

迪森股份(300335)

公司研究/深度报告

显著受益清洁供暖，长期受益天然气消费增长

深度研究报告/环保及公用事业行业

2018年4月3日

报告摘要：

- **专注天然气的清洁能源综合服务商，长期受益天然气消费增长。** 公司从2014年开始向清洁能源综合服务商转型，2016年注入迪森家居、收购成都世纪新能源，确立了围绕天然气下游进行布局的发展战略。目前公司的主要业务涵盖了C端业务（壁挂炉等室内健康环境管理服务）、B端运营（工业用户清洁能源综合服务）和B端装备（工业锅炉制造）三个方向。2017年业绩快报盈利预增70%，其中北方清洁供暖刺激下公司C端壁挂炉销量激增，前三季度销量同比增长254%，同时B端运营和装备也保持了较快的增长。
- **居民煤改气并非气荒主因，清洁供暖未来仍将稳步推进。** 量化来看，2017年冬季北方爆发的气荒主要是由于工业燃料、发电用气激增而导致，虽然在政策大力推动下，居民煤改气进程确实快于预期，但超预期部分天然气消费量仅占当年规划天然气总增量的3.6%，并非导致气荒的主要原因。而气荒的发生也将倒逼天然气下游有序发展。居民煤改气不仅是新时期大气治理形式下对于散煤替代的要求，更是一次对农村生态环保和公用事业短板的补齐，符合乡村振兴战略的核心要求。
- **小松鼠是国内壁挂炉行业领军品牌，充分受益清洁供暖+消费升级。** 《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》正式印发，我们预计2018年壁挂炉市场空间有望达到160亿，未来清洁供暖和消费升级将共同带动壁挂炉市场的持续增长。小松鼠是国产品牌行业领军者，具备品牌、服务、渠道等多项优势，目前受到产能的桎梏，公司积极扩产后2018年产能最高可达140万台，同时空气源热泵也已展开布局，煤改气、煤改电驱动下公司C端业务有望保持快速增长。
- **天然气分布式能源站稳脚跟，外延增长值得期待。** 公司通过收购世纪新能源成功立足天然气分布式能源蓝海市场。四川天然气供应充足，而成都世纪新能源是国内领先的天然气分布式能源运营商、商业模式成熟，2016年超额完成对赌业绩，未来有望贡献稳定盈利。此外公司在工业锅炉制造方面具备深厚的积累，深度布局天然气运营、生物质、清洁煤等清洁能源行业。2017年12月公司公告设立10亿元清洁能源产业并购基金，主要投资以“热”需求为核心的运营类项目资产，未来有望助力公司进行持续的外延增长。
- **盈利预测与投资建议：** 预计公司2017-2019年EPS分别为0.60、0.85、1.14元。对应当前价格PE 25、18、13倍，公司业绩持续增长确定性高，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 1、天然气消费需求不及预期；2、清洁供暖推广力度放缓。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 1061 | 1926 | 2553 | 3016 |
| 增长率（%） | 108.42% | 81.58% | 32.57% | 18.12% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 128 | 217 | 310 | 414 |
| 增长率（%） | 194.34% | 70.03% | 42.81% | 33.74% |
| 每股收益（元） | 0.35 | 0.60 | 0.85 | 1.14 |
| PE（现价） | 43 | 25 | 18 | 13 |
| PB | 5.21 | 4.58 | 3.91 | 3.27 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

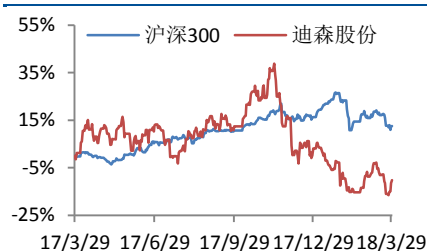
强烈推荐 维持评级

当前股价： 15.22 元

交易数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 23.51/14.14 |
| 总股本（百万股） | 362.41 |
| 流通股本（百万股） | 263.45 |
| 流通股比例（%） | 72.69 |
| 总市值（亿元） | 55.09 |
| 流通市值（亿元） | 40.04 |

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： taoyigong@mszq.com

相关研究

- 1、《一季度业绩高增长，煤改气回归理性可持续性》20180131
- 2、《三季度预增中位数 90%，壁挂炉有望再超预期》20171031
- 3、《显著受益清洁供暖，煤改气大势所趋》20170801

目录

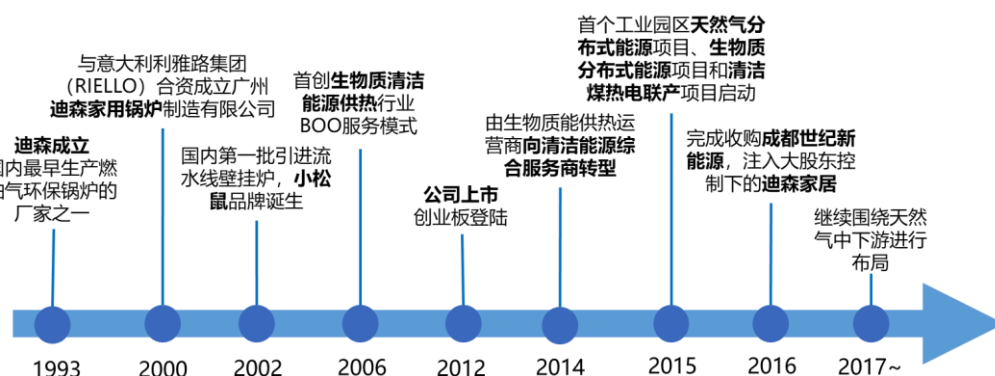
| | |
|---|----|
| 一、公司概况：清洁能源综合服务商，围绕天然气下游开展布局..... | 3 |
| （一）主营业务定位天然气下游，合伙人制度提升公司活力 | 3 |
| （二）C 端 B 端齐发力，2017 年盈利预增 70% | 4 |
| 二、行业分析：环保需求促天然气消费持续增长，清洁供暖最具刚需..... | 6 |
| （一）天然气消费占比持续提升奠定行业增长大逻辑 | 6 |
| （二）北方冬季气荒：居民煤改气并非主因，气荒将倒逼天然气下游有序协调发展 | 8 |
| （三）居民煤改气：不仅是大气治理的需求，更是对农村生态环保和公用事业短板的补齐 | 11 |
| 三、公司分析：C 端进入快速增长期，B 端业务值得期待 | 14 |
| （一）C 端：短期清洁供暖爆发力强，长期受益消费升级 | 14 |
| （二）B 端：天然气分布式能源站稳脚跟，外延增长值得期待 | 19 |
| （三）风险因素：现金流有望改善，未来商誉减值风险小 | 22 |
| 四、估值与盈利预测：业绩增长确定，估值水平处在低位..... | 23 |
| （一）业绩详细测算：业绩高增长确定 | 23 |
| （二）壁挂炉销量敏感性分析：短期壁挂炉销量对公司业绩影响大 | 24 |
| （三）估值分析：公司估值水平处在历史较低水平 | 25 |
| 五、风险提示 | 25 |
| 插图目录..... | 26 |
| 表格目录..... | 27 |

一、公司概况：清洁能源综合服务商，围绕天然气下游开展布局

(一) 主营业务定位天然气下游，合伙人制度提升公司活力

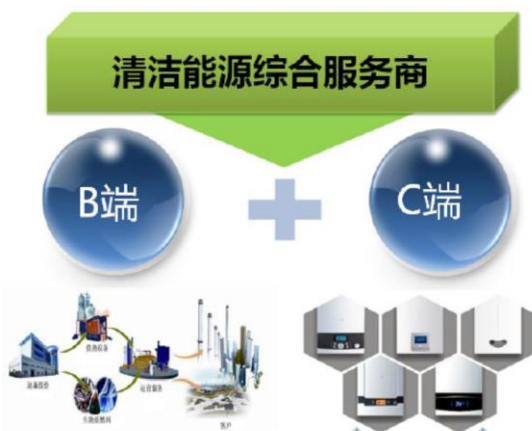
广州迪森热能技术股份有限公司是国内利用清洁能源为客户提供能源综合服务的领先企业。公司创立于 1993 年，是国内最早生产燃油气环保锅炉的厂家之一，也是国内第一批引入壁挂炉流水线的企业；公司 2012 年在创业板挂牌上市，上市之初业务以生物质为主，采用类 BOT 或 BOO 合作模式，为工业锅炉和工业窑炉用户提供全面的能源解决方案；公司 2014 年开始向清洁能源综合服务商转型，将原有业务拓展至天然气、清洁煤等方向；2015 年公司首个工业园区天然气分布式能源项目、生物质分布式能源项目和清洁煤热电联产项目启动。目前公司的主要业务涵盖了 C 端业务（壁挂炉等室内健康环境管理服务）、B 端运营（工业用户清洁能源综合服务）和 B 端装备（工业锅炉制造）三个方向。

图 1：公司成立以来发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

图 2：公司业务定位：专注天然气的清洁能源综合服务商



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2016 年公司注入迪森家居、收购成都世纪新能源，确立了未来围绕天然气下游进行布局的大方向。公司于 2016 年 3 月以 7.35 亿元现金收购的方式注入实际控制人控制的迪森家居

100%股权（时名迪森家锅），开拓小型商业与家庭用户终端消费 E2C 业务。2016 年 6 月通过 3.67 亿元现金收购成都世纪新能源 51%的股权，进一步完善在天然气分布式能源的布局。迪森家居、世纪新能源 2016 年承诺扣非净利润分别为 5550/6200 万元，实际完成 6443/7109 万元，均超额完成业绩承诺。据公司在 2017 年半年报中披露，公司看好天然气消费提升带来的广阔市场，未来仍将围绕天然气产业链下游相关装备及运营服务端积极布局。

图 3：公司围绕天然气下游展开布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

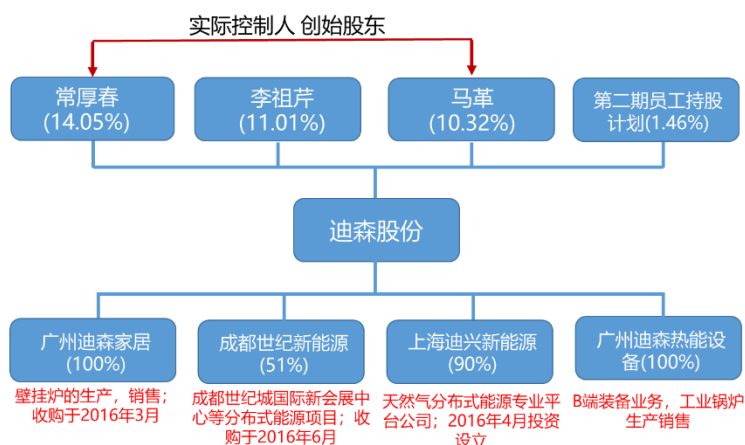
图 4：公司各项能源综合服务模式示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司实际控制人为常厚春、李祖芹、马革组成的创始人团队，长锁定期核心合伙人持股计划深度绑定合伙人利益。实际控制人合计持股 35.38%，股权结构较为稳定。在管理上，公司实行核心合伙人制度，2016 年 9 月完成了核心合伙人 1 号及 2 号持股计划的股票购买。1 号买入均价为 16.64 元/股，合计买入金额 2135 万元，锁定期为三年；2 号买入均价为 17.36 元/股，合计买入金额为人民币 9200 万元，锁定期为五年。两期持股计划锁定期较长，参与人数分别为 13 人和 32 人，占总员工比例较小，主要为公司管理层以及核心员工。

图 5：公司股权结构和主要控股子公司



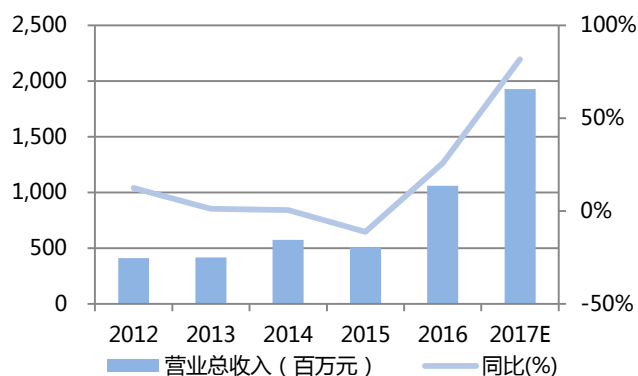
资料来源：民生证券研究院整理

（二）C 端 B 端齐发力，2017 年盈利预增 70%

转型成功盈利快速增长，符合我们此前报告的预期。2018 年 2 月 28 日，公司发布 2017

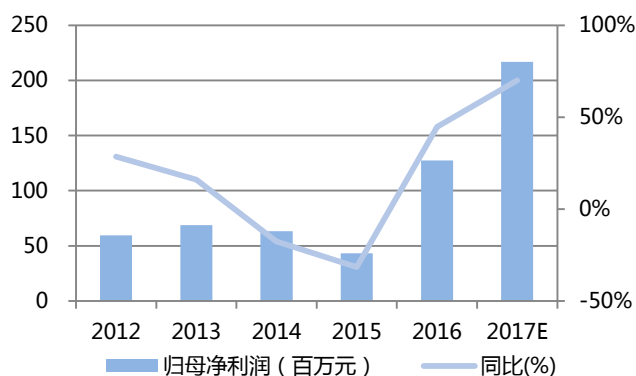
年业绩快报, 预计 2017 年归母净利润为 2.17 亿元, 同比增长 70%, 盈利增速符合我们此前报告的预期以及 Wind 一致盈利预期。由于生物质行业缺乏补贴支持、增长乏力, 公司 2014 年业务范围向天然气、清洁煤等方向拓展, 战略转型初期剥离回款不佳的中小生物质项目, 盈利状况有所下滑。随着 2016 年完成收购迪森家居和世纪新能源, 公司业绩重回增长轨道, 由于壁挂炉/世纪新能源运营项目毛利率均在 40% 左右, 高于公司原有生物质等业务 30% 左右的毛利, 2016 年以来公司的盈利能力显著提升, 同时维持了较好的经营性现金流回款。

图 6: 公司上市以来营收状况及同比增速



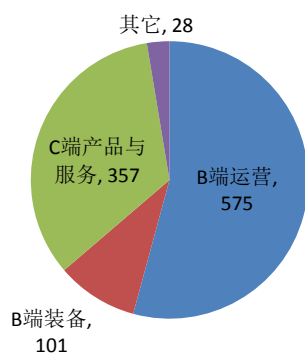
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 7: 公司上市以来归母净利润状况及同比增速



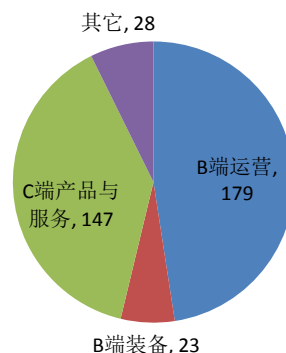
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 8: 公司 2016 年营收结构 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

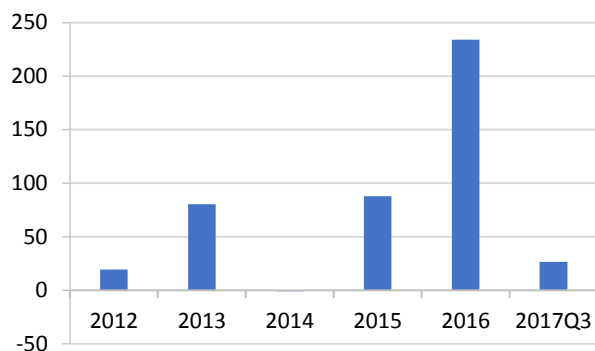
图 9: 公司 2016 年毛利结构 (单位: 百万元)



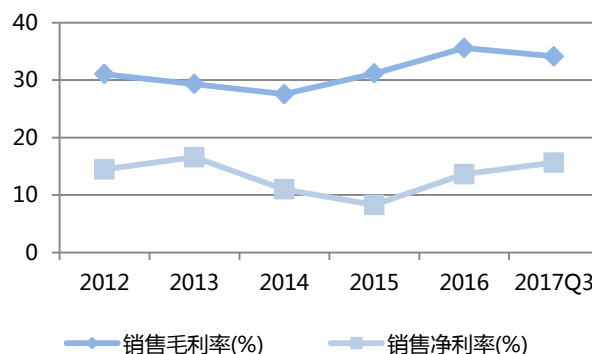
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 10: 公司上市以来经营活动现金流净流量 (百万元)

图 11: 公司上市以来毛利率及净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

北方清洁供暖刺激下公司 C 端壁挂炉销量激增，B 端业务亦有不俗表现。受益于北方地区冬季清洁取暖政策的实施，公司三季度壁挂炉订单量/发货量/销售量分别达 24/16/12 万台，较上年同期分别增长 493%、399%和 276%，前三季度合计订单量/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%，表现略超市场预期，我们预计公司 2017 年壁挂炉销量有望达到 35~40 万台。受益煤改气工程的快速推进，B 端业务方面，公司 2017 年前三季度新签运营项目 BOT 合同 195 蒸吨，BOO 合同 102 蒸吨，目前施工期订单合计 26 个，折算蒸吨数合计 837 吨，较 2016 年同期大幅增长；装备方面前三季度锅炉订单量合计 704 台，折算蒸吨数为 2436 吨，较上年同期增长超 70%。

表 1：公司 2017 年前三季度壁挂炉销售情况（台）

| | 订单量 | 发货量 | 销售量 |
|------------|--------|--------|--------|
| 2017 年第三季度 | 243534 | 160225 | 123716 |
| 同比增速 | 493% | 399% | 276% |
| 2017 年前三季度 | 403733 | 300460 | 240129 |
| 同比增速 | 428% | 353% | 254% |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：公司 2017 年前三季度锅炉销售情况（台）

| | 订单量 | 发货量 | 销售量 |
|------------|------|------|------|
| 2017 年第三季度 | | | |
| 数量(台) | 368 | 218 | 170 |
| 折算蒸吨数(吨) | 1161 | 706 | 419 |
| 2017 年前三季度 | | | |
| 数量(台) | 704 | 468 | 451 |
| 折算蒸吨数(吨) | 2436 | 1442 | 1238 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、行业分析：环保需求促天然气消费持续增长，清洁供暖最具刚需

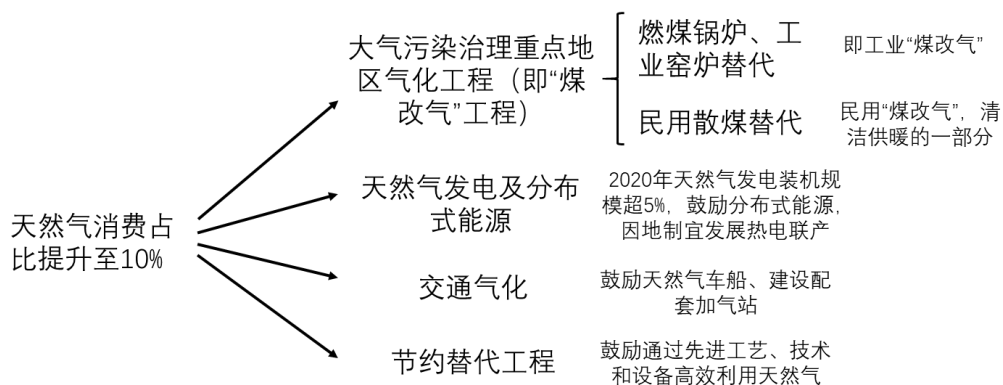
（一）天然气消费占比持续提升奠定行业增长大逻辑

天然气符合经济发展新常态下的环保需求，十三五规划锚定行业未来高景气度。天然气是一种优质、高效、清洁的低碳能源，天然气冷热电三联供热效率较燃煤发电高近 1 倍，大型燃气—蒸汽联合循环机组 SO₂ 排放浓度几乎为 0，氮氧化物排放量仅为超低排放煤电机组的

73%。在经济增速换挡、资源环境约束趋紧的新常态下，我国加大了天然气行业的支持力度。2016 年年底，国家发改委印发《天然气发展“十三五”规划》，提出 2020 年天然气消费占比 10% 的目标，较 2016 年的 6.4% 提升 3.6 个百分点，按照这个目标估计，2020 年天然气消费量将达 4000 亿方左右，十三五期间复合增速在 15% 左右。

未来“煤改气”工程、天然气发电和分布式能源将共同提升天然气消费量。《天然气发展“十三五”规划》提出了要重点做好大气污染治理重点地区气化工程、天然气发电及分布式能源工程、交通领域气化工程、节约替代工程等四大利用工程，其中气化工程即“煤改气”工程，包括扩大城市高污染燃料禁燃区，替代燃煤锅炉、工业窑炉等燃煤设施以及民用散煤，涵盖了工业“煤改气”和民用“煤改气”，而后者是清洁供暖最具弹性的领域之一，“煤改气”和清洁供暖的概念常被公众混淆；《规划》同时要求 2020 年天然气发电装机规模超 5%，鼓励发展天然气分布式能源，因地制宜发展热电联产。《规划》还鼓励天然气车船的发展，也重视天然气的高效利用。

图 12：天然气消费增长路径示意图

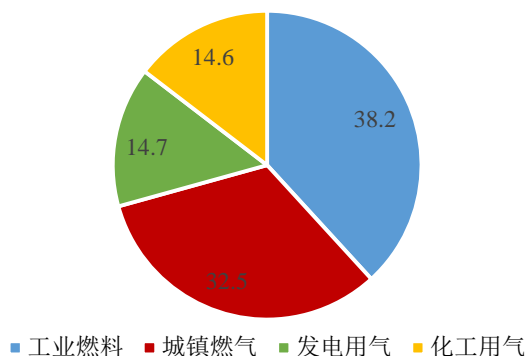


资料来源：《天然气发展“十三五”规划》，民生证券研究院

工业燃料、城市燃气是当前天然气最主要的消费领域，消费量与经济周期存在一定关联。根据《中国天然气发展报告（2016）白皮书》的统计，工业燃料、城镇用气、发电用气和化工用气为我国天然气的四大消费结构，2015 年四者的占比分别为 38.2%/32.5%/14.7%/14.6%。工业一直以来是天然气最主要的消费领域，主要体现在冶金、制钢、玻璃以及各种建材制造过程中的燃料用气环节，这也导致了天然气消费量与工业产能利用率息息相关，目前我国工业天然气燃料占全部工业燃料的比例仅在 10% 左右，低于世界平均水平，未来仍有较大上升空间；城镇用气则是由居民供暖、生活用气和车用燃气构成，随着城镇化进程的稳步推进，居民气化率稳步提升，城镇用气构成天然气消费量的稳定支撑；化工用气主要用于生产氮肥，目前我国氮肥使用量较为稳定，致化工用气近年来增速下滑，占比有所降低；发电用气主要包括调峰电站、分布式能源和热电联产，政策和财政支持下近年来占比不断提升。

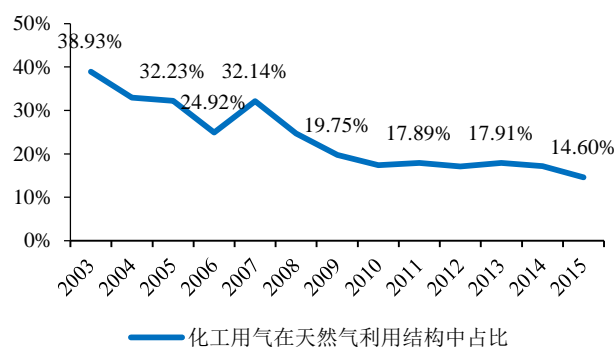
图 13：2015 年天然气利用结构

图 14：工业用气量及增速

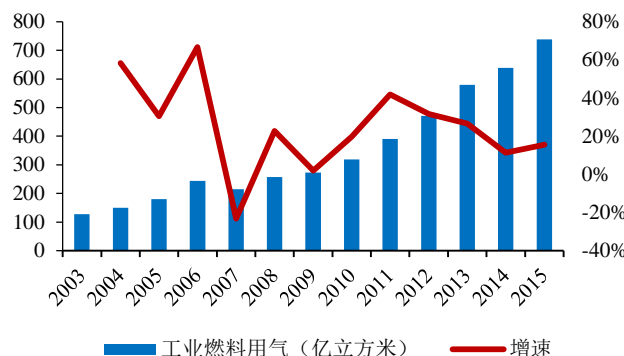


资料来源:《中国天然气发展报告(2016)白皮书》,民生证券研究院

图 15: 化工用气在天然气利用结构占比

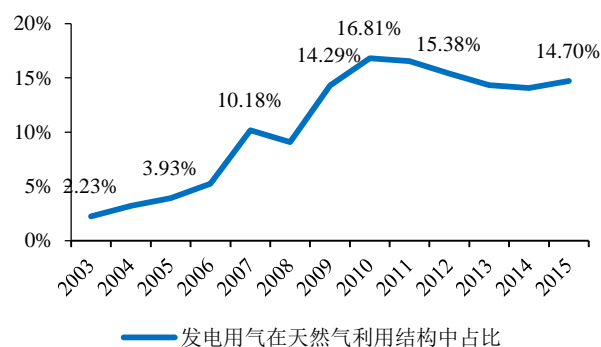


资料来源:中国统计年鉴,民生证券研究院



资料来源:中国统计年鉴,民生证券研究院

图 16: 发电用气在天然气利用结构占比



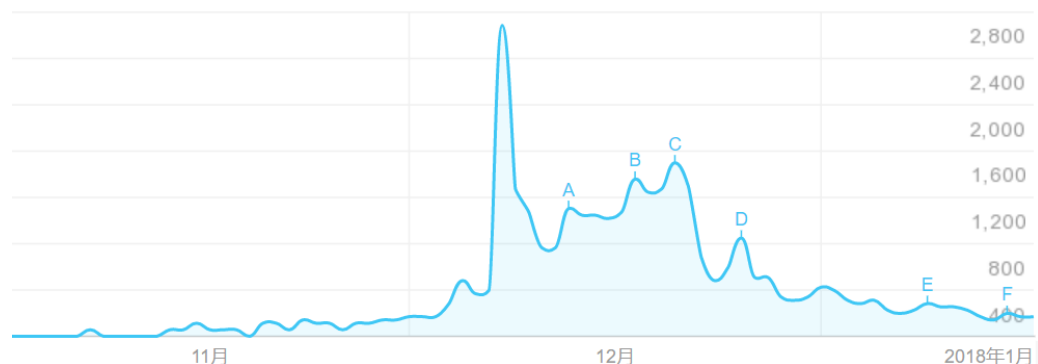
资料来源:中国统计年鉴,民生证券研究院

(二) 北方冬季气荒: 居民煤改气并非主因, 气荒将倒逼天然气下游有序协调发展

1、气荒非居民煤改气之过: 工业燃料、发电用气激增致天然气消费量超预期

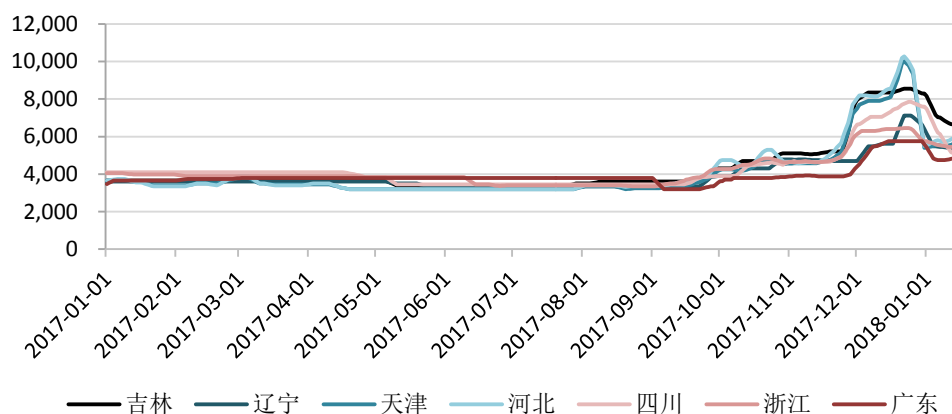
2017 年冬季北方爆发了较为严重的气荒,随着 11 月供暖季的来临,LNG 价格一路走高,天津河北等部分地区甚至超过了 10000 元/吨、部分城市甚至产生了断气的情况,也引发了舆论对于煤改气的广泛关注和市场对于居民煤改气后续能否持续推进的担忧,而在对于天然气消费量进行详细拆分之后,我们认为 2017 年冬季气荒的主要原因在于工业燃料和发电用气的超预期增长,而非居民煤改气,部分媒体因为混淆了煤改气、居民煤改气和清洁供暖等概念并且夸大了数据而得出了错误的结论。

图 17: 2017 年年末百度“气荒”关键字搜索指数直线提升



资料来源：百度指数，民生证券研究院

图 18: 各主要城市液化天然气到货均价年末激增 (元/吨)



资料来源：Wind，民生证券研究院

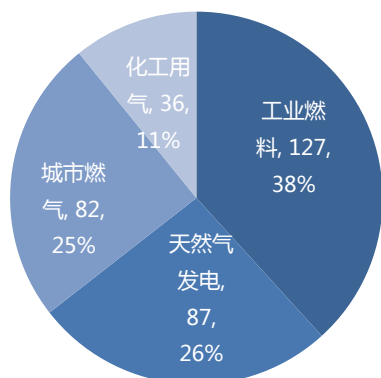
《天然气十三五规划》要求的天然气消费复合增长率在 15% 左右，这一增速将对上游三桶油的油气供应规划起到指导性作用，天然气上游高度垄断，供给增速相对固定。而天然气下游消费市场开放性较高，实际下游消费增速和上游规划供应增速的差异将导致供需缺口，2017 年气荒的主要原因是天然气消费增速超预期。

工业燃料、发电用气激增导致天然气消费增速在供暖季来临前已超三桶油此前预期。工业周期波动、长三角等地限制煤电发电量、煤改气等多因素共振下，2017 年我国天然气四大消费结构用气量全面增长，截止 2017 年 10 月，全国累计消费天然气 1936.07 亿方，同比增速已达 15%，在还未进入供暖季之前天然气消费量增速已达三桶油的预期，导致北方城市供暖季必然面临极大的天然气供给压力。

根据中国石油规划总院油气管道研究所所长杨建红 2017 年 11 月末在石油商报发表的《我国天然气爆发式增长能走多远》，他预计 2017 年全年天然气消费量 2314 亿立方米，增量 332 亿立方米，同比增长达到 16.8%，其中工业燃料/城市燃气/发电用气/化工用气总量分别为 819/769/440/286 亿方，增量分别为 127/82/87/36 亿方，同比增速分别为 18.4%/11.9%/24.5%/14.4%。工业燃料和发电用气增量占总增量的 65%，构成增量的主导因

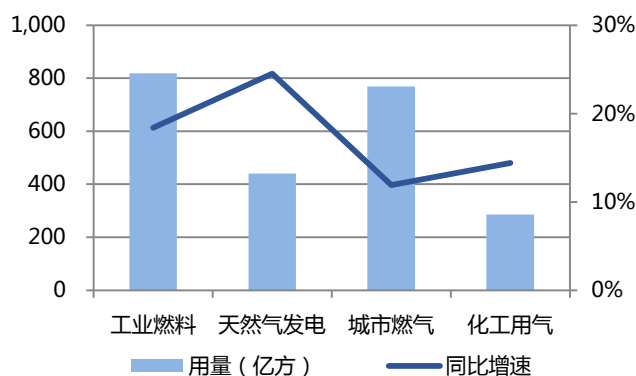
素。经济形式好转、工业煤改气后可不限产等因素带动工业燃料用气激增，长三角等地限制煤电使得江苏等地天然气发电用量激增，尿素价格回升带动化工用气增长，相较而言城市燃气增速是最低的。

图 19：2017 年天然气消费四大结构增量（亿方）及占比



资料来源：中国统计年鉴，民生证券研究院

图 20：2017 年天然气消费四大结构用量及同比增速



资料来源：中国统计年鉴，民生证券研究院

不可否认的是，中央大力推广、地方逐级自加压力下，居民煤改气进程确实快于预期。2017 年 8 月，环保部联合发改委、工信部等 9 部委以及北京天津等 6 省市市政府联合印发《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求“2+26”城市在 10 月前，完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上。而由于 2017 年是气十条的考核年，严格的中央环保督察和大气污染专项强化督查下，地方政府对环保工作的重视程度空前提高，《方案》印发后各地政府纷纷积极响应。从各级省、市政府制定的相应省市级攻坚行动方案来看，地方逐级自加压力，执行情况远超中央规划，如山西省各市规划的“煤改气”、“煤改电”总目标就达 94 万户，远超中央规划的 39 万户。

但量化来看，居民煤改气超预期部分对天然气消费量影响十分有限。清华大学研究生院院长、原热能工程系主任，长江学者特聘教授姚强在 2017 年 12 月中旬接受记者采访时表示，2017 年居民煤改气的实际完成户数是 319 万户。而按照每户取暖季 1500 方使用量估算，319 万户居民煤改气将带来每年 48 亿方的天然气增量，超中央规划的 79 万户将带来每年 12 亿方的天然气增量，分别占 2017 年 332 方天然气总增量的 14.5%/3.6%，而 11、12 月两月产生了增量需求仅占天然气消费全年总增量的 7.3%/1.8%，对天然气消费量的边际影响远远小于工业燃料和发电用气。综合来看，气荒的主导原因在于工业煤改气、天然气发电推进过快以及化工等周期行业复苏引发的天然气消费量超预期增长，而非清洁供暖需求主导下的煤改气。

2、气荒将倒逼天然气下游有序发展

富煤少气的大背景下，未来天然气发展将对各部门间统筹产生较强依赖。国内天然气储备量并不足以支持未来我国天然气消费占比提升，可以预见的是未来天然气进口依赖度将会进一步提升，作为国内天然气供应的垄断商，行业上游三桶油和政府、城燃商、下游消费之间的统筹协调变得至关重要，天然气调峰能力先天不足的问题将加剧突发情况带来对供需平衡的扰动。气荒来临时，在政策保障优先度上，民用气应当先于其余各项工业、发电用气。

实际上 2017 年气荒发生时各地就先后出台了压非保民的政策，同时严查城燃商通过价格双轨制倒卖民用气的情况，相信随着监管重视程度的逐步提升和上游气源的协调，未来居民供气供暖将得到充分的保障。

气荒提升了行政关注度，地方政府乱作为的情况将被严肃处理。除供气不足外，部分地方政府在冬季雾霾压力下大快上的推进煤改气取暖工程，同时对通气点火工程的复杂性认识不足，导致部分地区出现了燃煤锅炉拆除后壁挂炉尚不能使用的情况，也是居民煤改气饱受舆论批评的原因之一。环保部在 2017 年 12 月 4 日向京津冀及周边地区“2+26”城市下发《关于请做好散煤综合治理确保群众温暖过冬工作的函》特急文件，提出坚持以保障群众温暖过冬为第一原则，“进入供暖季，凡属没有完工的项目或地方，继续沿用过去的燃煤取暖方式或其他替代方式”，各地要主动公开信息、讲清情况，如发现不作为、乱作为情况，将按规定严肃追问责。行政的重视将使得未来各地冬季清洁取暖工作的推进更加趋于理性，参与各方也会更加注重与彼此的协调和交流，保障居民供气供暖。

气荒将压平有关行业的增长曲线，迫使产能有序扩张。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。由于从 2017 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，造成了未来潜在的价格战和产品质量下降风险。2017 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，有助于平滑行业的增长曲线，降低未来爆发产能过剩的可能性，利于其长期平稳发展。

（三）居民煤改气：不仅是大气治理的需求，更是对农村生态环保和公用事业短板的补齐

1、对于目前大气污染治理形式，散煤治理的性价比远胜于大型工业设施的改造

大气治理进入成熟期，短期内燃煤电厂排污标准已到瓶颈。众所周知燃煤一直是我国大气治理的重中之重，火电作为我国煤炭的主要消费市场，占比一直维持在 40%~50%，而从十一五以来我国大气治理也一直围绕火电行业展开。在经历了十一五除尘、脱硫改造，十二五脱硝改造之后，随着燃煤电厂超低排放改造进入尾声，“二氧化硫<35 mg/m³、氮氧化物<50 mg/m³、烟尘<10 mg/m³”的火电行业大气污染物排放标准已达到极高的水平，在国际上已全面接轨欧美乃至有所超越，在国内也已显著高于钢铁、焦化等行业，短期内已无进一步驱严的空间。大气治理治理重点开始向钢铁、焦化等短板行业转移，行业整体进入补短板的成熟阶段。

散煤成为了当前大气治理的短板，2020 年要完成 7000 万吨散煤替代。与当前已较为规范的燃煤电厂相比，散煤燃烧往往不经任何处理、多采用低空直排的方式，污染巨大，二氧化硫排放量可达电站锅炉的 5 倍。根据 2017 年 8 月国务院发展研究中心资源与环境政策研究所等多部门发布的《2017 中国散煤治理调研报告》，2015 年我国煤炭消费总量为 39.65 亿吨，散煤消费总量约为 7.5 亿吨，占比近 20%，高于第二大煤炭消费行业钢铁，其中又有近

三分之一为民用生活燃煤，主要用于农村采暖的需求。《报告》提出了 2020 年减少 2 亿吨的期望，其中 1.1 亿吨为配合供给侧改革进行的减量目标，剩余 2000 万吨转为清洁煤利用，7000 万吨则要使用清洁能源进行替代。

图 21：2015 年我国散煤消费结构分布

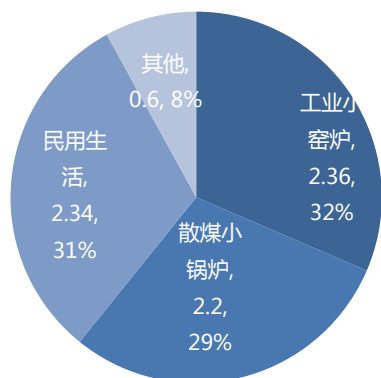


图 22：2020 年散煤治理目标



资料来源：《2017 中国散煤治理调研报告》，民生证券研究院

资料来源：《2017 中国散煤治理调研报告》，民生证券研究院

2、农村采暖设备现代化率低，乡村振兴战略将提升农村公用事业投入

农村采暖设备现代化率低，公用事业投入较为不足。与城市地区的公用事业发展水平相比，国家对农村基础设施的投入相对不足，农村地区供暖、污水处理、固废处理等公用事业近年来的发展速度过于缓慢。根据《2017 中国散煤治理调研报告》，当前农村大多采用分散采暖的方式，其中 70% 使用散煤，采暖设备方面近八成商品化采暖炉具皆是低效劣质炉具，而自制采暖设施又占了三分之一。农村常见的自制土灶热效率仅在 12% 左右，能源浪费严重的同时造成了严重的空气污染。而采暖设备质量的低下也与近年来农村收入水平的快速提升形成了鲜明的背离。

图 23：农村采暖方式及能源结构占比



资料来源：《2017 中国散煤治理调研报告》，民生证券研究院

图 24：农村采暖设施占比



资料来源：《2017 中国散煤治理调研报告》，民生证券研究院

十九大提出乡村振兴，将提升农村供暖等公用事业投入。继习近平总书记在十九大报告中首次提出实施乡村振兴战略，2月4日，国务院正式印发《关于实施乡村振兴战略的意见》，要求持续改善农村人居环境，“推动农村基础设施提挡升级，加快农村公路、供水、供气、环保、电网、物流、信息、广播电视等基础设施建设，推动城乡基础设施互联互通”，“推进北方地区农村散煤替代，有条件的地方有序推进煤改气、煤改电和新能源利用”。取暖是北方基本民生需求，从乡村振兴的目标来看，农村清洁取暖不仅是要减少散煤的使用，更是要通过加大财政投入的方式，让农村居民享受与城镇居民同等的能源供给和社会化服务，从而达到乡村生态宜居、农民生活富裕的核心目标。

壁挂炉具备经济性优势，是解决农村清洁取暖问题的首选产品。2017年12月27日，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）》，从增量面积来看清洁燃煤集中供暖、生物质供暖、天然气供暖和电力供暖四种方式将成为最主要的替代方式。考虑到农村地区居民分布分散、管网建设长、建筑封闭性差等原因，集中供暖并非农村的主要解决方案。北方地区冬季过于寒冷，无法使用空调制暖，而空气源热泵价格高昂，目前仅在北京等财政状况较好、电网建设完善的地区推广使用。相较而言壁挂炉初始投入成本更低，在二氧化硫和粉尘减排方面环保效益更为显著，适用性更广，成为了农村清洁取暖的首选产品。

表 3：《北方清洁供暖规划 2017-2021》各类清洁供暖热源覆盖面积（亿平方米）

| 种类 | 2016 | 2021E | 增量 |
|-------------|------|-------|-------|
| 地热供暖 | 5 | 10 | 5 |
| 生物质供暖 | 2 | 21 | 19 |
| 太阳能供暖 | 0 | 0.5 | 0.5 |
| 工业余热供暖 | 1 | 2 | 1 |
| 天然气供暖 | 22 | 40 | 18 |
| 电力供暖 | 4 | 15 | 11 |
| 清洁燃煤集中供暖 | 35 | 110 | 75 |
| 其中：超低排放热电联产 | | 80 | |
| 超低排放锅炉 | | 30 | |
| 合计 | 69 | 198.5 | 129.5 |

资料来源：《北方清洁供暖规划 2017-2021》，民生证券研究院

表 4：壁挂炉、空气源热泵效益对比表

| | 经济效益(元) | | | 环保效益(mg/m ³) | | |
|-------|---------|-----------|-------|--------------------------|-----|-----|
| | 设备初始投入 | 其他附加投入 | 年运行成本 | 颗粒物 | NOX | SO2 |
| 空气源热泵 | 22000 | 3000~4000 | 5000 | 30 | 100 | 100 |
| 燃气壁挂炉 | 2800 | 3000~4000 | 6000 | / | 50 | / |

资料来源：民生证券研究院整理

三、公司分析：C 端进入快速增长期，B 端业务值得期待

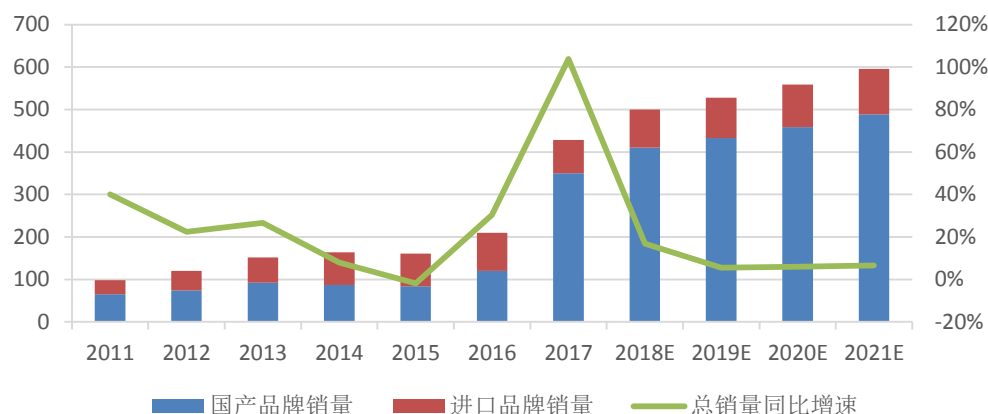
（一）C 端：短期清洁供暖爆发力强，长期受益消费升级

1、清洁供暖将带来 300 万台年市场增量，未来补贴有望进一步加大

消费升级刺激下 2000 年以来壁挂炉市场快速增长，目前仍在快速成长期。燃气壁挂炉是一种起源于欧洲的家庭集中供暖产品，与燃气热水器相比壁挂炉配有循环水泵系统，除生活用水外，配备暖气片后还能满足多居室的采暖需求。2000 年以后，随着我国天然气基础设施建设的增加，房地产行业的蓬勃发展带动起了壁挂炉的发展，2015 年以来，受到国内消费升级的影响，居民对于生活舒适度的需求日益提升，住房精装修比例不断上升，壁挂炉开始向零售端扩展，逐渐被消费者所认知。根据中国土木工程学会燃气分会的统计，我国壁挂炉内销量由 2008 年的 35 万台增长到 2016 年的 210 万台，复合增长率高达 25.10%。

清洁供暖政策持续催化，每年 160 亿市场空间可期。2017 年 12 月 27 日，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 2019 年北方地区清洁取暖率 50%、2021 年 70% 的具体目标以及 2017~2021 年要增加煤改气壁挂炉用户 1200 万户的目标。我们预计随着地方政府对于环保重视程度的提高，最终整个清洁供暖规划有望超额完成，2021 年完成居民煤改气的用户数可能达到 1600 万户。假设整个居民煤改气进程稳步推进，除开已完成的 320 万户，预计 2018~2021 年每年居民煤改气完成量可达 325 万户，以一户一台壁挂炉计算，可以带来每年 300 万台壁挂炉的市场增量，相当于 2016 年壁挂炉内销总量的 1.5 倍，成为壁挂炉销量增长的核心驱动因素。清洁取暖和消费升级双重刺激下，我们认为 2018 年壁挂炉行业的整体需求有望达到 500 万台，其中工程机/零售机分别为 400/100 万台，按照工程机/零售机 2500/6000 均价估算，对应市场空间将达 160 亿。

图 25：壁挂炉行业历史销量及预期（万台）



资料来源: 中国土木工程学会, 民生证券研究院

2+26 城市财政支持力度大, 补贴下煤改气具备经济性。在地方政府对设备、接驳费用、用气进行补贴后, 居民对于煤改气的实际投入较低, 在廊坊、保定等财政补贴较高的区域, 居民安装壁挂炉取暖后具备一定的经济性。随着各地禁煤区范围的逐步扩大, 未来对煤改气进行补贴的城市范围有望持续扩大, 助力壁挂炉市场稳步增长。

表 5: 各地居民煤改气财政补贴情况

| 地区 | 接驳费用补贴 | 设备补贴 | 天然气消费补贴 |
|-------|----------|------------------|----------------------|
| 北京通州 | 9000 元/户 | 90%, 上限 7200 元/台 | 2440 元/年 |
| 廊坊、保定 | 4000 元/户 | 70%, 上限 2700 元/台 | 1 元/立方米, 上限 1200 元/年 |
| 沧州 | 2600 元/户 | 70%, 上限 5000 元/台 | 1000 元/年 |
| 石家庄 | 2900 元/户 | 1000 元/台 | 上限 900 元/年 |
| 衡水 | 无 | 2600 元/台 | 1.5 元/立方米 |
| 邯郸 | 3000 元/户 | 无 | 无 |
| 太原 | 无 | 5000 元/台 | 1500 元/年 |
| 郑州 | 无 | 上限 3500 元/台 | 1 元/立方米, 上限 600 元/年 |

资料来源: 民生证券研究院整理

表 6: 居民煤改气补贴后经济性情况测算

| | 单位 | 散煤 | 清洁煤 | 天然气 |
|---------|---------------|----------|----------|----------|
| 热值 | 大卡/公斤, 大卡/立方米 | 5000 | 5740 | 9000 |
| 使用量 | 吨/年, 立方米/年 | 5 | 4.36 | 1307.19 |
| 总热值 | 大卡/年 | 10000000 | 10000000 | 10000000 |
| 燃具使用效率 | | 0.4 | 0.4 | 0.85 |
| 价格 | 元/吨, 元/立方米 | 385 | 880 | 2.24 |
| 补贴 | | | 360 | 1 |
| 最终价格 | | | 520 | 1.24 |
| 户均取暖费 | 元/年 | 1925 | 2264.81 | 1620.92 |
| 价差 | | | | 304.08 |
| 燃气壁挂炉价格 | 元 | | | 4000 |
| 补贴 | 元 | | | -2700 |
| 接驳费 | 元 | | | 4000 |

| | | |
|-------|---|-------|
| 接驳费补贴 | 元 | -4000 |
| 设备投资 | 元 | 1300 |

5 年 IRR 5.46%

资料来源：民生证券研究院整理

2、小松鼠是国产品牌行业领军者，销量增长势头将持续

(1) 短期存在供给缺口，公司积极扩张产能

短期内国内存在较大供应缺口，壁挂炉工程机价格有望提升。随着 2017 年年底居民煤改气的快速推进，原有行业产能无法满足急剧上升的需求缺口。部分“煤改气”地区出现了官员到厂家“抢货”、壁挂炉整机厂家到配件厂家“抢货”的现象。而从零售端来看，天猫各主要品牌壁挂炉的销售价格也从年初的 4000 左右上升至年末 8000 左右的水平。环保监管驱严下，新建小型产能就位速度较慢，预计供需缺口短期内难以修复，发生价格战的概率不大。2017 年河北各市县给出的壁挂炉补贴大多在 3000 元/户左右的水平，考虑到供给侧改革带动壁挂炉铜、铝等主要原材料成本的提升，未来政府补贴或有一定程度的上升，带动工程机价格的上涨，使行业净利率维持稳定甚至小幅提升。

公司积极扩产，2018 年产能最高可达 140 万台。迪森抓紧机会扩张壁挂炉产能，据公司 2017 年 10 月公开调研纪要披露，目前公司小松鼠壁挂炉共有 ABC 三条生产线，产能为 90 万台/年，进入旺季以来三条生产线均满负荷生产。为满足未来订单生产需求，公司计划于 2017 年年底至 2018 年年初新增 2 条全自动生产线，产能扩张后满产产能将达到约 140 万台，充分解决当前的产能桎梏。

(2) 乘居民煤改气之风而起，小松鼠具备多项核心竞争力

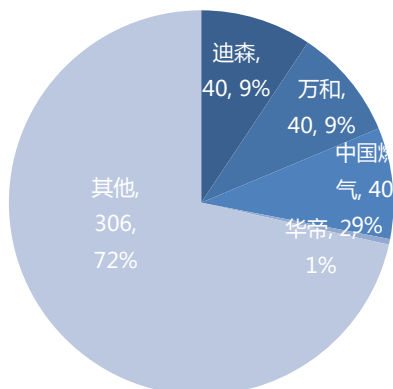
国产优质品牌显著受益居民煤改气，行业马太效应有望持续。壁挂炉行业尚在成长期，行业竞争格局较为松散，活跃厂家超过 400 家，各品牌市占率均较低。居民煤改气的绝大部分均采用了国内品牌，海外品牌如德国威能、德国博世、意大利阿里斯顿、日本林内等由于定位高端市场往往价格较高，相较而言国产优质品牌更具性价比优势。预计小松鼠、万和、中燃宝 2017 年总销量可达 120 万台，市占率近 30%，CR3 较过去有了较大的提升。而随着未来居民煤改气需求的逐步释放，工程机仍将构成壁挂炉的主要市场，为国产品牌提供广阔的空间。作为未来煤改气的主要推动者，城燃商往往倾向于和大型品牌合作以保障项目质量，这将导致行业马太效应的进一步提升。

图 26：壁挂炉行业主要品牌



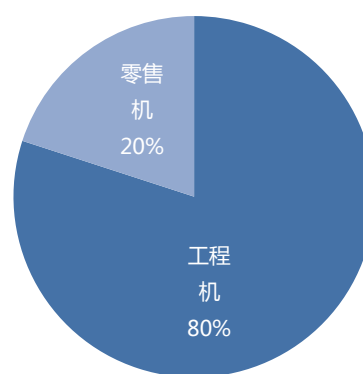
资料来源：民生证券研究院整理

图 27：2017 年迪森、万和、中燃、华帝壁挂炉销量占比



资料来源：民生证券研究院整理

图 28：2017 年壁挂炉工程机、零售机占比



资料来源：民生证券研究院整理

迪森家居是我国壁挂炉行业的主导者，小松鼠品牌具备多项优势。公司是我国最早引入壁挂炉自动化生产线的企业之一，迪森家居参与编写了目前国内壁挂炉行业相关的所有 19 项国家及行业标准，构建了壁挂炉包括产品、安全能效检测。旗下小松鼠品牌诞生于 2002 年，早先为中外合资品牌，起点较高，连续多年（2013、2015、2016）蝉联中国壁挂炉十大品牌第一名。公司具备多项核心竞争力，包括：

- **品牌优势：**小松鼠品牌已于 2016 年荣获国家五星品牌标准认证，2013 年荣获广东省著名商标、中国商品售后五星级服务体系认证。作为行标的制定者，迪森在政府、城燃商和消费者中具备较高知名度和良好的口碑；
- **服务优势：**小松鼠是国产壁挂炉中少数自建售后服务中心，并拥有 24 小时 400 专线的独立售后服务保障体系的品牌，能够最大程度地及时响应用户，而良好的售后保障也将成为未来煤改气工程竞标中政府和燃气商最为看重的核心竞争力之一；
- **渠道优势：**迪森家居的销售渠道在国内已覆盖 28 个省市自治区，在“2+26”城市均设有小松鼠壁挂炉门店，形成了“零售+工程+电商+煤改气”的多元化销售网络；公司广泛与城市燃气公司展开合作，与中燃、百川等城燃商达成了战略合作关系，有助于煤改气业务的开展；另外在国际市场上，小松鼠产品目前已销售到了欧美等 50 多个国家和地区。

图 29：迪森品牌已获国家五星品牌认证及欧盟 CE 认证



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 30：小松鼠售后获五星级服务体系认证



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 31：小松鼠销售网络已覆盖全国



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 32：小松鼠品牌已远销海外



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(3) 品牌溢价有望提升，空气源热泵已展开布局

未来煤改气将在燃气公司主导下推进，公司品牌溢价有望进一步提升。2017 年的煤改气工程分为政府直接招标和燃气公司招标两种形式，政府招标往往集中招标 10~20 个品牌，由老百姓自主购买，在这种招标模式中壁挂炉小厂商往往更具价格优势。气荒暴露了地方政府和燃气公司之间的协调问题，预计未来煤改气工程将主要由燃气公司推动实施，考虑到使用的安全性及稳定性，燃气公司往往倾向于与大品牌厂商合作，将有利于具有品牌和质量优势的公司提高市场占有率，届时公司品牌溢价会进一步显现。

公司积极布局煤改电，空气源热泵已切入北京。虽然存在价格较高这一缺陷，由于各地电网、天然气建设情况的不一，煤改电仍是煤改气的有益补充。据公司公开调研纪要披露，公司空气源热泵产品已于 2017 年进入北京市场，预计 2018 年一季度积极切入，目前已完全具备硬件条件。公司目前正打造“劳力特”这一高端家居品牌，为用户提供包含新风系统、净水系统、空气源热泵系统和“互联网温控器的舒适家居系统解决方案。我们预计 2018 年煤改电总市场规模在 20~30 万台，对应 40~60 亿元的市场空间，而公司在煤改电层面的布局将为业绩提供有益的补充。

3、迪森家居不仅仅是壁挂炉，定位为室内健康环境全系统解决方案提供商

迪森家居依托在家用壁挂炉领域的领先优势，在暖通系统、新风系统、净水系统、互联网温控等业务领域积极布局，围绕舒适家居、健康环境、智能服务三个方面，为小型商业与家庭终端用户提供舒适、健康、智能的暖、热、冷、新风、净水等全系统解决方案。

随着居民收入的持续增长、对环保、健康生活品质的需求日益提高，健康、舒适、节能、智能的居住环境理念正被广泛认可。迪森家居将长期受益智慧家居需求的持续增长。

图 33：迪森家居产品与服务示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) B 端：天然气分布式能源站稳脚跟，外延增长值得期待

1、天然气分布式能源尚属蓝海，世纪新能源盈利能力强

(1) 分布式天然气供能效率高，公司 2015 年开始布局

分布式天然气能源利用率高，具备削峰填谷等功能。天然气分布式能源是一种以天然气为一次能源，建立在能量梯级利用和资源综合利用概念基础之上，分布安置在需求侧的能源供应系统。与集中式能源相比，分布式能源能够满足用户对能源的不同需求，能量梯级利用的方式也使得能源利用率能够提升至 70% 以上，显著高于不足 50% 的传统方式能源利用率。同时我国夏季空调使用多，电网负荷大，冬季大量发电设施闲置，产生了资源的浪费。分布式天然气的使用可以分散大电网的风险，保障能源供应安全。

2015 年为分布式天然气元年，国内市场尚属蓝海。分布式能源最早从美国开始推行，后逐步被其他发达国家接受，2012 年全球新增分布式能源装机容量 142GW，占总新增装机容量的 39%，预计 2020 年占比将进一步提升，届时全球对分布式新能源的投资将达 2060 亿美元。我国分布式能源起步较晚，存在投资成本高、非居民气价高、并网上网难、技术欠成熟等行业桎梏，整体尚处于起步阶段。据中国城市燃气协会分布式能源专业委员会不完全统计，

2014 年我国已建和在建天然气分布式能源项目共 104 个，与十二五规划中建设 1000 个左右天然气分布式能源项目的规划具有较大差距。2015 年以来，随着天然气价格改革日益推进、政策环境逐渐完善、技术条件趋于成熟、环境保护势在必行，中海油气电、南方电网、中石油等纷纷布局天然气分布式能源项目，天然气分布式能源迎来黄金发展期。

伴随经济形势变化，公司 2014 年开始转型定位为清洁能源综合服务商，并于 2015 年开始在天然气分布式能源领域展开布局，随着 2016 年完成世纪新能源 51% 股权的收购目前已在分布式天然气领域立稳脚跟：

- 2015 年 9 月，公司成功开发了上海老港天然气分布式能源项目，2016 年 1 月该项目供热环节开始投入运营
- 2016 年 3 月，公司与分布式能源领域领先企业上海航天能源签订《战略合作协议》，加强双方在分布式能源领域的业务合作
- 2016 年 4 月，公司投资新设了天然气分布式能源专业平台公司上海迪兴
- 2016 年 6 月，公司收购磊华能源持有的世纪新能源 51% 的股权

(2) 世纪新能源有望贡献稳定盈利，运营项目持续扩张

成都世纪新能源是国内领先的天然气分布能源运营商，商业模式成熟。世纪新能源是国内最早进入天然气分布式能源细分行业的企业之一，自 2004 年成立以来，一直从事天然气分布能源项目的托管、投资、运营，期间参与投资并运营管理了成都世纪城国际新会展中心能源中心、成都新世纪环球中心能源中心等大型天然气分布式能源系统，总装机容量达 26.6MW，处于行业前列。公司采用与建设方合资的形式，在经许可经营的特定区域内建设能源中心，管理、运营整个分布式能源系统。在运营模式上，公司采用“动态均衡、移峰填谷”的运营模式，其所发电力并网不上网，而是通过直销的销售模式，为特定区域内的用户提供电、冷、热等能源产品。利用峰谷电价差，公司得以灵活调节能源中心的运转，在保证供电稳定性的前提下使得成本最小化。

图 34：成都世纪新能源商业模式



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 35：世纪新能源核心用户——成都新世纪环球中心



资料来源：公司公告，民生证券研究院

超额完成对赌业绩，未来有望贡献稳定盈利。2016 年 6 月，迪森通过 3.67 亿元现金收

购磊华能源持有的世纪新能源 51% 的股权，2016~2018 三年对赌业绩分别为 6200、6700、7500 万元，对应收购 16、17、18 年 PE 估值倍数分别为 11.61、10.75、9.60 倍，估值倍数较为合理。2016 年世纪新能源实现扣非后净利润 7108.6 万元，超业绩承诺 15%。四川天然气在全国查明资源储量中名列第一，页岩气名列第二，是川气东送工程的起点，成都天然气储备充足，门站价格便宜，供应能力无需多虞。2017 年以来世纪新能源规模持续扩张，相继投入建设成都新世纪环球中心能源站（二期）、黑龙江度假区分布式能源站（二期）、三岔湖景区能源站项目，未来有望成为全国最大的分布式能源项目。目前公司计划在原有 30MW 的装机规模基础上继续增加 13MW 的燃气机组及配套辅机设施为新增用能提供能源保障，2017 年继续完成业绩承诺确定性较高，未来有望贡献稳定的盈利。

(3) 其余天然气运营项目稳步扩张

2017 年以来，公司新签了湖北老河口经济开发区、广东天邦饲料、咸阳恒天然食品等 12 个天然气供热运营项目，折算蒸吨数为 171 蒸吨/小时。同时，石家庄珠江啤酒等多个天然气供热运营项目陆续投入运营。而作为公司分布式能源的主要平台，上海迪兴 2017 年相继开发、建设长沙王府井热冷电三联供项目、上海嘉昱中心能源托管项目、格林豪泰东方酒店（盐城）能源托管项目。目前世纪新能源“动态均衡、移峰填谷”的运营模式已非常成熟，多年的项目管理经验和先进的系统优化管理经验积累下，有望为公司其他运营项目提供经验借鉴。

2、清洁能源布局全面，外延增长值得期待

燃油气环保锅炉起家，公司在工业锅炉制造方面具备深厚的积累。公司 B 端装备业务由全资子公司迪森设备承担，迪森设备 20 多年专注于燃气锅炉的研发和制造，拥有 8 大产品系列，22 个产品种类，能满足不同企业和用户的各种热能需求，是行业领先的燃气锅炉制造商，“迪森”牌燃气锅炉是行业内知名品牌。迪森研发的新一代冷凝式锅炉，NO_x 排放量低至 30mg/m³ 以下，热效率可高达 103% 以上，完全符合现行环保政策低氮燃烧及排放要求，这也使得公司 B 端装备业务得以在煤改气政策刺激之下迅速扩张，2017 年上半年订单量折算蒸吨数为 1275 蒸吨，较上年同期增长接近 100%。

图 36：迪森部分锅炉产品



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司是广东地区生物质供热领先企业。公司 2008 年开始介入生物质供热行业，在广东地区天然气价较高的背景下，公司订单快速增长，完成了上市前的原始积累。2015 年以来国家对于生物质能源的补贴较少，作为替代能源，生物质行业的发展与油气、煤炭等能源价格关联度较高。2015 年油价断崖式下跌，生物质能源经济性骤降，也使得目前公司传统生物质的业务处于谨慎发展的状况。2017 年以来油价不断走高，未来能源价格存在一定不确定性，如果天然气价格上涨，公司生物质业务仍有重新起势的可能。

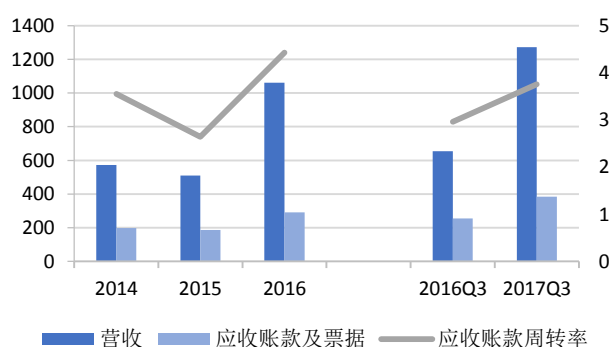
成立产业并购基金，运营项目外延增长值得期待。2017 年 12 月，公司公告拟以自有资金与杭州巨鲸道胜资产管理有限公司共同投资设立总规模不超过 10 亿元的产业并购基金——杭州鲸迪清洁能源产业并购基金，主要投资以清洁煤、生物质、天然气为能源，以“热”需求为核心的运营类项目资产。公司定位为“清洁能源综合服务商”，在各项能源运营项目上均有积累，而生物质和清洁煤行业经历了多年的发展，也存在较多盈利性好、收购价值高的优质项目，公司未来外延增长值得期待。

(三) 风险因素：现金流有望改善，未来商誉减值风险小

壁挂炉行业回款优于生物质行业，交货高峰致在手现金处于低位。自转型以来公司应收账款及票据增速与营收规模较为匹配，由于壁挂炉景气度高于生物质行业，同时居民煤改气直接关乎民生保障工作，财政补贴回款情况优于生物质，使得公司应收账款周转率快速回升。而 2017 年三季度末公司在手现金 3.55 亿元，为 2015 年以来较低水平，主要系为应对煤改气交货高峰提前增加库存导致对上游支付金额快速提升所致，相应的存货规模提升较快，我们认为这主要是季节性影响，而随着未来补贴的逐步到位，预计公司现金流状况将有所改善。

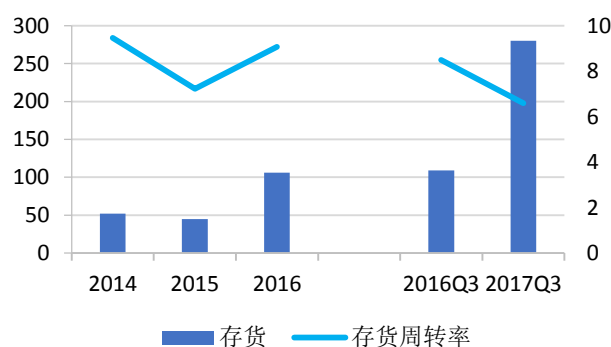
融资方面，资产负债率仍有进一步提升空间。公司 2016 年资产负债率较以往大幅提升，增量借贷资金主要用于迪森家具和世纪新能源的股权收购款的支付。公司以往资产负债率仅在 20% 左右，存在较大提升空间，此次以借贷支付收购款的方式避免了公司 EPS 的稀释，同时能够增强公司的净资产回报率。2017 年三季度公司资产负债率为 55.84%，仍显著低于同行业平均水平，未来仍有进一步提升的空间。

图 37：公司 2014 至今应收账款及周转率



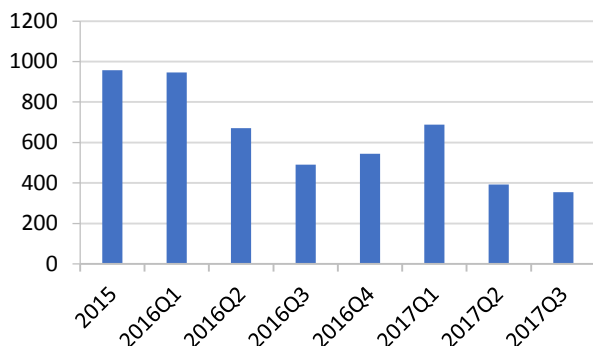
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 38：公司 2014 至今存货及周转率



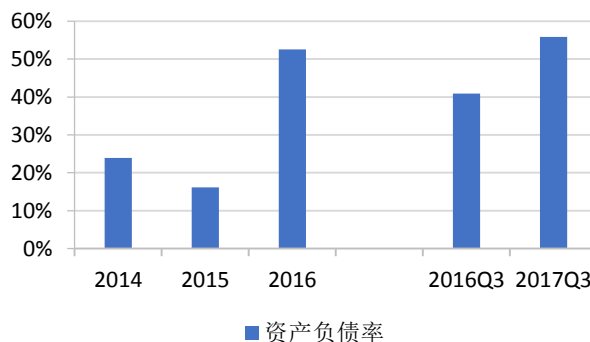
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 39: 公司 2015 年年末至今在手货币资金情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 40: 公司 2014 至今资产负债率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

世纪新能源运营状况良好, 商誉减值风险小。对于市场普遍关注的创业板个股商誉减值风险, 2017 年三季度公司商誉 3.06 亿元, 主要为此前收购世纪新能源计入的 2.99 亿元商誉, 虽然世纪新能源承诺业绩将于 2018 年到期, 但考虑到成都天然气储备充足、上游供应能力, 世纪新能源业绩承诺期过后也有望持续贡献稳定的收入和利润, 公司商誉减值风险较小。

四、估值与盈利预测: 业绩增长确定, 估值水平处在低位

(一) 业绩详细测算: 业绩高增长确定

核心假设:

- 公司 2018 年壁挂炉销量继续增长, 净利率维持在 16% 左右
- 世纪新能源完成业绩对赌, 盈利稳定增长
- 其余运营项目进展顺利
- B 端装备保持 40% 的年化增速

预计公司 2017~2019 年营业总收入分别为 19、26、30 亿元, 归母净利润分别为 2.17、3.10、4.14 亿元, EPS 分别为 0.60、0.85、1.14, 对应当前价格 PE 分别为 25 倍、18 倍、13 倍。

表 7: 公司业务拆分盈利预测表

| | | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------|------|-------|-------|--------|
| 壁挂炉 | 营收 | 750 | 1375 | 1625 |
| | 同比增速 | | 83% | 18% |
| | 毛利率 | 35% | 34% | 33% |
| | 毛利 | 262.5 | 467.5 | 536.25 |
| 世纪新能源 | 营收 | 372 | 402 | 432 |
| | 同比增速 | | 8% | 7% |

| | | | | |
|--------|------|--------|--------|--------|
| 其他运营项目 | 毛利率 | 38% | 38% | 38% |
| | 毛利 | 141 | 153 | 164 |
| | 营收 | 480 | 528 | 634 |
| | 同比增速 | | 10% | 20% |
| | 毛利率 | 28% | 28% | 28% |
| B 端装备 | 毛利 | 134 | 148 | 177 |
| | 营收 | 98 | 137 | 192 |
| | 同比增速 | | 40% | 40% |
| | 毛利率 | 26.5% | 26.5% | 26.5% |
| | 毛利 | 26 | 36 | 51 |
| 总营收 | | 1700 | 2442 | 2883 |
| 毛利率 | | 33.19% | 32.94% | 32.22% |
| 净利润 | | 284.00 | 385.00 | 494.00 |
| 少数股东损益 | | 67 | 75 | 80 |
| 归母净利润 | | 217.00 | 310.00 | 414.00 |
| 净利率 | | 12.76% | 12.69% | 14.36% |

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 壁挂炉销量敏感性分析：短期壁挂炉销量对公司业绩影响大

预计 2017~2019 年壁挂炉盈利占比将达到 60%~70%，成为公司业绩增长的主要驱动力，我们计算了悲观、中性、乐观三种销售情况下公司的净利润区间，中性假设下公司 2018 年归母净利润在 2.87~3.34 亿元之间，2019 年归母净利润则在 3.88~4.41 亿元之间。

表 8：公司 2018 年不同壁挂炉销量及净利率下对应盈利

| 销量（台） 净利率 | | 悲观 | | 中性 | | | 乐观 | |
|--------------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 47.5 | 50 | 52.5 | 55 | 57.5 | 60 | 62.5 |
| 悲观 | 13% | 244.38 | 252.50 | 260.63 | 268.75 | 276.88 | 285.00 | 293.13 |
| | 14% | 256.25 | 265.00 | 273.75 | 282.50 | 291.25 | 300.00 | 308.75 |
| 中性 | 15% | 268.13 | 277.50 | 286.88 | 296.25 | 305.63 | 315.00 | 324.38 |
| | 16% | 280.00 | 290.00 | 300.00 | 310.00 | 320.00 | 330.00 | 340.00 |
| | 17% | 291.88 | 302.50 | 313.13 | 323.75 | 334.38 | 345.00 | 355.63 |
| 乐观 | 18% | 303.75 | 315.00 | 326.25 | 337.50 | 348.75 | 360.00 | 371.25 |
| | 19% | 315.63 | 327.50 | 339.38 | 351.25 | 363.13 | 375.00 | 386.88 |

资料来源：民生证券研究院整理

表 9：公司 2019 年不同壁挂炉销量及净利率下对应盈利

| 销量（台） 净利率 | | 悲观 | | 中性 | | | 乐观 | |
|--------------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 57.5 | 60 | 62.5 | 65 | 67.5 | 70 | 72.5 |
| 悲观 | 13% | 340.88 | 349.00 | 357.13 | 365.25 | 373.38 | 381.50 | 389.63 |
| | 14% | 355.25 | 364.00 | 372.75 | 381.50 | 390.25 | 399.00 | 407.75 |
| 中性 | 15% | 369.63 | 379.00 | 388.38 | 397.75 | 407.13 | 416.50 | 425.88 |
| | 16% | 384.00 | 394.00 | 404.00 | 414.00 | 424.00 | 434.00 | 444.00 |
| | 17% | 398.38 | 409.00 | 419.63 | 430.25 | 440.88 | 451.50 | 462.13 |
| 乐观 | 18% | 412.75 | 424.00 | 435.25 | 446.50 | 457.75 | 469.00 | 480.25 |
| | 19% | 427.13 | 439.00 | 450.88 | 462.75 | 474.63 | 486.50 | 498.38 |

资料来源：民生证券研究院整理

(三) 估值分析：公司估值水平处在历史较低水平

公司历史平均 PE (TTM) 水平在 75 倍左右, 2017 年业绩对应的 25 倍 PE 已显著低于历史平均估值水平。

图 41: 公司估值分析: 公司 PE (TTM) 已显著低于平均历史平均估值水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

预计公司 2018 年每股收益 0.85 元, 对应 PE 为 18 倍, 低于可比公司 PE 算术平均 20 倍的平均估值。

表 10: 公司与可比公司估值比较 (2018/3/30)

| 股票代码 | 公司简称 | EPS | | | PE | | |
|--------|------|-------|-------|-------|------|------|------|
| | | 2016A | 2017E | 2018E | 2016 | 2017 | 2018 |
| 000669 | 金鸿控股 | 0.39 | 0.49 | 0.70 | 41 | 24 | 17 |
| 600277 | 亿利洁能 | 0.12 | 0.18 | 0.22 | - | 31 | 25 |
| 300335 | 迪森股份 | 0.35 | 0.60 | 0.85 | 43 | 25 | 18 |
| 300349 | 金卡智能 | 0.48 | 1.48 | 1.87 | 103 | 45 | 22 |
| 603757 | 大元泵业 | 1.96 | 2.51 | 3.07 | - | 33 | 19 |
| 平均 | | | | | | 32 | 20 |

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 长青集团、亿利洁能、金卡智能、大元泵业盈利预测为 wind 一致预期

五、风险提示

- 1、天然气消费需求不及预期;
- 2、清洁供暖推广力度放缓。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司成立以来发展历程 | 3 |
| 图 2: 公司业务定位: 专注天然气的清洁能源综合服务商 | 3 |
| 图 3: 公司围绕天然气下游展开布局 | 4 |
| 图 4: 公司各项能源综合服务模式示意图 | 4 |
| 图 5: 公司股权结构和主要控股子公司 | 4 |
| 图 6: 公司上市以来营收状况及同比增速 | 5 |
| 图 7: 公司上市以来归母净利润状况及同比增速 | 5 |
| 图 8: 公司 2016 年营收结构 (单位: 百万元) | 5 |
| 图 9: 公司 2016 年毛利结构 (单位: 百万元) | 5 |
| 图 10: 公司上市以来经营活动现金流净流量 (百万元) | 5 |
| 图 11: 公司上市以来毛利率及净利率 | 5 |
| 图 12: 天然气消费增长路径示意图 | 7 |
| 图 13: 2015 年天然气利用结构 | 7 |
| 图 14: 工业用气量及增速 | 7 |
| 图 15: 化工用气在天然气利用结构占比 | 8 |
| 图 16: 发电用气在天然气利用结构占比 | 8 |
| 图 17: 2017 年年末百度“气荒”关键字搜索指数直线提升 | 8 |
| 图 18: 各主要城市液化天然气到货均价年末激增 (元/吨) | 9 |
| 图 19: 2017 年天然气消费四大结构增量 (亿方) 及占比 | 10 |
| 图 20: 2017 年天然气消费四大结构用量及同比增速 | 10 |
| 图 21: 2015 年我国散煤消费结构分布 | 12 |
| 图 22: 2020 年散煤治理目标 | 12 |
| 图 23: 农村采暖方式及能源结构占比 | 12 |
| 图 24: 农村采暖设施占比 | 12 |
| 图 25: 壁挂炉行业历史销量及预期 (万台) | 14 |
| 图 26: 壁挂炉行业主要品牌 | 16 |
| 图 27: 2017 年迪森、万和、中燃、华帝壁挂炉销量占比 | 17 |
| 图 28: 2017 年壁挂炉工程机、零售机占比 | 17 |
| 图 29: 迪森品牌已获国家五星品牌认证及欧盟 CE 认证 | 18 |
| 图 30: 小松鼠售后获五星级服务体系认证 | 18 |
| 图 31: 小松鼠销售网络已覆盖全国 | 18 |
| 图 32: 小松鼠品牌已远销海外 | 18 |
| 图 33: 迪森家居产品与服务示意图 | 19 |
| 图 34: 成都世纪新能源商业模式 | 20 |
| 图 35: 世纪新能源核心用户——成都新世纪环球中心 | 20 |
| 图 36: 迪森部分锅炉产品 | 21 |
| 图 37: 公司 2014 至今应收账款及周转率 | 22 |
| 图 38: 公司 2014 至今存货及周转率 | 22 |
| 图 39: 公司 2015 年年末至今在手货币资金情况 | 23 |
| 图 40: 公司 2014 至今资产负债率 | 23 |
| 图 41: 公司估值分析: 公司 PE (TTM) 已显著低于平均历史平均估值水平 | 25 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 公司 2017 年前三季度壁挂炉销售情况 (台) | 6 |
| 表 2: 公司 2017 年前三季度锅炉销售情况 (台) | 6 |
| 表 3: 《北方清洁供暖规划 2017-2021》各类清洁供暖热源覆盖面积 (亿平方米) | 13 |
| 表 4: 壁挂炉、空气源热泵效益对比表 | 14 |
| 表 5: 各地居民煤改气财政补贴情况 | 15 |
| 表 6: 居民煤改气补贴后经济性情况测算 | 15 |
| 表 7: 公司业务拆分盈利预测表 | 23 |
| 表 8: 公司 2018 年不同壁挂炉销量及净利率下对应盈利 | 24 |
| 表 9: 公司 2019 年不同壁挂炉销量及净利率下对应盈利 | 24 |
| 表 10: 公司与可比公司估值比较 (2018/3/30) | 25 |

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1061 | 1926 | 2553 | 3016 |
| 营业成本 | 683 | 1302 | 1731 | 2066 |
| 营业税金及附加 | 9 | 10 | 13 | 15 |
| 销售费用 | 93 | 116 | 146 | 148 |
| 管理费用 | 118 | 168 | 215 | 225 |
| EBIT | 169 | 331 | 448 | 562 |
| 财务费用 | 7 | 16 | 21 | 13 |
| 资产减值损失 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 150 | 315 | 427 | 549 |
| 营业外收支 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 161 | 315 | 427 | 549 |
| 所得税 | 16 | 32 | 43 | 55 |
| 净利润 | 145 | 284 | 385 | 494 |
| 归属于母公司净利润 | 128 | 217 | 310 | 414 |
| EBITDA | 225 | 398 | 520 | 633 |

| 资产负债表 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 466 | 289 | 383 | 452 |
| 应收账款及票据 | 292 | 577 | 575 | 786 |
| 预付款项 | 66 | 115 | 125 | 161 |
| 存货 | 106 | 181 | 201 | 255 |
| 其他流动资产 | 100 | 200 | 200 | 200 |
| 流动资产合计 | 1029 | 1362 | 1484 | 1855 |
| 长期股权投资 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 固定资产 | 508 | 829 | 857 | 891 |
| 无形资产 | 54 | 51 | 49 | 46 |
| 非流动资产合计 | 1476 | 1656 | 1678 | 1721 |
| 资产合计 | 2505 | 3018 | 3161 | 3576 |
| 短期借款 | 162 | 345 | 475 | 347 |
| 应付账款及票据 | 238 | 438 | 461 | 612 |
| 其他流动负债 | 619 | 494 | 492 | 527 |
| 流动负债合计 | 1019 | 1276 | 1428 | 1486 |
| 长期借款 | 155 | 202 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 89 | 88 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 244 | 290 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 1263 | 1565 | 1428 | 1486 |
| 股本 | 362 | 362 | 362 | 362 |
| 少数股东权益 | 184 | 251 | 326 | 406 |
| 股东权益合计 | 1242 | 1453 | 1734 | 2089 |
| 负债和股东权益合计 | 2505 | 3018 | 3161 | 3576 |

| 主要财务指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 108.42% | 81.58% | 32.57% | 18.12% |
| EBIT 增长率 | 253.65% | 95.64% | 35.27% | 25.39% |
| 净利润增长率 | 243.14% | 96.34% | 35.52% | 28.46% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 35.56% | 32.41% | 32.20% | 31.49% |
| 净利率 | 13.63% | 14.74% | 15.06% | 16.38% |
| 总资产收益率 ROA | 6.76% | 10.98% | 14.18% | 15.72% |
| 净资产收益率 ROE | 12.05% | 18.03% | 21.99% | 24.59% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.03 | 1.10 | 1.07 | 1.29 |
| 速动比率 | 0.83 | 0.80 | 0.79 | 0.98 |
| 现金比率 | 0.46 | 0.23 | 0.27 | 0.30 |
| 资产负债率 | 50.43% | 51.86% | 45.16% | 41.57% |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 3.63 | 3.34 | 4.44 | 3.84 |
| 存货周转天数 | 55.78 | 50.08 | 41.71 | 44.43 |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.64 | 0.81 | 0.84 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.35 | 0.60 | 0.85 | 1.14 |
| 每股净资产 | 2.92 | 3.32 | 3.89 | 4.65 |
| 每股经营现金流 | 0.64 | -0.56 | 1.29 | 1.24 |
| 每股股利 | 0.02 | 0.20 | 0.29 | 0.38 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 42.63 | 25.07 | 17.56 | 13.13 |
| PB | 5.14 | 4.52 | 3.86 | 3.23 |
| EV/EBITDA | 33.05 | 18.78 | 13.89 | 10.99 |
| 股息收益率 | 0.00 | 0.01 | 0.02 | 0.03 |

| 现金流量表 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 145 | 284 | 385 | 494 |
| 折旧和摊销 | 56 | 67 | 71 | 71 |
| 营运资金变动 | 32 | -554 | 12 | -116 |
| 经营活动现金流 | 232 | -204 | 468 | 449 |
| 资本开支 | 0 | -80 | -90 | -100 |
| 投资 | -516 | -33 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -516 | -113 | -90 | -100 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -225 | 141 | -284 | -279 |
| 筹资活动现金流 | -225 | 141 | -284 | -279 |
| 现金净流量 | -507 | -177 | 94 | 69 |

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。