

盾安环境(002011.sz)

年报业绩符合预期，公司迎来发展拐点

惠毓伦 分析师

电话：020-87555888-615

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511010003

10 年年报符合预期

公司 10 年实现主营业务收入 36.95 亿，同比增长 61.95%；综合毛利率 21.32%，相较 09 年上升 0.44 个百分点；EPS0.59 元，同比增长 36.04%。

10 年业绩符合我们此前的预期。

业务结构调整成功，盈利能力提升显著

09 年以来，公司开始了基于制冷产业链的业务转型，即在传统的制冷配件业务基础上，大力发展以特种空调、再生能源供热系统为代表、高毛利的制冷设备业务。10 年制冷设备业务收入占比提升 7 个百分点，达到 21%。我们预计未来该部分业务将会实现高速增长，并有效提高公司盈利能力。

产业升级走向纵深，未来公司亮点颇多

公司具备以下几个亮点：1、配件业务方面，公司与主要客户关系稳固，规模化优势已经形成，公司将充分受益于下游家用空调行业的持续成长。同时公司 10 年底收回几个主要配件子公司的少数股权，11 年净利率将显著提升。2、制冷设备方面，再生能源供热（冷）业务持续拿下大单，证明了其在该领域的强劲实力。公司的先发优势与技术优势是该项业务实现高速增长的重要保证。3、多晶硅业务方面，公司 3000 吨多晶硅项目预计于年底投产，该部分收益将是 12 年公司业绩的重要支撑。

盈利预测与估值

我们预计 11~13 年公司 EPS 分别为 1.13 元、2.19 元、2.54 元，考虑到公司在多项业务方面的不同成长性，以及煤矿股权价值，采用分部估值法，上调目标价至 38.57 元，“买入”评级。

风险提示

多晶硅业务存在不确定性。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,281.74	3,695.22	5422.59	7676.31	9408.21
增长率(%)	-11.94%	61.95%	46.75%	41.56%	22.56%
EBITDA(百万元)	295.26	443.48	1186.16	1712.88	1990.21
净利润(百万元)	160.38	218.19	422.30	816.20	947.64
增长率(%)	7.03%	36.04%	93.55%	93.27%	16.10%
每股收益(元)	0.431	0.586	1.134	2.192	2.545
市盈率	39.66	42.38	27.33	14.14	12.18
市净率	3.35	4.94	5.31	3.96	3.05
EV/EBITDA	20.79	21.06	9.23	6.34	4.72

数据来源：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)	31.00
目标价格(元)	38.57
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	28.79%	16.02%	57.85%
沪深 300	1.41%	0.47%	2.50%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

372.36/147.13

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%

财务比率

ROE	11.65%
ROA	9.04%
资产负债率	62.26%
每股净资产(元)	5.03

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

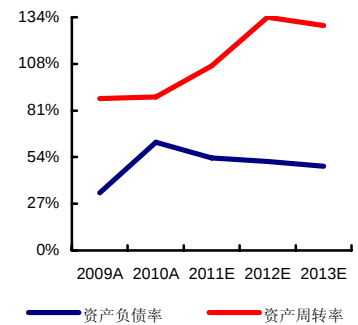
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,935	3,335	3,996	5,149	7,462
货币资金	527	1,255	1,296	1,383	2,843
应收及预付	910	1,272	1,767	2,494	3,057
存货	497	804	932	1,272	1,562
其他流动资产	2	4	0	0	0
非流动资产	1,183	1,887	970	1,305	593
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	440	628	241	585	-118
在建工程	23	484	0	0	0
无形资产	241	404	395	386	377
其他长期资产	479	371	334	334	334
资产总计	3,118	5,222	4,965	6,454	8,055
流动负债	936	2,519	1,914	2,542	3,106
短期借款	70	525	0	0	0
应付及预收	866	1,563	1,914	2,542	3,106
其他流动负债	0	431	0	0	0
非流动负债	98	732	705	705	705
长期借款	50	705	705	705	705
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	48	27	0	0	0
负债合计	1,034	3,251	2,619	3,247	3,811
股本	372	372	372	372	372
资本公积	1,034	895	895	895	895
留存收益	491	597	908	1,649	2,521
归属母公司股东权益	1,898	1,872	2,175	2,917	3,788
少数股东权益	186	98	124	179	266
负债和股东权益	3,118	5,222	4,919	6,343	7,866

利润表

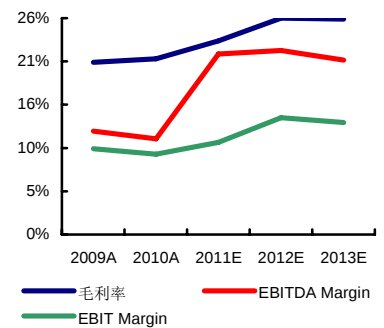
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2282	3695	5423	7676	9408
营业成本	1805	2907	4149	5662	6952
营业税金及附加	8	13	19	27	33
销售费用	81	129	273	400	561
管理费用	150	286	374	499	583
财务费用	9	45	35	19	7
资产减值损失	8	7	46	64	79
公允价值变动收益	0	0	-11	0	0
投资净收益	2	4	5	5	5
营业利润	222	312	520	1010	1198
营业外收入	21	27			
营业外支出	4	8			
利润总额	238	332	520	1010	1198
所得税	28	46	71	139	165
净利润	210	286	448	871	1033
少数股东损益	50	68	26	55	87
归属母公司净利润	160	218	422	816	946
EBITDA	286	428	1186	1713	1990
EPS (元)	0.43	0.59	1.13	2.19	2.54

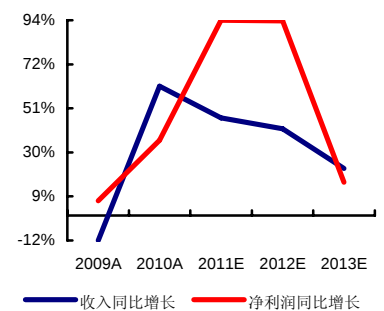
资产负债率趋势



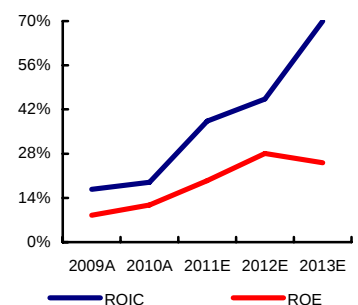
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

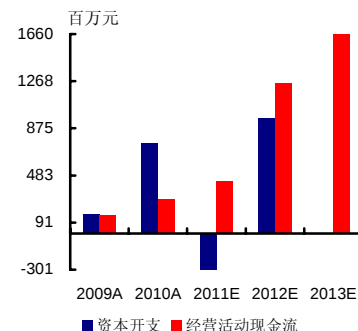
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	151	292	411	1,197	1,573
净利润	210	286	448	871	1,033
折旧摊销	49	68	579	625	712
营运资金变动	-121	-100	-725	-401	-289
其它	13	38	109	102	117
投资活动现金流	-185	-1,000	306	-955	5
资本支出	-166	-752	301	-960	0
投资变动	-18	-250	16	5	5
其他	-1	1	-11	0	0
筹资活动现金流	229	1,361	-676	-155	-117
银行借款	448	1,478	-525	0	0
债券融资	-649	0	-20	0	0
股权融资	559	27	0	0	0
其他	-129	-144	-131	-155	-117
现金净增加额	194	652	41	87	1,460
期初现金余额	328	527	1,255	1,296	1,383
期末现金余额	522	1,179	1,296	1,383	2,843

主要财务比率

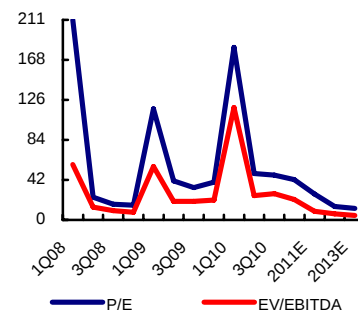
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-11.9%	61.9%	46.7%	41.6%	22.6%
营业利润	3.8%	40.6%	66.6%	94.2%	18.6%
归属于母公司净利润	7.0%	36.0%	93.5%	93.2%	16.0%
获利能力					
毛利率	20.9%	21.3%	23.5%	26.2%	26.1%
净利率	9.2%	7.7%	8.3%	11.3%	11.0%
ROE	8.4%	11.7%	19.4%	28.0%	25.0%
ROIC	16.7%	18.9%	38.1%	45.0%	69.7%
偿债能力					
资产负债率	33.2%	62.3%	53.2%	51.2%	48.5%
净负债比率	-19.5%	-0.3%	-25.7%	-21.9%	-52.7%
流动比率	2.07	1.32	2.09	2.03	2.40
速动比率	1.51	0.96	1.51	1.44	1.81
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.89	1.06	1.34	1.30
应收账款周转率	6.16	6.70	6.64	6.64	6.64
存货周转率	4.36	4.47	4.45	4.45	4.45
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.59	1.13	2.19	2.54
每股经营现金流	0.40	0.78	1.10	3.21	4.22
每股净资产	5.10	5.03	5.84	7.83	10.17
估值比率					
P/E	39.7	42.4	27.3	14.1	12.2
P/B	3.4	4.9	5.3	4.0	3.0
EV/EBITDA	20.8	21.6	9.2	6.3	4.7

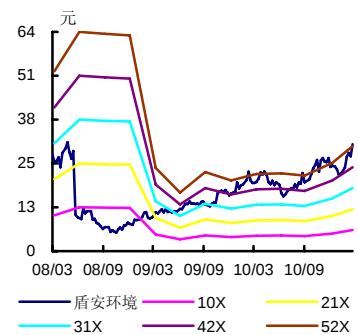
资本支出与经营活动现金流



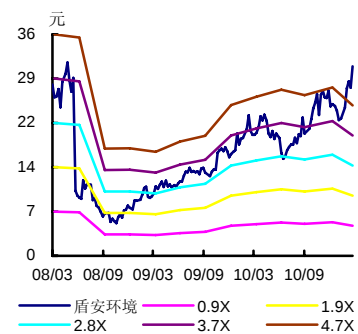
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，26 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-615。

相关研究报告

盾安环境(002011.sz)_中报点评	王俊爽	2010-08-10
盾安环境(002011.sz)_公司深度研究报告	王俊爽	2010-08-02

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。