

盾安环境 (002011.SZ) 制冷空调设备行业

评级：增持 下调评级

公司点评

市场价格(人民币)：16.72元

增资控股精雷电器，完善新能源汽车领域布局

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	839.82
总市值(百万元)	14,102.11
年内股价最高最低(元)	23.35/8.72
沪深300指数	3051.59
深证成指	10162.32



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.251	0.150	0.186	0.307	0.447
每股净资产(元)	4.01	4.14	4.33	4.64	5.08
每股经营性现金流(元)	-0.58	0.17	0.06	0.42	0.47
市盈率(倍)	36.40	65.35	89.79	54.39	37.41
行业优化市盈率(倍)	34.53	33.96	53.73	50.86	50.86
净利润增长率(%)	-28.74%	-40.46%	24.43%	65.08%	45.40%
净资产收益率(%)	6.27%	3.61%	4.30%	6.63%	8.79%
总股本(百万股)	843.43	843.43	843.43	843.43	843.43

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司与精雷电器签署《投资协议》，以不超过9996万元认购精雷电器定向增发714万股股份，持有精雷电器38.3%股权，成为精雷电器第一大股东；同时，在其定增完成后，公司将以不超过4020万元受让经雷电器原股东的268万股股份，合计持有其982万股，股权占比达52.68%。
- 同时，定增的投资估值以2016-2018年的业绩承诺分别为1800万元、3000万元和5000万元为参考，股份转让的估值以2016-2018年的业绩承诺分别为2500万元、3200万元和5100万元为参考。

点评

- **精雷电器是国内新能源汽车空调压缩机行业龙头**：精雷电器成立于2002年，在行业内专注于电动空调压缩机的研发、生产和销售已经有十多年经验积累，其主要产品是直流电动空调压缩机，是新能源汽车空调系统的核心部件。公司拥有相关产品的完整核心技术，是国内目前销量排名领先的新能源汽车空调压缩机制造商，与上海海立、南京奥特佳、上海本菱等公司同为国内第一梯队品牌，其主要客户涵盖吉利、东风、力帆等知名厂商。
- **新能源汽车爆发式增长，精雷电器增长空间广阔**。据中国汽车工业协会统计数据，2015年中国新能源汽车生产34.05万辆，销售33.11万辆，同比分别增长3.3倍和3.4倍。精雷电器在经历了近10年的积累后，在国内需求端的爆发式增长背景下，迎来了公司的爆发式增长期。公司订单饱满，预计未来几年在行业景气度强烈向上的情形下，仍有望保持爆发式增长。
- **盾安收购精雷电器有助于完善公司在新能源汽车领域布局**：新能源汽车作为盾安在高端制造平台的战略布局板块之一，有十分重要的产业地位。公司聚焦于开发新能源汽车热管理系统、机电电控系统及关键部件等，拓展流体控制、智能电控、传感器、微通道换热器等技术和产品在新能源汽车领域的应用。收购精雷电器之后，公司形成了压缩机、微通道换热器、流体控制、传感器等完整的空调系统产品序列，使得其未来在新能源汽车热管理系统上的竞争力大大增强。据估算，新能源汽车热管理系统和动力总成占整车成本比例约20%，预计到2020年该产业市场规模将至少达1000亿元。

盈利调整

- 我们预测公司2015-2017年的主营业务收入分别为65.28亿元、71.3亿元、79.6亿元，分别同比增长-1.1%、9.2%、11.6%；归母净利润1.57亿

相关报告

1. 《智能制造平台成形，前景值得期待-盾安环境公司研究》，2016.2.15

沈伟杰 联系人
(8621)60870933
shenweijie@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号：S1130516010004
(8610)66216932
xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号：S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

元、2.59 亿元、3.77 亿元，分别同比增长 24%、65%、45%；EPS 分别为 0.19/0.31/0.45 元，对应 PE 分别为 90/54/37 倍。

投资建议

- 我们认为公司技术实力强，切入的新行业成长空间广阔，看好公司转型的机会以及智能制造大平台的布局。公司此次收购精雷电器有望完善其在新能源汽车热管理系统产业布局，对于公司长期发展有重要意义。短期来看，公司当前估值较高，停牌期间市场下跌幅度较大，我们暂下调公司评级至“增持”。

风险

宏观经济下行，空调去库存压力大，遨博协作机器人进展不达预期。

图表 1: 公司三张报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	7,579	6,467	6,601	6,528	7,130	7,960	货币资金	987	1,184	652	600	800	800
增长率		-14.7%	2.1%	-1.1%	9.2%	11.6%	应收款项	1,556	2,569	2,243	2,352	2,627	3,012
主营业务成本	-6,234	-5,462	-5,475	-5,383	-5,832	-6,434	存货	868	1,157	1,027	1,121	1,246	1,410
% 销售收入	82.3%	84.5%	82.9%	82.5%	81.8%	80.8%	其他流动资产	554	542	529	475	495	521
毛利	1,345	1,004	1,127	1,145	1,298	1,526	流动资产	3,965	5,452	4,451	4,548	5,169	5,743
% 销售收入	17.7%	15.5%	17.1%	17.5%	18.2%	19.2%	% 总资产	39.2%	57.4%	42.8%	44.0%	47.8%	51.0%
营业税金及附加	-33	-29	-38	-36	-39	-40	长期投资	475	458	590	590	590	590
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	固定资产	3,144	1,248	1,748	1,617	1,533	1,454
营业费用	-236	-231	-241	-235	-257	-287	% 总资产	31.1%	13.1%	16.8%	15.6%	14.2%	12.9%
% 销售收入	3.1%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	无形资产	2,403	2,245	3,506	3,477	3,420	3,363
管理费用	-503	-489	-573	-588	-606	-677	非流动资产	6,144	4,045	5,946	5,797	5,655	5,520
% 销售收入	6.6%	7.6%	8.7%	9.0%	8.5%	8.5%	% 总资产	60.8%	42.6%	57.2%	56.0%	52.2%	49.0%
息税前利润 (EBIT)	572	255	274	286	396	523	资产总计	10,110	9,497	10,398	10,345	10,824	11,263
% 销售收入	7.5%	3.9%	4.2%	4.4%	5.5%	6.6%	短期借款	1,816	1,642	2,080	2,273	2,295	2,072
财务费用	-118	-212	-174	-149	-156	-148	应付款项	2,848	2,392	2,754	2,669	2,866	3,135
% 销售收入	1.6%	3.3%	2.6%	2.3%	2.2%	1.9%	其他流动负债	183	136	154	131	142	157
资产减值损失	-74	-107	-13	-13	-2	-2	流动负债	4,848	4,171	4,987	5,072	5,303	5,364
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	165	401	299	299	299	300
投资收益	3	279	19	15	24	31	其他长期负债	1,614	1,504	1,581	1,307	1,307	1,307
% 税前利润	0.7%	114.9%	12.2%	7.9%	7.7%	6.8%	负债	6,628	6,076	6,867	6,678	6,908	6,970
营业利润	383	215	107	139	262	404	普通股股东权益	3,214	3,383	3,494	3,651	3,911	4,288
营业利润率	5.0%	3.3%	1.6%	2.1%	3.7%	5.1%	少数股东权益	268	38	36	15	5	5
营业外收支	62	28	51	50	50	50	负债股东权益合计	10,110	9,497	10,398	10,345	10,824	11,263
税前利润	445	243	157	189	312	454	比率分析						
利润率	5.9%	3.8%	2.4%	2.9%	4.4%	5.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-91	-75	-52	-53	-62	-77	每股指标						
所得税率	20.4%	30.9%	33.0%	28.0%	20.0%	17.0%	每股收益	0.355	0.251	0.150	0.186	0.307	0.447
净利润	354	168	105	136	249	377	每股净资产	3.836	4.011	4.143	4.329	4.637	5.084
少数股东损益	57	-44	-21	-21	-10	0	每股经营现金净流	0.323	-0.584	0.168	0.056	0.421	0.468
归属于母公司的净利润	298	212	126	157	259	377	每股股利	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.9%	3.3%	1.9%	2.4%	3.6%	4.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.26%	6.27%	3.61%	4.30%	6.63%	8.79%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	2.94%	2.23%	1.21%	1.52%	2.40%	3.35%
净利润	354	168	105	136	249	377	投入资本收益率	6.72%	2.61%	2.53%	2.77%	4.11%	5.52%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	202	310	249	234	223	227	主营业务收入增长率	50.46%	-14.68%	2.08%	-1.11%	9.22%	11.64%
非经营收益	156	-37	210	-61	97	83	EBIT增长率	48.55%	-55.50%	7.64%	4.46%	38.20%	32.20%
营运资金变动	-441	-933	-422	-261	-215	-293	净利润增长率	1.54%	-28.74%	-40.46%	24.43%	65.08%	45.40%
经营活动现金净流	271	-492	142	47	355	395	总资产增长率	34.40%	-6.07%	9.49%	-0.51%	4.63%	4.06%
资本开支	-1,873	-657	-942	-10	-30	-40	资产管理能力						
投资	0	1,523	577	0	0	0	应收账款周转天数	44.3	58.3	63.9	75.0	78.0	80.0
其他	-132	-221	21	15	24	31	存货周转天数	52.0	67.7	72.8	76.0	78.0	80.0
投资活动现金净流	-2,005	645	-344	5	-6	-9	应付账款周转天数	78.4	106.1	98.4	98.0	100.0	102.0
股权筹资	81	49	2	0	0	0	固定资产周转天数	66.8	67.1	83.5	76.5	64.2	52.6
债权筹资	1,195	62	158	67	22	-221	偿债能力						
其他	-156	-26	-515	-170	-171	-164	净负债/股东权益	62.67%	59.92%	82.69%	86.29%	76.25%	64.40%
筹资活动现金净流	1,120	84	-356	-104	-149	-386	EBIT利息保障倍数	4.8	1.2	1.6	1.9	2.5	3.5
现金净流量	-615	237	-558	-52	200	0	资产负债率	65.55%	63.98%	66.04%	64.55%	63.82%	61.88%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD