

# 盾安环境(002011.SZ)

## 11亿再生能源供热合同公告点评

王俊爽 分析师

电话: 020-87555888-8615

eMail: [wjs2@gf.com.cn](mailto:wjs2@gf.com.cn)

SAC执业证书编号: S0260511060001

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: [yhr@gf.com.cn](mailto:yhr@gf.com.cn)

SAC执业证书编号: S0260511030001

### 事件:

子公司盾安节能近日与山东庆云县政府签订协议,公司将在庆云县境内利用可再生能源供热总面积1000万平,其中11年需要解决供热缺口约200万平,同时每年新增供热面积约为160万平。协议总投资额11.2亿元。

### 点评:

- 1、公司近期的一系列再生能源大单反复证明该项业务巨大的市场空间,以及公司强劲的业务拓展能力。而在这次公布的合同中,该项业务得到市场认可的**程度进一步加深**。首先是项目开始使用BT与BOT相结合的业务模式,这意味着甲方开始愿意承担项目未来可能出现的固定资产投资风险;其次是甲方开始希望公司能够解决地方短期的供热缺口,表明甲方对项目的信心。
- 2、**资金不会成障碍**。公司股权融资与债权融资两种融资方式都在进行中,再加上公司开始获得资金周转更快的BT项目,所以我们预计现金流状况将不会成为制约公司拓展业务的障碍。
- 3、**地热能将纳入“十二五”能源规划**,再生能源供热领域将面临近千亿的大市场,公司作为行业领先企业将具有巨大的先发优势、技术优势,以及设备配套实力。
- 4、针对该合同内容以及根据对未来半年内多晶硅价格的判断,我们对公司11~13年的盈利预测进行微调, EPS 分别是0.56、0.91、1.05元(全面摊薄)。按分部估值法,给予目标价**19.03元**。**买入评级**。事实上,偏保守假设下,公司排除新业务与煤矿股权价值后,传统业务11年市盈率也仅为16.8倍,当前公司的投资价值已经呈现,当前股价具有较强的安全边际。同时随着公司再生能源项目拓展的不断深入,未来将不乏推动公司股价的催化剂。
- 5、风险提示。多晶硅价格存在进一步下滑的风险。

### 预测及评估

|             | 2009A    | 2010A    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 2,281.74 | 3,695.22 | 5422.80 | 7465.53 | 9172.86 |
| 增长率(%)      | -11.94%  | 61.95%   | 46.75%  | 37.67%  | 22.87%  |
| EBITDA(百万元) | 295.26   | 443.48   | 1106.13 | 1499.36 | 1738.79 |
| 净利润(百万元)    | 160.38   | 218.19   | 391.00  | 679.80  | 784.87  |
| 增长率(%)      | 7.03%    | 36.04%   | 79.21%  | 73.86%  | 15.46%  |
| 每股收益(元)     | 0.431    | 0.586    | 0.559   | 0.913   | 1.054   |
| 市盈率         | 39.66    | 42.38    | 22.99   | 14.08   | 12.19   |
| 市净率         | 3.35     | 4.94     | 4.70    | 3.73    | 2.99    |
| EV/EBITDA   | 20.79    | 21.06    | 8.05    | 6.05    | 4.55    |

数据来源:浙江盾安人工环境股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 12.85 |
| 目标价格(元) | 19.03 |
| 前次评级    | 买入    |

### 股价走势



| 市场表现  | 1个月    | 3个月     | 12个月   |
|-------|--------|---------|--------|
| 股价涨幅  | -8.98% | -17.69% | 30.49% |
| 沪深300 | -4.43% | -8.78%  | 7.40%  |

### 股票数据

总股本/流通A股(百万股)

744.73/744.02

主要股东:

浙江盾安精工集团有限公司

主要股东持股比例

24.17%

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 11.65% |
| ROA      | 9.04%  |
| 资产负债率    | 62.26% |
| 每股净资产(元) | 5.03   |

2010年报数据

## 事件：

公司下属控股子公司盾安天津节能近日与山东庆云县政府签订框架协议，盾安节能在庆云县境内利用城市污水源及地热井余热及其他可再生能源供热总面积达1000万平方米，其中2011年需要解决供热缺口约200万平米，同时每年新增供热面积约为160万平。协议总投资额11.2亿元。

## 点评：

### 1、合同看点颇多

合同看点在于：（1）与前期合同类似，甲方皆为地方政府。（2）项目采取BOT、BOO以及BT等多种运营模式，同时采取BOT业务的部分，度假经营权期限长达30年，且供热收费将随行就市。（3）11年公司需解决庆云县200万平的供热缺口。

### 2、公司业务受市场认可的程度进一步加深

公司近期的一系列再生能源大单反复为我们证明该项业务巨大的市场空间，以及公司强劲的业务拓展能力。而在这次公布的合同中，公司再生能源业务受到市场认可的程度进一步加深。首先是项目开始使用BT与BOT相结合的业务模式，这意味着甲方开始愿意承担项目未来可能出现的固定资产投资风险；其次是甲方开始希望公司能够解决地方上短期的供热缺口，表明了甲方对项目的信心。

### 3、资金不会成障碍

公司股权融资与债权融资两种融资方式都在进行中，再加上公司开始获得资金周转更快的BT项目，所以我们预计现金流状况将不会成为制约公司拓展业务的障碍。

### 4、行业市场空间巨大，公司具备显著优势

地热能将纳入“十二五”能源规划，再生能源供热领域将面临近千亿的大市场，公司作为行业领先企业将具有巨大的先发优势、技术优势，以及设备配套实力。

### 5、盈利预测与估值—投资价值已然呈现

针对该合同内容以及根据对未来半年内多晶硅价格的判断，我们对公司11~13年的盈利预测进行微调，EPS分别是0.56、0.91、1.05元（全面摊薄）。按分部估值法，给予目标价19.03元。

事实上，如果我们**不考虑多晶硅以及再生能源两项新业务**（即保守假设公司未来仅能实现两项新业务的盈亏平衡，而我们认为这样的假设非常保守），同时**假设家用空调行业11年销量增速20%，公司中央空调业务增速30%的中性假设下**，预计公司传统业务**EPS0.49元**，扣除股价中包含的煤矿价值后，传统业务隐含的PE仅为**16.8倍**，我们认为当前公司的投资价值已经呈现，当前股价具有较强的安全边际。同时随着公司再生能源项目拓展的不断深入，未来将不乏推动公司股价的催化剂。维持买入评级。

### 6、风险提示

再生能源业务拓展存在不确定性。多晶硅价格存在进一步下滑的风险。

## 资产负债表

单位：百万元

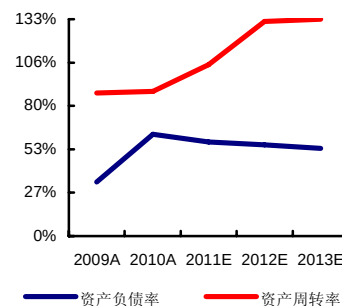
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1,935 | 3,335 | 4,113 | 4,933 | 6,948 |
| 货币资金           | 527   | 1,255 | 1,392 | 1,224 | 2,389 |
| 应收及预付          | 910   | 1,272 | 1,771 | 2,432 | 2,989 |
| 存货             | 497   | 804   | 950   | 1,277 | 1,570 |
| 其他流动资产         | 2     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 1,183 | 1,887 | 980   | 1,316 | 604   |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 440   | 628   | 241   | 585   | -118  |
| 在建工程           | 23    | 484   | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 241   | 404   | 395   | 386   | 377   |
| 其他长期资产         | 479   | 371   | 345   | 345   | 345   |
| <b>资产总计</b>    | 3,118 | 5,222 | 5,094 | 6,249 | 7,552 |
| <b>流动负债</b>    | 936   | 2,519 | 2,218 | 2,780 | 3,348 |
| 短期借款           | 70    | 525   | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 866   | 1,563 | 2,057 | 2,619 | 3,188 |
| 其他流动负债         | 0     | 431   | 161   | 161   | 161   |
| <b>非流动负债</b>   | 98    | 732   | 715   | 715   | 715   |
| 长期借款           | 50    | 705   | 705   | 705   | 705   |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 48    | 27    | 10    | 10    | 10    |
| <b>负债合计</b>    | 1,034 | 3,251 | 2,933 | 3,495 | 4,064 |
| 股本             | 372   | 372   | 745   | 745   | 745   |
| 资本公积           | 1,034 | 895   | 895   | 895   | 895   |
| 留存收益           | 491   | 597   | 392   | 923   | 1,559 |
| 归属母公司股东权益      | 1,898 | 1,872 | 2,034 | 2,565 | 3,201 |
| 少数股东权益         | 186   | 98    | 126   | 189   | 287   |
| <b>负债和股东权益</b> | 3,118 | 5,222 | 5,094 | 6,249 | 7,552 |

## 利润表

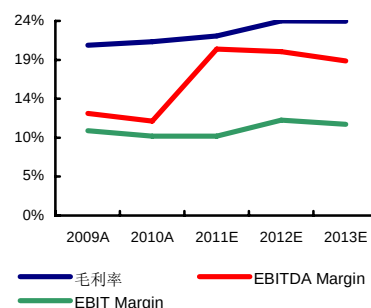
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2282  | 3695  | 5423  | 7466  | 9173  |
| 营业成本            | 1805  | 2907  | 4228  | 5684  | 6987  |
| 营业税金及附加         | 8     | 13    | 19    | 26    | 32    |
| 销售费用            | 81    | 129   | 274   | 396   | 558   |
| 管理费用            | 150   | 286   | 374   | 485   | 569   |
| 财务费用            | 9     | 45    | 35    | 19    | 8     |
| 资产减值损失          | 8     | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | -11   | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 2     | 4     | 5     | 5     | 5     |
| <b>营业利润</b>     | 222   | 312   | 486   | 861   | 1024  |
| 营业外收入           | 21    | 27    |       |       |       |
| 营业外支出           | 4     | 8     |       |       |       |
| <b>利润总额</b>     | 238   | 332   | 486   | 861   | 1024  |
| 所得税             | 28    | 46    | 67    | 118   | 141   |
| <b>净利润</b>      | 210   | 286   | 419   | 742   | 883   |
| 少数股东损益          | 50    | 68    | 28    | 62    | 98    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 160   | 218   | 391   | 680   | 785   |
| EBITDA          | 286   | 428   | 1106  | 1499  | 1739  |
| EPS (元)         | 0.43  | 0.59  | 0.56  | 0.91  | 1.05  |

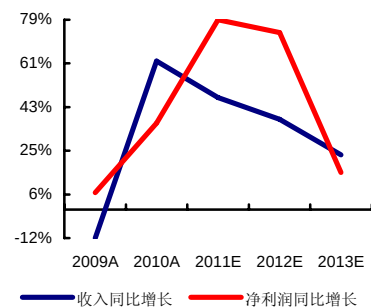
## 资产负债率趋势



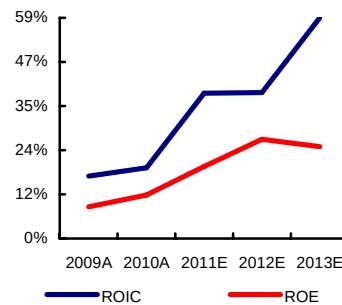
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

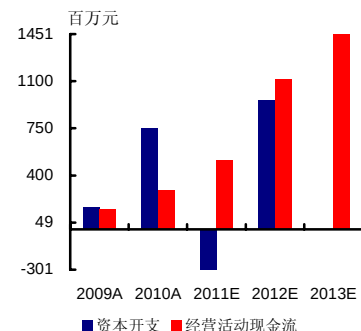
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 151   | 292    | 486   | 1,053 | 1,352 |
| 净利润            | 210   | 286    | 419   | 742   | 883   |
| 折旧摊销           | 49    | 68     | 579   | 625   | 712   |
| 营运资金变动         | -121  | -100   | -574  | -352  | -281  |
| 其它             | 13    | 38     | 62    | 38    | 38    |
| <b>投资活动现金流</b> | -185  | -1,000 | 306   | -955  | 5     |
| 资本支出           | -166  | -752   | 301   | -960  | 0     |
| 投资变动           | -18   | -250   | 16    | 5     | 5     |
| 其他             | -1    | 1      | -11   | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 229   | 1,361  | -655  | -266  | -192  |
| 银行借款           | 448   | 1,478  | -525  | 0     | 0     |
| 债券融资           | -649  | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资           | 559   | 27     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -129  | -144   | -130  | -266  | -192  |
| <b>现金净增加额</b>  | 194   | 652    | 137   | -169  | 1,165 |
| <b>期初现金余额</b>  | 328   | 527    | 1,255 | 1,392 | 1,224 |
| <b>期末现金余额</b>  | 522   | 1,179  | 1,392 | 1,224 | 2,389 |

主要财务比率

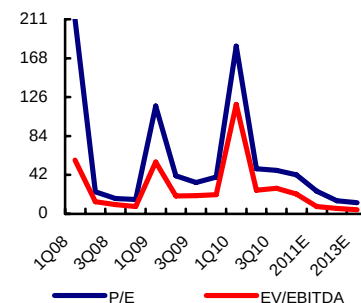
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |        |        |        |
| 营业收入            | -11.9% | 61.9% | 46.8%  | 37.7%  | 22.9%  |
| 营业利润            | 3.8%   | 40.6% | 55.7%  | 77.1%  | 19.0%  |
| 归属于母公司净利润       | 7.0%   | 36.0% | 79.2%  | 73.9%  | 15.5%  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |        |        |        |
| 毛利率             | 20.9%  | 21.3% | 22.0%  | 23.9%  | 23.8%  |
| 净利率             | 9.2%   | 7.7%  | 7.7%   | 9.9%   | 9.6%   |
| ROE             | 8.4%   | 11.7% | 19.2%  | 26.5%  | 24.5%  |
| ROIC            | 16.7%  | 18.9% | 38.9%  | 39.1%  | 59.0%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |        |        |        |
| 资产负债率           | 33.2%  | 62.3% | 57.6%  | 55.9%  | 53.8%  |
| 净负债比率           | -19.5% | -0.3% | -30.9% | -18.1% | -47.7% |
| 流动比率            | 2.07   | 1.32  | 1.85   | 1.77   | 2.08   |
| 速动比率            | 1.51   | 0.96  | 1.35   | 1.23   | 1.52   |
| <b>营运能力</b>     |        |       |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.88   | 0.89  | 1.05   | 1.32   | 1.33   |
| 应收账款周转率         | 6.16   | 6.70  | 6.64   | 6.64   | 6.64   |
| 存货周转率           | 4.36   | 4.47  | 4.45   | 4.45   | 4.45   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |        |        |        |
| 每股收益            | 0.43   | 0.59  | 0.56   | 0.91   | 1.05   |
| 每股经营现金流         | 0.40   | 0.78  | 0.65   | 1.41   | 1.82   |
| 每股净资产           | 5.10   | 5.03  | 2.73   | 3.44   | 4.30   |
| <b>估值比率</b>     |        |       |        |        |        |
| P/E             | 39.7   | 42.4  | 23.0   | 14.1   | 12.2   |
| P/B             | 3.4    | 4.9   | 4.7    | 3.7    | 3.0    |
| EV/EBITDA       | 20.8   | 21.6  | 8.0    | 6.0    | 4.5    |

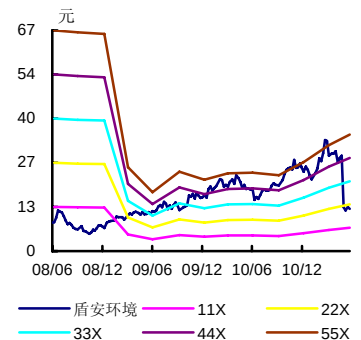
资本支出与经营活动现金流



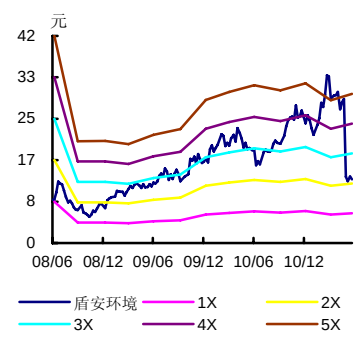
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发家电行业研究小组

袁浩然，首席分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王俊爽，分析师，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-8615。

## 相关研究报告

|                          |     |            |
|--------------------------|-----|------------|
| 盾安环境(002011.sz)_公告点评     | 王俊爽 | 2011-05-11 |
| 盾安环境(002011.sz)_公司跟踪研究报告 | 王俊爽 | 2011-04-18 |

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。