

反倾销初步裁定，对公司影响微乎其微

事件：美国商务部于近日发布了中国企业向美国市场倾销家用空调方阀产品反倾销调查第一次年度行政复审（复审期为 2008 年 10 月 22 日——2010 年 3 月 31 日，以下简称“年度复审”）的初步裁定结果，公司下属子公司浙江盾安禾田金属有限公司（以下简称“盾安禾田”）的倾销幅度为 38.85%。

研究结论

- 此次反倾销结果对公司业绩几乎无影响。复审期两年内，向美国市场出口的空调方阀仅为 390.71 万美元，占 2010 年收入的 1%不到，按照 12.95%缴纳的关税保证金也仅占 2010 年净利润的 1.5%。最终结果今年年底出来，最坏的情况是公司需要缴纳关税保证金，而好的结果则是公司可能收回部分或全部关税保证金，因此，就算是最坏的情况，此次反倾销结果对公司业绩也没有多少影响。
- 多晶硅项目成本优势显著，将成为 A 股最具业绩弹性的多晶硅标的。公司在 09 年底公告投资 18 亿建造 3000 吨多晶硅项目，投资比国内早期项目少三分之一，内蒙古的销售电价便宜约三分之一，电耗也处于较低水平，预计总成本在 30—35 美元/公斤，远低于 A 股其他多晶硅项目。公司的多晶硅项目将在今年三季度投产，经过半年的调试生产后，2012 年开始量产，多晶硅的权益产能为 8g/股，届时将成为 A 股最具业绩弹性的多晶硅标的。我们认为多晶硅是光伏产业链上最佳的投资环节，预计明年维持 60 美元/公斤的均价，预计 2012 年贡献每股收益 0.6 元。
- 污水源热泵供暖系统市场空间 1000 亿以上，公司具有先发和渠道优势。污水源热泵供暖系统，作为现有锅炉燃烧供暖的有效补充，是节能减排的不二选择。公司已经签订的山西平定县项目有 10 亿订单，未来 30 年预期可以获得稳定的现金流，预计建设期可以增厚 EPS 约 0.1—0.2 元，运营期可增厚 EPS 约 0.2 元。同时公司已经在沈阳和天津分别成立合资公司，沈阳和天津是可再生能源供暖最为发达的两个城市，2010 年新增供暖面积分别为 1500 万平方米和 2200 万平方米，后续发展值得期待。
- 空调配件呈现寡头竞争格局，预计行业保持 15—20%的增速，特种空调有待新市场突破。农村市场、保障房和以旧换新三大因素推动下，今年空调配件业务有望保持 20%的增速，未来有望保持在 15—20%的平均增速。公司与三花股份共同垄断截止阀、球阀等空调配件市场，空调配件盈利能力稳定，成本转嫁能力强，是公司的现金牛业务。公司重点开拓核电、通信、等领域，通过总包的方式，特种空调市场还有较大的空间。
- 维持买入评级，目标价 48 元。我们维持前期的盈利预测，预测公司 2011—13 年的 EPS 分别为 0.94、1.92、2.64 元，由于公司业务多样，没有直接可比公司，参考相关公司估值，考虑到公司正处于转型期，且有煤矿做为储备，我们认为给予 2012 年 25 倍 PE 较为合理，目标价 48 元。
- 风险因素：多晶硅和再生能源利用项目进度慢于预期、资金链断裂。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

电力设备行业资深分析师

8621-63325888-6101

zhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207120117

联系人

曾朵红

8621-63325888-6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价（2011 年 5 月 12 日）	28.33 元
目标价格	48.00 元
总股本/A 股（百万股）	372/ 372
A 股市值（亿元）	106.05
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告发布日期	2011 年 5 月 13 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3695	4802	6282	7638
同比(%)	30%	31%	22%	21%
归属母公司净利润	218	348	716	984
同比(%)	36%	60%	105%	38%
毛利率(%)	21.3%	22.0%	25.7%	27.1%
ROE(%)	11.7%	16.3%	25.8%	27.5%
每股收益(元)	0.59	0.94	1.92	2.64
P/E(倍)	50.09	31.38	15.27	11.10
P/B(倍)	5.55	4.81	3.69	2.84
EV/EBITDA(倍)	29	22	12	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

盈利预测与估值

图表 18 分产品收入预测

产品	项目	2010	2011E	2012E	2013E
制冷配件	收入（万元）	273,479	328,174	383,964	449,238
	增长率	56%	20%	17%	17%
	毛利率	19.4%	19.0%	19.0%	19.0%
制冷设备	收入（万元）	73,856	92,320	110,784	132,941
	增长率	61%	25%	20%	20%
	毛利率	31.7%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入（万元）	22,187	22,187	22,187	22,187
	增长率	229%	0%	0%	0%
	毛利率	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%
多晶硅	收入（万元）	—	22,890	78,480	107,910
	增长率	0%	0%	243%	38%
	毛利率	0.0%	17.9%	43.8%	49.4%
山西污水热泵项目	收入（万元）	—	6,200	14,500	22,300
	增长率	0%	0%	134%	54%
	毛利率	0.0%	83.7%	69.4%	60.5%
天津污水热泵项目	收入（万元）	—	4,400	12,300	20,850
	增长率			180%	70%
	毛利率			61.0%	54.4%
冷链	收入（万元）	—	4,000	6,000	8,400
	增长率	0%	0%	50%	40%
	毛利率	0.0%	10.0%	12.0%	14.0%
总销售收入	收入（万元）	369,522	480,172	628,215	763,826
	增长率		30%	31%	22%
	毛利率	21.3%	22.0%	25.7%	27.1%

资料来源：东方证券研究所整理

图表 19 可比公司 PE 估值

可比公司	股价（2011-5-12）	10 EPS	11 EPS	12 EPS	10 PE	11 PE	12 PE
三花股份	32.68	1.10	1.44	1.82	29.82	22.65	17.99
乐山电力	17.11	0.20	0.69	0.89	85.21	24.72	19.23
智光电气	11.22	0.20	0.30	0.44	55.38	37.44	25.70
Average					56.80	28.27	20.97

资料来源：Wind、东方证券研究所

图表 20 分业务估值

分部估值	2011E	2012E	2013E	2011PE	2012PE	价格	价格
传统业务	0.91	1.09	1.31	30.00	25.00	27.30	27.30
多晶硅	-0.06	0.60	1.02	30.00	25.00	-1.76	14.94
山西热源项目	0.05	0.10	0.13	40.00	35.00	2.11	3.45
天津热源项目	0.03	0.07	0.11	40.00	35.00	1.34	2.61
汇总	0.94	1.86	2.57			28.98	48.30

资料来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3335	3109	3752	4342	营业收入	3695	4802	6282	7638
现金	1255	500	500	500	营业成本	2907	3747	4669	5568
应收账款	645	848	1124	1376	营业税金及附加	13	17	22	27
其它应收款	59	67	78	86	营业费用	129	175	197	233
预付账款	568	653	754	835	管理费用	286	340	382	450
存货	804	1037	1292	1541	财务费用	45	92	115	106
其他	4	4	4	4	资产减值损失	7	14	13	14
非流动资产	1887	3063	3542	3994	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	5	5	5
固定资产	571	2102	2579	2881	营业利润	312	422	889	1245
在建工程	541	541	541	691	营业外收入	27	30	33	36
无形资产	396	387	378	369	营业外支出	8	9	9	10
其他	378	33	44	53	利润总额	332	444	913	1271
资产总计	5222	6172	7293	8336	所得税	46	61	136	203
流动负债	2519	3164	3592	3741	净利润	286	382	777	1069
短期借款	545	1260	1249	967	少数股东损益	68	34	61	84
应付账款	1291	1664	2073	2473	归属于母公司净	218	348	716	984
其他	683	240	269	301	EBITDA	421	593	1129	1502
非流动负债	732	735	738	741	EPS (元)	0.59	0.94	1.92	2.64
长期借款	705	705	705	705	主要财务比率				
其他	27	30	33	36	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	3251	3898	4330	4482	成长能力				
少数股东权益	98	132	194	278	营业收入	29.9%	30.8%	21.6%	20.8%
股本	372	372	372	372	营业利润	40.6%	35.3%	110.6%	40.0%
资本公积	895	895	895	895	归属于母公司净利	36.0%	59.6%	105.4%	37.6%
留存收益	597	874	1502	2308	获利能力				
归属母公司股东权益	1872	2142	2770	3576	毛利率	21.3%	22.0%	25.7%	27.1%
负债和股东权益	5222	6172	7293	8336	净利率	5.9%	7.3%	11.4%	12.9%
现金流量表					ROE	11.7%	16.3%	25.8%	27.5%
单位:百万元					ROIC	14.5%	15.4%	20.8%	23.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	292	17	808	1162	资产负债率	62.3%	63.2%	59.4%	53.8%
净利润	286	382	777	1069	净负债比率				
折旧摊销	68	84	130	155	流动比率	1.32	0.98	1.04	1.16
财务费用	44	92	115	106	速动比率	1.00	0.66	0.68	0.75
投资损失	-4	-5	-5	-5	营运能力				
营运资金变动	-100	-168	-244	-203	总资产周转率	0.71	0.78	0.86	0.92
其它	0	-377	30	32	应收账款周转率	5.15	5.15	5.15	5.15
投资活动现金流	-1000	-1250	-595	-595	应付账款周转率	2.25	2.25	2.25	2.25
资本支出	756	1589	600	600	每股指标 (元)				
长期投资	157	-334	0	0	每股收益	0.59	0.94	1.92	2.64
其他	-88	5	5	5	每股经营现金流	0.78	0.04	2.17	3.12
筹资活动现金流	1361	478	-213	-567	每股净资产	5.29	6.11	7.96	10.35
债务融资	1,080	715	-11	-282	估值比率				
权益融资	27	0	0	0	P/E	50.09	31.38	15.27	11.10
其它	255	-237	-202	-285	P/B	5.55	4.81	3.69	2.84
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	29	22	12	9
现金净增加额	652	-755	0	0					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn