

# C 端进入平稳发展期，财务费用提升影响业绩（更新）

## 事件

### 公司发布 2018 年半年度业绩预告

公司发布 18 年半年度业绩预告，预计归母净利润 8788.38 万元—9667.22 万元，同比增长 0%—10%。公司有息负债规模增大，财务费用增加。预计非经常性损益对净利润影响约为 600 万元。

## 简评

### “煤改气”步入理性发展期，公司龙头优势得以体现

2017 年“煤改气”的强力推行造成多地用气荒。进入 2018 年后，河北等地纷纷下发通知，暂停扩大“煤改气”进程，短期来看，“煤改气”可能放缓。受此影响，公司 C 端煤改气业务开展相对滞后，二季度归母净利润预计将受到一定冲击。但“煤改气”长期趋势不变，公司将受益于各地清洁能源改造，同时公司 B 端运营业务保持稳定增长，看好公司长期发展。此外，2018 年 7 月 3 日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》。《计划》十分重视能源结构调整。目前，迪森股份正在为“煤改气”的全面实施做布局。在河北、河南、山东、山西、天津等地，公司均已设立团队，负责“煤改气”工作。全年来看，在国家“蓝天保卫战”的长期政策支持下，公司业绩将迎来一个稳定的增长。

### 深入 C 端布局，迎接“煤改气”全面展开

公司 C 端业务在一定程度上受到“煤改气”市场波动的影响，但长期来看，短期的波动不改变“煤改气”未来的发展趋势。2017 年 C 端壁挂炉销量为 41.40 万台，同比增长近 2 倍，“小松鼠”壁挂炉销量在行业排名第一，市占率从 6% 提升至 10% 左右。2018 年，公司积极布局“2+26”通道城市“煤改气”市场。截至目前，公司 C 端设备在手订单共 35-40 万台（不包括零售端）。丰富的订单数保障了公司未来的获利能力。同时，公司 18 年加大 C 端业务品牌投入，随着未来各地“煤改气”政策的陆续落地，公司 C 端业务有望加速释放。

### 与锦江合作，推动 B 端运营业务发展

3 月 29 日，迪森股份与锦江集团签署综合能源管理战略合作框架协议。锦江集团拥有较大规模的自备供热/发电设施。迪森公司则拥有完善的能源第三方服务体系。目前公司 B 端运营业务收入占整体营业收入 41.7%。公司与锦江的合作将进一步扩大公司 B 端运营市场，充分利用双方现有资源，实现优势互补。

## 迪森股份 (300335)

维持

买入

万炜, CFA

wanwei@csc.com.cn

021-68821626

执业证书编号: S1440514080001

郑小波

zhengxiaobo@csc.com.cn

0755-23952703

执业证书编号: S1440518060001

发布日期: 2018 年 07 月 25 日

当前股价: 9.51 元

目标价格 6 个月: 12.15 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         |
|----------------|---------------|---------------|
| -9.94/         | -29.76/-32.49 | -43.29/-42.18 |
| 12 月最高/最低价 (元) |               | 23.67/8.96    |
| 总股本 (万股)       |               | 36,306.86     |
| 流通 A 股 (万股)    |               | 26,517.62     |
| 总市值 (亿元)       |               | 34.53         |
| 流通市值 (亿元)      |               | 25.22         |
| 近 3 月日均成交量 (万) |               | 645.87        |
| 主要股东           |               |               |
| 常厚春            |               | 14.03%        |

### 股价表现



### 相关研究报告

|          |                                                     |
|----------|-----------------------------------------------------|
| 17.12.14 | 迪森股份 (300335.SZ): 高管增持公司股份, 彰显未来发展信心.pdf            |
| 17.10.27 | 迪森股份 (300335.SZ): 前三季度业绩同增 84%, “煤改气”区域扩大提供增长支撑.pdf |

### 收购常州锅炉，促进 B 端装备业务增长

迪森股份拟以现金 4200 万元收购常州锅炉 100%股权。目前，常州锅炉具备较为完全的资质和良好的工业锅炉开发技术实力，2017 年常州锅炉实现营业收入 4896.90 万元，净利润 2540.39 万元。根据公司计划，收购常州锅炉之后，公司将进一步扩展工业锅炉产品，并将常州锅炉打造成迪森 B 端装备的制造研发基地。此项计划必将极大提高公司装备制造能力和核心竞争力。

### 拟发行可转换公司债券，支持公司业务扩张，看好公司前景

公司拟公开发行可转债不超过 6 亿元，募集资金的 45%将用于常州锅炉年产 20000 蒸吨清洁能源锅炉改扩建项目，25%将用于迪森家居项目升级，这将有助于公司 B 端及 C 端的产能扩张，助力公司提高市场占有率。公司作为新型能源热能服务企业，在国家政策的支持下，持续升级自身业务，未来必将迎来一个较快速的发展期。我们预计公司 2018-2020 年营业收入 25.15、31.57 和 38.89 亿元，归母净利润 2.93、3.95 和 4.72 亿元，对应 EPS 0.81、1.09 和 1.30 元。

**表 1：近年迪森股份收购项目**

| 首次披露日      | 交易标的         | 交易买方 | 标的方所在行业       | 交易总价值（万元） |
|------------|--------------|------|---------------|-----------|
| 2018-04-21 | 常州锅炉 100%股权  | 迪森股份 | 工业机械          | 4200      |
| 2016-12-30 | 池州瑞恩 33.8%股权 | 迪森股份 | 电力            | 0         |
| 2016-11-29 | 铭汉股份 15%股权   | 迪森股份 | 电子制造服务        | 416.67    |
| 2016-10-29 | 粤西迪森 100%股权  | 前海金迪 | 复合型公用事业       | -599.68   |
| 2016-08-26 | 湖南索拓 51%股权   | 迪森股份 | —             | 1147.5    |
| 2016-06-07 | 世纪新能源 51%股权  | 迪森股份 | 独立电力生产商与能源贸易商 | 36720     |
| 2016-03-22 | 迪森家锅 100%股权  | 迪森股份 | 家用电器          | 73500     |
| 2015-09-30 | 上海敏欣 85%股权   | 迪森股份 | 石油天然气设备与服务    | 5100      |
| 2015-05-29 | 瑞迪租赁 5%股权    | 迪森股份 | 其他多元金融服务      | 900       |
| 2015-01-29 | 广州中瑞 53%股权   | 迪森股份 | 信息科技咨询与其他服务   | 552.55    |

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**表 2：迪森股份财务报表及指标预测**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 会计年度            | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| <b>流动资产</b>    | 1553.97     | 2057.56      | 2487.92      | 3528.91      | <b>营业收入</b>     | 1920.71     | 2514.97      | 3157.13      | 3888.55      |
| 现金             | 484.58      | 628.74       | 987.05       | 1609.01      | 营业成本            | 1272.87     | 1680.84      | 2114.01      | 2605.69      |
| 应收账款           | 328.62      | 789.15       | 614.02       | 898.19       | 营业税金及附加         | 12.32       | 19.13        | 22.14        | 28.43        |
| 其它应收款          | 202.82      | 110.32       | 282.77       | 210.48       | 营业费用            | 117.96      | 176.05       | 207.45       | 263.85       |
| 预付账款           | 53.37       | 114.72       | 119.16       | 144.95       | 管理费用            | 142.63      | 201.20       | 243.51       | 305.50       |
| 存货             | 333.59      | 301.40       | 363.47       | 537.71       | 财务费用            | 28.87       | 25.67        | 8.66         | 1.95         |
| 其他             | 151.01      | 113.24       | 121.46       | 128.57       | 资产减值损失          | 45.43       | 17.54        | 22.88        | 28.62        |
| <b>非流动资产</b>   | 1815.77     | 1742.55      | 1637.42      | 1605.45      | 公允价值变动收益        | -0.99       | 0.29         | 0.14         | -0.19        |
| 长期投资           | 17.11       | 17.11        | 17.11        | 17.11        | 投资净收益           | 3.78        | 4.38         | 4.08         | 4.23         |
| 固定资产           | 629.18      | 573.04       | 516.89       | 460.75       | <b>营业利润</b>     | 318.93      | 399.21       | 542.71       | 658.54       |
| 无形资产           | 68.90       | 66.63        | 64.36        | 62.09        | 营业外收入           | 2.24        | 13.06        | 11.57        | 8.96         |
| 其他             | 1100.58     | 1085.78      | 1039.06      | 1065.50      | 营业外支出           | 19.73       | 10.32        | 12.95        | 14.33        |
| <b>资产总计</b>    | 3369.74     | 3800.11      | 4125.34      | 5134.36      | <b>利润总额</b>     | 301.45      | 401.94       | 541.33       | 653.17       |
| <b>流动负债</b>    | 1614.33     | 1776.45      | 1722.91      | 2293.29      | 所得税             | 46.13       | 60.29        | 81.20        | 97.98        |
| 短期借款           | 460.24      | 124.99       | 0.00         | 0.00         | <b>净利润</b>      | 255.31      | 341.65       | 460.13       | 555.19       |
| 应付账款           | 404.12      | 444.21       | 622.73       | 692.33       | 少数股东损益          | 42.29       | 48.43        | 65.23        | 83.12        |
| 其他             | 749.98      | 1207.25      | 1100.18      | 1600.96      | <b>归属母公司净利润</b> | 213.02      | 293.22       | 394.90       | 472.07       |
| <b>非流动负债</b>   | 247.23      | 237.55       | 236.38       | 220.38       | EBITDA          | 397.17      | 483.29       | 609.78       | 718.91       |
| 长期借款           | 127.55      | 117.55       | 107.55       | 97.55        | EPS（摊薄）         | 0.59        | 0.81         | 1.09         | 1.30         |
| 其他             | 119.68      | 120.00       | 128.83       | 122.84       |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1861.56     | 2014.00      | 1959.29      | 2513.67      | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 243.09      | 291.52       | 356.75       | 439.87       | <b>会计年度</b>     | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 归属母公司股东权益      | 1508.18     | 1786.11      | 2166.04      | 2620.69      | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 3369.74     | 3800.11      | 4125.34      | 5134.36      | 营业收入增长率         | 81.09%      | 30.94%       | 25.53%       | 23.17%       |
|                |             |              |              |              | 营业利润增长率         | 112.73%     | 25.17%       | 35.95%       | 21.34%       |
|                |             |              |              |              | 归属于母公司净利润增长率    | 67.06%      | 37.65%       | 34.68%       | 19.54%       |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>会计年度</b>    | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | 毛利率             | 33.73%      | 33.17%       | 33.04%       | 32.99%       |
| <b>经营活动现金流</b> | 234.21      | 539.84       | 625.43       | 710.18       | 净利率             | 11.09%      | 11.66%       | 12.51%       | 12.14%       |
| 净利润            | 255.31      | 293.22       | 394.90       | 472.07       | ROE             | 16.84%      | 19.62%       | 21.83%       | 21.65%       |
| 折旧摊销           | 70.18       | 58.41        | 58.41        | 58.41        | ROIC            | 41.05%      | 29.00%       | 43.56%       | 58.06%       |
| 财务费用           | 32.07       | 25.67        | 8.66         | 1.95         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 投资损失           | -3.78       | -4.38        | -4.08        | -4.23        | 资产负债率           | 55.24%      | 53.00%       | 47.49%       | 48.96%       |
| 营运资金变动         | -338.34     | 118.20       | 102.17       | 99.04        | 净负债比率           | 30.91%      | 35.73%       | 45.83%       | 28.57%       |
| 其它             | 218.77      | 48.72        | 65.37        | 82.94        | 流动比率            | 0.96        | 1.16         | 1.44         | 1.54         |
| <b>投资活动现金流</b> | -440.19     | 39.95        | -9.25        | 1.26         | 速动比率            | 0.76        | 0.99         | 1.23         | 1.30         |
| 可供出售金融资产       | -1.08       | 7.87         | -4.89        | 0.64         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 长期投资           | -7.73       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 总资产周转率          | 0.64        | 0.70         | 0.80         | 0.84         |
| 其他             | -431.38     | 32.08        | -4.36        | 0.62         | 应收账款周转率         | 5.98        | 5.93         | 5.92         | 5.91         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 147.23      | -435.63      | -257.88      | -89.48       | 应付账款周转率         | 5.98        | 5.93         | 5.92         | 5.91         |
| 短期借款           | 298.74      | -335.25      | -124.99      | 0.00         | <b>每股指标（元）</b>  |             |              |              |              |
| 长期借款           | -27.60      | -10.00       | -10.00       | -10.00       | 每股收益（最新摊薄）      | 0.59        | 0.81         | 1.09         | 1.30         |
| 其他             | -123.90     | -90.38       | -122.89      | -79.48       | 每股经营现金流（最新摊薄）   | 0.65        | 1.49         | 1.72         | 1.96         |
| <b>现金净增加额</b>  | -58.74      | 144.17       | 358.30       | 621.96       | 每股净资产（最新摊薄）     | 4.16        | 4.93         | 5.97         | 7.23         |
|                |             |              |              |              | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| <b>重要财务指标</b>  |             |              |              |              | P/E             | 18.00       | 13.06        | 9.70         | 8.11         |
| <b>主要财务指标</b>  | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | P/B             | 16.64       | 9.59         | 7.06         | 4.90         |
| 营业收入           | 1920.71     | 2514.97      | 3157.13      | 3888.55      | EV/EBITDA       | 9.59        | 7.06         | 4.90         | 3.38         |
| 同比(%)          | 81.09%      | 30.94%       | 25.53%       | 23.17%       |                 |             |              |              |              |
| 归属母公司净利润       | 213.02      | 293.22       | 394.90       | 472.07       | 永续增长率           | 3.00%       |              | WACC         | 10.05%       |
| 同比(%)          | 67.06%      | 37.65%       | 34.68%       | 19.54%       | 终值              | 1981.71     |              | Ke           | 10.50%       |
| 毛利率(%)         | 33.73%      | 33.17%       | 33.04%       | 32.99%       | 企业价值            | 7848.41     |              | Kd           | 0.00%        |
| ROE(%)         | 16.84%      | 19.62%       | 21.83%       | 21.65%       | 非营业资产价值         | 1102.76     |              | t            | 15.00%       |
| 每股收益(元)        | 0.59        | 0.81         | 1.09         | 1.30         | 付息债务            | 392.54      |              | Rf           | 3.50%        |
| P/E            | 18.00       | 13.06        | 9.70         | 8.11         | 股权价值            | 7164.35     |              | Rm           | 10.50%       |
| P/B            | 16.64       | 9.59         | 7.06         | 4.90         | 股本              | 363.07      |              | Rm-Rf        | 7.00%        |
| EV/EBITDA      | 9.59        | 7.06         | 4.90         | 3.38         | 每股价值            | 19.73       |              | Beta         | 1.00         |

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**万炜：**公用事业与环保研究员，华中科技大学经济学硕士，2014 年加入中信建投证券研究所，2015 年、2016 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队成员，2017 年新财富电力公用事业入围。

**郑小波：**环保行业研究员，中山大学投资学硕士。6 年卖方环保公用研究经验（3 年港股+3 年 A 股），2016 年新财富公用事业入围，2017 年金牛奖环保第三名核心成员。

**冯佳** 010-86451420 fengjiazgs@csc.com.cn

## 报告贡献人

### 研究服务

#### 社保基金销售经理

彭砚苹 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

#### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

#### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

#### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

#### 上海地区销售经理

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

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

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

#### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

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

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

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

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@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。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859