

盾安环境(002011.sz)

中报业绩符合预期，新设子公司巩固冷配业务优势

惠毓伦 研究员

电话: 020-87555888-323

 eMail: hyl6@gf.com.cn
王俊爽 研究助理

电话: 020-87555888-615

 eMail: wjs2@gf.com.cn

上半年业绩符合预期

公司公布 10 年中报。受益于上半年下游空调市场的整体性增长与原材料价格的上升，公司营业收入实现大幅提升，同比增幅 68%，营业收入达到 18.41 亿；归属于上市公司股东的净利润 1.23 亿，同比增长 12.92%。上半年 EPS0.33 元，业绩基本符合预期。

新组建冷配子公司，配合战略客户实现产能扩张

公司同时发布公告称，公司将在南昌设立全资子公司中昊机械，从事家用空调压缩机用配件（储液器、消音器、端盖以及集成管路组件）的制造与销售。主要用以配套上海日立电器在南昌的压缩机产能扩张。随着南昌海立（上海日立子公司）的产能扩张，未来中昊机械将获得稳定的成长契机。

盈利预测与估值

我们维持早前所做的盈利预测，10~12 年公司 EPS 分别为 0.61、0.95、1.15，目标价 23.91，维持其“买入”评级。

风险提示

公司核电总包订单可能慢于预期；10 年 9 月，5000 万股限售股解禁，股价可能面临抛压。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2,591.01	2,281.74	3,059.63	3,732.20	4,417.41
EBITDA(百万元)	283.46	295.26	363.48	493.35	579.94
净利润(百万元)	149.85	160.38	228.76	353.09	429.02
净利润增长率	-7.30%	7.03%	42.63%	54.35%	21.50%
每股收益(元)	0.465	0.431	0.610	0.950	1.150
市盈率	15.47	39.66	28.24	18.30	15.06
市净率	2.17	3.35	3.13	2.78	2.46
EV/EBITDA	8.54	20.79	15.66	11.57	9.21
每股红利(元)	0.25	0.30	0.30	0.30	0.30
股息率(%)	3.48	1.76	0.97	1.50	1.83

来源: 浙江盾安人工环境股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	19.30
目标价格(元)	23.91
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	16.76%	-8.81%	42.79%
沪深 300	10.24%	2.87%	-17.91%

股票数据

总股本(万股)	37,236.37
流通 A 股(万股)	9,730.43
主要股东:	
浙江盾安精工集团有限公司	
主要股东持股比例	48.34%
流通 A 股比例	26.13%

财务比率

ROE	8.45%
ROA	9.49%
资产负债率	33.15%
每股净资产(元)	5.10

2009 年报数据。

公司上半年业绩符合预期

公司上半年实现营业收入18.41亿，同比增长68%。其中，制冷配件业务收入增长59%，制冷设备业务收入增长56%，其他业务收入增长332%。归属于上市公司股东的净利润1.23亿，同比增长12.92%。上半年EPS0.33元，业绩基本符合预期。

表 1: 公司分业务收入与成本情况

	2010H1			2009H1		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
制冷设备（亿元）	2.72	1.97	28%	1.75	1.04	40%
制冷配件（亿元）	14.03	11.14	21%	8.83	7.05	20%
其他业务（亿元）	1.66	1.53	8%	0.38	0.26	31%
合计	18.41	14.64	20%	10.96	8.36	24%

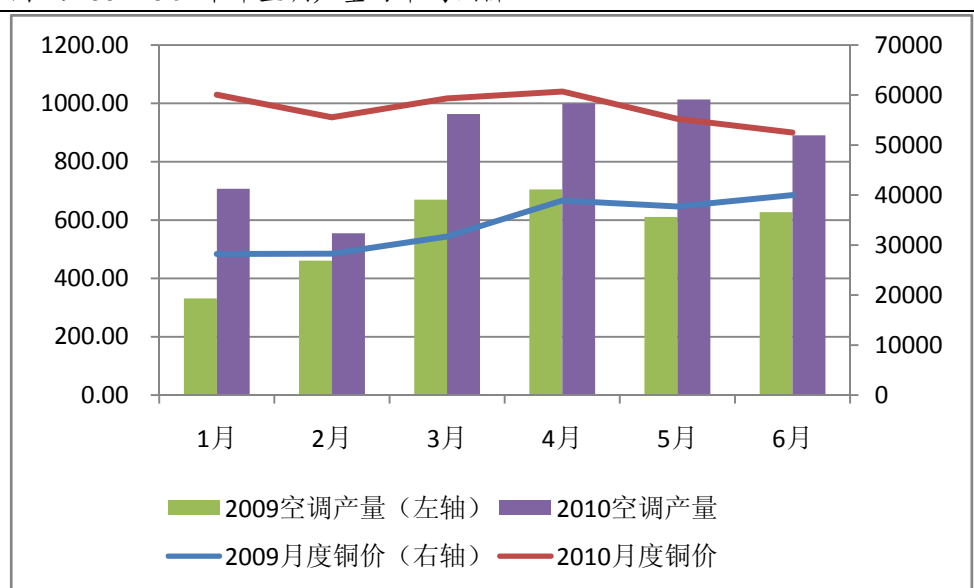
数据来源：公司公告

配件收入增长源于原材料同比增长与下游产量增长

在成本加成的冷配定价模式下，两方面因素将导致配件营业收入的上升：一是原材料价格的上涨，二是家用空调产量的增长。

上半年铜等配件原材料同比增幅较大，如加权平均铜价同比增长64%，同时下游家用空调产量同比大幅增长，增长幅度达51%，使得公司制冷配件业务收入增速达到59%。

图 1: 09~10 上半年空调产量与平均铜价



数据来源：wind

其他业务收入增长源于收购子公司的并表

由于10年上半年大通风机、太原炬能等新收购子公司进入并表范畴，使得公司“其他业务收入”出现大幅增长。

表 2: 新纳入合并范围子公司经营状况

子公司名称	账面净资产价值	净资产公允价值	净利润
内蒙古盾安光伏电力	2,995.91	-	-4.09
江苏大通风机	4,902.72	9,706.93	-201.56

太原炬能再生能源	10,427.86	10,775.16	-287.89
----------	-----------	-----------	---------

数据来源：公司公告

成立中昊机械，紧随客户，巩固冷配业务优势

公司董事会通过议案，同意设立全资子公司南昌中昊机械有限公司，从事制冷配件的生产与销售业务。具体而言，中昊机械的产品主要有：家用空调压缩机用储液器、消声器、端盖，以及家用空调系统集成管路组件。产品设计产能如下表：

表 3：中昊机械冷配项目设计产能

	家用空调用储液器	消音器	端盖	家用空调系统集成管路
设计产能（万台）	600	500	500	50

数据来源：公司公告

公司选择在南昌设立冷配子公司，主要是依据冷配产业“销地生产、组件供应、配套服务”的商业模式，紧随战略客户（主要为海立股份在南昌设立的压缩机工厂）产能布局的步伐，抢占市场先机，保持市场竞争优势地位。同时通过完善和拓展家用空调配件的产业领域，进一步促进公司的整体战略规划。

海立股份控股子公司上海日立于09年4月在南昌设立的南昌海立工厂正式建成投产，目前产能400万台，未来产能还将继续扩大，2011年3月将达到600万台/年，并在4-5年内扩充至1200万台/年。同时南昌海立正在进行SG系列压缩机的变频式改造，未来将产出高效的新SG系列空调压缩机产品，截至09年底，南昌海立具备了年产600万台的空调压缩机生产场地，形成年产200万台SJ/SH系列空调压缩机装配生产能力和200万台SG系列空调压缩机生产能力，随着南昌海立的产能扩张，未来中昊机械将获得稳定的成长契机。

盈利预测与估值

我们维持早前所做的盈利预测，10~12年公司EPS分别为0.61、0.95、1.15。估值方面我们使用分业务估值最后加总的方式对公司合理的股权价值进行估计，制冷配件方面我们参考三花股份，制冷整机方面我们使用南风股份、烟台冰轮以及大冷股份作为参考，污水源热泵及冷链业务我们使用PEG估值法，同时考察公司煤矿股权价值，确定公司合理的股权价值为23.91，维持其“买入”评级（估值细节请参考前期盾安环境深度报告）。

股价催化剂

公司获得核电风机核安全生产许可、获得核电HVAC总包订单；太原炬能在合同能源管理方面获得重大的订单突破。

风险提示

公司核电总包订单可能慢于预期；10年9月，5000万股限售股解禁，股价可能面临抛压。

资产负债表简表					利润简表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	396.95	533.19	526.11	904.27	营业收入	2282	3060	3732	4417
应收账款	777.17	455.69	1048.18	731.79	营业成本	1805	2464	2937	3465
预付款项	25.85	98.98	49.79	125.73	营业税金及附加	8	11	13	15
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	81	109	133	157
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	150	199	243	287
其他应收款	107.05	75.62	147.21	116.53	财务费用	9	-7	-12	-16
存货	497.03	633.09	713.83	875.35	资产减值损失	8	0	0	0
流动资产合计	1805.24	1797.76	2486.32	2754.87	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0	0	0	0
固定资产	439.84	404.29	345.42	313.55	营业利润	222	284	419	509
在建工程	23.32	30.00	60.00	60.00	营业外收入	16	-1	-1	-1
无形资产	236.55	211.23	185.91	160.60	营业外支出	0	0	0	0
长期待摊费用	4.19	2.10	0.00	0.00	利润总额	238	283	418	508
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	28	42	63	76
非流动资产合计	1175.23	1117.87	1060.52	1002.26	净利润	210	241	355	432
资产总计	2980.47	2915.63	3546.83	3757.12	归属母公司净利润	160	229	353	429
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	50	12	2	3
应付票据	499.71	407.97	673.84	602.54	EPS (元)	0.43	0.61	0.95	1.15
应付账款	214.16	174.85	288.79	258.23	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
预收款项	22.26	30.58	33.87	42.41	现金流量简表	单位: 百万元			
应付职工薪酬	13.99	14.00	10.50	7.00	报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E
应交税费	6.00	8.00	6.00	4.00	经营活动现金流量	160	343	109	511
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量	-185	-31	-31	-31
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量	231	-176	-85	-102
其他应付款	19.99	20.00	15.00	10.00	现金及等价物净增加	203	136	-7	378
流动负债合计	846.11	653.40	1026.50	923.19	期末现金余额	397	533	526	904
长期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	每股现金流(元)	1.07	1.43	1.41	2.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务指标				
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	指标项目	2009A	2010E	2011E	2012E
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	-11.94%	34.09%	21.98%	18.36%
非流动负债合计	50.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	3.79%	28.04%	47.37%	21.45%
负债合计	896.11	653.40	1026.50	923.19	毛利率	20.88%	19.46%	21.31%	21.56%
股本	372.36	372.36	372.36	372.36	营业利润率	9.73%	9.29%	11.22%	11.52%
资本公积	1033.98	1033.98	1033.98	1033.98	净利率	9.22%	7.87%	9.52%	9.77%
盈余公积	491.80	657.63	913.60	1224.61	净资产收益率	8.45%	11.08%	15.22%	16.31%
未分配利润	79.79	165.84	255.97	311.01	总资产收益率	8.00%	9.47%	11.45%	13.09%
少数股东权益	186.22	198.26	200.39	202.98	流动比率	2.13	2.75	2.42	2.98
负债权益总计	2980.47	2915.63	3546.83	3757.12	资产负债率	30.07%	22.41%	28.94%	24.57%
每股净资产(元)	0.50	0.53	0.54	0.55	所得税税率	11.78%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

盾安环境(002011)行情走势



相关研究报告

盾安环境(002011.sz)_公司深度研究报告

王俊爽

2010-08-02

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。