

中性 首次

盾安环境（002011）

2009 年 4 月 22 日

短期业绩受需求制约，关注特种空调发展

机械及公用事业行业核心分析师：龙华

longh@htsec.com

021-23219411

机械行业助理分析师：舒灏

shuh@htsec.com

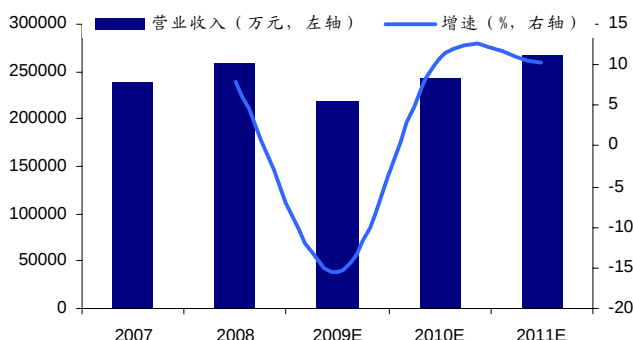
021-23219171

盾安环境今日公告一季报，公司 2009 年一季度营业收入 45935.34 万元，同比下降 35.15%，归属于母公司的净利润 3569.11 万元，同比下降 11.02%，每股收益 0.11 元，同比下降 0.01 元。

点评：

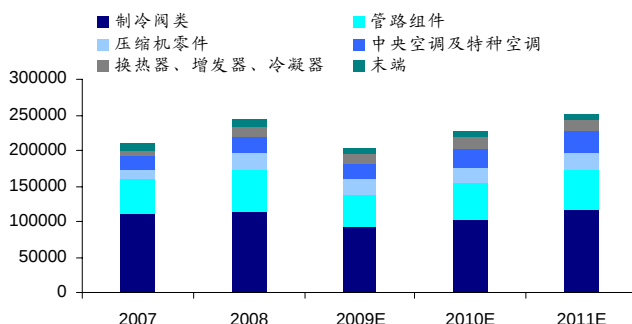
公司业务主要包括空调零件和中央空调两部分。公司生产多种空调阀门，目前公司是空调阀门的龙头企业之一，其中截止阀的国内市场占有率超过 40%，居行业第一，四通阀市场国内市场占有率超过 30%，居行业第二位。空调整机方面，公司生产中央空调和特种空调，拥有较强的技术实力，其中特种空调已应用在军工、核电站和通信基站等多个领域，是公司未来的重点发展方向。

图 1 公司营业收入及增速情况



资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 2 公司主营业务收入构成（万元）

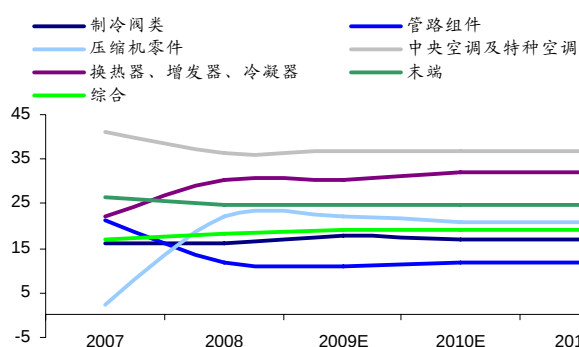


资料来源：公司资料、海通证券研究所

需求下降和铜价下跌导致公司收入下降：2008 年下半年以来，国内外经济形势严峻，公司主要收入来源于空调零件产品，尤其是空调阀门，占公司收入将近一半。受房地产行业影响，我国空调产业目前处于调整期，公司作为一家主要的空调阀门生产商，受下游需求萎缩的影响。公司约 13% 的收入来自出口，国外空调行业受金融危机影响，需求也不容乐观。此外，公司产品主要的原材料——铜的价格相比去年大幅下跌，公司产品价格也随之下跌，这也导致了公司收入的下降。

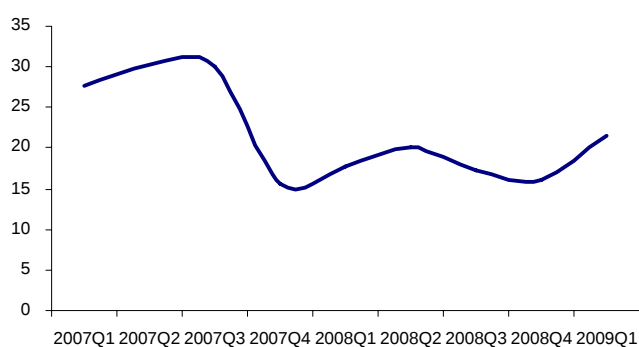
毛利率有所上升：公司 2009 年一季度毛利率为 21.55%，同比 08 年的 18.12% 有所上升，这主要是因为一季度铜价的上涨导致的。公司的空调零部件产品价格与原材料价格联动，铜价上升对公司提高毛利率有利，在与下游客户的谈判中，公司具有一定的议价能力，能维持比较稳定的毛利率。公司特种空调毛利率较高，未来公司特种空调占比将逐渐扩大，对整体毛利率的提高也有所帮助。预计 2009 年公司能维持比较稳定的毛利率。

图 3 公司分产品毛利率情况(%)



资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 4 公司单季度毛利率情况 (%)



资料来源：公司资料、海通证券研究所

空调零部件产品短期仍受制于空调行业的调整，长期发展空间较大。2008 年四季度公司收入下降达 77%，2009 年一季度收入降幅明显缩小，公司营业收入主要来源于空调零部件产品，我们预计 2009 年国内空调行业的调整还将继续，但下滑趋势将有所缓解。公司业绩短期受下游需求的制约。从长远看，我国的空调普及率仍远落后于西方发达国家，随着经济发展和人民生活水平提高，我国的空调行业还有很大的发展空间，公司作为空调阀门的龙头，具有长期发展空间。

公司费用下降明显：在经济环境不景气的情况下，公司积极控制费用支出，通过调整销售政策，2009 年一季度公司销售费用同比下降 51.37%，财务费用同比下降 58.63%。作为一家民营企业，公司提高效率，控制费用的能力较强。

特种空调将成为公司利润增长点：公司在特种空调方面保持积极进取的态度，作为第一家中标核电中央空调的企业，公司 2008 年已接到订单，合同总金额为 1699 万元，我国目前正在大力建设核电，预计 2009 年公司还会接到核电项目订单，目前特种空调收入占空调产品的比例还较低，不到 30%，预计以后将逐步提高。核电空调项目周期较长，对公司的影响要 2010 年以后才能逐步显现，目前公司正在大力发展通信空调业务，主要应用于机房及基站等领域，随着国内通信市场的快速，该产品面临广阔的市场空间。未来特种空调将成为公司的重要利润增长点。

盈利预测和估值：目前空调行业仍处于调整中，公司短期面临需求压力，公司正在积极发展特种空调，我国大力发展核电给公司带来了机遇，2008 年公司曾公告过非公开发行的预案，2009 年公司可能会继续推进增发事项，我们预测公司 2009 到 2011 年的每股收益为 0.44 元、0.48 元、0.54 元，4 月 22 日收盘价为 12.14 元，对应的 2009 到 2011 年的市盈率为 27.6 倍、25.3 倍、22.5 倍，估值基本合理，给予“中性”评级。

表 1 公司利润表预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	22,828.22	147,648.60	240,038.82	259,101.50	218,856.57	242,380.82	267,018.90
营业收入增长率(%)		13.84	546.78	62.57	7.94	-15.53	10.75
毛利率(%)	31.18	12.94	17.13	18.12	19.23	19.21	19.25
营业税金及附加（万元）	202.32	260.01	451.07	938.45	787.88	872.57	961.27
销售费用（万元）	2,293.21	3,325.32	8,031.93	8,765.28	5033.70	5574.76	6141.43
管理费用（万元）	1,824.94	3,791.28	8,686.41	11,759.26	10942.83	12119.04	13350.95
财务费用（万元）	-12.67	1,380.27	1,276.35	2,300.42	1947.82	2157.19	2376.47
资产减值损失（万元）	0.00	2,355.18	-1,804.63	1,981.16	1500.00	1500.00	1500.00
投资净收益（万元）	-2.41	438.96	1,086.52	169.77	160.00	160.00	160.00
营业外收入（万元）	42.64	158.43	454.05	1,532.26	0.00	0.00	0.00
营业外支出（万元）	9.13	198.15	242.77	476.02	0.00	0.00	0.00
利润总额（万元）	3,206.57	8,387.61	25,778.92	22,442.72	22029.32	24505.09	27230.66
所得税（万元）	1,141.13	216.83	4,536.28	3,349.39	3304.40	3675.76	4084.60
归属于母公司净利润（万元）	1,989.55	6,066.69	16,164.01	14,984.82	14043.69	15622.00	17359.55
摊薄每股收益（元）	0.06	0.19	0.50	0.46	0.44	0.48	0.54

资料来源：公司资料、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙 华：机械及公用事业行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、中铁二局、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业。

舒 灏：机械行业助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。