

向新能源和节能减排业务拓展

评级:

买入-B

上次评级:

目标价格:

45.00 元

期限: 12 个月 上次预测:

现价(2011 年 04 月 01 日): 30.38 元

报告日期:

2011-04-06

报告关键点:

- 公司业务由空调制冷设备向光伏和污水源热泵BOT等新业务拓展
- 预测公司2011-2013年EPS分别为0.96元、1.60元、2.51元。公司估值180.7亿元,考虑增发摊薄,12个月目标价位45元,给予“买入-B”投资评级

报告摘要:

- 盾安环境是一家专业生产各种电制冷式中央空调主机和末端设备,以及工业空调除尘和各种空调换热器的专业公司,在制冷配件业务领域公司是行业龙头。在稳固传统业务的同时,公司向多晶硅、光伏电站和污水源热泵等新业务拓展。
- 传统空调业务仍可稳定增长:** 2010年制冷配件业务受益行业增长实现了55.9%的收入增长,毛利率也提高了2个百分点,公司在该业务领域市场占有率高,主要随着行业增长而增长,预计2011年增长20%。2010年公司的制冷设备产品收入增长61%,在通讯、军品、工程机械领域的拓展取得非常好成绩,本业务基数低,成长性好,预计每年增长50%。预计空调业务平稳增长,2011-2013年EPS分别为0.83元、1.04元、1.24元。
- 向光伏行业进军:** 公司2009年在内蒙古鄂尔多斯设立子公司投资多晶硅生产。因为电价低,投资成本低,系统循环效率高,预计正常达产后每公斤多晶硅成本可以控制在35美元以下。多晶硅项目2010年4月开工,目前设备安装完成40-50%,土建80%,预计2011年三季度投产。公司也将进行冷氢化技改,产能将超过3000吨达到4000-5000吨。2010年公司还在内蒙古投资了光伏电站。我们预测多晶硅项目2011-2013年净利润分别为0、1.05亿元、1.34亿元,贡献EPS分别为0元、0.282元、0.348元。
- 污水源热泵BOT业务堪比现金奶牛:** 污水源热泵技术是以污水为热源实现制热、制冷的可再生能源利用技术,预测市场规模在600亿元以上。污水源热泵BOT项目在初期的投入之后,除获得政府补贴和接入费外,还可以后续30年收取供暖费,投资10亿元可以获得收入总额76.5亿元,税后利润总额35.82亿元。公司在山西已经获得10亿元项目的30年特许经营权,并在天津设立基地。污水源热泵BOT业务是公司拟增发项目之一。我们评估该项业务现值为96.7亿元,按照60%的权益计算,归属于母公司股东的现值为58亿元。
- 参股煤炭开发在2013年贡献收益:** 公司参股23%城梁井田煤炭开发,该煤炭资源储量22亿吨,将在2013年贡献投资收益。按照900万吨计算,我们预计2013年该煤矿可以为公司贡献投资收益2.07亿元,贡献EPS0.556元。
- 盈利预测与投资评级:** 按照增发前股本,我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.96元、1.60元、2.51元。不考虑煤炭资源价值,非BOT业务按照2012年25倍市盈率估值,BOT业务按照58亿元估值,公司估值180.7亿元,考虑增发摊薄,12个月目标价位45元,给予“买入-B”投资评级。
- 风险提示:** 污水源BOT业务获得合适项目是该项业务的关键,如公司不能获得我们估计的项目量,则公司估值将降低。

总市值(百万元)	11,312.41
流通市值(百万元)	11,291.19
总股本(百万股)	372.36
流通股本(百万股)	371.67
12个月最低/最高	15.13/35.60 元
十大流通股东(%)	9.33%
股东户数	18,896

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.43	15.25	50.22
绝对收益	11.49	18.31	46.27

黄守宏

010-66581627
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

首席行业分析师

huangsh@essence.com.cn
S1450511020024

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

报告联系人

王舒婷

021-68765993
wangst@essence.com.cn

前期研究成果

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,281.7	3,695.2	5,013.3	6,886.5	8,933.0
Growth(%)	-11.9%	61.9%	35.7%	37.4%	29.7%
净利润	160.4	218.2	359.3	594.1	934.4
Growth(%)	7.0%	36.0%	64.7%	65.3%	57.3%
毛利率(%)	20.9%	21.3%	23.8%	26.2%	25.1%
净利润率(%)	7.0%	5.9%	7.2%	8.6%	10.5%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.96	1.60	2.51
每股净资产(元)	5.60	5.29	6.09	7.38	9.25
市盈率	70.5	51.8	31.5	19.0	12.1
市净率	5.4	5.7	5.0	4.1	3.3
净资产收益率(%)	10.1%	14.5%	21.4%	28.3%	33.8%
ROIC(%)	22.0%	27.6%	34.5%	25.9%	37.5%
EV/EBITDA	39.0	26.6	16.6	9.8	6.9
股息收益率	0.7%	1.0%	1.6%	2.6%	4.1%

1. 公司简介

1.1. 公司股权结构及业务

盾安环境是一家专业生产各种电制冷式中央空调主机和末端设备，以及工业空调除尘和各种空调换热器的专业公司，是中央空调国家标准起草单位，国家重点高新技术企业、国家火炬计划项目实施单位及浙江省专利示范企业，浙江省 2002 年首批“高新技术研发中心”。公司通过了 ISO9001:2000 国际质量体系认证、ISO14001 环境管理体系认证及产品 CCC 认证。生产的中央空调产品被国家权威机构认定为国家重点新产品、国家高新技术产品和浙江省名牌产品，获多项国家专利。

公司的控股股东为浙江盾安精工集团有限公司，持股比例为 48.34%。公司实际控制人为姚新义先生。姚新义先生现任盾安控股集团有限公司董事长、杭州新宏实业有限公司董事长。

公司旗下共有 21 个控股子公司，公司业务由传统的空调整机、制冷配件、风机扩展到多晶硅、光伏电站和污水源热泵等新业务。芜湖海螺型材科技股份有限公司（000619.SZ）为公司的参股公司。

图 1 公司目前股权结构及业务图



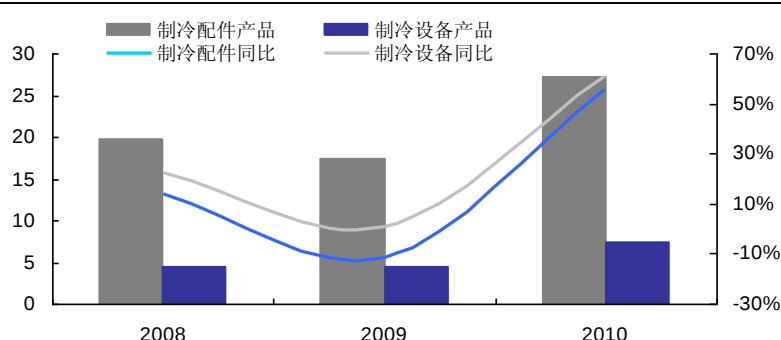
数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

2. 空调业务仍可平稳增长

2010 年公司营业收入快速增长，实现营业收入 36.95 亿元，同比增长 61.95%；实现

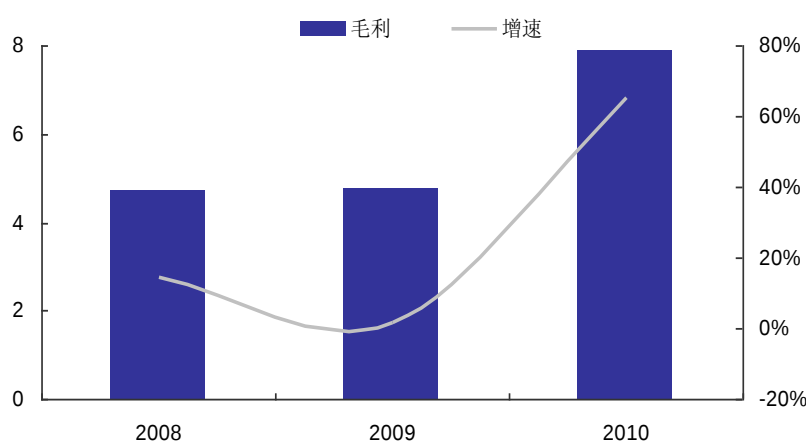
利润总额 3.32 亿元, 同比增长 39.12%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.18 亿元, 同比增长 36.04%。

图 2 2008-2010 年盾安环境营业收入 单位: 亿元



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 3 2008-2010 年盾安环境毛利 单位: 亿元



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

制冷配件产品包括制冷阀类、管路集成组件、压缩机零部件。公司在空调零配件尤其是空调阀门子行业与三花股份形成寡头垄断，其中在四通阀业务公司市场占有率 30% 以上，仅次于三花股份位居第二；截止阀市场占有率 40%，位居行业第一。制冷配件业务增长主要得益于 2010 年行业增长，2010 年行业增长约 40%，预计 2011 年行业增速 20%。

制冷设备产品包括制冷设备整机、末端、热工业务和可再生能源利用、冷链等新业务。公司在通讯、军品，工程机械领域拓展的都不错，轨道交通也在做前期工作。本业务基数比较低，成长性好，预计每年增长 50%。

总体来看，公司的空调制冷设备业务可平稳增长，本报告中我们不做重点分析。我们预测公司空调制冷设备业务 2011-2013 年 EPS 分别为 0.83 元、1.04 元、1.24 元。

表 1 空调业务收入毛利率预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
空调业务收入(亿元)	25.91	22.80	36.96	46.71	58.89	74.33
增长率		-12.0%	62.1%	26.4%	26.1%	26.2%
成本	21.21	18.04	29.08	36.30	45.84	58.24
毛利率	18.1%	20.9%	21.3%	22.3%	22.2%	21.6%
制冷配件产品(亿元)	19.84	17.54	27.35	32.82	38.73	44.92
增长率	14.0%	-11.6%	55.9%	20%	18%	16%
成本	16.71	14.52	22.05	26.58	31.76	37.74
毛利率	15.8%	17.2%	19.4%	19%	19%	19%
制冷设备产品(亿元)	4.55	4.59	7.39	11.09	16.63	24.94
增长率	22.0%	0.9%	61.0%	50%	50%	50%
成本	3.11	2.96	5.04	7.65	11.47	17.21
毛利率	31.6%	35.5%	31.8%	31.0%	31.0%	31.0%
其他	1.52	0.67	2.22	2.81	3.54	4.46
增长率				26%	26%	26%
成本	1.39	0.56	1.99	2.07	2.61	3.29
毛利率	8.6%	16.4%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源: 安信证券研究中心

表 2 空调业务 2011-2012 年盈利预测

单位: 亿元

项目与假设	2011E	2012E	2013E
收入	46.71	58.89	74.33
成本	36.30	45.84	58.24
毛利润	10.41	13.05	16.09
营业税(0.35%)	0.16	0.21	0.26
财务费用(1.3%)	0.61	0.77	0.97
销售费用(3.5%)	1.63	2.06	2.60
管理费用(7.7%)	3.60	4.53	5.72
投资收益	0.05	0.05	0.05
资产减值(0.2%)	0.09	0.12	0.15
营业外收支	0.30	0.40	0.50
利润总额	4.67	5.81	6.94
所得税(13.8%)	0.64	0.80	0.96
净利润	4.02	5.01	5.98
少数股东损益(23%)	0.93	1.15	1.38
归属于母公司净利润	3.10	3.86	4.61
增发前 EPS (37236373 股, 元/股)	0.83	1.04	1.24

数据来源: 安信证券研究中心

3. 向光伏行业进军

3.1. 投资多晶硅

2009 年 11 月 2 日盾安环境召开的第三届董事会第十次临时会议决议成立内蒙古盾安光伏科技有限公司, 投资年产 3000 吨多晶硅项目(一期), 在内蒙古巴彦淖尔市乌拉特后旗工业园区投资 188,200.57 万元, 建设年产 3000 吨太阳能级多晶硅项目(一期)。

内蒙古盾安光伏科技有限公司主要经营太阳能级多晶硅生产和销售业务, 系公司全资

子公司，根据项目可行性研究报告，一期项目总投资 188,200.57 万元，其中：建设投资 170,100.4 万元，流动资金 18,100.17 万元；资金筹措渠道由企业自筹和申请银行贷款两部分组成，其中 60000 万元由企业自筹解决；128200.57 万元申请银行贷款，即建设投资中的 110100.4 万元拟向银行申请贷款，贷款年利率按 5.31% 计；流动资金为 18100.17 万元，申请银行贷款，贷款年利率按 5.31% 计。该项目建设期两年。

预计正常达产后成本可以控制在 35 美元以下：1) 内蒙古当地电价便宜，项目电价低于当地电价，单位多晶硅电耗为 180-200 千瓦时/千克；2) 投资成本低于之前国内的其他的多晶硅项目；3) 系统循环利用效率高，类似中能的项目。

据公司领导介绍，多晶硅项目 2010 年 4 月开工，目前设备安装完成 40-50%，土建 80%，预计 2011 年三季度投产。公司也将进行冷氢化技改，希望产能超过 3000 吨达到 4000-5000 吨。

3.2. 投资光伏电站

盾安环境于 2010 年 4 月 25 日召开了第三届董事会第十三次临时会议决议通过设立全资子公司内蒙古盾安光伏电力有限公司（简称“盾安光伏电力”），在内蒙古巴彦淖尔市乌拉特后旗巴音宝力格镇投资 21,426.60 万元，分两期建设 10 兆瓦光伏电站项目，每期 5 兆瓦。根据公司的有关公告，项目建成后并网第 1 年即可达到设计发电能力，每年实现营业收入 2,388.87 万元（按 1.4 元/Kwh 计），预计第 8 年开始产生盈利，正常盈利年份年总成本 91.33 万元，年利润总额 1,850.82 万（含 CDM 资助）；项目投资回收年限为 12.04 年（含项目建设期 6 个月）。光伏电站项目的前期选址、测光、立项等工作亦稳步推进。

3.3. 光伏产业盈利预测

公司光伏电站盈利较晚，我们仅对多晶硅项目进行盈利预测。预测假设条件如下：

- 1) 多晶硅价格 2011-2013 年分别为 80、65、55 美元/公斤；
- 2) 预计多晶硅销量 2011-2013 年分别为 500、2000、3600 吨；
- 3) 营业税率 0.3%，销售费用率 3%，管理费用率 4%，所得税率 25%；
- 4) 贷款 12.82 亿元，贷款利率 5.81%。

结论：我们预测公司多晶硅项目 2011-2013 年净利润分别为 0、1.05 亿元、1.3 亿元，按照增发前股本计算 2011-2013 年 EPS 分别为 0 元、0.282 元、0.348 元。

表 3 多晶硅项目 2011-2013 年盈利预测

单位：亿元

项目与假设	2011E	2012E	2013E
销售量 (吨)	500	2000	3600
售价 (\$/kg)	80	65	55
收入 (亿元, 17%增值税)	2.22	7.22	11.00
单位成本 (\$/kg)	55	35	33
成本	1.79	4.55	7.72
毛利润	0.43	2.67	3.28
营业税 (0.3%)	0.01	0.02	0.03
财务费用 (贷款 12.82 亿元, 利率 5.81%)	0.25	0.74	0.74
销售费用 (3%)	0.07	0.22	0.33
管理费用 (4%)	0.11	0.29	0.44
利润总额	0.00	1.40	1.73
所得税 (25%)	0	0.350	0.433
净利润	0.00	1.05	1.30
增发前 EPS (37236373 股, 元/股)	0.000	0.282	0.348

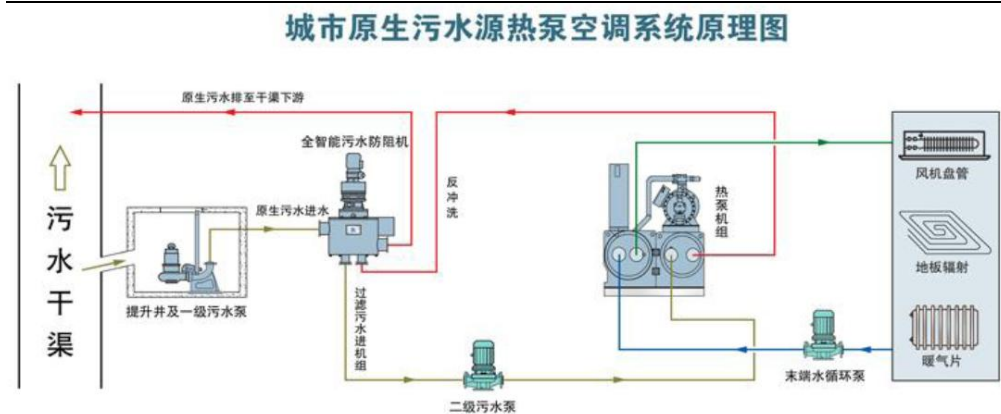
数据来源：安信证券研究中心

4. 污水源热泵 BOT 业务：圈地运动与现金奶牛

4.1. 污水源热泵业务简介

污水源热泵技术是利用冬季城市污水比环境温度高，夏季污水温度比环境温度的特点，以污水为热源实现制热、制冷的技术。温差只要有 5℃ 就可以实现对污水源的经济利用。这种供暖模式是对现有的供暖方式的一种补充，而不是竞争关系。由于可以减少燃煤供暖的减排压力，政府会有补贴，使用费和市政供暖是一样的，用户不会多掏钱。

图 4 城市污水源热泵空调系统原理图



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

污水源热泵工程造价每平米约 100 元，投资收益包括政府补贴、用户供暖接入费和供暖取暖费，华北地区供暖季一般 5 个月，东北地区供暖季一般 6 个月。污水热泵工程项目一般都有补贴 0-30% 政府补贴；供暖接入费一般一次性收取相当于投资的 20%-30%；供暖费每供暖季收取，每平米每月平均 5 元，经营期间永续收入。只要污水资源达到要求，即使没有政府补贴，也可以实现盈利。

圈地运动与现金奶牛：污水源热泵 BOT 项目在初期的投入之后，后续 30 年可以收取供暖费收入，按照我们的盈利模型计算，投资 10 亿元，可以获得收入总额 76.5 亿元，税后利润总额 35.82 亿元，按照 10% 的贴现率贴现的现值总额 13.44 亿元。获得合适

项目成为这种业务盈利模式的关键。

表 4 10 亿元污水源热泵 BOT 业务投资回报测算

单位：亿元

项目	金额
收入合计	76.50
BOT 折旧合计	9.72
运营成本合计（6.47 元/平米·供暖季）	19.02
成本合计	28.74
利润合计	47.76
税后利润合计（25%所得税率）	35.82
现值合计（10%贴现率）	13.44

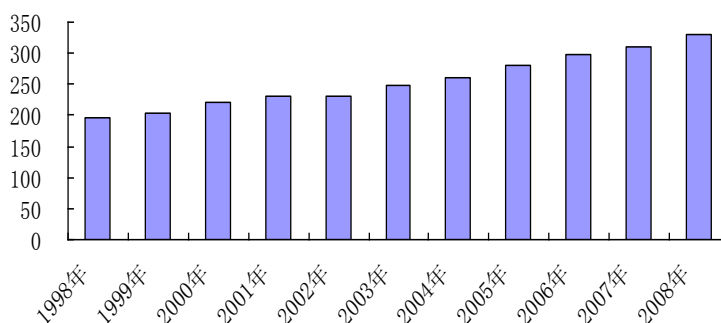
数据来源：安信证券研究中心

4.2. 城市污水源热泵市场空间至少 600 亿元以上

根据国家环保部的统计，我国 1998 年的生活污水排放量为 195 亿吨，2008 年为 330 亿吨，10 年增长了 69%，年复合增速为 5.4%。2008 年包含工业污水的总污水排放 572 亿吨。

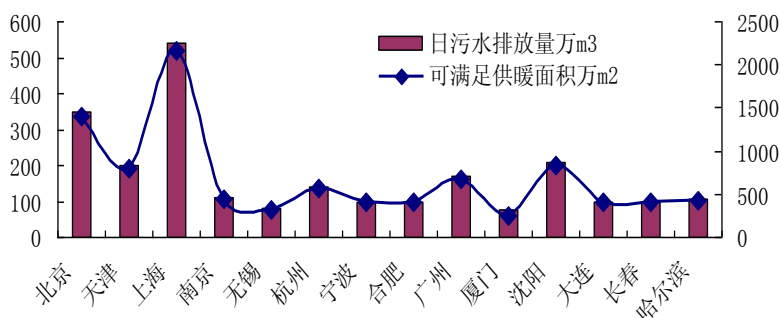
按照 2008 年全国 330 亿吨生活污水计算，日污水排放量 9000 万吨，可供暖面积为 3.6 亿平方米。如果按照供暖 1 平方米投资 100 元计算，污水源热泵市场规模约 360 亿元。如果考虑利用工业污水利用，污水源热泵市场可以达到 600 亿元以上。

图 5 1998-2008 年全国生活污水排放量年复合增速 5.4%（单位：亿吨）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 部分城市污水排放量与相应可供暖面积关系图



数据来源：安信证券研究中心

4.3. 收购太原炬能涉足污水源热泵市场

2010年4月,盾安环境收购太原炬能再生能源供热有限公司57%的股权,太原炬能公司的股本结构为:盾安环境持股57%,付卫亮持股34.4%,郝炜及吴广旭各持股4.3%。各股东同比例新增注册资本6100万元后总注册资本11200万元。

太原炬能公司为一家从事城市污水源热泵系统、水(地)源热泵系统技术替代燃煤锅炉供热(制冷)设计、施工、运营的企业,拥有世界首创的城市原生污水冷热源热泵空调系统的成套专利技术与工艺。目前,其业务模式包括合同能源管理、特许权经营和项目总包等。该公司主要完成的项目有:山西烟草太原分公司、太原红星剧院、山西涤纶厂、江强磁性材料制作有限公司、山西大同小站等。

4.4. 签订污水源热泵重大合同

2011年1月,公司公告太原炬能与山西省平定县人民政府签订《平定县可再生能源集中供热(冷)项目合同》合同总投资额10亿元。合同采取特许经营,采用BOT运营模式,自投产供热开始,特许经营期30年。

工程建设总规模为建筑面积1080万m²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m²,2012年完成建筑供热面积300万m²,2013年完成建筑供热面积300万m²,2014年完成建筑供热面积200万m²,2015年完成建筑供热面积80万m²。

2011年收费标准按照使用面积,民用建筑为4.2元/月/m²,商用建筑为7元/月/m²,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。

4.5. 投资天津,打造利用可再生能源的管理和示范基地

2011年2月23日公司与付卫亮签署协议,共同投资设立盾安(天津)节能系统有限公司(简称“盾安节能”)。盾安节能注册资本18,000万元,其中公司出资11,160万元,占其注册资本的62%;付卫亮出资6,840万元,占其注册资本的38%。盾安节能主要立足天津建设以污水源热泵技术为核心,以城市原生污水源、工业废水和余热等为主要热源的可再生能源供热制冷系统工程,建设总供热制冷面积500万m²,并以BOT、合同能源管理等商业模式实施工程后续运营。

设立盾安节能公司的目的是利用天津的政治经济地位和其在北方城市的影响力,把盾安节能打造成公司利用可再生能源的管理和示范基地,有助于公司在全国推广、巩固可再生能源供热制冷领域及节能服务市场的市场和业务,从而取得领先优势。

4.6. 污水源热泵业务盈利预测与估值

盈利预测与估值假设条件:

- 1) 2011年BOT投资3亿元,2012-2014年投资5亿元/年,2015年投资7亿元,2016-2040年投资10亿元/年。保守计算业务持续到2040年。
- 2) 政府补助按照10%投资额,BOT接入费按照20%投资额,BOT供暖费按照平均5元/月平米,每供暖季5个月。
- 3) 业务价值计算折现率10%,不考虑终值,少数股东权益40%。

表 5 热泵 BOT 业务盈利预测与估值

项目与假设	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2040E
投资合计（亿元,100%）	3	5	5	5	7	10	10
BOT 投资（100%）	3	5	5	5	7	10	10
政府补贴（10%投资）	0.3	0.5	0.5	0.5	0.7	1	1
BOT 接入费（20%投资）	0.6	1	1	1	1.4	2	2
BOT 供暖费收入(5 元/月, 免增值税, 11 月-3 月)	0.3	1.25	2.5	3.75	5.2	7.25	67.25
收入合计	1.20	2.75	4.00	5.25	7.30	10.25	70.25
BOT 折旧(30 年)	0.02	0.13	0.29	0.46	0.64	0.89	8.89
运营成本（6.47 元/平米.供暖季）	0.08	0.32	0.65	0.97	1.35	1.88	17.40
成本合计	0.09	0.45	0.94	1.43	1.98	2.77	26.29
利润合计	1.11	2.30	3.06	3.82	5.32	7.48	43.96
利润率	92.1%	83.6%	76.5%	72.7%	72.8%	73.0%	62.6%
税后利润（25%所得税率）	0.83	1.72	2.29	2.86	3.99	5.61	32.97
少数股东损益（40%）	0.33	0.69	0.92	1.15	1.59	2.25	13.19
归属母公司净利润(60%)	0.50	1.03	1.38	1.72	2.39	3.37	19.78
增发前股本（37236373 股）	3.7236	3.7236	3.7236	3.7236	3.7236	3.7236	3.7236
增发前 EPS	0.134	0.278	0.370	0.461	0.642	0.905	5.312
热泵年现值（亿元, 10%折现率, 含少数股东损益）	0.83	1.57	1.90	2.15	2.72	3.49	2.08
折现年	0	1	2	3	4	5	29
热泵现值合计（亿元,含少数股东损益, 不考虑终值）	96.7						
归属于母公司股东热泵价值（亿元, 假设 60%权益）	58.0						

数据来源：安信证券研究中心

盈利预测：按照我们的假设条件，热泵 BOT 业务 2011-2013 年增发前 EPS 为 0.134 元、0.278 元、0.37 元。

业务估值：由于 BOT 业务的特殊性，我们认为按照税后利润贴现计算业务价值是最合适的估值方法，我们在价值评估时考虑得非常保守，只考虑该业务经营到 2040 年，没有考虑后续年份，同时折现率为 10%也是比较中性的。按照我们的评估方法，热泵 BOT 业务的现值为 96.7 亿元，按照 60%的权益计算，归属于母公司股东的现值为 58 亿元。

5. 参股煤炭业务预计 2013 年贡献投资收益

2009 年公告参与投资内蒙古鄂尔多斯市东胜煤田城梁井田（简称“城梁井田”）煤炭资源的开发。通过向冀中能源邢台矿业集团有限责任公司（简称“冀中能源”）受让其持有的内蒙古鄂尔多斯市金牛煤电有限公司（简称“金牛煤电”）23%股份的方式参与项目的投资。

城梁井田位于鄂尔多斯市，面积 116 平方公里。城梁井田探明煤炭资源储量为 22 亿吨，目前已由金牛煤电申请办理了整体的矿产勘查探矿权出资完成了城梁井田煤炭资源详查—精查，并上报国土资源部评审备案《内蒙古自治区东胜煤田青达门矿区域城梁勘查区煤炭精查报告》，取得了备案证明目前该井田的采矿权证正在办理中，需要经由国土资源部门最终核发。城梁井田主要产 5300 大卡的动力煤。煤矿开采条件比较好，可开采量约 19 亿吨。第一座矿井由 600-1000 万吨/年起步，2-3 年达到煤炭生产设计能力。城梁井田服务年限不低于 50 年。公司是靠承诺投入多晶硅项目才拿到这个煤矿的股份，若公司在内蒙古投资建设的多晶硅项目不能按计划开工建设并达到规划产能，则公司将被按成本价收回或扣减在金牛煤电的股份。

煤矿的计划投资总计 40-50 亿元，其中公司投入 8-9 亿元，第一期项目预计 2012 年底或 2013 年年初投产，产能 600-1000 万吨，每吨的利润大约是 100 元。按照 900 万吨计算，我们预计 2013 年该煤矿可以为公司贡献投资收益 2.07 亿元，贡献 EPS0.556 元。

6. 拟增发发展污水源热泵和核电系统集成业务

公司 2010 年 11 月公告非公开增发 A 股预案，拟非公开发行股票不超过 5,000 万股，募集资金总额不超过 10.5 亿元，扣除发行费用后，拟全部投资于如下项目：

表 6 募集资金项目

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	可再生能源供热（冷）系统建设项目	97,228	50,000
2	核电站暖通系统集成项目	40,678	40,000
3	国家认定企业技术中心扩（改）建项目	11,176	10,000
合计		149,082	100,000

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

关于污水源热泵业务及盈利情况，我们在前面已经叙述，募集资金到位之前，公司将先贷款进行项目运作，募集资金到位后归还贷款，减少财务费用。

盾安环境在暖通领域具有长期的积淀，从 2008 年进入核电暖通市场，2010 年核电空调业务大幅拓展，截止年底，已累计中标国内已建和在建的 13 个核电站中 12 个核电站的 20 个项目；产品覆盖面也不断扩大，继取得核级冷水机组国内绝对优势地位后，产品系列囊括了水冷、风冷、组合式空调、柜机、风机盘管和恒温恒湿机等。

公司核级风机争取在 7-8 月份拿到生产资质，之后就具备了核级暖通系统总包资格。在核级风机行业内，比盾安有更有经验的只有南风股份。百万千瓦级核电站的全套暖通系统的价值为 2 亿多元。近期由于福岛核电站事故，我们预期我国核电的发展步伐将放缓，核电安全标准预期进一步提高。核电发展放缓对盾安环境来说并不是坏事，公司能争取时间拿到总包资质，工程总承包的收入和利润更大。

7. 盈利预测与投资评级

盾安环境盈利预测汇总和估值如表 7。

盈利预测：按照增发前股本，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.96 元、1.60 元、2.51 元。

公司估值：对公司空调和多晶硅等非 BOT 业务按照 2012 年 25 倍市盈率估值，这部分业务估值 122.7 亿元，加上污水源热泵业务的保守估值 58 亿元，合计公司估值 180.7 亿元。对于公司参股的煤炭业务，将在 2013 年产生业绩，这里我们保守考虑没有将煤炭的价值按照储量权益法计算在内。

目标股价：公司增发会对 EPS 摊薄，按照 30 元-40 元股价增发后，新增股本 3500 万股-2625 万股，按照增发后股本摊薄后，股价对应为 44.36 元-45.33 元。

表 7 盾安环境盈利预测汇总与估值表

项目	2011E	2012E	2013E
空调业务净利润	3.10	3.86	4.61
多晶硅业务净利润	0.00	1.05	1.30
污水源热泵 BOT 业务净利润	0.50	1.03	1.38
煤炭收益			2.07
非 BOT 业务净利润	3.10	4.91	7.97
BOT 业务净利润	0.50	1.03	1.38
归属于母公司净利润合计（亿元）	3.60	5.94	9.35
空调业务 EPS	0.83	1.04	1.24
多晶硅业务 EPS	0.00	0.28	0.35
污水源热泵 BOT 业务 EPS	0.13	0.28	0.37
煤炭收益 EPS			0.56
非 BOT 业务 EPS	0.83	1.32	2.14
BOT 业务 EPS	0.13	0.28	0.37
EPS 合计（元/股）	0.96	1.60	2.51
非 BOT 业务市值（按照 2012 年 25 倍市盈率）	122.70		
BOT 业务估值	58.00		
市值合计(亿元)	180.70		
增发前股本（37236373 股）	3.72		
募集资金（亿元）	10.5		
增发股本(假设按照 30 元增发 3500 万股)	0.35		
增发 3500 万股后股本（亿股）	4.07		
增发 3500 万股后合理股价（元/股）	44.36		
增发股本（假设按照 35 元增发 3000 万股）	0.3		
增发 3000 万股后股本（亿股）	4.02		
增发 3000 万股后合理股价（元/股）	44.91		
增发股本（假设按照 40 元增发 2625 万股）	0.2625		
增发 2625 万股后股本（亿股）	3.99		
增发 2625 万股后合理股价（元/股）	45.33		

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2011-4-5		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2,281.7	3,695.2	5,013.3	6,886.5	8,933.0	成长性						
减: 营业成本	1,805.3	2,907.3	3,818.0	5,084.6	6,690.3	营业收入增长率	-11.9%	61.9%	35.7%	37.4%	29.7%	
营业税费	7.9	12.8	17.0	22.7	29.5	营业利润增长率	3.8%	40.6%	75.3%	66.5%	45.9%	
销售费用	81.2	128.6	170.2	227.8	293.2	净利润增长率	7.0%	36.0%	64.7%	65.3%	57.3%	
管理费用	150.3	286.0	370.9	482.4	616.3	EBITDA 增长率	1.7%	52.4%	85.1%	64.9%	36.2%	
财务费用	8.8	45.5	85.9	151.5	169.1	EBIT 增长率	-2.6%	54.9%	77.0%	67.9%	41.0%	
资产减值损失	8.2	7.4	9.3	11.6	17.7	NOPLAT 增长率	2.4%	51.3%	68.1%	61.9%	44.8%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.9%	34.2%	115.9%	0.1%	-1.9%	
投资和汇兑收益	2.0	4.5	5.0	5.0	212.0	净资产增长率	76.5%	-5.5%	15.1%	21.2%	25.3%	
营业利润	222.0	312.0	546.9	910.8	1,328.9	利润率						
加: 营业外净收支	16.4	19.5	30.0	40.0	50.0	毛利率	20.9%	21.3%	23.8%	26.2%	25.1%	
利润总额	238.3	331.6	576.9	950.8	1,378.9	营业利润率	9.7%	8.4%	10.9%	13.2%	14.9%	
减: 所得税	28.1	45.6	92.0	172.6	215.3	净利润率	7.0%	5.9%	7.2%	8.6%	10.5%	
净利润	160.4	218.2	359.3	594.1	934.4	EBITDA/营业收入	11.9%	11.2%	15.3%	18.4%	19.3%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	10.1%	9.7%	12.6%	15.4%	16.8%	
货币资金	526.5	1,255.1	1,201.1	1,834.6	2,765.0	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	62	49	87	121	115	
应收帐款	565.5	704.0	892.8	1,226.4	1,590.8	流动营业资本周转天数	75	32	16	15	8	
应收票据	318.8	448.5	549.4	754.7	979.0	流动资产周转天数	257	257	261	249	270	
预付帐款	25.8	119.2	233.8	386.3	587.0	应收帐款周转天数	58	54	53	51	52	
存货	497.0	804.2	1,046.0	1,393.0	1,833.0	存货周转天数	65	63	66	64	65	
其他流动资产	1.5	4.1	6.7	10.5	14.6	总资产周转天数	411	406	455	436	416	
可供出售金融资产	462.5	334.1	334.1	334.1	334.1	投资资本周转天数	173	137	183	182	139	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	10.1%	14.5%	21.4%	28.3%	33.8%	
投资性房地产	8.9	11.2	12.0	12.0	12.0	ROA	6.7%	5.5%	6.5%	8.4%	10.2%	
固定资产	439.8	570.9	1,855.5	2,775.4	2,933.8	ROIC	22.0%	27.6%	34.5%	25.9%	37.5%	
在建工程	23.3	483.6	913.4	121.3	42.1	费用率						
无形资产	236.5	367.9	343.5	320.7	299.4	销售费用率	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%	
其他非流动资产	12.0	118.8	75.9	55.3	53.2	管理费用率	6.6%	7.7%	7.4%	7.0%	6.9%	
资产总额	3,118.1	5,221.7	7,464.2	9,224.3	11,444.0	财务费用率	0.4%	1.2%	1.7%	2.2%	1.9%	
短期债务	70.0	525.0	943.8	940.5	935.3	三费/营业收入	10.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.1%	
应付帐款	509.5	943.8	1,202.9	1,602.0	2,107.9	偿债能力						
应付票据	244.4	384.2	523.0	696.5	916.5	资产负债率	33.2%	62.3%	69.6%	70.2%	69.9%	
其他流动负债	49.2	169.0	273.7	411.4	590.1	负债权益比	49.6%	165.0%	229.0%	235.5%	232.1%	
长期借款	50.0	704.9	1,404.9	1,414.9	1,424.9	流动比率	2.07	1.32	1.04	1.11	1.19	
其他非流动负债	47.6	27.1	25.0	25.0	25.0	速动比率	1.54	1.00	0.77	0.84	0.91	
负债总额	1,033.8	3,251.0	5,195.7	6,474.7	7,997.9	利息保障倍数	26.20	7.86	7.36	7.01	8.86	
少数股东权益	186.2	98.3	223.9	408.0	637.2	分红指标						
股本	372.4	372.4	372.4	372.4	372.4	DPS(元)	0.22	0.30	0.48	0.80	1.25	
留存收益	1,524.7	1,492.6	1,672.2	1,969.3	2,436.4	分红比率	50.2%	51.2%	50.0%	50.0%	50.0%	
股东权益	2,084.4	1,970.8	2,268.5	2,749.7	3,446.0	股息收益率	0.7%	1.0%	1.6%	2.6%	4.1%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	210.3	286.0	359.3	594.1	934.4	EPS(元)	0.43	0.59	0.96	1.60	2.51	
加: 折旧和摊销	48.7	67.9	135.2	204.0	226.7	BVPS(元)	5.60	5.29	6.09	7.38	9.25	
资产减值准备	8.2	7.4	9.3	11.6	17.7	PE(X)	70.5	51.8	31.5	19.0	12.1	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	5.7	5.0	4.1	3.3	
财务费用	7.7	44.0	85.9	151.5	169.1	P/FCF	-45.5	12.1	-28.9	19.0	11.3	
投资收益	-2.0	-4.5	-5.0	-5.0	-212.0	P/S	5.0	3.1	2.3	1.6	1.3	
少数股东损益	49.9	67.8	125.6	184.1	229.2	EV/EBITDA	39.0	26.6	16.6	9.8	6.9	
营运资金的变动	-128.2	298.5	257.4	230.1	285.0	CAGR(%)	54.7%	59.6%	42.6%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	150.8	291.7	967.7	1,370.5	1,650.0	PEG	1.3	0.9	0.7	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-185.3	-1,000.3	-1,795.1	-295.1	-88.1	ROIC/WACC	2.4	3.0	3.8	2.9	4.1	
融资活动产生现金流量	231.3	1,361.2	853.2	-441.8	-631.5	REP	3.6	2.3	1.0	1.3	0.8	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

黄守宏、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034