



证券研究报告·上市公司简评

B 端标杆性项目落地，理顺可持续增长逻辑

迪森股份 (300335)

事件

设立孙公司襄阳迪森，投资湖北老河口天然气供热项目

2017 年 6 月 26 日，公司发布公告宣布，全资子公司迪森设备对外投资设立全资孙公司襄阳迪森，负责为湖北老河口经济开发区部分用能企业提供天然气供热运营服务。

湖北老河口经济开发区天然气供热项目拟采用 BOT（建设-运营-转让）合作模式，共投资建设 9 台“迪森”牌标准化天然气锅炉及相关附属设施，总装机规模为 40t/h，该项目签约年保底蒸汽用量为 16 万蒸吨。

简评

B 端标杆性项目落地，奠定长期增长基础

本次湖北老河口天然气供热项目将采用 BOT 形式，公司投资建设 9 台迪森牌标准化天然气锅炉，总装机规模 40t/h，年保底气量 16 万蒸吨。假设项目正常运营状态下年利用小时数为 5000 小时，则项目年蒸汽供应量可达到 20 万蒸吨，按照蒸汽价格 250 元/吨计算，该项目能够为公司增加每年约 5000 万营业收入，对业绩产生积极影响！

该项目规模较大，是公司在“煤改气”B 端市场拓展过程中拿下的标杆性项目。根据测算，“十三五”期间“工业端”煤改气将新增燃气锅炉投资约 300 亿元，同时新增上千亿方天然气销售量，市场空间可观。公司长期以来从事清洁能源运营业务，在运营领域具有技术和管理优势，本次项目落地是公司在 B 端业务领域的实力体现。在能源结构调整持续推进的大背景下，公司 B 端清洁能源运营业务高速增长的通道将逐渐打开，有望与 C 端业务一同形成驱动公司发展的核心动力，为长期持续发展奠定基础。

C 端业务爆发式增长，以龙头身份率先受益行业性机会

根据计算，“居民端”“煤改气”推进将带来 2020 年前近 2000 万台燃气壁挂炉需求，去年全国行业总销量为 160 万台，市场缺口巨大，出现行业性机会。公司旗下迪森家居是国内最早从事设计、开发、生产、销售、服务于一体的家用燃气壁挂炉企业之一，享有中国壁挂炉第一品牌的美誉。“小松鼠”壁挂炉是行业知名品牌，市销量连续十几年排名市场第一。2017 年一季度，壁挂炉销售 3.94 万台，同比增长约 500%，订单量达到 7.45 万台，以龙头身份率先受益行业性机会。

维持

买入

王祎佳

wangyijia@csc.com.cn

010-85130453

执业证书编号：S1440513090007

研究助理：于洋

yuyangzgs@csc.com.cn

010-86451150

研究助理：朱瀚清

zhuhanqing@csc.com.cn

021-68821600-805

发布日期：2017 年 6 月 27 日

当前股价：17.90 元

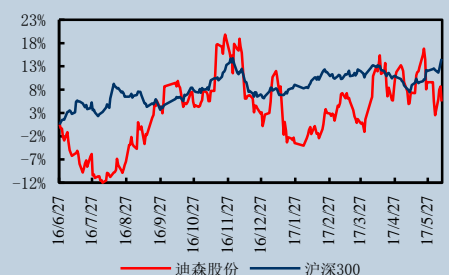
目标价格 6 个月：24.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.76/-5.13	4.74/8.38	4.99/-5.38
12 月最高/最低价 (元)			21.5/14.51
总股本 (万股)			36205.53
流通 A 股 (万股)			26257.68
总市值 (亿元)			64.81
流通市值 (亿元)			47.00
近 3 月日均成交量 (万)			616.11
主要股东			
常厚春			14.07%

股价表现



相关研究报告



半年报业绩高增，业绩加速释放

根据半年度业绩预告，公司 2017 年上半年预计实现归母净利润 7370 万元至 8671 万元，同比增长 70%-100%，其中非经常性损益 300 万元至 400 万元，比上年同期 1033 万元有所下降。与一季报归母净利润同比增速 65.01% 相比，业绩增速进一步提升，看好后续增长。

维持买入评级，继续重点推荐

公司本次 B 端标杆性项目落地，进一步印证了长期增长潜质。短期来看，C 端燃气壁挂炉销量将迎来爆发式增长，带来业绩提升；中长期来看，在能源结构调整大背景下，B 端天然气供热，燃气锅炉销售将显著受益，目前在手订单充裕，业绩拐点已经来临。预计公司 2017、2018 年分别实现归母净利润 2.22、3.03 亿元，折合 EPS0.61、0.84 元/股，维持买入评级，继续重点推荐！

表 1：盈利预测与估值模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1132.94	1222.98	1966.85	1983.63	营业收入	1060.66	1658.53	2392.58	2812.58
现金	544.77	188.64	860.92	561.40	营业成本	683.46	1119.77	1614.41	1834.19
应收账款	242.24	420.46	516.20	606.21	营业税金及附加	9.33	14.60	21.05	24.75
其它应收款	24.51	82.69	62.86	100.61	营业费用	93.38	116.10	167.48	196.88
预付账款	65.57	77.81	114.96	129.88	管理费用	118.15	137.66	200.98	239.07
存货	105.89	182.43	218.87	250.59	财务费用	6.83	8.29	11.96	14.06
其他	149.94	270.95	193.03	334.94	资产减值损失	5.68	2.36	2.03	1.85
非流动资产	1483.18	1260.56	1461.08	1532.26	公允价值变动收益	1.12	0.00	0.00	0.00
长期投资	7.56	7.56	7.56	7.56	投资净收益	4.99	0.00	0.00	0.00
固定资产	507.71	663.17	801.32	830.60	营业利润	149.92	259.77	374.66	501.78
无形资产	54.26	84.27	119.15	136.77	营业外收入	19.40	18.00	18.00	18.00
其他	913.65	505.57	533.05	557.33	营业外支出	8.79	2.00	2.00	2.00
资产总计	2616.12	2483.55	3427.92	3515.89	利润总额	160.54	275.77	390.66	517.78
流动负债	1072.50	874.07	1493.72	1145.84	所得税	15.99	27.58	36.33	48.15
短期借款	161.50	325.65	147.29	142.25	净利润	144.55	248.19	354.33	469.62
应付账款	238.26	335.30	520.55	475.71	少数股东损益	17.04	26.16	51.09	55.60
其他	672.75	213.12	825.89	527.87	归属母公司净利润	127.51	222.02	303.24	414.02
非流动负债	301.96	148.59	130.08	111.48	EBITDA	216.51	350.41	488.96	623.18
长期借款	155.15	112.89	87.57	55.11	EPS (摊薄)	0.35	0.61	0.84	1.14
其他	146.81	35.69	42.52	56.37					
负债合计	1374.47	1022.66	1623.81	1257.31	主要财务比率				
少数股东权益	183.60	209.77	260.86	316.46	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股									
东权益	1058.05	1251.12	1543.26	1942.11	成长能力				
负债和股东权					营业收入增长率	25.80%	56.37%	44.26%	17.55%
益	2616.12	2483.55	3427.92	3515.89	营业利润增长率	80.12%	73.26%	44.23%	33.93%



现金流量表					归属于母公司净利				
单位:百万元					润增长率	44.81%	74.12%	36.58%	36.53%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	获利能力				
经营活动现金					毛利率	35.56%	32.48%	32.52%	34.79%
流	577.39	-448.66	1185.52	-71.71	净利率	13.63%	14.96%	14.81%	16.70%
净利润	144.55	248.19	354.33	469.62	ROE	11.64%	16.99%	19.64%	20.79%
折旧摊销	55.97	74.64	98.30	105.41	ROIC	9.57%	14.14%	19.13%	21.09%
财务费用	6.83	8.29	11.96	14.06	偿债能力				
投资损失	-4.99	0.00	0.00	0.00	资产负债率	52.54%	41.18%	47.37%	35.76%
营运资金变动	390.14	-792.90	725.01	-659.16	净负债比率	29.28%	32.14%	14.82%	10.18%
其它	-15.12	13.11	-4.08	-1.65					
投资活动现金					流动比率	1.06	1.40	1.32	1.73
流	-723.75	133.52	-294.51	-174.64	速动比率	0.96	1.19	1.17	1.51
资本支出	408.05	30.27	149.21	39.73	营运能力				
长期投资	-7.56	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.43	0.65	0.81	0.81
其他	-323.26	163.79	-145.30	-134.91	应收账款周转率	4.92	5.01	5.11	5.01
筹资活动现金					应付账款周转率	3.37	3.90	3.77	3.68
流	-455.97	-248.68	-11.04	-53.16	每股指标(元)				
短期借款	-0.90	-43.53	29.32	-5.04	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.61	0.84	1.14
长期借款	123.65	-42.26	-25.33	-32.46	每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	-1.24	3.28	-0.20
其他	-578.72	-162.89	-15.04	-15.67	每股净资产(最新摊薄)	3.43	4.04	4.99	6.24
现金净增加额	-602.34	-563.82	879.97	-299.52	估值比率				
重要财务指标					P/E	21.65	30.64	22.44	16.43
单位:百万元					P/B	2.61	5.44	4.41	3.50
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	EV/EBITDA	13.17	20.92	13.32	10.98
营业收入	1060.66	1658.53	2392.58	2812.58					
同比(%)	25.80%	56.37%	44.26%	17.55%	永续增长率	3.00%		WACC	7.55%
归属母公司净利润	127.51	222.02	303.24	414.02	终值	-3448.56		Ke	10.60%
同比(%)	44.81%	74.12%	36.58%	36.53%	企业价值	-3965.14		Kd	0.00%
毛利率(%)	35.56%	32.48%	32.52%	34.79%	非核心资产价值	298.01		t	10.00%
ROE(%)	11.64%	16.99%	19.64%	20.79%	债务价值	504.60		Rf	4.00%
每股收益(元)	0.35	0.61	0.84	1.14	股权价值	-4381.49		Rm	10.00%
P/E	21.65	30.64	22.44	16.43	股本	361.88		Rm-Rf	6.00%
P/B	2.61	5.44	4.41	3.50	每股价值	-12.11		Beta	1.10
EV/EBITDA	13.17	20.92	13.32	10.98					

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

王祎佳：环保行业首席分析师，毕业于英国剑桥大学，计算生物学硕士。2012 年加入中信建投证券研究所，曾任煤炭行业分析师，2015 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队。2015 年 12 月起任环保行业分析师，2016 年新财富环保行业最佳分析师入围。善于抓住环保行业细分领域的投资机会，打造差异化研究。

研究助理 于洋：毕业于香港大学，工学硕士。具有 4 年环保行业从业经验，2016 年开始从事卖方证券研究工作，2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理 朱瀚清：2015 年毕业于伦敦政治经济学院，金融与经济学硕士。2016 年加入中信建投证券研究发展部，2016 年新财富环保行业最佳分析师入围团队。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622