

2011 年 1 月 17 日

盾安环境

华丽转身节能环保先锋

A
买入

002011.SZ - 人民币 25.25

目标价格: 人民币 29.70(↑23.70)

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	2	(6)	14	43
相对新华富时 A50 指数(%)	1	(2)	22	62

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	322
流通股 (%)	28
流通股市值 (人民币 百万)	2,277
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	143
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
盾安集团	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

盾安环境在 2010 年上半年成功收购太原炬能再生能源供热有限公司, 战略性布局可再生能源领域。太原炬能目前生产销售的污水源热泵系统具有自主知识产权, 整个系统是通过两家公司合作研发的, 可以为北方需要集中供热地区通过处理吸收污水中的热量直接给小区和商业设施供热, 公司的产品不仅在能效方面优势明显, 而且还起到节能环保的作用。太原炬能通过合同能源管理方式在太原市起到非常好的示范作用, 2011 年 1 月 14 日公司公告在山西省平定县获得价值 10 亿元的可再生能源供热合同, 未来我们认为该模式将可能推广到其他省市。我们看好公司未来的发展前景, 将目标价格上调至 29.70 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 在新兴业务的开拓方面, 公司取得了非常显著的进步, 2010 年公司成功中标了多个核电空调项目; 收购江苏大通风机为公司实现核电暖通总包奠定了坚实的基础。
- 公司成功收购太原炬能再生能源供热有限公司, 战略性布局可再生能源领域; 在移动通信领域, 2010 年公司分别进入中国移动、中国电信以及中国联通的基站空调以及基站精密空调的采购名单。
- 总体来说, 随着 2010 年以后可再生能源业务的带动, 我们认为 2011 和 12 年的公司销售收入将实现可持续增长。

评级面临的主要风险

- 制冷配件的下游主要是空调主机生产企业, 因此制冷配件与房地产行业 and 宏观经济相关性非常高。

估值

- 参考 30 倍 11 年预测市盈率, 我们将该股目标价格从 23.70 元人民币上调至 29.70 元人民币。维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	2,591	2,282	3,477	4,394	5,655
变动(%)	8	(12)	52	26	29
净利润(人民币百万)	150	160	221	368	478
全面摊薄每股收益(人民币)	0.46	0.43	0.59	0.99	1.28
变动(%)	(7)	(7)	38	67	30
市盈率(倍)	54.3	58.6	42.6	25.5	19.7
每股现金流量(人民币)	0.44	0.63	0.27	0.72	1.22
价格/每股现金流量(倍)	57.8	39.9	92.2	34.9	20.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.4	31.6	22.3	17.2	11.5
每股股息(人民币)	0.15	0.06	0.09	0.15	0.19
股息率(%)	0.6	0.3	0.4	0.6	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

估值。我们预计 2010 年全年净利润增长 37%，凭借着公司产品应用领域的不断扩大，盈利的确定性和可持续性将得到提升，我们预计公司 2009-12 年净利润年均复合增长率将达到 35%。参考 30 倍 11 年预测市盈率，我们将该股目标价格从 23.70 元人民币上调至 29.70 元人民币。对该股维持买入评级。

污水源热泵业务。盾安环境在 2010 年上半年成功收购太原炬能再生能源供热有限公司，战略性布局可再生能源领域。太原炬能目前生产销售的污水源热泵系统具有自主知识产权，整个系统是通过两家公司合作研发的，可以为北方需要集中供热地区通过处理吸收污水中的热量直接给小区和商业设施供热，公司的产品不仅在能效方面优势明显，而且还起到节能环保的作用，目前公司通过合同能源管理方式在太原市得到一定范围内的推广，未来我们认为该模式将可能推广到其他省市。2010 年 6 月中央财政决定今年安排 20 亿元，用于支持节能服务公司采取合同能源管理方式在工业、建筑、交通等领域以及公共机构实行节能改造，旨在加快推行合同能源管理，促进节能服务产业发展。财政部、国家发展改革委也联合出台了《关于印发合同能源管理财政奖励资金管理暂行办法》的通知，明确对节能服务公司以节能效益分享型合同能源管理方式实施的，年节能量在 500 吨标准煤以上（含）、10,000 吨标准煤以下的工业节能改造项目给予奖励，其他节能改造项目的节能量下限放宽到 100 吨标准煤以上（含）。此外，利用污水资源的成本比一般燃煤的成本要低很多，加上政府的财政补贴，通过合同能源管理的方式公司的盈利能力将较强，估计 2-3 年可以收回设备成本。

可再生能源业务发展超预期。2011年1月14日公司公告在山西省平定县获得价值10亿元的可再生能源供热合同。工程建设总规模为建筑面积1,080万平方米的平定县城镇建筑供暖（包括居民小区办公及商用建筑、学校及卫生部门等），建设施工周期为2011年-2015年共5年，进度规划暂定为：2011年完成建筑供热面积200万平方米，2012年完成建筑供热面积300万平方米，2013年完成建筑供热面积300万平方米，2014年完成建筑供热面积200万平方米，2015年完成建筑供热面积80万平方米。合同总投资额为10亿元人民币。2011年供热收费标准按照使用面积，民用建筑为4.2元/月/平方米，商用建筑为7元/月/平方米，以后各年收费标准按照当年《物价局批准的集中供热收费标准》的规定执行。根据公司的收入确认原则和合同履行期限，本合同从2011年度开始形成收入，粗略估算新增营业收入5,600万元，利润3,148万元。自2008年太原炬能成立以来，已建、在建和已签合同工程项目10多个，协议供热面积近1,600多万平米，累计合同额已超过12亿元，具有非常强的社会资源优势和经验优势。

核电中标情况。2010年7月1日盾安环境公告核电中标情况。公司中标宁德3-4、阳江3-6、防城港1-2号机组LOT12B核岛制冷机项目LOT15Bb标段、防城港LOT12C项目、大亚湾外围冷水机组项目，合计金额4,022.63万元。我们认为，此次中标又一次体现了公司核电空调领域的优势，从08年底打入核电空调主机市场以来，公司在核电空调主机领域已经占据一定的市场地位，考虑到公司整合大通风机后有望成为核电站通风和空调控制系统总包商，我们认为公司的核电暖通系统设备未来有望爆发式增长。

核电暖通系统由空调主机、风机、风阀和末端四部分构成，公司具有核电制冷主机和末端的生产资质，并具有风阀的生产能力，另外公司控股大通风机，拓展核电风机领域。大通风机曾为秦山核电站各期项目配套超过1亿元风机，并承接过出口核项目风机订单，目前公司正在申请核电风机和风阀的生产资质，预计年内可以取得。根据我们的判断，中广核等大客户有意在核电暖通系统领域培养两家以上具备总包资质的供应商。我们认为公司在取得风机风阀核级生产资质后，有望打破南风股份(300004.SZ/人民币49.32, 买入)在核电暖通系统总包领域长期垄断的局面。核电系统总包将大幅提高公司核电空调业务盈利能力。一台百万千瓦核反应堆机组的空调主机为1,000多万，而系统总包价值可达1-2亿元，成为总承包商后，公司核电业务规模和盈利能力都将明显提升。

制冷业务未来稳定增长。2010 年制冷配件销量增速很高，由于配件售价与铜价挂钩，目前来看铜价同比有一定的上升，因此配件业务的销售收入会出现 40%以上的上升，即使在毛利率有所下滑的情况下，主营业务利润也将出现 30%的提升。随着整个经济的恢复和“家电下乡”政策的持续，我们认为 2011 年整个空调行业将持续稳定增长。

新能源项目是未来储备。公司在 09 年 11 月公布多晶硅项目，计划在内蒙古建设 3,000 吨多晶硅项目，在进军多晶硅行业的同时，公司也获得了一定的风险回报，首先是受让金牛煤电 23%的股权，参与投资城梁井煤矿，该煤矿探明储量为 22 亿吨，2-3 年内将达到 800-1,000 万吨的产能，并能为公司贡献接近 1.5-2.0 亿元的投资收益。由于是新建生产线并且采取最先进的制造方法，因此公司多晶硅达产后的成本将有一定优势，通过成本控制，按照目前的价格来看，多晶硅产品毛利率可以达到 20%以上。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	2,591	2,282	3,477	4,394	5,655
销售成本	(2,131)	(1,813)	(2,851)	(3,586)	(4,501)
经营费用	(170)	(183)	(214)	(275)	(365)
息税折旧前利润	291	285	412	534	790
折旧及摊销	(36)	(48)	(62)	(74)	(83)
经营利润 (息税前利润)	255	237	350	460	707
净利息收入/(费用)	(23)	(9)	(10)	(13)	(12)
其他收益/(损失)	(8)	10	9	99	13
税前利润	224	238	349	546	707
所得税	(33)	(28)	(52)	(82)	(106)
少数股东权益	(41)	(50)	(76)	(96)	(124)
净利润	150	160	221	368	478
核心净利润	150	160	221	368	478
每股收益 (人民币)	0.465	0.431	0.593	0.989	1.283
核心每股收益 (人民币)	0.465	0.431	0.593	0.989	1.283
每股股息 (人民币)	0.150	0.065	0.089	0.148	0.192
收入增长(%)	8	(12)	52	26	29
息税前利润增长(%)	6	(7)	48	31	54
息税折旧前利润增长(%)	12	(2)	44	30	48
每股收益增长(%)	(7)	(7)	38	67	30
核心每股收益增长(%)	(7)	(7)	38	67	30

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	224	238	349	546	707
折旧与摊销	(36)	(48)	(62)	(74)	(83)
净利息费用	23	9	10	13	12
运营资本变动	(71)	(30)	(265)	(191)	(242)
税金	(33)	(28)	(52)	(82)	(106)
其他经营现金流	(38)	(2)	(2)	(90)	(2)
经营活动产生的现金流	141	236	102	270	453
购买固定资产净值	(136)	(127)	(148)	(137)	(124)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	30	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(106)	(127)	(148)	(137)	(124)
净增权益	0	496	0	0	0
净增债务	129	50	50	50	50
支付股息	(76)	(48)	(24)	(33)	(55)
其他融资现金流	(2)	(9)	(10)	(13)	(12)
融资活动产生的现金流	51	489	16	4	(17)
现金变动	86	597	(30)	137	311
期初现金	226	312	909	879	1,016
公司自由现金流	39	118	(33)	147	346
权益自由现金流	141	150	(6)	170	367

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	312	909	879	1,016	1,327
应收帐款	607	597	861	1,088	1,323
库存	331	408	629	718	969
其他流动资产	52	44	70	88	110
流动资产总计	1,302	1,958	2,439	2,910	3,730
固定资产	369	452	543	611	657
无形资产	218	213	209	205	199
其他长期资产	187	189	191	281	283
长期资产总计	774	854	943	1,096	1,139
总资产	2,075	2,813	3,381	4,007	4,868
应付帐款	417	444	678	811	1,064
短期债务	321	371	421	471	521
其他流动负债	150	128	149	182	212
流动负债总计	888	943	1,249	1,464	1,797
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6	6
股本	322	372	372	372	372
储备	748	1,330	1,518	1,831	2,237
股东权益	1,070	1,703	1,890	2,203	2,609
少数股东权益	110	160	236	332	456
总负债及权益	2,075	2,813	3,381	4,007	4,868
每股帐面价值 (人民币)	3.32	4.57	5.08	5.92	7.01
每股有形资产 (人民币)	2.64	4.00	4.52	5.37	6.47
每股净负债/(现金) (人民币)	0.03	(1.45)	(1.23)	(1.46)	(2.17)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	11.2	12.5	11.8	12.1	14.0
息税前利润率	9.8	10.4	10.1	10.5	12.5
税前利润率	8.7	10.4	10.0	12.4	12.5
净利率	5.8	7.0	6.3	8.4	8.4
流动性(倍)					
流动比率	1.5	2.1	2.0	2.0	2.1
利息覆盖率	9.4	13.2	14.7	17.2	23.7
净权益负债率(%)	0.8	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.1	1.6	1.4	1.5	1.5
估值(倍)					
市盈率	54.3	58.6	42.6	25.5	19.7
核心业务市盈率	54.3	58.6	42.6	25.5	19.7
目标价对应核心业务	51.0	55.0	40.0	24.0	18.5
市盈率	7.6	5.5	5.0	4.3	3.6
市净率	57.8	39.9	92.2	34.9	20.8
价格/现金流	28.4	31.6	22.3	17.2	11.5
企业价值/息税折旧前利润					
周转率					
存货周转天数	76.4	74.4	66.3	68.5	68.4
应收帐款周转天数	73.6	96.3	76.5	80.9	77.8
应付帐款周转天数	63.8	68.9	58.9	61.9	60.5
回报率(%)					
股息支付率	32.3	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	13.7	11.6	12.3	18.0	19.8
资产收益率	10.2	8.6	9.6	10.6	13.5
已运用资本收益率	17.6	13.2	15.2	17.1	22.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371