

短期业绩略低于预期，长期受益国内天然气消费占比提升

——迪森股份(300335.SZ)半年报点评

半年报点评

邱懿峰(分析师)	黄红卫(联系人)	赵腾辉(联系人)
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

● 事件:

2018年7月30日,迪森股份发布《2018年半年度报告》:2018年H1,实现营收8.27亿元(同比+10.93%),实现归母净利润0.91亿元(同比+3.31%)。

● 收购常州锅炉及壁挂炉产品淡季影响,业绩表现略低于预期:

2018年H1,迪森股份实现营收8.27亿元(同比+10.93%),实现归母净利润0.91亿元(同比+3.31%)。主要原因系收购常州锅炉及壁挂炉产品淡季影响,同时财务费用上升较快所致。2018年H1公司毛利率比2017年降低2.33个百分点。但由于销售费用、管理费用、以及资产减值损失降低,2018年H1,公司净利率从2017年13.29%回升至14.44%。

● B端运营、C端产品与服务为业绩最主要来源,但B端装备业务增速较快:

分业务而言,2018年H1,迪森股份B端运营、B端装备、C端产品与服务营收占比分别为45.83%、9.07%、45.83%,毛利润占比分别为45%、5.77%、42.31%。“B端运营、C端产品与服务”为业绩最主要来源,但B端装备业务增速较快。

● 经营性现金流金额降低较快,但收款困难及坏账损失的风险较小:

2018年H1,迪森股份经营活动产生的现金流量净额为0.59亿元,为同期归母净利润的49.58%,降低较快主要系经常性应付项目(应付账款、预收账款等)降低1.65亿元,并非销售政策放松及应收账款大幅增加所致,收款困难及坏账损失的风险较小。

● 长期受益国内天然气消费占比提升,维持“推荐”评级:

预计公司2018-2020年净利润分别为2.37、3.18、3.72亿元,对应EPS分别为0.65、0.88和1.03元。当前股价对应2018-2020年PE分别为14.0、10.5和8.9倍。公司短期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,维持“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	2,258	2,669	3,135
增长率(%)	108.4	81.1	17.6	18.2	17.5
净利润(百万元)	127.5	213	237	318	372
增长率(%)	194.3	67.1	11.3	34.2	17.0
毛利率(%)	35.6	33.7	35.3	37.3	36.7
净利率(%)	12.0	11.1	10.5	11.9	11.9
ROE(%)	11.6	16.9	16.2	18.1	17.7
EPS(摊薄/元)	0.35	0.59	0.65	0.88	1.03
P/E(倍)	26.11	15.6	14.0	10.5	8.9
P/B(倍)	3.15	2.6	2.3	1.9	1.6

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.08.02
收盘价(元):	8.34
一年最低/最高(元):	8.16/23.67
总股本(亿股):	3.63
总市值(亿元):	30.28
流通股本(亿股):	2.65
流通市值(亿元):	22.12
近3月换手率:	159.79%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-20.53	-24.79	-42.01
绝对	-21.62	-35.23	-52.38

相关报告

《煤改气长期向好趋势不改,大型国有壁挂炉品牌最为受益》2018-04-26

1、事件

2018年7月30日，迪森股份（300335.SZ）发布《2018年半年度报告》：2018年H1，公司实现营业收入8.27亿元（同比+10.93%），实现归母净利润0.91亿元（同比+3.31%），实现扣非后净利润0.85亿元（同比-0.96%）。

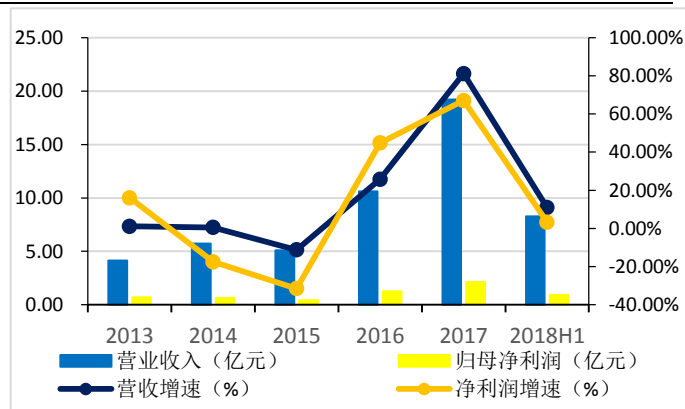
2、动态点评

2.1、收购常州锅炉及壁挂炉产品淡季影响，业绩表现略低于预期

2018年7月30日，迪森股份（300335.SZ）发布《2018年半年度报告》：2018年H1，公司实现营业收入8.27亿元（同比+10.93%），实现归母净利润0.91亿元（同比+3.31%），实现扣非后净利润0.85亿元（同比-0.96%）。2018年H1，迪森股份归母净利润0.91亿元处于《2018年半年度业绩预告》预计净利润0.88亿元-0.97亿元的中下区间，业绩表现略低于市场预期，主要原因如下：**1）B端方面：**B端装备业务通过收购常州锅炉100%股权，加快华东生产研发基地建设及业务调整和布局，短期内对经营业绩产生一定程度影响。**2）C端方面：**C端产品受季节性影响较大，上半年为零售和普通工程业务淡季；同时，相对于上年同期，本报告期内，国内北方地区冬季清洁取暖进展较为迟缓，公司C端煤改气业务开展相应出现滞后。随着近期多地清洁能源改造陆续实施，公司C端业务将充分受益。**3）费用方面：**公司有息负债规模增大，财务费用较上年同期增幅明显；2018年H1，公司财务费用为1991.23万元（同比+45.75%）。同时C端业务加大品牌类投入，品牌类费用增加。

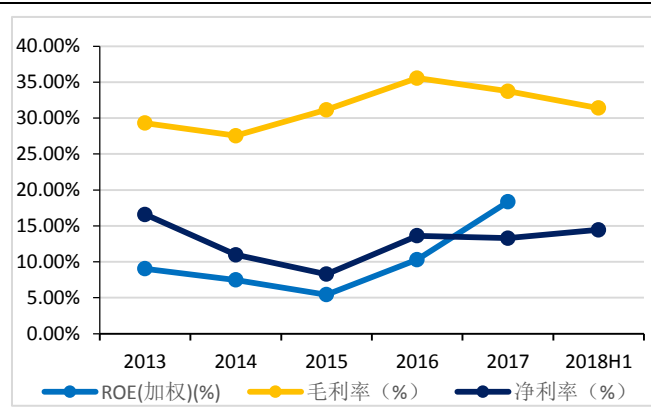
盈利能力而言，2018年H1公司毛利率为31.40%，比2017年降低2.33个百分点。但由于销售费用、管理费用、以及资产减值损失降低，2018年H1，公司净利率从2017年13.29%回升至14.44%。

图1：2013-2018年H1，迪森股份的营收及归母净利润



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图2：2013-2018年H1，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

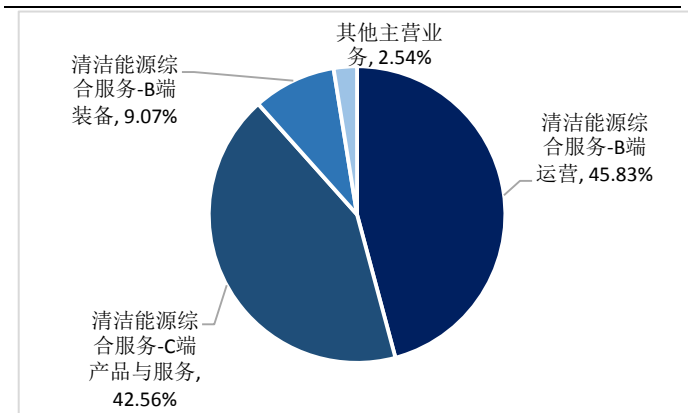
2.2、B端运营、C端产品与服务为业绩最主要来源，但B端装备业务增速较快

分业务而言，2018年H1，迪森股份清洁能源综合服务中，B端运营业务实现营业收入3.79亿元（同比-3.50%），B端装备实现营业收入0.75亿元（同比+52.76%），C端产品与服务实现营业收入3.52亿元（同比+22.65%），占营收比例分别为45.83%、9.07%、45.83%。2018年H1迪森股份清洁能源综合服务的毛利润结构中，B端运营、B端装备、C端产品与服务分别实现毛利润1.17亿元、0.15亿元、1.10亿元，占毛利润比例分别为45%、5.77%、42.31%。“B端运营、C端产品与服务”为业绩

最主要来源，但 B 端装备业务增速较快。

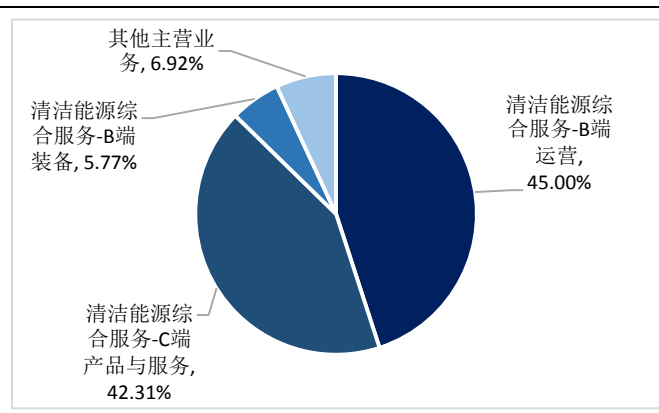
2018 年 H1, B 端运营、B 端装备、C 端产品与服务毛利率分别为 30.81%、19.94%、31.29%，同比分别降低 0.73、6.62、5.00 个百分点。

图3: 2018 年 H1, 迪森股份的营业收入占比 (%)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图4: 2018 年 H1, 迪森股份的毛利占比 (%)

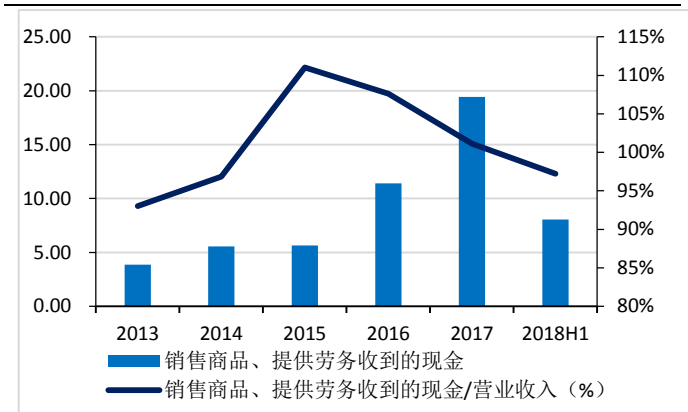


资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

2.3、经营性现金流金额降低较快，但收款困难及坏账损失风险较小

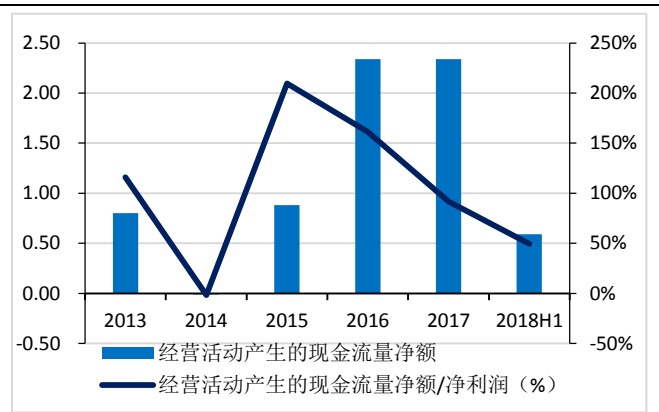
2018 年 H1, 迪森股份销售商品、提供劳务收到的现金为 8.04 亿元，为同期营收的 97.22%，经营活动产生的现金流量净额为 0.59 亿元，为同期归母净利润的 49.58%。经营活动产生的现金流量净额降低较快，主要系经常性应付项目降低 1.65 亿元（2017 年经常性应付项目增加 2.94 亿元）。2018 年 H1, 迪森股份的经常性应付项目中，应付账款及预收账款分别降低 0.83 亿元、0.33 亿元。迪森股份虽然经营活动产生的现金流量净额有所降低，但并非销售政策放松及应收账款大幅增加所致（应收账款从 2017 年 3.01 亿增加至 2018 年 H1 底 3.87 亿，与营收增长速率基本一致），收款困难及坏账损失的风险较小。

图5: 2013-2018 年 H1, 迪森股份销售商品、提供劳务收到的现金情况



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图6: 2013-2018 年 H1, 迪森股份经营活动产生的现金流量净额情况



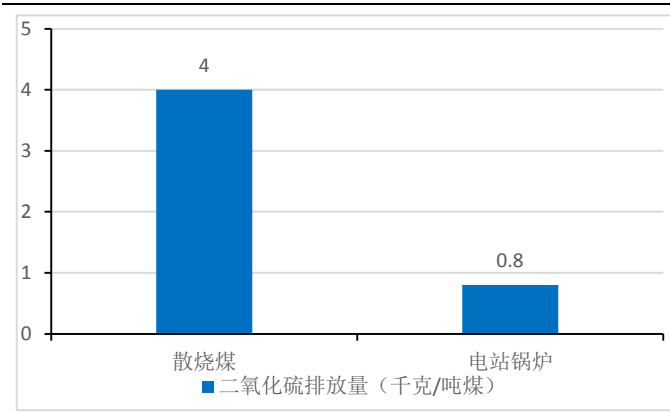
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

2.4、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。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）。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。根

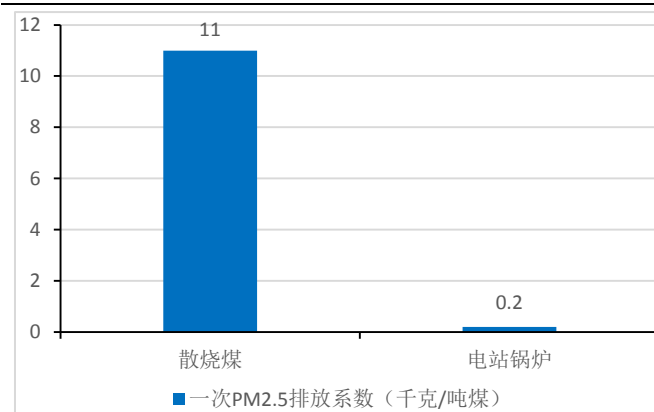
据《天然气发展“十三五”规划》，天然气占一次能源消费比例由2015年的5.9%提高至2020年的8.3%-10%。散煤燃烧污染排放系数及形势严峻，煤改气长期向好趋势不改。

图7：散烧煤SO₂的单位排放量远高于电站锅炉



资料来源：中国工控网，新时代证券研究所

图8：散烧煤一次PM_{2.5}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

2.5、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)》，“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），市场潜力巨大。

表1：2017-2021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

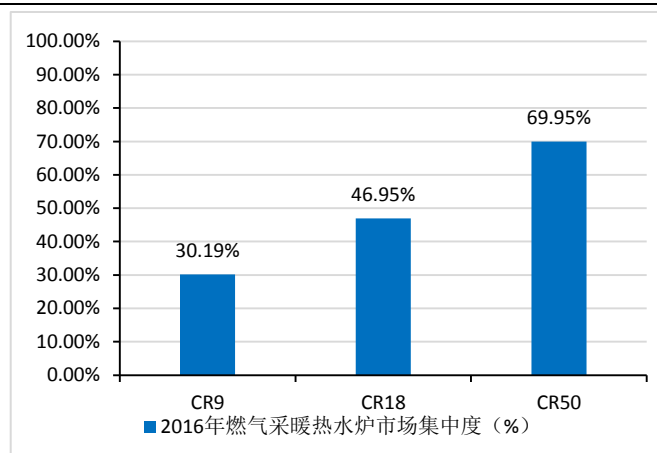
资料来源：北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021年），假设2017-2021年北方各地区天然气供暖面积增加比例与2+26城市相同（18/12.4），且四类天然气供暖占比亦与2+26城市相同，新时代证券研究所

2.6、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

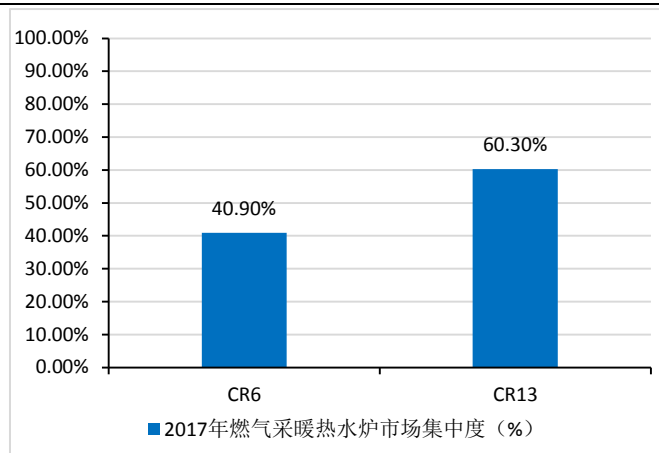
采暖热水炉品牌对政策敏感度更高，适应性强，价格适宜，大幅受益煤改气政策的推进。而大型国产壁挂炉品牌的质量品质更有保障，最易获得政府及城市燃气公司的采购。

图9： 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10： 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、投资建议

预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.37、3.18、3.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.65、0.88 和 1.03 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 14.0、10.5 和 8.9 倍。公司短期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，维持“推荐”评级。

4、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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1133	1554	1638	1981	2505
现金	545	485	764	631	1289
应收账款	242	301	338	417	470
其他应收款	25	28	34	39	46
预付账款	66	53	86	79	115
存货	106	334	170	407	278
其他流动资产	150	354	245	408	307
非流动资产	1483	1816	1966	2114	2260
长期投资	8	17	17	17	17
固定资产	508	629	896	1112	1297
无形资产	54	69	75	81	89
其他非流动资产	914	1101	977	904	857
资产总计	2616	3370	3603	4095	4766
流动负债	1073	1614	1627	1784	2057
短期借款	162	460	460	460	460
应付账款	238	404	333	512	490
其他流动负债	673	750	834	812	1107
非流动负债	302	247	227	206	184
长期借款	155	128	107	86	65
其他非流动负债	147	120	120	120	120
负债合计	1374	1862	1854	1990	2241
少数股东权益	184	243	290	353	427
股本	362	363	363	363	363
资本公积	325	342	342	342	342
留存收益	384	568	789	1088	1438
归属母公司股东权益	1058	1265	1459	1752	2097
负债和股东权益	2616	3370	3603	4095	4766

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	234	234	715	187	1000
净利润	145	255	284	382	446
折旧摊销	56	70	79	109	139
财务费用	7	29	21	20	12
投资损失	-5	-4	-2	-2	-2
营运资金变动	15	-174	333	-321	405
其他经营现金流	17	58	0	0	0
投资活动现金流	-516	-440	-227	-256	-283
资本支出	265	315	150	148	146
长期投资	-98	-156	0	0	0
其他投资现金流	-349	-281	-77	-107	-136
筹资活动现金流	-225	147	-208	-65	-59
短期借款	62	299	0	0	0
长期借款	155	-28	-21	-21	(21)
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	218	-141	-188	-44	-37
现金净增加额	-504	-61	279	-133	658

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1061	1921	2258	2669	3135
营业成本	683	1273	1460	1674	1986
营业税金及附加	9	12	14	17	20
营业费用	93	118	139	164	193
管理费用	118	143	239	280	324
财务费用	7	29	21	20	12
资产减值损失	6	45	53	63	74
公允价值变动收益	1	-1	-0	-0	-0
投资净收益	5	4	2	2	2
营业利润	150	319	334	453	529
营业外收入	19	2	16	14	14
营业外支出	9	20	14	17	16
利润总额	161	301	336	450	527
所得税	16	46	51	69	81
净利润	145	255	284	382	446
少数股东损益	17	42	47	63	74
归属母公司净利润	128	213	237	318	372
EBITDA	220	393	427	570	667
EPS(元)	0.35	0.59	0.65	0.88	1.03

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	108.4	81.1	17.6	18.2	17.5
营业利润(%)	377.8	112.7	4.7	35.6	16.7
归属于母公司净利润(%)	194.3	67.1	11.3	34.2	17.0
获利能力					
毛利率(%)	35.6	33.7	35.3	37.3	36.7
净利率(%)	12.0	11.1	10.5	11.9	11.9
ROE(%)	11.6	16.9	16.2	18.1	17.7
ROIC(%)	9.4	12.9	13.6	16.0	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	52.5	55.2	51.4	48.6	47.0
净负债比率(%)	-14.6	16.9	(9.7)	(2.7)	-29.1
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.8	0.9	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.59	0.65	0.88	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	-0.02	1.97	0.52	2.75
每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.48	4.02	4.82	5.78
估值比率					
P/E	26.11	15.63	14.04	10.46	8.94
P/B	3.15	2.63	2.28	1.90	1.59
EV/EBITDA	15.78	10.0	8.3	6.6	4.7

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