

盾安环境(002011): 企业转型取得新突破

增持(维持)

家电

当前股价: 31.00元/股

报告日期: 2011年3月14日

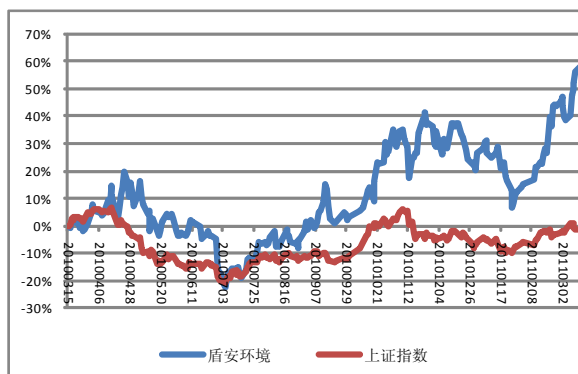
主要财务指标(单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,695	4,591	6,480	7,908
(+/-)	61.95%	24.25%	41.14%	22.04%
营业利润	312	475	797	1,024
(+/-)	40.57%	52.18%	67.89%	28.49%
归属于母公司净利润	218	331	507	666
(+/-)	36.04%	51.58%	53.38%	31.34%
每股收益(元)	0.59	0.89	1.36	1.79
净资产收益率	11.65%	15.01%	18.72%	19.73%
市盈率(倍)	53	35	23	17

公司基本情况(2010年12月31日止)

总股本/非限售流通股(万股)	37,236/37,167
非限售流通市值(亿元)	115.22
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	62.26%

股票价格走势(最近一年)



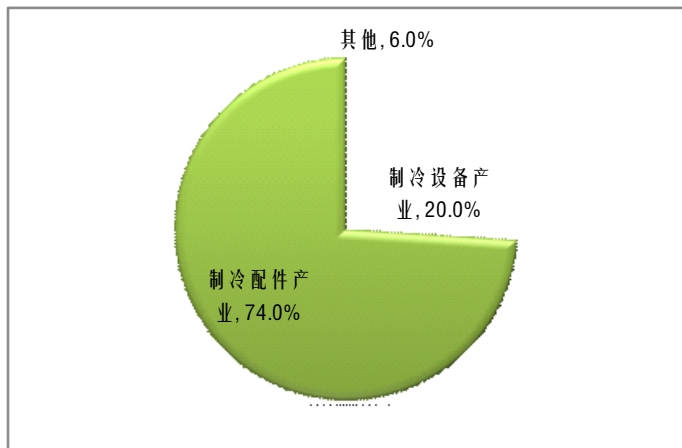
证券分析师: 宋彬
执业证书编号: A0140511010019
010-66045586 songb@txsec.com
联系人: 范凯
010-66045565 fank@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 公司目前主要生产和销售制冷配件产品(主要为四通阀和截止阀)和制冷设备产品(主要为特种空调和商用空调)。
- 2010年,公司实现营业收入36.95亿元,同比增长61.95%;营业利润31,204万元,同比增长40.57%;归属母公司所有者净利润21,819万元,同比增长36.04%;基本每股收益0.59元/股。利润分配预案为:每10股转增10股、派现3.0元(含税)。
- 营业收入大幅增长的原因主要有:一是下游家用空调企业制冷配件产品订单大幅增加,以家用空调为例,2010年我国家用空调总产量为9775万台,同比增长50.74%,家用空调需求的快速增长带动了公司制冷配件产品销量的快速增长;二公司在资源整合和升级转型方面取得新突破,以核电空调、特种空调和再生能源供热等为主的制冷设备业务发展迅速,销售占比达到21%,提高了7个百分点;三是非公开发行股票募集资金投资项目逐步投产。
- 核电空调业务大幅提升,2010年公司累计中标12个核电站的20个项目。公司2010年4月份收购了江苏大通风机,核电HVAC系统整体生产能力超过70%,具备了核电空调总包资质的条件。一个总包的收入大约在2亿元左右,由于核电空调的毛利率较高,一般在40%左右,核电空调将为公司带来不菲的收益。
- 控股子公司太原炬能签10亿供暖建筑工程合同。2011年1月13日太原炬能签订《平定县可再生能源集中供热(冷)项目合同》,总投资额10亿元。该项目是公司此前非公开发行募投项目之一,项目建设周期5年,共计为1080万平方米建筑供暖。项目采用BOT(基础设施特许权)运营模式,自投产供热开始,特许经营期30年。2011年收费标准按照使用面积,民用建筑每平方米为4.2元/月,商用建筑为7元/月/平方米,以后各年收费标准按相关规定执行,预计2011年-2013年增厚EPS分别为:0.08元、0.21元、0.34元。
- 多晶硅项目可期。公司3000吨多晶硅项目均按计划建设,预计今年三季度将建成投产。2011—2012年多晶硅产量保守估计为500吨和2000吨,利润贡献方面预计2011年实现盈亏持平,2012年有望贡献EPS0.5—0.8元,弹性较大。
- 我们预计公司2011—2013年的每股收益分别为0.89元、1.36元、1.79元,按3月14日股票价格测算,对应动态市盈率分别为35倍、23倍、17倍。公司传统业务增长稳定,转型后的新业务成长性高、市场空间广阔,我们看好公司未来的发展前景,维持公司“增持”的投资评级。
- 风险提示:多晶硅价格大幅波动,原材料价格上涨的风险。



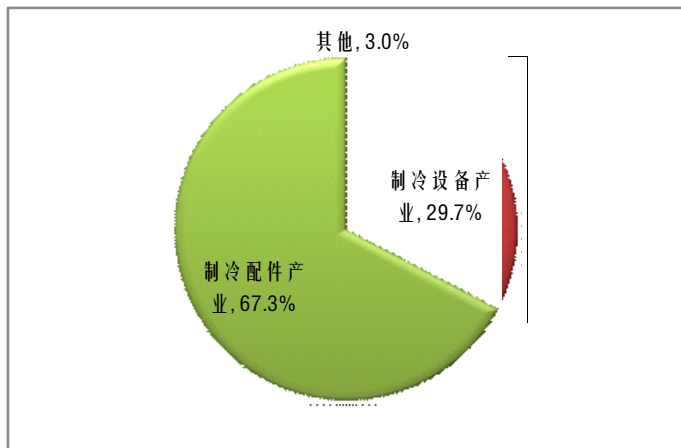
● 公司各项业务对营业收入和毛利润的贡献率

图1 2010年, 公司各项业务对营业收入的贡献率



数据来源: 天相投资分析系统

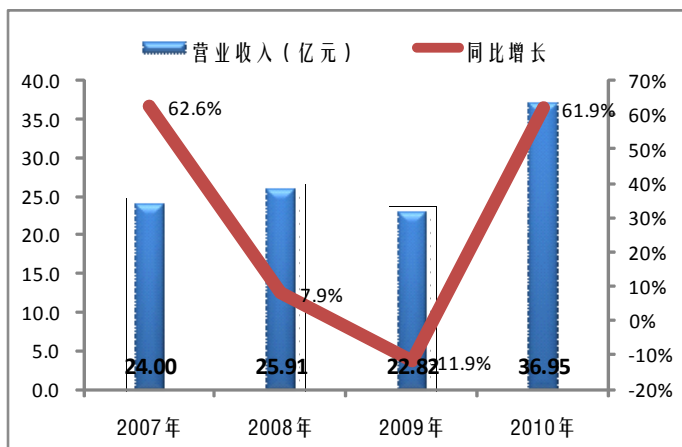
图2 2010年, 公司各项业务对毛利润的贡献率



数据来源: 天相投资分析系统

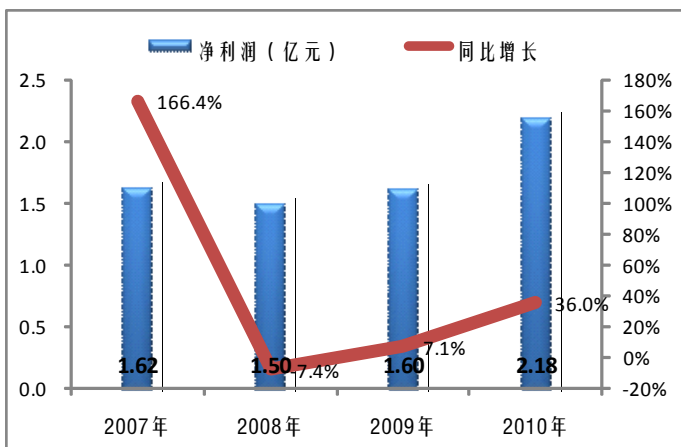
● 公司营业收入和净利润的规模与增长

图3 公司历年营业收入的规模与增长



数据来源: 天相投资分析系统

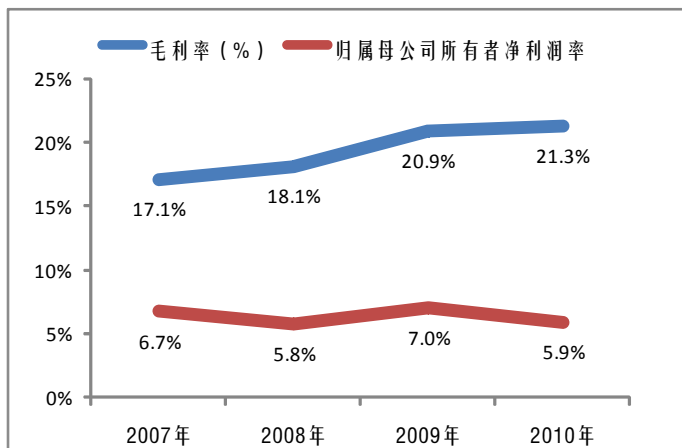
图4 公司历年归属母公司所有者净利润的规模与增长



数据来源: 天相投资分析系统

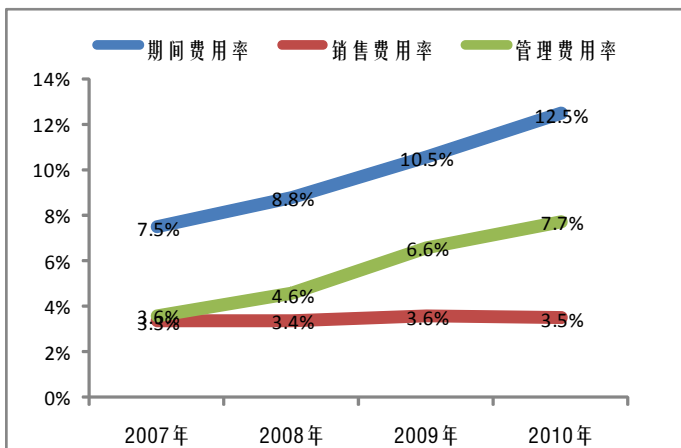
● 公司盈利能力和期间费用控制能力

图5 公司历年主要盈利能力指标的变动情况



数据来源: 天相投资分析系统

图6 公司历年期间费用相关指标的变动情况



数据来源: 天相投资分析系统



● 公司财务数据分析和盈利预测

	2008年	2009年	2010年	2011年E	2012年E	2013年E
一、营业收入	259,101	228,174	369,522	459,131	648,017	790,841
同比增长	-	-11.94%	61.95%	24.25%	41.14%	22.04%
减：营业成本	212,140	180,528	290,726	354,449	487,957	590,679
综合毛利率	18.12%	20.88%	21.32%	22.80%	24.70%	25.31%
营业税金及附加	938	787	1,284	1,589	2,247	2,740
资产减值损失	1,982	824	743	0	0	0
减：期间费用	22,831	24,035	46,014	55,605	78,086	94,980
期间费用率	8.81%	10.53%	12.45%	12.11%	12.05%	12.01%
其中：销售费用	8,765	8,121	12,864	16,028	22,227	26,809
管理费用	11,803	15,033	28,602	34,435	47,953	57,731
财务费用	2,262	881	4,549	5,142	7,906	10,439
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	170	197	449	0	0	0
二、营业利润	21,380	22,198	31,204	47,487	79,727	102,442
同比增长	-	3.83%	40.57%	52.18%	67.89%	28.49%
营业利润率	8.25%	9.73%	8.44%	10.34%	12.30%	12.95%
加：营业外收支净额	1,053	1,635	1,954	0	0	0
三、利润总额	22,433	23,833	33,157	47,487	79,727	102,442
减：所得税	3,351	2,807	4,561	7,123	11,959	15,366
实际所得税率	14.94%	11.78%	13.75%	15.00%	15.00%	15.00%
四、净利润	19,082	21,026	28,596	40,364	67,768	87,075
归属于母公司所有者净利	14,973	16,038	21,819	33,073	50,727	66,626
同比增长	-	7.11%	36.04%	51.58%	53.38%	31.34%
净利润率	5.78%	7.03%	5.90%	7.20%	7.83%	8.42%
少数股东损益	4,109	4,988	6,778	7,291	17,041	20,449
每股收益（元/股）	0.46	0.43	0.59	0.89	1.36	1.79
每股净资产（元/股）	3.32	5.10	5.03	5.92	7.28	9.07
净资产收益率	13.99%	8.45%	11.65%	15.01%	18.72%	19.73%

数据来源：上市公司定期报告 天相预测



2、公司2010年财务数据分析

2.1 利润构成分析

表2 利润构成（2010年季度累计同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长				利润构成			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q
1、利润总额	5,987	16,840	20,332	23,833	6,254	18,213	23,904	33,157	4.5%	8.2%	17.6%	39.1%	100	100	100	100
2、营业利润	5,862	15,833	19,108	22,198	6,236	17,946	23,401	31,204	6.4%	13.4%	22.5%	40.6%	99.7	98.5	97.9	94.1
3、公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	—	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
4、投资净收益	0	170	170	197	0	340	340	449	—	100.0%	100.0%	127.4%	0.0	1.9	1.4	1.4
5、营业外收支净额	124	1,008	1,225	1,635	19	267	503	1,954	-85.0%	-73.5%	-58.9%	19.5%	0.3	1.5	2.1	5.9

数据来源：天相投资分析系统

表3 利润构成（2010年单季度同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长				利润构成			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度
1、利润总额	5,987	10,854	3,492	3,501	6,254	11,959	5,690	9,253	4.5%	10.2%	63.0%	164.3%	100	100	100	100
2、营业利润	5,862	9,971	3,275	3,090	6,236	11,711	5,454	7,803	6.4%	17.5%	66.5%	152.5%	99.7	97.9	95.9	84.3
3、公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	—	—	—	—	0.0	0.0	0.0	0.0
4、投资净收益	0	170	0	28	0	340	0	109	—	100.0%	—	295.9%	0.0	2.8	0.0	1.2
5、营业外收支净额	124	883	217	411	19	248	236	1,451	-85.0%	-71.9%	8.8%	253.1%	0.3	2.1	4.1	15.7

数据来源：天相投资分析系统

2.2 收入与成本费用分析

表4 收入与成本费用（2010年季度累计同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长				成本费用构成			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q
1、营业收入	45,935	109,649	159,048	228,174	77,268	184,139	268,202	369,522	68.2%	67.9%	68.6%	61.9%	100	100	100	100
2、成本费用	39,909	93,157	139,126	204,563	70,865	164,864	243,238	336,740	77.6%	77.0%	74.8%	64.6%	91.7	89.5	90.7	91.1
3、营业成本	36,037	83,618	122,739	180,528	63,370	146,406	212,301	290,726	75.8%	75.1%	73.0%	61.0%	82.0	79.5	79.2	78.7
4、期间费用	3,872	9,539	16,387	24,035	7,495	18,458	30,937	46,014	93.6%	93.5%	88.8%	91.4%	9.7	10.0	11.5	12.5
其中：销售费用	1,055	3,186	5,805	8,121	2,495	5,306	8,925	12,864	136.6%	66.5%	53.8%	58.4%	3.2	2.9	3.3	3.5
管理费用	2,383	5,370	9,443	15,033	5,017	12,119	19,493	28,602	110.6%	125.7%	106.4%	90.3%	6.5	6.6	7.3	7.7
财务费用	435	983	1,140	881	-18	1,033	2,519	4,549	-104.1%	5.1%	121.0%	416.4%	-0.0	0.6	0.9	1.2

数据来源：天相投资分析系统

表5 收入与成本费用（2010年单季度同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长				成本费用构成			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度
1、营业收入	45,935	63,714	49,399	69,126	77,268	106,872	84,062	101,320	68.2%	67.7%	70.2%	46.6%	100	100	100	100
2、成本费用	39,909	53,248	45,969	65,437	70,865	93,999	78,374	93,502	77.6%	76.5%	70.5%	42.9%	91.7	88.0	93.2	92.3
3、营业成本	36,037	47,581	39,121	57,789	63,370	83,036	65,895	78,425	75.8%	74.5%	68.4%	35.7%	82.0	77.7	78.4	77.4
4、期间费用	3,872	5,667	6,848	7,648	7,495	10,963	12,479	15,077	93.6%	93.5%	82.2%	97.1%	9.7	10.3	14.8	14.9
其中：销售费用	1,055	2,131	2,618	2,316	2,495	2,811	3,619	3,939	136.6%	31.9%	38.2%	70.0%	3.2	2.6	4.3	3.9
管理费用	2,383	2,987	4,073	5,590	5,017	7,102	7,374	9,109	110.6%	137.7%	81.1%	62.9%	6.5	6.6	8.8	9.0
财务费用	435	548	157	-259	-18	1,051	1,486	2,030	-104.1%	91.6%	847.0%	—	-0.0	1.0	1.8	2.0

数据来源：天相投资分析系统

2.3 盈利能力及所得税分析

表6 盈利能力及所得税（2010年季度累计同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	2010年1Q	2010年1-2Q	2010年1-3Q	2010年1-4Q
1、综合毛利率%	21.55%	23.74%	22.83%	20.88%	17.99%	20.49%	20.84%	21.32%	-3.6	-3.2	-2.0	0.4
2、利润总额	5,987	16,840	20,332	23,833	6,254	18,213	23,904	33,157	4.5%	8.2%	17.6%	39.1%
3、所得税	1,159	2,322	2,621	2,807	741	2,510	3,295	4,561	-36.1%	8.1%	25.7%	62.5%
4、所得税 / 利润总额%	19.36%	13.79%	12.89%	11.78%	11.85%	13.78%	13.78%	13.75%	-7.5	0.0	0.9	2.0
5、归属于母公司的净利润	3,548	10,916	13,577	16,038	4,275	12,327	16,014	21,819	20.5%	12.9%	17.9%	36.0%
6、净利润率%	7.72%	9.96%	8.54%	7.03%	5.53%	6.69%	5.97%	5.90%	-2.2	-3.3	-2.6	-1.1

数据来源：天相投资分析系统

表7 盈利能力及所得税（2010年单季度同比）

单位：万元	2009年				2010年				同比增长			
	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度
1、综合毛利率%	21.55%	25.32%	20.81%	16.40%	17.99%	22.30%	21.61%	22.60%	-3.6	-3.0	0.8	6.2
2、利润总额	5,987	10,854	3,492	3,501	6,254	11,959	5,690	9,253	4.5%	10.2%	63.0%	164.3%
3、所得税	1,159	1,163	299	187	741	1,769	785	1,266	-36.1%	52.1%	162.7%	578.7%
4、所得税 / 利润总额%	19.36%	10.71%	8.56%	5.33%	11.85%	14.79%	13.80%	13.68%	-7.5	4.1	5.2	8.4
5、归属于母公司的净利润	3,548	7,368	2,661	2,461	4,275	8,052	3,687	5,805	20.5%	9.3%	38.6%	135.9%
6、净利润率%	7.72%	11.56%	5.39%	3.56%	5.53%	7.53%	4.39%	5.73%	-2.2	-4.0	-1.0	2.2

数据来源：天相投资分析系统

2.4 盈利收益质量分析

表8 公司盈利收益质量分析

	2008年	2009年	2010年
1、经营活动产生的现金流量净额（万元）	14,083	15,080	29,172
2、每股经营活动产生的现金流量（元/股）	0.44	0.47	0.78
3、销售收入、提供劳务收到现金/营业收入（%）	80.1%	90.9%	59.7%
4、经营性现金流量净额/净利润（%）	94.1%	94.0%	133.7%

数据来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-82709089 邮编: 518041