

# 煤改气长期向好趋势不改，大型国有壁挂炉品牌最为受益

## ——迪森股份(300335.SZ)首次覆盖报告

首次覆盖报告

邱懿峰(分析师)	黄红卫(联系人)	赵腾辉(联系人)
qiuyifeng@xsdzq.cn	010-69004537	010-83561349
证书编号: S0280517080002	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

### ● 国内天然气消费占比将大幅提升，煤改气长期向好趋势不改：

2017年煤改气推行过快，北方地区爆发罕见气荒，引发市场对煤改气政策实施的隐忧。但根治大气污染痛点的关键在于“能源消费结构升级”，未来国内天然气消费占比将大幅提升。散煤燃烧污染排放系数及形势严峻，煤改气长期向好趋势不改。

### ● 北方地区煤改气工程壁挂炉潜在市场仍高达1751.53万台，市场潜力巨大：

根据2017年12月发布的《北方地区冬季清洁取暖规划(2017-2021年)》中“2+26”城市2017-2021年累计新增天然气供暖面积(18亿平方米)，并合理假设，测算出2017-2021年北方地区新增分户式燃气壁挂炉空间在2129.03万户。2018年后，北方地区煤改气工程壁挂炉潜在市场仍高达1751.53万台，市场潜力巨大。

### ● 煤改气工程中，大型国有壁挂炉品牌最为受益：

煤改气工程中，国产品牌国内销量增速(+262%)远高于进口品牌增速(+19.5%)及原装进口品牌增速(+34.6%)。且煤改气市占率持续向少数几个大型国产壁挂炉厂家集中。由于外资品牌受各方面限制无法深入参与煤改气工程竞争。而国产燃气采暖热水炉品牌对政策敏感度更高，适应性强，价格适宜，大幅受益煤改气政策的推进。而大型国产壁挂炉品牌的质量品质更有保障，最易获得政府及城市燃气公司的采购。

### ● 天然气下游产业链快速发展，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年净利润分别为3.20、4.25、4.93亿元，对应EPS分别为0.88、1.17和1.36元。当前股价对应2018-2020年PE分别为15.8、11.9和10.3倍。公司短期强烈受益于煤改气工程快速推进。长期而言，国内天然气消费占比较低(2015年约为5.9%)，到2030年，天然气在一次能源消费中占比有望提高到15%左右，迪森B端及C端业务均位于天然气产业链下游，深刻受益行业快速发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

### ● 风险提示：煤改气政策不及预期风险；天然气消费占比提升不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1061	1,921	2,595	3,257	3,930
增长率(%)	108.4	81.1	35.1	25.5	20.6
净利润(百万元)	127.5	213	320	425	493
增长率(%)	194.3	67.1	50.3	32.8	16.1
毛利率(%)	35.6	33.7	34.8	35.8	34.7
净利率(%)	12.0	11.1	12.3	13.1	12.6
ROE(%)	11.6	16.9	20.8	21.9	20.4
EPS(摊薄/元)	0.35	0.59	0.88	1.17	1.36
P/E(倍)	39.76	23.8	15.8	11.9	10.3
P/B(倍)	4.79	4.0	3.3	2.6	2.1

## 推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.04.25
收盘价(元):	13.7
一年最低/最高(元):	13.32/23.67
总股本(亿股):	3.63
总市值(亿元):	49.68
流通股本(亿股):	2.63
流通市值(亿元):	36.09
近3月换手率:	130.06%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.71	-5.03	-34.59
绝对	-8.67	-17.32	-23.32

### 相关报告

## 投资要件

### 关键假设

1. **C 端产品与服务**: 由于煤改气快速推进, 壁挂炉迎来黄金发展期。首期中央财政补贴政策指向未来三年, 预计未来 3-5 年, 国内壁挂炉市场将保持较高的景气度, 假设 2018-2020 年迪森股份壁挂炉销量分别为 60 万台、78 万台、97.5 万台, 公司壁挂炉营收与壁挂炉销量成正比。

2. **B 端运营**: 天然气分布能源及天然气供热运营市场前景较好, 业绩稳健。近年来, 公司通过内生与外延并举, 加快扩充 B 端运营业务。

3. **B 端装备**: 根据《煤炭清洁高效利用行动计划(2015-2020 年)》, 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, 基本完成天然气、热电联供、洁净优质煤炭产品等替代。迪森 B 端装备仍将快速发展。

### 我们区别于市场的观点

1. 行业方面, 2017 年煤改气推行过快, 北方地区爆发罕见气荒, “气荒”出现也引发市场对煤改气政策实施的隐忧。我们认为, 根治大气污染痛点的关键在于“能源消费结构升级”, 未来国内天然气消费占比将大幅提升。散煤燃烧污染排放系数及形势严峻, 煤改气长期向好趋势不改。

2. 市场对煤改气工程的壁挂炉市场模糊不清。我们根据 2017 年 12 月发布的《北方地区冬季清洁取暖规划(2017-2021 年)》中“2+26”城市 2017-2021 年累计新增天然气供暖面积(18 亿平方米), 并合理假设, 测算出 2017-2021 年北方地区新增分户式燃气壁挂炉空间在 2129.03 万户。2018 年后, 北方地区煤改气工程壁挂炉潜在市场仍高达 1751.53 万台, 市场潜力巨大。

3. 市场认为煤改气工程中, 壁挂炉的“外资及国产品牌、大型企业和中小企业”均同等受益。我们深入分析了煤改气中各个壁挂炉品牌销量后发现, 国产品牌国内销量增速(+262%)远高于进口品牌增速(+19.5%)及原装进口品牌增速(+34.6%)。且煤改气市占率持续向少数几个大型国产壁挂炉厂家集中。由于外资品牌受各方面限制无法深入参与煤改气工程竞争。而国产燃气采暖热水炉品牌对政策敏感度更高, 适应性强, 价格适宜, 大幅受益煤改气政策的推进。而大型国产壁挂炉品牌的质量品质更有保障, 最易获得政府及城市燃气公司的采购。

4. 市场普遍看重迪森股份的 C 端产品与服务业务, 对公司的 B 端业务重视度不够。我们横向对比国内外, 纵向观察国内天然气消费占比规划情况后, 认为, “国内天然气消费占比稳步提升”乃大势所趋, 公司 C 端业务及 B 端业务均集中在天然气应用的下游, 在后煤改气时代, 仍有良好发展前景。

### 股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于“业绩高速增长”及“煤改气政策对估值的提振”。短期而言, 受益于煤改气, 公司 C 端产品与服务业绩弹性较大。长期而言, 公司 C 端业务及 B 端业务均集中在天然气应用的下游, 随着国内天然气消费占比稳步提升, 在后煤改气时代, 仍有良好发展前景。

### 估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.20、4.25、4.93 亿元, 对应 EPS 分

别为 0.88、1.17 和 1.36 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 15.8、11.9 和 10.3 倍。公司短期强烈受益于煤改气工程快速推进。长期而言，国内天然气消费占比较低（2015 年约为 5.9%），到 2030 年，天然气在一次能源消费中占比有望提高到 15% 左右，迪森 B 端及 C 端业务均位于天然气产业链下游，深刻受益行业快速发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 投资风险

煤改气政策不及预期风险；天然气消费占比提升不及预期风险。

## 目 录

1、 公司概况：业务集中于天然气下游，深刻受益煤改气政策.....	7
1.1、 公司简介：打造行业领先的“清洁能源综合服务商”.....	7
1.2、 业务概述：业务集中于天然气下游应用领域，市场前景较好.....	9
1.3、 业绩表现：受益于煤改气，业绩高速增长，盈利能力较强.....	10
2、 行业概况：根治大气污染痛点需提高天然气消费占比，煤改气长期趋势向好.....	11
2.1、 根治大气污染痛点，需能源消费结构升级.....	12
2.2、 天然气环保性突出，消费占比将大幅提升.....	14
2.3、 短期气荒影响有限，煤改气不改长期向好趋势.....	16
3、 受益于煤改气大力推进，迪森 C 端产品与服务爆发.....	19
3.1、 煤改气大力推进，大型国产壁挂炉品牌最为受益.....	20
3.2、 迪森壁挂炉产能提前布局，产能利用率远未饱和.....	24
3.3、 迪森小松鼠壁挂炉竞争实力突出.....	25
3.4、 受益于煤改气大力推进，迪森壁挂炉销量爆发式增长.....	27
4、 天然气迎来黄金时期，迪森 B 端业务充分受益.....	28
4.1、 天然气迎来黄金发展时期，B 端业务充分受益.....	28
4.2、 燃煤锅炉升级改造持续推进，B 端装备迎来爆发.....	28
4.3、 天然气分布能源及供热运营市场前景较好，B 端运营业务稳步增长.....	29
5、 核心假设.....	31
6、 投资建议.....	32
7、 风险揭示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

## 图表目录

图 1： 迪森股份的发展历程图.....	7
图 2： 迪森股份业务所处产业链及结构示意图.....	7
图 3： 迪森股份的技术实力及品牌价值凸显.....	8
图 4： 迪森股份业务所处产业链及结构示意图.....	9
图 5： 2013-2018 年 Q1，迪森股份营收及归母净利润.....	11
图 6： 2013-2018Q1，迪森股份盈利能力走势.....	11
图 7： 2017 年，迪森股份各项业务营收占比.....	11
图 8： 2017 年，迪森股份各项业务毛利占比.....	11
图 9： 2014 年北京雾霾 PM2.5 解析，区域传输占三成.....	12
图 10： 2014 年北京雾霾 PM2.5 解析，北京本地污染贡献.....	12
图 11： 2014 年石家庄雾霾 PM10 解析情况（本地来源）.....	12
图 12： 2014 年石家庄雾霾 PM2.5 解析情况（本地来源）.....	12
图 13： 2014 年天津雾霾 PM10 解析情况（本地来源）.....	13
图 14： 2014 年天津雾霾 PM2.5 解析情况（本地来源）.....	13
图 15： 保定农村地区能源消费结构调查.....	13
图 16： 保定农村地区污染物排放情况.....	13
图 17： 散烧煤 SO2 的单位排放量远高于电站锅炉.....	13
图 18： 散烧煤一次 PM2.5 排放系数远高于电站锅炉.....	13
图 19： 烟煤价格远低于无烟煤及低硫煤.....	14
图 20： 散烧煤种以价格低廉、污染严重的烟煤为主.....	14

图 21: 一次能源的优劣势情况对比.....	14
图 22: 2015 年, 中国天然气消费占比远低于世界平均.....	15
图 23: 世界平均天然气消费占比仍将逐步提升.....	15
图 24: 2015 年, 中国天然气消费占比仅为 5.9%.....	15
图 25: 2020 年, 中国天然气消费占比将提至 10%以上.....	15
图 26: 2010-2017 年, 中国燃气采暖热水炉销量.....	20
图 27: 2016-2017 年, 中国燃气壁挂炉销量情况.....	20
图 28: 2017 年, 燃气采暖热水炉生产企业的区域分布.....	20
图 29: 2017 年, 燃气采暖热水炉生产企业数量大增.....	20
图 30: 2016 年, 中国市场燃气采暖热水炉销量中, 国产品牌占比 57%.....	21
图 31: 2017 年, 中国市场燃气采暖热水炉销量中, 国产品牌占比 79%.....	21
图 32: 2016 年, 中国市场燃气采暖热水炉市场集中度.....	22
图 33: 2017 年, 中国市场燃气采暖热水炉市场集中度.....	22
图 34: 2017 年, 普通壁挂炉与冷凝式壁挂炉销量情况.....	22
图 35: 2017 年, 燃气采暖热水炉销售渠道分析.....	23
图 36: 国内外住宅装修比例对比情况.....	24
图 37: 2017 年, 中国市场燃气采暖热水炉市场集中度.....	24
图 38: “小松鼠”壁挂炉实物图.....	25
图 39: “小松鼠”壁挂炉产品应用示意图.....	25
图 40: “小松鼠”壁挂炉品牌价值较高.....	26
图 41: “小松鼠”壁挂炉品质优势突出.....	26
图 42: “小松鼠”产品国内覆盖区域.....	26
图 43: “小松鼠”产品全球覆盖网络.....	26
图 44: 2017 年, 燃气采暖热水炉销售渠道分析.....	26
图 45: 2017 年, 迪森股份 C 端产品与服务生产量增速.....	27
图 46: 2017 年, 迪森股份 C 端产品与服务销售量增速.....	27
图 47: 迪森股份壁挂炉产品的销售结构估计.....	28
图 48: 迪森股份壁挂炉市占率估计.....	28
图 49: 2017 年, 迪森股份 B 端装备生产量.....	29
图 50: 2017 年, 迪森股份 B 端装备销售量.....	29
图 51: 迪森股份部分“迪森”牌燃气锅炉.....	29
图 52: 迪森股份的 B 端装备所获荣誉.....	29
图 53: 迪森股份能源综合服务模式示意图.....	30
图 54: 迪森股份 B 端运营业务覆盖省份图.....	30
图 55: 2017 年, 迪森股份 B 端运营生产量及销售情况.....	30
图 56: 迪森股份典型的天然气分布式能源应用.....	31
图 57: 迪森股份智慧能源运营示意图.....	31
表 1: 迪森股份的前十大股东持股比例情况.....	8
表 2: 迪森股份推出两份核心合伙人持股计划, 绑定员工及公司核心利益.....	9
表 3: 迪森股份产品可覆盖小区域、小空间、再到大空间的清洁取暖需求.....	10
表 4: 近年来, 北京地区煤改气政策汇总.....	16
表 5: 北方地区, 清洁取暖率的量化目标情况.....	18
表 6: 北方地区, 冬季各类清洁取暖的规划情况 (2017-2021 年).....	18
表 7: 2017-2021 年, 北方各区域天然气取暖方式的增量情况预测.....	19
表 8: 普通壁挂炉与冷凝式壁挂炉的产品区别.....	22
表 9: 迪森股份的壁挂炉销量及营收情况预测.....	31

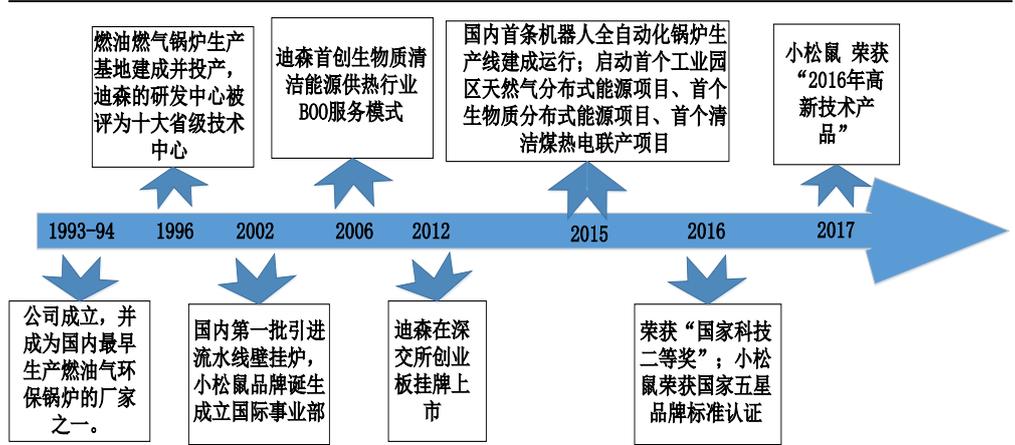
表 10: 迪森股份各项业务的营收增速及毛利率预测 ..... 32

# 1、公司概况：业务集中于天然气下游，深刻受益煤改气政策

## 1.1、公司简介：打造行业领先的“清洁能源综合服务商”

国内利用清洁能源为客户提供能源综合服务的领先企业：迪森股份(300335.SZ)创立于1993年，以B端装备起家，是国内最早生产燃油气环保锅炉的厂家之一。2002年，公司作为国内第一批引进流水线壁挂炉的企业，孵化出小松鼠品牌，布局C端产品及服务。2006年，迪森首创生物质清洁能源供热行业BOO服务模式，布局B端运营服务。2012年7月，迪森在创业板上市。2015年，公司建成运行国内首条机器人全自动化锅炉生产线，并建成首个工业园区天然气分布式能源项目、首个生物质分布式能源项目、首个清洁煤热电联产项目。

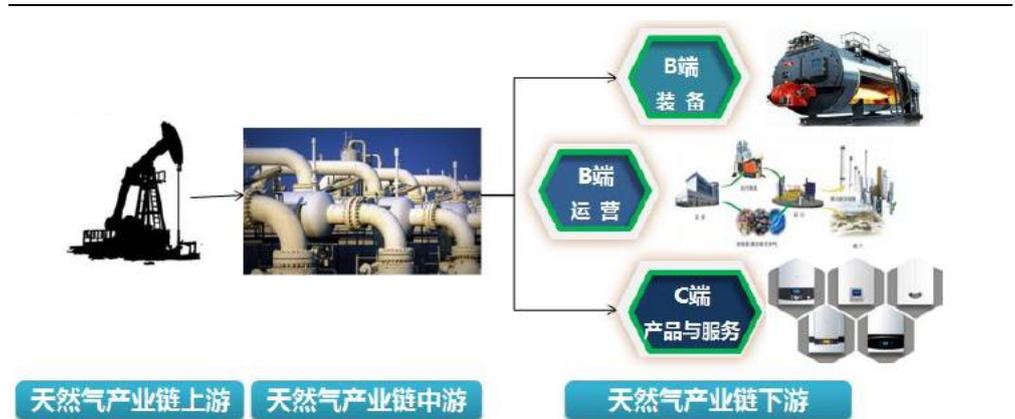
图1：迪森股份的发展历程图



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司坚持“构建智慧能源、打造生态经济”发展使命，业务范围集中在天然气产业链下游，覆盖了B端运营（能源第三方运营服务）、B端装备（工商业燃气锅炉装备）及C端产品与服务（壁挂炉等舒适家居产品与服务）多个领域，致力于打造行业领先的“清洁能源综合服务商”。公司旗下40余家全资、控股子（孙）公司分布于全国20余个省份。

图2：迪森股份业务所处产业链及结构示意图



资料来源：2017年中报，新时代证券研究所

技术实力及品牌价值凸显。迪森构建的“两院一站两中心”研发平台，以清洁能源应用技术研发为中心，持续加大研发投入进行技术创新。2017年底，公司共拥有有效专利合计305件(其中发明专利51件)，覆盖了生物质能供热技术、气化、

固化技术,家用壁挂炉技术等多业务领域。清洁能源利用领域,公司品牌价值凸显,打造了“迪森锅炉”和“小松鼠”2个行业知名品牌。

图3: 迪森股份的技术实力及品牌价值凸显



资料来源: 2017 年中报, 新时代证券研究所

**民企激励充分、机制灵活高效:** 常厚春、李祖芹和马革三位均为公司的创始股东及一致行动人。2018 年 Q1 底, 三人持股比例合计达 35.32%, 为公司实际控制人。民企良好激励机制及市场敏锐性, 塑造了公司强大竞争力。

表1: 迪森股份的前十大股东持股比例情况

排名	前十大股东	持股数量 (万股)	持股占比 (%)
1	常厚春	5091.9599	14.03%
2	李祖芹	3990.7935	10.99%
3	马革	3737.9159	10.30%
4	中国建设银行股份有限公司-汇添富环保行业股票型证券投资基金	900	2.48%
5	珠海横琴大一资产管理有限公司	710.327	1.96%
6	全国社保基金一零七组合	545.9998	1.50%
7	广州迪森热能技术股份有限公司-第二期员工持股计划	529.9065	1.46%
8	华夏银行股份有限公司-德盛精选股票证券投资基金	500	1.38%
9	中央汇金资产管理有限责任公司	445.52	1.23%
10	何忠	398.69	1.10%
	合计	16851.1126	46.43%

资料来源: 迪森股份 2018 年 1 季报, 新时代证券研究所

**打造“事业合伙人平台”, 员工持股深刻绑定核心利益:** 2013 年, 公司推出“事业合伙人机制”, 通过合伙人资源开拓当地市场, 业务发展进入快车道。2016 年 6 月, 迪森股份又相继推出 1 号及 2 号核心合伙人持股计划, 并在 2016 年 9 月完成相应股份购买:

- ✓ **核心合伙人1号持股计划:**1号持股计划共授予13名员工,买入合计128.32万股,买入均价16.64元/股,持股计划实际买入金额为2135.41万元。1号持股计划存续期6年,其中锁定期36个月。在过户后第37-48个月、49-60个月、61月至72月分别解锁比例为30%、60%、100%。
- ✓ **核心合伙人2号持股计划:**2号持股计划共授予32名员工(其中董监高8人),买入529.91万股,买入均价17.36元/股,持股计划实际买入金额为9200万元。1号持股计划存续期8年,其中锁定期60个月。在过户后第61-72个月73-84个月、85月至96月分别解锁比例为30%、60%、100%。

1号、2号核心合伙人持股计划期间分别长达6年、8年,体现出核心层对公司长期发展的信心,有利于公司中长期战略目标实现,并充分绑定“公司、股东、及合伙人”利益。1号、2号核心合伙人持股计划合计买入金额高达1.13亿元,实施力度较大,激励效果显著。

**表2: 迪森股份推出两份核心合伙人持股计划, 绑定员工及公司核心利益**

合伙人持股计划	持股数量(万股)	买入均价(元/股)	实际买入金额(万元)	人数(人)	锁定期(月)	存续期(月)	解锁条件一	解锁条件二	解锁条件三
核心合伙人1号持股计划	128.32	16.64	2135.41	13	36	6	过户后第37-48个月,累计退出份额总数≤30%	过户后第49-60个月,累计退出份额总数≤60%	过户后第61个月到计划终止,累计退出份额总数≤100%
核心合伙人2号持股计划	529.91	17.36	9200 (实际出资9300万)	32 (董监高8人)	60	8	过户后第61-72个月,累计退出份额总数≤30%	过户后第73-84个月,累计退出份额总数≤60%	过户后第85个月到计划终止,累计退出份额总数≤100%

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

## 1.2、业务概述: 业务集中于天然气下游应用领域, 市场前景较好

迪森股份致力于打造“清洁能源综合服务商”(包括热和冷相关的产品加服务),业务范围覆盖了工业端、商业端及家庭消费终端等多个领域,分为:清洁能源综合服务、工业锅炉制造、室内健康环境管理等三大业务板块。

- ✓ **B端运营——清洁能源综合服务:**利用天然气等清洁能源为工业、商业、民用等(B端)用户提供冷、热、电、气等多种能源综合服务。迪森针对客户不同的能源需求,量身设计、优化方案,并付诸实施,保证能源供应的安全、稳定和高效。目前,公司拥有100多个成功案例。

**图4: 迪森股份业务所处产业链及结构示意图**



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

- ✓ **B端装备——工业锅炉制造：**迪森拥有 20 多年的工业锅炉研发生产经验，可为 B 端用户生产工业燃油、燃气、生物质锅炉。公司工业锅炉制造采用 4.0 自动化机器人生产线，生产效率较高。同时，公司还为客户提供燃气锅炉承包运营服务，实现节能降耗。
- ✓ **C端产品与服务——室内健康环境管理：**迪森针对家庭消费终端，以家用壁挂炉（及多能源冷暖系统、新风系统、净水系统等）为依托，致力于为小型商业与家庭终端用户提供热水、暖、新风、净水等舒适、智能的室内健康环境全系统解决方案。公司拥有家用壁挂炉知名品牌“小松鼠”，是最早获得欧洲 CE 产品认证的品牌。同时打造“劳力特”品牌，提供舒适家居服务（即以“产品+服务”为核心商业模式）。

产品线而言，迪森可覆盖小区域、小空间、再到大空间的清洁取暖需求。国内大气质量的根本性改善需能源结构升级，加大对天然气等清洁能源使用比例。迪森股份全方位布局“不同空间范围的取暖”，全面受益国内“能源结构转型升级”。

**表3：迪森股份产品可覆盖小区域、小空间、再到大空间的清洁取暖需求**

取暖区域	取暖面积（平米）	产品类型	功率
小区域及小空间	20 到 100 来平米	家用壁挂炉	十几到 40 千瓦
大空间	1000-2000 平米	大型模块化锅炉	40-100 千瓦
	2000 平米	工业锅炉	100 千瓦以上

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

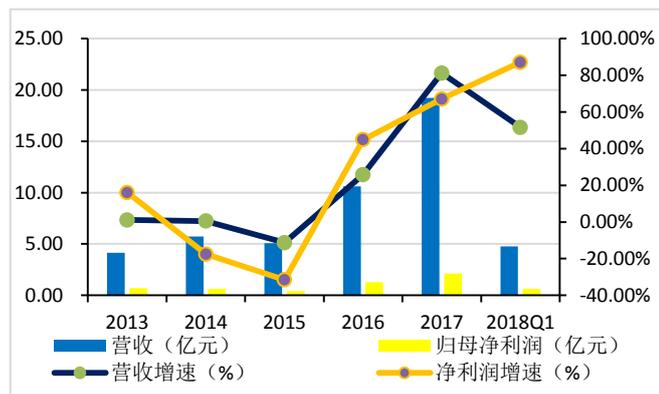
### 1.3、业绩表现：受益于煤改气，业绩高速增长，盈利能力较强

**受益于工业及民用煤改气，业绩高速增长，盈利能力较强：**2013-2017 年，迪森股份营收、归母净利润年复合增速分别高达 46.68%、32.55%。2017 年，公司实现营业收入 19.21 亿元（同比+81.09%），实现归母净利润 2.13 亿元（同比+67.06%）。2018 年 Q1，公司实现营业收入 4.77 亿元（同比+51.51%），实现归母净利润 0.64 亿元（同比+87.04%），业绩增长强劲，主要系：**1）B 端方面：**运营项目保持稳定，在建项目积极推进；同时受“煤改气”及北京等地燃气锅炉低氮改造政策影响，B 端装备业务稳步增长；**2）C 端方面：**受益于天然气利用率提升和北方地区冬季清

洁取暖政策影响，及受南方消费升级市场因素影响，零售端持续增长推动，燃气壁挂炉业务呈现爆发式增长。总体而言，煤改气政策不会有大的政策转向，公司壁挂炉产品销售前景较好，C端产品与服务业务弹性较大、可持续性较强。B端装备亦受益于工业煤改气，呈现稳步增长态势。B端运营服务则相对平稳，未来增量主要来自对优质资源整合。

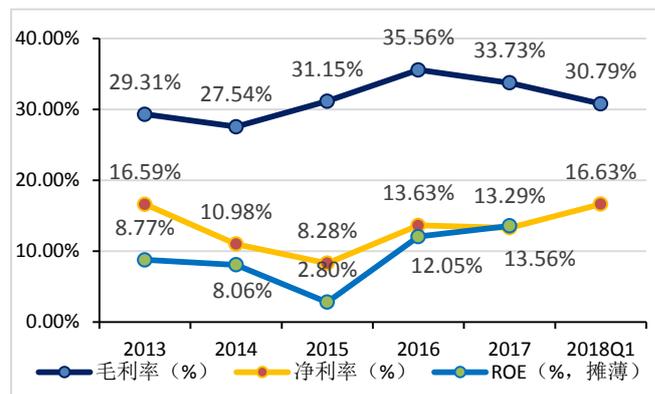
2016-2018Q1，公司毛利率在 34-36%，净利率在 13-17%、ROE 在 12-14%之间，盈利能力较强。

图5： 2013-2018 年 Q1，迪森股份营收及归母净利润



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

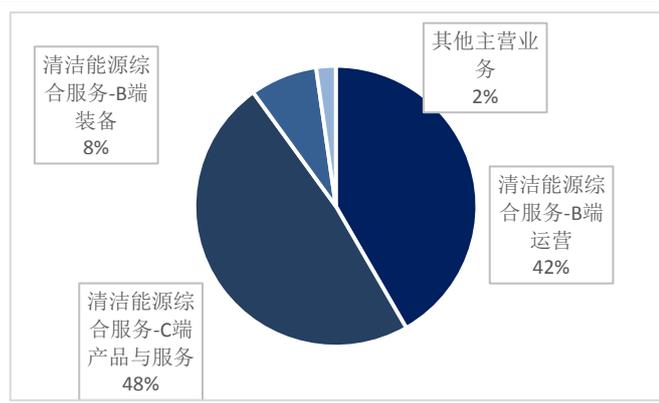
图6： 2013-2018Q1，迪森股份盈利能力走势



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

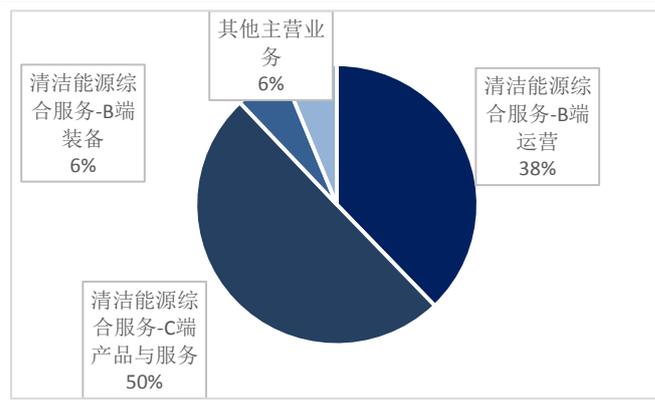
**B端运营及C端产品与服务为业绩最主要来源：**分业务而言，2017年营收结构中，B端运营实现营收8.01亿元（占比42%）、B端装备实现营收1.48亿元（占比8%）、C端产品与服务实现营收9.29亿元（占比48%）。2017年毛利结构中，B端运营实现营收2.45亿元（占比38%）、B端装备实现营收0.38亿元（占比6%）、C端产品与服务实现营收3.25亿元（占比50%）。B端运营及C端产品与服务为公司营收及毛利的最主要来源。

图7： 2017 年，迪森股份各项业务营收占比



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图8： 2017 年，迪森股份各项业务毛利占比



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

## 2、行业概况：根治大气污染痛点需提高天然气消费占比，煤改气长期趋势向好

自然环境存在一定程度自净能力，但工业发展接近或达到环境承载极限时，将频发各种严重污染事件（如近年来雾霾空气）。2014年12月中央经济工作会议表示我国环境承载能力已达到或接近上限（经济新常态九大趋势之一），我国环境治理

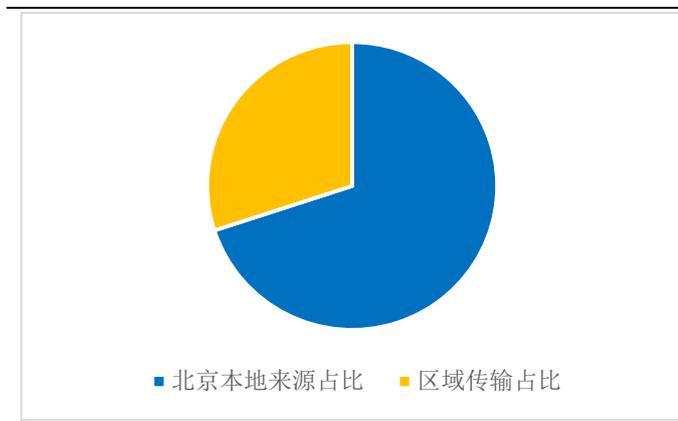
理已到刻不容缓的地步。从国外环境治理进程来看，遵从由大气治理到水治理，最后到土壤治理的顺序。大气污染受众面广、危害性高、感受性强，在当前京津冀大气状况仍不尽乐观的形式下，我们认为煤改气仍将作为政策重点，煤改气产业链深刻受益国家政策红利。

### 2.1、根治大气污染痛点，需能源消费结构升级

**雾霾源解析结果显示，燃煤为京津冀雾霾的一大痛疾：**在工业发展阶段，英美等国家均出现过较严重的大气污染问题。深究其原因，皆为能源高消费及能源结构问题（煤、石油的消费比重高），其中最关键解决途径在于提高清洁能源利用比例（如提高天然气、太阳能风能占比）。根据2014年环保部发布的“雾霾源解析”，燃煤为京津冀雾霾的一大痛疾。

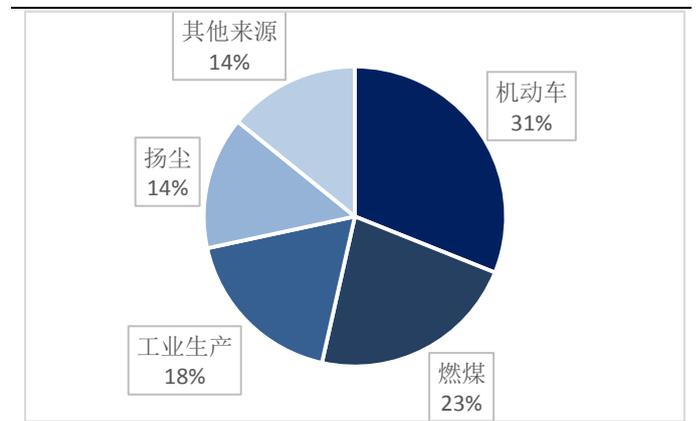
- ✓ **北京：**PM2.5来源解析中，区域传输贡献约占28%-36%，本地污染贡献中，燃煤占比高达22.4%。

图9：2014年北京雾霾PM2.5解析，区域传输占三成



资料来源：环保部，新时代证券研究所

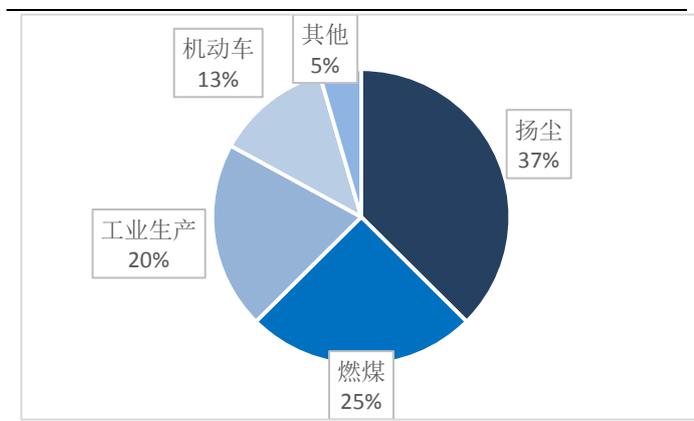
图10：2014年北京雾霾PM2.5解析，北京本地污染贡献



资料来源：环保部，新时代证券研究所

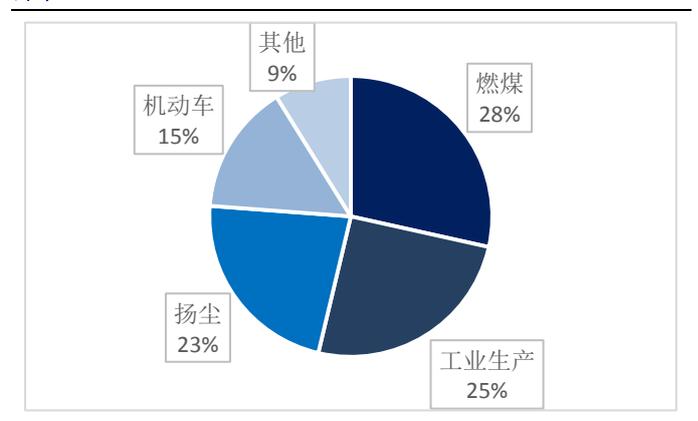
- ✓ **石家庄：**PM10本地污染源排放中，燃煤占比25.0%。PM2.5本地污染源排放中，燃煤占比28.5%。

图11：2014年石家庄雾霾PM10解析情况（本地来源）



资料来源：环保部，新时代证券研究所

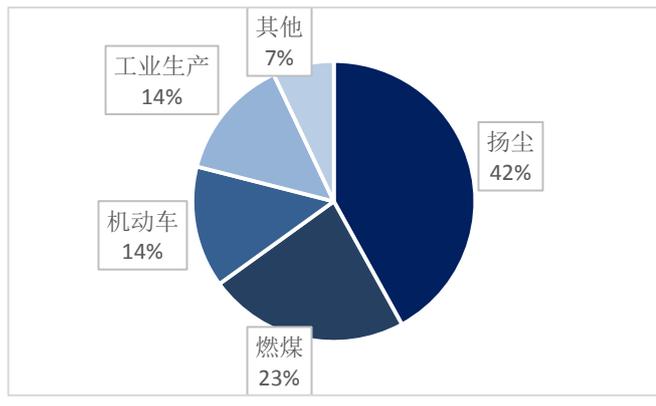
图12：2014年石家庄雾霾PM2.5解析情况（本地来源）



资料来源：环保部，新时代证券研究所

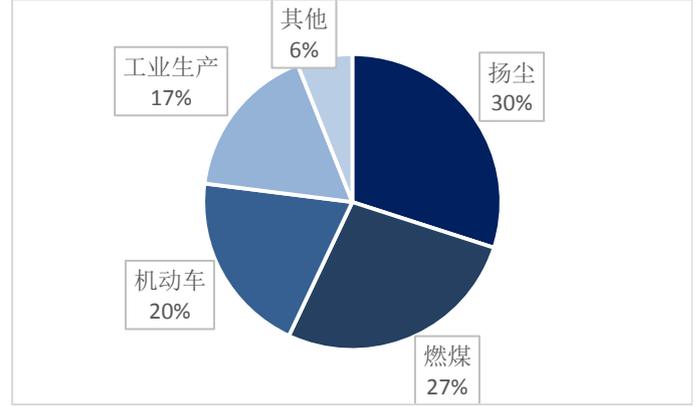
- ✓ **天津：**PM10本地污染源排放中，燃煤占比23%。PM2.5本地污染源排放中，燃煤占比27%。

图13: 2014年天津雾霾PM10解析情况(本地来源)



资料来源: 环保部, 新时代证券研究所

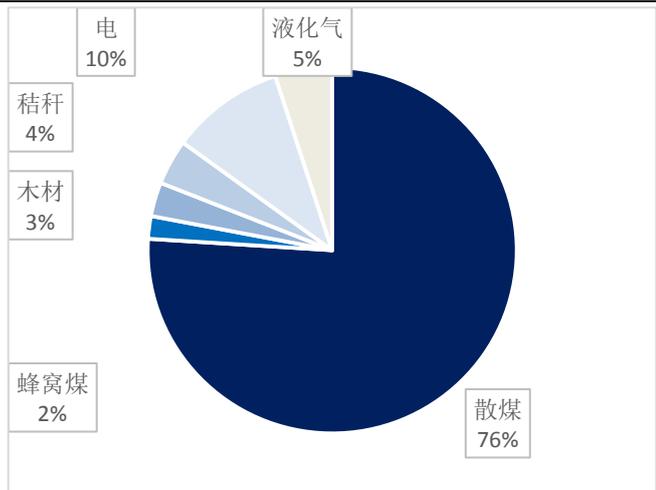
图14: 2014年天津雾霾PM2.5解析情况(本地来源)



资料来源: 环保部, 新时代证券研究所

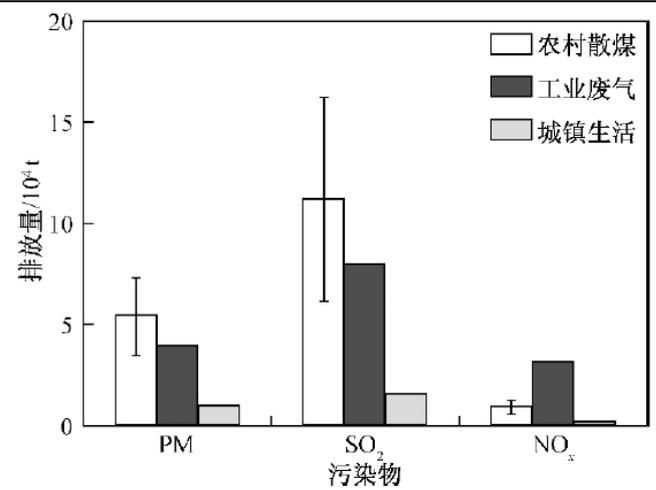
**中国北方农村取暖用散煤数量达2亿吨/年:** 根据《中国采暖炉具行业发展报告2016》: 中国每年消费煤炭约38亿吨, 其中民用煤炭~3亿吨。我国1.6亿户农村居民家庭中, 约9300万户采取分散采暖, 其中燃煤采暖约6600万户, 每年散煤使用量约2亿吨。尽管民用煤炭消费占比不足10%, 但2/3为分散式燃烧。根据《我国北方农村生活燃煤情况调查、排放估算及政策启示》, 2015年, 散煤在保定农户能源消费结构中占据76%, 主要用途为取暖。保定市农村散煤燃烧的颗粒物及SO<sub>2</sub>排放量超过了工业废气及城镇生活排放量。

图15: 保定农村地区能源消费结构调查



资料来源: 《我国北方农村生活燃煤情况调查、排放估算及政策启示》, 新时代证券研究所

图16: 保定农村地区污染物排放情况

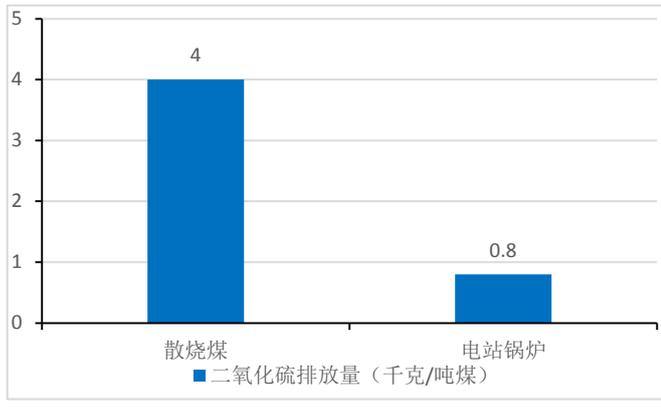


资料来源: 《我国北方农村生活燃煤情况调查、排放估算及政策启示》, 新时代证券研究所

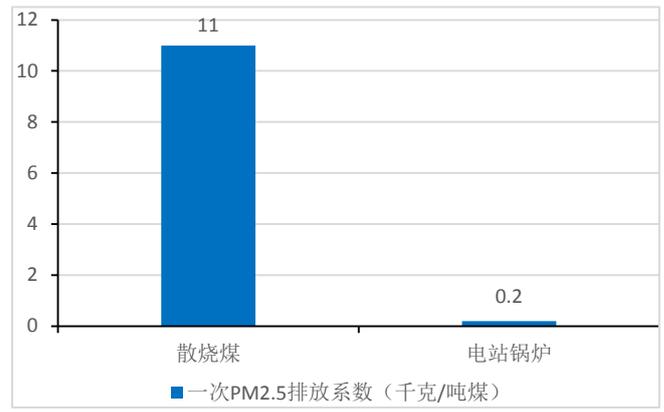
**散煤燃烧污染严重, 排放系数远高于电厂锅炉:** 散煤燃烧没有采取除尘、脱硫等环保措施, 1吨散煤燃烧的排放相当于5-10吨电厂燃煤排放的污染物, 对大气污染贡献率巨大: 1) 根据中国工控网, 散烧煤二氧化硫排放达到4千克/吨, 而相比之下电站锅炉只有0.8千克/吨; 2) 使用散煤产生的一次PM<sub>2.5</sub>的排放系数为11千克/吨煤, 而电站锅炉的则为0.2千克/吨煤, 散煤的排放系数远远高于电厂锅炉。

图17: 散烧煤SO<sub>2</sub>的单位排放量远高于电站锅炉

图18: 散烧煤一次PM<sub>2.5</sub>排放系数远高于电站锅炉



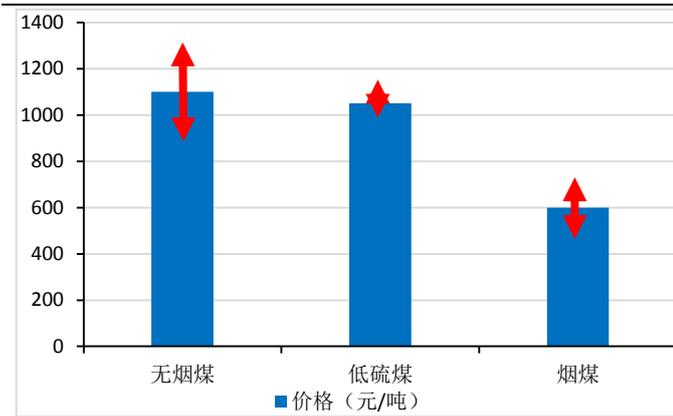
资料来源：中国工控网，新时代证券研究所



资料来源：中国工控网，新时代证券研究所

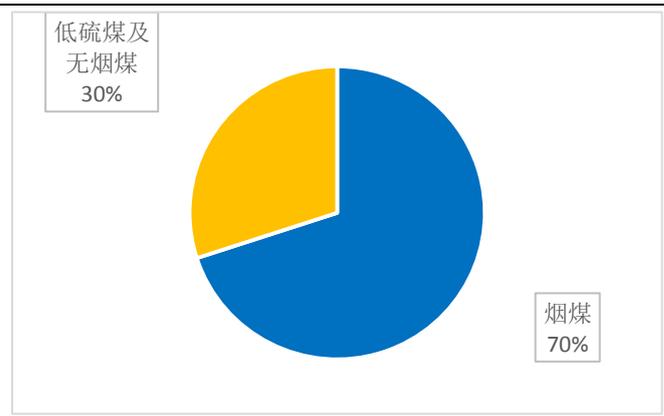
根据河北新闻网报道，2014年，河北冬季取暖煤炭主要分为烟煤、无烟煤、低硫煤三种：其中，优质无烟煤价格每吨900-1300元、低硫煤1000-1100元/吨、烟煤500-700元/吨。烟煤污染情况远超过“无烟煤及低硫煤”，但出于取暖成本及负担能力考虑，农村更倾向于采用烟煤取暖，在卖给散户的煤种中，烟煤的销售量能占到7成以上，更加重了散煤取暖污染。

图19：烟煤价格远低于无烟煤及低硫煤



资料来源：河北新闻网，新时代证券研究所

图20：散烧煤种以价格低廉、污染严重的烟煤为主



资料来源：河北新闻网，新时代证券研究所

## 2.2、天然气环保性突出，消费占比将大幅提升

**天然气环保性突出：**欧美国家解决大气污染之疾的途径为“产业结构升级及能源结构优化”，最关键路径为提高清洁能源利用比例（如提高天然气、太阳能风能占比）。化石燃料中，天然气最为清洁（燃烧污染物最少）、价格低廉（同等热值的天然气价格不到石油40%），国内储量较为丰富（相对石油而言）。

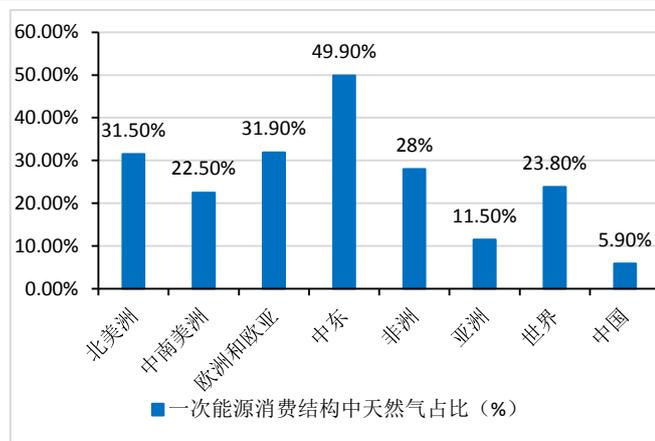
图21：一次能源的优劣势情况对比

能源类型	优点	缺点
煤	产热量大, 运输方便	燃烧引起空气污染, 开采困难
石油	产热量大, 运输方便	燃烧引起空气污染
太阳能	量大, 可利用时间长, 安全, 清洁, 无污染	分散, 受天气、黑夜等因素影响, 成本昂贵, 效率较低
风能	成本低, 安全, 清洁, 无污染. 适宜草原、海岛等应用其他能源不方便的地区	受天气、地理位置的影响, 不稳定, 风力发电机噪声较大, 易被强风吹坏
水能	可再生, 发电成本低, 不会产生污染, 发电稳定	影响流域生态平衡
地热能	成本低, 可再生	可用地热资源较少, 受地理条件限制
核能	能效高, 污染较小, 选址比较灵活	核辐射

资料来源: 百度, 新时代证券研究所

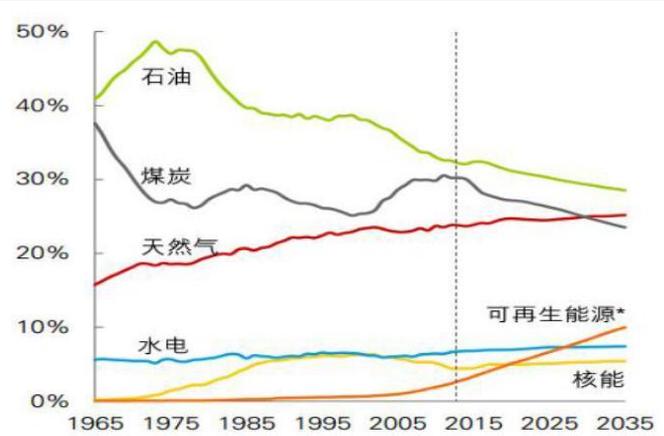
考虑到中国对石油依赖度日益提高, 而煤炭作为燃料的污染物排放较大, 未来中国能源消费结构中, 将更为倚重天然气。2016年, 国家能源局与国际天然气联盟(IGU)共同主办的“G20-天然气日”在天然气促进可持续发展方面达成共识, 认为是能源转型的推动者和催化剂, 是支持可持续发展的主力能源。

图22: 2015年, 中国天然气消费占比远低于世界平均



资料来源: 《BP世界能源展望》, 新时代证券研究所

图23: 世界平均天然气消费占比仍将逐步提升

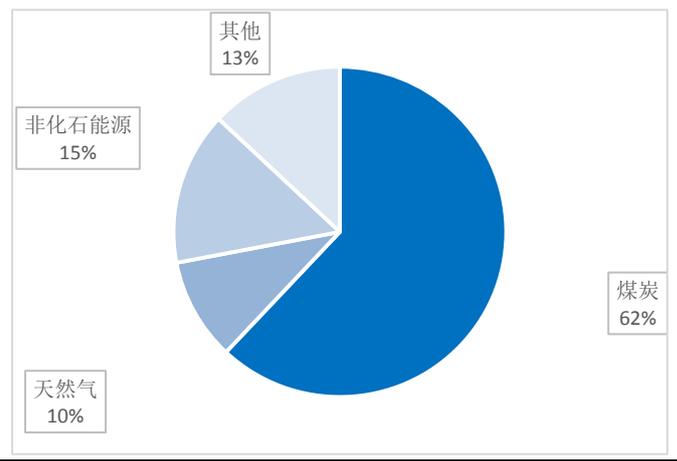
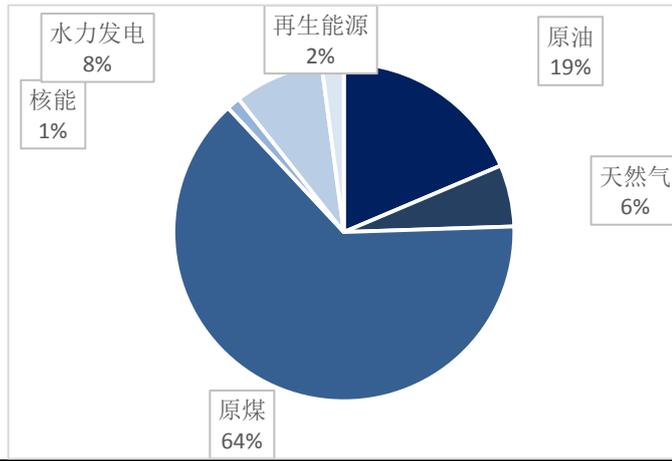


资料来源: 《BP世界能源展望》, 新时代证券研究所

**国内能源消费结构中, 天然气占比将提升:** 随着国内环境治理推进, 天然气消费占比有望提升。目前, 我国天然气应用仍处于相对初始阶段, 未来天然气消费占比有望大幅提升。能源消费结构而言: 1) 海内外对比: 2015年, 国内天然气消费占比仅为5.9%。而2016年, 天然气占世界一次能源的消费比重达到24.10%。发达国家如美国和日本, 其天然气使用比例分别占总体能源使用约27%、17%。2) 国内而言: 根据《天然气发展“十三五”规划》, 天然气占一次能源消费比例由2015年的5.9%提高至至2020年的8.3%-10%, 气化人口由2015年3.3亿人提高到2020年的4.7亿人。2017年6月, 国家发改委等又下发《加快推进天然气利用的意见》, 首次提出逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源, 到2030年, 力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到15%左右。

图24: 2015年, 中国天然气消费占比仅为5.9%

图25: 2020年, 中国天然气消费占比将提至10%以上



资料来源：《BP Statistical Review of World Energy June 2016》，新时代证券研究所

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

### 2.3、短期气荒影响有限，煤改气不改长期向好趋势

**2017年煤改气政策大力推进：**散煤燃烧（尤其是农村、城乡结合部以及城中村居民散煤燃烧）是中国大气污染治理一大难题。2017年2月发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，明确将京津冀“2+26”个大气污染传输通道内城市列为北方地区冬季清洁取暖规划首批实施范围。2017年5月发布《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》，明确试点示范期为三年，中央财政奖补资金标准根据城市规模分档确定，直辖市每年安排10亿元，省会城市每年安排7亿元，地级城市每年安排5亿元。2017年8月发布《京津冀2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》明确，2017年10月底前，“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤300万户以上。其中，北京市30万户、天津市29万户、河北省180万户、山西省39万户、山东省35万户、河南省42万户。

表4：近年来，北京地区煤改气政策汇总

时间	会议/文件	内容
2016年12月	《中央财经领导小组第14次会议》	总书记发表关于“推进北方地区冬季清洁取暖”讲话
2017年2月	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	明确将京津冀“2+26”个大气污染传输通道内城市列为北方地区冬季清洁取暖规划首批实施范围。全面加强城中村、城乡结合部和农村地区散煤治理，北京、天津、廊坊、保定市10月底前完成“禁煤区”建设任务，实现冬季清洁取暖。京津冀大气污染传输通道。其他城市于10月底前，每个城市完成5-10万户以气代煤或以电代煤工程。
2017年3月	《2017年政府工作报告》	总理指出，积极推进北方地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、以气代煤等300万户以上。
2017年5月	《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》	明确试点示范期为三年，中央财政奖补资金标准根据城市规模分档确定，直辖市每年安排10亿元，省会城市每年安排7亿元，地级城市每年安排5亿元。
2017年8月	《京津冀2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2017年10月底前，“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤300万户以上。其中，北京市30万户、天津市29万户、河北省180万户、山西省39万户、山东省35万户、河南省42万户。
2018年1月	《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》	到2019年，北方地区清洁取暖率达到50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤，下同）7400万吨。到2021年，北方地区清洁取暖率达到70%，替代散烧煤1.5亿吨。

时间	会议/文件	内容
	—2021)》	

资料来源：新时代证券研究所

**煤改气逐层加码，完成情况超政策目标：**煤改气政策落实方面，由于从中央到省级，再到地市级，各层级的煤改气目标层层加码，使得部分地区“煤改气”规模远超目标。以河北省为例，2017年共完成农村“煤改气”、“煤改电”253.7万户（其中“煤改气”231.8万户），远超年初制定的“煤改气”和“煤改电”180万户总目标，超额40%完成改造任务。

**2017年底北方爆发罕见气荒：**受供暖需求影响，冬季为天然气消费的传统高峰，2017年华北地区出现比往年更严峻的“气荒”，河北省在2017年11月28日拉响全省天然气供应橙色预警（Ⅱ级预警状态，天然气供需缺口达到10%-20%）。

“气荒”爆发原因主要来自供需失调压力：**1) 需求侧而言：**民用煤改气及工业煤改气的快速推进。2017年12月，全国日均用气量为8亿立方米（+20%），日均需求增加1.3亿立方米（其中，“2+26”城市农村煤改气及加上集中供暖锅炉改气的日均天然气需求增量4200万立方米，占新增需求的30%）。**2) 供给侧而言：**原定于2017年投运的中石化天津LNG接收站无法按计划投产，减少日供应能力2000-3000万立方米/日；中亚气相比合同计划供应量减少了4000万~5000万立方米/日，使得新投运的陕京四线无法发挥作用。二者使得京津冀地区每天的供应量减少约6000万立方米/天，导致北方地区天然气供应短缺。2017年12月环保部紧急发文，要求保障群众温暖过冬，允许燃煤取暖，缓解“气荒”问题。

我国天然气供应特点主要有：季节性失调、区域性失调及储气设施短缺。实际上，本次“气荒”另一关键在于调峰储气设施欠缺。根据国际经验，一旦天然气对外依存度达到和超过30%，地下储气库工作气量就需要超过消费量的12%，而且国家整体储气能力要达到一定规模。但中国地下储气库建设严重滞后，有效工作气量仅占天然气表观消费量3%左右，难以满足季节调峰需求。

**“气荒”出现也引发对煤改气政策推行过快的隐忧，但煤改气长期向好趋势不改。**根据澎湃新闻报道，2018年1月，河北省发改委下发文件“除2017年结转的农村煤改气任务外，2018年原则上不再新增农村煤改气和燃煤锅炉改气”。该文件同时称，待2019年鄂安沧管线、2020年中俄东线国家主干输气管网投运，有新增气源后，再考虑实施新的煤改气工程。随后，市场对该份文件内容（尤其是18年河北不再新增煤改气部分）出现过度解读，担忧“煤改气政策”的大方向。为此，环保部发言人刘友宾表示，“新闻里说的‘2018年原则上不再新增农村煤改气和燃煤锅炉改气’，可能是个人表态行为”，仍将继续推进煤改气工作。

《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021）》称，中国地下储气库建设严重滞后，有效工作气量仅占天然气表观消费量3%左右，难以满足季节调峰需求。LNG接收站储罐均是正常运营储罐，可供调峰使用的容量很小。干线管道管存气只有在应急状况下可动用，不具备调峰能力。而目前华北地区天然气季节峰谷比已达到3.5，加大清洁取暖“煤改气”力度将进一步增加冬季用气峰值天然气保供难度大。该规划提出，到2021年，六省市需具备的城市应急储气量分别为：北京1.7亿立方米、天津1.2亿立方米、河北2.1亿立方米、山东2.3亿立方米、河南1.6亿立方米、山西1.4亿立方米。

**北方清洁取暖率提升空间巨大，煤改气长期受益：**根据2017年12月发布的《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年）》，2016年底，我国北方地区城乡建筑取暖总面积约206亿平方米，但北方地区清洁取暖比例低（占总取暖面积约34%）。

用能结构而言，北方地区取暖使用能源以燃煤为主，燃煤取暖面积约占总取暖面积的 83%，天然气、电、地热能、生物质能、太阳能、工业余热等合计约占 17%。取暖用煤年消耗约 4 亿吨标煤，其中散烧煤（含低效小锅炉用煤）约 2 亿吨标煤，主要分布在农村地区。根据规划，到 2019 年，北方地区清洁取暖率要达到 50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400 万吨。到 2021 年，北方地区清洁取暖率达到 70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5 亿吨。

**表5：北方地区，清洁取暖率的量化目标情况**

标题	2019 年目标	2021 年目标
总体目标	北方地区清洁取暖率达到 50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400 万吨。	北方地区清洁取暖率达到 70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5 亿吨。供热系统平均综合能耗降低至 15 千克标煤/平方米以下
“2+26”重点城市发展目标	清洁取暖率要达到 90%以上，县城和城乡结合部（含中心镇）达到 70%以上，农村地区达到 40%以上。	城市城区全部实现清洁取暖，35 蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除；县城和城乡结合部清洁取暖率达到 80%以上，20 蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除；农村地区清洁取暖率 60%以上。
城市城区	清洁取暖率达到 60%以上	清洁取暖率达到 80%以上，20 蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除。新建建筑全部实现清洁取暖。
其它地区发展目标	县城和城乡结合部 清洁取暖率达到 50%以上	清洁取暖率达到 70%以上，10 蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除。
农村地区	清洁取暖率达到 20%以上；	2021 年，清洁取暖率达到 40%以上。

资料来源：北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年），新时代证券研究所

2016 年底，我国北方地区天然气供暖面积约 22 亿平方米，北方六省市天然气取暖面积约 14 亿平方米，“2+26”重点城市天然气取暖面积共约 12.4 亿平方米（城市 11.8 亿平米、农村 0.6 亿平米）。天然气取暖方式主要包括四种：燃气热电联产、燃气锅炉房、分户式燃气壁挂炉和天然气分布式能源。

**表6：北方地区，冬季各类清洁取暖的规划情况（2017-2021 年）**

标题	标题	标题	2016 年底北方供暖面积(亿平方米)	2016 年占总取暖面积比例 (%)	2021 年北方供暖面积目标 (亿平方米)	2021 年占总取暖面积比例 (%)
天然气供暖	燃气热电联产、天然气分布式能源、燃气效率较高、基本不排放烟尘和二氧化硫	燃气锅炉、分户式壁挂炉	22	11%	22+18 (新增)	14.11%
电供暖	蓄热式电锅炉	布置和运行灵活，有利于提高电能占终端能源消费的比重。	4	2%	15	5.29%
清洁燃煤集中供暖	燃煤热电联产、大型燃煤锅炉供暖	环保排放要求高，成本优势大	35	17%	110 (超低排放热电联产 80、超低排放锅炉房 30)	38.79%
地热供暖			5	2.5%	10 (浅层 5、中深层 5)	3.53%
生物质能清洁供暖			2	1%	21	7.41%
太阳能			—	—	0.5	0.18%

标题	标题	标题	2016 年底北方 供暖面积(亿平 方米)	2016 年占总取暖 面积比例 (%)	2021 年北方供暖 面积目标(亿平 方)	2021 年占总取暖 面积比例 (%)
供暖						
工业余 热供暖			1	0.5%	2	0.71%
清洁供 暖面积 合计			69	34%	198.5	70.00%
供暖面 积合计			206		283.57	
清洁供 暖占比 (%)			33.50%		70%	

资料来源：北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年），其中 2021 年总供暖面积 283.57 万平方米为（清洁供暖面积 198.5 除以清洁供暖率 70%），新时代证券研究所

**2018-2021 年北方煤改气工程壁挂炉潜在市场高达 1751.53 万台：根据《规划》，“2+26”城市 2017-2021 年累计新增天然气供暖面积 18 亿平方米，新增用气 230 亿立方米。**其中，燃气热电联产新建/改造规模 1100 万千瓦，新增用气 75 亿立方米；燃气锅炉新建/改造 5 万蒸吨，新增用气 56 亿立方米；“煤改气”壁挂炉用户增加 1200 万户，新增用气 90 亿立方米；天然气分布式能源增加 120 万千瓦，新增用气 9 亿立方米。新增清洁取暖“煤改气”需求主要集中在城镇地区，新增 146 亿立方米，占比 63%；农村地区新增 85 亿立方米，占比 37%。**如果假设 2017-2021 年北方各地区天然气供暖面积增加比例与“2+26 城市”相同，且四类天然气供暖占比亦与 2+26 城市相同，则 2017-2021 年北方地区新增分户式燃气壁挂炉在 2129.03 万户。**根据中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会数据，2017 年，用于“煤改气”工程的壁挂炉（燃气采暖热水炉）销量为 377.5 万台。因此，2018-2021 年北方地区煤改气工程壁挂炉潜在市场仍高达 1751.53 万台（2129.03-377.5）。

**表7： 2017-2021 年，北方各区域天然气取暖方式的增量情况预测**

天然气取暖方式	2+26 城市新增	北方六省市新增	北方地区新增
燃气热电联产（万千瓦）	1100	1241.94	1951.61
燃气锅炉房（万蒸吨）	5	5.65	8.87
分户式燃气壁挂炉（万户）	1200	1354.84	2129.03（=1200*22/12.4）
天然气分布式能源（万千瓦）	120	135.48	212.90

资料来源：北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年），假设 2017-2021 年北方各地区天然气供暖面积增加比例与 2+26 城市相同（18/12.4），且四类天然气供暖占比亦与 2+26 城市相同，新时代证券研究所

### 3、受益于煤改气大力推进，迪森 C 端产品与服务爆发

燃气壁挂炉行业，迪森“小松鼠”为代表的全国性主流品牌。随着居民收入水平增加、城镇化进程推进，我国居民对于舒适家居的认知程度逐步提升、需求日渐增长；同时，国家启动“供给侧改革”，“扩内需促消费”政策不断深化。上述各项外部有利因素为我国壁挂炉产品构建了良好的市场环境。在市场需求方面，按照目前我国采暖用品市场需求的总量以及天然气发展情况来看，壁挂炉在我国城镇居民家庭中的普及率仍有良好的增长空间。从长期来看，北方的置换市场以及辅助供暖

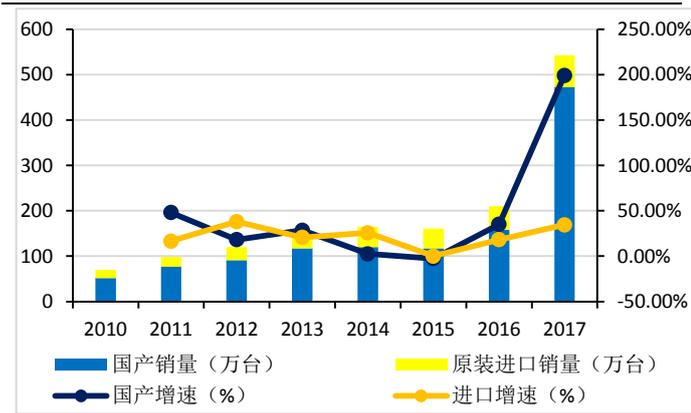
市场，南方的明装市场及新兴的供暖市场，将成为行业未来发展有力的增长点。

### 3.1、煤改气大力推进，大型国产壁挂炉品牌最为受益

**煤改气大力推进，壁挂炉市场爆发式增长：**壁挂炉（燃气壁挂炉或燃气采暖热水炉）依靠天然气来提供热水，是种个性化的家庭独立采暖热输出设备，同时具备供暖及供热水功能。根据中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会统计：1）在国内消费升级背景下，2010-2016年，中国燃气采暖热水炉总销量从70万台增加到210万台，年复合增长率高达20.09%；2）2017年，随着北方居民采暖煤改气大力推进，燃气采暖热水炉销量呈现爆发式增长，年销量高达542.6万台（同比+158.38%）。但根据佰世越数据，2017年中国燃气壁挂炉销量450.8万台（同比+170.51%）。

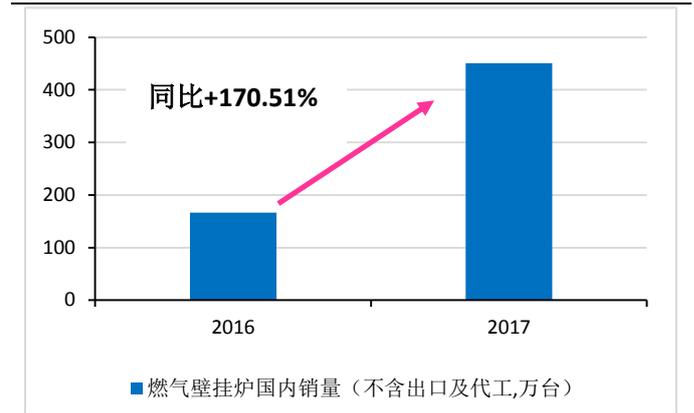
“中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会”与佰世越存在统计方法及口径差异，佰世越统计数据中不包括“出口及代工量”，而2017年代工量（进口品牌在国内生产的销量）为45.4万，因此我们认为“中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会”数据更能反映国内壁挂炉的销售情况。

图26： 2010-2017年，中国燃气采暖热水炉销量



资料来源：中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会（各年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告，其中2017年共调查了行业内150余家企业，整机企业107家，零部件生产企业50余家），新时代证券研究所

图27： 2016-2017年，中国燃气壁挂炉销量情况



资料来源：佰世越（不含出口及代工），新时代证券研究所

2017年底，已有228家企业获得燃气采暖热水炉生产许可证，生产基地主要集中在广东（102家，数量占比44.7%）。2017年，受“煤改气”政策利好刺激，燃气采暖热水炉生产企业数量大幅增加，广东、河北、山东地区分别新增燃气采暖热水炉生产企业37家、24家、16家。且燃气采暖热水炉的各类零部件生产企业数也呈现翻倍增长态势。

图28： 2017年，燃气采暖热水炉生产企业的区域分布

图29： 2017年，燃气采暖热水炉生产企业数量大增

地域	企业数量/家	占比	地域	企业数量/家	占比
广东	102	44.7%	吉林	2	0.9%
河北	38	16.7%	四川	2	0.9%
山东	26	11.4%	重庆	1	0.4%
浙江	16	7.0%	湖南	1	0.4%
江苏	11	4.8%	宁夏	1	0.4%
上海	10	4.4%	安徽	1	0.4%
河南	4	1.8%	北京	1	0.4%
天津	3	1.3%	青海	1	0.4%
山西	2	0.9%	湖北	1	0.4%
陕西	2	0.9%	甘肃	1	0.4%
辽宁	2	0.9%			

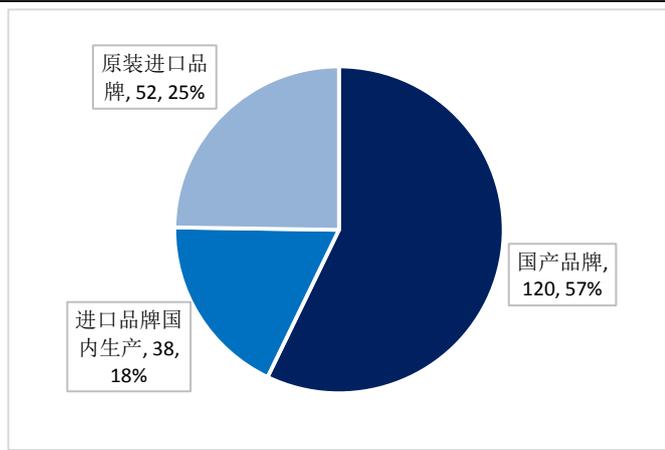
资料来源:中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会(2017年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告),新时代证券研究所



资料来源:中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会(2017年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告),新时代证券研究所

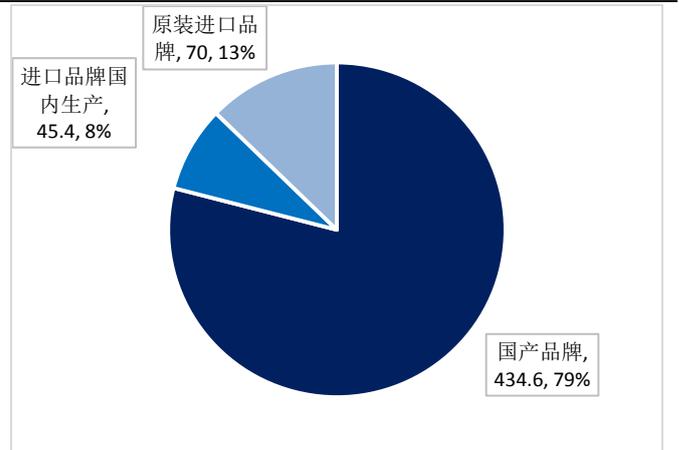
**国产品牌大幅受益于煤改气政策推进:** 由于外资品牌受各方面限制无法深入参与煤改气工程竞争。而国产燃气采暖热水炉品牌对政策敏感度更高,适应性强,价格适宜,大幅受益煤改气政策的推进。根据中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会,2017年中国市场燃气采暖热水炉总销量为550万台。其中,国产品牌国内销量为434.6万台(同比+262%,占比由57%提升至79.0%),进口品牌在国内生产的销量为45.4万台(同比+19.5%,占比从18%下降至8.3%),原装进口品牌的销量为70万台(同比+34.6%,占比从25%下降至13%)。

图30: 2016年,中国市场燃气采暖热水炉销量中,国产品牌占比57%



资料来源:中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会(2016年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告),新时代证券研究所

图31: 2017年,中国市场燃气采暖热水炉销量中,国产品牌占比79%

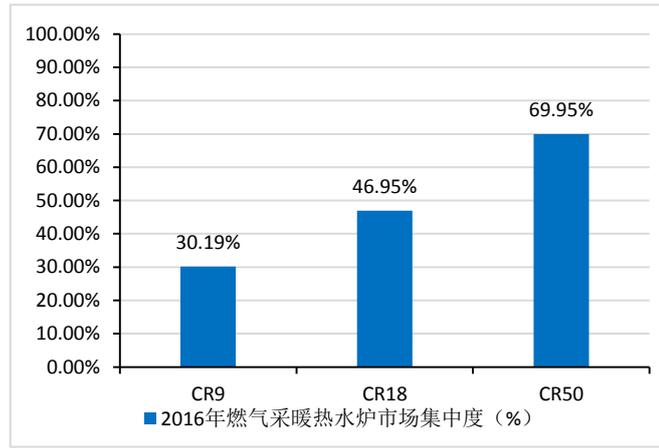


资料来源:中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会(2017年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告),新时代证券研究所

**大型燃气采暖热水炉企业更加受益煤改气政策,市场集中度提高明显:** 2016年,中国市场燃气采暖热水炉市场中,以销量计算的CR9、CR18分别为30.19%、46.95%。2017年:1)年销量超过20万台的企业有6家,合计销量为225.1万台,CR6占全年总销量的40.9%;2)年销量超过10万台的企业有13家,合计销量为331.8万台,CR13占全年总销量的60.3%。

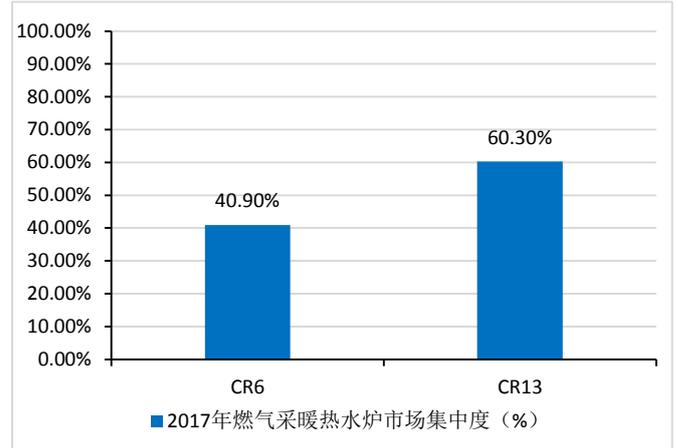
以2017年迪森股份为例,壁挂炉招标方面,政府和燃气公司招标比例约为3:7。燃气公司招标的部分又分成大城燃占70%,小城燃气占30%。大城燃主要为中国燃气、华润等跨区域燃气公司,集中了中国有一半的“煤改气”市场。大城燃采购壁挂炉时,同时看重壁挂炉品牌质量及价格,因此价格适宜且品质保障的国内大型燃气采暖热水炉企业更易获得其订单,市场集中度明显提高。

图32: 2016年, 中国市场燃气采暖热水炉市场集中度



资料来源: 中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会(2016年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告), 新时代证券研究所

图33: 2017年, 中国市场燃气采暖热水炉市场集中度



资料来源: 中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会(2017年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告), 新时代证券研究所

**国内品牌基本占据普通壁挂炉市场, 高端冷凝式壁挂炉市场由国内外品牌平分秋色:** 壁挂炉可分为普通壁挂炉及冷凝式壁挂炉。冷凝式壁挂炉为壁挂炉中的高端产品, 采用冷凝技术, 可将烟气中余热回收利用, 热效率可大于 100%, 能耗低, 环保指标好, 且使用寿命长 (高达 20 年以上), 但单价较高 (常在 1 万以上)。因此, 国内壁挂炉用户大多采用普通壁挂炉。

表8: 普通壁挂炉与冷凝式壁挂炉的产品区别

类型	原理	寿命	单价	热效率	应用
普通壁挂炉	普通燃烧技术, 在比例调节燃烧器 (燃气量可调、进风量不可调) 作用下工作的。	主要材质多为铜加铝翅片, 使用寿命在 10-15 年	1000-500 元	满负荷时热效率~90%; 负荷较小时热效率~85%。	国内壁挂炉用户大多采用
冷凝式壁挂炉	采用的冷凝技术, 可将烟气中余热回收利用, 其燃烧方式为全预混比例调节。	燃烧室由不锈钢或硅铝合金材料制造, 抗酸性腐蚀, 使用寿命高达 20 年以上	1 万-1.5 万	烟气中水蒸气潜热可利用, 热效率可大于 100%, 最高可达 109%。能耗较低, 环保指标好	适用于散热器、水地暖系统、风机盘管等采暖系统。

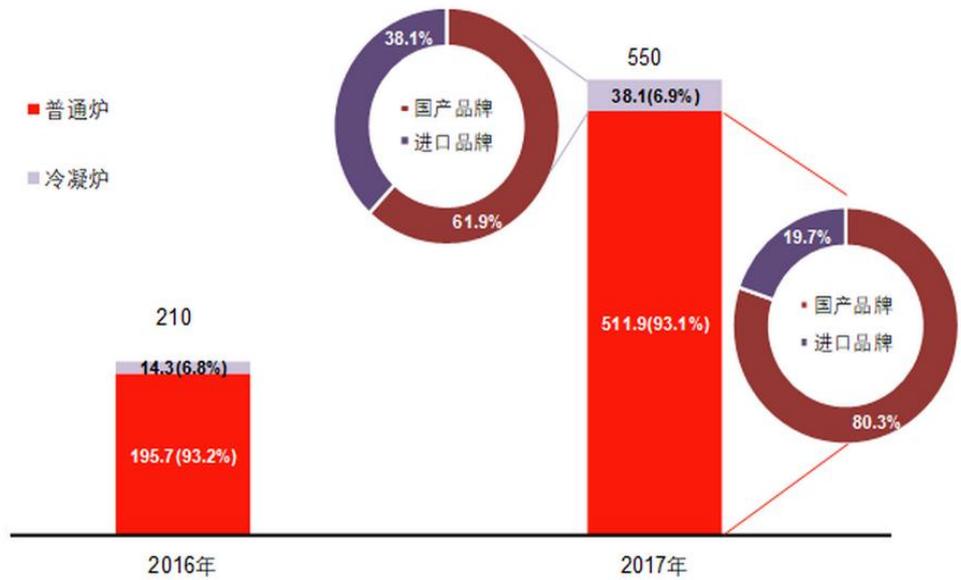
资料来源: 百度百科 (冷凝式壁挂炉), 新时代证券研究所

2017 年非冷凝式燃气采暖热水炉 (普通炉) 销量为 511.9 万台 (同比+162%), 占全年总销量比例高达 93.1%。其中, 国产品牌普通炉销量为 410.9 万台 (占比 80.3%), 进口品牌普通炉销量为 101.0 万台 (占比 19.7%), 价格低廉的中低端普通壁挂炉市场基本被国内品牌占据。

2017 年, 冷凝式燃气采暖热水炉 (冷凝炉) 销量为 38.1 万台 (同比+166%), 但占总销量仅为 6.9%。其中, 国产品牌冷凝炉销量为 23.6 万台 (占比 61.9%), 进口品牌冷凝炉销量为 14.5 万台 (占比 38.1%)。高端冷凝式壁挂炉市场中, 国内外品牌大致平分秋色。随着产品升级、消费升级、消费者认知提升, 我们判断, 更节能更环保的冷凝炉将成为未来市场增长点。

图34: 2017年, 普通壁挂炉与冷凝式壁挂炉销量情况

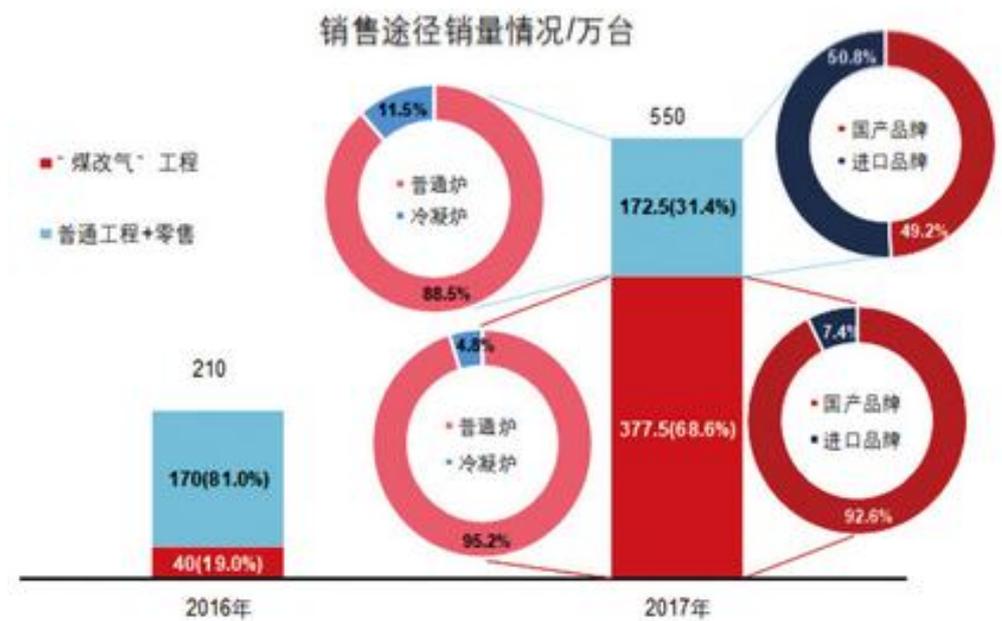
冷凝炉与普通炉销量情况/万台



资料来源：中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会（2017年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告），新时代证券研究所

**煤改气工程基本采用国产品牌及普通炉：**2017年，用于“煤改气”工程的燃气采暖热水炉销量为377.5万台（销量占比68.6%），比2016年（煤改气工程用销量40万台）增长了8倍多，成为驱动燃气采暖热水炉的中坚力量。2017年煤改气工程量中，普通炉销量为359.3万台（占比95.2%），国产品牌销量为349.7万台（占比92.6%），煤改气工程基本采用国产品牌及普通炉。

图35：2017年，燃气采暖热水炉销售渠道分析



资料来源：中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会（2017年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告，由于“煤改气”工程实际施工过程中存在部分燃气采暖热水炉已购买未安装或管道工程已完工但未装燃气采暖炉等情况，缺少一部分中间渠道和地方库存等数据），新时代证券研

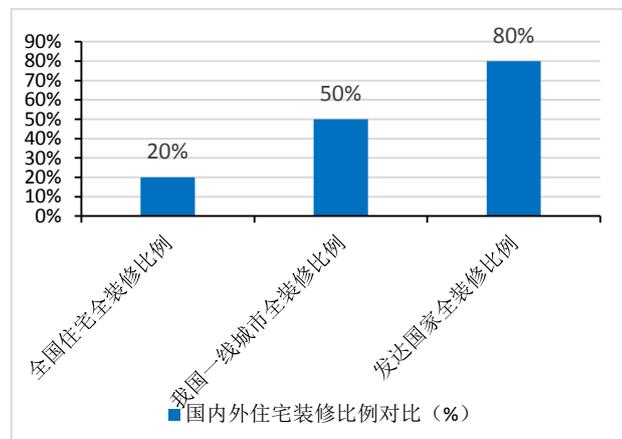
究所

**壁挂炉的普通工程及零售市场将充分释放：**2017年“普通工程+零售”市场全年总销量为172.5万台（占总销量比例31.4%），与2016年（170万台）基本持平。其中，普通炉销量为152.6万台（占“普通工程+零售”市场的88.5%）。“普通工程+零售”市场中，国产品牌销量为84.9万台（占比49.2%），进口品牌销量为87.6万台（占比50.8%）。

- ✓ **普通工程市场：**精装房政策对普通工程市场影响较大。目前，全国房地产行业精装房占总售房~20%，北上广深等一线城市全装修比例~50%。而国外发达国家精装房比例普遍在80%以上。中国精装产业联盟秘书长陈忠莉曾根据各地精装修政策预测，到2020年精装修比例将达到80%以上，5年内将彻底消灭毛坯房。而配套采暖占比也将从现在35%增加至60%，普通工程市场壁挂炉存在翻倍空间。
- ✓ **零售市场：**随着国内居民可支配收入增加，消费升级并追求生活品质，零售市场（非精装房的老房或毛坯改造）也正稳步上升。此前不供暖的南方地区，采用壁挂炉取暖成为新兴潮流。

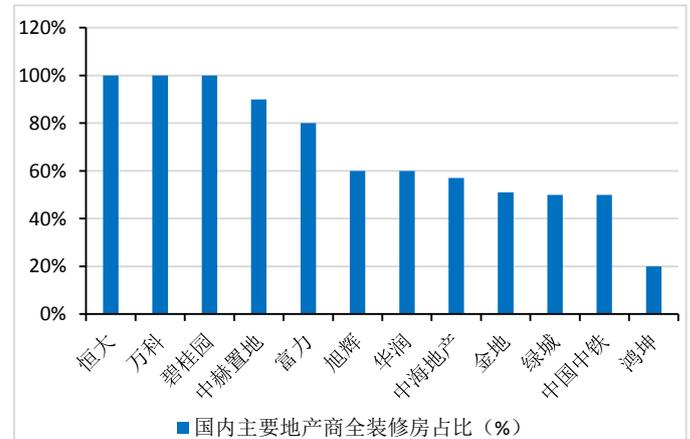
从过去7-8年来看，普通工程及零售市场的壁挂炉为25-30%之间。2017年，受房地产调控等政策影响，壁挂炉零售一二级市场虽有轻微下滑，但三四级市场实则大量增长。根据佰世越数据，2017年壁挂炉内销零售市场增速高达57%。并预计未来几年零售市场还将大幅增长。零售市场将成为壁挂炉厂商的发展方向。

图36： 国内外住宅装修比例对比情况



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图37： 2017年，中国市场燃气采暖热水炉市场集中度



资料来源：中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会（2017年度燃气采暖热水炉产品市场统计公告），新时代证券研究所

### 3.2、 迪森壁挂炉产能提前布局，产能利用率远未饱和

C端产品与服务方面，迪森股份打造“劳力特”品牌，提供舒适家居服务。即针对家庭消费终端，以家用壁挂炉（及多能源冷暖系统、新风系统、净水系统等）为依托，致力于为小型商业与家庭终端用户提供热水、暖、新风、净水等舒适、智能的室内健康环境全系统解决方案。公司拥有家用壁挂炉知名品牌“小松鼠”，是最早获得欧洲CE产品认证的品牌，为超过150万个家庭提供热水、供暖解决方案，被行业及用户推崇为“国产壁挂炉第一品牌”

公司C端产品与服务业务由全资子公司迪森家居承担。迪森家居成立于2000

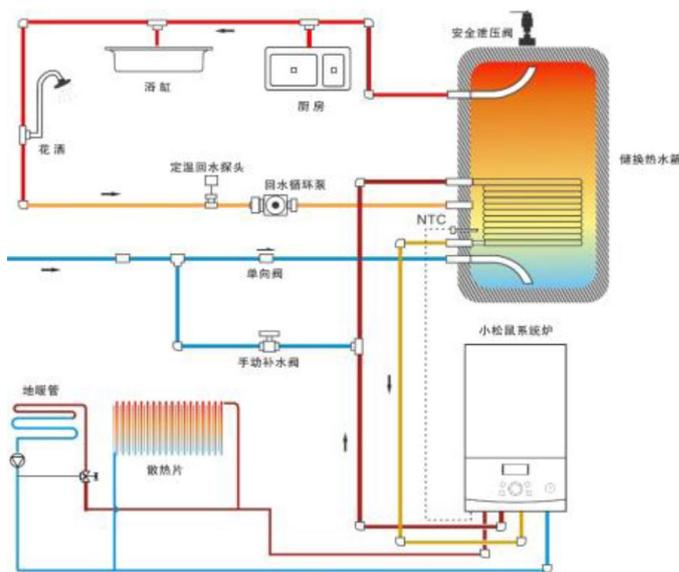
年，是国内壁挂炉行业的开创者，国家强制标准的主要编制者。迪森家居高起点引进欧洲最先进的自动化生产流水线及检测设备，目前拥有 A、B、C 共 3 条壁挂炉自动化生产线，年生产能力达 90 万台。公司壁挂炉产能提前布局，以 2017 年出货量 50 万台估计，产能利用率远未达到饱和，随着煤改气工程爆发，公司将深刻受益壁挂炉行业快速发展。

图38: “小松鼠”壁挂炉实物图



资料来源：2017 年中报，新时代证券研究所

图39: “小松鼠”壁挂炉产品应用示意图



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

### 3.3、迪森小松鼠壁挂炉竞争实力突出

小松鼠壁挂炉拥有显著的名牌、品质、渠道及服务优势，竞争实力较强，市场占有率稳步提高：

- ✓ **技术及品牌优势：**迪森家居是国内壁挂炉行业的开创者，国家强制标准的主要编制者。自成立至今，迪森家居作为主导者和主要参与者编写了目前国内与壁挂炉行业相关的所有 19 项国家及行业标准，构建了国内壁挂炉行业包括产品、安全、能效、检测、安装、售后以及核心零部件等在内的标准体系，使行业告别了“无标”生产的时代，全面进入标准化、规范化发展阶段。迪森家居旗下“小松鼠”品牌壁挂炉系列产品，是行业知名品牌，也是最早获得欧洲 CE 产品认证的品牌。2013 年，“小松鼠”壁挂炉被中国土木工程学会燃气分会燃气供热专业委员会评为“燃气壁挂炉十大品牌”，国产品牌第一名。2016 年，迪森家居在“第三届中国品牌评价暨中国五星品牌论坛”上荣获最高等级“五星品牌”认证，是行业首家且唯一一家获此殊荣的企业。
- ✓ **品质优势：**迪森家居建立了“全价值链质量控制系统”，保证产品质量可控制、可追溯，实现闭环管理：**1) 质量把控严格：**每一台下线产品都必须经过燃气系统密封性、热效率等 31 项 OQC 出货检测，远高于高标要求；**2) 安全性突出：**“小松鼠”壁挂炉系列产品具有 36 种安全保护，为壁挂炉的正常、安全运行提供有效保证；**3) 节能环保优势明显：**“小松鼠”壁挂炉节能系列产品还运用独有的节能技术，节能效率可达 30% 以上，产品尾部排放指标优于国家标准要求；**4) 用户体验效果好：**产品运用行业领先的超静音技术和快速舒适稳定热水技术，为用户提供良好的使用体验。



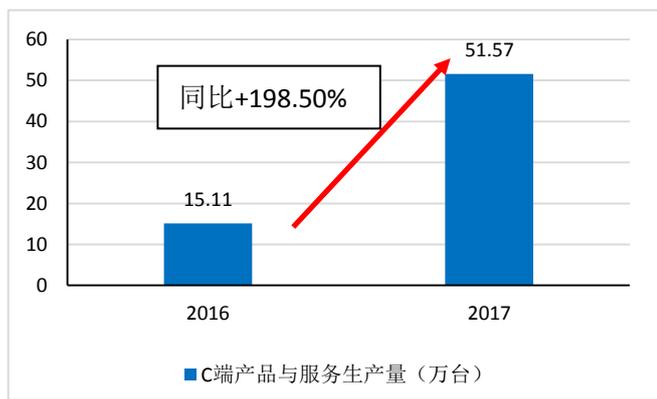


资料来源：2017 年中报，新时代证券研究所

### 3.4、受益于煤改气大力推进，迪森壁挂炉销量爆发式增长

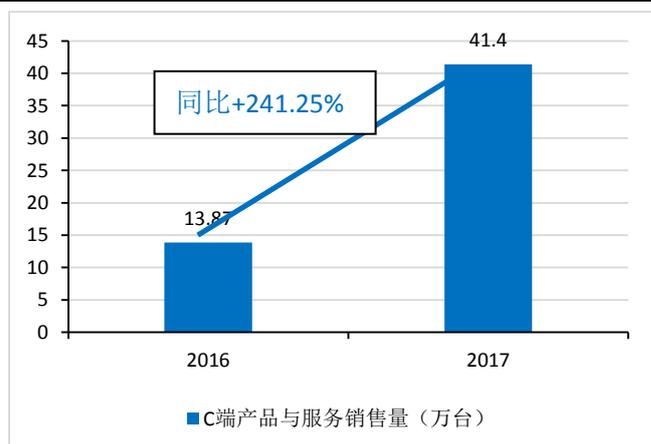
**受益于煤改气大力推进，迪森壁挂炉销量爆发式增长：**迪森家居引进欧洲最先进的自动化生产流水线及检测设备，目前拥有 A、B、C 共 3 条壁挂炉自动化生产线，年生产能力达 90 万台，旗下“小松鼠”牌家用壁挂炉连续多年国内销量领先。受益于北方煤改气市场爆发，根据佰世越数据，2017 年中国燃气壁挂炉销量 450.8 万台(同比+170.51%)。2017 年度，迪森股份全年壁挂炉出货量超过 50 万台，销量超过 40 万台，增速均超过 200%。公司壁挂炉产品优势显著，获得政府及城市燃气客户的广泛认可，壁挂炉产品增速远超过同期壁挂炉市场增速。

图45： 2017 年，迪森股份 C 端产品与服务生产量增速



资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

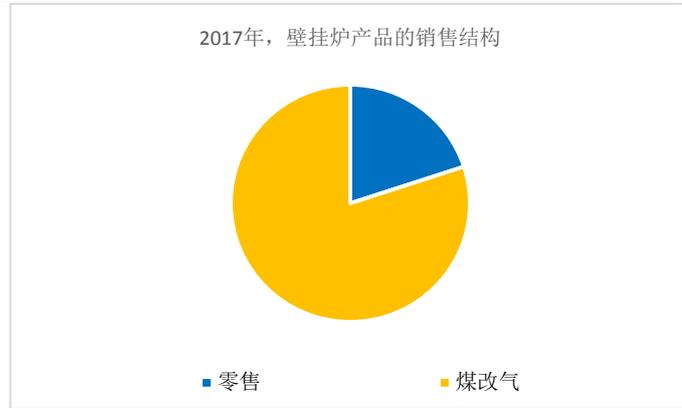
图46： 2017 年，迪森股份 C 端产品与服务销售量增速



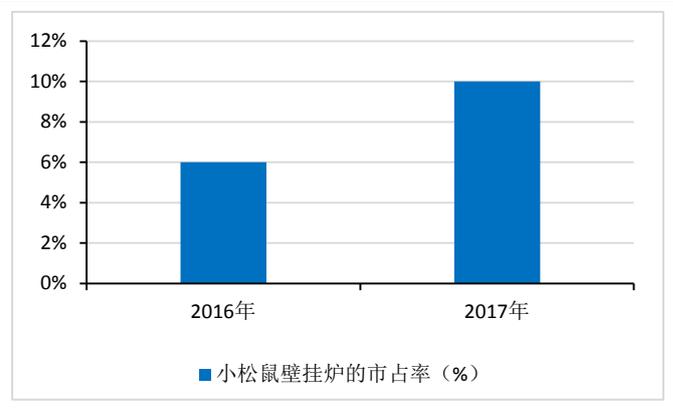
资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

**小松鼠壁挂炉市占率稳步提升：**分季节性而言，壁挂炉第二、第三季度是“煤改气”的高峰（煤改气施工集中在夏秋季节），四季度的零售市场需求旺盛。2017 年迪森股份实际发货量在 50 万台左右（其中零售市场~10 万台）。2016 年公司市占率在~6%，根据佰世越数据。2017 年全国燃气壁挂炉销量为 450.8 万台，据此推算公司 2017 年壁挂炉市占率超过 10%，迪森在煤改气工程及零售市场的市占率均提升。随着消费者对壁挂炉产品的品牌、品质了解深入，预计迪森小松鼠壁挂炉市占率将持续提升。2018 年，预计壁挂炉市场销售量增速在 20-30%之间。假设迪森小

松鼠壁挂炉维持当前市占率不变，2018 年小松鼠壁挂炉发货量有望达到 60 万台（“煤改气”工程 40 万台、零售渠道 20 万台）。以每台壁挂炉盈利 400 元估算，2018 年壁挂炉销售毛利有望接近 2.5 亿。此外，2018 年，迪森家居市场重点会在天津、山东、山西、河南等地（天津和山西会占到 40%-50%），受河北煤改气工程放缓的影响比预期中要小。

**图47: 迪森股份壁挂炉产品的销售结构估计**


资料来源：草根调研（2018.2.1，出席人董秘黄博），新时代证券研究所

**图48: 迪森股份壁挂炉市占率估计**


资料来源：草根调研（2018.2.1，出席人董秘黄博），新时代证券研究所

随着煤改气工程推进、支线管网的网络化建设、及燃气利用率提升，燃气壁挂炉作为生活必需品的基本条件已经具备，行业迎来黄金发展期。首期中央财政补贴政策指向未来三年，因此，预计未来 3-5 年，国内壁挂炉市场将保持较高的景气度，“小松鼠”壁挂炉作为国产壁挂炉的领先企业，将积极参与“煤改气”市场，公司 C 端壁挂炉业务有望迎来爆发式增长。

## 4、天然气迎来黄金时期，迪森 B 端业务充分受益

### 4.1、天然气迎来黄金发展时期，B 端业务充分受益

**天然气迎来黄金发展时期，B 端业务充分受益：**根据《天然气发展“十三五”规划》，天然气占一次能源消费比例由 2015 的 5.9% 提高至 2020 年的 8.3%-10%，气化人口由 2015 年 3.3 亿人提高到 2020 年的 4.7 亿人。随着天然气供应瓶颈缓解及天然气价格改革推进，天然气行业迎来发展黄金时期，公司全面布局的天然气下游产业链将充分受益。

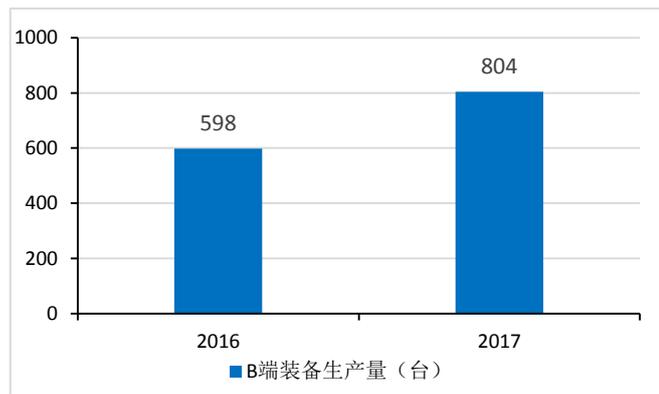
迪森股份 B 端业务包括：**1) B 端装备产品：**产品序列 100 千瓦以上的燃气锅炉；**2) B 端运营：**利用天然气等清洁能源，通过供热、热电联产、热冷电三联供、分布式能源等系统技术解决方案，包括 BOT、BOO 等模式。随着天然气利用率提升及煤改气推进，工商业用户面临燃煤锅炉改燃气锅炉及普通燃气锅炉改低氮冷凝锅炉的选择，长期利好公司 B 端装备业务。能源第三方运营服务企业的专业化程度高、服务全面周到、成本效应明显。随着企业客户对能源第三方服务认识深入及燃气利用率提升，公司 B 端运营业务将稳步提升。

### 4.2、燃煤锅炉升级改造持续推进，B 端装备迎来爆发

**燃煤锅炉升级改造持续推进，B 端装备迎来爆发：**迪森股份的 B 端装备业务由全资子公司迪森设备承担。迪森设备是行业领先的燃气锅炉制造商，拥有 20 多年的燃气锅炉的研发和制造经验。迪森设备拥有国家质监局颁发的国家特种设备制

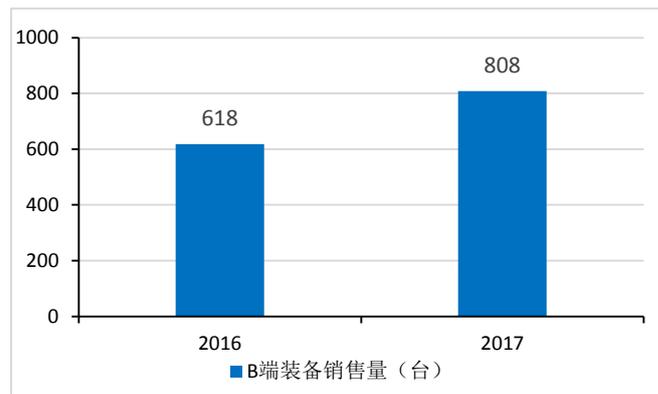
造许可证“A级锅炉”制造许可证资质，“迪森”牌燃气锅炉是行业内知名品牌，拥有8大产品系列，22个产品种类，能满足不同企业和用户的各种热能需求。迪森设备持续改进产品质量，迪森研发的新一代冷凝式锅炉，采用下置波形炉胆和较大的“湿背”回燃室、三回程湿背锅壳设计，NOx排放量低至30mg/m<sup>3</sup>以下，热效率可高达103%以上。2017年，受益于煤改气大力推进，公司B端装备业务订单量折算蒸吨数为2789蒸吨（同比增长56.94%），其中低氮和超低氮锅炉销售量占比约为40%（同比增长179%）。

图49: 2017年，迪森股份B端装备生产量



资料来源: 2017年年报, 新时代证券研究所

图50: 2017年，迪森股份B端装备销售量



资料来源: 2017年年报, 新时代证券研究所

根据《煤炭清洁高效利用行动计划(2015-2020年)》，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，基本完成天然气、热电联供、洁净优质煤炭产品等替代；现役低效、排放不达标锅炉基本淘汰或升级改造，高效锅炉达到50%以上。我们预计到2020年，锅炉改造市场迎来500亿以上市场规模，天然气锅炉及天然气运营市场空间巨大。

图51: 迪森股份部分“迪森”牌燃气锅炉



资料来源: 2017年中报, 新时代证券研究所

图52: 迪森股份的B端装备所获荣誉



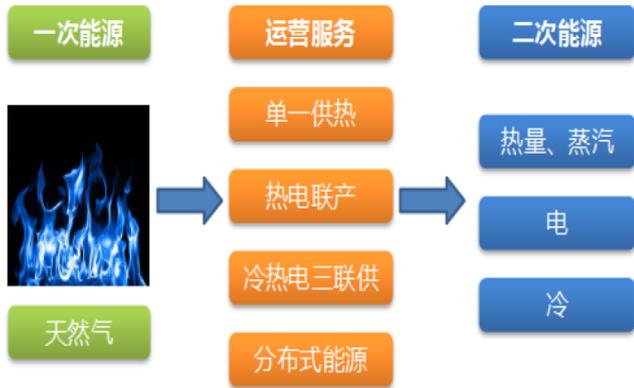
资料来源: 2017年中报, 新时代证券研究所

### 4.3、天然气分布能源及供热运营市场前景较好，B端运营业务稳步增长

**能源第三方运营由生物质燃料供热转向天然气运营:** 迪森在2008年开始向运营端拓展，早期主要做生物质燃料供热。2012年以来，在天然气利用率快速提升及“煤改气”背景下，公司将运营重心调整为天然气运营领域，以工业锅炉（及汽轮机、燃气轮机或燃气内燃机、冷水机组等核心设备）为依托，利用天然气等清洁能源，通过供热、热电联产、热冷电三联供、分布式能源等系统技术解决方案，为工业及商业用户提供热、冷、电等多种清洁能源产品与服务。目前，B端运营核心商业模式主要为BOT（建设-经营-转让）及BOO（建设-拥有-经营）。

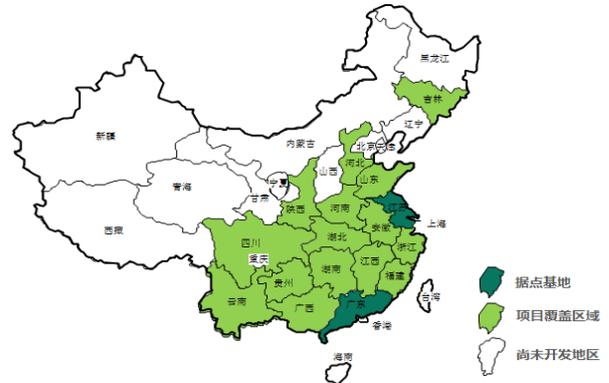
迪森作为专业的第三方能源运营服务商，为超过 200 家工商业用户提供系统的能源第三方运营服务。目前，公司的能源运营服务业务（含天然气、生物质、清洁煤项目）已覆盖全国 10 多个省市。

图53: 迪森股份能源综合服务模式示意图



资料来源：2017 年中报，新时代证券研究所

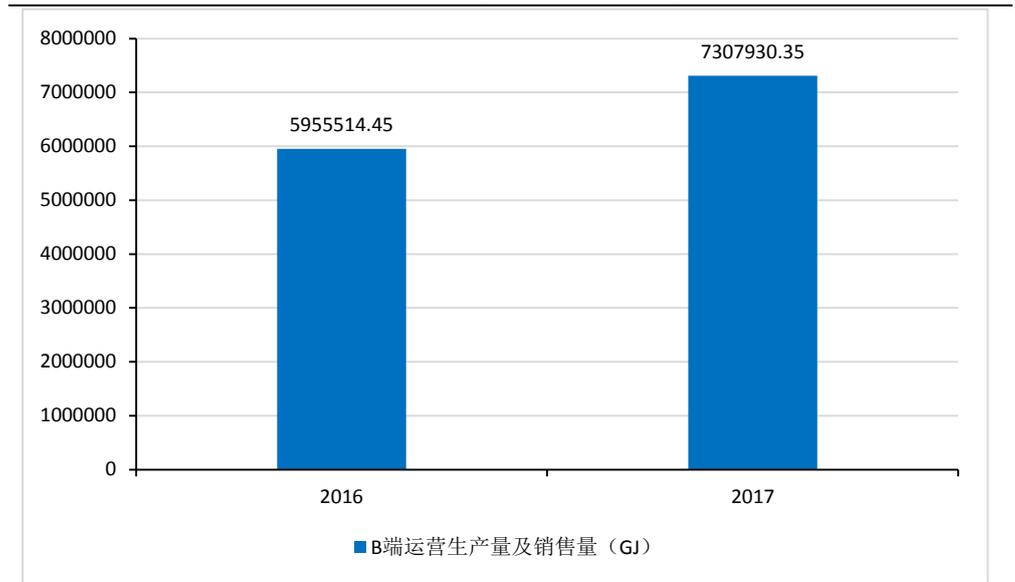
图54: 迪森股份 B 端运营业务覆盖省份图



资料来源：2017 年中报，新时代证券研究所

2017 年底，公司在运营 B 端运营项目 64 个，其中生物质供热运营项目 49 个，天然气项目 13 个，清洁煤项目 2 个。

图55: 2017 年，迪森股份 B 端运营生产量及销售情况



资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

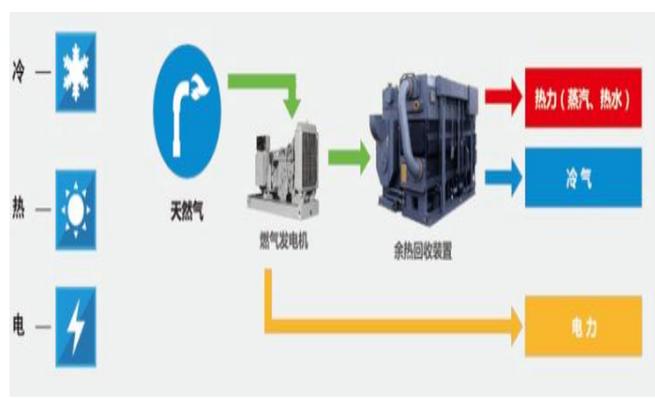
**天然气分布能源及供热运营市场前景较好：**公司将 B 端运营重心调整为天然气运营领域，尤其是天然气分布式能源业务、及天然气供热运营业务：

- ✓ **天然气分布式能源业务：**天然气分布式能源主要采用分布式燃气冷热电系统，利用燃气轮机和内燃机发电技术、余热回收技术、换热技术及制冷技术，能源站分布在负荷中心。分布式能源系统通过能量梯级利用，可将能源使用综合效率提高至 70% 以上，在能效提升、降低污染、满足用户多元化需求等优势明显。《天然气发展“十三五”规划》明确鼓励发展天然气分布式能源等高效利用项目。随着大气治理深化、天然气价格改革加快、电力体制改革深入，天然气分布式能源市场订单将进一步释放。**迪森自 2015 年快速切入到天然气分布式能源领域，目前装机规模上已处于行业前列：**2015 年 9 月，公司成功开发上海老港天然气分布式能源项目，进

入工业端天然气分布式能源领域；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，推动天然气分布式能源业务专业化、平台化发展；2016年6月，公司收购世纪新能源51%股权，切入到商业端天然气分布式能源领域。因此，随着煤改气政策的积极推进及气改和电改加速，分布式能源的经济性有望逐步得到体现，公司天然气分布式能源业务订单有望进一步释放。

- ✓ **天然气供热运营业务：**迪森通过在客户生产现场投资建设整套燃气锅炉设备及附属设施，使用管道天然气或LNG，为客户提供长期供热运营服务，并根据客户实际使用的热量结算运营服务费（即能源+设备+服务）。依托燃气锅炉装备优势及供热运营经验，2017年，迪森加大在天然气锅炉供热运营布局。2017年H1，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。

图56： 迪森股份典型的天然气分布式能源应用



资料来源：2017年中报，新时代证券研究所

图57： 迪森股份智慧能源运营示意图



资料来源：2017年中报，新时代证券研究所

## 5、核心假设

我们基于迪森股份基本面分析，对其C端产品与服务、B端运营、B端装备做出以下假设：

- ✓ **C端产品与服务：**由于煤改气快速推进，壁挂炉迎来黄金发展期。首期中央财政补贴政策指向未来三年，预计未来3-5年，国内壁挂炉市场将保持较高的景气度，假设2018-2020年迪森股份壁挂炉销量分别为60万台、78万台、97.5万台，公司壁挂炉营收与壁挂炉销量成正比。

表9： 迪森股份的壁挂炉销量及营收情况预测

项目	2017A	2018E	2019E	2020E
壁挂炉销量（万台）	41.40	60.00	78.00	97.50
壁挂炉营收（亿元）	9.29	13.46	17.50	21.88

资料来源：部分数据来自2017年年报，新时代证券研究所

- ✓ **B端运营：**天然气分布能源及天然气供热运营市场前景较好，业绩稳健。近年来，公司通过内生与外延并举，加快扩充B端运营业务。
- ✓ **B端装备：**根据《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）》，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，基本完成天然气、热电联供、洁净优质煤炭产品等替代。

迪森 B 端装备仍将快速发展。

**表10: 迪森股份各项业务的营收增速及毛利率预测**

业务	项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
清洁能源综合服务-C 端	营收 (亿元)	3.57	9.29	13.46	17.50	21.88
	增速 (%)		160.22%	44.93%	30.00%	25.00%
产品与服务	毛利率 (%)	41.16%	34.95%	30.95%	28.95%	26.95%
	运营					
清洁能源综合服务-B 端	营收 (亿元)	5.75	8.01	10.01	12.02	13.82
	增速 (%)	44.73%	39.30%	25.00%	20.00%	15.00%
装备	毛利率 (%)	31.20%	30.58%	28.58%	26.58%	24.58%
	运营					
其他主营业务	营收 (亿元)	1.01	1.48	1.85	2.22	2.55
	增速 (%)		46.53%	25.00%	20.00%	15.00%
合计	毛利率 (%)		26.00%	25.00%	24.00%	23.00%
	运营					
其他主营业务	营收 (亿元)	0.28	0.43	0.62	0.84	1.05
	增速 (%)		53.57%	45.00%	35.00%	25.00%
合计	毛利率 (%)		92.11%	62.11%	62.11%	32.11%
	运营					
合计	营收 (亿元)	10.61	19.21	25.95	32.58	39.30
	增速 (%)		81.06%	35.08%	25.55%	20.63%
合计	毛利率 (%)	42.92%	33.72%	34.77%	35.76%	34.69%
	运营					

资料来源: 部分数据来自 Wind 资讯, 新时代证券研究所

## 6、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.20、4.25、4.93 亿元, 对应 EPS 分别为 0.88、1.17 和 1.36 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 15.8、11.9 和 10.3 倍。公司短期强烈受益于煤改气工程快速推进。长期而言, 国内天然气消费占比较低 (2015 年约为 5.9%), 到 2030 年, 天然气在一次能源消费中占比有望提高到 15% 左右, 迪森 B 端及 C 端业务均位于天然气产业链下游, 深刻受益行业快速发展, 首次覆盖给予“推荐”评级。

## 7、风险提示

煤改气政策不及预期风险; 天然气消费占比提升不及预期风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1133	1554	1858	2145	3019	<b>营业收入</b>	<b>1061</b>	<b>1921</b>	<b>2595</b>	<b>3257</b>	<b>3930</b>
现金	545	485	735	604	1394	营业成本	683	1273	1692	2092	2566
应收账款	242	301	433	488	623	营业税金及附加	9	12	17	21	25
其他应收款	25	28	43	46	61	营业费用	93	118	159	200	241
预付账款	66	53	107	94	149	管理费用	118	143	193	242	292
存货	<b>106</b>	<b>334</b>	<b>251</b>	<b>472</b>	<b>414</b>	财务费用	7	29	22	23	14
其他流动资产	150	354	289	441	378	资产减值损失	6	45	61	77	93
<b>非流动资产</b>	1483	1816	2170	2444	2673	公允价值变动收益	1	-1	-0	-0	-0
长期投资	8	17	17	17	17	投资净收益	5	4	2	2	2
固定资产	508	629	1086	1422	1690	<b>营业利润</b>	<b>150</b>	<b>319</b>	<b>452</b>	<b>604</b>	<b>700</b>
无形资产	54	69	75	81	89	营业外收入	<b>19</b>	<b>2</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
其他非流动资产	<b>914</b>	<b>1101</b>	<b>992</b>	<b>923</b>	<b>878</b>	营业外支出	9	20	14	17	16
<b>资产总计</b>	<b>2616</b>	<b>3370</b>	<b>4028</b>	<b>4589</b>	<b>5692</b>	<b>利润总额</b>	<b>161</b>	<b>301</b>	<b>453</b>	<b>602</b>	<b>698</b>
<b>流动负债</b>	1073	1614	1947	2041	2600	所得税	<b>16</b>	<b>46</b>	<b>69</b>	<b>92</b>	<b>107</b>
短期借款	162	460	460	460	460	<b>净利润</b>	<b>145</b>	<b>255</b>	<b>384</b>	<b>510</b>	<b>591</b>
应付账款	238	404	450	606	689	少数股东损益	<b>17</b>	<b>42</b>	<b>64</b>	<b>84</b>	<b>98</b>
其他流动负债	<b>673</b>	<b>750</b>	<b>1036</b>	<b>975</b>	<b>1450</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>128</b>	<b>213</b>	<b>320</b>	<b>425</b>	<b>493</b>
<b>非流动负债</b>	302	247	233	215	195	EBITDA	<b>220</b>	<b>393</b>	<b>554</b>	<b>746</b>	<b>873</b>
长期借款	155	128	114	96	75	EPS(元)	0.35	0.59	0.88	1.17	1.36
其他非流动负债	<b>147</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1374</b>	<b>1862</b>	<b>2180</b>	<b>2257</b>	<b>2795</b>	主要财务比率					
少数股东权益	184	243	307	391	489	<b>成长能力</b>					
股本	362	363	363	363	363	营业收入(%)	108.4	81.1	35.1	25.5	20.6
资本公积	325	342	342	342	342	营业利润(%)	377.8	112.7	41.6	33.8	15.8
留存收益	384	568	867	1266	1730	归属于母公司净利润(%)	194.3	67.1	50.3	32.8	16.1
归属母公司股东权益	1058	1265	1542	1941	2408	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2616</b>	<b>3370</b>	<b>4028</b>	<b>4589</b>	<b>5692</b>	毛利率(%)	35.6	33.7	34.8	35.8	34.7
						净利率(%)	12.0	11.1	12.3	13.1	12.6
						ROE(%)	11.6	16.9	20.8	21.9	20.4
						ROIC(%)	9.4	12.9	17.5	19.6	19.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	52.5	55.2	54.1	49.2	49.1
						净负债比率(%)	-14.6	16.9	(7.2)	(0.7)	-28.5
						流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
						速动比率	1.0	0.8	0.8	0.8	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	6.0	7.1	7.1	7.1	7.1
						应付账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.35	0.59	0.88	1.17	1.36
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	-0.02	2.46	0.93	3.45
						每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.49	4.25	5.35	6.64
						<b>估值比率</b>					
						P/E	39.76	23.80	15.83	11.92	10.27
						P/B	4.79	4.01	3.29	2.61	2.11
						EV/EBITDA	23.69	14.4	9.7	7.5	5.6

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	234	234	893	338	1249
净利润	145	255	384	510	591
折旧摊销	56	70	88	133	174
财务费用	7	29	22	23	14
投资损失	-5	-4	-2	-2	-2
营运资金变动	15	-174	401	-326	472
其他经营现金流	17	58	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-516	-440	-440	-405	-401
资本支出	<b>265</b>	<b>315</b>	<b>354</b>	<b>274</b>	<b>229</b>
长期投资	-98	-156	0	0	0
其他投资现金流	-349	-281	-86	-131	-172
<b>筹资活动现金流</b>	-225	147	-202	-64	-59
短期借款	<b>62</b>	<b>299</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	155	-28	-14	-18	(20)
普通股增加	-1	1	0	0	0
资本公积增加	-659	17	0	0	0
其他筹资现金流	<b>218</b>	<b>-141</b>	<b>-188</b>	<b>-46</b>	<b>-38</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-504</b>	<b>-61</b>	<b>250</b>	<b>-131</b>	<b>790</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**邱懿峰**，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>