

2011 年 5 月 25 日

盾安环境

华丽转身环保先锋

A
买入

002011.SZ - 人民币 13.37

目标价格: 人民币 14.85

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	8	(18)	(6)	31
相对新华富时	8	(11)	(4)	33
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	745
流通股(%)	28
流通股市值(人民币 百万)	2,789
3 个月日均交易额(人民币 百万)	143
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
盾安集团	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

2011 年 4 月公司公告和沈阳水务合作进入污水源热泵市场, 同一天公司公告和天津临港投资控股合作正式开发天津临港工业区的可再生能源市场, 首期签下的是 439 万平方米的供热合同。天津临港工业区规划占地 80 平方公里, 预计未来整个临港工业区可供暖居住面积超过 3,000 万平方米, 潜力巨大, 公司目前采用天津碱厂的工业废水作为污水源, 该热源热值较高。我们看好公司整合各方资源共同开发可再生能源市场, 并且抢先占领市场。我们维持该股目标价格 14.85 元人民币, 并维持买入评级。

支撑评级的要点

- 目前生产销售的污水源热泵系统具有自主知识产权, 可以为北方需要集中供热地区通过处理吸收污水中的热量直接给小区和商业设施供热, 公司的产品不仅在能效方面优势明显, 而且还起到节能环保的作用。
- 目前公司的污水源热泵业务在太原市、山西平定县, 天津临港工业区和沈阳等地有所扩展, 未来我们认为该模式将可能推广到其他省市地区。
- 总体来说, 随着 2010 年以后可再生能源业务的带动, 我们认为 2011 和 12 年的公司销售收入将实现持续增长。

评级面临的主要风险

- 制冷配件的下游主要是空调主机生产企业, 因此制冷配件与房地产行业 and 宏观经济相关性非常高。

估值

- 参考 30 倍 11 年预测市盈率, 我们维持该股目标价格 14.85 元人民币, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,282	3,695	5,069	6,445	7,819
变动(%)	(12)	62	37	27	21
净利润(人民币 百万)	160	218	368	486	587
全面摊薄每股收益(人民币)	0.22	0.29	0.494	0.653	0.788
变动(%)	7	36	(15.7)	32.2	20.6
市盈率(倍)	62.0	45.6	27.1	20.5	17.0
每股现金流量(人民币)	0.32	0.10	0.24	0.48	0.73
价格/每股现金流量(倍)	42.2	140.3	55.7	27.6	18.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.4	24.9	18.4	13.9	11.4
每股股息(人民币)	0.03	0.04	0.074	0.098	0.118
股息率(%)	0.2	0.3	0.6	0.7	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值。我们预计 2011 年全年净利润增长 68%，凭借着公司产品应用领域的不断扩大，盈利的确定性和可持续性将得到提升，我们预计公司 2010-13 年净利润年均复合增长率将达到 39%。参考 30 倍 11 年预测市盈率，我们维持该股目标价格 14.85 元人民币，维持**买入**评级。

可再生能源业务起源。盾安环境在 2010 年成功收购太原炬能再生能源供热有限公司，战略性布局可再生能源领域。太原炬能目前生产销售的污水源热泵系统具有自主知识产权，整个系统是通过两家公司合作研发的，可以为北方需要集中供热地区通过处理吸收污水中的热量直接给小区和商业设施供热，公司的产品不仅在能效方面优势明显，而且还起到节能环保的作用，目前公司的污水源热泵业务在太原市、山西平定县、天津临港工业区和沈阳等地有所扩展，未来我们认为该模式将可能推广到其他省市。由于利用污水资源的成本比一般燃煤的成本要低很多，加上政府的财政补贴，通过合同能源管理的方式公司的盈利能力将较强，我们估计 2-3 年可以收回设备成本。根据收入确认原则和合同履行期限，2011 年粗略估算污水源热泵业务新增收入接近 7-8 千万元。

可再生能源业务发展超预期。2011 年 1 月 14 日公司公告在山西省平定县获得价值 10 亿元的可再生能源供热合同。工程建设总规模为建筑面积 1,080 万平方米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，合同总投资额为 10 亿元人民币。2011 年 4 月 30 日，公司公告和沈阳水务合作进入污水源热泵市场，同一天公司公告和天津临港投资控股合作正式开发天津临港工业区的可再生能源市场，首期签下的是 439 万平米的供热合同。天津临港工业区规划占地 80 平方公里，预计未来整个临港工业区可供暖居住面积超过 3,000 万平方米，潜力巨大，公司目前采用天津碱厂的工业废水作为污水源，该热源热值较高。我们看好公司整合各方资源共同开发可再生能源市场，并且抢先占领市场。

制冷业务未来稳定增长。2011 年制冷配件销量增速很高，由于配件售价与铜价挂钩，目前来看铜价同比有一定的上升，因此配件业务的销售收入会出现 40% 以上的上升，即使在毛利率有所下滑的情况下，主营业务利润也将出现 30% 的提升。我们认为 2011 年整个空调行业将持续稳定增长。

新能源项目是未来储备。公司在 2009 年公布多晶硅项目，计划在内蒙古建设 3,000 吨多晶硅项目，在进军多晶硅行业的同时，公司也获得了一定的风险回报，首先是受让金牛煤电 23% 的股权，参与投资城梁井煤矿，该煤矿探明储量为 22 亿吨，2-3 年内将达到 800-1,000 万吨的产能，全部达产后能为公司每年贡献接近 1.5-2.0 亿元的投资收益。由于是新建生产线并且采取最先进的制造方法，因此公司多晶硅达产后的成本将有一定优势，通过成本控制，按照目前的价格来看，多晶硅产品毛利率可以达到 20%。多晶硅项目预计在今年下半年投产，明年有望全部达产。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,282	3,695	5,069	6,445	7,819
销售成本	(1,813)	(2,920)	(4,077)	(5,175)	(6,282)
经营费用	(183)	(353)	(456)	(568)	(694)
息税折旧前利润	285	422	536	703	843
折旧及摊销	(48)	(62)	(74)	(83)	(96)
经营利润(息税前利润)	237	360	463	619	747
净利息收入(费用)	(9)	(45)	(14)	(15)	(14)
其他收益/(损失)	10	17	63	68	78
税前利润	238	332	511	671	811
所得税	(28)	(46)	(70)	(92)	(112)
少数股东权益	(50)	(68)	(73)	(93)	(113)
净利润	160	218	368	486	587
核心净利润	160	218	368	486	587
每股收益(人民币)	0.431	0.586	0.494	0.653	0.788
核心每股收益(人民币)	0.431	0.586	0.494	0.653	0.788
每股股息(人民币)	0.065	0.088	0.074	0.098	0.118
收入增长(%)	(12)	62	37	27	21
息税前利润增长(%)	(7)	52	28	34	21
息税折旧前利润增长(%)	(2)	48	27	31	20
每股收益增长(%)	(7)	36	(16)	32	21
核心每股收益增长(%)	(7)	36	(16)	32	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	238	332	511	671	811
折旧与摊销	(48)	(62)	(74)	(83)	(96)
净利息费用	9	45	14	15	14
运营资本变动	(30)	(318)	(300)	(262)	(201)
税金	(28)	(46)	(70)	(92)	(112)
其他经营现金流	(2)	(4)	(50)	(55)	(65)
经营活动产生的现金流	236	71	179	361	543
购买固定资产净值	(127)	(148)	(137)	(124)	(125)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(127)	(148)	(137)	(124)	(125)
净增权益	496	0	0	0	0
净增债务	50	50	50	50	50
支付股息	(48)	(24)	(33)	(52)	(69)
其他融资现金流	(9)	(45)	(14)	(15)	(14)
融资活动产生的现金流	489	(20)	3	(17)	(33)
现金变动	597	(97)	45	219	385
期初现金	312	909	813	857	1,077
公司自由现金流	118	(64)	54	251	437
权益自由现金流	150	(73)	78	271	454

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	909	813	857	1,077	1,462
应收帐款	597	915	1,255	1,508	1,722
库存	408	644	816	1,114	1,332
其他流动资产	44	72	100	127	154
流动资产总计	1,958	2,443	3,029	3,826	4,670
固定资产	452	543	611	657	692
无形资产	213	209	205	199	193
其他长期资产	189	193	243	298	363
长期资产总计	854	945	1,059	1,154	1,249
总资产	2,813	3,388	4,088	4,980	5,918
应付帐款	444	695	922	1,223	1,467
短期债务	371	421	471	521	571
其他流动负债	128	150	183	214	243
流动负债总计	943	1,266	1,576	1,959	2,281
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6	6
股本	372	372	745	745	745
储备	1,330	1,516	1,439	1,831	2,303
股东权益	1,703	1,888	2,184	2,576	3,048
少数股东权益	160	228	321	439	583
总负债及权益	2,813	3,388	4,088	4,980	5,918
每股帐面价值(人民币)	4.57	5.07	2.93	3.46	4.09
每股有形资产(人民币)	4.00	4.51	2.66	3.19	3.83
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.45)	(1.05)	(0.52)	(0.75)	(1.20)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	12.5	11.4	10.6	10.9	10.8
息税前利润率	10.4	9.8	9.1	9.6	9.6
税前利润率	10.4	9.0	10.1	10.4	10.4
净利率	7.0	5.9	7.3	7.5	7.5
流动性(倍)					
流动比率	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0
利息覆盖率	13.2	6.2	17.3	20.8	22.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5
估值(倍)					
市盈率	31.0	22.8	27.1	20.5	17.0
核心业务市盈率	31.0	22.8	27.1	20.5	17.0
目标价对应核心业务	86.4	63.5	75.3	57.0	47.2
市盈率					
市净率	2.9	2.6	4.5	3.8	3.2
价格/现金流	21.1	70.2	55.7	27.6	18.3
企业价值/息税折旧前	16.1	11.4	18.4	13.9	11.4
利润					
周转率					
存货周转天数	74.4	65.7	65.4	68.1	71.0
应收帐款周转天数	96.3	74.7	78.1	78.2	75.4
应付帐款周转天数	68.9	56.2	58.2	60.7	62.8
回报率(%)					
股息支付率	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	11.6	12.2	18.0	20.2	20.5
资产收益率	8.6	10.0	10.7	11.8	11.8
已运用资本收益率	13.2	15.7	17.3	19.5	19.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371