

2017年08月06日

证券研究报告·动态跟踪报告

迪森股份(300335) 公用事业

买入(首次)

当前价: 18.14 元

目标价: 22.40 元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

煤改气催生订单弹性, 业绩确定性拐点

投资要点

- **京津冀煤改气 3 年以上持续性高增长, 迪森家居快速受益。**1) **高增长:** 2017 年上半年, 随着各地“煤改气”政策的积极推进及相关补贴政策的逐步落地, 天然气锅炉等装备产业增长迅速, 公司 B 端装备(天然气锅炉)业务订单量(折算蒸吨数)较上年同期增长接近 100%; 公司 C 端产品与服务“小松鼠”壁挂炉业务呈现爆发式增长势头, 2017 年上半年订单量较上年同期增长达到 350%。2) **3 年以上持续性:** 目前主要需求集中在河北省, 未来逐步向山东、河南、山西等地蔓延。仅从河北省而言, 目前农村户数约 1000 万户, 保守估计 600 万台壁挂炉改造需求。预计 2017 年完成 150 万台改造, 3 年以上持续性。《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》明确, 试点示范期为三年, 中央财政奖补资金标准根据城市规模分档确定, 直辖市每年安排 10 亿元, 省会城市每年安排 7 亿元, 地级城市每年安排 5 亿元。3) **迪森家居是国产壁挂炉翘楚:** 迪森家居成立于 2000 年, 作为主导者和主要参与者编写了目前国内与壁挂炉行业相关的所有 19 项国家及行业标准, 拥有设计产能为 70 万台/年的壁挂炉自动化生产线。2016 年, 壁挂炉行业销量 210 万台, 其中国产品牌 120 万台, 迪森家居产量 13.8 万台。
- **由生物质供能拓展至清洁煤、天然气供能, B 端运营业务增速上行。**公司自上市之初主营生物质供能项目, 目前公司清洁煤、天然气供能项目逐步落地, 业务拓展至清洁能源供应。板桥、陕县等清洁煤项目预计今年投产。2017 年上半年新签订单 12 个, 折合蒸吨数 171 吨; 施工期订单 20 个, 折合蒸吨数 746 吨。
- **员工持股计划深度绑定管理层利益, 持股价形成股价支撑。**2016 年 9 月, 迪森核心合伙人 1 号和 2 号员工持股计划完成股票购买。其中, 1 号员工持股计划买入均价 16.64 元/股, 买入金额 2135 万元, 锁定期 36 个月; 2 号员工持股计划买入均价 17.36 元/股, 买入金额 9200 万元, 锁定期 60 个月。
- **董事长近期增持公司股份, 展示坚定信心。**基于对公司未来持续健康发展的信心, 董事长李祖芹先生 7 月 26 日增持了本公司股份, 未来不排除继续增持公司股份。增持均价 16.53 元/股, 增持金额 439 万元。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.64 元、0.81 元、1.03 元, 未来三年将保持 43% 的归母净利润复合增长率, 给予公司 2017 年 35 倍估值, 对应目标价 22.4 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 煤改气支持政策低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1060.66	1547.72	1810.21	2015.65
增长率	108.42%	45.92%	16.96%	11.35%
归属母公司净利润(百万元)	127.51	230.94	294.32	372.85
增长率	194.34%	81.11%	27.45%	26.68%
每股收益 EPS(元)	0.35	0.64	0.81	1.03
净资产收益率 ROE	11.64%	17.73%	18.93%	19.91%
PE	49	27	21	17
PB	5.07	4.26	3.57	2.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

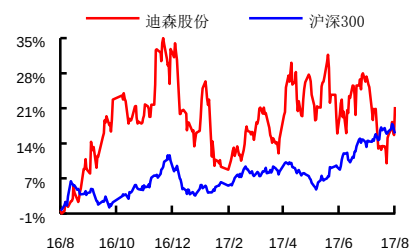
分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.62
流通 A 股(亿股)	2.63
52 周内股价区间(元)	14.92-20.35
总市值(亿元)	65.66
总资产(亿元)	29.75
每股净资产(元)	3.03

相关研究

关键假设：

假设 1：2017 年，伴随京津冀煤改气快速推进，根据订单判断，C 端核心产品壁挂炉销量翻倍增长，2018~2019 年销量增速 15%；

假设 2：目前公司清洁煤、天然气供能项目逐步落地，业务拓展至清洁能源供应；2017~2019 年，B 端运营项目蒸吨规模复合增速 20%；

基于以上假设，我们预测公司 2017~2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司营业收入预测

万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	57,335.00	50,892.00	106,066.00	154,771.70	181,021.03	201,564.43
yoy		-11.24%	108.41%	45.92%	16.96%	11.35%
营业成本	41,546.00	35,039.00	68,346.00	98,423.44	115,557.13	127,793.94
毛利率	27.54%	31.15%	35.56%	36.41%	36.16%	36.60%
B 端运营						
收入	41,252.00	39,737.00	57,512.00	69,014.40	82,817.28	99,380.74
yoy		-3.67%	44.73%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	29,502.00	27,555.76	39,569.55	47,483.45	56,980.15	68,376.17
毛利率	28.48%	30.65%	31.20%	31.20%	31.20%	31.20%
C 端产品与服务						
收入			35,691.00	71,382.00	82,089.30	94,402.70
yoy				100.00%	15.00%	15.00%
成本			21,001.26	42,002.52	48,302.89	55,548.33
毛利率			41.16%	41.16%	41.16%	41.16%
B 端装备						
收入	15,028.00	9,688.00	10,082.00	11,594.30	13,333.45	5,000.00
yoy		-35.53%	4.07%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	11,688.00	7,331.91	7,748.50	8,910.77	10,247.39	3,842.74
毛利率	22.23%	24.32%	23.15%	23.15%	23.15%	23.15%
其他						
收入	1,055.00	1,467.00	2,781.00	2,781.00	2,781.00	2,781.00
yoy		39.05%	89.57%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	356.00	151.32	26.70	26.70	26.70	26.70
毛利率		89.68%	99.04%	99.04%	99.04%	99.04%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1060.66	1547.72	1810.21	2015.65	净利润	144.55	261.80	333.65	422.67
营业成本	683.46	984.24	1155.57	1277.94	折旧与摊销	55.97	80.70	88.96	103.17
营业税金及附加	9.33	11.00	13.89	15.09	财务费用	6.83	-12.15	-21.97	-33.30
销售费用	93.38	134.20	144.82	141.10	资产减值损失	5.68	0.58	0.00	0.00
管理费用	118.15	154.77	162.92	161.25	经营营运资本变动	382.97	101.80	66.68	61.84
财务费用	6.83	-12.15	-21.97	-33.30	其他	-361.91	-6.91	-4.78	-4.89
资产减值损失	5.68	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	234.09	425.82	462.54	549.49
投资收益	4.99	5.00	5.00	5.00	资本支出	-567.74	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	1.12	0.00	0.00	0.00	其他	51.80	37.39	4.88	5.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-515.95	31.88	-27.39	-56.06
营业利润	149.92	280.08	359.98	458.58	短期借款	61.50	-161.50	0.00	0.00
其他非经营损益	10.61	10.00	10.00	10.00	长期借款	155.15	10.00	10.00	10.00
利润总额	160.54	290.08	369.98	468.58	股权融资	-659.78	0.00	0.00	0.00
所得税	15.99	28.28	36.33	45.90	支付股利	-9.05	-26.63	-48.23	-61.47
净利润	144.55	261.80	333.65	422.67	其他	227.31	-34.75	21.97	33.30
少数股东损益	17.04	30.86	39.33	49.82	筹资活动现金流净额	-224.87	-212.88	-16.27	-18.17
归属母公司股东净利润	127.51	230.94	294.32	372.85	现金流量净额	-504.46	244.82	418.88	475.26
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	544.77	789.60	1208.47	1683.74	成长能力				
应收和预付款项	382.14	615.00	712.56	783.52	销售收入增长率	108.42%	45.92%	16.96%	11.35%
存货	105.89	145.22	174.49	191.63	营业利润增长率	377.79%	86.81%	28.53%	27.39%
其他流动资产	100.13	77.71	98.99	107.08	净利润增长率	243.14%	81.11%	27.45%	26.68%
长期股权投资	7.56	7.56	7.56	7.56	EBITDA 增长率	212.94%	63.89%	22.47%	23.76%
投资性房地产	13.94	13.94	13.94	13.94	获利能力				
固定资产和在建工程	805.66	733.67	675.26	624.56	毛利率	35.56%	36.41%	36.16%	36.60%
无形资产和开发支出	360.31	358.23	361.06	370.80	三费率	20.59%	17.89%	15.79%	13.35%
其他非流动资产	295.70	294.59	293.47	292.36	净利率	13.63%	16.91%	18.43%	20.97%
资产总计	2616.12	3035.51	3545.81	4075.19	ROE	11.64%	17.73%	18.93%	19.91%
短期借款	161.50	0.00	0.00	0.00	ROA	5.53%	8.62%	9.41%	10.37%
应付和预收款项	336.43	486.84	569.44	633.14	ROIC	18.26%	31.64%	46.66%	68.01%
长期借款	155.15	165.15	175.15	185.15	EBITDA/销售收入	20.06%	22.53%	23.59%	26.22%
其他负债	721.39	906.71	1039.00	1133.47	营运能力				
负债合计	1374.47	1558.70	1783.59	1951.76	总资产周转率	0.47	0.55	0.55	0.53
股本	361.88	361.96	361.96	361.96	固定资产周转率	2.51	3.28	3.81	3.85
资本公积	324.98	324.90	324.90	324.90	应收账款周转率	5.99	5.23	4.77	4.66
留存收益	384.04	588.35	834.44	1145.82	存货周转率	8.86	7.69	7.14	6.90
归属母公司股东权益	1058.05	1262.35	1508.44	1819.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.69%	—	—	—
少数股东权益	183.60	214.46	253.78	303.60	资本结构				
股东权益合计	1241.65	1476.81	1762.23	2123.43	资产负债率	52.54%	51.35%	50.30%	47.89%
负债和股东权益合计	2616.12	3035.51	3545.81	4075.19	带息债务/总负债	23.04%	10.60%	9.82%	9.49%
					流动比率	1.06	1.31	1.50	1.71
					速动比率	0.96	1.19	1.38	1.59
					股利支付率	7.10%	11.53%	16.39%	16.49%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.64	0.81	1.03
					每股净资产	3.43	4.08	4.87	5.87
					每股经营现金	0.65	1.18	1.28	1.52
					每股股利	0.02	0.07	0.13	0.17
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	212.72	348.63	426.98	528.44					
PE	49.36	27.26	21.39	16.88					
PB	5.07	4.26	3.57	2.96					
PS	5.93	4.07	3.48	3.12					
EV/EBITDA	27.19	15.33	11.56	8.46					
股息率	0.14%	0.42%	0.77%	0.98%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn