

审慎推荐-A (维持)

迪森股份 300335.SZ

当前股价：18.05 元
2017 年 07 月 10 日

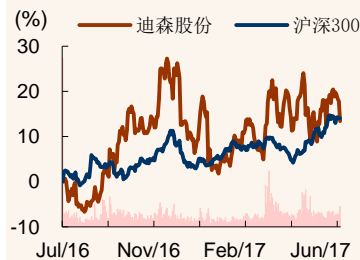
受益于清洁供暖和煤改气政策推进，清洁能源项目和设备销售多点开花

基础数据

上证综指	3213
总股本 (万股)	36196
已上市流通股 (万股)	25305
总市值 (亿元)	65
流通市值 (亿元)	46
每股净资产 (MRQ)	3.0
ROE (TTM)	13.2
资产负债率	56.6%
主要股东	常厚春
主要股东持股比例	14.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	2	17
相对表现	-1	-7	3



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《迪森股份 (300335) — 纯阳看年报之关于迪森股份年报的四点分析，合伙人项目多点开花助公司未来发展》2017-03-30
- 2、《迪森股份 (300335) — 2016 半年报点评：上半年完成收购迪森家锅和世纪新能源，转型正在进行中》2016-08-25
- 3、《迪森股份 (300335) — 公司转

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

研究助理

弋隽雅
yijunya@cmschina.com.cn

一、公司业务分类

自迪森 2015 年开始转型为清洁能源供应商开始，到 2016 年合伙人模式带来项目加速落地，再到 2017 年因北方煤改气和乡镇清洁供暖，迪森逐渐从原先单一的生物质能源运营商，快速切入煤炭清洁利用和天然气分布式供气、功能业务领域。

经过 2 年多的转型期，迪森形成了 B (商业) + C (个人客户) 端的业务模式，其中主要业务包括 B 端 (工业/商业运营，设备销售)、C 端 (小松鼠壁挂炉销售、未来的新风净水系统)。

二、B 端运营

1. 工业运营：

- 模式主要为 BOT 和 BOO；对单个大型工业企业或工业园区提供蒸汽、冷热电供应；使用的一次能源主要包括生物质 (华南)、天然气 (华东、西南、禁煤区等)、清洁煤炭 (北方有煤指标的工业园)。
- 2015~2016 年，该部分业务收入约为 4.0~5.8 亿元，折合规模约为 160~180 蒸吨/小时。利用小时数约为 3000 小时/年左右，各个项目的差异较大。
- 2017 年板桥项目投运，陕县项目试运行。另外，2016 年签订的亚东石化项目、陵城区项目、武穴项目、抚州高新技术园区项目、将乐积善项目、楚雄庄甸项目、贵池钱江项目等，合计今年大部分处于施工和试运行期间，预计 2018 年~2019 年这些项目进入产能爬坡期。
- 另外，迪森依托合伙人模式，公司 B 端项目快速落地，仅 2017 年上半年新签 BOT+BOO 项目 12 个，合计规模 171 蒸吨/小时。截止至 2017 年上半年，处于施工期的 BOT+BOO 订单共计 20 个，规模达到 746 蒸吨/小时。2017 年及后续新签订单，将会为公司带来 2018 年之后 B 端运营业务的增长。

2. 商业运营：

- 以天然气分布式项目为主，目前主要是世纪新能源项目贡献利润。
- 世纪新能源项目：目前规模 26MW，基本满产，每年贡献净利润约 0.8 亿元，迪森持股 51%。目前因为产能不够，正在新增 13MW 的装机，预计明年一季度投产，投产后的爬坡期较短，预计 2018 年全年贡献 1.0~1.2 亿元净利润。

- 在商业运营方面，迪森还获得了长沙王府井 3MW 项目、上海外滩 2MW 的天然气分布式项目。
- 未来计划每年新增 20MW 的项目。

三、B 端设备

- 主要产品为工业锅炉，2015 年~2016 年收入均为 1.0 亿元左右。
- 因北京燃气锅炉存在替换以及氮氧化物排放指标提高的需求，再加上京津冀及周边地区的煤改气的工业锅炉需求，迪森 B 端设备 2017 年销售额显著增长，仅上半年新签订单就达到 375 台锅炉（折合 1275 蒸吨），公司预计全年 B 端收入约为 2 亿元。
- 目前公司产能折合 2000 蒸吨/年，2018 年预计新增产能 500~1000 蒸吨/年。
- 价格：目前公司售价折合每蒸吨 8 万元，河北区域政府煤改气锅炉补贴为 5~10 万元/蒸吨，覆盖大部分甚至全部的锅炉改造费用。
- 经迪森调研，认为未来若煤指标和禁煤区的相关政策严格执行，仅京津冀地区的煤改气锅炉需求将达到 3000~5000 蒸吨以上，另外还有禁煤区等控制煤指标的区域，新增的工业锅炉基本均需要使用天然气锅炉。
- 目前，迪森主要销售的 B 端产品以 5~10 蒸吨/台的产品为主，后续 10~30 蒸吨的锅炉改造政策明朗后，将打开后续更广阔的市场。

四、C 端设备——小松鼠壁挂炉销售

- 根据公司销售经验，壁挂炉销售上半年为淡季，下半年为旺季，第一至第四季度的销售占全年比重分别为 10%、20%、30%、40%左右。
- 2017 年上半年，迪森 C 端的小松鼠壁挂炉，新签销售订单 16 万台，超过去年全年的销售额 14 万台。预计 2017 下半年和未来 3~5 年，受北方清洁供暖的政策利好，凭借迪森自有品牌优势，小松鼠壁挂炉销售量将维持高位。
- 迪森认为京津冀清洁供暖改造约为 1000 万户，其中河北约为 600 万户，北京和天津约为 200~300 万户。2017 年改造完成约 300 多万户，2018~2019 年京津冀地区还有 600 余万户可以进行改造。另外，除了京津冀地区，山西、山东、河南、甘肃、东北等地或许会出台相关政策，从而带来对应的壁挂炉需求。
- 在未来的 3~5 年的清洁供暖改造过后，预计还会有每年壁挂炉报废替换的需求。迪森自身的产品建议使用年限为 8~10 年，其他品牌的使用年限相当或者更低，因此每年或许会存在存量壁挂炉的 10%左右的量需要进行替换。
- 目前公司正常产能共计 3 条线，合计 70 万台/年，若晚上增加 1~2 班人员进行加班生产，可以提升产能至 90~100 万台/年。近期产能将不是销售瓶颈，公司也将会把高峰订单顺气后延，使各季度的生产尽可能的平滑。
- 预计 2017 年迪森 C 端设备利润接近 1.2 亿元左右。

五、盈利预测与投资建议

- **2017 年归属净利润：**B 端工业（工业运营约为 0.4 亿元+工业设备 0.2 亿元）+B 端商业（世纪新能源 0.4 亿元=0.8 亿元*51%）+C 端设备（小松鼠壁挂炉预计 1.2 亿元净利润）-费用提高 0.1 亿元左右=0.6+0.4+1.2-0.1=2.1 亿元。
- **2018 年归属净利润：**B 端工业（工业运营因新投产项目进入爬坡期，增长 50%左右约为 0.6 亿元+工业设备因煤改气需求提升且公司产能提升销售增长达到 0.3 亿元）+B 端商业（世纪新能源 0.6 亿元=1.2 亿元*51%）+C 端设备（小松鼠壁挂炉预计在 2017 年基础上增长 20%~30%左右=1.6 亿元净利润）-费用提高 0.1 亿元左右=0.9+0.6+1.6-0.1=3.0 亿元。

根据对各版块业务的分析,我们预计公司 2017 年~2018 年的业绩分别为 2.1 亿元和 3.0 亿元,对应报告发布日的总股本 3.6 亿股, EPS 分别为 0.58、0.83。2018 年 EPS 对应 2017 年 7 月 10 日收盘价 18.05 元/股的 PE 为 22 倍, 维持审慎推荐评级。

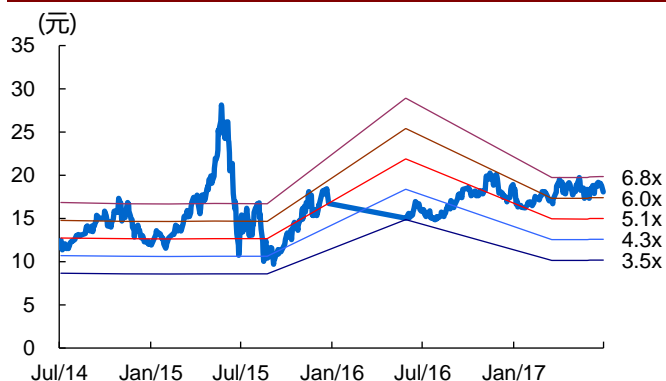
风险提示：市场开拓进度不及预期。并购进度和规模不达预期。大盘系统性风险。

图 1：迪森股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：迪森股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。