

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

盾安环境 (002011)

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理

联系电话: 18800112133

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

相关研究

《制造力外溢系列报告（一）盾安环境：聚焦核心制冷主业，热管理蓄势待发》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q4 营收加速增长，盈利能力显著提升

2023年04月09日

事件: 公司发布 2022 年业绩快报, 2022 年公司实现营业收入 101.44 亿元, 同比+3.12%; 实现归母净利润 8.39 亿元, 同比+106.98%, 实现扣非后归母净利润 4.61 亿元。

点评:

- **Q4 营收加速增长, 海外市场开拓顺利。** Q4 公司实现营业收入 28.87 亿元, 同比+17.25%, 实现归母净利润 1.37 亿元, 同比+117.58%, 实现扣非后归母净利润 0.87 亿元, 同比+30.13%。全年来看, 盾安控股自行偿还银行借款本息及盾安实业代为偿还的关联担保债务补偿款增厚了 22 年利润。公司主业方面, 2022 年公司在外贸市场开拓方面实现设定的海外收入增长目标, 新能源汽车热管理收入也达到了阶段性目标。
- **产品业务结构调整初见成效, 盈利能力显著提升。** 2022 年, 公司实现扣非后归母净利润率 4.54%, 同比+0.69pct, 22Q4 公司实现扣非后归母净利润率 3.01%, 同比+0.30pct。公司盈利能力的明显改善, 我们认为主要原因在于: 1) 公司积极调整产品和国内外业务结构, 从而实现销售毛利率的提升; 2) 公司新能源汽车热管理收入达到阶段性目标, 规模效应或可提升公司新能源热管理业务的盈利能力。
- **格力订单转移助力主业增长, 热管理业务放量可期。** 我们认为 23 年随着格力关联交易的订单转移, 公司制冷零部件主业有望进一步实现稳定增长。在热管理业务方面, 公司持续加大人力资源投入, 截至 22 年 11 月热管理板块已有员工 300 多人, 2023 年计划员工数量将实现翻倍, 海外市场团队也在组建中, 新工厂的建设正稳步推进, 我们预计 2023 年公司热管理业务将加速放量, 成为公司增长的重要支撑。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预计 22-24 年公司实现营业收入 101.44/112.94/124.01 亿元, 同比+3.1/11.3/9.8%, 预计实现归母净利润 8.39/6.03/7.96 亿元, 同比 +107.0/-28.1/+32.0%, 对应 PE13.3/18.5/14.0 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 热管理业务推进不及预期、家用制冷订单转移、原材料价格上涨、海外市场推广不及预期、商用制冷项目不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7,381	9,837	10,144	11,294	12,401
增长率 YoY %	-18.9%	33.3%	3.1%	11.3%	9.8%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,000	405	839	603	797
增长率 YoY%	-861.3%	140.5%	107.0%	-28.1%	32.0%
毛利率%	17.0%	16.3%	16.4%	16.8%	17.2%
净资产收益率ROE%	-73.2%	23.4%	33.7%	18.3%	19.0%
EPS(摊薄)(元)	-1.09	0.44	0.91	0.57	0.75
市盈率 P/E(倍)	—	31.14	13.26	21.24	16.09
市净率 P/B(倍)	2.65	7.24	4.47	3.89	3.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月7日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	6,792	6,344	5,988	7,184	8,113	
货币资金	1,552	1,046	1,039	1,408	1,946	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,073	1,154	1,117	1,281	1,383	
预付账款	54	49	62	62	72	
存货	1,235	1,476	1,490	1,679	1,831	
其他	2,878	2,619	2,279	2,753	2,881	
非流动资产	1,711	1,918	2,167	2,232	2,207	
长期股权投资	293	296	297	299	300	
固定资产(合计)	961	927	1,267	1,375	1,379	
无形资产	209	200	240	256	283	
其他	247	494	364	302	244	
资产总计	8,503	8,261	8,155	9,416	10,320	
流动负债	6,977	5,839	5,134	5,749	5,864	
短期借款	1,363	1,738	1,738	1,738	1,738	
应付票据	683	582	604	667	730	
应付账款	1,720	1,962	1,510	1,956	1,983	
其他	3,209	1,558	1,282	1,388	1,414	
非流动负债	250	786	636	486	386	
长期借款	134	501	351	201	101	
其他	116	285	285	285	285	
负债合计	7,227	6,626	5,770	6,235	6,250	
少数股东权益	-90	-100	-105	-112	-120	
归属母公司股东权益	1,366	1,735	2,490	3,293	4,190	
负债和股东权益	8,503	8,261	8,155	9,416	10,320	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7,381	9,837	10,144	11,294	12,401	
同比(%)	-18.9%	33.3%	3.1%	11.3%	9.8%	
归属母公司净利润	-1,000	405	839	603	797	
同比(%)	-861.3%	140.5%	107.0%	-28.1%	32.0%	
毛利率(%)	17.0%	16.3%	16.4%	16.8%	17.2%	
ROE%	-73.2%	23.4%	33.7%	18.3%	19.0%	
EPS(摊薄)(元)	-1.09	0.44	0.91	0.57	0.75	
P/E	—	31.14	13.26	21.24	16.09	
P/B	2.65	7.24	4.47	3.89	3.06	
EV/EBITDA	9.90	17.09	14.38	14.77	11.46	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7,381	9,837	10,144	11,294	12,401	
营业成本	6,128	8,233	8,480	9,398	10,266	
营业税金及附加	39	43	47	51	57	
销售费用	262	258	314	373	397	
管理费用	307	306	355	395	409	
研发费用	296	370	322	390	397	
财务费用	172	121	74	61	51	
减值损失合计	-247	-10	-20	-4	-2	
投资净收益	-184	26	-61	-34	-43	
其他	-33	-22	85	55	67	
营业利润	-288	500	555	643	845	
营业外收支	-673	-53	325	0	0	
利润总额	-960	448	880	643	845	
所得税	73	52	46	47	56	
净利润	-1,033	395	834	596	789	
少数股东损益	-34	-10	-5	-7	-8	
归属母公司净利润	-1,000	405	839	603	797	
EBITDA	559	827	858	915	1,123	
EPS(当年)(元)	-1.09	0.44	0.91	0.57	0.75	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	437	518	717	727	881	
净利润	-1,033	395	834	596	789	
折旧摊销	243	212	233	228	249	
财务费用	181	127	82	76	72	
投资损失	184	-26	61	34	43	
营运资金变动	504	-270	-169	-213	-276	
其它	358	80	-324	6	4	
投资活动现金流	239	244	-315	-131	-171	
资本支出	-181	-79	-326	-91	-116	
长期投资	313	197	-6	-7	-11	
其他	108	127	17	-34	-43	
筹资活动现金流	-420	-1,243	-429	-226	-172	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	2,132	4,193	-150	-150	-100	
支付利息或股息	-187	-139	-82	-76	-72	
现金流净增加额	231	-539	-7	369	538	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com

华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。