

冷配盈利提升，或有负债拖累利润

盾安环境(002011)

事件概述

公司发布 2023 年半年报：

23H1：营业收入实现 55.7 亿元 (YOY+14%)，归母净利润实现 3.29 亿元 (YOY-44%)，扣非归母净利润实现 4.22 亿元 (YOY+59%)。

23Q2：营业收入实现 31.2 亿元 (YOY+8.8%)，归母净利润实现 1.7 亿元 (YOY-67%)，扣非归母净利润实现 2.47 亿元 (YOY+28%)。

分析判断：

► 收入：汽零高增，制冷表现稳健

(1) **冷配：**H1 实现收入 43 亿元 (YOY+9.7%)，根据产业在线，23 年 H1 截止阀、四通阀和电子膨胀阀内销销量实现双位数增长，我们预计公司内销与行业表现一致。其中：

1) 根据半年报，公司上半年向格力实现关联销售 10 亿元，去年同期 7.9 亿元。

2) 收购母公司全资子公司励高精工，助力公司提升冷配市场份额。

(2) **汽零：**H1 实现收入 1.4 亿元 (YOY+158%)，根据公司半年报，公司已成为比亚迪、吉利、理想、蔚来、小鹏、广汽、红旗、一汽、上汽、长安、长城、零跑、哪吒等主机厂的可靠供方；银轮、拓普、法雷奥、马勒、空调国际、马瑞利、南方英特、腾龙、邦迪、盛世达等空调系统商和管路商的有力合作伙伴；

(3) **制冷设备：**H1 实现收入 6.8 亿元 (YOY-0.95%)。

► 盈利：盈利能力稳定提升

(1) **H1 毛净利率：**公司毛利率实现 19.2% (YOY+2.8pct)，公司归母净利率实现 5.9% (YOY-6.3pct)，扣非净利率实现 7.6% (YOY+2.1pct)。

(2) **Q2 毛/净利率：**公司毛利率实现 18.9% (YOY+2.0pct)，公司归母净利率实现 5.3% (YOY-12.5pct)，扣非净利率实现 7.9% (YOY+1.2pct)

(3) **H1 分业务预计：**

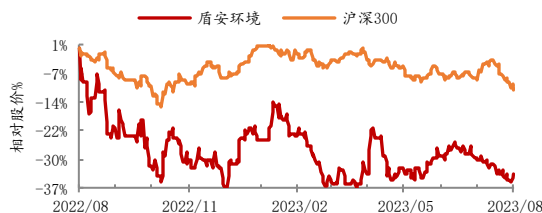
1) **冷配：**H1 实现毛利率 20% (YOY+4.2pct)，盈利提升预计受益大股东协同，高盈利产品如电子膨胀阀等占比提升。

2) **设备：**H1 实现毛利率 25% (YOY+1.7pct)

此外，营业外支出 1 亿元 (去年同期盈利 0.3 亿元)，主因集中确认或有负债 0.9 亿元 (19 年天津节能股权转让形成)。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	12.56
股票代码：	002011
52 周最高价/最低价：	19.53/11.75
总市值(亿)	132.71
自由流通市值(亿)	114.96
自由流通股数(百万)	915.30



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：

相关研究

1. 【华西家电】盾安环境-2022 年报及 23 一季报点评：业绩表现亮眼，大力拓展电动车、储能热管理

2023.04.23

2. 【华西家电】盾安环境-2022 年快报点评：全年先抑后扬，盈利持续提升

2023.04.10

(4) 费用率:

H1: 销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.4、-0.3、+0.4、-0.4pct,

Q2: 销售、管理、研发、财务费用率分别同比+1.0、+0.1、+0.2、-0.2pct;

其中销售费用率提升, 根据半年报, 我们预计主因收入增长及市场开拓力度加大等。

投资建议

我们维持公司 2023-2025 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 114/130/147 亿元, 同比分别 +12%/+14%/+13%。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.5/8.8/12 亿元, 同比分别-22%/+35%/+37%, 相应 EPS 分别为 0.62/0.84/1.14 元, 以 2023 年 8 月 23 日收盘价 12.56 元计算, 对应 PE 分别为 20/15/11 倍, 维持“增持”评级。

风险提示

下游需求不及预期、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等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,837	10,144	11,361	12,970	14,650
YoY (%)	33.3%	3.1%	12.0%	14.2%	13.0%
归母净利润(百万元)	405	839	654	883	1,209
YoY (%)	140.5%	107.0%	-22.0%	35.0%	36.8%
毛利率 (%)	16.3%	17.0%	17.8%	18.6%	18.3%
每股收益 (元)	0.44	0.91	0.62	0.84	1.14
ROE	23.4%	23.0%	12.8%	14.8%	16.8%
市盈率	28.55	13.80	20.28	15.02	10.98

资料来源: wind, 华西证券研究所

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,144	11,361	12,970	14,650	净利润	836	638	858	1,179
YoY (%)	3.1%	12.0%	14.2%	13.0%	折旧和摊销	243	225	255	263
营业成本	8,419	9,338	10,552	11,965	营运资金变动	-84	-531	-499	-735
营业税金及附加	51	52	58	64	经营活动现金流	1,270	496	817	735
销售费用	279	315	355	381	资本开支	-171	-275	-286	-205
管理费用	287	369	420	461	投资	67	-52	-50	-49
财务费用	98	0	0	0	投资活动现金流	-337	-305	-353	-213
研发费用	389	432	471	535	股权募资	802	799	0	0
资产减值损失	-11	-24	-25	-25	债务募资	-1,094	0	0	0
投资收益	-13	23	-14	44	筹资活动现金流	-373	799	0	0
营业利润	561	797	1,045	1,362	现金净流量	586	989	464	523
营业外收支	371	-72	-70	-30					
利润总额	932	725	975	1,332	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	96	87	117	153	成长能力				
净利润	836	638	858	1,179	营业收入增长率	3.1%	12.0%	14.2%	13.0%
归属于母公司净利润	839	654	883	1,209	净利润增长率	107.0%	-22.0%	35.0%	36.8%
YoY (%)	107.0%	-22.0%	35.0%	36.8%	盈利能力				
每股收益	0.91	0.62	0.84	1.14	毛利率	17.0%	17.8%	18.6%	18.3%
					净利率	8.3%	5.8%	6.8%	8.2%
					总资产收益率 ROA	10.3%	6.0%	7.8%	8.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	23.0%	12.8%	14.8%	16.8%
货币资金	1,568	2,557	3,021	3,544	偿债能力				
预付款项	65	54	58	66	流动比率	1.53	1.67	1.89	1.90
存货	1,205	1,732	1,223	2,137	速动比率	1.13	1.27	1.55	1.48
其他流动资产	3,517	4,675	5,239	6,342	现金比率	0.38	0.47	0.60	0.56
流动资产合计	6,355	9,018	9,542	12,089	资产负债率	56.6%	54.0%	48.5%	49.3%
长期股权投资	283	303	323	343	经营效率				
固定资产	915	845	744	639	总资产周转率	1.24	1.20	1.17	1.16
无形资产	182	162	142	122	每股指标 (元)				
非流动资产合计	1,799	1,811	1,790	1,759	每股收益	0.91	0.62	0.84	1.14
资产合计	8,154	10,829	11,332	13,848	每股净资产	3.98	4.83	5.66	6.81
短期借款	825	825	825	825	每股经营现金流	1.38	0.47	0.77	0.70
应付账款及票据	2,317	3,493	2,955	4,090	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,012	1,073	1,255	1,458	估值分析				
流动负债合计	4,154	5,391	5,036	6,373	PE	13.80	20.28	15.02	10.98
长期借款	250	250	250	250	PB	3.30	2.60	2.22	1.85
其他长期负债	208	208	208	208					
非流动负债合计	458	458	458	458					
负债合计	4,612	5,850	5,494	6,832					
股本	1,057	1,196	1,196	1,196					
少数股东权益	-104	-120	-146	-175					
股东权益合计	3,542	4,980	5,837	7,016					
负债和股东权益合计	8,154	10,829	11,332	13,848					

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。