

## 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

## Q1 业绩超预期，热管理业务放量可期

2023年04月23日

**事件：**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，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，同比+21.48%。22Q4 公司实现营业收入 28.87 亿元，同比+17.25%。23Q1 公司实现营业收入 24.41 亿元，同比+21.36%，实现归母净利润 1.63 亿元，同比+95.20%。

**➤ 22 年热管理业务高增，23Q1 营收增长再加速。**

全年分产品来看，公司制冷设备/制冷配件/汽车热管理/其他业务分别实现营业收入 14.90/77.15/2.00/7.39 亿元，分别同比 -0.22%/0.54%/+290.01%/+38.00%。制冷配件方面，22 年公司向格力电器销售制冷配件/设备、热管理配件合计 16.48 亿元，2023 年公司向格力销售产品的关联交易规模预计额为 29 亿元。我们认为随着格力制冷配件订单的持续转移，公司制冷配件主业有望重回增长通道。

分地区来看，22H2 公司国内外分别实现收入 42.87/9.80 亿元，分别同比 +8.48%/+15.4%。22 年公司依托泰国、日本、韩国公司等海外平台，发挥国际化技术、制造、销售、服务优势，实现重点客户的突破，推动海外市场份额持续提升。

23Q1 公司实现营业收入 24.41 亿元，同比+21.36%，增速环比 22Q4 进一步提升，我们认为公司实现营收高增的原因在于：1) 空调行业景气度上行，23 年 1-2 月，空调累计销售 2400 万台，同比增长 4.3%，根据产业在线排产统计和预测数据，家用空调 Q2 排产较去年同期实绩预计同比+14.33%，我们认为零部件企业有望受益于空调产销两旺的行业趋势。2) 公司新能源车热管理核心零部件业务已经进入快速上升的新阶段，我们预计公司 Q1 热管理收入约 6000 万元。

**➤ Q1 业绩超预期，盈利能力大幅提升。**

22 年公司毛利率为 17.01%，同比+0.70pct，22Q4 毛利率同比+0.59pct 至 16.81%，23Q1 公司毛利率进一步改善，同比+3.79pct 至 19.50%，我们认为公司毛利率持续改善主要由产品结构调整、原材料价格下降以及公司融资额、利率下降等多重因素所致。

分产品来看，22 年公司制冷设备/制冷配件毛利率分别同比+0.28/+1.12pct。

分地区来看，22 年公司国内外业务毛利率分别同比-0.81/+6.97pct，公司海外业务毛利率显著提升，我们认为主要原因在于 1) 海外业务规模提升，有利于降低单位产品的运输、仓储、生产等成本；2) 海外需求多为电子膨胀阀等高毛利率产品，规模扩大后或可有效拉动公司海外毛利率水平。

从费用率来看，22 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.13/-0.28/+0.08/-0.27pct，23Q1 各项费用率分别同比 -0.47/-0.85/+0.78/-0.65pct。22 年公司财务费用率的下降主要原因在于公司受益于汇率波动，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

实现汇兑收益 2568.69 万元，21 年公司汇兑损失 1216.58 万元。

受益于毛利率的改善，公司 22 年扣非后归母净利润率达到了 4.54%，同比 +0.69pct，22Q4 公司归母净利润率同比 +2.19pct 至 4.76%，23Q1 归母净利润率提升 2.52pct 至 6.67%。

➤ **货币资金充足，应收账款周转效率小幅下滑。**

1) 2022 年期末货币资金+交易性金融资产合计 15.89 亿元，较期初 +49.41%，主要原因为 22 年票据贴现及现汇贷款收入有所增加，且收到了非公开发行的募集资金；23Q1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 14.88 亿元，同比 -6.39%；22 年期末应收票据及应收账款合计 14.45 亿元，较期初 +25.25%，23Q1 合计 17.32 亿元，较期初 +19.80%；23Q1 期末在建工程为 1.41 亿元，较期初 +165.47%，主要原因为盾安汽车热管理新购置厂房；22 年期末长期借款为 2.50 亿元，较期初 -20.03%，主要系归还借款等有息债务所致，23Q1 期末公司长期借款为 2.00 亿元，较期初 -20.04%。

2) 23Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 -1.72 亿元，同比 -407.49%，主要系票据贴现减少所致。

3) 2022 年公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比 -0.04/+5.38/-0.24 天，公司应收账款周转效率小幅下滑。

➤ **坚持“3+1”战略协同发展，热管理业务进入加速放量期。**

公司坚持制冷配件、制冷设备、换热器和新能源汽车热管理各业务单元的协同发展，目前公司截止阀/四通阀/电子膨胀阀市占率分类全球一、二、三名。除了制冷主业，公司坚持大力发展新能源汽车热管理业务以及电化学储能领域热管理业务，23 年盾安汽车热管理购置了新厂房，我们预计公司热管理业务产能有望进一步提升，为公司打开业务成长空间。

➤ **盈利预测及投资评级：**我们预计 23-25 年公司实现营业收入 117.13/134.04/147.49 亿元，同比 +15.5/14.4/10.0%，预计实现归母净利润 7.00/8.94/9.89 元，同比 -16.6/+27.8/+10.6%，对应 PE16.49/12.91/11.67 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,837	10,144	11,638	13,322	14,663
增长率 YoY %	33.3%	3.1%	14.7%	14.5%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	405	839	700	891	995
增长率 YoY%	140.5%	107.0%	-16.5%	27.3%	11.7%
毛利率%	16.3%	17.0%	18.2%	18.2%	18.3%
净资产收益率ROE%	23.4%	23.0%	16.1%	17.0%	16.0%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.91	0.76	0.97	1.09
市盈率 P/E(倍)	31.14	14.43	16.48	12.95	11.59
市净率 P/B(倍)	7.24	3.30	2.65	2.20	1.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	6,344	6,355	6,487	8,206	9,508	
货币资金	1,046	1,568	1,086	2,183	2,965	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,154	1,445	1,594	1,752	1,808	
预付账款	49	65	65	79	85	
存货	1,476	1,205	1,434	1,552	1,757	
其他	2,619	2,071	2,307	2,640	2,894	
<b>非流动资产</b>	1,918	1,799	2,115	1,946	1,794	
长期股权投资	296	283	277	268	261	
固定资产(合计)	927	915	1,283	1,196	1,104	
无形资产	200	182	222	233	259	
其他	494	419	332	249	171	
<b>资产总计</b>	8,261	8,154	8,602	10,152	11,303	
<b>流动负债</b>	5,839	4,154	3,959	4,675	4,889	
短期借款	1,738	825	825	825	825	
应付票据	582	525	678	728	827	
应付账款	1,962	1,792	1,695	2,129	2,239	
其他	1,558	1,012	761	993	998	
<b>非流动负债</b>	786	458	408	358	308	
长期借款	501	250	200	150	100	
其他	285	208	208	208	208	
<b>负债合计</b>	6,626	4,612	4,367	5,033	5,198	
少数股东权益	-100	-104	-111	-119	-128	
归属母公司股东权益	1,735	3,646	4,346	5,238	6,233	
<b>负债和股东权益</b>	8,261	8,154	8,602	10,152	11,303	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,837	10,144	11,638	13,322	14,663	
同比(%)	33.3%	3.1%	14.7%	14.5%	10.1%	
归属母公司净利润	405	839	700	891	995	
同比(%)	140.5%	107.0%	-16.5%	27.3%	11.7%	
毛利率(%)	16.3%	17.0%	18.2%	18.2%	18.3%	
ROE%	23.4%	23.0%	16.1%	17.0%	16.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.91	0.76	0.97	1.09	
P/E	31.14	14.43	16.48	12.95	11.59	
P/B	7.24	3.30	2.65	2.20	1.85	
EV/EBITDA	17.09	12.89	9.41	8.37	6.90	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	9,837	10,144	11,638	13,322	14,663	
营业成本	8,233	8,419	9,518	10,893	11,986	
营业税金及附加	43	51	56	65	72	
销售费用	258	279	338	386	425	
管理费用	306	287	372	426	469	
研发费用	370	389	442	533	572	
财务费用	121	98	80	34	35	
减值损失合计	-10	-11	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	26	-13	-70	-40	-51	
其他	-22	-35	74	65	72	
<b>营业利润</b>	500	561	836	1,009	1,124	
营业外收支	-53	371	-60	-20	-20	
<b>利润总额</b>	448	932	776	989	1,104	
所得税	52	96	84	105	118	
<b>净利润</b>	395	836	693	884	986	
少数股东损益	-10	-3	-7	-7	-9	
<b>归属母公司净利润</b>	405	839	700	891	995	
EBITDA	827	913	1,235	1,251	1,396	
EPS(当年)(元)	0.44	0.91	0.76	0.97	1.09	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	518	1,270	451	1,314	1,048	
净利润	395	836	693	884	986	
折旧摊销	212	243	323	234	257	
财务费用	127	128	42	40	38	
投资损失	-26	13	70	40	51	
营运资金变动	-270	-84	-737	95	-306	
其它	80	133	61	21	22	
<b>投资活动现金流</b>	244	-337	-771	-126	-178	
资本支出	-79	-171	-711	-86	-124	
长期投资	197	67	10	-1	-3	
其他	127	-233	-70	-40	-51	
<b>筹资活动现金流</b>	-1,243	-373	-163	-90	-88	
吸收投资	0	802	0	0	0	
借款	4,193	1,282	-50	-50	-50	
支付利息或股息	-139	-105	-42	-40	-38	
<b>现金流净增加额</b>	-539	586	-482	1,097	782	

## 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	hanqiyue@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	孙懂	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@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	张佳琳	13923488778	zhangjialin@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。