



盾安环境（002011）订单点评报告：

再生能源利用精彩纷呈

节能环保—普通机械

评级：增持

分析师

马金良 张新平

电话：0755-83707004

邮件：zhangxp@ghzq.com.cn

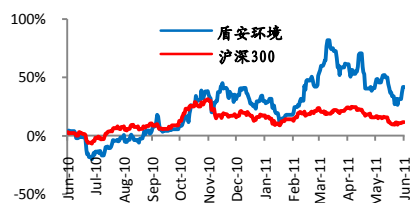
证书编号：S0350208080555

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%？

☐ 是☒ 否

相对沪深300表现



市场数据

2011.6.8

当前价格（元）	13.44
52周价格区间（元）	11.7-35.6
总市值（百万）	10009.14
流通市值（百万）	9999.57
总股本（万股）	74472.75
流通股（万股）	74401.58
日均成交额（百万）	114.37
近一月换手（%）	18.19

财务数据

FYE

毛利率	21.3
净利率	5.9
净资产收益率	11.7
总资产收益率	0.04
资产负债率	62.3
现金分红收益率	0.0
市盈率	45.9
市净率	5.3

事件

公司下属控股子公司盾安（天津）节能系统有限公司近日与天津市宁河县人民政府签订《合作框架协议》，天津节能在宁河县城及周边地区投资建设再生能源供热（冷）系统，建设总规模不低于500万平方米，协议总投资额不少于5亿元。

点评

1. 可再生能源供热（冷）业务拓展符合市场预期

继公司2011年1月在山西平定县取得10亿元污水源热泵供热（冷）大订单后，4月又公告了两项对外投资，其投资标的临港大地的供热项目已获滨海新区发改委的准予备案，总供热面积438.93万平方米，6月公司公告了宁河县的订单，建设再生能源供热（冷）系统，总规模不低于500万平方米，协议总投资额不少于5亿元。

此次公告的供热订单由于并未确定建设周期和收费标准，尚难判断对公司业绩的贡献程度，但公司2011年订单总量上符合市场对其可再生能源供（冷）业务的预期，即年新增污水源热泵供热（冷）开工面积达300-500万平方米，若是公司另有新的订单出现，公司在该项业务上的拓展将会超出预计。

2. 沈阳市具备可再生能源利用的地利人和

我们认为公司4月份公告的投资标的沈阳热源有较大可能获取下一个订单，沈阳热源的另一股东沈阳水务集团为集供水、排水、污水、地下水资源投资、建设、管理的国有独资公司，目前沈阳水务集团供水能力155万立方米/日，污水处理能力131万立方米/日，具备区域性垄断地位。

公司投资沈阳热源时已与沈阳水务集团约定，即享有优先使用沈阳水务水资源进行可再生能源利

用的权利。而根据沈阳市2008年7座污水处理厂常年测量的数据，污水处理厂冬季污水最低水温为11℃左右，高出冬季采暖室外计算温度30℃左右；夏季污水最高水温为26℃左右，比夏季空调室外计算温度低5℃左右，7座污水处理厂大都采用二级生化处理技术，因水质较好，整体上非常适合污水热源供暖（冷）工程利用。

据了解，沈阳市已有的污水源热泵应用项目分布在两个城市污水处理厂，其中，仙女河污水处理厂供热面积约8 000 m²；五里河污水处理厂供热面积约6000m²，污水源热泵在沈阳市应用已较为成熟，料公司在该市将会有所斩获。

表1 公司2011年在可再生能源利用上订单情况

时间	订单实施地区	供暖总面积（万平方米）	特许经营权（年）	实施模式
2011-01-13	山西平定县	1080	30 年	BOT
2011-04-29	天津临港工业区	438.93		
2011-06-08	天津市宁河县	不低于 500	20 年	BOT

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3. 维持“增持”投资评级

由于多晶硅价格有所下滑，我们调低了公司多晶硅业务2011年的盈利预测，由于可再生能源利用业务的具体进展及供暖（冷）价格尚未议定，暂不调整污水源热泵供暖（冷）业务的盈利预测，我们预测公司2011/2012/2013每股收益分别为0.45/0.69/0.91，对应市盈率为29.98/19.44/14.71，考虑可比公司目前估值水平后，我们认为公司综合禀赋可给予2012年25X 市盈率，目标价17.25，目前股价为13.44，维持“增持”投资评级。

表2 主要盈利预测假定

营业收入	2011E	YOY	2012E	YOY	2013E
制冷配件产品(元)	3,555,221,480.64	25.00%	4,444,026,850.80	25.00%	5,555,033,563.50
制冷设备产品(元)	1,070,915,614.21	45.00%	1,552,827,640.61	40.00%	2,173,958,696.85
其它	783,345,355.89	77.32%	1,389,050,484.10	19.75%	1,663,345,355.89
总收入	5,409,482,450.75	36.54%	7,385,904,975.51	27.17%	9,392,337,616.25
营业成本					
制冷配件产品(元)	2,755,697,362.56	25%	3,444,621,703.20	25%	4,305,777,129.00
制冷设备产品(元)	731,014,156.89	45%	1,059,970,527.50	40%	1,483,958,738.50
其它	711,230,522.25	62.80%	1,157,888,855.58	20.08%	1,390,388,855.58
总成本	4,197,942,041.71	34.89%	5,662,481,086.28	26.80%	7,180,124,723.08
毛利率					
制冷配件产品(元)	22.49%		22.49%		22.49%
制冷设备产品(元)	31.74%		31.74%		31.74%
其它	9.21%		16.64%		16.41%
整体毛利率	22.40%		23.33%		23.55%
收入构成					
制冷配件产品(元)	65.72%		60.17%		59.14%
制冷设备产品(元)	19.80%		21.02%		23.15%

其它	14.48%		18.81%		17.71%
----	--------	--	--------	--	--------

资料来源：国海证券研究所

表3 主营收入中其它项明细

污水源热泵制热（冷）	2011	2012	2013
新增供热面积（万平方米）	350	400	450
总投资金额（万元）	30000	40000	45000
政府一次性补贴（万元）	7500	10000	11250
接入费一次性收入（万元）	21000	24000	27000
收费收入（万元）	8750	14000	20000
总收入（万元）	37250	48000	58250
特许经营权摊销（万元）	1000	2333	3833
利润总额（万元）	6250	5667	9417
多晶硅产量			
产量（吨）	550	2000	3000
售价（美元/千克）	60	60	50
成本（美元/千克）	55	40	35
销售收入（万元）	22110	80400	100500
营业收入（万元）	18897.44	68718	85897
利润总额（万元）	-1370.06	15118	15547
煤炭			
产量（万吨）		600	1000
收入（万元）		324000	540000
利润（万元）		6000	10000
投资收益（万元）		690	1150
总新增收入（万元）	59297.01	116718	144147
总新增成本（万元）	53110	95933	119183

资料来源：国海证券研究所

表4 盈利预测表

利润预测表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	2,281.74	3,695.22	5,409.48	7,385.90	9,392.34
减: 营业成本	1,805.28	2,907.26	4,197.94	5,662.48	7,180.12
营业税金及附加	7.87	12.84	19.99	28.44	36.50
销售费用	81.21	128.64	189.33	295.44	375.69
管理费用	150.33	286.02	343.22	411.87	494.24
财务费用	8.81	45.49	47.76	50.15	52.66
资产减值损失	8.24	7.43	6.69	6.02	5.42
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.97	4.49	4.49	16.90	11.50
其中: 联营企业收益	0.00	0.00	4.49	10.00	0.00
二、营业利润	221.98	312.04	609.04	948.42	1,259.21
加: 营业外收入	20.71	27.33	30.07	33.07	36.38
减: 营业外支出	4.35	7.80	8.58	9.43	10.38
三、利润总额	238.33	331.57	630.53	972.05	1,285.21
减: 所得税费用	28.07	45.61	157.63	243.01	321.30
四、净利润	210.26	285.96	472.89	729.04	963.91
归属母公司净利润	160.38	218.19	360.82	556.26	735.46
少数股东损益与调整	49.88	67.78	112.08	172.78	228.45
五、总股本(万股)	372.36	372.36	804.73	804.73	804.73
EPS (元)	0.43	0.59	0.45	0.69	0.91

资料来源: 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。