

# 盾安环境 (002011.SZ)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩超预期，汽零业务推进顺利

### 业绩简评

2023年4月21日，公司披露22年年报及23年一季报业绩：

1) 2022年实现营收101亿元，同比+3%；实现归母净利润8.4亿元，同比+107%；实现扣非归母净利润4.6亿元，同比+21%。2022年Q4实现营收29亿元，同比+17%，环比+21%；实现归母净利润1.4亿元，同比+118%，环比+26%；实现扣非归母净利润0.9亿元，同比+30%，环比-19%。

2) 23Q1，公司实现营收24亿元，同比+21%，归母净利润1.6亿元，同比+95%，扣非归母净利润1.8亿元，同比+140%。

### 经营分析

**23Q1 业绩超预期，格力入股后生产效率提升。**从毛利率方面看，22年全年公司销售毛利率17%，同比提升0.7pct，主要系格力入主后带来的经营效率提升+产品结构优化。23Q1，公司业绩表现超预期，主要系消费复苏+Q1原材料价格下降。目前公司是全球制冷元器件的龙头企业，截止阀市场占有率全球第一，四通阀位列全球第二，电子膨胀阀位列全球第三。

**家电：拓展商用及海外市场等高毛利率领域，提升盈利能力。**绑定格力后，公司高毛利率的产品占比提升，带来毛利率提升，我们预计23年随着经营效率提升+产品结构优化+原材料价格下降，毛利率将持续提升。同时，公司计划：1) 重点拓展商用空调领域等市场，持续提升海外市场份额；2) 做优商用设备并延伸拓展系统集成业务，通过服务升级获取超额利润。商用领域及海外市场的销售毛利率较高，有望进一步提升盈利能力。

**汽零：顺利推进汽零市场开拓，同时切入储能领域打未来发展空间。**阀是热管理的核心赛道，其竞争格局好，主要企业有三花智控和公司。且热管理企业的专利和规模竞争非常充分，构成了新进入者极强的竞争壁垒。此外，公司计划2023年将完成所有具备条件的基地分布式光伏建设及储能柜项目落地试点的推进，切入新领域助力公司打开未来发展空间。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年业绩分别为7.5/8.6/10.1亿元，同比分别为-11%/+15%/+17%，2023-2025年P/E为19/17/14倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

下游需求不及预期；公司管理改善不及预期；行业竞争加剧。

### 新能源汽车组

分析师：陈传红 (执业S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

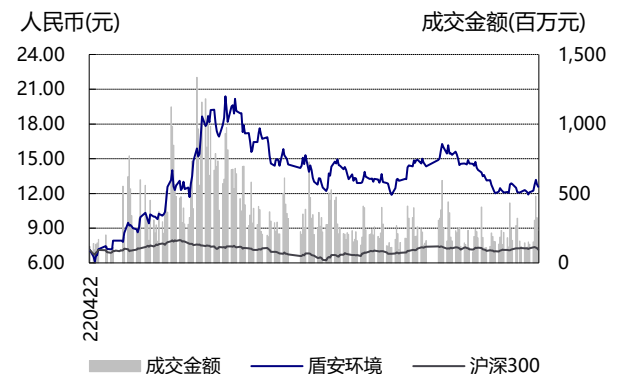
联系人：江莹

jiangying2@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.58 元

### 相关报告：

- 《业绩符合预期，汽零业务有望迎来放量-盾安环境点评-22102...》，2022.10.27
- 《业绩符合预期，汽零市场开拓加速-《2022-08-23 公司点...》，2022.8.24
- 《困境反转！热管理龙头加速拥抱电动化浪潮-盾安深度报告-220...》，2022.7.15



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,837	10,144	11,388	12,646	14,260
营业收入增长率	33.28%	3.12%	12.27%	11.05%	12.76%
归母净利润(百万元)	405	839	749	860	1,010
归母净利润增长率	-140.55%	106.98%	-10.74%	14.82%	17.46%
摊薄每股收益(元)	0.442	0.794	0.709	0.814	0.956
每股经营性现金流净额	0.56	1.20	0.76	0.81	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.36%	23.01%	17.04%	16.36%	16.12%
P/E	31.00	16.54	19.09	16.63	14.15
P/B	7.24	3.80	3.25	2.72	2.28

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,381</b>	<b>9,837</b>	<b>10,144</b>	<b>11,388</b>	<b>12,646</b>	<b>14,260</b>
增长率		33.3%	3.1%	12.3%	11.0%	12.8%
主营业务成本	-6,128	-8,233	-8,419	-9,372	-10,316	-11,541
%销售收入	83.0%	83.7%	83.0%	82.3%	81.6%	80.9%
<b>毛利</b>	<b>1,253</b>	<b>1,604</b>	<b>1,725</b>	<b>2,016</b>	<b>2,330</b>	<b>2,719</b>
%销售收入	17.0%	16.3%	17.0%	17.7%	18.4%	19.1%
营业税金及附加	-39	-43	-51	-57	-63	-71
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-262	-258	-279	-319	-379	-442
%销售收入	3.5%	2.6%	2.8%	2.8%	3.0%	3.1%
管理费用	-307	-306	-287	-330	-392	-456
%销售收入	4.2%	3.1%	2.8%	2.9%	3.1%	3.2%
研发费用	-296	-370	-389	-444	-506	-585
%销售收入	4.0%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>348</b>	<b>628</b>	<b>718</b>	<b>866</b>	<b>990</b>	<b>1,165</b>
%销售收入	4.7%	6.4%	7.1%	7.6%	7.8%	8.2%
财务费用	-172	-121	-98	-44	-40	-42
%销售收入	2.3%	1.2%	1.0%	0.4%	0.3%	0.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	-8	4	0	0	0
投资收益	-184	5	-13	5	3	2
%税前利润	n.a	1.0%	n.a	0.6%	0.3%	0.2%
<b>营业利润</b>	<b>-288</b>	<b>500</b>	<b>561</b>	<b>826</b>	<b>953</b>	<b>1,125</b>
营业利润率	n.a	5.1%	5.5%	7.3%	7.5%	7.9%
营业外收支	-673	-53	371	15	13	10
税前利润	-960	448	932	841	966	1,135
利润率	n.a	4.5%	9.2%	7.4%	7.6%	8.0%
所得税	-73	-52	-96	-93	-106	-125
所得税率	n.a	11.6%	10.3%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	-1,033	395	836	749	860	1,010
少数股东损益	-34	-10	-3	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-1,000</b>	<b>405</b>	<b>839</b>	<b>749</b>	<b>860</b>	<b>1,010</b>
净利率	n.a	4.1%	8.3%	6.6%	6.8%	7.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,033	395	836	749	860	1,010
少数股东损益	-34	-10	-3	0	0	0
非现金支出	567	291	360	200	236	282
非经营收益	399	101	158	64	62	84
营运资金变动	504	-270	-84	-208	-299	-355
<b>经营活动现金净流</b>	<b>437</b>	<b>518</b>	<b>1,270</b>	<b>805</b>	<b>860</b>	<b>1,021</b>
资本开支	-181	-79	-171	-221	-310	-394
投资	313	197	67	0	0	0
其他	108	127	-233	5	3	2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>239</b>	<b>244</b>	<b>-337</b>	<b>-216</b>	<b>-307</b>	<b>-392</b>
股权募资	0	0	802	0	0	0
债权募资	-194	-889	-1,094	-57	235	339
其他	-226	-355	-80	-81	-88	-106
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-420</b>	<b>-1,243</b>	<b>-373</b>	<b>-138</b>	<b>148</b>	<b>234</b>
<b>现金净流量</b>	<b>231</b>	<b>-539</b>	<b>586</b>	<b>451</b>	<b>700</b>	<b>863</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,552	1,046	1,568	1,981	2,653	3,496
应收款项	3,087	3,382	3,093	3,789	4,208	4,745
存货	1,235	1,476	1,205	1,618	1,781	1,992
其他流动资产	918	439	488	526	573	633
<b>流动资产</b>	<b>6,792</b>	<b>6,344</b>	<b>6,355</b>	<b>7,913</b>	<b>9,215</b>	<b>10,866</b>
%总资产	79.9%	76.8%	77.9%	81.2%	82.7%	84.1%
长期投资	346	345	324	324	324	324
固定资产	1,048	1,012	969	1,018	1,101	1,219
%总资产	12.3%	12.2%	11.9%	10.4%	9.9%	9.4%
无形资产	227	217	201	203	205	208
非流动资产	1,711	1,918	1,799	1,831	1,927	2,060
%总资产	20.1%	23.2%	22.1%	18.8%	17.3%	15.9%
<b>资产总计</b>	<b>8,503</b>	<b>8,261</b>	<b>8,154</b>	<b>9,744</b>	<b>11,142</b>	<b>12,925</b>
短期借款	3,334	1,935	896	907	1,142	1,481
应付款项	2,576	2,741	2,622	2,992	3,295	3,687
其他流动负债	1,067	1,164	636	1,203	1,231	1,292
长期借款	6,977	5,839	4,154	5,102	5,668	6,461
其他长期负债	134	501	250	250	250	250
负债	116	285	208	101	73	53
7,227	6,626	4,612	5,453	5,991	6,765	
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,366</b>	<b>1,735</b>	<b>3,646</b>	<b>4,395</b>	<b>5,255</b>	<b>6,265</b>
其中：股本	917	917	1,057	1,057	1,057	1,057
未分配利润	-1,845	-1,437	-593	156	1,016	2,026
少数股东权益	-90	-100	-104	-104	-104	-104
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,503</b>	<b>8,261</b>	<b>8,154</b>	<b>9,744</b>	<b>11,142</b>	<b>12,925</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-1.090	0.442	0.794	0.709	0.814	0.956
每股净资产	1.489	1.892	3.451	4.159	4.973	5.929
每股经营现金净流	0.477	0.564	1.202	0.761	0.814	0.966
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-73.18%	23.36%	23.01%	17.04%	16.36%	16.12%
总资产收益率	-11.76%	4.91%	10.29%	7.69%	7.72%	7.81%
投入资本收益率	7.90%	13.62%	13.73%	14.14%	13.46%	13.14%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-18.93%	33.28%	3.12%	12.27%	11.05%	12.76%
EBIT 增长率	-17.36%	80.24%	14.36%	20.56%	14.36%	17.67%
净利润增长率	-861.30%	-140.55%	106.98%	-10.74%	14.82%	17.46%
总资产增长率	-2.25%	-2.84%	-1.30%	19.50%	14.35%	16.00%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	68.9	41.3	46.8	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	65.7	60.1	58.1	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	100.3	81.6	81.4	82.0	82.0	82.0
固定资产周转天数	47.5	34.4	32.9	29.3	26.5	23.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	148.13%	83.92%	-12.50%	-19.69%	-24.89%	-28.98%
EBIT 利息保障倍数	2.0	5.2	7.3	19.6	24.9	27.7
资产负债率	84.99%	80.20%	56.56%	55.96%	53.77%	52.33%

来源：公司年报、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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-15	增持	13.47	21.69~21.69
2	2022-08-24	增持	18.94	N/A
3	2022-10-27	增持	13.30	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



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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402