

盾安环境 (002011.SZ) 2023Q2 扣非净利率持续提升，静待热管理放量

2023年08月25日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

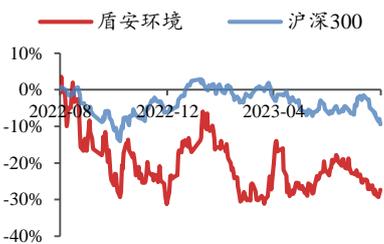
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790523060001

日期	2023/8/24
当前股价(元)	11.76
一年最高最低(元)	18.31/11.31
总市值(亿元)	124.26
流通市值(亿元)	107.60
总股本(亿股)	10.57
流通股本(亿股)	9.15
近3个月换手率(%)	83.08

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《盈利能力稳步提升，汽车热管理业务快速增长——公司信息更新报告》
-2023.4.24

《2022Q4 业绩稳健，长期关注热管理业务发展——公司信息更新报告》
-2023.1.31

《2022Q3 业绩达预告中枢偏上，盈利能力持续提升——公司信息更新报告》
-2022.10.27

● 2023Q2 主业盈利稳步提升，静待汽车热管理放量，维持“买入”评级

2023H1 实现营收 55.73 亿元 (+13.95%)，归母净利润 3.29 亿元 (-44.15%)，扣非归母净利润 4.22 亿元 (+58.94%)。单季度来看 2023Q2 实现营收 31.32 亿元 (+8.78%)，归母净利润 1.66 亿元 (-67.13%)，扣非归母净利润 2.47 亿元 (+28.24%)，非经常性损益差异主要来自于 0.73 亿元营业外支出，以及同期担保损失冲回。考虑短期非经常性损益，我们调整 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 7.18/8.89/10.31 亿元（原值为 7.89/9.03/10.31 亿元），对应 EPS 为 0.68/0.84/0.98 元，当前股价对应 PE 为 18.5/14.9/12.9 倍，长期考虑到传统主业盈利能力有望稳步提升以及热管理具备成长性，维持“买入”评级。

● 2023Q2 主业营收增长稳健，与格力关联交易订单规模环比提升

分业务来看，2023H1 制冷配件实现营收 42.98 亿元 (+9.72%)，制冷设备实现营收 6.85 亿元 (-0.95%)，汽车热管理实现营收 1.37 亿元 (+158.46%)，其他业务实现营收 4.53 亿元 (+98.1%)。分区域来看，2023H1 国内市场实现营收 45.61 亿元 (+17.26%)，国外市场实现营收 10.12 亿元 (+1.12%)。2023H1 公司向格力及其下属公司销售产品收入 10 亿元，较 2023Q1 环比提升。

● 2023Q2 受益结构优化+成本改善，传统主业盈利能力持续提升

2023H1 公司毛利率 19.19% (+2.78pct)，其中制冷配件毛利率 20.06% (+4.22pct)，制冷设备毛利率 25.25% (+1.7pct)；国内市场毛利率 16.66% (+1.62pct)，国外市场毛利率 30.58% (+9.1pct)。单季度来看 2023Q2 毛利率 18.95% (+2.04pct)，延续改善趋势或主系原材料及海运成本回落+业务结构优化+汇率利好。费用端，2023Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.95pct/+0.09pct/+0.23pct/-0.19pct，销售费用率提升主要系市场开拓力度加大，财务费用率下降主要系利率优化等所致。综合影响下 2023H1 公司净利率 5.9% (-6.25pct)，扣非净利率 7.57% (+2.13pct)。2023Q2 净利率 5.31% (-12.46pct)，扣非净利率 7.88% (+1.16pct)。

● **风险提示：** 新能源市场拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,837	10,144	11,650	12,966	14,350
YOY(%)	33.3	3.1	14.8	11.3	10.7
归母净利润(百万元)	405	839	718	889	1,031
YOY(%)	140.5	107.0	-14.5	23.9	16.0
毛利率(%)	16.3	17.0	17.4	17.6	17.8
净利率(%)	4.1	8.3	6.2	6.9	7.2
ROE(%)	24.2	23.6	16.9	17.1	16.6
EPS(摊薄/元)	0.38	0.79	0.68	0.84	0.98
P/E(倍)	32.7	15.8	18.5	14.9	12.9
P/B(倍)	7.6	3.6	3.0	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6344	6355	6230	6606	7955
现金	1046	1568	1801	2644	2877
应收票据及应收账款	1154	1445	0	0	0
其他应收款	830	650	1049	842	1251
预付账款	49	65	66	80	81
存货	1476	1205	1860	1543	2212
其他流动资产	1789	1422	1455	1497	1534
非流动资产	1918	1799	1032	276	-272
长期投资	296	283	260	234	209
固定资产	927	915	976	976	954
无形资产	200	182	-610	-1315	-1803
其他非流动资产	494	419	406	381	368
资产总计	8261	8154	7262	6882	7684
流动负债	5839	4154	2849	1879	1846
短期借款	1738	825	1894	825	825
应付票据及应付账款	2543	2317	0	0	0
其他流动负债	1558	1012	955	1054	1021
非流动负债	786	458	152	-139	-331
长期借款	501	250	-56	-347	-539
其他非流动负债	285	208	208	208	208
负债合计	6626	4612	3001	1740	1515
少数股东权益	-100	-104	-103	-111	-115
股本	917	1057	1057	1057	1057
资本公积	2117	3013	3013	3013	3013
留存收益	-1298	-454	265	1146	2173
归属母公司股东权益	1735	3646	4364	5253	6284
负债和股东权益	8261	8154	7262	6882	7684

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	518	1270	-1005	1754	194
净利润	395	836	719	881	1027
折旧摊销	180	188	163	187	196
财务费用	121	98	105	110	115
投资损失	-26	13	5	7	6
营运资金变动	-270	-148	-1878	677	-1042
其他经营现金流	117	284	-117	-108	-108
投资活动现金流	244	-337	601	560	346
资本支出	244	195	-582	-543	-327
长期投资	0	0	23	26	24
其他投资现金流	488	-141	-4	-9	-5
筹资活动现金流	-1243	-373	-432	-401	-307
短期借款	375	-913	1069	-1069	0
长期借款	367	-251	-306	-291	-192
普通股增加	0	139	0	0	0
资本公积增加	0	897	0	0	0
其他筹资现金流	-1984	-246	-1195	959	-115
现金净增加额	-539	586	-836	1912	233

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9837	10144	11650	12966	14350
营业成本	8233	8419	9622	10683	11788
营业税金及附加	43	51	57	64	69
营业费用	258	279	332	376	416
管理费用	306	287	320	344	366
研发费用	370	389	460	519	574
财务费用	121	98	105	110	115
资产减值损失	-10	-11	-12	-14	-15
其他收益	57	69	50	50	50
公允价值变动收益	-8	4	0	-1	1
投资净收益	26	-13	-5	-7	-6
资产处置收益	-2	-1	0	-1	-0
营业利润	500	561	927	1036	1189
营业外收入	26	432	30	30	30
营业外支出	78	61	150	80	67
利润总额	448	932	807	986	1152
所得税	52	96	89	105	125
净利润	395	836	719	881	1027
少数股东损益	-10	-3	1	-8	-4
归属母公司净利润	405	839	718	889	1031
EBITDA	735	1139	989	1173	1315
EPS(元)	0.38	0.79	0.68	0.84	0.98

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	33.3	3.1	14.8	11.3	10.7
营业利润(%)	274.0	12.1	65.3	11.7	14.7
归属于母公司净利润(%)	140.5	107.0	-14.5	23.9	16.0
获利能力					
毛利率(%)	16.3	17.0	17.4	17.6	17.8
净利率(%)	4.1	8.3	6.2	6.9	7.2
ROE(%)	24.2	23.6	16.9	17.1	16.6
ROIC(%)	11.4	17.6	11.6	15.1	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	80.2	56.6	41.3	25.3	19.7
净负债比率(%)	92.0	-10.0	3.6	-39.8	-40.1
流动比率	1.1	1.5	2.2	3.5	4.3
速动比率	0.8	1.2	1.5	2.6	3.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.5	1.8	2.0
应收账款周转率	8.8	7.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.5	10.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.79	0.68	0.84	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	1.20	-0.95	1.66	0.18
每股净资产(最新摊薄)	1.64	3.45	4.13	4.97	5.95
估值比率					
P/E	32.7	15.8	18.5	14.9	12.9
P/B	7.6	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	20.0	11.2	13.4	9.5	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn