

迪森股份(300335.SZ)

生物质能行业

评级：买入 维持评级

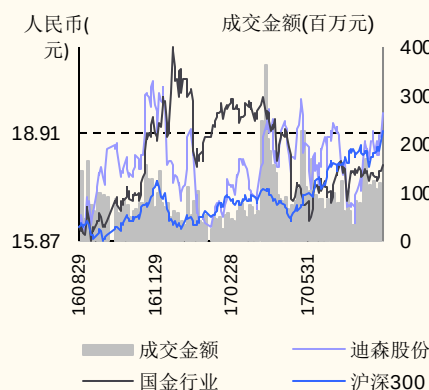
公司点评

市场价格(人民币)：19.49 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	263.05
总市值(百万元)	7,054.60
年内股价最高最低(元)	20.35/16.16
沪深 300 指数	3842.71



相关报告

- 1.《迪森股份：受益于“清洁采暖”和“煤改气”政策，公司订单爆发性...》，2017.7.6
- 2.《迪森股份：1 季度业绩同比大幅增长，看好公司 B 端 C 端双驱动-迪...》，2017.4.27
- 3.《新增订单加速释放，员工持股完满收官-迪森股份公司点评》，2016.10.31
- 4.《迪森股份：打造智慧能源运营龙头-迪森股份公司深度研究》，2016.8.31

郭一凡 分析师 SAC 执业编号：S1130517050005
(8621)60230247
guoyf@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

迪森股份：乘“煤改气”东风，公司业绩实现高速增长

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.137	0.352	0.599	0.764	1.017
每股净资产(元)	4.27	2.92	3.42	4.09	5.00
每股经营性现金流(元)	0.24	0.64	1.10	1.56	1.97
市盈率(倍)	135.47	49.44	31.68	24.83	18.66
行业优化市盈率(倍)	19.39	19.39	19.39	19.39	19.39
净利润增长率(%)	-31.51%	194.34%	69.97%	27.59%	33.11%
净资产收益率(%)	2.80%	12.05%	17.50%	18.70%	20.33%
总股本(百万股)	316.55	361.88	361.96	361.96	361.96

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 迪森股份发布 2017 年半年报，公司 2017 年上半年实现营收 7.45 亿元，同比增长 116.10%；实现归母净利润 8788 万元，同比增长 102.71%。二季度营收 4.30 亿元，同比增长 101.88%，实现归母净利润 5300 万元，同比增长 103.85%。公司 17 年以来净利润的大幅提升主要得益于“煤改气”与“清洁采暖”等政策带来的公司产品与服务需求大幅增长。

经营分析

- “清洁采暖”带动 C 端壁挂炉销量爆发增长。受益于北方地区冬季清洁取暖政策的实施，以及财政补贴支持，公司迪森家居壁挂炉业务迎来爆发式增长。17 年上半年公司订单 16 万台，同比增长 353%，销售 11.6 万台，同比增长 235%，公司 C 端业务实现营收 2.87 亿元，同比增长 204.75%。根据行业相关信息预测，2017 年国内壁挂炉市场将突破 350 万台。随着京津冀“2+26”城市“煤改气”持续推进，以及未来三年的中央财政补贴计划，预计未来 3-5 年，国内壁挂炉市场将保持高景气。长期来看北方的置换市场与南方的新兴市场，将成为未来行业发展的增长动力。公司作为国内壁挂炉的领先企业，有望持续受益。
- 受益于天然气利用率提升与“煤改气”推进，B 端业务持续增长。受益于世纪新能源并表、部分运营项目投产及装备业务增速提升，B 端业务实现营收 4.4 亿元，同比增长 84.48%。根据《能源发展“十三五”规划》，重点城市煤改气工程将增加用气 450 亿立方米，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨，同时提高天然气发电利用比重，鼓励发展天然气分布式多联供项目。随着“煤改气”政策持续推进以及天然气改革、电改加速，分布式能源的经济性将逐步得到体现，公司天然气分布式能源业务有望进一步增长。
- “煤改气”带动燃气锅炉需求旺盛，成为新的增长点。受益燃煤锅炉替代，公司上半年 B 端装备业务实现营收 0.49 亿元，同比增长 39.49%。据十二届全国人大第五次会议政府工作报告，北方地区要全部淘汰地级以上城市建成区燃煤小锅炉。各省市也推出政策要求建成区外 10 蒸吨，建成区内 35 蒸吨以下燃煤锅炉进行关停和改造。到 2020 年，淘汰落后燃煤锅炉 60 万蒸吨，京津冀、长三角、珠三角等重点区域的燃煤锅炉设施，基本完成清洁能源替代。粗略测算，到 2020 年，锅炉改造市场迎来 500 亿以上市场规模。

投资建议

- 公司致力于打造清洁能源服务商，抓住天然气发展机遇期，积极布局“煤改气”区域，大力推进天然气供热运营、天然气分布式能源及天然气锅炉的发展。受益于北方地区清洁取暖政策推动，公司小松鼠壁挂炉销量爆发性增长。同时，公司有望通过外延并购逐步打造成“清洁能源综合服务商”与“智慧能源运营平台”，看好公司持续成长性。
- 预计公司 2017-2019 年归母净利润 2.17、2.77、3.68 亿元，摊薄 EPS 为 0.60、0.76、1.02 元，对应 PE 分别为 32、25、19 倍。给予买入评级。

风险提示

宏观经济下滑，主要产品价格大幅波动

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	573	509	1,061	1,851	2,249	2,787
增长率		-11.2%	108.4%	74.5%	21.5%	23.9%
主营业务成本	-415	-350	-683	-1,247	-1,500	-1,861
%销售收入	72.5%	68.8%	64.4%	67.3%	66.7%	66.8%
毛利	158	159	377	604	749	926
%销售收入	27.5%	31.2%	35.6%	32.7%	33.3%	33.2%
营业税金及附加	-2	-2	-9	-11	-14	-17
%销售收入	0.4%	0.4%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-31	-43	-93	-113	-134	-166
%销售收入	5.3%	8.4%	8.8%	6.1%	5.9%	5.9%
管理费用	-57	-80	-118	-140	-170	-211
%销售收入	9.9%	15.7%	11.1%	7.6%	7.6%	7.6%
息税前利润 (EBIT)	68	34	156	341	431	533
%销售收入	11.9%	6.7%	14.7%	18.4%	19.2%	19.1%
财务费用	2	-1	-7	-35	-56	-47
%销售收入	-0.3%	0.3%	0.6%	1.9%	2.5%	1.7%
资产减值损失	-6	-2	-6	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	0	5	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	64	31	150	302	374	485
营业利润率	11.1%	6.2%	14.1%	16.3%	16.6%	17.4%
营业外收支	5	15	11	1	1	1
税前利润	69	46	161	303	375	486
利润率	12.0%	9.1%	15.1%	16.4%	16.7%	17.4%
所得税	-6	-4	-16	-52	-64	-83
所得税率	8.9%	9.3%	10.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	63	42	145	252	312	403
少数股东损益	0	-1	17	35	35	35
归属于母公司的净利润	63	43	128	217	277	368
净利率	11.0%	8.5%	12.0%	11.7%	12.3%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	63	42	145	252	312	403
非现金支出	42	36	58	74	96	121
非经营收益	4	-8	1	50	79	72
营运资金变动	-110	17	27	24	77	115
经营活动现金净流	-1	87	231	400	564	711
资本开支	-70	-123	-259	-516	-406	-208
投资	-40	-75	-252	-1	0	0
其他	0	6	-5	0	0	0
投资活动现金净流	-110	-192	-516	-517	-406	-208
股权募资	15	801	16	0	0	0
债权募资	20	70	161	862	-142	-94
其他	-54	-33	-399	-89	-116	-109
筹资活动现金净流	-19	838	-223	773	-258	-204
现金净流量	-131	733	-508	655	-100	300

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	216	958	545	1,200	1,100	1,400
应收款项	229	200	317	626	761	943
存货	52	45	106	184	222	275
其他流动资产	25	52	166	364	416	492
流动资产	522	1,255	1,133	2,374	2,499	3,110
%总资产	50.4%	64.7%	43.3%	55.1%	52.7%	57.1%
长期投资	0	26	129	130	129	129
固定资产	454	551	806	940	1,248	1,333
%总资产	43.9%	28.4%	30.8%	21.8%	26.3%	24.5%
无形资产	36	43	371	682	687	691
非流动资产	513	684	1,483	1,932	2,244	2,332
%总资产	49.6%	35.3%	56.7%	44.9%	47.3%	42.9%
资产总计	1,035	1,938	2,616	4,306	4,742	5,442
短期借款	30	100	208	958	617	322
应付款项	190	186	811	1,389	1,673	2,075
其他流动负债	7	14	53	87	106	131
流动负债	227	300	1,073	2,435	2,396	2,529
长期贷款	0	0	155	355	555	755
其他长期负债	21	13	147	59	59	59
负债	248	313	1,374	2,849	3,010	3,343
普通股股东权益	784	1,549	1,058	1,239	1,479	1,811
少数股东权益	3	77	184	219	254	289
负债股东权益合计	1,035	1,938	2,616	4,306	4,742	5,442

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.200	0.137	0.352	0.599	0.764	1.017
每股净资产	2.480	4.273	2.924	3.423	4.087	5.004
每股经营现金净流	-0.005	0.241	0.637	1.104	1.559	1.965
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	8.06%	2.80%	12.05%	17.50%	18.70%	20.33%
总资产收益率	6.11%	2.24%	4.87%	5.03%	5.83%	6.76%
投入资本收益率	7.59%	1.80%	8.76%	10.20%	12.32%	13.92%
增长率						
主营业务收入增长率	38.19%	-11.24%	108.42%	74.53%	21.50%	23.93%
EBIT 增长率	14.67%	-49.74%	357.01%	117.93%	26.64%	23.52%
净利润增长率	-8.19%	-31.51%	194.34%	69.97%	27.59%	33.11%
总资产增长率	21.33%	87.23%	34.98%	64.60%	10.13%	14.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.4	84.4	60.9	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	38.6	50.5	40.2	54.0	54.0	54.0
应付账款周转天数	54.7	109.6	92.1	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	209.3	241.9	174.7	106.5	121.5	95.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.60%	-52.76%	-14.69%	7.70%	4.08%	-15.41%
EBIT 利息保障倍数	-44.3	25.7	22.9	9.8	7.7	11.3
资产负债率	23.96%	16.13%	52.54%	66.16%	63.47%	61.43%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	11	11	12
增持	2	5	7	7	8
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.50	1.47	1.47	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-31	买入	16.60	13.28~19.92
2	2016-10-31	买入	17.76	14.21~21.31
3	2017-04-27	买入	18.45	N/A
4	2017-07-06	买入	18.97	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD