迪森股份（300335）重大事项点评

《2014 年能源工作指导意见》助推生物质产业发展

2014 年 1 月 27 日

事项：

- 1 月 24 日，国家能源局公布《2014 年能源工作指导意见》，其中强调“大力发展清洁能源，促进能源绿色发展”。要求积极推进生物质能和地热能开发利用。完善有关政策措施，积极推进生物质能和地热能供热示范工程建设，大力推广生物质能和地热能在民用和工业供热中的应用，鼓励生物质热电联产，在资源条件具备的区域优先使用地热能供热。**年内新增生物质能民用供热面积 800 万平方米，新增生物质能工业供热折合 100 万吨标准煤。**加快非粮燃料乙醇试点、生物柴油和航空涡轮生物燃料产业化示范。

评论：

- **明确生物质民用和工业供热产业发展。**生物质“十二五”规划指出，2015 年我国生物质成型燃料年利用量达到 1000 万吨（对应 500 万吨标准煤），供热总面积达 5000 万平方米（对应 250 万吨标准煤）。本次能源局指导意见中，明确 2014 年新增工业供热生物质成型燃料利用量 200 万吨，新增工业面积 800 万平方米或 80 万吨生物质成型燃料。我们认为，生物质“十二五”规划目标较高，而近年地方政府在推动成型燃料产业发展政策中相对落后。指导意见中将生物质供热明确提出，利好生物质成型燃料作为清洁燃料的中长期发展，未来区域性生物质供热规划也值得期待。2010 年，全世界生物质成型燃料产量超过 1500 万吨，其中瑞典供热能源中生物质成型燃料占比 70%左右。2010 年我国生物质成型燃料产量仅为 300 万吨，而资源总量每年约 4.6 亿吨标准煤，行业具备大规模发展条件。
- **公司立足珠三角，推进长三角，持续成长可期。**公司生物质 BMF 业务目前主要市场在珠三角地区，在替代传统燃煤燃重油锅炉和天然气锅炉中具备经济性和环保性双重优势。2013 年 9 月 12 日《大气污染防治行动计划》发布后，长三角和京津冀鲁等区域大气行动计划陆续出台，加快中小型燃煤燃重油工业锅炉快速退出，给生物质 BMF 锅炉开辟广阔市场。我们认为，未来公司除在珠三角夯实自身行业龙头地位外，长三角等地的快速推进是大概率事件。持续拿单能力和跨区域发展助推公司的快速成长。2013 年公司累计新签订单对应资金投入 1.33 亿元，在手订单保障 2014 年业绩增速。
- **风险提示。**BMF 原料价格波动风险；BGF 和 BOF 业务不确定性风险。
- **盈利预测及估值。**我们维持公司 2013-15 年 EPS 预测 0.38/0.57/0.82 元，CAGR 为 43%。维持 23.0 元目标价，重申“买入”评级，建议积极关注。

公司盈利预测及估值

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	365.29	410.30	452.22	766.32	1,125.79
增长率 YoY %	149.85	12.93	10.21	69.46	46.91
净利润（百万元）	46.17	59.37	78.65	119.11	171.59
增长率 YoY%	17.72	28.60	32.46	51.44	44.06
每股收益（元）	0.22	0.28	0.38	0.57	0.82
市场一致预期 EPS（元）	-	-	0.39	0.56	0.77
毛利率%	31.03	31.03	31.34	32.85	33.37
净资产收益率%	18.18	11.89	10.21	14.18	18.08
市盈率PE	88	68	52	34	24
市净率 PB	8.0	3.6	5.1	4.6	4.0
EV/EBITDA	23	19	30	20	14

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2014 年 1 月 24 日收盘价；EPS 按最新股本摊薄；一致预期取自 Wind；净利润为归属于母公司股东的净利润

中信证券 CITIC SECURITIES

买入（维持）

当前价：19.41 元

目标价：23.00 元

中信证券研究部

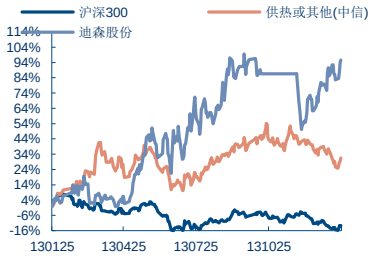
王祥麒

电话：021-20262117

邮件：wangxq@citics.com

执业证书编号：S1010513080001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	2245.68 点
总股本/流通股本	209.2 /101.1 百万股
近 12 月最高/最低价	19.81 元/19.15 元
近 1 月绝对涨幅	16.26%
近 6 月绝对涨幅	24.49%
今年以来绝对涨幅	8.77%
12 个月日均成交额	39.87 百万元

相关研究

1. 迪森股份（300335）2013 年三季报点评—业绩符合预期，成长正当时(2013-10-28)
2. 迪森股份（300335）2013 年三季度业绩预告点评—大气治理驱动未来业绩高增长(2013-10-15)

利润表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	365	410	452	766	1,126
营业成本	252	283	310	515	750
毛利率	31.0	31.0	31.3	32.8	33.4
营业税金及附加	2	2	3	5	7
营业费用	20	21	23	38	54
营业费用率	5.45	5.09	5.00	5.00	4.80
管理费用	34	41	45	77	115
管理费用率	9.44	9.89	10.00	10.00	10.20
财务费用	12	13	1	4	10
财务费用率	3.29	3.25	0.16	0.51	0.92
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	45	48	70	125	186
营业利润率	12.33	11.81	15.47	16.28	16.50
营业外收入	7	16	20	16	17
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	51	63	89	140	202
所得税	5	4	11	21	30
所得税率	10.2	6.4	12.0	15.0	15.0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	46	59	79	119	172
净利率	12.64	14.47	17.39	15.54	15.24
每股收益(元)(摊薄)	0.22	0.28	0.38	0.57	0.82

资产负债表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	35	275	188	183	210
存货	49	49	62	103	150
应收账款	44	74	81	139	206
其他流动资产	61	96	83	134	190
流动资产	190	494	415	559	756
固定资产	284	282	454	532	601
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	24	29	29	29	29
其他长期资产	15	37	14	15	16
非流动资产	324	348	497	576	645
资产总计	514	842	911	1,135	1,401
短期借款	164	28	28	28	28
应付账款	34	20	31	51	75
其他流动负债	19	22	30	44	58
流动负债	218	70	89	123	160
长期负债	0	0	0	100	200
其他长期负债	42	27	27	27	27
非流动性负债	42	27	27	127	227
负债合计	260	97	116	251	388
股本	105	139	209	209	209
资本公积	77	473	403	403	403
股东权益合计	254	745	795	885	1,013
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	514	842	911	1,135	1,401

现金流量表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	46	59	79	119	172
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	22	35	23	34	44
营运资金变动	-28	-75	10	-119	-137
其他	12	15	1	7	14
经营现金流	53	35	113	41	93
资本支出	-142	-55	-171	-112	-113
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资现金流	-142	-55	-171	-112	-113
发行股票	0	440	0	0	0
负债变化	103	-139	0	100	100
股息支出	-9	-12	-28	-30	-43
其他	10	-12	-1	-4	-10
融资现金流	104	277	-29	66	47
现金净净增加额	15	256	-87	-5	27

主要财务指标

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率（%）					
营业收入	149.85	12.32	10.21	69.46	46.91
营业利润	86.67	7.59	44.40	78.29	48.88
净利润	17.72	28.60	32.46	51.44	44.06
利润率（%）					
毛利率	31.03	31.03	31.34	32.85	33.37
EBIT Margin	15.57	15.49	15.74	17.25	17.77
EBITDA Margin	21.67	23.93	20.93	21.67	21.68
净利率	12.64	14.47	17.39	15.54	15.24
回报率（%）					
净资产收益率	18.18	11.89	10.21	14.18	18.08
总资产收益率	8.99	8.76	8.97	11.64	13.53
其他（%）					
资产负债率	50.55	11.58	12.72	22.07	27.67
所得税率	10.16	6.38	12.00	15.00	15.00
股利支付率	0.00	0.00	35.47	25.00	25.00

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称"中信证券"）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2014 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称"中信证券"，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的"主要美国机构投资者"发送。