

分析师:

汪洋

S0190512070002

wang\_yang@xyzq.com

增持

(维持)

研究助理:

王文灿

[wangwencan@xyzq.com.cn](mailto:wangwencan@xyzq.com.cn)

孟维维

mengweiwei@xyzq.com.cn

## 迪森股份 (300335)

### 北方地区园区供气首单，异地复制加速

2014年10月30日

#### 投资要点

##### 事件:

10月30日晚间，公司公告：公司与石家庄市高邑县人民政府签署了《关于生物燃气集中供气项目的合作框架协议》，就公司在石良庄氧化锌工业园投资建设生物燃气集中供气站项目达成一致，总投资金额预计1.5亿元，采用BOO模式。

##### 点评:

北方地区园区供气首单，预计一期项目投产后贡献收入约1.5亿元。此次公司签订的石良庄氧化锌工业园生物燃气集中供热站项目，是公司在北方地区首个生物质供燃气（BGF）项目，总投资预计1.5亿元，其中一期项目建设规模拟定为50MW生物燃气集中供气站，折合天然气量为10万立方米/日，项目二期投资将根据未来园区企业后续用气及新入园企业用气情况采取一期扩容或分站建设等方式投资建设，预计项目全部建成投产后用能规模折合天然气用量为30万立方米/天。按照我们的测算，1吨BMF产生的可燃气折合城市天然气（8300大卡）大致为320-340立方，因此一期项目折算项目BMF消耗量大致为11万吨/年，二期项目全部建成投产后折算BMF消耗量为33万吨/年。按照项目规模，石良庄氧化锌工业园项目与肇庆项目体量相当。按照我们的估算，预计一期项目投产后将贡献收入达到1.5亿元左右。今年年底形成BMF消耗量（产能）36.3万吨/年，石良庄氧化锌工业园项目一期规模占目前公司产能的30%，全部建成规模为目前公司产能的91%。

煤气改生物燃气，分散供气改集中供气，北方大型项目意义重大。石良庄氧化锌工业园原本采用分散煤气发生炉供气，此次签订的合作框架中明确约定该类煤气发生炉必须在项目建成完工后两个月内全部关停。我们强调这是公司首次取得生物燃气替代已成型供气的煤气项目（前期项目为替代天然气），且是公司在北方地区的首个订单，标杆意义重大，大型化证明生物质供气的环保优势得到大气重度污染地区政府的认可。这与我们在前期《供热行业转型升级深度报告：治霾先制煤，谈清洁供热的三个方向》强调的观点完全一致！

关键是看变量和预期差！我们在前期报告中就一直强调，现阶段我们推迪森，看中两大变量引致两大预期差，这是我们近期持续推荐迪森股份的关键！我们认为仍有必要再次强调：

1) 50亿元120个BMF供热示范项目政策意义须重新审视！我们认为发改委和环保部发布50亿元两年内建设120个BMF供热示范项目对于迪森股份而言，不仅仅是政府投资/补贴角度是对公司生物质供热业务的利好；从更深远的意义上看，我们更强调该政策是生物质供热项目上马的路条和牌照。由于环保部参与政策制定，地方环

请阅读最后一页信息披露和重要声明

保部门对于生物质供热项目的环评进度大大加快，我们认为这才是“示范项目”更为重要的意义，因此“50 亿元 120 个 BMF 供热项目”并不应该被理解为短期的市场规模，而更应该被理解为“尖尖小荷”——路条和环评通过会引致更大的项目需求，50 亿 120 个项目仅是撬动生物质供热市场的杠杆！

**2) 非居民存量天然气门站价上调意义重大。**9 月 1 日起非居民用存量天然气门站价将最高上浮 0.4 元/立方（详见我们于 8 月 13 日发布的报告《燃气价改继续，凸显生物质供热成本优势》）。按照发改委“15 年存、增量气价格并轨”的方案部署，预计 15 年仍将有一次 0.4-0.5 元/立方的存量气价上调。我们强调存量气中有 770 亿立方为非居民用气，存量气价连续上浮将对工业企业产生较大的成本压力，而迪森股份生物质燃气（BGF）具有非常明显的成本优势：在保证迪森股份 20% 产品毛利率的前提下，BGF 综合价格（含税）为 3.49 元/立方，较深圳大客户工业用天然气价格 4.2 元/立方（此次调价之前），BGF 强有力的价格优势将开启替代工业用燃气的大市场。

我们再次强调，迪森股份 BMF 供热、BGF 替代燃煤是环保优势，替代天然气是成本优势。“50 亿元政策”和天然气价改同时向公司两大业务（BMF 供气和 BMF 供热）提供了大发展的机遇期，相信今年后续公司大订单将喷薄而出！

**投资建议：给予增持评级。**我们预测 14、15、16 年 EPS 为 0.24、0.36、0.55 元，对应 PE 为 67、43、28 倍。我们认为今年二三季度是公司业绩同比增速低点，四季度肇庆项目投产将是公司业绩变化的起点！明年权盛陶瓷/广西荔深/梅州项目贡献业绩增量，公司未来业绩将是一年一个新台阶，坚定看好迪森股份发展前景——政策驱动力度大（投资+路条+环保优势）+天然气市场化改革（成本优势愈发明显）。目前公司市值仅 50 亿，空间极大，三年我们看百亿市值，给予增持评级，强烈建议投资者持续关注！

**风险提示：公司项目进度低于预期。**

**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场  
 中 性: 相对表现与市场持平  
 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%  
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间  
 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间  
 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

**【法律声明】**

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。