

**证券研究报告—动态报告**

公用事业

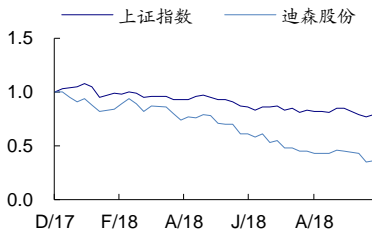
环保 II

**迪森股份(300335)**
**增持**

2018 年三季度报点评

(调低评级)

2018 年 11 月 02 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	363/264
总市值/流通(百万元)	2,326/1,694
上证综指/深圳成指	2,606/7,568
12 个月最高/最低(元)	23.46/5.81

**相关研究报告:**

《迪森股份-300335-长期受益于清洁取暖,业绩增长强劲》——2018-05-23  
 《迪森股份-300335-转型清洁能源供应商,小市值公司待挖掘》——2015-05-12  
 《公司快评-迪森股份-300335-增发有效补充项目资金,公司持续高速增长可期》——2015-01-21  
 《迪森股份-300335-重大事件快评:获得东莞中集项目,合资绑定模式加速公司扩张值得期待》——2014-09-22

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513050004

**证券分析师: 吴行健**

E-MAIL: wuxingjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517050001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

**财报点评**

# 煤改气节奏放缓,业绩不及预期

**● 煤改气节奏放缓,业绩不及预期**

前三季度营收 12.95 亿,同比+1.83%;归母净利润 1.49 亿,同比-8.79%,在此前业绩预告(同比下降 6.31-9.37%)偏下限,低于预期。收入增速放缓主要是受 2017 年“气荒”风波影响,2018 年煤改气进程节奏放缓,导致 C 端销售量不及预期。净利润增速低于收入增速主要是因为毛利率较去年同期下滑 2.98 个 pct 到 31.14%。我们判断毛利率的下滑主要是由于 1) C 端壁挂炉市场竞争加剧; 2) B 端装备业务受到厂房搬迁等各方面因素的影响毛利率有所下滑。费用管控良好,前三季度公司销售/管理(+研发)/财务费用分别为 0.65/0.84/0.26 亿,同比变动-14.80%-5.82/-2.20%。整体费用率从 15.11%同比下滑 1.59 个 pct 至 13.52%。经营性活动现金流为 1.55 亿,同比+485.60%,主要是因为下半年“煤改气”订单较上年同期存在一定程度回落,公司 C 端壁挂炉业务存货储备需求降低,报告期内采购商品、接受劳务支付的现金较上年同期减少,导致经营活动产生的现金流量净额较去年同期增加。

**● 拟发行可转债, B 端设备有望放量**

2018 年 9 月公司可转债预案已获证监会审核通过,拟发行可转债不超过 6 亿;募集资金中 2.7 亿元用于常州生产基地的年产 20,000 蒸吨清洁能源锅炉改扩建项目,1.5 亿元用于广州迪森家居基地的建设。若常州锅炉可转债募投项目改扩建完成, B 端装备产能将为 17 年销售量的 7 倍,迎来跨越式发展。

**● 长期看,清洁取暖带来的壁挂炉市场空间仍大**

根据《北方清洁取暖规划》, 2+26”城市 2017-2021 年目标“煤改气”壁挂炉用户增加 1200 万户,由此预计全国煤改气壁挂炉 2017-2021 年间新增超 2000 万户。2017 年煤改气目标是 300 万户,实际完成 578 万户,超目标 93%。虽 2018 年短期受气荒影响,煤改气进程放缓,但未来四年的市场空间仍大。

**● 盈利预测与投资建议**

由于煤改气进度低于预期,下调盈利预测,预计 2018-2020 年归母净利润为 2.05/2.54/3.16 亿,对应 PE11.3/9.2/7.3 倍,给予“增持”评级

**● 风险提示**

煤改气政策、进度不及预期

**盈利预测和财务指标**

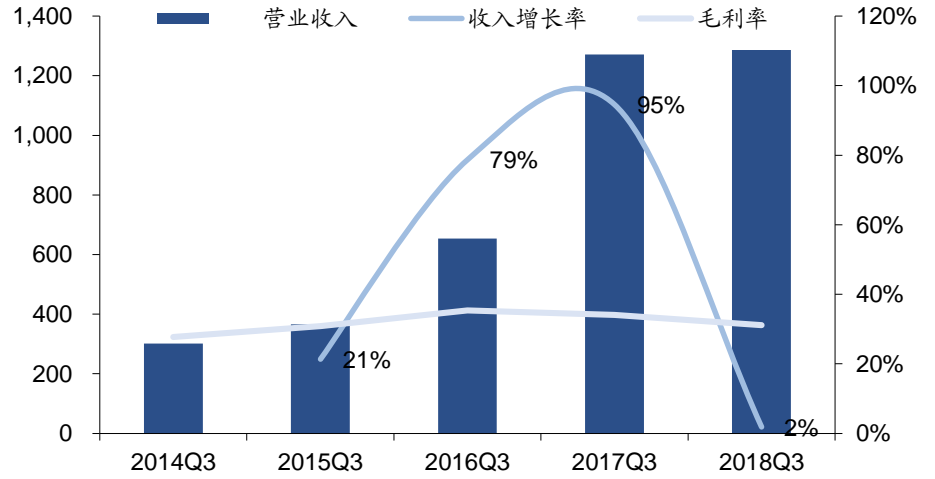
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,061	1,921	1,976	2,285	2,616
(+/-%)	108.4%	81.1%	2.9%	15.6%	14.5%
净利润(百万元)	128	213	205	254	316
(+/-%)	194.3%	67.1%	-3.9%	23.8%	24.8%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.59	0.56	0.70	0.87
EBIT Margin	14.7%	19.5%	17.0%	17.6%	18.4%
净资产收益率(ROE)	12.1%	16.8%	14.3%	15.7%	17.0%
市盈率(PE)	18.2	10.9	11.3	9.2	7.3
EV/EBITDA	17.7	9.5	10.3	8.6	7.3
市净率(PB)	2.19	1.84	1.63	1.44	1.25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

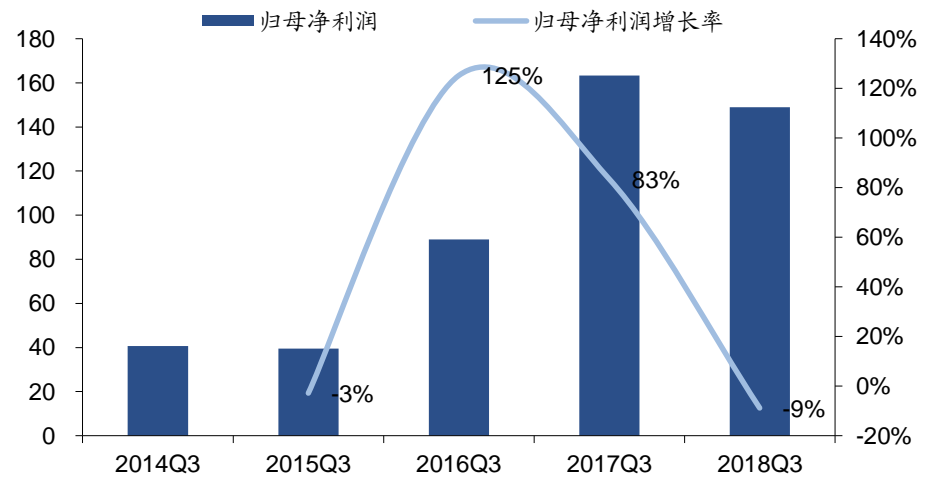
近年三季度业绩情况

图 1: 公司三季度营收增长及毛利率情况 (百万元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司归母净利润及增长率 (百万元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	485	450	500	550	<b>营业收入</b>	<b>1921</b>	<b>1976</b>	<b>2285</b>	<b>2616</b>
应收款项	531	541	626	717	营业成本	1273	1372	1580	1801
存货净额	334	358	407	461	营业税金及附加	12	20	23	26
其他流动资产	140	144	162	183	销售费用	118	106	117	129
<b>流动资产合计</b>	<b>1554</b>	<b>1558</b>	<b>1759</b>	<b>1975</b>	管理费用	143	141	162	178
固定资产	973	1350	1500	1680	财务费用	29	32	29	20
无形资产及其他	69	66	63	61	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	757	757	757	757	资产减值及公允价值变动	(46)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	17	17	17	17	其他收入	16	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3370</b>	<b>3747</b>	<b>4097</b>	<b>4489</b>	营业利润	319	295	364	453
短期借款及交易性金融负债	611	625	500	350	营业外净收支	(17)	(5)	(5)	(5)
应付款项	406	447	509	576	<b>利润总额</b>	<b>301</b>	<b>290</b>	<b>359</b>	<b>448</b>
其他流动负债	597	625	710	801	所得税费用	46	44	55	69
<b>流动负债合计</b>	<b>1614</b>	<b>1697</b>	<b>1719</b>	<b>1727</b>	少数股东损益	42	41	50	63
长期借款及应付债券	128	128	128	128	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>213</b>	<b>205</b>	<b>254</b>	<b>316</b>
其他长期负债	120	220	320	420					
<b>长期负债合计</b>	<b>247</b>	<b>347</b>	<b>447</b>	<b>547</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1862</b>	<b>2045</b>	<b>2167</b>	<b>2274</b>	<b>净利润</b>	213	205	254	316
少数股东权益	243	274	311	358	资产减值准备	40	29	22	16
股东权益	1265	1429	1619	1856	折旧摊销	65	88	120	148
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3370</b>	<b>3747</b>	<b>4097</b>	<b>4489</b>	公允价值变动损失	46	10	10	10
					财务费用	29	32	29	20
					营运资本变动	(440)	160	117	107
					其它	(9)	2	16	32
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(85)</b>	<b>493</b>	<b>538</b>	<b>629</b>
					资本开支	(223)	(500)	(300)	(350)
					其它投资现金流	(31)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(264)</b>	<b>(500)</b>	<b>(300)</b>	<b>(350)</b>
					权益性融资	31	0	0	0
					负债净变化	(28)	0	0	0
					支付股利、利息	(59)	(41)	(63)	(79)
					其它融资现金流	<b>431</b>	<b>13</b>	<b>(124)</b>	<b>(150)</b>
					<b>融资活动现金流</b>	<b>289</b>	<b>(28)</b>	<b>(188)</b>	<b>(229)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(60)</b>	<b>(35)</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
					货币资金的期初余额	545	485	450	500
					货币资金的期末余额	485	450	500	550
					企业自由现金流	(281)	33	277	314
					权益自由现金流	122	19	129	148

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.59	0.56	0.70	0.87
每股红利	0.16	0.11	0.17	0.22
每股净资产	3.49	3.94	4.47	5.12
ROIC	17%	13%	14%	16%
ROE	17%	14%	16%	17%
毛利率	34%	31%	31%	31%
EBIT Margin	20%	17%	18%	18%
EBITDA Margin	23%	21%	23%	24%
收入增长	81%	3%	16%	15%
净利润增长率	67%	-4%	24%	25%
资产负债率	62%	62%	60%	59%
息率	2.5%	1.8%	2.7%	3.4%
P/E	10.9	11.3	9.2	7.3
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.5	10.3	8.6	7.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032