

中小股票

2014年07月22日

迪森股份 (300335)

——签订宜昌东山园区供热合同，“示范项目”落地开花，区域扩张再下一城，维持“增持”评级

报告原因：有信息公布需要点评

增持

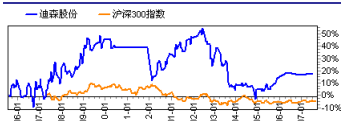
维持

市场数据:	2014年07月21日
收盘价(元)	11.75
一年内最高/最低(元)	20.99/9.3
上证指数/深证成指	2055/7275
市净率	3.1
息率(分红/股价)	1.28
流通A股市值(百万元)	1897

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	3.83
资产负债率%	11.25
总股本/流通A股(百万)	314/161
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《迪森股份(300335)深度报告 —— 生物质系列报告之三:锐意进取的生物质供热先锋》 2014/07/21

《环保新能源特性显著,生物质能行业前景广阔——生物质系列报告之一》 2014/5/19

证券分析师

孟焜勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持

刘嘉庆 A0230113080005
liujq@swsresearch.com

联系人

刘嘉庆
(8621)23297818x7568
mengyy@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	415	1	69	16	0.22	29.3	8.8	53	39
2014Q1	94	0	16	6	0.05	27.2	2.0		
2014E	415	0	81	17	0.26	32.4	9.3	46	39
2015E	781	88	124	54	0.40	32.1	12.6	30	29
2016E	1,341	72	214	72	0.68	30.3	17.7	17	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **事件:**公司公告与宜昌高新技术产业开发区管理委员会签署了《生物质成型燃料锅炉集中供热项目合作框架协议》。公司在东山园区内投资新建3×15t/h(暂定)生物质成型燃料锅炉集中供热站,采用B00(建设-运营-拥有)模式,预计将在后续相关协议签订后4个月内完成项目建设并投产。
- **示范项目开始落地开花,下半年订单公告序幕开启。**宜昌开发区是湖北第一个国家循环经济试点园区,其中东山园区(六大核心园区之一)2013年用热总量接近12万吨蒸汽,预计3×15t/h项目建成后对应年运营收入3000-3500万元。在国家今年6月份下达建设“120个生物质供热示范项目”的通知后,7月份公司新订单即已开始落地,显示政策转向后地方落实示范工程的动力实质性加强,公司的拿单能力也得到验证,未来一年是公司订单集中释放期,下半年订单公告序幕开启。
- **华中大项目第一单,区域扩张再下一城。**东山园区是公司珠三角、长三角之外的第一单大项目,公司在浙江成立合资公司后,紧接着在华中地区又取得突破,区域扩张再下一城。项目将由公司在所在地注册的合资公司投资建设,公司与资源方股权7:3分成的模式有望未来在全国其他区域大量复制,公司市场开拓由区域走向全国态势已然形成。
- **“排他/合资/短周期/B00”模式有望成为标配,订单落地将直接锁定未来业绩增长。**此次园区供热合同中约定的供热专营权、B00模式有望成为未来项目标配,利用合资方的资源进行异地开拓,并在短周期内实现项目建设并投产,显示出在市场爆发期公司客户开发干练、迅猛的作风,由于公司业务采用长期运营模式,随着订单相继落地,未来业绩高增长逐步锁定。
- **维持“增持”评级。**公司作为苦练内功多年的生物质供热龙头,有望凭借明显的竞争优势,在行业增长、区域扩张的时期,最大程度摄取规模增长,迅速做大做强。维持2014-2016年每股收益为0.26/0.40/0.68元,对应2014-2016年46/30/17倍PE。公司具备成长的确定性和爆发性,将迎来三年增长机遇期,维持“增持”评级。

表 1：盈利预测表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	410	415	415	781	1341
二、营业总成本	362	355	334	661	1124
其中：营业成本	283	293	280	530	934
营业税金及附加	2	2	2	3	5
销售费用	21	19	21	55	67
管理费用	41	41	42	86	134
财务费用	13	(2)	(9)	(13)	(17)
资产减值损失	2	1	(1)	1	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	48	60	81	119	216
加：营业外收入	16	23	8	19	20
减：营业外支出	1	7	0	1	1
四、利润总额	63	76	89	137	235
减：所得税	4	7	8	13	22
五、净利润	59	69	81	124	214
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	59	69	81	124	214
六、全面摊薄每股收益	0.19	0.22	0.26	0.40	0.68

资料来源：申万研究

表 2：毛利拆分表

单位：百万元		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
BMF 热力	收入	332	349	369	540	926
	成本	212	233	248	362	639
	毛利	120	116	122	178	287
	毛利率	36.1%	33.1%	33.0%	33.0%	31.0%
	收入占比	81.0%	84.6%	89.0%	69.2%	69.1%
	毛利占比	93.8%	95.0%	90.6%	71.2%	70.7%
BGF	收入	78	63	36	161	304
	成本	70	57	25	114	219
	毛利	8	6	11	47	85
	毛利率	10.2%	9.5%	30.0%	29.0%	28.0%
	收入占比	19.0%	15.4%	8.6%	20.6%	22.7%
	毛利占比	6.2%	5.0%	7.9%	18.6%	21.0%
BOF	收入				70	100
	成本				47	68
	毛利				23	32
	毛利率				33.5%	32.0%
	收入占比				9.0%	7.5%

	毛利占比			9.4%	7.9%
其他	收入		10	10	10
	成本		8	8	8
	毛利		2	2	2
	毛利率		20.0%	20.0%	20.0%
	收入占比		2.4%	1.3%	0.7%
	毛利占比		1.5%	0.8%	0.5%
合计	收入	410	412	415	781
	成本	282	291	280	530
	毛利	128	122	135	250
	毛利率	31.2%	29.5%	32.4%	32.1%

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。