

## 煤改气政策加码执行，开启家用锅炉强劲需求

■“煤改气”换挡加速推进，重点区域示范+中央财政直补双管齐下。2017年3月1日，环保部、发改委、财政部、能源局及相关6大省市市政府联合印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，将包括北京、天津等“2+26”城市列为北方地区冬季清洁取暖规划首批实施范围。“2+26”城市积极响应国家煤改气号召，陆续出台补贴政策推进相关改造项目实施，包含初始设备购置费用补贴、初装费用补贴和运行补贴，大力推进煤改气推进。随后，中央财政也明确表示支持“煤改气”项目推进，5月16日，财政部、住建部、环保部、能源局四部委共同印发《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》，表明中央财政将支持试点城市推进清洁取暖替代散煤燃烧取暖，试点示范期3年，中央财政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。根据评审结果，拟纳入2017年北方地区冬季清洁取暖试点范围的共有12个城市，涉及中央财政直补资金73亿元。

■北方非集中供暖地区改造空间大，燃气壁挂炉及关键零部件需求快速攀升。城乡结合部、农村等地区居民人口基数大、采暖设备落后，且以燃烧散煤取暖为主，污染问题尤为突出，成为“煤改气”改造重点。燃气壁挂炉具有强大的家庭中央供暖功能，成为替代北方非集中供暖地区散煤取暖的主要选择。我们进行如下测算，据各省统计局数据，华北地区共有农村家庭3650万户左右，假设50%选用煤改气，改造将在2020年以前完成，则平均每年有456万户改造需求。按照壁挂炉单价3000元/台测算，壁挂炉市场每年规模约137亿元；其核心零部件屏蔽泵单价约161元/个（参考大元泵业屏蔽泵单价），每年市场空间约7.3亿元，需求快速增长，壁挂炉领先厂商迪森股份公告显示，公司的“小松鼠”壁挂炉上半年订单量16.02万台，同比增长350%，已超过去年全年销量。壁挂炉核心装备——屏蔽泵龙头厂商大元泵业公告显示，公司子公司新户热水循环屏蔽泵近三年的产能利用率分别为86%、100%、135%，已出现产能明显不足情况，募投资金1.3亿元用于“年产72万台屏蔽泵扩能项目”，进一步提升市占率，增强盈利能力。

■南方地区分户取暖，壁挂炉优势明显。由于历史原因，南方地区城市集中供暖基础设施基本为零，铺设集中供暖管道成本过高，选用家庭分户取暖成为必然，主要的取暖方式包含空气源热泵供暖、燃气壁挂炉供暖和电热供暖，燃气壁挂炉优势明显，相比较而言能实现更加舒适温暖的采暖、取暖费用可以控制、同时还可提供生活用水，已经成为越来越多南方家庭的选择。2016年壁挂炉行业总销量实现210万台，同比增长30.4%，竞争格局来看，德国威能和菲斯曼技术领先，国产品牌中小松鼠较为领先。

■投资建议：南方地区分户取暖需求下，壁挂炉普及率提升；北方煤改气政策加码及补贴落地，燃气壁挂炉在补贴政策推动下将大量替代散煤取暖，双重催化下行业前景广阔，我们预计壁挂炉及其核心零部件龙头厂商将明显受益。重点关注：

◆迪森股份（①7月26日董事长均价16.5元/股增持439万元，彰显管理层信心；②受益煤改气，C端壁挂炉订单量上半年增长3.5倍；③B端燃气锅炉装备订单上半年订单增长幅度较大）

◆大元泵业（①国产热水循环屏蔽泵龙头，募投资金释放提升盈利能力；②销售几乎覆盖全部省份，国内拥有400多个一级经销商，拥有客户近4000个；海外重点覆盖欧洲、亚洲、美洲、非洲及大洋洲，保障海外市场销售速度）。

■风险提示：政策推行不及预期，配套输气管道建设落后，行业竞争加剧。

投资评级 领先大市-A

首次评级

首选股票 目标价 评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.88	-2.53	-0.27
绝对收益	3.29	7.08	15.41

王书伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-35082037

邵琳琳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn  
021-35082107

李哲 报告联系人  
lizhe3@essence.com.cn

李倩倩 报告联系人  
liqq@essence.com.cn

### 相关报告

## 1. 燃气壁挂炉家庭供暖功能好，对散煤取暖替代性强

壁挂炉是燃气壁挂炉的简称，全称为“燃气壁挂式采暖炉”，是一种以天然气为能源的热水器，具有防冻保护、防干烧保护、意外熄火保护、温度过高保护、水泵防卡死保护等多种安全保护措施。燃气壁挂炉具有强大的家庭中央供暖功能，各个房间能够根据需求随意设定舒适温度，并且能够提供大流量恒温卫生热水，供家庭沐浴、厨房场所使用。

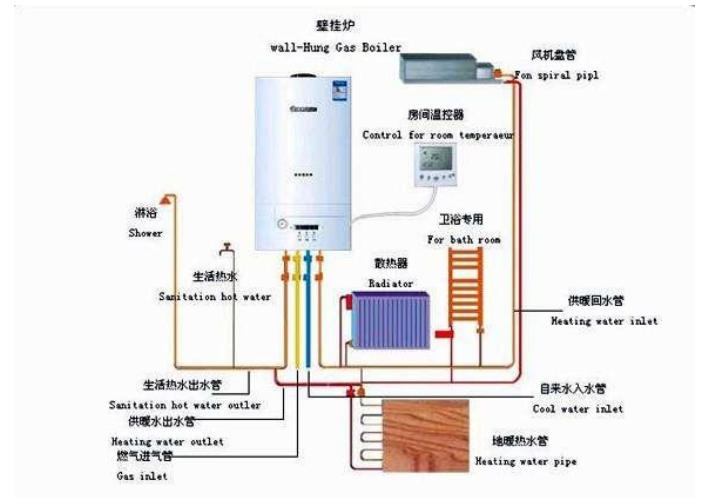
壁挂炉内部组成结构主要有燃烧系统、换热器、比例燃气调节阀门、循环水泵、风机、膨胀水管、压力表、补水装置、电控系统、同轴平衡烟道十一大组成部分。其中，循环水泵的作用是实现系统水的循环。家用燃气壁挂炉对其工作的稳定性、可靠性和噪音要求非常高。

图 1：壁挂炉外观



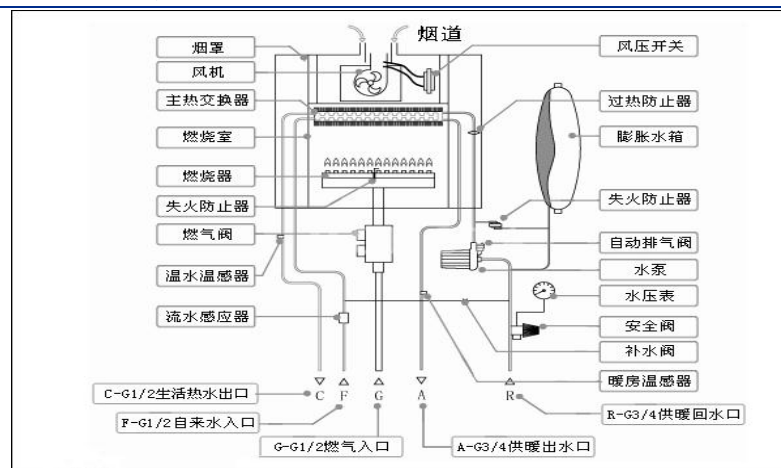
资料来源：小松鼠官网

图 2：壁挂炉具有供暖及供热水两种功能



资料来源：中国壁挂炉网

图 3：壁挂炉内部结构



资料来源：百度图片

## 2. 大气治理刻不容缓，“煤改气”政策密集出台

目前我国大气污染问题十分严峻，尤其是北方地区冬季燃煤取暖，产生大量 PM2.5，形成雾霾，严重危害人体健康。为了改善区域环境空气质量，减少重污染天气，中央及地方各级政府，自 2016 年起先后颁布了多项相关政策推进“煤改气”实施。

煤改气的一个重点内容就是对城乡结合部、农村等地区散煤的使用进行治理，这些地区由于居民人口基数大、采暖设备落后，且以燃烧散煤取暖为主，所以污染问题尤为突出，主要采取以燃气壁挂炉替代的方式。

表 1：中央发布的与农村“煤改气”相关的政策

时间	出台单位	文件名称	主要内容
2016.3	国务院	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	加快实施“煤改气”，以京津冀及周边地区、长三角、珠三角、东北地区为重点，推进重点城市“煤改气”工程，增加用气 450 亿立方米，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨
2016.6	环保部	《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017 年）》	限时完成农村散煤清洁化替代，北京市南部四区加快散煤清洁化替代，2017 年 10 月底前，保定市城区所有城中村实现“气代煤”
2017.1	发改委	《天然气发展“十三五”规划》	大力推进天然气替代步伐，替代管网覆盖范围内的燃煤锅炉、工业窑炉、燃煤设施用煤和散煤。在城中村、城乡结合部等农村地区燃气管网覆盖的地区推动天然气替代民用散煤
2017.1	能源局	《能源发展“十三五”规划》	加快实施“煤改气”，以京津冀及周边地区、长三角、珠三角、东北地区为重点，推进重点城市“煤改气”工程，增加用气 450 亿立方米，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨
2017.3	环保部、发改委、财政部、能源局等	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	将“2+26”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。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
2017.5	财政部、住房城乡建设部、环境保护部、国家能源局	《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》	中央财政支持试点城市推进清洁方式取暖替代散煤燃烧取暖，并同步开展既有建筑节能改造，鼓励地方政府创新体制机制、完善政策措施，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。

资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

表 2：地方政府发布的与农村“煤改气”相关的政策

时间	出台单位	文件名称	主要内容
2016.4	河北省大气污染防治工作领导小组	《河北省散煤污染治理专项行动方案》	统筹燃气、电力供应条件，积极推进居民生活采暖煤改气
2016.9	河北省人民政府	《关于加快实施保定廊坊禁煤区电代煤和气代煤的指导意见》	加快实施禁煤区“气代煤”工作，对禁煤区 84% 的农村居民实施“煤改气”，给予采暖用气 1 元/立方米的气价补贴
2016.11	山东省人民政府	《山东省人民政府关于推进农村地区供暖工作的实施意见》	2018 年底全部农村公共场所和农村新型社区实现冬季清洁供暖，到 2020 年底，全省 70% 以上的村庄实现冬季清洁供暖
2017.4	河北省人民政府	《关于强力推进大气污染综合治理的意见》和 18 个专项实施方案	2017 年取暖期 PM2.5 浓度比 2016 年下降 15% 以上。全省压减散煤 1000 万吨，村镇气代煤、电代煤完成 180 万户以上，县城及以上城市集中供暖和清洁能源供暖率达到 75% 以上。2020 年全省压减散煤 3000 万吨，村镇气代煤、电代煤完成 600 万户以上，县城及以上城市集中供暖和清洁能源供暖率达到 95% 以上
2017.4	河北省人民政府	《农村散煤治理专项实施方案》	2020 年全省农村分散燃煤污染排放总量比 2015 年减少 90% 以上。平原区域农村散煤基本实现“清零”，山坝等边远区域农村散煤总量控制在 800 万吨以内。全省农村清洁采暖面积达到 70% 以上，气代煤和电代煤完成 600 万户以上
2017.4	山西省人民政府	《山西省大气污染防治 2017 年行动计划》	统筹“煤改气”工程的规划与实施，加大气源的保障力度。居民“煤改气”气价按照居民用气定价。

资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

### 3. 地方政府积极响应，补贴政策陆续出台

为积极响应国家煤改气号召，推进相关改造项目实施，“2+26”城市陆续推出补贴政策。

表 3：“2+26”城市“煤改气”补贴政策

地区	设备购置费用补贴	管线迁入费等初装费补贴	运行补贴
北京市通州区	购置费用的 90%，每台最多补贴 7200 元	9000 元/户	2440 元/户
石家庄市	1000 元/台	2900 元/户	1 元/立方米，每户每个采暖季最多补贴 900 立方米
廊坊市	购置费用的 70%，每台最多补贴 2700 元	4000 元/户	1 元/立方米，每户每个采暖季最多补贴 1200 立方米
保定市	购置费用的 70%，每台最多补贴 2700 元	4000 元/户	1 元/立方米，每户每个采暖季最多补贴 1200 立方米
沧州市	每台最多补贴 4600 元	-	-
衡水市	2600 元/台	-	1.5 元/立方米
邢台市	3000 元/台	-	1 元/立方米，每户每个采暖季最多补贴 900 立方米
邯郸市	3000 元/台	-	1 元/立方米
太原市	5000 元/台	-	1500 元每年每户
郑州市	每台最多补贴 3500 元	-	1 元/立方米，每户每个采暖季最多补贴 600 立方米
安阳市	购置费用的 60%，每台最多补贴 3500 元	-	1 元/立方米，每户每个采暖季最多补贴 600 立方米
新乡市	购置费用的 70%，每台最多补贴 3500 元	-	1 元/立方米，每户每个采暖季最多补贴 600 立方米

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

2017 年 5 月，财政部、住房城乡建设部、环境保护部、国家能源局联合发布《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》，提出以中央财政补贴的方式支持北方地区清洁取暖改造。根据评审结果，拟纳入 2017 年北方地区冬季清洁取暖试点范围（按行政区划序列排序）的是：天津、石家庄、唐山、保定、廊坊、衡水、太原、济南、郑州、开封、鹤壁、新乡等 12 个城市。

表 4：清洁取暖试点工作各城市支持金额

城市	类型	数量	每个城市支持金额（亿）	合计（亿）
天津	直辖市	1	10	10
石家庄、太原、济南、郑州	省会城市	4	7	28
唐山、保定、廊坊、衡水、开封、鹤壁、新乡	地级市	7	5	35
合计				73

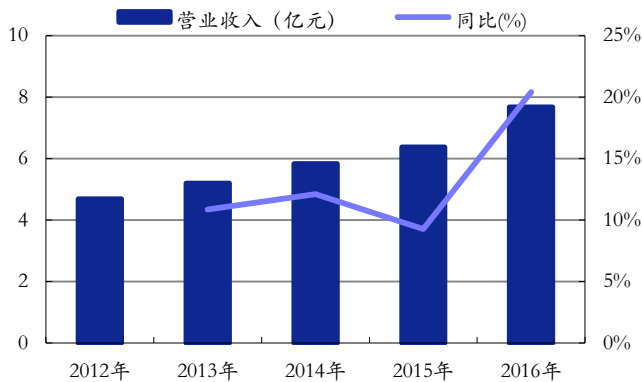
资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

### 4. 重点关注标的：大元泵业、迪森股份

#### 4.1. 大元泵业：国内屏蔽泵龙头，煤改气促进业绩进一步发展

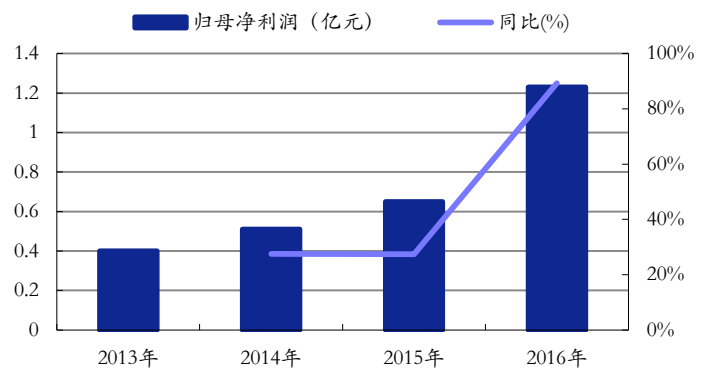
**国内屏蔽泵龙头：**公司是国内泵产品龙头，产品包括农用水泵和屏蔽泵两大类。2014 和 2015 年公司营业收入分别为 5.7 亿元、6.26 亿元，同比分别增长 12.38%、9.76%，增长主要来源于公司主导产品井用潜水电泵和热水循环屏蔽泵类产品，受益于公司产品质量好、性价比高市场竞争力强，因此保持良好增速。2016 年公司实现收入 7.67 亿元，增速提升至 20%，主要受益于“煤改气”、“煤改电”政策，对下游燃气壁挂炉、空气源热泵等行业起到促进作用，热水循环屏蔽泵类产品销量大幅增长，同时农用水泵销量稳步提升。

图 4：2016 年营业收入 7.67 亿元，同比增长 20%



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：2016 年归母净利润 1.23 亿元，同比增长 89%



资料来源：wind，安信证券研究中心

**销售网络完整，屏蔽泵畅销海内外：**销售几乎覆盖全部省份，国内拥有 400 多个一级经销商，拥有客户近 4000 个；海外重点覆盖欧洲、亚洲、美洲、非洲及大洋洲，保障海外市场销售速度。公司前十客户中不乏威能集团（德国）、ARMSTRONG（加拿大）等海外巨头，青岛海达源采购服务有限公司（海尔）、广州迪森家居环境技术有限公司等国内相关行业的龙头企业。

表 5：2015-2016 年屏蔽泵前十大客户

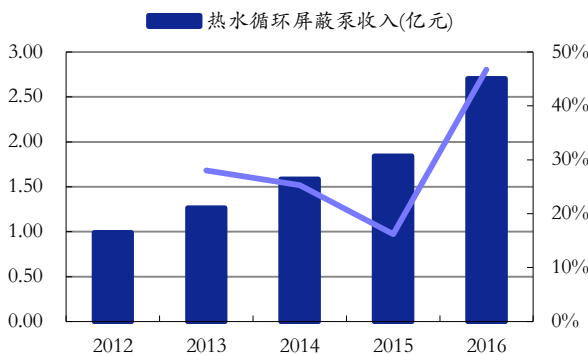
年份	排序	公司名称	销售金额 (万元)	销售占比
2015	1	威能集团 (德国)	2,426.35	10.80%
	2	FERRO SPOLKA AKCYJNA (波兰)	1,977.31	8.80%
	3	UNIPUMP (俄罗斯)	1,136.15	5.06%
	4	ARMSTRONG (加拿大)	848.21	3.78%
	5	宁波佳晟电气有限公司	543.20	2.42%
	6	河北机械进出口有限公司	454.86	2.03%
	7	利科德 (上海) 进出口有限公司	441.57	1.97%
	8	浙江双菱戴纳斯帝电气有限公司	434.72	1.94%
	9	远大空调有限公司	420.81	1.87%
	10	镇江市润成机电有限公司	390.69	1.74%
合计			9,073.87	40.41%
2016	1	威能集团 (德国)	3,926.70	12.34%
	2	FERRO SPOLKA AKCYJNA (波兰)	2,901.70	9.12%
	3	台州市瓦尔福进出口有限公司	1,778.72	5.59%
	4	ARMSTRONG (加拿大)	987.83	3.10%
	5	青岛海达源采购服务有限公司	561.26	1.76%
	6	广州迪森家居环境技术有限公司	560.11	1.76%
	7	利科德 (上海) 进出口有限公司	485.79	1.53%
	8	烟台荏原空调设备有限公司	481.01	1.51%
	9	HIGH POWER MEXICO (墨西哥)	463.55	1.46%
	10	UNIPUMP (俄罗斯)	451.83	1.42%
合计			12,598.50	39.59%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

**煤改气促进屏蔽泵业绩进一步发展：**煤改气加快推进使得燃气壁挂炉、空气源热泵逐渐替代传统煤炉，成为煤改气的主要供暖设备，需求量不断增加，进而带动其核心部件屏蔽泵产品销量。2014 年、2015 年和 2016 年，公司热水循环屏蔽泵分别增长了 25.28%、16.22% 和 46.71%，同时，由于热水循环屏蔽泵供不应求，公司议价能力提升，2014 年、2015 年

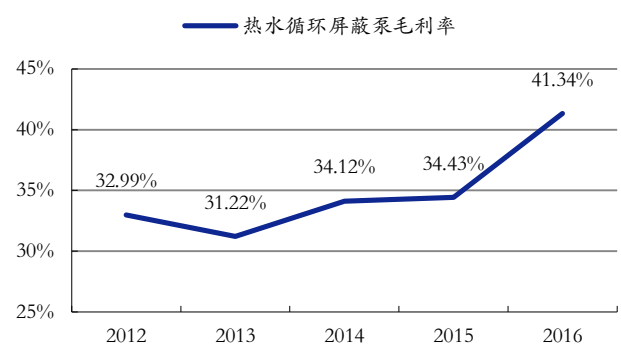
和 2016 年，热水循环屏蔽泵毛利率分别为 34.12%、34.43%、41.34%，毛利率稳步提升。

图 6：2016 年屏蔽泵收入 7.67 亿元，同比增长 46.71%



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：2016 年热水循环屏蔽泵同比增长 6.91%



资料来源：wind，安信证券研究中心

过去几年，燃气壁挂炉行业整体保持高速增长，2016 年国内壁挂炉销量达到 210 万台，我们预计，京津冀无煤区的建设更加使得 2017-2018 年燃气壁挂炉行业需求量有望接近 400 万台每年。热水循环屏蔽泵作为燃气壁挂炉的零部件之一，是其成本的重要组成部分。在此次煤改气中，政府对壁挂炉的采购采取招标模式，国内企业会在采购中更具有优势，同时为了达到招标价格要求，企业会对壁挂炉成本进行控制，选择高性价比的国产热水循环屏蔽泵。公司热水循环屏蔽泵在国内市场具有较高的占有率，产品售价低于国外同类产品，性价比高，在业内口碑好，将会直接受益煤改气政策所带来的壁挂炉行业的放量，从而拉动公司整体业绩增长。

**募投项目产能稳步释放提升盈利能力：**截至 2016 年，公司热水循环屏蔽泵的产能为 120 万台，产能利用率已达 135%，产销率高达 97%。

表 6：大元泵业各类产品产能（单位：万台）

年份	项目	小型潜水电泵	井用潜水电泵	陆上泵	热水循环屏蔽泵	空调制冷屏蔽泵	化工屏蔽泵	合计
2017Q1	产能	53	41.5	48.6	130	0.44	0.18	273.72
2016	产能	53	33	44	120	0.4	0.16	250.6
	产能利用率	96%	86%	98%	135%	93%	67%	
	产销率	96%	95%	98%	97%	100%	92%	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

IPO 募集资金 4.3 亿，按轻重缓急用于年产 120 万台农用水泵技术改造项目、年产 72 万台屏蔽泵扩能项目、技术研发中心建设项目和偿还银行贷款项目。年产 120 万台农用水泵技术改造项目达产后可年产井用泵大元 QJ 系列 80 万台、欧美井泵 DS 系列 37 万台、太阳能深井泵 3 万台；年产 72 万台屏蔽泵扩能项目达产后将实现 70 万台热水循环屏蔽泵的生产，合计将增产 190 万台，随着产能稳步释放，公司盈利能力有望进一步提升。

表 7：IPO 募投项目情况

项目名称	备案单位	备案号	总投资金额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)	建设期 (月)
年产 120 万台农用水泵技术改造项目	温岭市经济和信息化局	温经信变更 [2015]29 号	22,550.00	21,657.59	24
年产 72 万台屏蔽泵扩能项目	合肥高新技术产业开发区经济贸易局	合高经贸 [2015]443 号	13,010.00	13,010.00	24

技术研发中心建设项目	合肥高新技术产业开发区经济 贸易局	合高经贸 [2015]442号	3,505.00	3,505.00	24
偿还银行贷款			5,000.00	5,000.00	-
<b>总计</b>			<b>44,065.00</b>	<b>43,172.59</b>	<b>-</b>

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 4.2. 迪森股份：清洁能源综合服务商，显著受益于京津冀煤改气

**外延并购，清洁能源综合服务商已成型：**公司通过并购，先后于2014年11月收购迪森热能设备100%股权，进入工业燃气锅炉业务，2015年9月收购上海敏欣85%股权，进入分布式能源项目，其中50%以上为燃气锅炉发电，2016年3月收购迪森家锅100%股权，进入家庭燃气具市场，布局家庭清洁能源终端，2016年9月，再收购成都世纪新能源51%股权，进一步加强天然气分布式能源业务。至此，通过强势并购，公司已经在居民燃气具(C)+工业燃气锅炉(B)+天然气发电(B)完成布局，加之原原有的生物质、清洁煤业务，公司已转型为清洁能源综合服务商。

**壁挂炉业务显著受益于京津冀煤改气：**迪森家居旗下“小松鼠”品牌壁挂炉系列产品，是行业内的知名品牌，也是最早获得欧洲CE产品认证的品牌。迪森家居全套引进欧洲最先进的自动化生产流水线及检测设备，是中国第一条全自动壁挂炉生产线；目前拥有3条壁挂炉自动化生产线，年生产能力达70万台。2016年以来，北京、河北、山东、河南、山西等地纷纷出台“煤改气”、“煤改电”民生配套工程相关支持和补贴政策，以提高城区和农村地区天然气普及率，为燃气壁挂炉行业带来巨大的市场机会。2017年的政府工作报告明确提出全面实施散煤综合治理，推进北方地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、以气代煤300万户以上。公司壁挂炉业务有望显著受益。据公司公告，公司在2017年上半年小松鼠壁挂炉订单量达到16万台，仅半年就超过了2016年全年14万台的销售量。

**表 8：2017 年上半年小松鼠壁挂炉销量**

时间	订单量 (台)	发货量 (台)	销售量 (台)
2017 年第二季度	85,689	98,519	77,025
2017 年上半年	160,199	140,235	116,413

资料来源：公司公告

**图 8：迪森家居壁挂炉自动化生产线、检测设备局部图**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**工业煤改气促进天然气锅炉和天然气分布式能源业务：**根据环保部最新要求，京津冀及周边地区各地核查上报的17.6万家散乱污企业在9月底不能进行升级改造的，一律要进行取缔关闭，随着此轮严格督查执法面的扩大，公司工业锅炉业务将因此受益。此外，由于天然气分布式能源可实现能源的梯级利用，效率高。受益于工业领域的煤改气的推进，公司的燃气锅炉和天然气分布式能源项目有望打开了长远的发展空间。

表 9: 2017 年上半年工业锅炉销量

时间	分类	订单量	发货量	销售量
2017 年第二季度	数量 (台)	238	159	171
	折算蒸吨数 (吨)	898	438	468
2017 年上半年	数量 (台)	336	250	281
	折算蒸吨数 (吨)	1,275	735	819

资料来源: 公司公告