

迪森股份 (300335)

强烈推荐

行业：环保

深度报告之二：龙头地位突出， 订单和业绩加速成长

在6月23日报告中我们重点分析了生物质供热行业的未来前景和驱动因素。本文在原有行业框架基础上更进一步，从迪森公司自身角度，重点分析其行业竞争力和业务扩张可能性。我们的主要结论是：**迪森在生物质供热行业龙头地位突出，其业务模式相比一体化模式适应范围更广，同时受原料单一来源导致的生产风险较小，未来将在自己的优势细分市场 - 中型工业企业，非粮食主产地工业园区保持良好竞争力。公司业务省内和省外扩张空间较大，14-16年订单与业绩有望加速成长。**建议投资者重点关注。

投资要点：

◇ **生物质供热龙头地位突出，未来与光大各自领跑细分市场：**公司现有市场份额超第二名4倍，龙头地位突出。未来供热运营项目单体规模变大，排放标准出台，市场将走向整合，利好龙头。与光大国际秸秆一体化综合处置供热模式相比，迪森专业运营模式的优点突出。

◇ **公司开启全国扩张：**广东省发改委推动工业园区供热改革，省内大型项目发展空间较大。此外公司采用“碧水源”模式强强联合开拓浙江等华东市场，浙江生物质供热市场潜力大，合作方国大能源及其母公司项目资源丰富。

◇ **上调盈利预测及评级：**预测14-16年EPS为0.27、0.38、0.61元，同比增速24%/39%/60%，当前股价对应45/32/20倍14/15/16年EPS。14年中行业启动，新项目需1年建设期，未来新签订单对应业绩将从16年开始释放，因此股价应享受14/15年高估值。给予短期目标价16.85对应44/28倍15/16年EPS。我们通过敏感性测算16年EPS范围为0.55 - 0.69，目标价对应31/23倍PE。

◇ **风险提示：**宏观经济不景气导致已投运项目毛利率下降，国家支持生物质发展的政策/试点进展缓慢

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	415	481	670	1083
收入同比(%)	1%	16%	39%	62%
归属母公司净利润	69	85	119	191
净利润同比(%)	16%	24%	39%	60%
毛利率(%)	29.3%	28.0%	29.0%	29.0%
ROE(%)	8.8%	10.2%	12.8%	17.5%
每股收益(元)	0.22	0.27	0.38	0.61
P/E	47.52	38.30	27.50	17.15
P/B	4.17	3.90	3.51	3.01
EV/EBITDA	34	29	19	13

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：杨鹏

S0960114020001

0755-82026912

yangpeng1@china-invs.cn

6-12个月目标价：16.85

当前股价：12.11

评级调整：上调

基本资料

总股本(百万股)	314
流通股本(百万股)	161
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	19
成交量(百万股)	4.57
成交额(百万元)	55.06

股价表现



相关报告

《20140623 公司研究 - 燃煤锅炉改造，气价上扬，生物质供热行业迎来黄金窗口期》

目 录

一、 生物质供热行业龙头地位突出，未来与光大各自领跑细分市场	3
1. 生物质供热产业链初成，迪森是供热运营环节绝对龙头	3
2. 未来供热运营趋向整合，迪森及光大国际两类公司最为受益	4
二 开启全国扩张，订单与业绩加速成长	6
1. 广东省发改委推动工业园区供热改革，省内大型项目发展空间较大	6
2. 借“碧水源”模式强强联合开拓异地市场，合作伙伴项目资源丰富	6
3. 订单与业绩加速成长	7
4. 资产负债表健康，可支撑快速扩张	8
三 情景分析：16 年业绩区间为 0.55-0.69	9
四 风险提示	9

图目录

图 1 我国 10 年底主要生物质能源利用情况	3
图 2 生物质供热产业链现有主要公司	3
图 3 广东省工业园区集中供热比例目标	6
图 4 2014-2015 年各地区燃煤锅炉淘汰任务（万蒸吨/H）	6
图 5 国大集团年收入（亿元）及组织架构	7
图 6 迪森股份历史资产负债率及预测	8

表目录

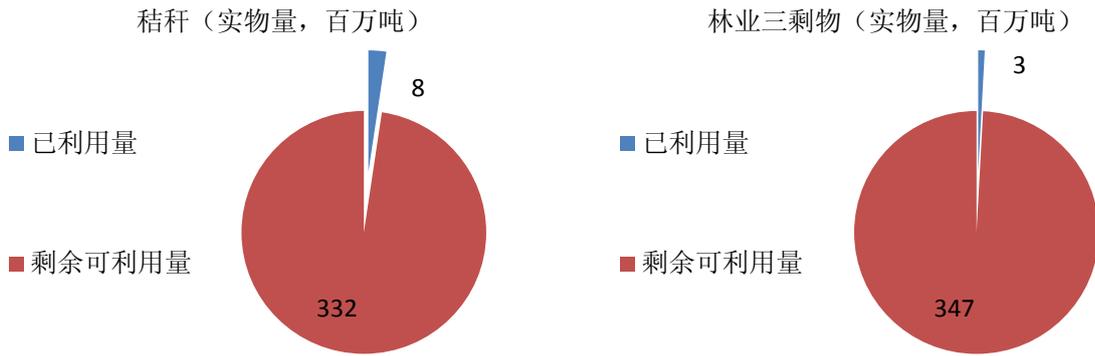
表 1 光大国际 2014 年新签生物质供热项目列表	4
表 2 光大国际部分生物质发电项目列表	4
表 3 迪森股份与光大国际生物质供热模式比较	5
表 4 迪森股份未来产能情景分析	9

一、生物质供热行业龙头地位突出，未来与光大各自领跑细分市场

1. 生物质供热产业链初成，迪森是供热运营环节绝对龙头

在我国，包括生物质供热在内的整个生物质能行业都处于起步阶段，截止 10 年底农作物秸秆、林业三剩物的资源利用比例都不足 3%，未来仍有很大潜力。生物质供热产业链这几年开始形成，主要可分为设备生产商、燃料生产商和供热运营商三个环节。

图 1 我国 10 年底主要生物质能源利用情况



资料来源：生物质能十二五规划，中国中投证券研究总部

根据我们调研，**迪森是供热运营环节的绝对龙头**；另外在北方地区奥科瑞丰也拥有较多的供热项目运营经历，但其运营板块年收入不超过 1 亿元，与迪森（4 亿元/年）相比仍有明显差距；另外港股上市公司光大国际 14 年以来将其业务从生物质发电延伸至生物质供热。

图 2 生物质供热产业链现有主要公司



资料来源：中国中投证券研究总部

表 1 光大国际 2014 年新签生物质供热项目列表

项目地点	客户	燃料种类	燃料来源	锅炉	秸秆消耗量 (万)	投资额	期限
江苏盱眙	盱眙经济开发区	秸秆制成	盱眙县境内及周	45t/h * 3	15.00	1.70	30.00
江苏宿迁	宿城经济开发区	秸秆制成	宿城区境内及周	45t/h * 3	12.00	1.70	30.00
江苏省连	灌云经济开发区	秸秆制成	灌云县境内及周	45t/h * 3	15.00	1.80	30.00

资料来源：光大国际，中投证券研究总部

表 2 光大国际部分生物质发电项目列表

签约时间	项目地点	项目规模	投资额 (亿)
2010	山东省临邑县	一台 130t/h 锅炉，一台 30 兆瓦汽轮发电机组	3.20
2010	安徽省含山县	一台 130t/h 锅炉，一台 30 兆瓦汽轮发电机组	3.20
2011	山东省莱阳市	一台 130t/h 锅炉，一台 30 兆瓦汽轮发电机组	3.20

资料来源：光大国际，中投证券研究总部

2. 未来供热运营趋向整合，迪森及光大国际两类公司最为受益

未来供热运营项目单体规模变大，排放标准出台，市场将走向整合，利好龙头企业。

一方面国家能源局公告称将发展生物质成型燃料锅炉供热，作为应对大气污染的重要措施：“2014 年启动一批示范项目，建设 200 个工业供热和 100 个民用采暖项目，大力推动生物质成型燃料锅炉供热专业化规模化产业化发展”；另一方面在 2014 年 7 月 1 日即将正式实施的新版《锅炉大气污染物排放标准》中，生物质成型燃料锅炉首次被包含在内。这意味着生物质成型燃料锅炉第一次有了明确的国家排放标准，标准的明确将对行业扩张中的规范发展起到助推作用。我们判断未来项目招标中将偏向有过成功运营大量项目和大规模锅炉的龙头企业。

迪森与光大模式各有千秋，将分别领跑细分市场。光大国际从 2010 年进入生物质发电市场，随着生物质供热行业发展前景逐步明朗 2014 年进入生物质供热领域，上半年连签三个订单，其业务模式也是一体化模式，与原有生物质发电业务模式基本一致。我们认为迪森与光大的业务模式存在明显差别，迪森的业务模式适应范围更广，同时因

原料单一来源导致的生产风险较小，因此将在自己的优势细分市场 – 中型工业企业，非粮食主产地工业园区保持良好的竞争力。

表 3 迪森股份与光大国际生物质供热模式比较

公司	产业链模式	原料种类	项目规模	适用范围	模式风险
迪森股	专注供热, BMF 市场	林业三剩	中型和大型项	中型工业企业, 非粮食主产	BMF 价格波动
光大国	原料收集, 加工和供	秸秆	主要是大型项	粮食主产地工业园区	秸秆价格波动, 质量控制,

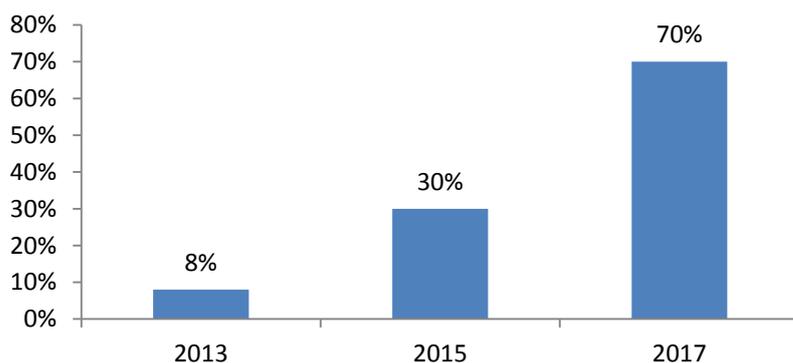
资料来源：中投证券研究总部

二、开启全国扩张，订单与业绩加速成长

1. 广东省发改委推动工业园区供热改革，省内大型项目发展空间较大

广东省生物质供热行业起步较早，目前已投运中小型项目数量众多，但省内大型项目仍有较大发展空间。广东省发改委于 13 年 12 月发文《广东省发展改革委关于印发推进我省工业园区和产业集聚区集中供热意见的通知》（粤发改能〔2013〕661 号），内容是全面取消现有园区内的低效分散燃煤燃油小锅炉供热，对特大型项目采用热电联产，其余项目采用生物质、天然气等供热方式。按照规划要求，**现有工业园区的集中供热比例需从 13 年底的 8% 提升至 15 年的 30% 和 17 年的 70%，由此推算工业园区的生物质锅炉用量很可能翻番增长。**迪森 5 月份中标梅州工业园区项目，我们预计公司未来有望中标更多广东省工业园区项目。

图 3 广东省工业园区集中供热比例目标



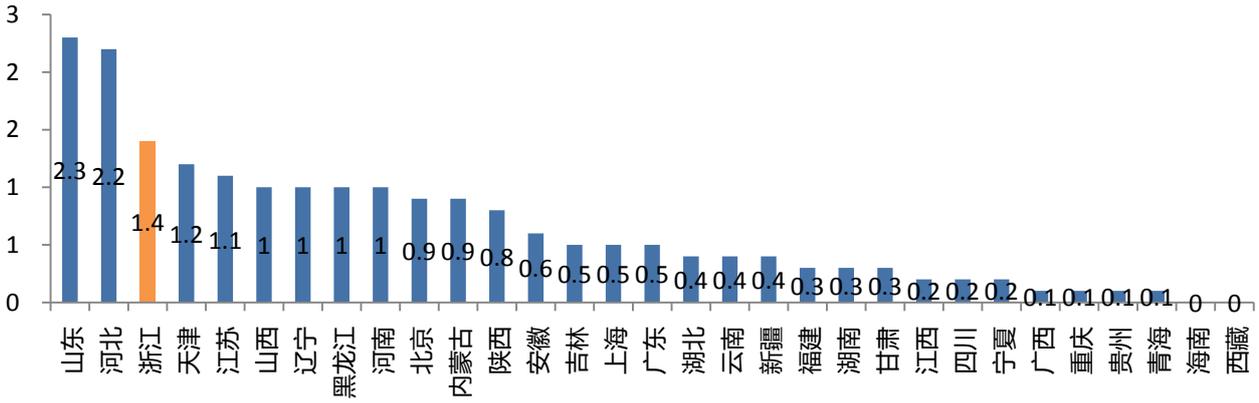
资料来源：粤发改能〔2013〕661 号文，中国中投证券研究总部

2. 借“碧水源”模式强强联合开拓异地市场，合作伙伴项目资源丰富

公司 14 年 6 月 25 日公告，迪森投资 510 万，浙江国大能源及其管理团队投资 490 万，共同开拓浙江及周边地区生物质供热市场。

我们认为浙江省生物质供热市场潜力很大。一是浙江省小型燃煤锅炉数量多，淘汰任务重，仅 14 年需要淘汰 1.4 万 t/h，在全国各省市中排名第三；二是浙江省 13 年底天然气价调整，普遍上调 0.6-0.8 元/m³，生物质供热的相对优势更加突出。

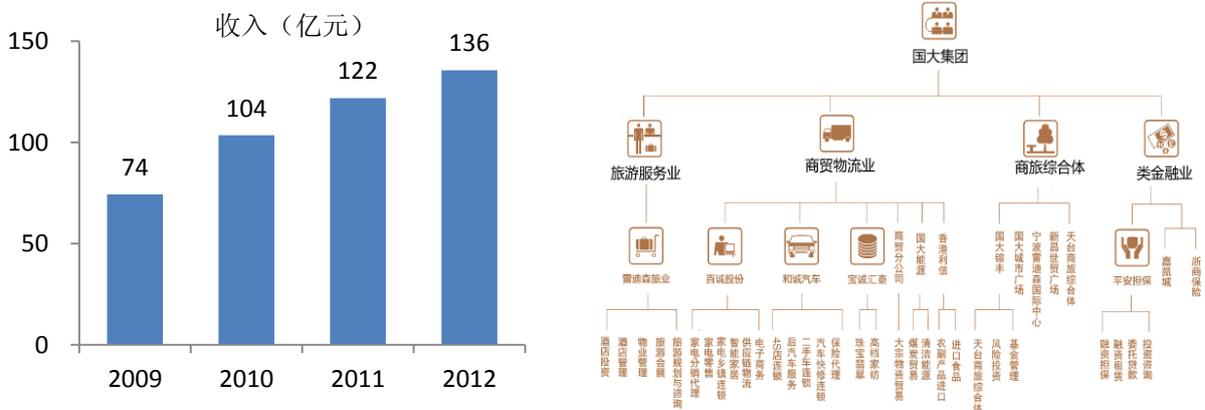
图 4 2014-2015 年各地区燃煤锅炉淘汰任务（万蒸吨/h）



资料来源：2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案、中国中投证券研究总部

合作方国大能源背靠浙江国企龙头国大集团，项目资源丰富。国大能源的母公司国大集团年收入近 130 亿，投资运营了数十家酒店和商贸广场等商业地产，业务遍布浙江、江苏、上海、广东、山东、湖南和安徽等 10 省市；国大能源成立于 2012 年，以煤炭贸易业务起步。我们认为一方面这些商业地产即是很好的潜在生物质供热锅炉改造对象，另一方面国大能源从事煤炭贸易可以接触到下游的燃煤企业用户，国大能源与迪森股份在目标客户群上高度重合。

图 5 国大集团年收入（亿元）及组织架构



资料来源：国大集团、中国中投证券研究总部

3. 订单与业绩加速成长

随着年内能源局示范试点项目带动生物质供热行业启动，迪森竞争能力强，我们认为公司 14、15、16 年的订单将快速增长。由于供热项目存在 1 年的建设周期，因此收入、业绩影响将滞后体现。根据我们测算，14、15 和 16 年公司将加速成长，收入增速分别达到 15%，40%和 62%。

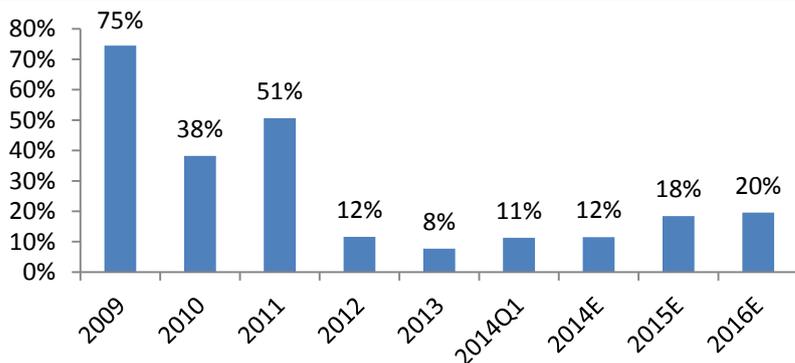
根据现有信息，对公司 14-16 年分项目的运营规模（年 BMF 消耗量）预测如下：

项目	说明	单位	2013	2014	2015	2016
13年底消耗量	13年消耗量	万吨/年	32.00	32.00	32.00	32.00
华美钢铁	13年投运	万吨/年		-5.00	-5.00	-5.00
联业织染	13年投运, Q4	万吨/年		2.50	2.50	2.50
丽珠制药	13年投运, Q2	万吨/年		0.50	0.50	0.50
南方和新会中集	13年投运, Q2	万吨/年		0.42	0.42	0.42
徐记食品	14年投运, Q2	万吨/年		1.45	2.90	2.90
肇庆工业园	14年投运, Q3	万吨/年		3.00	8.00	9.00
权益陶瓷	14年投运, Q3	万吨/年		1.88	5.00	5.00
荔森纸业	15年投运, Q2	万吨/年			1.50	3.00
14年新签生物质	15年投运, Q2	万吨/年			3.50	6.00
梅州工业园	16年投运, Q1	万吨/年				3.83
试点项目	16年投运, Q1	万吨/年				22.95
累计产能	年消耗量	万吨/年	32.00	36.74	51.32	83.09
产能增速				14.82%	39.67%	61.92%
主营收入		百万元/年	416.00	477.64	667.12	1080.19
营业收入		百万元/年	419.00	480.64	670.12	1083.19
毛利率		%	30.00%	28.00%	29.00%	29.00%
营业成本		百万元/年	293.30	346.06	475.78	769.07
BMF市场规模		万吨/年	400.00	556.63	774.60	1077.91
BMF市场增速		%		39%	39%	39%
迪森BMF市场份额		%	8.0%	6.6%	6.6%	7.7%

4. 资产负债表健康，可支撑快速扩张

按我们收入预测，公司 16 年相比 13 年增收 6.5 亿左右，根据对以往项目的统计我们认为需要的初始投资额度在 4-5 亿左右。公司供热项目现金流良好，按我们测算公司仅需适度增加资产负债率从现有的 11% 到 16 年的 20%，即可完成假设的增速目标。公司上市后资产负债表健康程度大幅改善，目前的资产负债比完全可以支持更加积极的扩张速度。

图 6 迪森股份历史资产负债率及预测



资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

三、情景分析：16年业绩区间为 0.55-0.69

我们认为未来三年公司业绩的主要不确定性来自于

1. 华美钢铁复产可能：华美钢铁集团是广东省实力较强企业，且近日公司公开招聘深圳地区的锅炉运行主管，负责 1. 华美项目部安全生产监督及安全用品申购；2. 生产报表统计、分析及汇报；3. 生产考核及日常劳动行为考核和监督管理；4. 安全制度完善及监督执行等事项。综合来看，华美项目存在复产可能
2. 在建项目的投产进度：主要是肇庆工业园、权益陶瓷和荔森纸业项目
3. 未来订单规模及执行：在生物质供热行业快速启动情况下，公司能否快速获得订单并顺利执行

据此我们对公司的未来进行情景分析，情景描述及对应的业绩预测如下：

表 4 迪森股份未来产能情景分析

情景名	情景描述	14/15/16 年燃料消耗量(万吨/年)	14/15/16 年 EPS	16年资产负债率
乐观情景	变动：华美 15 年复产+16 年新	36.7/56.3/95.1	0.27/0.41/0.69	25.1%
基准情景	原有描述	36.7/51.3/83.1	0.27/0.38/0.61	20%
悲观情景	变动：16 年试点项目投运 15 万	36.7/48.1/73.9	0.27/0.36/0.55	16.1%

资料来源：中投证券研究总部

四、风险提示

宏观经济不景气导致已投运项目毛利率下降，国家支持生物质的行业政策/试点进展缓慢

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	435	466	419	607
现金	224	233	100	100
应收账款	63	73	102	165
其它应收款	5	10	14	23
预付账款	37	37	52	88
存货	36	39	48	70
其他	70	74	103	160
非流动资产	418	488	733	761
长期投资	0	0	0	0
固定资产	313	413	624	682
无形资产	36	40	46	51
其他	70	34	64	27
资产总计	853	954	1153	1368
流动负债	55	61	92	156
短期借款	10	10	28	64
应付账款	21	25	34	55
其他	24	26	29	37
非流动负债	11	49	121	112
长期借款	0	50	130	130
其他	11	-1	-9	-18
负债合计	66	110	212	268
少数股东权益	2	4	7	11
股本	209	314	314	314
资本公积	403	299	299	299
留存收益	173	227	321	476
归属母公司股东权益	786	840	933	1088
负债和股东权益	853	954	1153	1368

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	80	113	99	114
净利润	69	88	122	195
折旧摊销	33	37	56	75
财务费用	-2	-5	2	8
投资损失	0	-1	-1	-0
营运资金变动	-33	-21	-77	-165
其它	14	14	-3	0
投资活动现金流	-79	-127	-304	-105
资本支出	89	124	299	100
长期投资	0	0	-0	-0
其他	9	-4	-5	-6
筹资活动现金流	-52	23	71	-8
短期借款	-18	0	18	36
长期借款	0	50	80	0
普通股增加	70	105	0	0
资本公积增加	-70	-105	0	0
其他	-35	-27	-28	-44
现金净增加额	-51	9	-133	0

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	415	481	670	1083
营业成本	293	346	476	769
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	19	18	25	40
管理费用	41	45	62	101
财务费用	-2	-5	2	8
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	0
营业利润	60	74	102	160
营业外收入	23	26	37	60
营业外支出	7	4	4	5
利润总额	76	97	134	215
所得税	7	9	12	20
净利润	69	88	122	195
少数股东损益	-0	2	3	4
归属母公司净利润	69	85	119	191
EBITDA	91	107	160	243
EPS (元)	0.33	0.27	0.38	0.61

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	1.1%	15.8%	39.4%	61.6%
营业利润	24.4%	22.9%	37.7%	56.5%
归属于母公司净利润	16.0%	24.1%	39.3%	60.3%
获利能力				
毛利率	29.3%	28.0%	29.0%	29.0%
净利率	16.6%	17.8%	17.8%	17.6%
ROE	8.8%	10.2%	12.8%	17.5%
ROIC	9.4%	9.4%	9.5%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	7.7%	11.5%	18.4%	19.6%
净负债比率	15.27%	54.49%	74.58%	72.35%
流动比率	7.95	7.67	4.58	3.89
速动比率	7.30	7.03	4.05	3.44
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.53	0.64	0.86
应收账款周转率	5.7	6.5	7.0	7.5
应付账款周转率	14.26	15.23	16.26	17.36
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.27	0.38	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.36	0.32	0.36
每股净资产(最新摊薄)	2.50	2.68	2.97	3.47
估值比率				
P/E	47.52	38.30	27.50	17.15
P/B	4.17	3.90	3.51	3.01
EV/EBITDA	34	29	19	13

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
杨鹏,中投证券研究总部环保分析师,毕业于北京大学。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434