

盾安环境（002011）：提前进入生产旺季，特种空调成未来发展重点 增持（维持）

家电行业

2009年10月09日

高震

010-66045415 gaoz@txsec.com

事件描述：

2009年9月底，我们去盾安环境进行了实地调研，就公司2009年下半年的生产经营情况以及公司未来的发展战略与相关人员进行沟通。

评论：

1、生产提前一个月进入旺季。依照惯例，公司10月份才进入生产旺季，而今年由于各大空调厂商去库存化已完成（国家统计局数据显示，2009年8月底，我国空调企业库存为130亿元，同比下降24.45%），迫切需要补充库存，直接导致了公司在9月初就进入了生产旺季，比往年提早了1个月。目前公司截止阀的日产量接近20万只，产能已接近饱和。

2、原材料价格（主要是铜价）波动对公司毛利率影响较小。目前制冷配件产品仍是公司利润的稳定来源，利润占比达70%以上。铜是公司制冷配件产品的主要原材料，占生产成本的60%以上。公司产品定价主要是采取原材料价格+加工费的模式，利润较为稳定，因此铜价的波动虽然对公司收入有较大影响，但对公司毛利率影响并不大，这也是公司2009年上半年营业收入同比下降31.95%，而净利润同比却仅下降6.7%的主要原因。

3、产能扩张为公司发展铺平道路。2008年公司产品产能利用率除管路组件产品在90%以下，其余产品的产能利用率都在90%以上，储液器的产能利用率甚至都已经达到了98%，公司产品的产能利用率已接近极限。公司2009年9月定向增发所筹资金将新增产能截止阀1000万只、方阀800万只，四通阀1000万只，储液器500万只以及集成管路组件380万只，达产期为一年。达产后，公司产能将达到截止阀6750万只、四通阀2600万只、储液器1700万只和管路组件2980万只。我们认为，随着全球经济的触底回升，2010年下半年以后，全球对空调的需求量将稳步增长，尤其是国际新兴市场空调普及率较低，空调在这些市场仍然有很大的发展空间。另外，我国农村市场空调的每百户拥有量仅为8台，远远低于城镇100台的水平，随着我国农村居民收入的不断提高，空调在农村市场需求也将会进一步释放。公司此次产能扩张正当时，将配合全球经济复苏，为公司未来的发展铺平道路。同时也加大了新进入者的难度，继续保持与三花的双寡头垄断格局。

4、特种空调是公司未来发展的重点。

公司已经中标了秦山核电厂扩建项目中的两个冷水机组，价值1700万元，下半年仍有望继续中标。我国《国家核电中长期发展规划》，到2020年我国核电装机将年均新增650万千瓦，我们以每百万千瓦需5个冷水机组，每个冷水机组价值约850万元计算，每年核电冷水机组的需求在2.7亿元左右。由于公司是我国第一家为核电站配套生产核级冷水机组的厂家，先入优势非常明显，未来对冷水机组的供应也可能会远远高于其他厂家，

如果公司的冷水机组的供应量超过30%，那么核电冷水机组每年将为公司带来近亿元的收入。另外，公司还将通过自主研发和并购逐步进入核电制冷设备的其他三部分（风阀、风机、末端），公司核电制冷设备的收入还有望进一步增加。

未来三年3G空调需求量大。公司空调产品已进入3G领域，2009年已有近3000万的订单。目前我国正处在3G空调建设的高峰期，根据我国三大运营商的规划，未来3年内将新建近30万个基站，需求将达到近90亿元。另外现有基站的空调改造，将进一步采用节能空调，这也为公司空调产品带来广阔的空间。虽然目前我国基站空调70%以上的市场份额被国外品牌占据，但公司2009年的3000万订单说明，公司产品的质量已经达到了客户的要求，随着我国扩大内需，国产化的提高，我们认为公司基站空调的订单有望快速增加。

公司目前已涉足城市轨道交通空调，根据中国交通运输协会预测，到2010年我国城市轨道交通需配置车辆6000量，如果每辆有8节车厢，每节车厢需两台空调，而每台空调的价值在30万元左右，则今明两年，我国轨道交通空调的市场容量将在30亿元左右。目前杭州、武汉公司所在地均有再建地铁项目，公司地域优势非常明显，公司有望以此为切入点，迅速进入轨道交通空调领域。

按最新股本计算，我们预计公司2009年—2011年的EPS分别为0.39元、0.52元、0.63元，以9月30日收盘价12.49元计算，对应动态市盈率分别为32倍、24倍、20倍，维持“增持”的投资评级。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100