

盾安环境 (002011.SZ) 制冷空调设备行业

评级：增持 维持评级

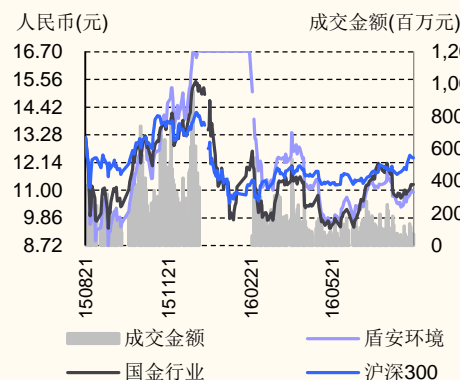
公司点评

市场价格 (人民币): 10.93 元

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)	839.80
总市值(百万元)	10,025.13
年内股价最高最低(元)	16.72/8.72
沪深 300 指数	3365.02
深证成指	10872.71



相关报告

- 《增资控股精雷电器，完善新能源汽车领域布局-盾安环境复牌点评》，2016.2.22
- 《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

传统业务下滑拖累整体业绩，静待转型升级成效逐步显现

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.150	0.097	0.125	0.198	0.246
每股净资产(元)	4.14	4.39	4.53	4.75	5.02
每股经营性现金流(元)	0.17	0.32	-0.36	0.34	0.43
市盈率(倍)	65.35	171.70	87.14	55.26	44.40
行业优化市盈率(倍)	33.96	53.73	50.40	50.40	50.40
净利润增长率(%)	-40.46%	-34.93%	40.08%	57.70%	24.44%
净资产收益率(%)	3.61%	2.22%	3.01%	4.53%	5.34%
总股本(百万股)	843.43	843.43	917.21	917.21	917.21

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 盾安环境发布 2016 年中报：2016 年上半年，公司实现营业收入 25.92 亿元，同比下降 11.99%；实现净利润 5919.11 万元，同比下降 17.45%，对应 EPS 为 0.07 元。

点评

- 2016 年上半年，传统配件业务受空调行业去库存因素影响导致业绩下滑，下半年有望逐步好转。公司制冷配件产业业绩下滑主要原因是全球经济依旧疲软，制冷配件产业受空调行业成品去库存的影响较大，导致公司传统制冷元器件产品销售较去年同期有所下降。伴随着空调行业去库存结束，下半年开始，预计公司的配件业务有望迎来见底反弹。
- 节能产业已进入最后建设阶段，预计 16 年下半年进入生产步伐，实现产品的初步投产：因节能产品线 15 年至今都处于投入建设期，节能产业随着长期合同签订和收入开始确认，预计 16 年下半年将实现部分投产，开始进入经营正轨，助力企业进一步扩大营收规模。
- 加快布局智能制造平台，前景看好：公司着力打造工控部件（微通道换热器）、MEMS 传感器和协作机器人三大板块的智能制造平台。上半年，公司的传感器国内 100 万套产能已经投产，公司加快其在 HVAC、汽车、工业等领域的应用与销售。此外，公司加快新能源汽车热管理系统产业布局，提升系统集成能力，已完成新能源汽车空调系统样机及核心零部件测试和运行。我们预计 16 年下半年公司将进一步加快产业布局，扩大新业务的规模，形成新的业绩增长点。
- 新型协作机器人加快智能制造升级：协作机器人开创了人机协作的新局面，比传统机器人有安全、易用和低成本等优势，公司参股的遨博智能（盾安持股 22.22%）是国内第一个生产并形成体系的协作机器人企业，我们看好公司通过导入机器人实现智能制造的升级改造，从而实现企业的降本增效。

盈利预测

- 我们预测公司 2016-2018 年的主营业务收入分别为 56 亿元、64 亿元、70.8 亿元，分别同比增长-4.41%、14.26%、10.64%；归母净利润 1.15 亿元、1.81 亿元、2.26 亿元，分别同比增长 40.08%、57.7%、24.44%；EPS 分

别为 0.13/0.20/0.25 元，对应 PE 分别为 87/55/44 倍。

投资建议

- 我们认为公司技术实力较强，切入的新行业成长空间广阔，看好转型的机会以及智能制造大平台的布局。考虑到当前整体估值较高，我们维持公司的“增持”评级。

风险

- 空调去库存进度不及预期，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）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,467	6,601	5,859	5,601	6,400	7,080	货币资金	1,184	652	1,002	600	700	800
增长率		2.1%	-11.2%	-4.4%	14.3%	10.6%	应收账款	2,569	2,243	1,697	1,686	1,926	2,131
主营业务成本	-5,462	-5,475	-4,773	-4,517	-5,139	-5,662	存货	1,157	1,027	891	903	1,098	1,241
% 销售收入	84.5%	82.9%	81.5%	80.7%	80.3%	80.0%	其他流动资产	542	529	240	268	277	285
毛利	1,004	1,127	1,086	1,083	1,260	1,418	流动资产	5,452	4,451	3,829	3,457	4,001	4,457
% 销售收入	15.5%	17.1%	18.5%	19.3%	19.7%	20.0%	% 总资产	57.4%	42.8%	37.0%	35.6%	39.6%	42.8%
营业税金及附加	-29	-38	-39	-38	-43	-47	长期投资	458	590	749	749	749	749
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,248	1,748	1,793	1,675	1,588	1,506
营业费用	-231	-241	-267	-252	-256	-283	% 总资产	13.1%	16.8%	17.3%	17.3%	15.7%	14.5%
% 销售收入	3.6%	3.7%	4.6%	4.5%	4.0%	4.0%	无形资产	2,245	3,506	3,860	3,707	3,643	3,580
管理费用	-489	-573	-624	-616	-704	-779	非流动资产	4,045	5,946	6,524	6,243	6,092	5,947
% 销售收入	7.6%	8.7%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%	% 总资产	42.6%	57.2%	63.0%	64.4%	60.4%	57.2%
息税前利润（EBIT）	255	274	156	178	258	309	资产总计	9,497	10,398	10,353	9,700	10,093	10,404
% 销售收入	3.9%	4.2%	2.7%	3.2%	4.0%	4.4%	短期借款	1,642	2,080	1,987	2,044	2,000	1,879
财务费用	-212	-174	-183	-115	-125	-118	应付款项	2,392	2,754	2,549	2,209	2,461	2,656
% 销售收入	3.3%	2.6%	3.1%	2.0%	2.0%	1.7%	其他流动负债	136	268	450	292	305	316
资产减值损失	-107	-13	5	0	0	0	流动负债	4,171	5,102	4,986	4,545	4,767	4,851
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	401	299	81	81	81	82
投资收益	279	19	15	15	24	31	其他长期负债	1,504	1,467	1,555	1,233	1,233	1,233
% 税前利润	114.9%	12.2%	18.2%	11.7%	11.6%	11.4%	负债	6,076	6,867	6,622	5,860	6,081	6,166
营业利润	215	107	-8	78	157	222	普通股股东权益	3,383	3,494	3,704	3,824	4,005	4,231
营业利润率	3.3%	1.6%	n.a	1.4%	2.4%	3.1%	少数股东权益	38	36	27	17	7	7
营业外收支	28	51	90	50	50	50	负债股东权益合计	9,497	10,398	10,353	9,700	10,093	10,404
税前利润	243	157	83	128	207	272	比率分析						
利润率	3.8%	2.4%	1.4%	2.3%	3.2%	3.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-75	-52	-15	-23	-35	-46	每股指标						
所得税率	30.9%	33.0%	17.9%	18.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.251	0.150	0.097	0.125	0.198	0.246
净利润	168	105	68	105	171	226	每股净资产	4.011	4.143	4.391	4.534	4.749	5.016
少数股东损益	-44	-21	-14	-10	-10	0	每股经营现金净流	-0.584	0.168	0.319	-0.361	0.342	0.430
归属于母公司的净利润	212	126	82	115	181	226	每股股利	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.3%	1.9%	1.4%	2.1%	2.8%	3.2%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	6.27%	3.61%	2.22%	3.01%	4.53%	5.34%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	2.23%	1.21%	0.79%	1.19%	1.80%	2.17%
净利润	168	105	68	105	171	226	投入资本收益率	2.61%	2.53%	1.78%	2.04%	2.93%	3.46%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	310	249	299	230	232	235	主营业务收入增长率	-14.68%	2.08%	-11.25%	-4.41%	14.26%	10.64%
非经营收益	-37	210	183	-121	64	52	EBIT增长率	-55.50%	7.64%	-43.22%	14.23%	44.90%	19.80%
营运资金变动	-933	-422	-281	-519	-179	-150	净利润增长率	-28.74%	-40.46%	-34.93%	40.08%	57.70%	24.44%
经营活动现金净流	-492	142	269	-304	288	363	总资产增长率	-6.07%	9.49%	-0.43%	-6.31%	4.05%	3.08%
资本开支	-657	-942	-384	93	-30	-40	资产管理能力						
投资	1,523	577	-59	0	0	0	应收账款周转天数	58.3	63.9	72.0	70.0	70.0	70.0
其他	-221	21	320	15	24	31	存货周转天数	67.7	72.8	73.3	73.0	78.0	80.0
投资活动现金净流	645	-344	-122	108	-6	-9	应付账款周转天数	106.1	98.4	95.2	95.0	95.0	95.0
股权募资	49	2	0	0	0	0	固定资产周转天数	67.1	83.5	95.5	91.2	73.1	60.3
债权募资	62	158	61	-65	-44	-120	偿债能力						
其他	-26	-515	44	-140	-138	-133	净负债/股东权益	59.92%	82.69%	60.64%	70.85%	64.23%	55.61%
筹资活动现金净流	84	-356	106	-205	-182	-254	EBIT利息保障倍数	1.2	1.6	0.9	1.6	2.1	2.6
现金净流量	237	-558	253	-402	100	100	资产负债率	63.98%	66.04%	63.96%	60.41%	60.25%	59.27%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-02-15	买入	16.72	21.00~24.00
2	2016-02-22	增持	16.72	N/A

来源：国金证券研究所

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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为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