

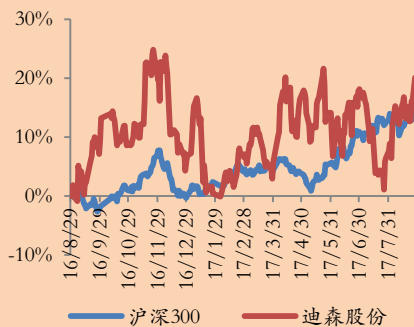


迪森股份 (300335)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-08-29

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

业绩翻倍, 煤改气助推公司业绩持续爆发

事件:

近日, 公司公布了半年报。报告期内, 公司实现营收 7.45 亿元, 同比上升 116.1%; 归母净利润 0.88 亿元, 同比增长 102.7%。

主要观点:

□ 营收&净利润翻倍, 毛利下滑空间不大

整体业绩来看, 受益于煤改气推动, 公司无论从营收还是净利润, 均实现了翻倍增长; 近日公布的京津冀秋冬季大气攻坚计划方案加码了煤改气力度, 且冬季传统采暖季所带来的设备和运营需求释放将超过上半年, 我们认为公司今年业绩实现爆发式增长确定性极强。从三费来看, 公司上半年财务费用增长显著, 其主要原因是公司因扩大规模导致的流动性资金需求增加; 此外, 由于北方煤改气部分工程机订单需要垫资, 会增加一定的财务费用, 但我们认为公司财务费用总体可控。毛利率来看, 公司整体毛利率受到 C 端影响, 同比下滑 0.47 个百分点至 34.48%, 其主要原因是上半年煤改气地区的工程机占比较高, 我们认为整体毛利率整体可控, 进一步下滑空间不大。

□ 受益于煤改气, B 端 C 端齐发力

B 端运营来看, 订单方面: 今年上半年新签运营订单 12 个, 达到去年近七成的体量; 项目方面: 去年收购的世纪新能源上半年完成并表, 且其运营的项目在 16 年供应区域不到一半, 今年面积进一步增加, 叠加公司专业平台上海迪兴相继开发建设多个项目, 公司 B 端运营上半年业绩同比增长 92%, 看好未来 B 端运营项目进一步释放给公司带来的业绩增量。B 端装备来看, 上半年订单达到 336 台, 折算蒸吨数为 1275 蒸吨, 同比增长近 100%; 目前工业锅炉的生产线是 24 小时开工, 为迎接下半年订单爆发做准备。C 端来看: 2017 年上半年, 国内壁挂炉市场销量为 99.5 万台, 增速达 100%; 公司上半年订单已达到 16 万台, 市占率突破 16%, 增速 300% 以上。壁挂炉上半年为淡季, 销量只能占到全年销量的 20%-30%, 秋冬季节炉煤改气市场叠加零售市场, 公司全年销量有望突破 35 万台。公司 8 月新投产一条生产线, 外加原来两条生产线, 产能充足迎接订单爆发。

□ 把握天然气产业链战略黄金机遇期, 煤改气促公司高成长

长期来看, 煤炭占一次性消费能源比例过大, 与北方日益猖獗的雾霾天气不无关系。改变能源结构、推进天然气能源消费结构占比是大势所趋。公司定位清洁能源综合服务商, 围绕天然气产业链下游相关装备及运营服务端积极布局, 看好公司在天然气领域发展的长期投资价值。中短期来看, 无论是中央政策、环保督察还是财政补贴, 我们认为公司在煤改气的催化下, 业绩维持 3-5 年高速增长可期。

□ 盈利预测与估值

我们认为公司 B 端、C 端业绩持续将发力, 订单爆发期预示着公司业绩高速增长。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.72 元、1.10 元、1.51 元, 对应的 PE 分别为 27 倍、18 倍、13 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

大气治理力度不及预期, 煤改气政策不及预期, 销售、产能不及预期。

盈利预测：单位：百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1061	2015	3023	3930
收入同比 (%)	108%	90%	50%	30%
归属母公司净利润	128	259	400	548
净利润同比 (%)	194%	103%	54%	37%
毛利率 (%)	35.6%	33.5%	35.0%	37.0%
ROE (%)	11.6%	18.9%	24.2%	26.9%
每股收益	0.35	0.72	1.10	1.51
P/E	55.34	27.22	17.66	12.87
P/B	6.67	5.77	4.67	3.65
EV/EBITDA	29	20	12	8

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,133	1,427	2,773	4,007	营业收入	1,061	2,015	3,023	3,930
现金	545	356	1,220	1,999	营业成本	683	1,340	1,965	2,476
应收账款	267	515	759	993	营业税金及附加	9	10	16	23
其他应收款	25	69	84	112	销售费用	93	137	222	308
预付账款	66	83	143	223	管理费用	118	235	366	497
存货	109	186	280	363	财务费用	7	11	5	(7)
其他流动资产	122	219	287	317	资产减值损失	6	(0)	2	2
非流动资产	1,483	1,654	1,402	1,506	公允价值变动收	1	(1)	0	0
长期投资	8	3	3	4	投资净收益	5	1	1	2
固定资产	508	476	443	411	营业利润	150	283	448	634
无形资产	54	51	47	44	营业外收入	19	19	18	19
其他非流动资产	914	1,126	908	1,046	营业外支出	9	7	8	7
资产总计	2,616	3,081	4,175	5,512	利润总额	161	294	459	646
流动负债	1,073	1,192	1,797	2,491	所得税	16	28	43	61
短期借款	162	160	154	143	净利润	145	267	416	584
应付账款	238	438	642	827	少数股东损益	17	8	16	36
其他流动负债	673	594	1,001	1,522	归属母公司净利润	128	259	400	548
非流动负债	302	476	662	845	EBITDA	209	329	489	662
长期借款	155	155	155	155	EPS (元)	0.35	0.72	1.10	1.51
其他非流动负债	147	321	506	690					
负债合计	1,374	1,668	2,458	3,337	主要财务比率				
少数股东权益	184	191	207	243	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	362	362	362	362	成长能力				
资本公积	325	304	304	304	营业收入	108.42%	90.00%	50.00%	30.00%
留存收益	384	557	844	1,267	营业利润	377.79%	88.53%	58.60%	41.36%
归属母公司股东权	1,058	1,222	1,509	1,932	归属于母公司净利	194.34%	103.32%	54.14%	37.20%
负债和股东权益	2,616	3,081	4,175	5,512	获利能力				
					毛利率(%)	35.56%	33.50%	35.00%	37.00%
					净利率(%)	45.09%	12.02%	12.86%	13.22%
					ROE(%)	11.64%	18.88%	24.23%	26.86%
					ROIC(%)	22.37%	36.87%	48.53%	137.26%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	52.54%	54.13%	58.88%	60.53%
					净负债比率(%)	-26.75%	46.32%	6.85%	5.97%
					流动比率	1.06	1.20	1.54	1.61
					速动比率	0.95	1.04	1.39	1.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.71	0.83	0.81
					应收账款周转率	5.99	5.86	5.40	5.05
					应付账款周转率	6.15	5.96	5.60	5.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.72	1.10	1.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	(0.29)	2.45	2.50
					每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.38	4.17	5.34
					估值比率				
					P/E	55.3	27.2	17.7	12.9
					P/B	6.7	5.8	4.7	3.7
					EV/EBITDA	28.66	20.37	12.20	7.68

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	234	(106)	886	905
净利润	145	259	400	548
折旧摊销	56	36	36	35
财务费用	13	11	5	(7)
投资损失	(5)	(1)	(1)	(2)
营运资金变动	(74)	(417)	428	292
其他经营现金流	100	7	19	39
投资活动现金流	(516)	46	(4)	(2)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(8)	5	(1)	(1)
其他投资现金流	(508)	41	(4)	(1)
筹资活动现金流	(225)	(152)	(119)	(122)
短期借款	62	(2)	(6)	(11)
长期借款	155	0	0	0
普通股增加	(1)	0	0	0
资本公积增加	(659)	(21)	0	0
其他筹资现金流	218	(129)	(112)	(111)
现金净增加额	(507)	(211)	763	781

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。