

空调

署名人: 袁浩然

S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

参与人: 郝雪梅

S0960110060036

0755-82026733

haoxuemei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 21.00 元

当前股价: 18.18 元

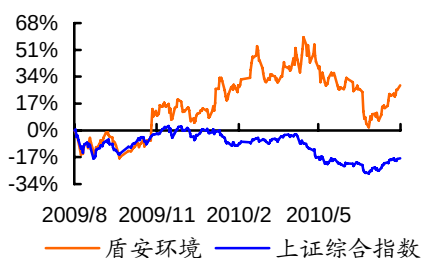
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2672.53
总股本(百万)	372
流通股本(百万)	97
流通市值(亿)	18
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	5.60
资产负债率	33.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
盾安环境	9.98	-11.43	-3.41
上证综合指数	8.16	-0.59	-9.37



相关报告

盾安环境

002011

推荐

收入快速增长 后续看点很多

投资要点:

- 公司上半年实现营业收入 18.4 亿元, 同比增长 68%; 实现归属于上市公司股东净利润 1.23 亿元, 同比增长 13%, 基本每股收益 0.33 元, 基本符合预期。利润低于收入增长的主要原因是毛利率下降较多, 另外, 管理费用大幅增长 126%。
- 从收入构成来看, 传统制冷备件产品实现收入 14.0 亿, 增长 58.8%, 占总收入比 76%, 目前仍然是收入贡献的主体。上半年下游空调销售形势良好支持了公司传统业务的快速发展。尽管上半年原材料波动较大, 由于公司在阀门领域的竞争优势以及产品结构的调整, 传统业务毛利率基本稳定 (保持在 20% 左右)。
- 公司依靠多年的积累, 强势进入特种空调领域, 并以核电空调为突破口, 成功中标多个核电空调项目, 合同金额超过 0.4 亿元。4 月份通过收购江苏大通风机, 为公司实现核电暖通系统总包奠定了坚实的基础。此外, 公司在移动通信特种空调领域, 也有斩获, 上半年获得中国移动 2010 年基站空调 20% 的定单。制冷设备产品未来将成为重要的利润增长点。该领域上半年实现销售收入 2.7 亿元 (增长 56%), 毛利率受上游原材料价格变动毛利率下降 12 个百分点至 27%。未来, 执行新的订单, 毛利率会回升至 35% 左右的行业水平。
- 今年上半年, 公司通过收购太原炬能再生能源供热有限公司, 切入可再生能源利用领域, 专业从事城市污水源热泵系统。该项目在全国很多城市被列为政府推广项目市场前景广阔, 盈利能力强, 未来将有 10 亿以上的收入贡献。(上半年尚未贡献利润, 下半年就会盈利)。
- 公司投资 18.82 亿元在内蒙古建设年产 3000 吨多晶硅项目。2010 年 4 月正式开工建设, 预计于 2011 年下半年可建成投产。同时公司也将通过合作参股等方式介入上游煤炭、电力等项目。这些项目报告期内均在积极推动中。
- 公司上半年经营活动现金流为每股 0.23 元, 由于公司资本性支出较大, 未来存在再融资动力。
- 公司已经宣布: 授予核心管理层总计 1450 万份股票期权, 首次授予股票期权的行权价格为人民币 18.65 元, 反映出大股东、管理层对公司后续增长的信心。
- 盈利预测和投资评级。我们预计公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 0.57 元, 0.83 元。按照 11 年 EPS0.83 元 25 倍 PE 估值, 公司目标价为 21 元左右, 首次给予“推荐”评级。
- 风险提示: 公司 2009 年 9 月完成 5000 万股增发, 该部分增发股票即将解禁, 可能对二级市场形成压力; 公司持有海螺型材 3395 万股 (占总股本 9.43%), 何时减持, 二级市场股价走势如何存在不确定性; 未来多晶硅价格波动较大。

主要财务指标

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2010E
营业收入(百万元)	2.591	2.282	3.566	4.464
同比(%)	8%	-12%	56%	25%
归属母公司净利润(百万)	150	160	214	308
同比(%)	-7%	7%	33%	44%
毛利率(%)	18.1%	20.9%	21.9%	23.3%
ROE(%)	14.0%	8.4%	10.8%	13.3%
每股收益(元)	0.46	0.43	0.57	0.83
P/E	39	42	32	22
P/B	5.5	3.6	3.4	2.9
EV/EBITDA				

资料来源: 中投证券研究所

1. 半年损益表同比

表 1: 半年损益表同比

科目(单位: 百万)	2010H1	2009H1	同比
一、营业总收入	1,841	1,096	67.9%
营业收入增长率			
二、营业总成本	1,665	940	77.2%
其中: 营业成本	1,464	836	75.1%
毛利率(简单测算)	20.5%	23.7%	-3.25%
营业税金及附加	4.81	3.40	
销售费用	53.06	31.86	66.5%
销售费用率	2.9%	2.9%	0.0%
管理费用	121	54	125.7%
管理费用率	6.6%	4.9%	1.7%
财务费用	10	10	
资产减值损失	12	5	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	3	2	
三、营业利润	179	158	13.4%
加: 营业外收入	7	12	
减: 营业外支出	4	2	
四、利润总额	182	168	8.2%
减: 所得税费用	25	23	8.1%
综合所得税率	13.8%	13.8%	0.0%
五、净利润	157	145	8.2%
净利润率	8.5%	13.2%	-4.7%
归属于母公司净利润	123	109	12.9%
少数股东损益	34	36	
少数股东损益占比	21.5%	24.8%	
六、总股本	372	372	
七、按期末股数简单每股收益:	0.33	0.29	
毛利率减销售费用率	17.6%	20.8%	-3.2%

资料来源: 公司财报 中投证券研究所

2. 销售收入大幅增加，冰洗业务快速扩张

表 2: 销售收入增长及构成

分产品	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2009H1)	收入占比 构成
制冷设备产品	272	14.8%	55.8%	175	15.9%
制冷配件产品	1,403	76.2%	58.8%	883	80.6%
其他	166	9.0%	332.4%	38	3.5%
合计	1,841	100.0%	67.9%	1,097	100.0%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

3. 盈利预测

表 3: 盈利预测

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	2,591	2,282	3,566	4,464
营业收入增长率	7.9%	-11.9%	56.3%	25.2%
二、营业总成本	2,379	2,062	3,240	3,980
其中: 营业成本	2,121	1,805	2,784	3,425
毛利率(简单测算)	18.1%	20.9%	21.9%	23.3%
营业税金及附加	9	8	11	12
销售费用	88	81	132	156
销售费用率	3.4%	3.6%	3.7%	3.5%
管理费用	118	150	268	317
管理费用率	4.6%	6.6%	7.5%	7.1%
财务费用	23	9	25	45
资产减值损失	20	8	20	25
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	2	2	6	14
三、营业利润	214	222	332	498
加: 营业外收入	15	21	18	20
减: 营业外支出	5	4	7	9
四、利润总额	224	238	343	509
减: 所得税费用	34	28	45	66
综合所得税率	14.9%	11.8%	13.0%	13.0%
五、净利润	191	210	299	442
净利润率	4.7%	9.2%	8.4%	9.9%
归属于母公司净利润	150	160	214	308
少数股东损益	41	50	84	134
少数股东损益占比	1.2%	23.7%	28.3%	30.3%
六、总股本	322	372	372	373
七、按期末股数简单每股收益:	0.46	0.43	0.57	0.83
净利润增长率	-7.4%	7.1%	33.5%	44.1%

资料来源: 公司财报 中投证券研究所

我们预计公司 10 年, 11 年 EPS 分别为 0.57 元, 0.83 元。按照 11 年 EPS0.83 元 25 倍 PE 估值, 公司目标价为 21 元左右, 首次给予“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

郝雪梅, 中投证券研究所家电行业研究员, 南京大学管理学学士、硕士, 多年咨询工作经验, 曾在国际知名金融咨询机构经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434