

迪森股份 (300335)

公司研究/简评报告

行业长期逻辑未有改变，继续看好公司壁挂炉竞争实力

简评报告/环保

2017 年 12 月 13 日

一、事件概述

近期我们调研了迪森股份，就“2+26”城市煤改气、采暖季以来气荒等问题与公司进行了深入交流。

二、分析与判断

➤ 气代煤确存推进量远超预期问题，但并非本轮气荒主要原因

在近日环保部与河北省联合举行的媒体座谈会上，河北省发改、住建等职能部门坦言，2017 年该省确定的计划是气代煤、电代煤一共完成 180 万户，而实际完成了农村气代煤电代煤 253.7 万户，其中气代煤是 231.8 万户，电代煤是 21.9 万户，气代煤投入使用量为 213.4 万户，气代煤投入使用量比之前计划就多了近 33 万户。河北省预计取暖季需求量为 65 亿立方米，而目前需求量增至 82 亿立方米。气源方面，因中亚国家遭遇寒冷天气，上游截流了约 3000 万立方米/日供气量，另外为保证北京天然气供应，河北的管道气进一步压减了约 200 多万立方米，目前供需差额为 600 多万立方米/日，超过 10%，河北省已发布天然气橙色预警并启动应急预案，通过压缩工商业端供气量来保障全省民生需求量。整个京津冀通道城市来看，按照规划 2017 年计划完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上，实际完成的煤改气（电）可能有 400 万户。中石油经济技术研究院研究预计，今年全年的天然气消费量为 2300 亿/立方米左右，增量为 330 亿立方米，同比增长 17%。按每户每年平均用气量 1500 立方米推算，假设 90% 用户采取煤改气，煤改气带来的新增消费量近 54 亿立方米，占 17 年新增消费量的比例为 16.4%，由此可见居民端煤改气即使大幅推进情况下，对于 2017 年天然气新增消费量的影响依然有限。2017 年天然气消费量增速明显的原因，主要为工业用户燃料用气量、天然气发电用气量、清洁采暖用气量和化工行业用气量均大幅增长共振造成的。2017 年各地确实存在煤改气工程推进速度大幅快于计划数的情况，但我们应该认识到，清洁采暖增加的用气量对于 2017 年天然气消费量增量影响有限，气荒是由多个因素共振引起的。我们不应该因为今年冬季北方出现了气荒，就认为明年各地的清洁取暖工程会出现倒退的情况。

➤ 气代煤清洁取暖工程初见成效，空气质量同比改善明显

2017 年 11 月，“2+26”城市 PM2.5 月均浓度范围为 46-91 微克/立方米（ $\mu\text{g}/\text{m}^3$ ），平均为 68 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ ，同比下降 37.0%。经过散乱污企业治理、燃煤锅炉拆除、劣质煤管控、气代煤清洁供暖、冬季停产限产等一系列治霾组合拳调控后，目前京津冀地区大气质量，已基本完成“大气十条”确定的 2017 年 PM2.5 下降 25% 目标，距离大气十条第一阶段大考还剩下不到一个月时间，蓝天保卫战仍在继续。通道城市农村冬季取暖的散煤燃烧，绝大多数没有采取除尘、脱硫、脱硝等环保措施，呈现“量大面广低空排放”的特点。大量研究表明，民用煤散烧对居民区空气的污染危害程度远比工业燃煤污染更甚，在现有的中国黑碳和多环芳烃排放清单中，民用燃煤排放贡献约为 40%。当前大气污染防治工作进入“攻坚战”，散煤污染控制是关键，也是实施起来最困难的环节。2017 年各通道城市均超额完成了煤改气计划改造户数，显示了各地治理大气污染的决心和执行力，这对于今冬大气环境质量改善的贡献是不可否认的，我们不应

强烈推荐 维持评级

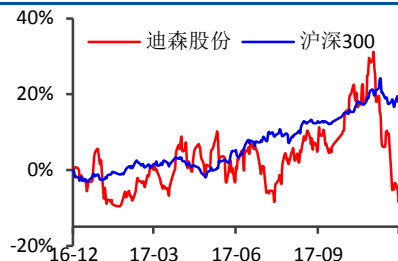
当前价格（元） 16.39

交易数据 2017/12/13

近 12 个月最高/最低（元） 23.51/16.21

总股本（百万股）	362
流通股本（百万股）	263
流通股比例（%）	73%
总市值（亿元）	59.40
流通市值（亿元）	43.18

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：(010)8512 7892

邮箱：taovigong@mszq.com

相关研究

- 1、《三季度预增中位数 90%，壁挂炉有望再超预期》20171013
- 2、《显著受益清洁供暖，煤改气大势所趋》20170801

该忽略。今年冬天出现的气荒，引起社会各方对居民端煤改气的热议，现阶段煤改气确实存在燃气供给不足、价格尚未理顺、调峰能力不足、地方政府为赶进度工程推进过快等问题。但这些问题在煤改气第一年充分暴露出来，有利于企业和政府边做边纠错，对于行业长期可行推进是非常有益的。相信明年地方政府对于居民端气代煤工程将会采取先保气源再稳步推进的策略，居民端散煤燃烧整治问题，明年定会继续推进而不会出现大家担心的推倒搁置的问题。

➤ “煤改气”理性推进，将有利于行业健康发展

受政策红利影响和京津冀煤改气的持续高速推进，参与煤改气项目的区域已经由环北京区域的北京、天津、河北蔓延到山东、山西、河南、辽宁等地，三季度全国壁挂炉内销量同比增长 218%。9、10 月过热的行情虽然带动了下游壁挂炉、空气源热泵等设备的销量，但实际上给予了壁挂炉主机厂、配套企业错误的市场信号，对行业造成了伤害。由于从今年下半年开始，下游企业都处在供不应求的情况，部分产品质量波动大、生产能力弱的新进入者也享受到了行业红利，导致行业对于明年产能的扩张规模大大提升，超过正常的市场需求，导致了未来潜在的价格战和产品质量下降风险。由于 LNG 市场化的定价，今年冬天的气荒将行业过热的风险提前释放，势必压缓企业的扩张速度和地方政府的推进速度，结果是平滑了增长曲线，有利于行业长期平稳增长。

➤ 小松鼠作为国内壁挂炉明星品牌，将充分享受北方煤改气增量市场

小松鼠品牌去年销量约 13~14 万台，市场份额约占 10%。根据公司前三季度订单披露情况，我们预计公司 2017 年壁挂炉销售量为 35-40 万台，市场份额大约为 12%，市占率处于不断提升的阶段。“2+26”城市壁挂炉市场空间保守测算达 250 亿元，如果加上煤改气区域外扩带来的市场空间将更大，作为壁挂炉行业龙头，公司壁挂炉销量将显著受益北方清洁供暖的推进。公司股价自北方出现气荒以来跌幅超过 30%，自今年 6 月以来，公司高层领导在看好公司未来发展前景前提下，认为公司股价与基本面发生背离时，董事长及董秘已先后 3 次增持公司股票，合计增持均价为 16.66 元/股，与公司当前股价相近，安全边际较高。我们仍看好公司未来几年参与京津冀地区清洁取暖项目的核心竞争力，给予公司明年壁挂炉销售量 40-50% 的增速，预计公司明年壁挂炉销售量预计约为 49-60 万台，业绩增长依旧具备坚实支撑。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.59、0.85、1.10 元，看好公司居民端壁挂炉未来 3 年的快速发展，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示

1、清洁供暖、煤改气推行进度低于预期。2、其他清洁取暖替代技术飞速发展。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,061	1,859	2,671	3,392
增长率（%）	108.4%	75.2%	43.7%	27.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	128	213	309	400
增长率（%）	194.3%	67.1%	44.9%	29.6%
每股收益（元）	0.35	0.59	0.85	1.10
PE（现价）	49.9	33.5	23.3	18.0
PB	6.0	5.0	4.0	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,061	1,859	2,671	3,392
营业成本	683	1,235	1,792	2,279
营业税金及附加	9	16	24	30
销售费用	93	156	219	275
管理费用	118	186	259	326
EBIT	156	265	377	482
财务费用	7	8	(2)	(13)
资产减值损失	6	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
营业利润	150	262	384	500
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	161	272	394	511
所得税	16	27	39	51
净利润	145	245	355	460
归属于母公司净利润	128	213	309	400
EBITDA	212	327	448	565

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	545	1047	1619	2243
应收账款及票据	292	398	571	726
预付款项	66	119	172	219
存货	106	136	198	251
其他流动资产	99	99	99	99
流动资产合计	1133	1832	2707	3599
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	508	573	654	759
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1483	1579	1684	1801
资产合计	2616	3411	4391	5400
短期借款	162	162	162	162
应付账款及票据	238	312	452	575
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	1073	1623	2247	2796
长期借款	155	155	155	155
其他长期负债	147	147	147	147
非流动负债合计	302	302	302	302
负债合计	1374	1925	2549	3098
股本	362	362	362	362
少数股东权益	184	216	262	322
股东权益合计	1242	1487	1842	2302
负债和股东权益合计	2616	3411	4391	5400

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	108.4%	75.2%	43.7%	27.0%
EBIT 增长率	357.0%	69.3%	42.4%	27.9%
净利润增长率	194.3%	67.1%	44.9%	29.6%
盈利能力				
毛利率	35.6%	33.5%	32.9%	32.8%
净利润率	12.0%	11.5%	11.6%	11.8%
总资产收益率 ROA	4.9%	6.2%	7.0%	7.4%
净资产收益率 ROE	12.1%	16.8%	19.5%	20.2%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
现金比率	0.5	0.6	0.7	0.8
资产负债率	0.5	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	60.9	60.9	60.9	60.9
存货周转天数	40.2	40.2	40.2	40.2
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.6	0.9	1.1
每股净资产	2.9	3.5	4.4	5.5
每股经营现金流	0.6	1.8	2.1	2.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	49.9	29.7	20.5	15.8
PB	6.0	5.0	4.0	3.2
EV/EBITDA	28.9	17.2	11.3	7.9
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	145	245	355	460
折旧和摊销	62	62	71	83
营运资金变动	27	353	321	281
经营活动现金流	234	663	751	828
资本开支	259	147	165	190
投资	(252)	0	0	0
投资活动现金流	(516)	(142)	(160)	(185)
股权募资	16	0	0	0
债务募资	161	0	0	0
筹资活动现金流	(225)	(19)	(19)	(19)
现金净流量	(507)	502	572	624

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。