

## 迪森股份(300335)

公司研究/简评报告

# 一季度业绩高增长，煤改气回归理性可持续性强

简评报告/环保及公用事业行业

2018年1月31日

### 一、事件概述

1月31日，公司发布了2018年一季度业绩预告，预计归母净利润6300~7100万元，同比增长80.82%~103.78%。公司此前发布了2017年年度业绩预告，预计盈利20401.57~22951.77万元，同比增长60%~80%。

### 二、分析与判断

- **Q1维持高速增长，2017年全年增速符合预期。**公司一季度增速继续提高，主要系小松鼠壁挂炉销量持续提升，清洁供暖订单陆续结转，同时公司积极开拓零售市场业务，紧抓南方消费升级市场。受清洁供暖政策影响，壁挂炉行业短期产能存在缺口，零售端价格有所提升，利好公司业绩增长。公司2017年业绩高速增长情况符合我们此前报告的预期，业绩增长来源主要为壁挂炉销量爆发式提升以及B端装备业务快速增长，同时B端运营项目、分布式能源稳步推进。公司2017年订单量爆发式增长，前三季度B端装备折算蒸吨数较上年同期增长超70%，C端壁挂炉订单量/发货量/销售量分别达40/30/24万台，较上年同期分别增长428%、353%和254%。
- **煤改气进程短期放缓，不改长期向好趋势。**2017年煤改气进程推动过快，需要对目前未完成的煤改气项目进行消化，短期将会放缓。但长期来看，清洁供暖的推进是大气污染治理新阶段的客观需求，也是农村公用事业改革的契机，同时天然气消费提升的长期向好大逻辑不变。本次冬季气荒将使得地方政府更为重视天然气配套设施的建设，未来中俄东线天然气管道的投入使用以及启动、舟山等地LNG接收站产能的释放也将为天然气消费提升提供气源的保障，而煤改气工程短期的放缓也有助于重塑壁挂炉市场当前较为松散的竞争格局，压平行业产能的扩张曲线，利好长远发展。
- **2021年前每年150亿壁挂炉市场可期，“小松鼠”市占率有望持续提升。**2017年年底，发改委联合能源局等十部委印发《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》，提出2021年要增加煤改气壁挂炉用户1200万户的目标。北方清洁取暖和南方消费升级双重刺激下，我们认为2021年前年均壁挂炉行业整体需求有望达到500万台，对应市场空间150亿。当前壁挂炉行业仍在快速发展期，国产优秀品牌有望借助清洁供暖的机会进一步挤占海外主流品牌的市场空间。公司是壁挂炉行标参与制定者，小松鼠作为国内壁挂炉知名品牌，知名度高、口碑好、产品售后可靠，将充分享受清洁供暖推动的此次行业重新洗牌红利。

### 三、盈利预测与投资建议

公司近期股价调整已充分反映煤改气放缓的潜在预期，未来南方消费升级需求以及煤改气市场的逐步释放将带来公司B端C端业务的持续增长。预计公司2017-2019年EPS分别为0.60、0.86、1.14元，对应当前价格PE25、18、13倍，维持“强烈推荐”评级。

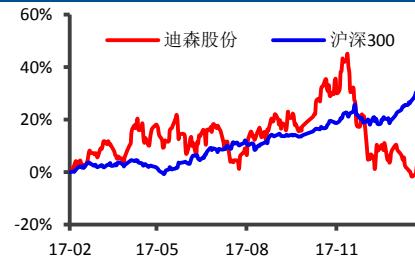
### 四、风险提示：

- 1、公司市场拓展情况不及预期；2、天然气上游保供未能及时落地；3、后续

**强烈推荐** 维持评级

	2018/1/30
收盘价(元)	15.37
近12个月最高/最低(元)	18.15/14.53
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)	55.70
流通市值(亿元)	122.00

### 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：	<a href="mailto:taoyigong@mszq.com">taoyigong@mszq.com</a>

### 相关研究

- 1、《行业逻辑未有改变，继续看好公司壁挂炉竞争实力》20171213
- 2、《前三季度预增中位数90%，壁挂炉有望再超预期》20171013
- 3、《显著受益清洁供暖，煤改气大势所趋》20170801

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1060.66	1700.00	2242.00	2883.00
增长率 (%)	108.42%	60.28%	31.88%	28.59%
归属母公司股东净利润 (百万元)	127.51	218.95	310.04	413.98
增长率 (%)	194.34%	71.71%	41.61%	33.53%
每股收益 (元)	0.35	0.60	0.86	1.14
PE (现价)	43.68	25.44	17.97	13.46
PB	5.26	4.63	3.95	3.31

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
<b>营业总收入</b>	<b>1060.66</b>	<b>1700.00</b>	<b>2242.00</b>	<b>2883.00</b>
营业成本	683.46	1135.77	1503.49	1954.10
营业税金及附加	9.33	8.50	11.21	14.42
销售费用	93.38	102.00	127.79	161.45
管理费用	118.15	122.40	154.70	193.16
EBIT	169.43	331.33	444.81	559.88
财务费用	6.83	13.61	16.99	11.01
资产减值损失	5.68	0.00	0.00	0.00
投资收益	4.99	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>149.92</b>	<b>317.72</b>	<b>427.82</b>	<b>548.87</b>
营业外收支	10.61	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>160.54</b>	<b>317.72</b>	<b>427.82</b>	<b>548.87</b>
所得税	15.99	31.77	42.78	54.89
<b>净利润</b>	<b>144.55</b>	<b>285.95</b>	<b>385.04</b>	<b>493.98</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>127.51</b>	<b>218.95</b>	<b>310.04</b>	<b>413.98</b>
<b>EBITDA</b>	<b>225.40</b>	<b>398.07</b>	<b>516.06</b>	<b>630.56</b>
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	465.55	255.00	336.30	432.45
应收账款及票据	292.05	475.36	536.72	764.72
预付款项	65.57	91.68	116.48	154.06
存货	105.89	144.51	186.96	243.85
其他流动资产	100.13	200.00	200.00	200.00
<b>流动资产合计</b>	<b>1029.20</b>	<b>1166.54</b>	<b>1376.47</b>	<b>1795.08</b>
长期股权投资	7.56	7.56	7.56	7.56
固定资产	507.71	828.77	857.38	890.98
无形资产	54.26	51.44	48.62	45.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>1475.70</b>	<b>1648.17</b>	<b>1674.52</b>	<b>1719.18</b>
<b>资产合计</b>	<b>2504.90</b>	<b>2814.71</b>	<b>3050.99</b>	<b>3514.26</b>
短期借款	161.50	275.34	400.74	314.10
应付账款及票据	238.26	351.39	429.16	585.33
其他流动负债	619.46	477.35	485.56	523.92
<b>流动负债合计</b>	<b>1019.21</b>	<b>1104.07</b>	<b>1315.46</b>	<b>1423.35</b>
长期借款	155.15	168.35	0.00	0.00
其他长期负债	88.89	88.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>244.04</b>	<b>256.35</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>1263.25</b>	<b>1360.42</b>	<b>1315.46</b>	<b>1423.35</b>
股本	361.88	361.88	361.88	361.88
少数股东权益	183.60	250.60	325.60	405.60
<b>股东权益合计</b>	<b>1241.65</b>	<b>1454.29</b>	<b>1735.53</b>	<b>2090.91</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2504.90</b>	<b>2814.71</b>	<b>3050.99</b>	<b>3514.26</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	108.42%	60.28%	31.88%	28.59%
EBIT 增长率	253.65%	95.56%	34.25%	25.87%
净利润增长率	243.14%	97.82%	34.65%	28.29%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	35.56%	33.19%	32.94%	32.22%
净利润率	13.63%	16.82%	17.17%	17.13%
总资产收益率 ROA	6.76%	11.77%	14.58%	15.93%
净资产收益率 ROE	12.05%	18.19%	21.99%	24.56%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.03	1.09	1.08	1.30
速动比率	0.83	0.78	0.79	0.99
现金比率	0.46	0.23	0.26	0.30
资产负债率	50.43%	48.33%	43.12%	40.50%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.63	3.58	4.18	3.77
存货周转天数	55.78	45.80	44.77	44.92
总资产周转率	0.42	0.60	0.73	0.82
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.35	0.60	0.86	1.14
每股净资产	2.92	3.32	3.89	4.65
每股经营现金流	0.64	-0.38	1.17	1.19
每股股利	0.02	0.20	0.29	0.38
<b>估值分析</b>				
PE	43.68	25.44	17.97	13.46
PB	5.26	4.63	3.95	3.31
EV/EBITDA	33.84	18.88	14.14	11.22
股息收益率	0.00	0.01	0.02	0.02
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
2016A	2017E	2018E	2019E	
净利润	144.55	285.95	385.04	493.98
折旧和摊销	55.97	66.74	71.24	70.68
营运资金变动	31.52	-489.76	-33.25	-132.26
<b>经营活动现金流</b>	<b>232.03</b>	<b>-137.06</b>	<b>423.03</b>	<b>432.41</b>
资本开支	0.00	-80.00	-90.00	-100.00
投资	-515.95	-33.47	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-515.95</b>	<b>-113.47</b>	<b>-90.00</b>	<b>-100.00</b>
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	-224.87	39.99	-251.73	-236.26
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-224.87</b>	<b>39.99</b>	<b>-251.73</b>	<b>-236.26</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-506.52</b>	<b>-210.55</b>	<b>81.30</b>	<b>96.15</b>

## 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月加入民生证券研究院。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	投资评级	说明
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資目标、財務状况或需要。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。