

盾安环境 (002011)

转型升级中的制冷行业龙头企业

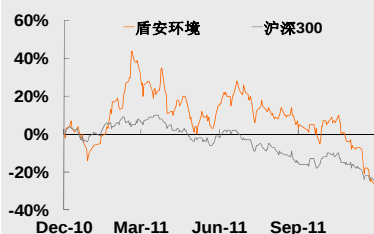
推荐 (首次)

现价: 8.89 元

主要数据

行业	机械
公司网址	www.dunan.net
大股东/持股	浙江盾安精工集团 /43.46%
实际控制人/持股	姚新义/21.57%
总股本(百万股)	838
流通 A 股(百万股)	749
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	73.81
流通 A 股市值(亿元)	66.14
每股净资产(元)	2.3
资产负债率(%)	68.3

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

张微 投资咨询资格编号
S1060210050002
021-33830371
zhangwei912@pingan.com.cn

叶国际 投资咨询资格编号
S1060209050127
0755-22627084
yeguoji001@pingan.com.cn

投资要点

■ 进军节能环保和新能源领域的制冷配件龙头企业

公司传统业务为制冷配件和制冷设备，与三花股份在冷配行业形成双寡头垄断的格局，两家在截止阀和四通阀的市场份额已经达到 70%。

公司积极拓展转型之路，逐步实现向节能环保和新能源业务的转型升级：在可再生能源供热（冷）领域推行合同能源管理等商业模式，在核电领域实现从核电空调设备供应商向核电暖通系统集成供应商的转型。

■ 2012 年可再生能源供热业务将出现爆发式增长

目前公司持有的可再生能源合同总额达到 36.35 亿元，2011 年、2012 年、2013 年计划实施面积分别为 480 万平方米、1,660 万平方米、860 万平方米，可再生能源业务将出现爆发式增长。

■ 2012 年多晶硅项目成为新的利润贡献点

公司多晶硅项目 2010 年初动工建设，已经于今年 9 月试生产，预计 2012 年、2013 年的产量将达到 2000 吨、2500 吨。

估计 2012 年多晶硅市场价格将稳定在 35 美元左右，而公司的成本将逐步控制在 25-30 美元，预计 2012 年公司多晶硅业务能贡献 EPS 0.04 元。

■ 给予公司推荐的投资评级

预计公司 2011 年、2012 年全面摊薄后每股收益分别为 0.38 元、0.59 元，考虑到公司传统业务稳健增长、节能环保业务进入爆发阶段、订单不断超预期、多晶硅业务明后年进入业绩释放期等因素，给予公司“推荐”的投资评级。

■ 风险提示：多晶硅价格下跌、可再生能源业务补贴不到位、铜价波动的风险

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,282	3,695	4,325	5,555	6,585
YoY(%)	-11.9	61.9	17.1	28.4	18.5
净利润(百万元)	160	218	314	493	625
YoY(%)	7.1	36.0	44.1	56.8	26.7
毛利率(%)	20.9	21.3	21.4	22.2	22.9
净利率(%)	7.0	5.9	7.3	8.9	9.5
ROE(%)	8.4	11.7	10.4	14.1	15.1
EPS(摊薄/元)	0.19	0.26	0.38	0.59	0.75
P/E(倍)	46.0	33.8	23.5	15.0	11.8
P/B(倍)	3.9	3.9	2.4	2.1	1.8

正文目录

一、	盈利预测与估值.....	4
1.1	关键假设.....	4
1.2	盈利预测.....	5
1.3	估值.....	5
二、	冷配龙头企业进军节能环保和新能源领域.....	6
2.1	进军节能环保和新能源领域的冷配龙头企业.....	6
2.2	过去几年传统业务稳步提升.....	7
2.3	股权结构.....	7
三、	可再生能源供热（冷）业务空间巨大.....	8
3.1	可再生能源系统具有明显的节能环保优势.....	8
3.2	公司可再生能源业务增长迅速.....	9
3.3	可再生能源业务预测.....	10
四、	核电暖通系统集成业务将取得突破进展.....	11
4.1	核电是替代火电的最佳选择.....	11
4.2	核电暖通系统市场需求预测.....	12
4.3	公司核电暖通系统集成业务有望快速发展.....	13
五、	多晶硅项目成为新的利润贡献点.....	13
5.1	供需弹性的差异导致多晶硅价格波动.....	13
5.2	多晶硅价格探底，预计 2012 年有望逐步企稳回升.....	14
5.3	多晶硅项目收入预测.....	15
5.4	煤炭业务 2013 年开始贡献投资收益.....	15
六、	制冷配件业务稳定增长.....	16
6.1	制冷配件行业将保持 10-15%的稳定增长.....	16
6.2	行业竞争格局基本稳定.....	16
6.3	制冷配件业务预测.....	17
七、	风险提示.....	17

图表目录

图表 1	项目分拆预测	4
图表 2	利润表	5
图表 3	分业务估值	5
图表 4	公司主营收入构成	6
图表 5	增发募投项目	6
图表 6	公司营业收入及增速	7
图表 7	公司营业利润及增速	7
图表 8	股权结构.....	7
图表 9	可再生能源采暖更节能.....	8
图表 10	民用住宅减排量.....	9
图表 11	商用住宅减排量.....	9
图表 12	废水排放量不断增长	9
图表 13	可再生能源订单.....	10
图表 14	可再生能源收入预测	10
图表 15	核电是替代火电的最佳选择.....	11
图表 16	2020 年核电装机容量敏感性分析.....	12
图表 17	中国核电装机容量预测.....	12
图表 18	全球光伏市场新增装机容量快速增长	13
图表 19	国内厂商多晶硅产能情况	14
图表 20	多晶硅价格探底.....	15
图表 21	公司多晶硅项目收入预测	15
图表 22	煤炭业务预测	16
图表 23	空调销量增速	16
图表 24	制冷配件业务预测	17

一、盈利预测与估值

1.1 关键假设

- 公司制冷配件业务 2012 年、2013 年收入增速分别为 10%、15%，由于做了铜的套期保值，产品毛利率基本保持稳定；
- 假设核电暖通总包资质年内拿到，预计 2012 年能拿到 1 个包，2013 年能拿到 2 个包，但交货周期较长，不会当年全部确认收入；
- 受核电空调的拉动，预计公司制冷设备明后年增速将达到 20%；
- 污水源热泵项目山西平定的接入费为 38 元/平米，天津临港的接入费为 92 元/平米，假设山东庆云的接入费为 30 元/平米，华能众泰和武安热电两项目没有初装费，接入费会按 20 年分摊计入收入；同时假设项目平均政府补贴为初始投资额的 20%，补贴分两年计入营业外收入；取暖费则按 5 元/平米/月统一计算；
- 多晶硅项目 2012 年、2013 年、2014 年的产量别为 2,000 吨、2,500、吨、3,000 吨；假设多晶硅的销售均价为 35 美元/公斤；

此外，公司于 2010 年底已收回大部分少数股东权益，能确定性的增厚 EPS 约 20%。

图表1 项目分拆预测

		2010	2011E	2012E	2013E
制冷配件	销售收入（亿元）	27.35	32.82	36.10	41.52
	增速		20%	10%	15%
	毛利（亿元）	5.30	6.35	6.97	7.99
	毛利率	19.39%	19.35%	19.30%	19.25%
制冷设备	销售收入（亿元）	7.39	8.87	10.64	12.77
	增速		20%	20%	20%
	毛利（亿元）	2.35	2.26	2.75	3.32
	毛利率	31.74%	25.50%	25.80%	26.00%
可再生能源业务	销售收入（亿元）		1.56	4.36	6.00
	增速			178.49%	37.79%
	毛利（亿元）		0.63	1.74	2.40
	毛利率		40%	40%	40%
多晶硅项目	销售收入（亿元）			4.45	5.56
	增速				25%
	毛利（亿元）			0.89	1.39
	毛利率			20%	25%
合计	销售收入（亿元）	34.74	43.25	55.55	65.85
	毛利（亿元）	7.65	9.24	12.35	15.10

资料来源：平安证券研究所

1.2 盈利预测

图表2 利润表 单位:百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,282	3,695	4,325	5,555	6,585
营业成本	1,805	2,907	3,402	4,320	5,075
营业税金及附加	8	13	22	31	33
营业费用	81	129	154	203	235
管理费用	150	286	368	476	556
财务费用	9	45	29	27	36
资产减值损失	8	7	22	26	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	4	3	3	4
营业利润	222	312	333	476	625
营业外收入	21	27	48	142	156
营业外支出	4	8	9	15	18
利润总额	238	332	372	603	763
所得税	28	46	48	91	114
净利润	210	286	324	513	649
少数股东损益	50	68	9	20	24
归属母公司净利润	160	218	314	493	625
EBITDA	279	425	436	618	810
EPS (元)	0.19	0.26	0.38	0.59	0.75

资料来源：平安证券研究所

1.3 估值

预计公司 2011 年、2012 年全面摊薄后每股收益分别为 0.38 元、0.59 元，考虑到公司传统业务稳健增长、节能环保业务进入爆发阶段、订单不断超预期、多晶硅业务明后年进入业绩释放期等因素，给予公司“推荐”的投资评级。

图表3 分业务估值

业务	2012 年毛利 (亿元)	毛利贡献占比	贡献 EPS (元)	给予 2012 年 PE	估值 (元)
制冷配件	6.97	56.44%	0.33	15	4.99
制冷设备	2.75	22.27%	0.13	15	1.97
可再生能源	1.74	14.09%	0.08	40	3.33
多晶硅	0.89	7.21%	0.04	20	0.85
合计	12.35				11.14

资料来源：平安证券研究所

二、冷配龙头企业进军节能环保和新能源领域

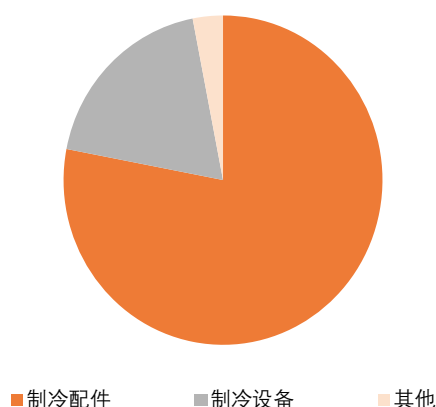
2.1 进军节能环保和新能源领域的冷配龙头企业

公司传统业务可分为制冷配件和制冷设备两块，制冷配件包括制冷阀类、管路集成组件、压缩机零部件，主要为家用空调配套，公司与三花股份形成双寡头垄断的格局，两家在制冷配件主导产品截止阀和四通阀上的市场份额已经达到 70%。

制冷设备除了制冷设备整机、末端、热工业务外，还包括可再生能源利用、冷链等新业务。

上半年公司制冷配件收入占比达到 78.01%，制冷设备收入占比达到 18.91%，是目前收入的主要来源。

图表4 公司主营收入构成



资料来源：公司公告

公司在制冷配件业务稳定增长的同时，积极拓展转型之路，逐步实现从制造业向制造服务业的转型：在可再生能源供热（冷）领域推行合同能源管理等商业模式；在核电领域实现从核电空调设备供应商向核电暖通系统集成供应商的转型。

为了满足该转型升级项目的资金需求，公司于 2011 年 11 月份进行了定向增发，发行价格为 11.30 元，共募集资金 9.66 亿元。

图表5 增发募投项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	可再生能源供热（冷）系统建设项目	97,228	50,000
2	核电站暖通系统集成项目	40,678	32,000
3	国家认定企业技术中心扩（改建项目）	11,176	20,000
合计		149,082	92,000

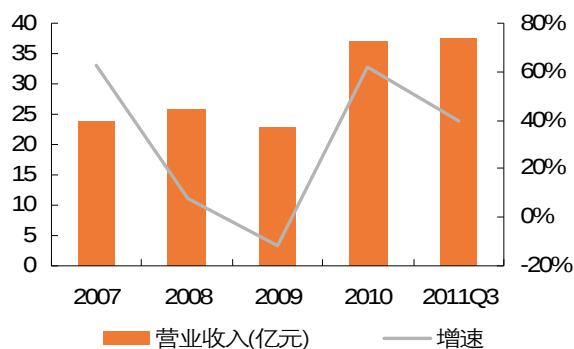
资料来源：公司公告

增发募投项目符合公司深化产业升级转型战略，有助于优化公司产业结构和商业模式，提升公司的核心竞争力：（1）可再生能源供热（冷）系统建设项目，将帮助公司在可再生能源供热制冷领域及节能服务市场取得领先优势，并通过采取合同能源管理等模式，优化公司的盈利模式，实现经济效益和社会效益；（2）核电站暖通系统集成项目，将帮助公司实现从核电空调设备供应商到核电暖通系统集成商的跨越，大大提升公司产业链整体盈利能力。

2.2 过去几年传统业务稳步提升

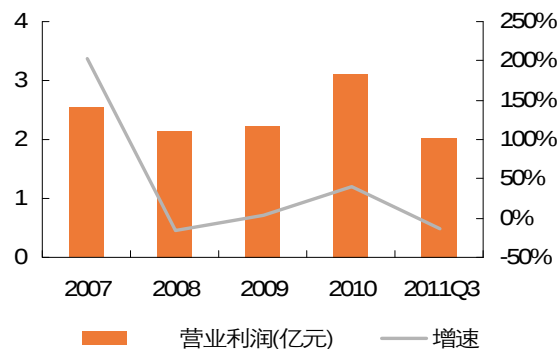
公司传统制冷配件和制冷设备业务在过去几年稳步提升,除了 2009 年受金融危机冲击公司营业收入有所回落之外,其余几年收入增速都在 20%以上。

图表6 公司营业收入及增速



资料来源: 平安证券研究所

图表7 公司营业利润及增速



资料来源: 平安证券研究所

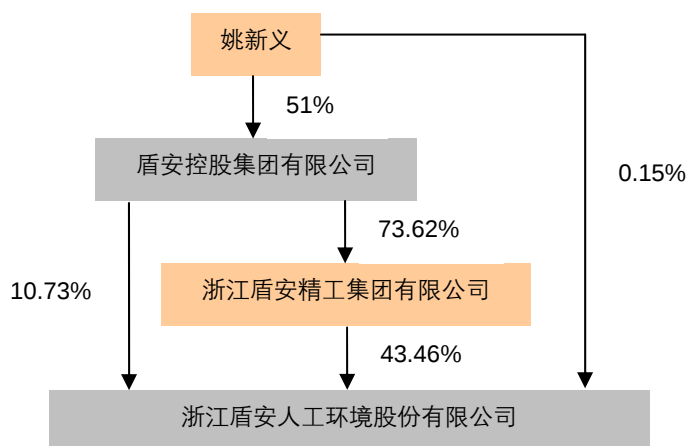
同时,公司积极拓展新业务,进军节能环保和新能源领域,随着盾安(天津)节能系统有限公司的设立、天津临港大地新能源建设发展有限公司和沈阳水务热源发展有限公司的并购,及山西平定、天津宁河、山东庆云、华能泰安众泰、武安顶峰热点等重大可再生能源集中供热(冷)合同的签订并逐步实施,可再生能源利用业务迅速切入各区域市场,为进一步做大做强奠定了基础。

此外,风机业务整合及市场拓展卓有成效,中标合同金额大幅增长,核安全设计和制造许可证的取证工作稳步推进;多晶硅一期项目已建设完成,并于 9 月份已开始试生产。

2.3 股权结构

浙江盾安精工集团为公司大股东,持有公司 43.46%的股权,实际控制人为姚新义。

图表8 股权结构



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

三、 可再生能源供热（冷）业务空间巨大

可再生能源供热（冷）系统是基于水（地）源热泵技术、利用城市原生污水、江湖海水、工业废水及余热等可再生能源作为热源，利用该类热源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。

根据国家统计局数据，2009 年我国废污水排放总量达 589 亿吨，2010 年估计年废污水排放总量已超过 700 亿吨，如果采用污水源热泵技术回收该等污水中的废热，可以解决至少 15 亿平方米建筑物冬季采暖问题，而目前已采用可再生能源供热的面积不足 1 亿平方米，可再生能源业务空间巨大。

目前公司持有的可再生能源合同总额达到 36.35 亿元，2011 年、2012 年、2013 年计划实施面积分别为 480 万平方米、1,660 万平方米、860 万平方米，可再生能源业务将出现爆发式增长。

3.1 可再生能源系统具有明显的节能环保优势

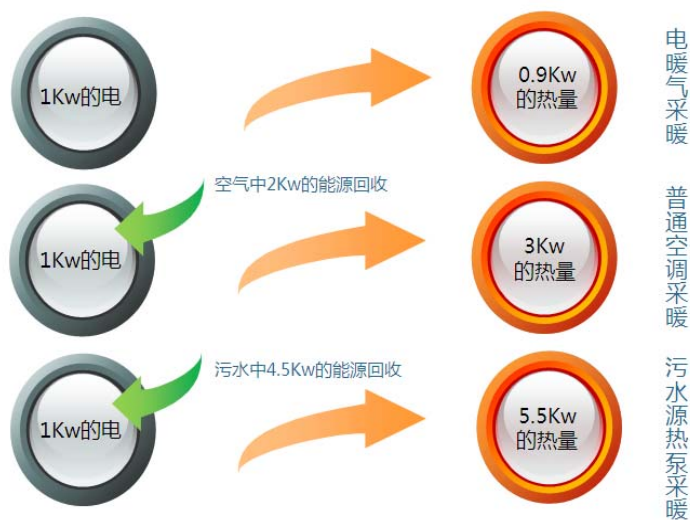
可再生能源供热（冷）方案相较传统的采用燃烧煤炭、石油、天然气等化石能源供热（冷），具有显著的节能环保优势：

■ 节能

采暖时每使用一吨污水，可获取 5000--10000 千卡热能，相当于 1.5-3 kg 燃煤供热的有效热值。

原生污水源热泵技术将污水中蕴含的热能连同热泵机组本身产生的热能一并转移到室内，能效比高达 4.5-6.0，采用污水源热泵技术供热方案下的采暖费与燃煤供热相比为 70%，与燃气相比为 50%，与燃油相比为 30%，系最为高效节能的供热方式之一。

图表9 可再生能源采暖更节能

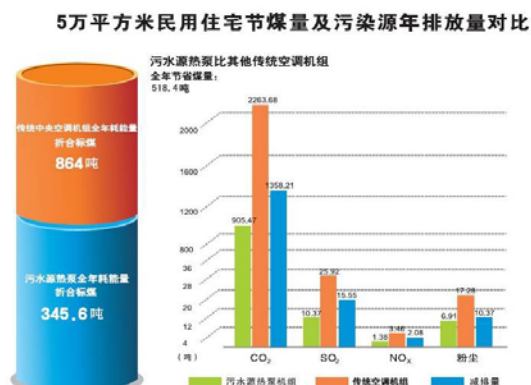


资料来源：平安证券研究所

■ 环保

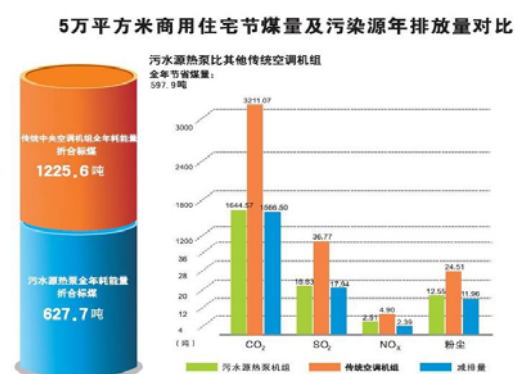
我国北方地区冬季采暖长期来主要是依靠煤、石油、天然气等化石燃料的燃烧来获取，使得采暖与环保成为一对难以解决的矛盾，原生污水源热泵技术不需要锅炉，没有燃烧过程，也不存在固体废弃物、有毒有害气体或烟尘的排放问题，不仅省去了燃煤、燃气等锅炉房系统，还避免了排烟污染。

图表10 民用住宅减排量



资料来源: 平安证券研究所

图表11 商用住宅减排量

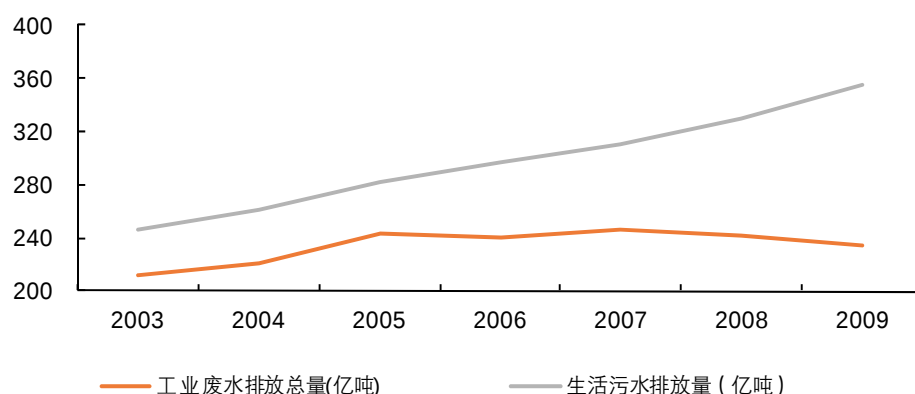


资料来源: 平安证券研究所

■ 经济可行性

根据国家统计局数据, 2009 年我国废污水排放总量达 589 亿吨, 2010 年估计年废污水排放总量已超过 700 亿吨, 不断增长的废水排放量为可再生能源业务的快速增长提供了经济可行性。

图表12 废水排放量不断增长



资料来源: 国家统计局

3.2 公司可再生能源业务增长迅速

公司可再生能源项目是以污水源热泵技术为核心、城市原生污水源为主要热源的可再生能源供热(冷)系统工程, 并以 BOT 为主的商业模式实施工程后续运营, 目前持有的污水源热泵订单如下表所示。

图表13 可再生能源订单

地点	总投资额	计划实施面积（万平方米）					
		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
山西平定	10 亿	200	300	300	200	80	
天津临港	5.4 亿	80	200	100	60		
天津宁河 ¹	5 亿		100	100	100	100	100
山东庆云	11.2 亿	200	160	160	160	160	160
华能众泰	2.75 亿		300	200	300	200	
武安热电	2 亿		600				
合计	36.35 亿	480	1660	860	820	540	260

资料来源：公司公告，注1：天津宁河项目分年度实施数据为预测值；

在未来可再生能源供热市场保持持续高速增长的大背景下，公司将抓住全国大力推广可再生能源利用、发展低碳建筑的市场机遇，在可再生能源供热市场树立强势品牌形象、抢占市场先机，通过合同能源管理等模式的运作，一方面可以通过获取长期的运营收入优化公司的盈利模式，另一方面将形成排他性竞争优势，对后续的竞争者树立起较高的进入壁垒，有望使公司成为应用污水源热泵技术实施可再生能源供热（冷）领域的第一品牌。

3.3 可再生能源业务预测

可再生能源的收入模式为：初装费+政府补贴+每年取暖费

- 初装费为一次性的接入费用，一般与项目当地其他供热方式的接入费持平，公司山西平定县的接入费用为 38 元/平米，天津临港的接入费为 92 元/平米，华能众泰和武安热电两项目没有初装费，初装费预计公司会按 20 年分摊计入收入；
- 政府补贴为政府为支持节能减排，对供热项目的一次性补助，补助数目根据项目实施当地的节能政策确定，各项目有所差别，我们预计项目平均补贴为初始投资额的 20%，该补贴在收到当年计入营业外收入；
- 取暖费各地差异不大：山西太原 4.8 元/平米/月；山西平定县，民用 4.2 元/平米/月、商用 7 元/平米/月；天津民用 5 元/平米/月、商用 9 元/平米/月，我们统一按 5 元/平米/月计算。

图表14 可再生能源收入预测

		2011E	2012E	2013E
山西平定	分摊初装费(万元)	380	950	1,520
	补贴(万元)	2,000	5,000	6,000
	取暖费（万元）	4,000	10,000	16,000
天津临港	分摊初装费（万元）	368	1,288	1,748
	补贴（万元）	800	2,800	3,000
	取暖费（万元）	1,600	5,600	7,600
山东庆云	分摊初装费（万元）	300	540	780
	补贴（万元）	2,000	3,600	3,200
	取暖费（万元）	4,000	7,200	10,400
华能众泰	补贴（万元）		825	1,375
	取暖费（万元）		6,000	10,000
武安热电	补贴（万元）		2,000	2,000

	2011E	2012E	2013E
取暖费（万元）		12,000	12,000
已有项目收入（万元）	5,000	--	--
收入合计（万元）	15,648	43,578	60,048
补贴合计（万元）	4,800	14,225	15,575

资料来源：平安证券研究所

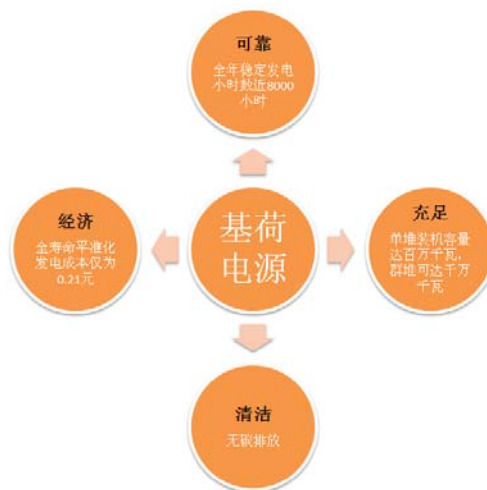
四、核电暖通系统集成业务将取得突破进展

4.1 核电是替代火电的最佳选择

火电在经济性与清洁性上不及核电，当煤价高于 420 元/吨时，发电成本就要高于核电，随着煤炭价格上涨，火电经济性与核电差距拉大。

核电单堆即能做到百万千瓦，一个核电厂最高可达千万千瓦，能够支持周围地区经济发展大量用电需求，核电全年稳定发电 8000 小时，无碳排放，是未来替代火电的最佳选择。

图表15 核电是替代火电的最佳选择



资料来源：平安证券研究所

低碳经济、能源结构调整与能源安全策略成为核电行业增长的驱动因素。中国能源发展需要权衡几个问题，作为世界第一大碳排放国家，中国碳减排承诺压力依然很大，GDP 增长对电力的需求与日俱增，双重约束限制中国必须发展核能；我国承诺 2020 年单位 GDP 碳排放较 2005 年下降 45%，同时非化石能源占比达到 15%。从这些条件推测，中国 2020 年一次能源消费总量约为 47 亿吨标煤，非化石能源贡献 7 亿吨标煤，其中：风电目标装机容量为 1.5 亿千瓦，贡献电量 3000 亿千瓦时；水电目标装机容量为 3.3 亿千瓦，贡献电量约 1 万亿千瓦时；其余部分由核电填补，预期核电装机容量不能低于 6000 万千瓦。

图表16 2020年核电装机容量敏感性分析

核电装机容量(千瓦)		GDP 增速						
		7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%
单位 GDP 能耗下降 幅度 (相比 2005 年)	40%	5,676	6,716	7,801	8,932	10,111	11,340	12,620
	41%	5,313	6,336	7,402	8,515	9,674	10,882	12,141
	42%	4,949	5,955	7,004	8,097	9,237	10,424	11,662
	43%	4,586	5,574	6,605	7,679	8,799	9,967	11,183
	44%	4,222	5,194	6,206	7,262	8,362	9,509	10,704
	45%	3,859	4,813	5,807	6,844	7,925	9,051	10,225

资料来源：平安证券研究所

4.2 核电暖通系统市场需求预测

核电行业从 2007 年进入快速发展期，但日本核事故提高了中国对核安全的重视程度，在核电行业的重要决策中核安全权重增加，核安全意识的提升有利于核电行业长期的健康发展。

8 月底结束的核电安全大检查目前已完成核查报告并上报国务院，有望近期向社会公布。《核电安全规划》制定工作正陆续展开，争取年底前发布征求意见稿。随着一系列规划的出台，此前一直暂缓的新建核电项目审批工作预计于 2012 年初重启。

图表17 中国核电装机容量预测

现有装机容量		(万千瓦)
2011 建成装机容量		1,023
2011 在建装机容量		2,979
预计规划		(万千瓦)
2015 建成装机容量		4,294
预计在建装机容量		3,000
2020 建成装机容量		7,000
预计在建装机容量		3,000
2011-2015 年核电项目年均开工装机容量 (万千瓦)		791.75
年复合增长率		39.71%
2015-2020 年核电项目年均开工装机容量 (万千瓦)		1,174.6
年复合增长率		12.99%

资料来源：平安证券研究所

根据我们的预测，至 2015 年，我国核电总装机容量将达到 4,294 万千瓦，至 2020 年将达到 7,000 万千瓦，在建 3,000 万千瓦，将带动我国核电产业未来十年持续高速发展。

我国核电产业的高速增长和设备自主化政策，将为国内核电设备相关产业带来广阔的发展空间。核电站暖通设备（包含核级冷水机组、空调末端及控制柜、风机、阀门、净化机组等产品）作为核电站的关键辅助设备之一，相关产业必将受益于核电产业的高速成长而得到快速发展。

据估计一个百万千瓦级核电项目所需的暖通系统总金额约为 2 亿元，其中核电制冷设备约为 1.1-1.2 亿元，主要包含 4 个部分：制冷主机、风阀、风机、末端，4 个部分的价值占比约为 1: 2: 3: 4，根据我国核电中长期的规划，未来 10 年中平均每年都将建成 6 个左右百万千瓦级的核电项目，即每年核电暖通系统的市场容量大约在 12 亿元左右。

4.3 公司核电暖通系统集成业务有望快速发展

虽然市场需求旺盛，但目前国内真正能够满足核级要求的暖通设备供应商却很少，在主要设备上均能达到核级要求的供应商更少。目前，核电站暖通系统设备采购模式正逐渐由单一设备采购发展为系统集成采购，即由单一厂家为核电站提供暖通系统的所有产品、材料和全套的服务。

系统集成采购模式对设备供应商提出了更高的要求，需要具备设计、制造冷水机组、风机、空气处理机组、阀门四类主要产品中至少三类产品的能力，核电暖通系统集成业务具有很高的进入壁垒，预计未来的市场将会被 2-3 家抢占先机的系统集成商占据绝对优势地位。

从 2008 年进入核电暖通市场以来，公司已成功为国内 11 个在建核电站提供了全部核级冷水机组和部分非核级冷水机组、空气处理机组等核心暖通设备及服务工作，收购整合大通风机后，已经能自主设计生产主机、风机和末端三个部分，为核电站暖通系统集成配套的能力也正在逐步形成，预计即将获得总包的生产资质。

五、 多晶硅项目成为新的利润贡献点

公司多晶硅项目 2010 年初动工建设，已经于 2011 年 9 月试生产，预计 2012 年、2013 年的产量将达到 2000 吨、2500 吨。

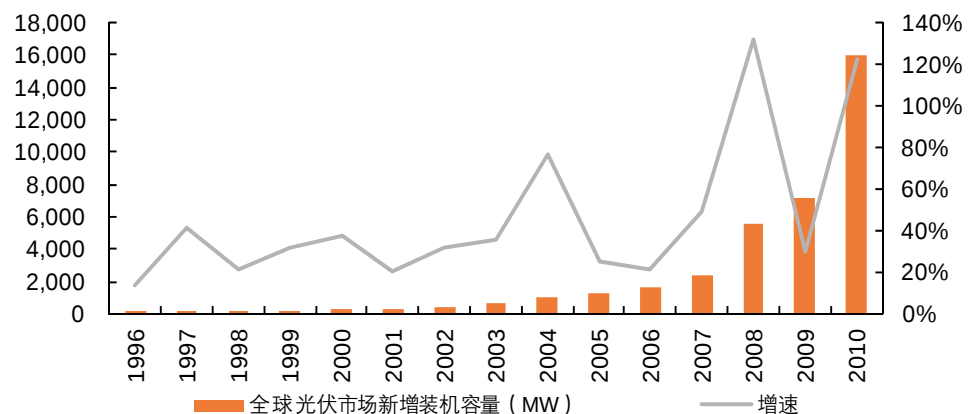
估计 2012 年多晶硅市场价格将稳定在 35 美元左右，而公司的成本将逐步控制在 25-30 美元，预计 2012 年公司多晶硅业务能贡献 EPS 0.04 元。

5.1 供需弹性的差异导致多晶硅价格波动

多晶硅价格的形成机制比较复杂，而其供给弹性明显弱于需求弹性的特征导致多晶硅价格呈现周期性波动。多晶硅建设周期长、产能释放期长、投资量大和技术壁垒高，而多晶硅下游需求的硅片和组件的建设期短、产能释放快、投资量相对小和技术壁垒相对低，造成多晶硅供给的释放总是滞后于需求的增长。多晶硅短期价格由于供求弹性的巨大差异和相关因素的影响将呈现剧烈的上涨和下跌走势。

过去 10 年，光伏市场获得了高速的增长，从 2000 年到 2010 年全球光伏累计装机容量年均复合增长 38.81%，新增装机容量年均复合增长 49.97%，到 2010 年底全球累积装机容量已达到 37.9GW。

图表18 全球光伏市场新增装机容量快速增长



资料来源: EPIA

我们认为在经历 2010 年新增装机容量 100%以上的爆发性增长以后，今后几年全球新增装机增速将有所下滑，预计回落至 30%左右的水平，估计 2011 年全球新增光伏装机容量在 20GW 左右。

中国光伏装机基数小、增长快，但大规模启动尚需时日，目前政策主要围绕在“金太阳”示范工程补贴和光伏电站特许项目招标，项目主要都是示范性质的，设备补贴的范围也比较小。我国的国情决定中国近期不大可能出台像欧洲一样的上网电价法案。首先，我国煤炭资源及其丰富，火电发电成本极低，光伏发电 1 元以上的成本离火电 0.2-0.3 元的成本还有很大的距离；其次，中国市场太广阔，放开上网电价补贴对政府财政是巨大的压力。

2011 年 3 月我国《多晶硅行业准入条件》正式出台，在多晶硅生产规模、能耗和资源回收方面都做出了要求：生产规模方面，要求太阳能级多晶硅项目每期规模大于 3,000 吨/年；能耗和资源回收方面，规定太阳能级多晶硅还原电耗小于 80kwh/kg，到 2011 年底前小于 60kwh/kg，资源还原尾气中四氯化硅、氯化氢、氢气回收利用率不低于 98.5%、99%、99%。

目前国内的多晶硅厂商中 80%都是小企业，普遍在几百吨规模左右，成本上都普遍偏高，随着准入标准的出台，这些较小的、技术水平较低的多晶硅产能将加速淘汰。而具有成本、规模和技术优势的产能将整合市场，并迅速做大做强，行业格局上将向寡头垄断靠近，企业间的竞争也将进入更高的级别，未来竞争将是大厂商间规模和成本的竞争。

图表19 国内厂商多晶硅产能情况（吨）

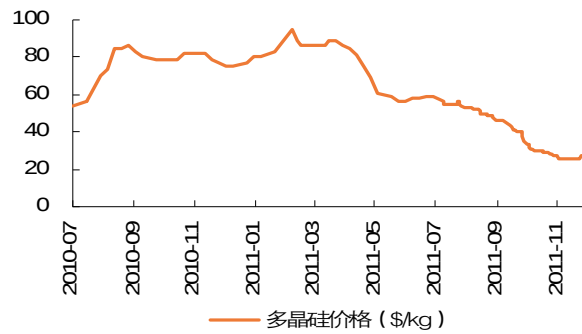
	2009	2010	2011E	2012E
保利协鑫	7,454	16,500	25,000	65,000
LDK	1,500	5,000	7,000	10,000
宜昌南玻	1,000	1,500	2,000	2,000
天威硅业	200	1,268	2,000	2,500
乐电天威	0	2,200	2,400	2,800
盾安环境	0	0	500	2,000
新光硅业	1,000	1,000	1,000	1,000
峨眉山半导体	400	700	900	1,500
洛阳中硅	951	1,000	1,200	1,500
江苏顺大	500	800	1,000	1,300
鄂尔多斯	0	800	1,000	1,200
神州硅业	500	1,000	1,500	1,500
重庆大全	1,500	1,980	3,040	4,000
焦作煤业	300	1,000	1,800	1,800

资料来源：平安证券研究所

5.2 多晶硅价格探底，预计 2012 年有望逐步企稳回升

在全球光伏需求增速回落至 30%左右的背景下，随着 2011 下半年多晶硅产能的逐步释放，多晶硅供求关系已出现一定程度的逆转，供求关系从 2010 年的基本平衡转型供给过剩，长协价开始探底。

图表20 多晶硅价格探底



资料来源: bloomberg

随着多晶硅价格的回落,中小型多晶硅生产企业已经停产或减产,行业供给大幅减少,供给的减少有望促使多晶硅的价格在 2012 年逐渐企稳回升,预计全年的销售均价在 35 美元左右。

5.3 多晶硅项目收入预测

公司 2009 年 11 月召开的董事会决议成立内蒙古盾安光伏科技有限公司,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 3,000 吨太阳能级多晶硅项目(一期),目前项目已经于 9 月 20 日建成试生产。

预计公司 2012 年多晶硅产销量将达到 2,000 吨,当然实际的产销量还是依赖于市场的景气程度及价格。如果多晶硅市场价格持续低于 30 美元,我们预计公司的开工率可能会下降,考虑到项目新增折旧较多等因素,多晶硅项目可能仅能盈亏平衡甚至对利润产生负面影响。

图表21 公司多晶硅项目收入预测

	2012E	2013E	2014E
多晶硅销量(吨)	2,000	2,500	3,000
多晶硅价格(美元/公斤)	35	35	35
汇率(元/美元)	6.35	6.35	6.35
收入(亿元)	4.45	5.56	6.67

资料来源:平安证券研究所

5.4 煤炭业务 2013 年开始贡献投资收益

作为多晶硅项目的伴随项目,公司投入 115 万元从冀中能源邢台矿业集团受让金牛煤电 23% 股份,参与投资城梁井田煤炭项目的开发。

城梁井煤田位于东胜煤田中部,热值约 5300 大卡,为优质动力煤,储量为 22 亿吨,目前正在进行铁路等配套设施建设,预计 2013 年达到煤炭生产设计能力。

图表22 煤炭业务预测

	2013E	2014E	2015
煤炭产量（万吨）	600	1,000	1,000
销售均价（元/吨）	350	350	350
销售收入（万元）	210,000	350,000	350,000
吨净利（元）	30	30	30
净利润（万元）	18,000	30,000	30,000
公司投资收益（万元）	4,140	6,900	6,900

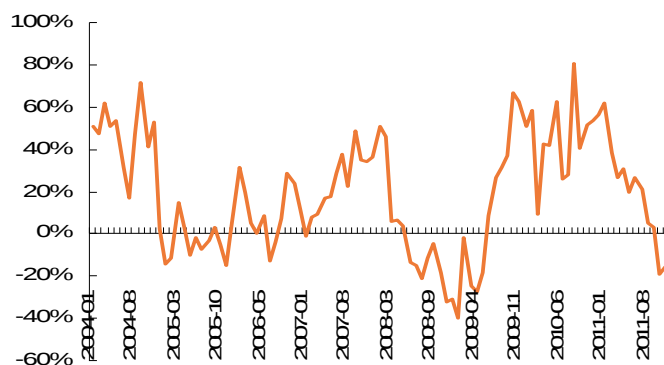
资料来源：平安证券研究所

六、 制冷配件业务稳定增长

6.1 制冷配件行业将保持 10-15%的稳定增长

制冷配件是公司稳定的收入来源，公司现有业务中，制冷配件收入占比 78%。制冷配件市场需求基本与家用空调市场需求相关，2011 年 1-11 月我国空调行业累计销售增速为 18.16%，预计家用空调在气候变暖、收入增长、城镇化率提高等因素支持下，未来 2-3 年依然可以保持 10-15%的稳定增长。

图表23 空调销量增速



资料来源：平安证券研究所

6.2 行业竞争格局基本稳定

制冷配件行业目前已进入成熟阶段，产品毛利较低，公司与三花股份形成双寡头垄断的格局，公司的四通阀市场占有率 30%以上，位居行业第二，截止阀市场占有率 40%，位居行业第一，与三花两家合计的市场份额已经达到 70%，规模优势确立了行业壁垒。

公司与三花股份在制冷配件方面各有所长，公司截止阀较强，三花股份四通阀较强，两者都有优势产品制约对手，一家独大的局面很难出现，竞争格局比较稳定。

对于潜在进入者而言，规模是首要壁垒。截止阀、四通阀等成熟的空调配件产品技术含量不高，其他竞争对手比较容易进入，但是成熟产品的利润率较低，两大龙头企业拥有千万级的产能规模，规模小的竞争对手难以盈利。

6.3 制冷配件业务预测

目前，行业的双寡头垄断是比较稳定的竞争格局，公司的增长将主要跟空调行业的需求相关，而长期来看，空调行业依然可以保持稳定的增长，这为公司配件业务的发展提供了支撑。

图表24 制冷配件业务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
销售额（亿元）	27.35	32.82	36.10	41.52
增速	--	20.00%	10.00%	15.00%
毛利（亿元）	5.30	6.35	6.97	7.99
毛利率	19.39%	19.35%	19.30%	19.25%

资料来源：平安证券研究所

七、 风险提示

多晶硅价格继续下跌的风险、可再生能源业务补贴不到位的风险、铜价波动的风险。

资产负债表						单位:百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	1935	3335	3815	4681	5460	
现金	527	1255	1489	1629	1846	
应收账款	458	645	716	943	1135	
其他应收款	107	59	91	124	151	
预付账款	26	119	95	125	150	
存货	497	804	875	1153	1346	
其他流动资产	320	453	549	708	831	
非流动资产	1183	1887	2092	2512	2703	
长期投资	0	0	0	0	0	
固定资产	440	571	932	1334	1498	
无形资产	237	368	433	508	588	
其他非流动资产	507	948	728	669	617	
资产总计	3118	5222	5907	7192	8163	
流动负债	936	2519	1815	2173	2496	
短期借款	70	525	0	0	0	
应付账款	469	732	786	1049	1220	
其他流动负债	397	1262	1028	1124	1276	
非流动负债	98	732	971	1385	1384	
长期借款	50	705	940	1353	1353	
其他非流动负债	48	27	30	32	31	
负债合计	1034	3251	2785	3558	3880	
少数股东权益	186	98	107	127	151	
股本	372	372	830	830	830	
资本公积	1034	895	1381	1381	1381	
留存收益	491	597	800	1293	1918	
归属母公司股东权益	1898	1872	3014	3507	4133	
负债和股东权益	3118	5222	5907	7192	8163	

现金流量表						单位:百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	151	292	-92	391	587	
净利润	210	286	324	513	649	
折旧摊销	49	68	75	115	149	
财务费用	9	45	29	27	36	
投资损失	-2	-4	-3	-3	-4	
营运资金变动	-121	-100	-530	-282	-262	
其他经营现金流	6	-3	15	23	19	
投资活动现金流	-185	-1000	-284	-527	-334	
资本支出	174	756	220	440	240	
长期投资	-20	-157	8	4	8	
其他投资现金流	-32	-401	-56	-83	-86	
筹资活动现金流	231	1361	609	276	-35	
短期借款	-251	455	-525	0	0	
长期借款	50	655	236	412	0	
普通股增加	50	0	458	0	0	
资本公积增加	696	-139	486	0	0	
其他筹资现金流	-314	390	-45	-136	-35	
现金净增加额	194	652	234	140	217	

利润表						单位:百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2282	3695	4325	5555	6585	
营业成本	1805	2907	3402	4320	5075	
营业税金及附加	8	13	22	31	33	
营业费用	81	129	154	203	235	
管理费用	150	286	368	476	556	
财务费用	9	45	29	27	36	
资产减值损失	8	7	22	26	28	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	2	4	3	3	4	
营业利润	222	312	333	476	625	
营业外收入	21	27	48	142	156	
营业外支出	4	8	9	15	18	
利润总额	238	332	372	603	763	
所得税	28	46	48	91	114	
净利润	210	286	324	513	649	
少数股东损益	50	68	9	20	24	
归属母公司净利润	160	218	314	493	625	
EBITDA	279	425	436	618	810	
EPS (元)	0.19	0.26	0.38	0.59	0.75	

主要财务比率

会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E	2013E	
成长能力						
营业收入	-11.9%	61.9%	17.1%	28.4%	18.5%	
营业利润	3.8%	40.6%	6.7%	43.0%	31.4%	
归属于母公司净利润	7.1%	36.0%	44.1%	56.8%	26.7%	
获利能力						
毛利率(%)	20.9%	21.3%	21.4%	22.2%	22.9%	
净利率(%)	7.0%	5.9%	7.3%	8.9%	9.5%	
ROE(%)	8.4%	11.7%	10.4%	14.1%	15.1%	
ROIC(%)	10.1%	9.9%	8.0%	8.8%	10.2%	
偿债能力						
资产负债率(%)	33.2%	62.3%	47.2%	49.5%	47.5%	
净负债比率(%)	11.61%	38.45%	38.07%	38.31%	35.13%	
流动比率	2.07	1.32	2.10	2.15	2.19	
速动比率	1.54	1.00	1.62	1.62	1.65	
营运能力						
总资产周转率	0.88	0.89	0.78	0.85	0.86	
应收账款周转率	5.63	6.15	5.82	6.14	5.81	
应付账款周转率	5.11	4.84	4.48	4.71	4.47	
每股指标 (元)						
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.26	0.38	0.59	0.75	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.35	-0.11	0.47	0.71	
每股净资产(最新摊薄)	2.29	2.26	3.63	4.22	4.98	
估值比率						
P/E	46.02	33.83	23.47	14.97	11.81	
P/B	3.89	3.94	2.45	2.10	1.79	
EV/EBITDA	25.51	16.76	16.33	11.54	8.80	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257