

买入 维持

盾安环境 (002011)

2010年7月16日

核电项目捷报频传，公司前景看好

机械行业核心分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
机械行业助理分析师：舒灏
SAC 执业证书编号：S0850210070005
shuh@htsec.com
021-23219171

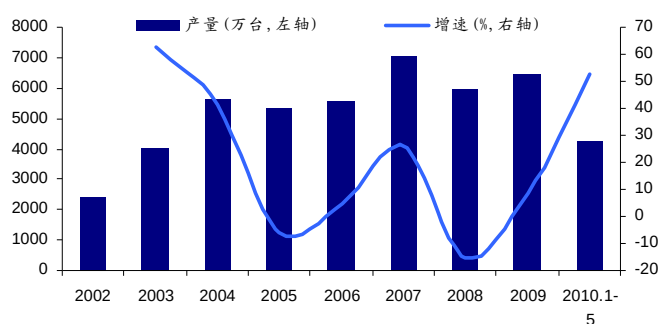
日前我们组织了对盾安环境的联合调研，就公司目前的经营情况、未来的发展方向等问题，与公司领导进行了交流。

1. 空调阀门行业龙头，目前空调销售情况良好

公司所处行业为家用空调上游的空调零部件行业，公司主营业务包括制冷阀门、管路集成组件、压缩机零部件和中央空调产品等，公司的截止阀、四通换向阀等产品已占据全球半壁江山。

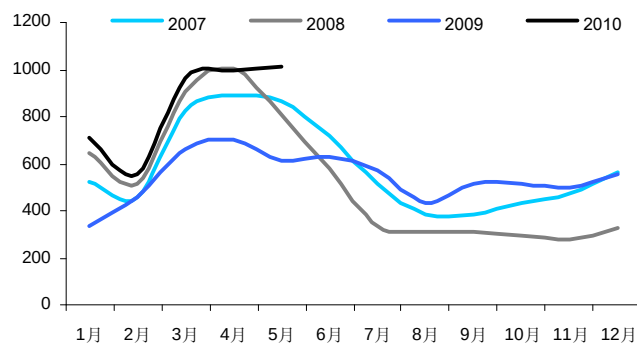
空调产量处于高位，带动公司产品需求：2009年下半年以来，空调行业逐步走出金融危机带来的影响，2009年空调产量6484.86万台，同比增长8.46%，2010年1到5月空调产量4237.7万台，同比增长52.9%，目前空调销量数据仍保持历史高位，我们对今年空调销量保持乐观，未来随着城市化的推进，居民收入水平的提高，空调需求将维持稳步增长，空调在日益普及的同时，其节能、舒适等要求也逐渐受市场关注，公司紧跟市场需求，不断开发新产品，预计未来公司的空调零部件业务将随空调行业保持稳步发展，市场份额保持稳定。

图1 国内空调产量年度情况



资料来源：产业在线、海通证券研究所

图2 国内空调产量月度推移（万台）



资料来源：产业在线、海通证券研究所

2. 核电项目捷报频传，有望获得整套核电暖通系统总包订单

公司是国内唯一一家可全系列参与核电空调项目投标的企业，7月1日公司公告中标4022万核电空调设备，将在未来18个月内交货。加上此前获得的核电空调订单，公司目前在手核电空调订单在1亿元左右，随着核电建设的加快，公司未来还有望继续获得订单。

2010年4月27日公司公告，出资8880万元收购江苏大通风机股份有限公司67%的股权，江苏大通及其控股公司大通宝富已经为泰山核电站各期项目配套风机合同额约1亿元，并承接过出口核项目风机订单。目前大通宝富正积极申领核安全生产资质。

收购大通风机后，公司具备了生产核电风机的能力，核电暖通系统包括主机、风机、风阀和末端四部分，收购完成后，公司将具备整套核电暖通系统的建设能力，公司正积极寻求获得核电暖通系统总包订单。粗略估计一个百万千瓦的核电站暖通系统总包订单额约2亿多人民币，远超过公司目前的1000多万空调主机的订单规模。国内仅南风股份能承接核电暖通系统总包订单，公司一旦进入市场，公司核电业务的收入和利润占比有望获得较大提升。

3. 冷链公司志在长远

公司4月27日公告与泓宇节能共同投资设立浙江盾安冷链系统有限公司，公司出资2700万元，占注册资本90%，从事冷链产品研发、生产、销售及冷链系统服务。项目建设期一年，预计正常年份收入1.75亿元，利润总额3014万元。

目前中国的冷链行业面临重大发展机遇，按照国外经验，在人均GDP超过3000美元后，冷链发展速度会加快，目前我国已有冷藏容量仅占货物需求的20%~30%，日益扩大的易腐食品市场给冷链产业带来了发展的良机。公司计划先涉足超市冷柜及相关产品的生产，然后过渡到冷库的零部件、冷藏车、汽车空调、最后达到为客户提供大型冷库系统和超市系统的整体解决方案的能力。公司已有多年的中央空调及制冷设备零部件的生产研发经验，又从外部引进优秀技术人员，在技术上已达到国内先进水平，冷链公司产品所需的一些零部件也有可能向母公司采购，从而降低成本，目前国内冷柜领域占主导地位的主要是几家合资品牌，预计今年公司即将推出自己的冷柜系列产品，届时将与外资品牌展开竞争，公司已在技术储备和人才引进上进行了大量工作，我们看好冷链公司的盈利前景，但估计冷链公司的品牌推广还需要时间。

表 1 公司冷链项目产品计划

时间	冷链环节	名称	生产量（套/个）	均价（万元）
第一年	终端	整机风幕冷藏柜	1000	0.8
		整机冷藏玻璃门柜	1000	0.6
		整机玻璃门冷冻柜	300	1
		分体立风冷藏柜	1000	0.8
		服务冷藏柜	500	0.8
		玻璃门冷冻立柜	500	2
		岛式冷冻柜	300	1.8
		普通并联压缩机组	50	12
		二氧化碳复叠并联压缩机组	10	25
		冷凝器	300	1
第二年	冷库	蒸发器	1000	0.5
		螺杆机组	50	40
		直接驱动式车载冷冻机	500	1
第三年	运输	柴油机驱动式车载冷冻机	300	3
		后置式大巴空调	400	4
第四年	整体解决方案	大型冷库系统	25	200
		超市项目	20	70

资料来源：公司资料、海通证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司4月27日公告，公司及下属全资子公司盾安泰国收购禾田投资持有的4家控股子公司的少数股权，由于手续下半年才能完成，而公司生产旺季在上半年，因此收购少数股东股权对盈利的增厚将在明年开始体现，根据持股情况计算，该收购对公司业绩增厚大约1/4。公司太原炬能的污水源热泵业务也有望在2011年开始为公司贡献业绩，在以下假设条件下，我们对公司未来三年的业绩进行预测。

经济环境保持稳定

空调行业保持稳步增长，2010年增速约20%，空调零部件业务随之增长，毛利率基本保持稳定；

公司特种空调业务进展顺利，核电空调、基站空调等保持较快增长；

暂不考虑煤炭、多晶硅等业务及大通风机取得核安全资质后对公司业绩影响。

表 2 公司利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	240038.82	259101.50	228174.10	274883.05	322344.27	375483.07
营业成本	198916.55	212140.23	180527.89	215865.22	254100.40	293706.03
营业税金及附加	451.07	938.45	787.07	989.58	1160.44	1351.74
销售费用	8031.93	8765.28	8120.89	6872.08	8058.61	9387.08
管理费用	8686.41	11759.26	15033.34	13744.15	16117.21	18774.15
财务费用	1276.35	2300.42	880.77	2748.83	3223.44	3754.83
资产减值损失	-1804.63	1981.16	823.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1086.52	169.77	197.40	200.00	200.00	200.00
营业外收入	454.05	1532.26	2070.91	0.00	0.00	0.00
营业外支出	242.77	476.02	435.48	0.00	0.00	0.00
所得税	4536.28	3349.39	2807.14	5229.48	5982.62	7306.39
净利润	21242.65	19093.33	21026.30	29633.71	33901.54	41402.86
归属于母公司净利润	16164.01	14984.82	16038.14	22817.95	33901.54	41402.86
摊薄每股收益（元）	0.43	0.40	0.43	0.61	0.91	1.11

资料来源：公司资料、海通证券研究所

我们预测公司2010年到2012年的每股收益为0.61元、0.91元、1.11元，对于明年0.91的业绩，我们可大致将明年拆分为空调零部件0.7元和中央空调（包括污水源热泵、通信空调、核电空调等业务）0.21元业绩。按照空调零部件20倍市盈率，中央空调30倍市盈率的估值，公司合理股价为20.30元，目前股价16.18元，继续维持对公司的“买入”评级。

表 3 公司估值情况预测

	2011 年预测每股收益（元）	合理 PE（X）	合理股价（元）
空调零部件业务	0.7	20	14
商用空调业务	0.21	30	6.3
合计			20.3

资料来源：公司招股说明书、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、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

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。

免责声明

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。