测对象包括大气、水、土壤和噪声等；后者主要目的是控制有害物质的排放量，监测对象包括废污水、废气以及重金属等。2020年是十三五收官之年，各地政府和企业面临环境治理成效考核压力，环境监测需求相应增加。从销售端看，2019年环境监测设备销售总量为82,800.00台，较去年同期增长18.62%，细分产品销量均同比有所增长，其中水质监测设备和烟气烟尘监测设备仍为主要销量来源。

图 1 近些年我国环境监测细分产品销售量有所增长


资料来源：前瞻产业研究院，中证鹏元整理

从政策端看，国家对环境质量监测要求逐步预警化、精确化和全面化。2019年9月，生态环境部印发了《生态环境监测规划纲要(2020-2035年)》（以下简称“规划纲要”），完成了“十四五”国家环境空气、地表水、海洋生态环境监测网络优化调整，其中，空气监测站从1,436个增加到近1,800个，地表水断面监测从1,931个增加到3,700个，实现十大流域干流及重要支流、地级及以上城市、重要水体省市界和重要水功能区“四个全覆盖”。海洋监测点位也整合优化到1,400个，实现近岸与近海统筹。另一方面，国家空气监测城市站的设备更换周期为5-8年，规划纲要中对于下一阶段的建设任务要求中也提及了监测网络往乡镇、农村发展，并加强交通路边站的建设，常规参数的监测设备市场前景广阔。此外，2021年2月，生态环境部审议并通过《生态环境监测条例（草案）》，提出通过制定条例，推动监测工作依法开展、监测管理依法行政、监测数据合法有效，进一步明确和规范主管部门、监测机构、监测人员、排污单位等相关主体的责任和义务，通过压实相关主体的责任和义务来提高对环境监测的重视程度。我国“碳达峰、碳中和”等一系列中长期目标和愿景已经明确，为整个环境监测带来新的技术突破和市场需求。根据前瞻产业研究院数据，2021年我国环境监测设备销售额预测值为123亿元，2025年市场规模有望突破200亿元，环境监测设备在各细分环保政策和“碳达峰、碳中和”目标的带动下，未来市场仍具发展空间。

图 2 预计 2025 年我国环境监测设备销售额有望突破 200 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，中证鹏元整理

受新冠肺炎疫情影响，2020年国家节能环保资金投入同比有所下降，但加大环保投入力度的方向不变；环境监测市场参与者仍较多，市场竞争仍然激烈

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，2017-2019年国家财政关于节能环保的支出均持续增加，2020年受新冠肺炎疫情影响，当年节能环保支出6,317亿元，同比下降14.1%，但加大环保投入力度的方向未发生变化。从融资环境方面看，2020年10月，生态环境部牵头出台《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》，鼓励和引导民间投资与外资进入气候投融资领域，激发社会资本的动力和活力，支持在气候投融资中通过多种形式有效拉动和撬动社会资本，规范推进PPP项目。据财政部PPP中心统计，截至2021年1月28日，全国PPP综合信息平台项目管理库中共有生态建设和环境保护类项目942个，投资额19,482亿元，分别占总项目数和投资额的9.51%和12.80%，均排名第三位。此外，我国全面推开碳排放权交易市场，2020年我国试点碳市场年成交额21.5亿元，较2019年增长3%，碳交易年平均成交价格为28.6元/吨。2021年1月5日，生态环境部印发了《碳排放权交易管理办法（试行）》，并印发了配套的配额分配方案和重点排放单位名单，全国碳排放权交易体系正式投入运行。总体来看，国家加大环保投入力度的方向未发生变化，且通过完善相关配套投融资措施，保障环境监测行业健康发展。

随着国家对环境监测行业的重视，对加快推进生态环境监测业务拓展、技术研发、信息集成和数据分析，进一步提升监测与技术支撑的及时性、前瞻性、精准性提出了更高的要求，部分IT公司和治理公司通过大数据和信息化等优势跨界进入环境监测领域，给公司带来新的竞争压力。从竞争格局看，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，伴随着新老企业同时竞争的局面，环境监测行业竞争压力仍旧较大。

图3 受疫情影响，2020年我国环保支出同比有所下降



资料来源：国家财政部，中证鹏元整理

受新冠肺炎疫情影响，国产替代率或将进一步增加，行业集中度将进一步提升，但仍需关注验收周期较长的大型项目对企业营运资金的占用

目前环境监测主要集中在钢铁、石化、化工、冶金、水泥和垃圾焚烧等非电行业监测以及水质监测领域，且中国环境监测行业经过较长时间的发展，部分国内监测仪器企业已初步完成了技术积累，常规产品的技术参数已经能够达到进口产品的水平。受海外疫情反复和常态化影响，基于国有产品较好的产品质量和较高的性价比，地方政府在采买环境监测仪器的过程中将优先考虑本土品牌，预计国产化环境监测设备市场占有率将进一步增长。从竞争格局看，环境监测设备行业竞争激烈，存在低价竞争和地方保护政策，龙头企业收入受到一定影响。同时，受新冠肺炎疫情影响，部分中小型环境监测企业推迟复工复产，导致其承接项目的整体工期无法预期实现；且工程所需劳务和物资受新冠肺炎疫情限制，间接地影响到工程实际建设进度。疫情期间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，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，市场集中度进一步向头部企业靠拢。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。考虑到目前经济下行压力较大，且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。

五、经营与竞争

2020年公司主营业务未发生变化，当年营业收入同比下降2.45%至12.13亿元，主要系部分项目受疫情影响验收滞后所致，整体经营保持平稳。从收入构成来看，环境监测系统和节能环保工程受疫情影响，项目实施进度和验收进度有所延迟，当年收入均有所下滑；受石油化工等行业安全生产、品控提升、节

能增效和污染控制等方面要求的提高，对工艺过程检测需求有所增加影响，2020年公司工业过程分析系统收入大幅增长，其余业务板块收入变动相对温和。

业务毛利率方面，节能环保工程受实施的项目规模影响较大，2019年该业务毛利率较低主要系当年签订并执行一笔金额较大且毛利率较低的工程总包合同所致，2020年该业务毛利率恢复至平均水平。环境监测系统、气体分析仪及备件和工业过程分析系统毛利率均有所下降，主要系根据新会计准则要求公司将销售费用中的运费计入主营业务成本核算所致。系统改造及运营维护毛利率下降主要是公司根据证监局检查的指导意见，合理界定运营人员性质，将相关人员薪酬调整至主营业务成本，导致该类服务的毛利率下降。综合影响下，公司综合毛利下滑2.18个百分点至41.85%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
环境监测系统	55,223.18	41.28%	58,077.49	46.03%
气体分析仪及备件	21,101.65	55.08%	19,136.84	57.84%
系统改造及运营维护服务	22,505.06	38.28%	20,358.83	55.15%
工业过程分析系统	16,023.41	37.84%	9,338.44	41.09%
节能环保工程	6,426.22	25.74%	17,417.04	10.75%
合计	121,279.52	41.85%	124,328.63	44.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司研发投入力度有所下降，仍需关注公司研发技术能否及时转换为市场认可的产品

公司作为国内环境监测和分析仪器市场的先入者之一，目前研发方向主要包括三个方面，一是发展高精度的测量检测技术，研制更多市场前景良好的分析仪器产品；二是深入对系统应用技术的研发创新，拓宽系统应用范围，为客户提供在线连续监测和过程分析方面的监测一体化解决方案；同时增强5G、区块链、AI等新技术在软硬件产品中的应用；三是以覆盖水、气、土、辐射、噪声等多个监测要素的监测设备为基础，对环境监测数据信息进行统一采集、传输、存储、整合、共享及大数据分析，形成一整套全新的系统性产品。中证鹏元认为，公司研发方向和目前环境监测领域高精度、数据互联、数据可追踪性和及时性等要求相符，为公司市场竞争力提供一定保障。从研发投入看，2020年由于公司主要在研项目处于中后期，相关费用投入相应减少，叠加受疫情影响部分在研项目投入进度有所延迟，当年研发投入同比下降31.52%至0.68亿元。研发成果方面，2020年公司新取得专利技术34项，计算机软件著作权15项，且当年公司自主完成VOCs全线产品的升级，实现包括色谱、质谱、光谱、传感器技术的全覆盖，形成在线、便携和车载的监测仪器产品，并取得了相应的环保产品认证。

但中证鹏元也注意到，2020年公司研发人员减少至308人，公司认为主要是在研的部分项目到期结项或处于研发后期阶段，投入的研发人工、试制材料费及测试费用等均有所减少所致；中证鹏元认为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2 2019-2020 年公司研发投入情况

项目	2020 年	2019 年
研发人员数量（人）	308	367
投入金额（万元）	6,848.67	10,001.45
占营业收入的比重	5.65%	8.04%
研发投入资本化的金额（万元）	0.00	0.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受新冠肺炎疫情影响，公司环境监测系统产能利用率下降明显，未来产能利用情况存在不确定性

2020年公司未新增产能。产能利用率方面，环境监测系统产能利用率下滑主要系产品结构发生变化，具体来看，受疫情影响，政府端微型空气站大型项目减少。由于微型空气站属于量大但单价较低的产品，导致2020年环境监测系统销量下滑明显，因采用以销定产的生产模式，当年环境监测系统产能利用率亦下降明显。其他产品产能利用率波动较为温和。2020年公司主要产品产销率在90%左右，库存积压风险较小。总体来看，公司产能利用情况受项目进度和项目规模影响较大，未来产能利用情况仍存在不确定性。由于采用以销定产，产销率情况保持相对稳定。

表3 2019-2020 年公司主要产品产销情况

时间	项目	2020 年	2019 年
环境监测系统	产能（台/套）	6,000	6,000
	产量（台/套）	3,546	5,193
	产能利用率	59.10%	86.55%
	销量（台）	3,288	4,334
	产销率	92.72%	83.46%
工业过程分析系统	产能（台/套）	600	600
	产量（台/套）	562	617
	产能利用率	93.67%	102.83%
	销量（台）	493	460
	产销率	87.72%	74.55%
分析仪器主机及备件	产能（台/套）	1,500	1,500
	产量（台/套）	550	591
	产能利用率	36.67%	39.40%
	销量（台）	506	589
	自用（台）	3,192	3,734
	产销率	92.00%	99.66%

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

受项目进度影响，公司前五大客户销售收入占比大幅下降，仍需关注政府类项目营运资金占用情况

销售方面，2020年公司销售方式未发生变化，仍采取直销为主，经销为辅的方式向客户销售监测设备等产品，提供环保数据服务及环保综合服务，直销仍主要通过招投标方式与客户直接签订销售合同，政府端大型项目则一般采用BOT、BOO等模式。2020年公司信用政策未发生变化，对于企业端业务，一般情况下要求在货到后支付60%货款，安装调试完成后再支付30%货款，剩余10%作为质保金，一般质保金期限为1年；对于政府端项目，仅设备供应类合同与企业端信用政策相似，但涉及运维服务、数据服务等整体打包合同，则需根据项目具体情况与客户协商。此外，对于代理商或者经销商，公司要求100%预付款发货。由于公司节能环保工程一重大项目在2019年完工，2020年公司无重大类似项目完工，导致前五大客户销售收入占比大幅下降至8.20%。从销售区域看，2020年公司销售区域仍集中在华北、华东以及华中三地，2020年三者营业收入合计占比67.25%，比利时子公司Orthodyne收入较去年有所增加，2020年海外地区收入增至0.87亿元，考虑到海外疫情反复和常态化，需关注未来海外收入变动情况。

新冠肺炎疫情对政府端的业务带来一定影响，2020年公司签订的政府端项目合同额较上年略有下降。考虑到政府类的大气项目和水质项目执行周期长、项目较为分散，对公司营运资金占用较大，仍需关注回款周期较长导致的营运资金占用情况。

表4 2019-2020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	占销售总额比例
2020年	客户一	2,070.19	1.71%
	客户二	2,053.01	1.69%
	客户三	2,043.36	1.68%
	客户四	2,034.03	1.68%
	客户五	1,739.12	1.43%
	合计	9,939.70	8.20%
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%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司主要原材料采购额有所下降，对第一大供应商仍有一定的依赖性

采购方面，公司原材料的采购仍由物资供应部负责。2020年公司原材料采购产品构成未发生明显变化，对于一般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，根据客户需求，对于部分仪表仍从长期合作的国外供应商处采购，一般采用先付全款后发货的形式。由于受新冠肺炎疫情

情影响，公司项目进展相对缓慢且政府类项目需根据客户需求进行采购，2020年公司主要原材料采购金额较去年同期有所下降。采购结算方式上，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5 2019-2020 年公司主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
仪器仪表	32,627.26	46.26%	41,818.08	60.09%
气路类部件	12,853.30	18.22%	14,750.67	21.20%
机柜机箱	7,141.87	10.13%	6,887.77	9.90%
标准气体	1,167.02	1.65%	856.01	1.23%
耗材	401.20	0.57%	411.12	0.59%
电路类部件	378.61	0.54%	382.71	0.55%

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

2020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24.23%，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基本保持稳定，但主要原材料-仪器仪表采购不断分散，公司整体对单一供应商依赖性有所下降。

表6 2019-2020 年公司主要原材料采购情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购物资	采购金额	占当期采购金额比例
2020 年	供应商一	分析仪表	9,342.69	16.67%
	供应商二	脱硫、除尘、电源等设备	1,243.72	2.22%
	供应商三	分析仪表	1,060.34	1.89%
	供应商四	分析仪表	1,055.38	1.88%
	供应商五	分析仪表	872.87	1.56%
	合计	-	13,575.01	24.23%
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%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年海外子公司运营情况受新冠肺炎疫情影响有所波动，未来需关注产品或者技术转换成效益的情况；募投项目投入进展缓慢，未来需关注建设进度及其收益情况

2020年公司海外业务受疫情影响有所波动，其中英国子公司KoreTechnology Limited是从事飞行时间质谱仪和相关产品研发、生产、销售的科技公司，主要产品为质谱仪，当年分别实现收入和净利润

1,103.76万元和-32.57万元，受海外疫情常态化影响，预计2021年其经营情况更加困难；比利时子公司 ORTHODYNES.A. 主要生产经营工业和实验室色谱分析系统、连续分析仪及各类工业气体检测器等，并向客户提供全套分析工程解决方案及售后服务，主要产品为色谱仪。受下游客户产能扩张及改造需求强烈，2020年ORTHODYNES.A.分别实现收入和净利润8,220.05万元和899.83万元，整体经营情况较为稳定。此外，公司已与ORTHODYNES.A.共同开发出应用于中国市场的色谱仪，现该产品已完全实现国内生产。

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，募投项目建设期和建设进度调整为募集资金到位后六年。本期债券募集资金总额为52,000.00万元，截至2020年末，公司已累计投入募集资金总额 5,608.19万元，其中“VOCs 监测系统生产线建设项目”累计投入1,744.74万元，“生态环境监测网络综合项目”累计投入3,863.45万元。募投项目投入资金较少的主要原因是：第一，在募投项目建设期间，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，因此暂未大规模将资金投入“VOCs 监测系统生产线建设项目”；第二，在承接政府采购的生态环境监测项目过程中，为控制垫资项目的风险，公司对承接该类项目的决策更为谨慎，公司承接项目的投资规模大多较小，无需公司采取垫资模式，不满足募集资金的使用条件；第三，由于2020年新冠肺炎疫情的影响，也导致募投项目投入有所延缓，未大量使用募集资金。中证鹏元认为，公司已大幅延长建设周期及其进度，相关募投项目收益普遍延后，影响募投项目的预期效果，且基于监测行业对产品技术和创新要求较高，需关注因募投项目进展缓慢导致的募投项目收益不及预期的风险。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的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2019-2020年审计报告以及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年1-3月，青海雪迪龙环境技术有限公司已完成清算注销，合并范围内减少一家子公司。

资产结构与质量

2020年公司资金充裕度仍较高，但是应收款项账面价值小幅增长，且存货仍对营运资金造成较大占用

跟踪期公司总资产小幅增加，资产结构未发生变化，仍以流动资产为主。2020年公司货币资金仍较为充裕，且公司将部分闲置资金购买理财产品和结构性存款，2020年末货币资金和交易性金融资产合计占总资产的47.98%，同期末因保证金受限的货币资金仅为595.87万元，公司资金充裕度仍较高。2020年在公司收入下降的情况下，应收款项（应收账款+应收票据+应收账款融资）较2019年却增长8.58%，应

收款项增长对公司营运资金形成占用。应收账款账龄方面，3年以上应收账款余额占比较去年增长1.69个百分点至8.90%，应收账款质量有所下滑。考虑到公司应收账款对象较为分散，且近些年公司业务向政府类项目拓展，需关注应收账款回款风险以及回款不及时导致的营运资金占用情况。存货主要以已发出尚未确认收入的发出商品为主，未来待客户验收后能够为公司收入提供补充，但目前对公司营运资金形成较大占用。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，主要投资企业为北京金吾创业投资中心（有限合伙）和北京思路创新科技有限公司。

总体来看，跟踪期公司资产质量变动不大，但是收入降低的前提下应收款项和存货账面价值均有所增长，对公司营运资金形成较大占用。公司资金充裕度仍较好，但中证鹏元认为公司闲置资金主要用于购置银行理财产品或结构性存款，未投入到公司实际运营中，虽可增加一定收益，但也侧面降低了资金的使用效率。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

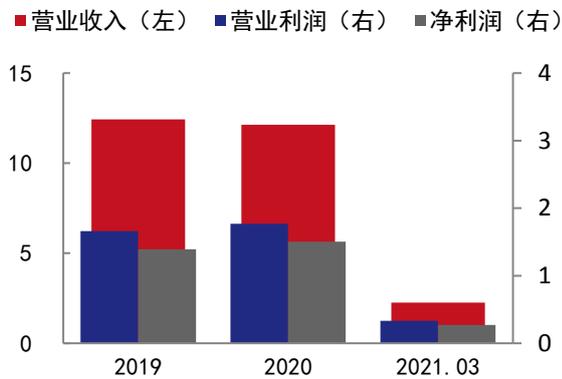
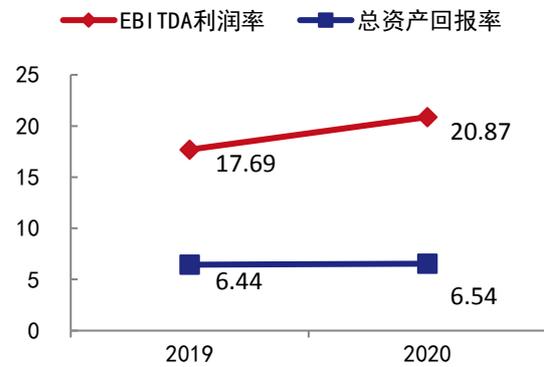
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.36	19.78%	6.53	20.15%	13.76	45.05%
交易性金融资产	8.82	27.42%	9.02	27.83%	0.20	0.66%
应收账款	4.04	12.55%	4.54	14.02%	4.24	13.89%
应收账款融资	1.42	4.43%	1.49	4.58%	1.22	3.99%
存货	6.05	18.81%	5.60	17.27%	5.53	18.10%
流动资产合计	27.95	86.89%	28.23	87.10%	26.18	85.74%
其他非流动金融资产	0.86	2.67%	0.82	2.53%	1.01	3.31%
非流动资产合计	4.22	13.11%	4.18	12.90%	4.36	14.26%
资产总计	32.17	100.00%	32.41	100.00%	30.53	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2020年公司营业收入有所下滑，但盈利能力有所提升，未来需关注政府类项目对营运资金占用情况

受新冠肺炎疫情影响，公司部分项目进度延迟且政府端大型项目有所减少，2020年公司收入有所下滑。考虑到2020年末公司存货中尚有2.87亿元的发出商品，未来公司收入短期内有一定保障。2020年公司根据新会计准则，将销售费用中的运费重分类至营业成本，且当年研发阶段进入后期导致研发支出大幅减少，综合影响下公司期间费用率有所下降。2020年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有小幅提升，2020年公司盈利能力有所提升。考虑到政府类项目对公司营运资金占用较大，且项目完工进度受委托方影响较大，未来需关注此类项目对公司盈利能力的影响。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


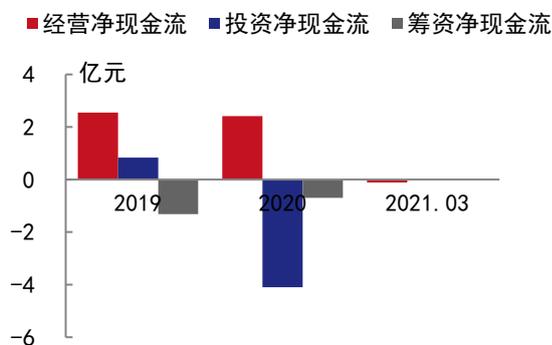
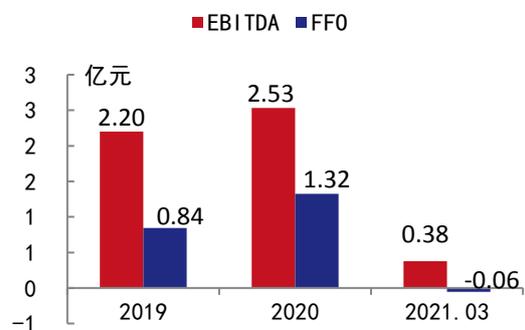
资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现良好，面临的资金压力较小

受新冠肺炎疫情以及部分政府类大型项目减少的影响，2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金以及购买商品、接受劳务支付的现金均较去年同期有所下降。同期公司经营活动净现金流小幅下降至 2.41 亿元，整体经营活动表现依然良好。2020 年公司 EBITDA 和 FFO 指标均有所提高，经营活动现金生成能力有所增强。但是考虑到公司经营活动受项目进度和政府大型项目影响较大，未来仍需关注经营活动生成现金能力的变化情况。公司投资活动主要是理财产品的购买和赎回，受购买和赎回频次增加，当年公司投资活动净流出 4.10 亿元。公司自身资金较为充裕，且目前主要投资项目为本期债券募投项目，资金压力较小。

图 6 公司现金流结构

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资产负债率较低，且有息债务以长期债务为主，偿债压力较小

受益于公司的经营积累，2020年末公司所有者权益小幅上升，产权比率整体变化不大。2021年1-3月，由于本期债券转股比例较高，2021年3月末公司总负债下降明显，带动产权比率下降至31%，净资产对负债的保障程度明显提高。

图8 公司资本结构

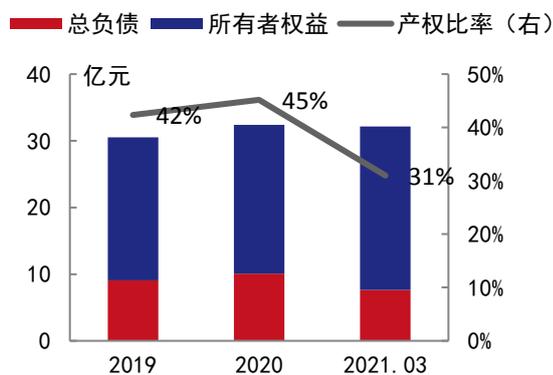
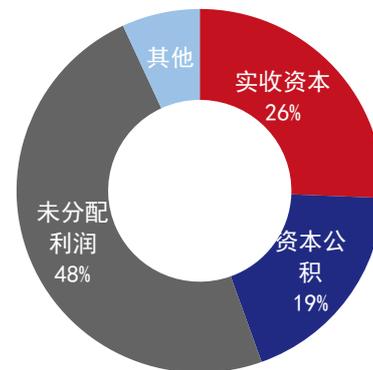


图9 2021年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2019-2020年审计报告以及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司有息借款主要为本期债券，随着2021年1季度“迪龙转债”转股比例提高，2021年3月末，公司负债结构转变为以流动负债为主。公司总负债以经营性负债为主，截至2021年3月末，公司长期借款、短期借款和应付债券占总负债的37.05%，有息债务占总负债的比重不高。公司应付票据和应付账款主要为应付的货款。长期借款主要为抵押借款，抵押物为下属海外子公司的房屋建筑物以及土地。应付债券为公司最主要的有息借款，因2021年一季度本期债券转股，同期末账面价值减少至2.78亿元。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.02	0.25%	0.03	0.29%	0.03	0.30%
应付票据	0.11	1.39%	0.06	0.63%	0.09	1.03%
应付账款	1.14	14.98%	1.25	12.35%	1.15	12.63%
合同负债	2.75	36.08%	2.48	24.54%	0.00	0.00%
流动负债合计	4.35	57.15%	4.91	48.72%	4.14	45.60%
长期借款	0.02	0.26%	0.02	0.20%	0.03	0.31%
应付债券	2.78	36.54%	4.69	46.50%	4.45	49.03%
非流动负债合计	3.26	42.85%	5.17	51.28%	4.94	54.40%
负债合计	7.61	100.00%	10.09	100.00%	9.08	100.00%

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于“迪龙转债”转股比例提升，2021年3月末公司总负债同比下降24.58%至7.61亿元，总债务占总负债的比重亦同步下降至39%，且公司有息债务主要以长期债务为主，整体偿债压力较小。

图 10 公司债务占负债比重

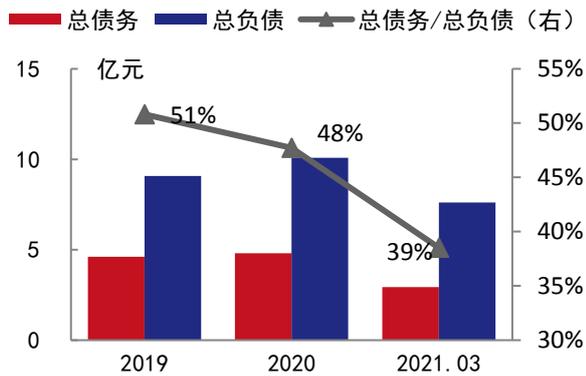
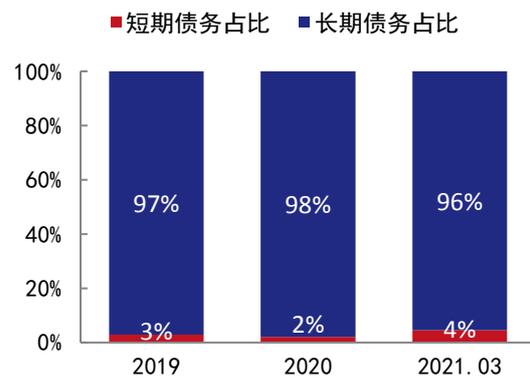


图 11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于“迪龙转债”转股比例提高，2021年3月末公司资产负债率下降至23.66%，总债务/总资本亦下降至10.67%，有息债务规模有所下降且有息债务规模整体较低。EBITDA利息保障倍数和FFO/净债务表现均有提升，公司盈利水平和经营活动现金流对债务的覆盖程度较高，长期偿债压力较小。

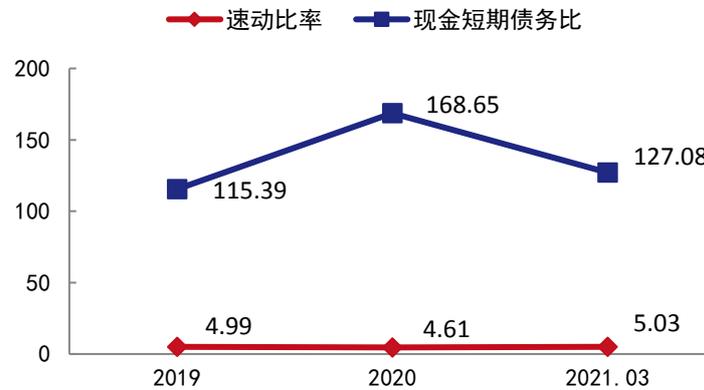
表9 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	23.66%	31.12%	29.74%
净债务/EBITDA	--	-4.75	-4.75
EBITDA 利息保障倍数	--	8.59	7.85
总债务/总资本	10.67%	17.73%	17.70%
FFO/净债务	--	-11.01%	-8.08%

资料来源：公司 2019 -2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年3月末，公司速动比率上升至5.03，短期偿债能力依旧较强。现金短期债务比下降至127.08，现金类资产对短期债务的保障程度依旧较强，公司短期债务压力较小。截至2020年末，公司银行授信尚可使用额度为1.79亿元，银行授信仍可为公司提供一定的流动性支持，且2020年末公司受限资产仅1,248.34万元，公司资产仍具有融资弹性。

图 12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月14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。

八、结论

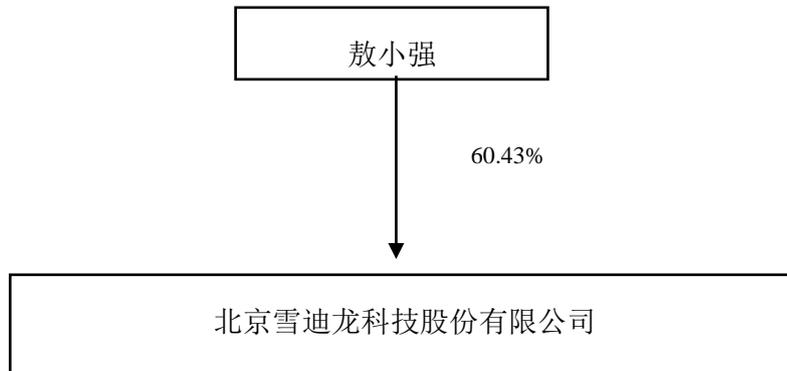
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	6.36	6.53	13.76	11.91
交易性金融资产	8.82	9.02	0.20	0.00
应收账款	4.04	4.54	4.24	4.66
存货	6.05	5.60	5.53	3.93
流动资产合计	27.95	28.23	26.18	24.66
非流动资产合计	4.22	4.18	4.36	4.38
资产总计	32.17	32.41	30.53	29.04
短期借款	0.02	0.03	0.03	0.03
应付账款	1.14	1.25	1.15	0.90
合同负债	2.75	2.48	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.01	0.01	0.01	0.02
流动负债合计	4.35	4.91	4.14	3.02
长期借款	0.02	0.02	0.03	0.04
应付债券	2.78	4.69	4.45	4.20
非流动负债合计	3.26	5.17	4.94	4.70
负债合计	7.61	10.09	9.08	7.72
总债务	2.93	4.81	4.61	4.29
归属于母公司的所有者权益	24.47	22.23	21.36	21.24
营业收入	2.26	12.13	12.43	12.89
净利润	0.27	1.50	1.39	1.80
经营活动产生的现金流量净额	-0.11	2.41	2.54	1.39
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	-4.10	0.84	-4.55
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	-0.69	-1.32	4.49
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	48.34%	41.85%	44.03%	43.48%
EBITDA 利润率	--	20.87%	17.69%	20.43%
总资产回报率	--	6.54%	6.44%	9.17%
产权比率	31.00%	45.18%	42.33%	36.22%
资产负债率	23.66%	31.12%	29.74%	26.59%
净债务/EBITDA	--	-4.75	-4.75	-3.79
EBITDA 利息保障倍数	--	8.59	7.85	10.08
总债务/总资本	10.67%	17.73%	17.70%	16.75%
FFO/净债务	--	-11.01%	-8.08%	-11.70%
速动比率	5.03	4.61	4.99	6.85
现金短期债务比	127.08	168.65	115.39	306.07

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 截止 2021 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

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	0.20	100.00%	第三方检测
北京雪迪龙环境能源技术有限公司	0.40	100.00%	环境污染治理、节能环保工程
Kore Technology Limited	16,166.5 英镑	61.01%	质谱仪等产品研发、生产及销售
北京雪迪龙信息科技有限公司	0.50	100.00%	软件开发
雪迪龙国际贸易（香港）有限公司	1 万港元	100.00%	贸易、投资
SDL Technology Investment Ltd.	100 万英镑	100.00%	贸易、投资
江西雪迪龙科技有限公司	0.20	100.00%	环境综合服务
北京雪迪龙环境科技有限公司	0.60	100.00%	软件开发
广东雪迪龙环境科技有限公司	0.20	70.00%	VOCs 治理相关业务
雄安雪迪龙环境科技有限公司	0.50	100.00%	研发、环境咨询与服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录五 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。