

盾安环境 (002011)

公司研究/调研报告

四大板块组合拳成就华丽转身

—盾安环境 (002011) 调研纪要

民生精品---调研报告/家电行业

2011 年 04 月 15 日

一、事件概述

4 月 14 日我们参加了对盾安环境 (002011) 的联合调研, 与公司总裁葛亚飞先生、董秘兼财务总监何晓梅女士、证券事务代表王靓先生一起, 就公司发展的热点问题进行了深入交流。

二、分析与判断

➤ 向资本和技术密集型运营商角色华丽转身, 传统业务也见突破

作为制冷配件领域的龙头企业, 公司努力从劳动密集型制造商向资本和技术密集型运营商的角色转型。2011 年公司已将传统业务开拓至冷藏冷冻系统的节能化开发层面, 与武汉中百签订 900 万元合同, 与其它内外资超市的合作意向也都在积极展开中。同时, 公司还在有步骤地探索超市和果蔬大棚的温控系统集成业务, 未来五年意在超越竞争对手。

➤ 特种空调: 子类众多, 大有可为

公司适时切入特种空调领域, 在核电站配套空调、铁路机车空调、机房空调、军用空调等领域均有着力。2011 年核电站配套空调合同金额将达 2 亿元 (最新在手订单涉及我国 13 个核电站的超过 20 个项目); 公司已成为南车北车在机车空调的供应商, 潜力巨大; 中标中国移动和中国联通机房空调的集采大单后, 合同金额 2011 年开始下分至各省, 收入将逐步确认。我们判断, 公司前期对特种空调的资质准入、研发储备等工作的推进都将在 2011 年体现出成效。

➤ 多晶硅: 后发优势创造可观利润

尽管是多晶硅项目获批的最后一家公司, 但公司技术实力国内最为先进, 技术标准达到仪器仪表类的“电子级”。多晶硅产能释放 60% 后生产成本才会降至 35 美元/公斤, 因此成本优势要在 2012 年得以体现。即使如此, 对多晶硅产品市场售价的乐观预期, 以及对生产成本的确认使用加权平均法, 使我们判断此项目自 2011 年下半年投产后就将为公司创造可观利润, 2012 年及以后收入贡献将成爆发式增长。

➤ 污水源热泵: 未来成为现金牛

污水源热泵项目具有明显的规模效应。通过收购公司太原炬能的工程资质和实力, 保守估计 2011 年有 500 万平方米面积的收入贡献 (山西平定县+天津), 贡献期为年底两个月, 毛利率不低于 40%。2012 年起将成为公司收入现金牛。

三、盈利预测与投资建议

综合上述方面, 我们看好公司在传统优势业务上的开拓进取, 以及对三大新业务市场机会的长远把握。公司管理层提出收入三年达 100 亿、五年达 200 亿的目标。我们预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.89 元、1.76 元与 2.81 元, 对应当前股价 PE 为 34、17 与 11 倍。考虑到短期内部分业务收入测算缺乏市场数据支撑 (例如: 政府指导价), 首次给予“谨慎推荐”评级, 推荐目标价为 35 元。

四、风险提示:

公司愿景宏伟, 对生产组织及供应链等资源的整合能力和对项目推进的执行能力将成为公司实现目标的关键。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	3,695	5,244	7,533	10,220
增长率 (%)	61.95%	41.90%	43.67%	35.66%
归属母公司股东净利润 (百万元)	218	331	656	1,045
增长率 (%)	36.05%	51.60%	98.37%	59.30%
每股收益 (元)	0.59	0.89	1.76	2.81
PE	51.12	33.72	17.00	10.67
PB	5.66	4.64	3.42	2.41

资料来源: 民生证券研究所

谨慎推荐

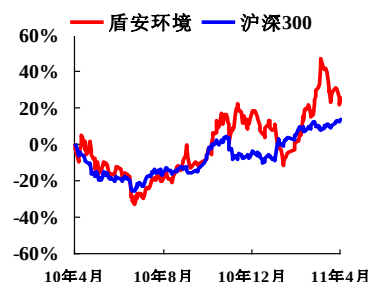
首次评级

合理估值: 35 元

交易数据 (2011-04-14)

收盘价 (元)	29.95
近 12 个月最高/最低	35.60/15.13
总股本 (百万股)	372
流通股本 (百万股)	372
流通股比例%	100
总市值 (亿元)	112
流通市值 (亿元)	111

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师: 史萍

执业证书编号: S0100511010003

电话: (8610)8512 7651

Email: shiping@mszq.com

分析师: 刘静

电话: (8610)8512 7819

Email: liujing_yjs@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3,695	5,244	7,533	10,220
减：营业成本	2,907	4,090	5,609	7,356
营业税金及附加	13	18	26	36
销售费用	129	196	300	432
管理费用	286	406	583	791
财务费用	45	56	43	41
资产减值损失	7	0	0	0
加：投资收益	4	4	4	4
二、营业利润	312	483	977	1,568
加：营业外收支净额	20	20	20	20
三、利润总额	332	503	997	1,588
减：所得税费用	46	69	137	219
四、净利润	286	434	860	1,370
归属于母公司的利润	218	331	656	1,045
五、基本每股收益 (元)	0.59	0.89	1.76	2.81
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	0.00	22.65	12.94	8.44
成长能力:				
营业收入同比	61.95%	41.90%	43.67%	35.66%
营业利润同比	40.6%	54.7%	102.4%	60.5%
净利润同比	36.00%	51.61%	98.4%	59.3%
营运能力:				
应收账款周转率	6.70	6.72	6.75	6.59
存货周转率	5.68	5.42	5.62	5.70
总资产周转率	0.89	0.96	1.15	1.21
盈利能力与收益质量:				
毛利率	21.3%	22.0%	25.5%	28.0%
净利率	5.9%	6.3%	8.7%	10.2%
总资产净利率 ROA	6.9%	7.9%	13.2%	16.2%
净资产收益率 ROE	14.1%	19.8%	30.3%	34.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.32	1.39	1.55	1.76
资产负债率	62.3%	58.0%	55.6%	51.6%
长期借款/总负债	21.7%	21.2%	17.3%	14.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.89	1.76	2.81
每股经营现金流量	0.78	0.79	1.40	2.54
每股净资产	5.29	6.46	8.77	12.45

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,255	674	1,057	1,868
应收票据	449	636	914	1,241
应收账款	645	916	1,316	1,785
预付账款	119	169	243	330
其他应收款	59	83	119	162
存货	804	1,131	1,552	2,035
其他流动资产	4	4	4	4
流动资产合计	3,335	3,614	5,206	7,424
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	571	637	699	755
在建工程	484	684	684	684
无形资产	368	331	294	258
其他非流动资产	464	464	464	464
非流动资产合计	1,887	2,116	2,141	2,161
资产总计	5,222	5,731	7,346	9,584
短期借款	525	0	0	0
应付票据	384	541	741	972
应付账款	732	1,029	1,411	1,851
预收账款	103	145	200	262
其他应付款	212	233	257	282
应交税费	24	27	29	32
其他流动负债	538	619	712	819
流动负债合计	2,519	2,594	3,350	4,218
长期借款	705	705	705	705
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	732	732	732	732
负债合计	3,251	3,326	4,082	4,950
股本	372	372	372	372
资本公积	895	895	895	895
留存收益	597	928	1,584	2,629
少数股东权益	98	201	405	730
所有者权益合计	1,971	2,404	3,264	4,634
负债和股东权益合计	5,222	5,731	7,346	9,584
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	292	296	521	947
投资活动现金流量	(1,000)	(296)	(96)	(96)
筹资活动现金流量	1,361	(581)	(43)	(41)
现金及等价物净增加	652	(581)	383	810

分析师与行业专家简介

刘静，中国人民大学会计学硕士，11年加盟民生证券研究所，从事家电行业及上市公司研究。

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售及旅游行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹瑭	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	18611738655	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层，100005；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。