

# 全年先抑后扬，盈利持续提升

## 盾安环境(002011)

### 事件概述

#### 盾安环境公告 2022 年业绩快报:

2022 全年: 营业收入实现 101 亿元 (YOY+3%), 归母净利润实现 8.4 亿元 (YOY+107%), 扣非净利润实现 4.6 亿元 (YOY+21.5%);

我们测算对应 2022 年 Q4: 营业收入实现 28.9 亿元 (YOY+17.2%), 归母净利润实现 1.38 亿元 (YOY+119%), 扣非净利润实现 0.88 亿元, (YOY+31%)。

### 分析判断:

#### ► 收入: 下半年加速, 大股东积极协同

分季度看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 收入分别同比-6.4%、-0.8%、1.8%、17.2%。

#### 1、制冷配件: 预计保持平稳。我们预计主因:

(1) 大股东下半年加大转单: 公告预计全年向关联方格力销售配件、设备等预计 29 亿元 (1-5 月仅 6.2 亿元, 21 年 16.9 亿元), 我们预计下半年大股东集中转单平抑 Q1 个别客户转单波动, 带动 Q4 收入同比加速。

(2) 外贸市场积极贡献: 外贸占比约 20%, 年内表现符合公司设定的海外收入增长目标。

2、汽零预计高增。供给端, 公司主要设备已于 22 年上半年调试到位, 包括大口径电子膨胀阀、电磁膨胀阀、电磁阀等生产线, 其中大口径是国内唯一量产供应商。同时下游需求旺盛, 大客户比亚迪 2022 年全年销量同比 209%, 吉利极氪同比增长近 11 倍, 公司新能源汽车热管理收入达到阶段性目标。

3、制冷设备预计 H2 表现优于 H1。2022 上半年, 盾安机电受受疫情和大宗材料涨价等因素影响, 收入同比-0.4%, 下半年负面因素缓解, 我们预计同比有所改善。

#### ► 盈利稳步提升, 担保损失冲回落地

公司全年扣非净利率实现 4.5%, 同比+0.7pct, Q4 扣非净利率实现 3.0%, 同比+0.3pct, 我们预计盈利提升主因:

(1) 冷配结构升级: 公司外贸市场及商用 (商用占比约 20%) 领域不断拓展, 其中海外毛利率高于内销约 3-6pct, 预计对盈利提高贡献积极作用。

(2) 汽零规模提升大幅减亏: 2021 年汽零业务实现收入、净利润分别 5756 万元、-1,234 万元, 22 年 H1 收入、净利润分别 5735 万元、-849 万元。今年规模效应提升、设备就位后预计持续大幅减亏。

### 评级及分析师信息

评级: 增持  
上次评级: 首次覆盖

最新收盘价: 12.13

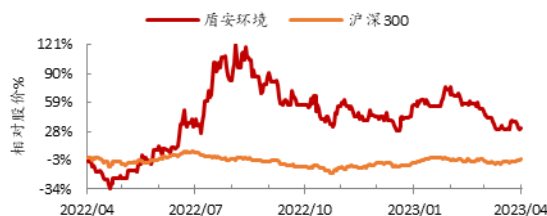
股票代码: 002011

52 周最高价/最低价: 21.56/5.96

总市值(亿): 128.17

自由流通市值(亿): 110.99

自由流通股数(百万): 914.97



分析师: 陈玉卢

邮箱: chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话:

研究助理: 喇睿萌

邮箱: larm@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

非经常性损益方面，各债权人均已解除公司为盾安控股提供的连带担保责任，盾安控股自行偿还关联担保项下部分银行借款本息及浙江盾安实业有限公司代盾安控股支付的关联担保债务补偿款合计金额 4.25 亿元，公司冲回前期计提的预计负债并计入当期营业外收入。

### ► 展望未来，经营望持续向好

我们认为公司未来看点包括：

- 1、冷配：**商用、外贸占比望持续提升。大股东明确积极协同商用部品业务，对标三花，商用部品盈利明显高于家用冷配。
- 2、汽零：**望进入高速增长阶段。(1) 加大人力资源投入：22 年新能源汽车热管理板块员工 300 余人，计划 23 年提升至 700 余人，同时产能亦继续扩建。(2) 持续加快市场拓展，包括组建海外市场团队，国内主要客户基本已覆盖。
- 3、大股东扶持：**大股东格力系下游家用、商用空调龙头，望加速助力公司开拓市场。

### 投资建议

我们预计 2023-2024 年公司收入分别为 114/130 亿元，同比分别+12%/+14%。预计 2023-2024 年归母净利润分别为 6.5/8.8 亿元，同比分别-22%/+35%，相应 EPS 分别为 0.62/0.84 元，以 2023 年 4 月 9 日收盘价 12.13 元计算，对应 PE 分别为 20/15 倍，可比公司 2023 年平均 PE 为 28 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

下游行业景气度不及预期、行业竞争加剧、订单获取不及预期、上游原材料成本波动等风险、海运运费上涨以及港口堵塞造成货物交付不及时风险、新技术迭代风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,381	9,837	10,144	11,361	12,970
YoY (%)	-18.9%	33.3%	3.1%	12.0%	14.2%
归母净利润(百万元)	-1,000	405	839	654	883
YoY (%)	-861.3%	140.5%	107.1%	-22.1%	35.1%
毛利率 (%)	17.0%	16.3%	17.4%	17.8%	18.6%
每股收益 (元)	-1.09	0.44	0.79	0.62	0.84
ROE	-73.2%	23.4%	32.6%	16.2%	18.0%
市盈率	-11.13	27.57	15.27	19.61	14.52

资料来源：wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 事件概述 .....	4
2. 分析判断 .....	4
3. 投资建议 .....	5
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1 可比公司估值 .....	5
------------------	---

## 1. 事件概述

### 盾安环境公告 2022 年业绩快报：

**2022 全年：**营业收入实现 101 亿元 (YOY+3%)，归母净利润实现 8.4 亿元 (YOY+107%)，扣非净利润实现 4.6 亿元 (YOY+21.5%)；

**我们测算对应 2022 年 Q4：**营业收入实现 28.9 亿元 (YOY+17.2%)，归母净利润实现 1.38 亿元 (YOY+119%)，扣非净利润实现 0.88 亿元，(YOY+31%)。

## 2. 分析判断

### 收入：下半年加速，大股东积极协同

#### 1、制冷配件：预计保持平稳。我们预计主因：

(1) 大股东下半年加大转单：公告预计全年向关联方格力销售配件、设备等预计 29 亿元 (1-5 月仅 6.2 亿元，21 年 16.9 亿元)，我们预计下半年大股东集中转单平抑 Q1 个别客户转单波动，带动 Q4 收入同比加速。

(2) 外贸市场积极贡献：外贸占比约 20%，年内表现符合公司设定的海外收入增长目标。

**2、汽零预计高增。**供给端，公司主要设备已于 22 年上半年调试到位，包括大口径电子膨胀阀、电磁膨胀阀、电磁阀等生产线，其中大口径是国内唯一量产供应商。同时下游需求旺盛，大客户比亚迪 2022 年全年销量同比 209%，吉利极氪同比增长近 11 倍，公司新能源汽车热管理收入达到阶段性目标。

**3、制冷设备预计 H2 表现优于 H1。**2022 上半年，盾安机电受受疫情和大宗材料涨价等因素影响，收入同比-0.4%，下半年负面因素缓解，我们预计同比有所改善。

### ► 盈利稳步提升，担保损失冲回落地

公司全年扣非净利率实现 4.5%，同比+0.7pct，Q4 扣非净利率实现 3.0%，同比+0.3pct，我们预计盈利提升主因：

(1) **冷配结构升级：**公司外贸市场及商用（商用占比约 20%）领域不断拓展，其中海外毛利率高于内销约 3-6pct，预计对盈利提高贡献积极作用。

(2) **汽零规模提升大幅减亏：**2021 年汽零业务实现收入 5756 万元，净利润为-1,234 万元，今年规模效应提升、设备就位后预计已实现大幅减亏。

**非经常性损益方面，**各债权人均已解除公司为盾安控股提供的连带担保责任，盾安控股自行偿还关联担保项下部分银行借款本金及利息及浙江盾安实业有限公司代盾安控股支付的关联担保债务补偿款合计金额 4.25 亿元，公司冲回前期计提的预计负债并计入当期营业外收入。

### 展望未来，经营望持续向好

我们认为公司未来看点包括：

**1、冷配：商用、外贸占比望持续提升。**大股东明确积极协同商用部品业务，对标三花，商用部品盈利明显高于家用冷配。

**2、汽零：望进入高速增长阶段。**(1) 加大人力资源投入：22 年新能源汽车热管理板块员工 300 余人，计划 23 年提升至 700 余人，同时产能亦继续扩建。(2) 持续加快市场拓展，包括组建海外市场团队，国内主要客户基本已覆盖。

**3、大股东扶持：**大股东格力系下游家用、商用空调龙头，望加速助力公司开拓市场。

### 3. 投资建议

我们预计 2023-2024 年公司收入分别为 114/130 亿元，同比分别+12%/+14%。预计 2023-2024 年归母净利润分别为 6.5/8.8 亿元，同比分别-22%/+35%，相应 EPS 分别为 0.62/0.84 元，以 2023 年 4 月 9 日收盘价 12.13 元计算，对应 PE 分别为 20/15 倍，可比公司 2023 年平均 PE 为 28 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值

公司	市值 (亿)	业绩 (亿元)				业绩增速				PE			
		2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E	2021	2022	2023	2024
<b>家电配件业务</b>													
海立股份	68	3.2	2.0	2.6	3.0	99%	-38%	30%	15%	20.9	33.8	26.0	22.5
汉宇集团	42	2.3	2.4	2.6		12%	3%	11%		18.4	18.0	16.1	
平均估值										19.7	25.9	21.1	22.5
<b>新能源车热管理</b>													
拓普集团	650	10.2	17.0	17.6	24.7	62%	171%	3%	41%	63.9	38.3	37.1	26.3
银轮股份	108	2.2	3.7	5.6	7.8	-31%	67%	53%	38%	48.8	29.2	19.2	13.9
克来机电	51	0.5	0.7	1.5	1.9	-61%	45%	110%	23%	101.9	70.5	33.6	27.3
平均估值										71.6	46.0	29.9	22.5
<b>设备业务</b>													
申菱环境	102	1.4	2.3	3.5	4.9	13%	64%	52%	40%	72.4	44.3	29.2	20.9
英维克	150	2.1	2.3	3.4	4.5	13%	13%	44%	34%	73.0	64.4	44.6	33.3
平均估值										72.7	54.4	36.9	27.1
<b>家电配件+新能源业务</b>													
三花智控	889	16.8	24.7	30.7	37.7	15%	47%	24%	23%	52.8	36.0	29.0	23.6
东方电热	92	1.7	3.0	5.5	6.8	188%	70%	85%	24%	31.1	16.8	16.8	13.5
平均估值										41.9	26.4	22.9	18.5
综合平均估值										53.7	39.0	27.9	22.7
盾安环境	128	4.1	8.4	6.6	8.7		107%	-21%	31%	15.3	19.3	19.3	14.8

资料来源：公司公告、Wind、华西证券研究所

## 4. 风险提示

- 1、下游需求不及预期。下游行业景气度不及预期风险。
- 2、行业竞争加剧。
- 3、订单获取不及预期。
- 4、上游原材料成本波动等风险。
- 5、海运运费上涨以及港口堵塞造成货物交付不及时风险。
- 6、新技术迭代风险等。
- 7、行业空间测算偏差。
- 8、第三方数据失真风险。
- 9、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。
- 10、客户认证不通过等。
- 11、汇率波动等。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,837	10,144	11,361	12,970	净利润	395	815	638	857
YoY (%)	33.3%	3.1%	12.0%	14.2%	折旧和摊销	212	193	223	254
营业成本	8,233	8,380	9,338	10,552	营运资金变动	-270	-40	-150	-474
营业税金及附加	43	47	51	58	经营活动现金流	518	810	908	839
销售费用	258	282	312	357	资本开支	-79	194	-272	-301
管理费用	306	334	368	420	投资	197	-50	-53	-48
财务费用	121	0	0	0	投资活动现金流	244	65	-301	-372
研发费用	370	384	418	471	股权募资	0	0	799	0
资产减值损失	-10	-10	-86	-46	债务募资	-889	0	0	0
投资收益	26	-84	23	-26	筹资活动现金流	-1,243	0	799	0
营业利润	500	592	790	1,059	现金净流量	-539	875	1,406	467
营业外收支	-53	329	-69	-85					
利润总额	448	921	721	974	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	52	106	84	117	<b>成长能力</b>				
净利润	395	815	638	857	营业收入增长率	33.3%	3.1%	12.0%	14.2%
归属于母公司净利润	405	839	654	883	净利润增长率	140.5%	107.1%	-22.1%	35.1%
YoY (%)	140.5%	107.1%	-22.1%	35.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.44	0.79	0.62	0.84	毛利率	16.3%	17.4%	17.8%	18.6%
					净利率	4.1%	8.3%	5.8%	6.8%
					总资产收益率 ROA	4.9%	9.0%	5.8%	7.0%
					净资产收益率 ROE	23.4%	32.6%	16.2%	18.0%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	1.09	1.22	1.41	1.51
					速动比率	0.76	0.92	1.13	1.24
					现金比率	0.18	0.31	0.50	0.54
					资产负债率	80.2%	73.8%	65.7%	62.3%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	1.17	1.15	1.10	1.09
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.44	0.79	0.62	0.84
					每股净资产	1.89	2.44	3.81	4.65
					每股经营现金流	0.56	0.77	0.86	0.79
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	27.57	15.27	19.61	14.52
					PB	7.24	4.98	3.18	2.61

资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,046	1,921	3,327	3,794
预付款项	49	50	54	58
存货	1,476	1,417	1,415	1,454
其他流动资产	3,773	4,026	4,598	5,356
流动资产合计	6,344	7,414	9,394	10,662
长期股权投资	296	316	336	356
固定资产	927	923	867	775
无形资产	200	180	160	140
非流动资产合计	1,918	1,923	1,938	1,913
资产合计	8,261	9,337	11,332	12,575
短期借款	1,738	1,738	1,738	1,738
应付账款及票据	2,543	2,717	3,093	3,356
其他流动负债	1,558	1,645	1,828	1,951
流动负债合计	5,839	6,100	6,659	7,045
长期借款	501	501	501	501
其他长期负债	285	285	285	285
非流动负债合计	786	786	786	786
负债合计	6,626	6,886	7,445	7,831
股本	917	917	1,057	1,057
少数股东权益	-100	-124	-140	-166
股东权益合计	1,636	2,450	3,887	4,744
负债和股东权益合计	8,261	9,337	11,332	12,575

资料来源：公司公告，华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

**陈玉卢：**家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

**喇睿萌：**家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。