

公司点评报告

盾安环境 (002011)

空调

传统业务稳健 新业务具备想象空间

报告日期: 2011-08-10

评级: 推荐 (首次)

上次评级:

目标价: 15.07-17.57 元

上次预测:

当前价格 (元)	12.70
52 周价格区间 (元)	12-34.86
总市值 (百万)	9458.04
流通市值 (百万)	9449.00
总股本 (万股)	74472.75
流通股 (万股)	74401.58
公司网址	www.dunan.net

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
盾安环境	-11.37	-7.55	286.58
上证综合指数	-9.71	-12.06	-5.48

财富证券研究发展中心

邹建军

0731-84403452

zoujj@cfzq.com

S0530511020006

相关研究报告:

预测指标	2010A	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	3695.22	5028.58	6557.55
净利润 (百万元)	285.96	319.61	645.10
每股收益 (元)	0.34	0.35	0.70
每股净资产 (元)	1.90	2.25	2.95
市盈率	37.35	36.29	18.14
P/B	6.68	5.64	4.31

注: 每股收益已按拟增发 1 亿股股本进行完全摊薄。

资料来源: 财富证券

投资要点

➤ **总体印象: 有业绩支撑, 有成长预期。**公司业务种类繁多, 涉及制冷配件、商用和特种制冷设备、新能源 (多晶硅生产与光伏电站运营)、原生污水源热泵技术、冷链产业及煤炭开采等。目前贡献收入的业务主要是制冷配件和制冷设备, 其中制冷配件包括制冷阀类、管路集成组件、压缩机零部件, 制冷设备包括整机、末端及热工业务等。

公司的多晶硅项目、原生污水源热泵及冷链业务预计今年下半年可陆续贡献收入, 多晶硅项目的产能释放和原生污水源热泵业务的现有订单将保证明年公司新业务的高速增长; 煤炭开采业务由于子公司的采矿权证正在办理中, 何时贡献收益尚不确定。

总体而言, 公司涉足的几块新业务都有一定的看点, 也是公司未来业绩成长的主要动力。公司未来的目标是发展成为可再生能源供热 (冷) 和核电暖通系统集成领域的领先企业, 逐步实现从制造业向制造服务业转型。

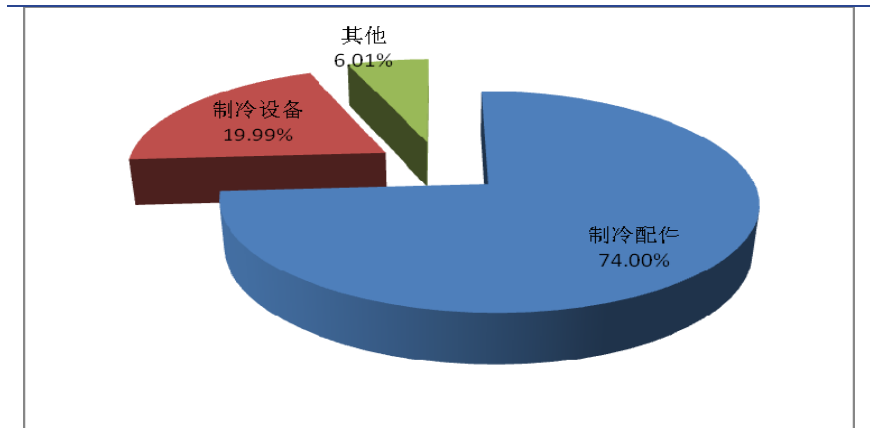
另, 2011 年 1 月公司股东大会通过非公开增发方案, 拟非公开发行股票不超过 1 亿股 (除权后, 发行价同), 发行价不低于 11.27 元/股, 募集资金总额不超过 10.5 亿元, 投资于污水源热泵和核电站暖通系统集成业务。

➤ **制冷配件业务: 行业成熟, 公司龙头地位突出。**公司的制冷配件主要是为家用空调配套, 客户群涵盖国内外行业知名空调生产厂家。公司是国内制冷配件行业的龙头企业, 也是国际上最重要的制冷配件生产基地。目前, 公司的截止阀市场占有率稳居全球第一, 四通阀位居全球第二, 管路集成组件、储液器、平衡块等产品位居行业前列。公司最主要竞争对手是浙江三花股份有限公司, 两家公司在制冷配件主导产品截止阀和四通阀的市场份额达

到 70%以上,形成了双寡头局面,竞争格局稳定。

2010 年公司实现营业收入 36.95 亿元,其中制冷配件 27.35 亿元、制冷设备 7.39 亿元,其他业务 2.22 亿元。

图表 1: 2010 年公司收入构成



资料来源:公司 2010 年年报

- **制冷设备业务:成功打开特种空调市场,快速成长可期。**我国家用空调行业已进入成熟期,未来成长空间有限。故公司传统业务的增长将主要来自制冷设备。目前,公司制冷设备以商用空调为主。在商用空调领域,公司尚处于行业中等水平,与优秀企业相比差距较大。公司已确定在做精做强商用空调的基础上,向行业特种制冷领域转型,目前已在核电、移动通信等领域取得一定突破。

在核电空调领域,公司成功研制了世界上首台核级满液式螺杆冷水机组,是当前国内唯一一家可全系列参与核电空调项目投标的企业,也是行业内极少数具备核电暖通系统集成能力的企业之一。至 2010 年底,公司已累计中标国内已建和在建的 13 个核电站中 12 个核电站的 20 个项目;目前亦在为开展核电站暖通系统集成服务进行积极准备。若以目前我国核电站的基本类型 M310 测算,百万千瓦级核电站的全套暖通系统的价值为 2 亿多元,假设今后全国每年 5 个以上核电站开工建设,则核电站暖通系统的新增市场容量将在 10 亿元以上。

在通信行业,公司成功研发了基站节能型智能通风空调器、基站节能一体化空调、基站热管换热机组及精密机房专用空调等全系列通信行业空调产品,并成功获得中国移动、中国联通的集采资格及相应订单。公司计划后续将重点开拓轨道交通、再生能源利用、空冷等领域。

- **多晶硅项目:成本优势明显,盈利水平可能好于预期。**公司 2009

年 11 月公告拟在内蒙古巴彦淖尔市乌拉特后旗工业园区投资 18.82 亿元建设年产 3000 吨太阳能级多晶硅项目（一期）。该项目采用改良西门子法，预计 2011 年第三季度可投入生产，2012 年达产率 80%，2013 年完全达产。公司该项目的看点主要在于成本优势：

- ✚ **投资额相对偏少。**公司的多晶硅项目在行业低谷时筹建，总投资 18.82 亿元，与同规模的乐电天威硅业 22 亿元、四川奥光硅业 28.52 亿元的总投资额相比，具有一定成本优势。
- ✚ **能耗低。**目前国际多晶硅厂商的单位产品综合电耗为 120 - 150 千瓦时/千克，而我国多晶硅生产企业由于大多数规模偏小，加上工艺影响，平均单位能耗超过 200 千瓦时/千克，许多小厂甚至超过 300 千瓦时。公司的多晶硅项目主要技术与中能硅业相同，目前中能硅业的综合电耗已能达到 94.6 千瓦时/千克，处于世界领先水平。预计公司项目投产后，综合电耗也应达到行业先进水平。
- ✚ **电价便宜。**电费通常占我国多晶硅企业生产成本的 30%以上，电价高低对多晶硅生产成本具有重大影响。公司项目所在地巴彦淖尔市位于内蒙古西部，根据电监会的数据，2009 年内蒙古西部的平均销售电价为 0.36 元/度，仅高于青海省，在全国各省市中处第二低位。

我们预计公司多晶硅项目达产后，生产成本应能做到 35 美元/公斤以下，理想状态可做到 30 美元/公斤以内。

目前，我国多晶硅仍处于供不应求状态。海关数据显示，2011 年 1-5 月，我国已进口多晶硅 25697 吨，行业保持旺盛需求态势。根据公司 2009 年的多晶硅项目投资可行性研究报告，按太阳能级多晶硅每吨售价为 35.9 万元计算，该项目达产后，正常年份销售收入为 10.77 亿元，平均年利润总额 3.11 亿元。而目前国内多晶硅现货的主流成交价在 40-46 万元/吨，因此，公司多晶硅项目的盈利能力有可能好于预期。

- **污水源热泵技术：行业领先，发展空间巨大。**城市原生污水源热泵技术的原理为利用城市原生污水（指市政管网内尚未流入污水处理厂进行集中处理的城市生活污水）冬季水温高于大气温度、夏季水温低于大气温度的特点，冬季从污水取热供暖，夏季向污水排热制冷，一套系统、冬夏两用，另外还可以选择性提供生活热水，具有显著的节能环保特点，且投入成本和运行费用低，具有多城市、大面积推广的经济可行性。

2010 年，我国水（地）源热泵空调采购量占空调总量的比例为

5%，对比美国约 40%，欧州约 70%的比重，仍有很大的市场发展空间。

公司于 2010 年 4 月通过收购太原炬能 57%的股权成功进入该领域，并于 2011 年 2 月，投资设立盾安（天津）节能系统有限公司；2011 年 4 月天津节能公司又收购了沈阳水务热源发展公司 56%的股权。目前公司手持合同 26.60 亿元，包括：

- ✚ 山西平定县可再生能源利用合同。计划投资 10 亿元，5 年内完成 1080 万 m² 的城镇建筑供暖，特许经营期 30 年。
- ✚ 天津市宁河县可再生能源利用合同。计划投资 5.40 亿元，3 年建设总供热制冷面积 500 万平米，并以 BOT、合同能源管理等商业模式实施工程后续运营。公司预计该项目正常年度销售收入 1.43 亿元，利润总额 8370 万元。
- ✚ 山东省庆云县可再生能源利用合同。计划投资 11.2 亿元人民币，供热总面积 1000 万平米，其中 2011 年解决供热缺口约 200 万平米，后续每年新增供热面积约 160 万平米。特许经营期不少于 30 年。

预计公司未来在沈阳也将收获新的订单。

公司的污水源热泵技术与煤电制冷制热相比具有明显的成本优势，而收费标准与煤电供冷供热相同，因此，项目盈利能力较强，预计销售净利率可达 45% 左右。

- **冷链业务：政策支持 前景向好。**冷链由冷冻加工、冷冻贮藏、冷藏运输及配送、冷冻销售四个环节构成，保障易腐食品从产地收购或捕捞之后，在产品加工、贮藏、运输、分销和零售、直到消费者手中，始终处于产品所必需的低温环境下，以保证食品质量安全，减少损耗，防止污染的特殊供应链系统。

根据发改委 2010 年 6 月发布《农产品冷链物流发展规划》，我国目前鲜活农产品冷链流通的比例远低于欧美发达国家水平（欧、美、加、日等发达国家肉禽冷链流通率已经达到 100%，蔬菜、水果冷链流通率也达 95% 以上），大部分生鲜农产品仍在常温下流通。造成我国农产品产后损失严重，仅果蔬一类每年损失就达到 1000 亿元以上。《规划》提出，到 2015 年，我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别从目前的 5%、15%、23% 提高到 20%、30%、36% 以上；冷藏运输率分别从目前的 15%、30%、40% 提高到 30%、50%、65% 左右。因此，未来 5 年，冷链产业有望出现快速发展势头。

公司于2010年4月投资设立浙江盾安冷链系统有限公司从事冷链业务的开拓。计划第一年以终端冷链产品为突破口,开发便利店及超市大卖场冷链产品;第二年扩展到冷库产品,以大型热交换器、大型螺杆机组为代表;第三年再扩展到运输环节冷链设备;第四年开始导入新能源和再生能源驱动的冷链系统整体解决方案,实现冷链产品的全系列化。

公司预计冷链业务2011年可实现3100万元左右的收入,2013年实现约1.1亿元收入。

- **煤炭开采:何时贡献收益尚不明确。**公司于2009年11月投资115万元受让内蒙古鄂尔多斯市金牛煤电公司23%股份,参与内蒙古鄂尔多斯市东胜煤田城梁井田煤炭资源的开发。

城梁井田探明煤炭资源储量为221,672万吨,服务年限不低于50年。计划第一座矿井由600-1000万吨/年起步,2-3年达到煤炭生产设计能力。

目前该井田的采矿权证正在办理中,需要经由国土资源部门最终核发,具体核发时间尚不明确。

- **盈利预测与投资评级。**不考虑煤炭业务,我们预计公司2011-2013年营业收入分别为50.29亿元、65.58亿元和78.90亿元,归属母公司净利润分别为2.96亿元、5.90亿元和8.52亿元。假设公司年内完成增发,按增发后股本完全摊薄,对应每股收益分别为0.35元、0.70元和1.00元。

公司新业务2013年仍有60%以上增速,给予2012年35-40倍PE;给予公司传统制冷业务12-15倍PE,则公司未来6-12个月的目标价区间为15.07-17.57元,对应2012年21-25倍PE。目前公司股价12.70元,考虑公司传统业务具有较高安全边际,且业务亮点颇多,我们首次给予公司“推荐”评级。

- **风险提示。**新工艺或规模效应带动多晶硅行业整体生产成本大幅下降,而公司不能进行相应工艺改进导致成本压力加大的风险;运营项目融资成本过高的风险。

■ 投资评级系统说明：

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.