



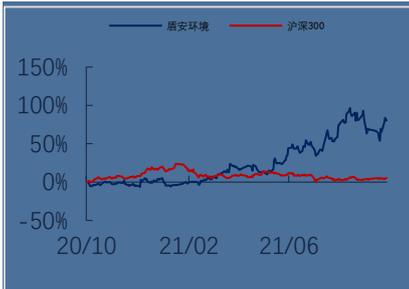
Research and
Development Center

聚焦核心制冷主业，热管理蓄势待发

—制造力外溢系列报告之盾安环境(002011)公司深度报告

2021年10月26日

罗岸阳 首席研究员
S1500520070002
13656717902
luoanyang@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
盾安环境 (002011)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	7.07
52 周内股价波动区间 (元)	7.72-3.68
最近一月涨跌幅 (%)	-92.93
总股本 (亿股)	9.17
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	64.85

资料来源：信达证券研发中心

 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

聚焦核心制冷主业，热管理蓄势待发

2021 年 10 月 26 日

本期内容提要：

◆**四通阀、截止阀超越三花，规模重回行业第一。**根据产业在线数据，2021 年上半年，盾安环境空调阀件内销达到 1.56 亿只，同比增长 66.80%，三花智控紧随其后，内销同比增长 56.1% 至 1.09 亿只。从市占率来看，盾安环境的内销占比从 20Q4 起超过三花智控回到行业第一的位置，上半年盾安环境内销总占比达到 39.20%，比三花智控高出 4.9pct。

◆**业务瘦身走出经营困境，战略聚焦核心主业。**集团流动性危机导致 2020 年年底公司计提了担保损失 6.33 亿元，截至 2021 年 6 月底，仅剩少量金额仍有可能需由上市公司偿还，计入公司 2021 年年度损益。同时，从 2018 年起公司开始剥离节能业务等非核心业务，目前已基本完成剥离，未来公司将聚焦制冷核心主业，在夯实家用空调配件市场优势地位的基础上，重点拓展商用空调配件与特种空调设备业务，布局 5G、轨交、冷链、新能源汽车热管理等国家重点产业政策引导的新基建和新消费产业关联的空调与制冷业务。

◆**新能源车热管理布局完整，乘东风打开新增长曲线。**公司新能源热管理器相关产品矩阵完善，自身作为民用制冷阀件龙头，在新能源车用电子膨胀阀、截止阀等产品方面具有技术优势，目前已于比亚迪、吉利、蔚来等公司达成合作，随着新能源汽车行业进一步放量，凭借公司品牌优势和产品力，公司有望打开新能源车相关业务市场。另一方面，公司向广阔商用制冷领域拓展，通过轨交、核电、通信制冷、大型商用中央空调、冷链系统打开新的增长空间。

◆**调整业务产品结构，深挖公司效率，提升公司盈利能力。**未来公司将着力提升盈利能力强的商用配件业务、电子膨胀阀业务、海外业务等，改善公司产品结构；同时，公司通过推动智能化生产改造，深挖内部效率提升空间，提升人均产值，有望进一步提升生产效率，提高企业整体效益。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年收入为 95.07/108.76/121.00 亿元，同比+28.8/+14.4/+11.2%；归母净利润 4.24/5.37/6.44 亿元，同比+142.5/26.6/19.8%，对应 PE 为 14.69/11.61/9.69 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**新能源热管理系统业务开展不及预期、下游民用空调消费不及预期、公司商用业务推广不及预期、核电项目中标不及预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	9,104	7,381	9,507	10,876	12,100
增长率 YoY %	-3.2%	-18.9%	28.8%	14.4%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	131	-1,000	424	537	644
增长率 YoY%	106.1%	-861.3%	142.5%	26.6%	19.8%
毛利率%	17.9%	17.0%	16.2%	16.1%	16.7%
净资产收益率ROE%	5.5%	-73.2%	23.7%	23.1%	21.7%
EPS(摊薄)(元)	0.14	-1.09	0.46	0.59	0.70
市盈率 P/E(倍)	48.57	—	14.69	11.61	9.69
市净率 P/B(倍)	2.62	4.57	3.48	2.68	2.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 25 日收盘价

目录

一、聚焦核心制冷主业，重回行业龙头地位	6
1.1 四通阀、截止阀超越三花，规模重回行业第一	6
1.2 业务瘦身走出经营困境，战略聚焦核心主业	10
二、新能源车热管理布局完整，乘东风打开新增长曲线	15
2.1 盾安热管理部件布局完整，车企开放二供带来切入良机	15
2.2 向广阔商用制冷领域拓展，打开新的增长空间	18
三、内部梳理做精做细，盈利能力存在广阔提升空间	22
3.1 产品业务结构、收入地区差异带来毛利率结构差异	22
3.2 内部改革落实责任，深挖效率提效益	23
盈利预测、估值与投资评级	27
风险因素	28

表目录

表 1: 公司制冷零部件产能 (万只)	6
表 2: 公司与母公司/关联方互保情况	11
表 3: 担保相关会计处理和未来影响	11
表 4: 公司不断设立/投资新业务公司	12
表 5: 2018 起公司开始剥离非核心业务	12
表 6: 2018 公司高管变动	13
表 7: 盾安与三花新能源车用热管理主要产品对比	15
表 8: 国家政策推动新能源汽车发展	15
表 9: 三花智控从单一零部件供应商到全平台供应	17
表 10: 公司现有合作客户	18
表 11: 公司部分中标和公示项目	20
表 12: 事业合伙人计划管理办法	25
表 13: 公司营业收入预测及同比增速 (百万元, %)	27
表 14: 可比公司估值情况 (百万元, %)	27

图目录

图 1: 盾安环境发展历程	6
图 2: 国内空调阀件内销市场龙头企业情况 (万套)	7
图 3: 国内制冷阀件内销占比 (2021H1, %)	7
图 4: 截止阀市占 top3 品牌市占率变化 (%)	7
图 5: 四通阀市占 top3 品牌市占率变化 (%)	7
图 6: 电子膨胀阀市占 top3 品牌市占率变化 (%)	7
图 7: 电磁阀市占 top3 品牌市占率变化 (%)	7
图 8: 盾安和三花截止阀内销情况变化对比 (百万)	8
图 9: 盾安和三花四通阀内销情况变化对比 (百万)	8
图 10: 盾安和三花电子膨胀阀内销情况变化对比 (百万)	8
图 11: 盾安和三花电磁阀内销情况变化对比 (百万)	8
图 12: 公司产品质量优异获得多项认证	9
图 13: 公司研发费用及费用率 (百万元, %)	9
图 14: 公司业务布局	9
图 15: 公司研发费用及费用率 (百万元, %)	9
图 16: 公司制冷配件业务合作伙伴	10
图 17: 公司股权结构	10
图 18: 盾安环境主营业务	13
图 19: 我国新能源汽车产销量 (万台)	16
图 20: 今年我国新能源汽车渗透率	16
图 21: 公司电子膨胀阀制造设备	18
图 22: 电子膨胀阀米克朗专机	18
图 23: 公司提供商用制冷系统解决方案	19
图 24: 公司 N 系列电子膨胀阀	19
图 25: 公司 P 系列电子膨胀阀	19
图 26: 世界各国核电发电占比	20
图 27: 公司制冷设备业务规模及占比	21
图 28: 公司制冷配件和制冷设备毛利率对比	21
图 29: 公司毛利率与三花对比 (%)	22
图 30: 公司制冷零部件毛利率与三花对比 (%)	22

图 31: 公司毛利率与净利率对比 (%)	22
图 32: 公司低毛利率的四通阀、截止阀比例高于三花 (万套)	23
图 33: 公司新能源汽车相关业务占比和规模小于三花 (万, %)	23
图 34: 海外业务毛利率-大陆业务毛利率 (%)	23
图 35: 海外营业收入占比 (%)	23
图 36: 公司技术人员变化及对比 (个)	24
图 37: 公司人均创收变化及对比 (万元/人)	24
图 38: 公司智能化工厂生产	24
图 39: “6+3”产品板块 +“3+1 业务单元”	25
图 40: 21H1 公司营业收入及归母净利润水平明显上升	25
图 41: 公司销售毛利率和净利率逐渐改善	25
图 42: 公司销售费用及费用率变化	26
图 43: 公司管理费用及费用率变化	26

投资逻辑

从公司角度来看：1) 盾安环境作为国内和国际制冷零部件厂商，具有优秀的产品研发、制造、销售能力，具有良好的行业口碑和信誉。经过过去两年对外围非核心业务的剥离和对企业财务状况的梳理，公司重新确定了核心主营业务重点，在夯实家用空调配件市场优势地位的基础上，公司未来重点拓展商用空调配件与特种空调设备业务，同时将新能源汽车热管理、冷链等国家产业政策引导的相关产业业务作为重点培育。

2) 公司重点培育新能源热管理系统业务，原有配件业务积累保障车用零件质量，乘新能源车行业发展东风，公司有望抓住整车厂商或零部件厂商挑选二供、三供的机会，为公司发展提供第二增长点。

3) 未来公司将着力提升盈利能力强的商用业务、电子膨胀阀业务、海外业务，改善公司产品结构；同时，公司通过推动智能化生产改造，深挖内部效率提升空间，有望进一步提升生产效率，提高企业整体效益。

从行业角度来看，虽然民用制冷行业未来增长趋势将明显放缓，但替换和升级换代需求依旧是支撑是公司主营业务基础，且商用中央空调、冷链等行业仍处于高速发展轨道；看好新能源汽车热管理系统赛道，公司作为民用制冷配件龙头，具备切入该赛道的技术能力和品牌吸引力，我们认为将成为公司未来的增长支柱之一。

与市场不同的观点：

尽管公司外围业务剥离完成，但公司盈利能力仍与行业其他企业存在一定差距，未来增长能力存疑，同时很多人认为目前新能源汽车市场竞争激烈，公司作为后入者很难获得较高的市场份额，但我们认为：

1、公司前期受集团债务和业务剥离负面影响导致盈利能力下滑，同时管理层离职导致企业内部管理效率低下。但经过近两年整合处理，公司目前发展战略明确，且董事长重新负责业务发展，辅以公司内部结构框架、考核方式调整，未来公司内部效率有望显著提升；同时公司通过智能化生产等方式将进一步提升公司生产效率；

另外一方面，未来公司将着力提升盈利能力强的商用业务、电子膨胀阀业务、海外业务，改善公司产品结构，提升公司整体业务盈利水平。

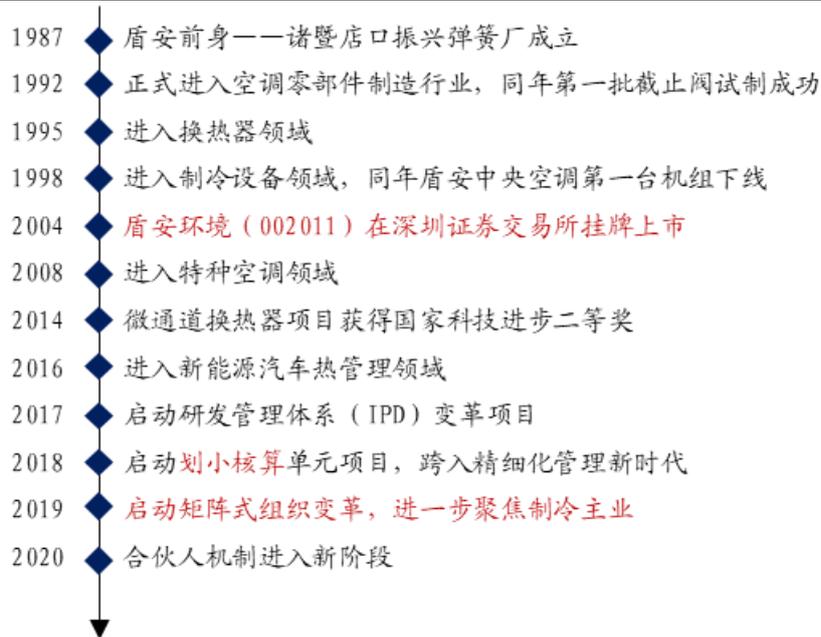
2、公司作为民用阀件龙头，在新能源汽车热管理系统的产品制造方面具有扎实的技术基础，如电子膨胀阀、截止阀等，具有很强的产品质量和供应稳定性保障；其次，公司目前已与比亚迪、吉利等整车厂商，银轮、拓普等热管理厂商达成合作，随着公司订单积累和交付，公司将收益于新能源车放量的趋势，通过品牌效应和产品力获得更多订单。

一、聚焦核心制冷主业，重回行业龙头地位

1.1 四通阀、截止阀超越三花，规模重回行业第一

浙江盾安人工环境股份有限公司前身最早成立于 1987 年，从 1992 年起正式进入空调零部件制造行业，1995 年进入换热器领域，1998 年进入制冷设备领域，10 年后切入特种空调领域。公司于 2004 年正式在深圳证券交易所挂牌上市。公司深耕制冷领域多年，以“健康、舒适环境的引领者为愿景”，以“提升能效，优化环境为”为使命，目前已经成为国内以及世界制冷行业配件龙头企业。

图 1：盾安环境发展历程



资料来源：公司官网，调研资料，信达证券研发中心

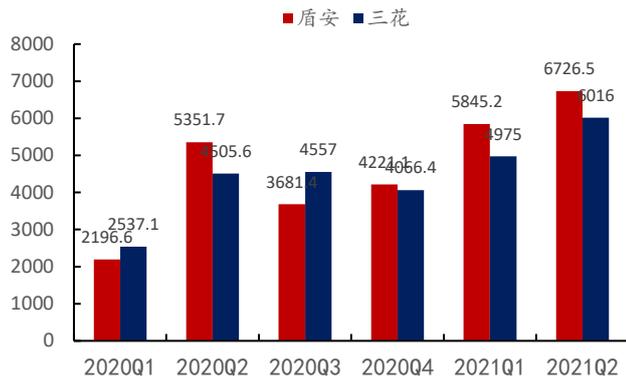
公司在制冷配件业务领域具备明确的技术、品质和制造优势。公司产品线丰富，产能充足，截止阀、四通阀、储液器等主导产品年产量均达千万级以上，目前四通阀、截止阀、小型压力容器、系统集成管路组件市占率均为世界第一，电子膨胀阀位列全球第二。从国内制冷阀件市场来看，盾安环境与三花智控目前形成双寡头垄断格局。公司微通道产品曾经获得国家科技进步二等奖。

表 1：公司制冷零部件产能（万只）

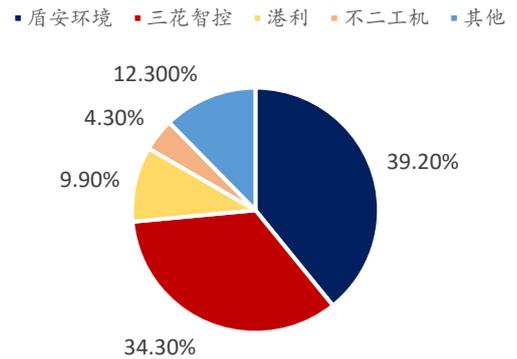
项目		2015 年	2016 年	2017 年
制冷元器件（包括：截止阀、四通阀、管组件、储液阀等）	产能(万只)	32000	32000	48000
	产量(万只)	26822	31108	47830
	产能利用率	83.8%	97.2%	99.6%

资料来源：债券募集通知书，信达证券研发中心

公司阀件业务发力，重回国内行业第一。根据产业在线数据，2021 年上半年，盾安环境空调阀件内销达到 1.56 亿只，同比增长 66.80%，三花智控紧随其后，内销同比增长 56.1% 至 1.09 亿只。从市占率来看，盾安环境的内销占比从 20Q4 起超过三花智控回到行业第一的位置，上半年盾安环境内销总占比达到 39.20%，比三花智控高出 4.9pct。

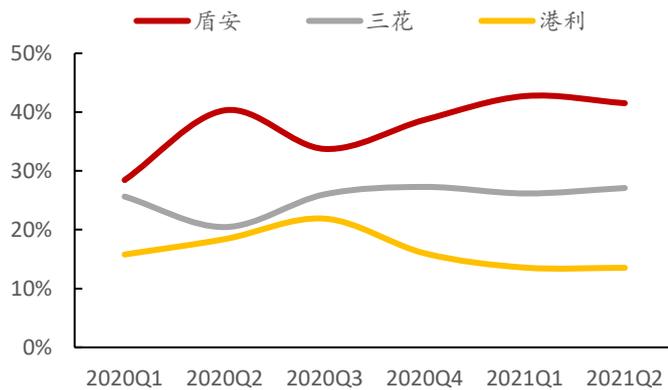
图 2：国内空调阀件内销市场龙头企业情况（万套）


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

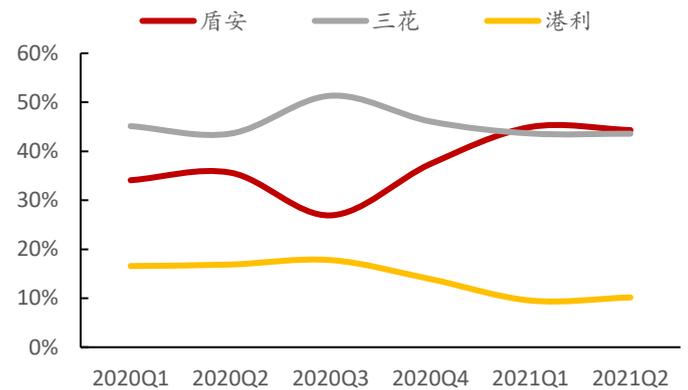
图 3：国内制冷阀件内销占比（2021H1，%）


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

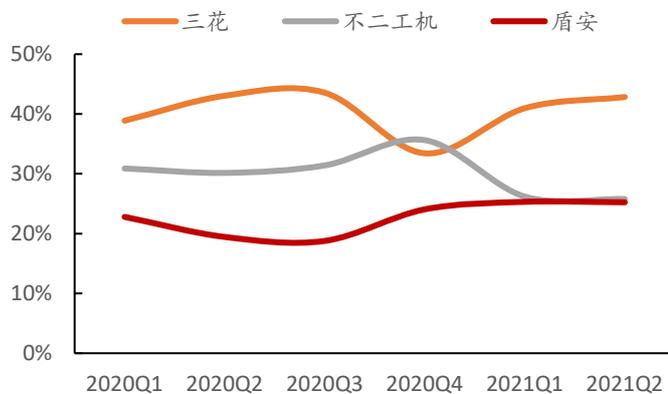
盾安环境主要产品市占率全面上升。从细分品类来看，从去年下半年开始，公司截止阀、四通阀、电子膨胀阀、电磁阀市占率开始全面提升，21Q2 四大品类公司市占率分别同比提升 1.2pct、8.7pct、5.8pct、13.3pct，市占率份额分别达到 41.5%、44.3%、25.2%、13.3%，分别位列细分品类内销市场的第一、第一、第三、第二。

图 4：截止阀市占 top3 品牌市占率变化（%）


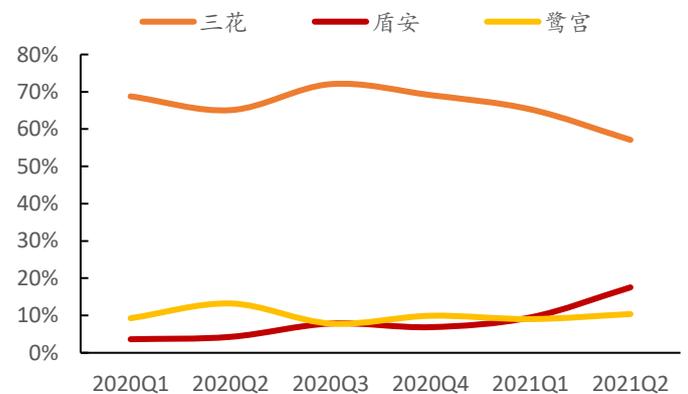
资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 5：四通阀市占 top3 品牌市占率变化（%）


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 6：电子膨胀阀市占 top3 品牌市占率变化（%）


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

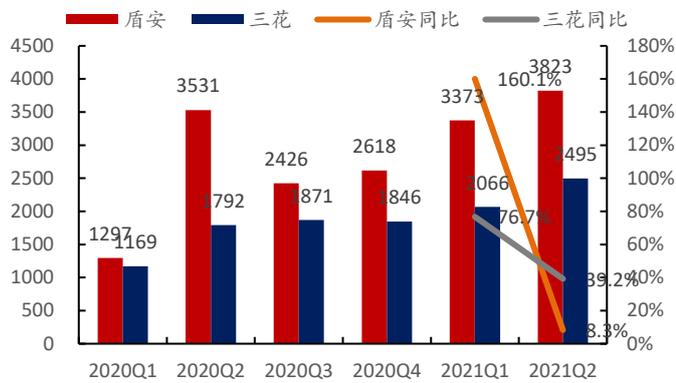
图 7：电磁阀市占 top3 品牌市占率变化（%）


资料来源：产业在线，信达证券研发中心

从内销绝对量出货来看，截止阀、四通阀超过三花，重回行业龙头，电子膨胀阀迎头赶上。2021H1 盾安环境截止阀、四通阀、电子膨胀阀、电磁出货量分别达到 7196 万、3938 万、1355 万、68 万套，分别同比增长 49%、84.8%、137.7%、419.1%。截止阀继续保持领先，

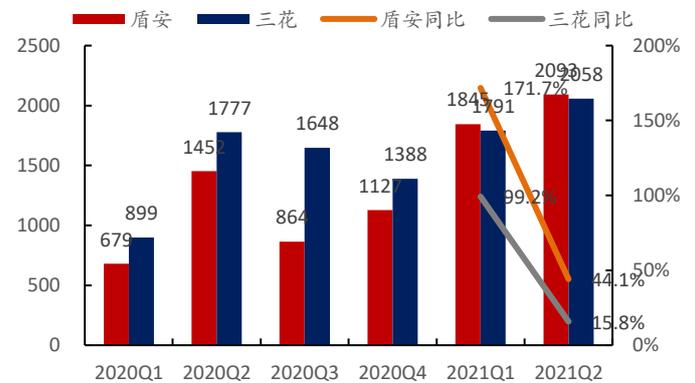
四通阀内销对三花实现反超，公司与三花之间电子膨胀阀和电磁阀的出货差距正在逐步缩小，21H1 公司电子膨胀阀和电磁阀内销出货量较三花少 897、215 万套。

图 8: 盾安和三花截止阀内销情况变化对比 (百万)



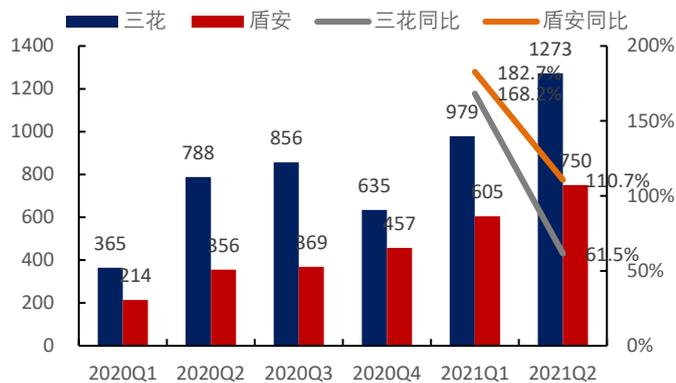
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 9: 盾安和三花四通阀内销情况变化对比 (百万)



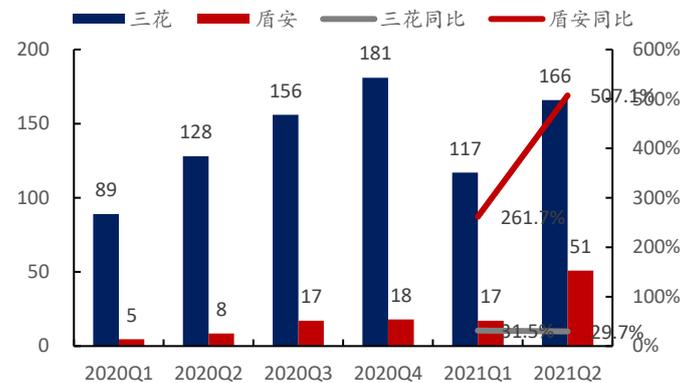
资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 10: 盾安和三花电子膨胀阀内销情况变化对比 (百万)



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 11: 盾安和三花电磁阀内销情况变化对比 (百万)



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

坚持产品为本重视研发, 通过产品技术创新推动公司业务发展。公司将创新作为发展的灵魂, 不断提升技术, 大力投入研发, 公司研发费用率常年稳定在 4% 以上, 21H1 公司研发投入同比+32.78%。截至 2021 年 6 月份, 公司共拥有 1364 项专利, 负责或参与制定了 38 项国家标准和 40 项行业标准。获得了“全国质量奖”“国家创新型试点企业”“国家科技进步二等奖”“中国专利优秀奖”等荣誉称号。公司产品获得美国 (UL、ASME)、欧洲 (VDE、TUV、PED)、俄罗斯 (CE)、加拿大 (CSA) 等世界各国的产品质量认证, 远销海外。

图 12: 公司产品质量优异获得多项认证

序号	产品名称	CQC	UL	VDE	TUV	CE	ASME	AK	CSA	PEB	EMC	TSG
1	电话机类机内件	✓	✓	✓	✓	✓		✓				
2	大容量固定式电话机话机内件	✓	✓	✓	✓	✓						
3	电话机话机内件	✓	✓	✓	✓	✓			✓			
4	电话机整机	✓	✓	✓	✓	✓		✓				
5	电话机	✓	✓	✓	✓	✓						
6	机壳类整机		✓			✓						
7	机壳类		✓									
8	零件		✓									
9	零件类		✓									
10	平键类零件		✓									
11	气筒类零件		✓			✓	✓					
12	执行器类		✓			✓	✓					
13	继电器类		✓			✓	✓					
14	磁片类零件		✓						✓			
15	电话机话机类		✓		✓						✓	
16	电话机话机类		✓		✓						✓	

资料来源: 公司商用样品册, 信达证券研发中心

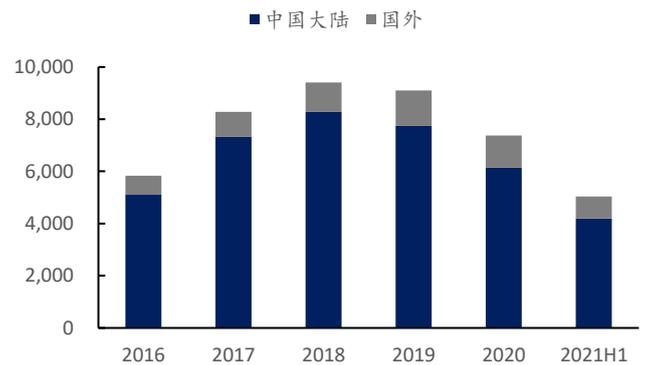
图 13: 公司研发费用及费用率 (百万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从国内到国际, 海外业务占比稳步上升。在站稳国内零部件头部厂商的地位后, 公司进一步向海外市场扩展。目前公司在美国泰国分别设有研发中心、制造工厂, 在北美、欧洲、日韩、泰国、印度、马来西亚等地都设有海外公司或销售机构。**2020年公司海外收入占比突破15%, 2021H1公司海外营业收入达到8.47亿元, 同比增长24.05%, 占公司总营收比例提升至16.82%。**

图 14: 公司业务布局


资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

图 15: 公司研发费用及费用率 (百万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

凭借过硬的产品质量、多样化的SKU、良好的产品交付能力和全球化的销售研发布局, 公司积累了大批海内外长期合作伙伴。美的、格力、海尔、海信、大金、松下等都与公司维持长期稳定的合作伙伴关系, 进一步体现出公司稳固的行业地位。

图 16：公司制冷配件业务合作伙伴

合作伙伴

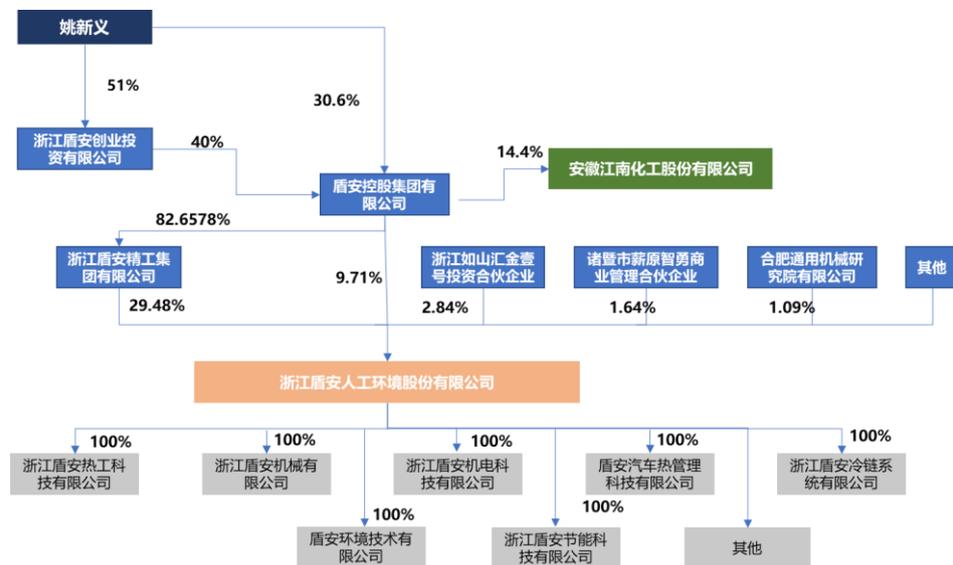
注：排名不分先后顺序

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 业务瘦身走出经营困境，战略聚焦核心主业

作为制冷配件行业的龙头企业之一，尽管主业稳定发展，但公司在 2018 年和 2020 年均出现了巨额亏损。两次亏损的主要原因分别为资产减值和担保损失减值。

为了拓展公司融资渠道，支持业务扩大，盾安环境自 2011 年起开始与盾安控股和江南化工（公司控股股东盾安集团持有期 14.4% 股份，属于关联方）开展连带责任关联互保合作。

图 17：公司股权结构


资料来源：万得，信达证券研发中心

2018 年公司盾安控股续保额度 13 亿，后将担保额度调低至 10 亿，担保期限为融资活动结束后 3 年。2018 年盾安控股发生流动性危机，经过各债权银行成立的债委会帮扶处置资产，偿债工作逐步进行。2020 年公司进一步将对盾安控股的担保额度调低至 7.5 亿元。

表 2: 公司与母公司/关联方互保情况

	担保对象	担保额度	形式	期限
2011.11.16	江南化工	2 亿	连带责任互保	1 年
2012.10.16	江南化工	3 亿	连带责任互保	1 年
2013.10.26	江南化工	3 亿	连带责任互保	1 年
2014.5.14	盾安控股	5 亿	连带责任互保	1 年
2014.10.21	江南化工	2 亿	连带责任互保	1 年
	盾安控股	新增 3 亿, 共 8 亿	连带责任互保	1 年
2015.4.10	盾安控股	续保 8 亿	连带责任互保	1 年
2015.10.27	江南化工	2 亿	连带责任互保	1 年
2016.3.22	盾安控股	续保 10 亿	连带责任互保	1 年
2017.3.24	盾安控股	续保 10 亿	连带责任互保	2 亿期限 3 年, 8 亿 1 年
	江南化工	2 亿	连带责任互保	1 年
2018.3.23	盾安控股	续保 13 亿	连带责任互保	2 亿期限 3 年, 11 亿 1 年
	江南化工	2 亿	连带责任互保	1 年
2018.7.17	盾安控股	变更 7.25 亿元 (含 3000 万美元) 担保期限为 3 年, 剩余 5.75 亿元期限为 1 年		
	江南化工	变更期限为 3 年		
2018.10.23	盾安控股	降低担保额度至 10 亿	连带责任互保	3 年
	江南化工	5 亿	连带责任互保	3 年
2020.8.22	盾安控股	降低担保额度至 7.5 亿	连带责任互保	3 年

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

为了避免后续担保事项对公司带来后续更多不确定风险, 公司基于谨慎性原则于 2020 年年底计提了担保损失 6.33 亿元, 是公司 2020 年归母净利润大幅下滑的主要原因之一。20 年年底计提担保损失后, 盾安控股仍有 1.31 亿贷款未偿还, 截至 2021 年 6 月底, 盾安控股已偿还贷款 1.1 亿元, 剩余 2828.97 万元已逾期。**该部分贷款 2828.97 万元或将由盾安环境上市公司来偿还, 计入公司 2021 年年度损益。**

至此, 由于集团流动性危机对上市公司带来的影响基本结束, 未来预计不会对公司本年度和以后造成其他重大影响。

表 3: 担保相关会计处理和未来影响

担保额度	75000 万
2020 年度债务担保损失	63277.88 万
公司为盾安控股担保的中建投信托股份有限公司贷款本息	约 13140.21 万
盾安控股偿还贷款	11000 万
剩余贷款 (或将由盾安环境承担还款责任并计入本年度损益)	2828.97 万

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司另外一次巨额亏损则是因为从 2018 年起开始聚焦核心制冷主业, 重启对公司节能业务处置工作。在 2014 年至 2017 年之间, 公司顺应行业发展趋势开始接触新业务, 不断通过出资设立、战略投资、定增等方式扩大公司规模, 公司业务逐渐拓展至节能、传感器、智能制造、新能源汽车等方向, 但多元化经营并未提高公司盈利能力。因此, 2018 年起公司开始聚焦核心制冷主业, 启动对非核心业务与资产的处置和剥离工作。当年公司对节能业务资产计提减值准备 13.94 亿元。

表 4: 公司不断设立/投资新业务公司

时间	投资/新设公司
2014 年 8 月	出资设立盾安传感科技有限公司
2014 年 12 月	出资设立浙江盾安节能科技有限公司
2015 年 12 月	公司战略投资人机协作轻型工业机器人领先企业-遨博科技,
2016 年 2 月	认购精雷电器定增 714 万股, 并受让 268 万股, 持股公司 52.68%
2016 年 2 月	出资设立苏州盾安智芯传感技术有限公司
2017 年 2 月	盾安热管理科技有限公司

子公司盈利能力

时间	公司	净利润
2016 年	盾安(天津)节能系统有限公司	-10,821,284.04
	盾安环境技术有限公司	-24,007,198.31
	盾安传感科技有限公司	-48,374,204.60
2017 年	江苏大通风机股份有限公司	-17,832,414.76
	上海风神环境设备工程有限公司	-21,055,864.76
2018 年	浙江盾安节能科技有限公司	-1,690,455,369.59

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2019 年, 公司分别处置了苏州盾安智芯传感技术有限公司、盾安(天津)节能系统有限公司及权属公司、武安顶峰热电有限公司、上海风神环境设备工程有限公司 65/100/100/100% 的股权, 标志着公司对传感器业务、环保业务剥离的开始, 又在 2020 年分别处置了江苏大通和合肥通用, 解散清算了与美国 Microlux Technology, Inc. 合资设立的 Dunan Sensing, LLC, 子公司传感科技停止经营, 新能源汽车业务相关的精雷电器也在 2020 年启动破产重组。

表 5: 2018 起公司开始剥离非核心业务

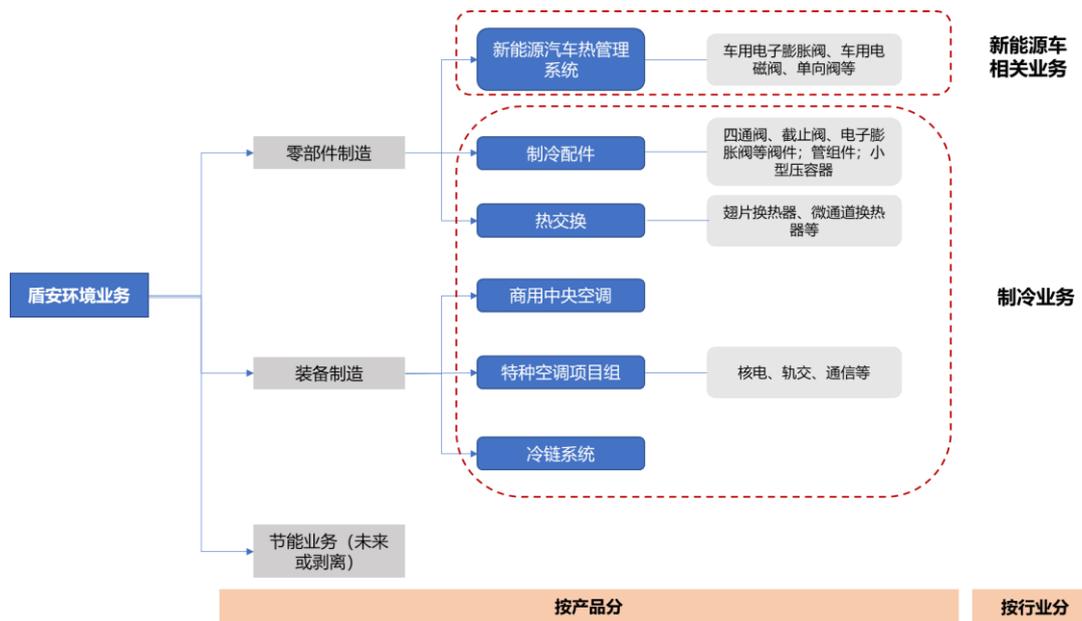
时间	处理方式	涉及公司
2019/6/6	协议转让 65%	苏州盾安智芯传感技术有限公司
2019/12/31	协议转让 100%	盾安(天津)节能系统有限公司及权属公司
2019/10/31	协议转让 100%	武安顶峰热电有限公司
2019/11/30	协议转让 100%	上海风神环境设备工程有限公司
2020/11/30	招拍挂	江苏大通
2020/8/10	清算解散	Dunan Sensing, LLC
2020/12/31	招拍挂	合肥通用

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

坚定实行聚焦主业的政策后, 目前公司业务主要可以分为两大板块——零部件制造和装备制造:

1) 零部件制造又可以分为制冷配件、热交换配件和新能源汽车热管理系统配件。制冷配件包括四通阀、截止阀、电子膨胀阀等阀件; 管组件; 小型压力容器, 热交换配件包括片换热器、微通道换热器等, 新能源汽车热管理系统配件包括车用电子膨胀阀、车用电磁阀、单向阀等

2) 装备制造板块主要可以分为商用中央空调、特种空调项目组和冷链系统。公司的特种空调项目组包括了核电制冷、轨道交通制冷和通信制冷等。

图 18: 盾安环境主营业务


资料来源: 公司官网, 调研资料, 信达证券研发中心

为了进一步明确公司发展策略, 提升管理效率, 2018 年公司高管层面进行了大规模调动。董事长姚新义重新回到上市公司主持业务, 公司总裁、副总裁分别为商用业务、销售、研发、生产等领域专家, 对公司各项业务进行针对性战略调整和提升效率。公司进行的 2019 年产销规划内容报告中指出, 2018 质量管理体系有效运行, 不良率持续下降, 产品整体质量水平提升明显。

表 6: 2018 公司高管变动

发生日期	姓名	职位	个人情况
2018.9.1	喻波	副董事长、董事、下设委员会相关职务	不再担任公司任何职务
	蒋家明	董事	不再担任公司任何职务
	冯忠波	董事长、董事	继续担任董事
2018.9.21	江挺候	董事、总裁	继续担任董事, 不再担任下设委员会相关职务
	何晓梅	副总裁、董事会秘书	不再担任公司任何职务
新任人员			
	姚新义	董事长	盾安集团创始人
	冯忠波	副董事长	曾任盾安精工常务副总裁, 盾安控股化工事业部总裁, 江南化工董事长, 盾安化工董事长, 盾安环境股份有限公司董事长等职务
	李建军	总裁	曾任盾安机电科技总经理、公司副总裁, 盾安控股管理工程部总监, 盾安环境股份有限公司董事等职务
	冯忠波	副总裁	
2018.9.21	包先斌	副总裁	曾任合肥天鹅空调器总公司设计员、副总工程师、副总经理, 合肥通用制冷设备公司总经理, 盾安环境共性技术方向研发副主任, 盾安环境技术有限公司共性技术方向研发副主任等职务; 现任盾安环境总裁助理
	童太峰	副总裁	曾任浙江盾安机电科技有限公司营销分部经理、营销总监、副总经理; 现任浙江盾安机电科技有限公司总经理
	江冰	董秘	曾任盾安控股人力资源部人事管理员、体系绩效经理、办公室主任助理; 现任遨博(北京)智能科技有限公司董事, 浙江盾安人工环境股份有限公司董事、董事会秘书

资料来源: 公司公告, 企查查, 信达证券研发中心

我们认为经过这两年完成对集团担保和非核心业务的剥离纾困后, 公司通过战略聚焦核心主业, 已经逐步走出经营困境, 在 2021 年上半年也成功实现扭亏, 21H1 营业收入达到 50.36

亿元，同比+55.3%，实现归母净利润 2.59 亿元，同比+331.66%。未来也将公司将立足于制冷和新能源汽车业务重新实现快速发展。

二、新能源车热管理布局完整，乘东风打开新增长曲线

2.1 盾安热管理部件布局完整，车企开放二供带来切入良机

作为国内空调零部件的龙头企业，公司本身具有兼容汽车空调零部件业务的能力。因此，随着国内新能源车市场的迅速扩大，公司在2017年设立盾安汽车热管理科技有限公司，正式进入新能源车零部件业务。与国际技术团队合作，研发新能源汽车热管理关键零部件领先技术，为客户提供高效、智能的系统解决方案，加速产业布局。

与新能源汽车热管理系统先行者三花智控相比，公司相关产品布局完善。和三花智控作对比，盾安环境在新能源热管理系统的产品布局几乎一致，包括车用电子膨胀阀、电磁阀、热力膨胀阀等阀件品类，也包括气液分离器、水泵、电池热管理系统和降温模块组件等。

表 7：盾安与三花新能源车用热管理主要产品对比

三花智控		盾安环境	
气液分离器	热力膨胀阀	气液分离器	车用常规膨胀阀
整车热管理模块	电池冷却器模块	电池热管理系统	车用电磁膨胀阀
电子膨胀阀	板式冷却器	车用电子膨胀阀	车用截止功能电磁膨胀阀
水泵		车用电子水泵	油分离器
电磁阀		车用电磁阀	降温模块组件

资料来源：公司公告、公司官网，信达证券研发中心

公司已与主流新能源车企及系统公司建立了合作。公司现有的客户包括比亚迪、蔚来、理想、一汽、吉利等新能源车整机厂商，法雷奥、空调国际、马瑞利、三电等车用空调系统厂，银轮、拓普等汽车零部件企业，同时公司与宁德时代、微宏动力、盟固利等电池企业及宇通、中车、一汽解放等商用车车企在商用车电池热管理领域也建立了良好的合作关系并已有供货业绩，产品已经适用于包括比亚迪秦、汉、元、DE、吉利极氪001等多款车型。2020年公司负责新能源汽车相关业务的全资子公司盾安汽车热管理公司实现营业收入2430.98万元，21H1子公司营业收入同比+140%。

公司之所以将新能源汽车相关业务作为大力培育的业务板块，其原因可以从行业的发展潜力和公司本身切入业务的可能性两点出发分析：

1) 新能源汽车行业迅速发展，汽车零部件国产化替代过程中可挖掘潜力巨大。

随着科技革命和产业变革发展，再加上环境生态压力的逐渐加大，新能源汽车成为我国汽车产业发展的必然趋势。新能源汽车融合了清洁能源、新材料、互联网、大数据、人工智能等多项元素，使汽车从单纯交通工具向移动智能终端、储能单位和数字空间转变。为此，我国政策制定单位从2016年起多次出台文件引导新能源汽车产业向好发展。2020年10月，国务院常委会会议通过了《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》。

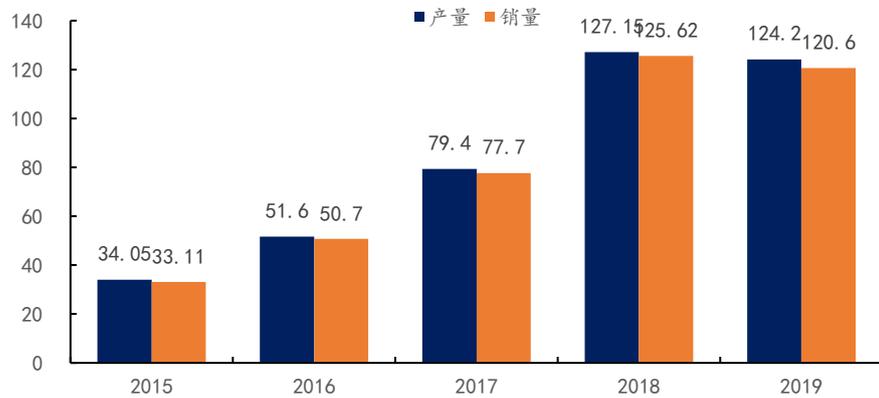
表 8：国家政策推动新能源汽车发展

主导单位	发布文件	发布时间
财政部	《关于“十三五”新能源汽车充电基础设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》	2016
中国汽车工程学会	《节能与新能源汽车技术路线图》	2016
工信部	《促进汽车动力电池产业发展行动方案》	2017
国务院	《汽车产业投资管理规定》	2018
工信部	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》	2020

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

在政策引导下，2015 到 2018 年国内新能源汽车产销两旺，但该阶段行业整体的快速增长很大程度上依赖于相关部门的新能源购车补贴。因此 2019 年各项补贴减少后，当年新能源汽车销量为 120.6 万台，同比小幅下滑 4.00%。但这并不会影响国内新能源汽车行业的整体快速发展，根据工信部发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，在 2035 年新能源汽车销量将占到汽车总销量的 30%。

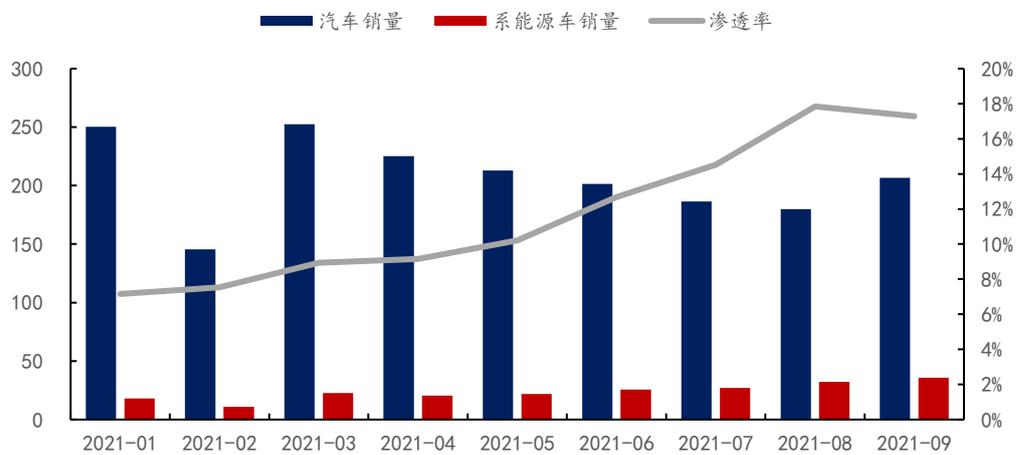
图 19：我国新能源汽车产销量（万台）



资料来源：三花智控公告，中国汽车工业协会，信达证券研发中心

尽管今年汽车销售总体增长缓慢，但新能源车受政策和行业趋势引导快速增长。2021 年三季度我国新能源车销量达 94.90 万台，同比增长 174.99%，从渗透率来看，9 月份新能源汽车的渗透率由年初的 7.16% 提升了 10.14pct，达到 17.29%。

图 20：今年我国新能源汽车渗透率



资料来源：万得，信达证券研发中心

目前来看，全球汽车热管理厂商中传统国外热管理龙头电装、法雷奥、翰昂、马勒四家企业占据全球市场一半以上的份额，具备明显的技术优势。从国内市场来看，主要的汽车空调及热管理系统上市公司包括三花智控、银轮股份、协众国际控股、克来机电、奥特佳、松芝股份。随着国内市场新能源汽车的进一步扩大，对于新能源汽车零部件和热管理需求的将进一步放量，不论是整机厂商还是热管理系统制造商都将扩大生产，寻找二供、三供的过程变为盾安带来了巨大的增长可能和空间。

2) 盾安作为家用制冷阀件龙头企业，拥有扎实的技术、生产基础，具备提供优质新能源车

零部件和热管理系统的能力。

从汽车热管理系统本身来说，新能源汽车热管理系统对比传统汽车热管理系统更为复杂、要求更高。从空调系统看，传统乘用车空调系统通过压缩机制冷，通过余热制热，而新能源车制冷须通过电子压缩机，制热则需要通过 PTC 加热器或热泵；从热管理方面看，传统汽车主要关心发动机和传动冷却，而新能源汽车需要关注电池的加热和冷却、电机电控冷却和电子电器冷却。传统汽车热管理系统和新能源汽车热管理系统中的环节差距体现出对新能源汽车工艺的更为复杂，因此对于其中零部件精度、冷媒调节范围、精度等要求的进一步提高。

反观三花智控的发展历程，根据 2017 年公司公告，公司成为了特斯拉的一级供应商，从最初为 Model x 和 s 供应了电子膨胀阀一个零部件发展至为 Model 3 供应 7 个零部件，三花智控成功切入国内以及海外新能源汽车厂商的供应体系，之后订单不断。

表 9：三花智控从单一零部件供应商到全平台供应

时间	客户	产品	规模
2017/10/12	德国戴姆勒	新能源电动汽车平台和传统汽车平台电子水泵	7.18 亿
2017/10/19	沃尔沃	新能源电动汽车平台热管理部件	6 亿
2017/11/8	蔚来	新能源电动汽车平台热管理部件	3 亿
2018/1/9	蔚来	新能源电动汽车第二代量产车热管理部件	11 亿
2018/1/24	沃尔沃	新能源电动汽车平台水冷板	6 亿
2018/11/22	德国宝马	新能源电动汽车平台热管理部件	2.3 亿
2019/3/28	上汽大众	新能源电动汽车平台水冷板	9 亿
2019/9/5	通用	传统汽车及新能源汽车电子水泵	10 亿
2019/11/13	通用	电动车平台 BEV3 电池冷却组件、热管理阀类	20 亿
2019/12/13	德国宝马	两大主流平台 CLAR/FAAR-WE 的供货商，其中 ETXV 项目为全球独家供货，Chiller+EXV 项目为中国独家供货	6 亿
2020/12/19	比亚迪	弗迪科技新能源汽车 E	5 亿
2021/2/3	上汽集团	电动车核心平台电子膨胀阀、热管理集成模块等产品的独家供货	10 亿
2021/2/6	通用	北美大型电动车平台热管理集成组件的独家供货商	9 亿

资料来源：万得，信达证券研发中心

电子膨胀阀作为特斯拉切入新能源汽车领域的关节并非偶然，电子膨胀阀在汽车空调系统的作用与热力膨胀阀相同，但对于新能源汽车，由于电池热管理、热泵空调的应用中对冷媒调节范围、精度等要求的进一步提高，传统膨胀阀难以实现对此类新型汽车空调及热管理系统的冷媒流量控制要求。

而作为传统老牌零部件厂商的盾安环境，在电子膨胀阀领域同样具备极大的产品优势。膨胀阀的核心是精度，目前公司拥有 BTB 阀体专机、瑞士全自动磨刀机、米克朗专机、自动超声波清洗机等一批自动化机械设备进行电子膨胀阀生产，操作精度可到 0.001mm。公司从瑞士引进的全自动米克朗专机用于螺杆生产加工，平均每 3.1 秒即可完成一个产品，同样可以达到 1 微米精度。从安全性来看，根据格力的产品使用反馈，公司生产的电子膨胀阀泄漏概率仅为 0.8ppm。因此，我们认为公司具备为各大新能源车企或零部件厂商提供高质量产品的能力。

图 21: 公司电子膨胀阀制造设备


资料来源: 公开调研, 信达证券研发中心

图 22: 电子膨胀阀米克朗专机


资料来源: 公开调研, 信达证券研发中心

出于对安全性考虑, 汽零供应商导入时间普遍较长, 但一旦进入供应体系便易形成示范效应, 从而吸引更多其他厂商进行产品预定。目前公司的电子膨胀阀、电磁阀已经在比亚迪 E5、E6、唐、宋等车型上应用, 与蔚来等厂商也已经开始开展定点合作。我们认为, 经过前期沉淀, 公司产品质量和安全性能得到了进一步证实和体现。随着国内新能源汽车的进一步放量, 各大汽车厂商和零部件厂商出于风险和产能考虑, 将逐渐开放二供、三供订单, 在这个过程中, 如果盾安可以凭借前期积累的产品经验争取进入更多企业的供应商列表, 那么新能源汽车热管理相关业务将成为公司发展的另一大支柱。

表 10: 公司现有合作客户

类型	合作对象
整机汽车厂商	比亚迪、蔚来、理想、一汽、上汽、吉利、长安、合众、零跑
商用车企	宇通、中车、一汽解放
空调系统厂	法雷奥、空调国际、马瑞利、三电、松芝、豫新、博耐尔等
汽车零部件厂	银轮、拓普等
电池企业	宁德时代、微宏动力、盟固利等

资料来源: 公司披露投资者调研纪要, 信达证券研发中心

2.2 向广阔商用制冷领域拓展, 打开新的增长空间

基于公司在核心民用制冷零部件业务多年技术积累和生产制造能力, 公司在特种制冷设备、冷链设备、商用中央空调等商用设备领域开拓新的项目。

图 23：公司提供商用制冷系统解决方案



资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

从产品矩阵上来看，公司针对商用高能效、轻量化等特点对产品不断进行改进。以电子膨胀阀为例，公司 N 系列电子膨胀阀专为多联机而生，针对不同噪音机理优化设计各种流道结构进行有效降噪；大驱动力电机设计使膨胀阀低至 40% 的额定电压下仍能正常工作，并且大幅提高产品运行寿命达 10 倍以上；而 P 系列电子膨胀阀主要用于多联机和模块机，采用了独特的结构设计实现小电机大负载，体积和重量均大幅减小 50% 以上，为整机的紧凑性和轻量化提供空间。

图 24：公司 N 系列电子膨胀阀



资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

图 25：公司 P 系列电子膨胀阀

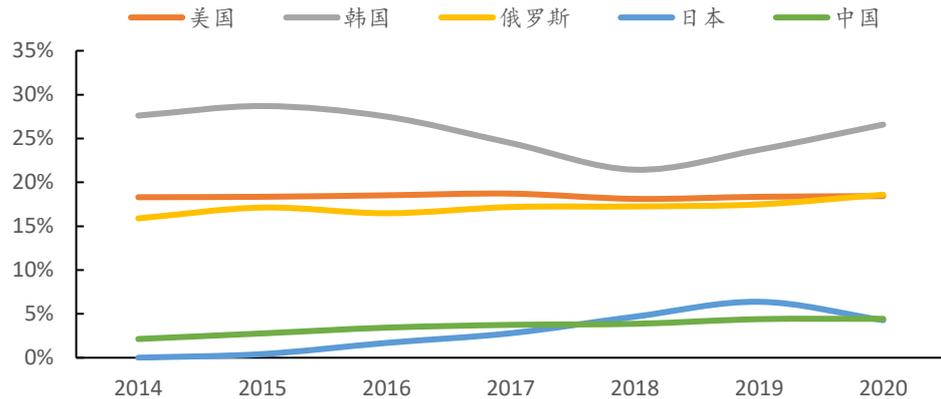


资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

除了商用零部件以外，公司还有多种类的商用空调，其中特种空调业务也是公司的亮点之一。公司特种空调主要分为 3 类：

1) 核级空调：公司是国内核电通风行业唯一同时具备核级风机和风阀设计、生产许可证、及抗震分析资质的厂家，是中国第一家为核电站配套核级 DEL 冷水机组和核级直接蒸发式制冷机组以及中国华龙一号 WEC 冷水机组、WEC 风冷机组、WSC 冷水机组的厂家。公司是中广核集团、中核集团、国家电力投资 HVAC 核心供应商。

核电作为重要清洁能源，在西方得到了广泛使用。2020 年韩国、美国、俄罗斯核电占当年国家总发电量的 26.5%、18.43%、18.59%，而中国在 2020 年核电发电占比仅为 4.43%。根据中国核电发展中心、国网能源研究院发布《我国核电发展规划研究》，预计 2030 年、2035 年核电发展规模达到 1.31 亿千瓦、1.69 亿千瓦，发电量占比达到 10.0%、13.5%。公司作为国内为数不多的核级空调厂家，核电将成为公司业务发展的重要组成部分。

图 26：世界各国核电发电占比


资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 轨交制冷：轨交制冷空调是公司商用中央空调的一大应用。公司研发制造的轨交车载空调机组主要包括轨交车辆定频（热泵）产品系列、司机室空调、司机室通风单元、足部加热器等产品。公司于中国中车、深圳地铁、杭州地铁、北京地铁、南通轨道交通等十多家国内轨道交通企业均有合作，目前在手项目包括杭州 1 号线增购、杭州机场线、贵阳地铁二号线、南通地铁二号线、北京地铁 7、9、17 号线站台项目等。

3) 通信机房：受益于 5G 时代基站建设和日益增加的大型数据中心需求，公司为电信、移动数据中心、华为 5G 基站、多项海外项目提供通信机房服务。

除了特种制冷设备以外，公司还是国内绿色高效冷链系统和装备的领军企业。公司代表产品是以 CO₂ 环保冷媒为制冷剂的可持续冷链整体解决方案，通过绿色智能技术，可以有效提高系统效率，碳排放可减少 3800 倍，适配各种类型的大型冷库，符合当前“碳中和”、“碳达峰”的政策要求。

表 11：公司部分中标和公示项目

序号	项目名称	发布日期	省份地区	招标/采购单位
核电项目				
1	田湾核电站 7、8 号机组常规岛及 BOP 空调设备采购中标候选人公示	2021-04-15	北京	中国核电工程有限公司
2	秦一厂 06#应急冷冻机组项采购中标候选人公示	2021-04-26	浙江	泰山核电有限公司
3	徐大堡核电站 3、4 号机组常规岛离心式制冷设备中标候选人公示	2021-04-27	北京	中国核电工程有限公司
4	LOT312A-海南昌江核电站 3、4 号机组 WWC、WAC、WEC 系统冷水机组设备采购中标结果公告	2021-04-30	北京	中国核电工程有限公司
5	海南昌江核电站 1、2 号机组 205 大修 DEL 冷机备件采购项目采购结果公告	2021-06-01	海南	海南核电有限公司
轨交项目				
6	北京市轨道交通 12 号线工程空调机组（含新风机组）采购项目	2019-09-26	-	中标结果
7	苏州市轨道交通 S1 线工程冷水机组项目	2020-10-16	江苏	中标结果
8	苏州市轨道交通 S1 线工程空调机组项目	2020-10-16	江苏	中标结果
9	洛阳市城市轨道交通 2 号线一期工程通风空调系统采购项目 02 标段中标公示	2021-02-10	河南	-
冷链项目				
10	秦一厂 06#应急冷冻机组项采购中标结果公告	2021-05-07	浙江	泰山核电有限公司
11	宁波农副产品物流中心项目 II 期冷链物流中心冷库制冷设备采购及安装项目中标公示	2021-03-10	浙江	-
通信				
12	中国移动 2021 年至 2023 年新型空调末端系统集中采购_中标结果公示	2021-04-12	北京	中国移动通信有限公司

资料来源：企查查，信达证券研发中心

不难看出，公司商用空调业务在各细分领域均拥有很高的行业地位和技术优势。从业务体量来说，公司整机制冷空调业务规模较为稳定，占公司收入比例也位于 20% 左右波动。从毛利率的角度来看，制冷设备毛利率维持在 23% 以上，较制冷配件高出 8pct。特种空调业务本

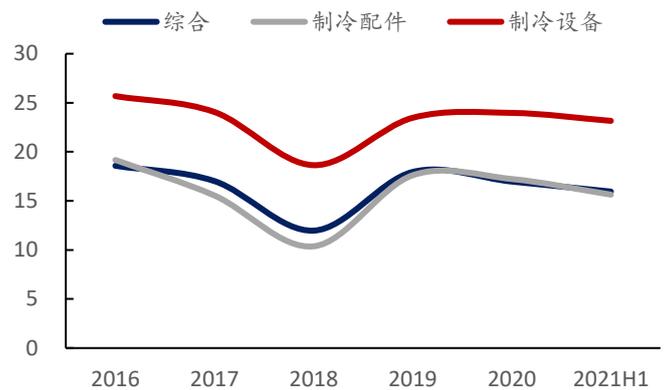
身具有项目周期长、盈利能力强、客户稳定的特征，是公司良好的主业基础。

图 27: 公司制冷设备业务规模及占比



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 公司制冷配件和制冷设备毛利率对比



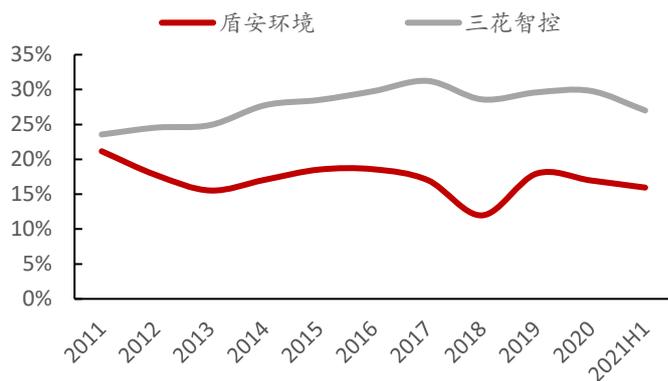
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

大型商用中央空调、特种空调、冷链设备和商用制冷零部件业务具备较强的毛利水平，有利于拉动公司整体业务的盈利能力。目前公司商用业务占比较低，未来公司将在夯实家用空调配件市场优势地位的基础上，将重点拓展商用空调配件与特种空调设备业务，在提升公司业务规模的同时有效推高公司盈利能力。

三、内部梳理做精做细，盈利能力存在广阔提升空间

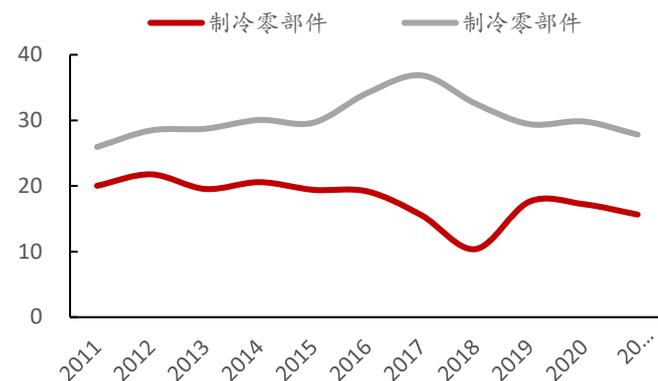
重新聚焦核心主业的盾安环境在实现业务规模提升的同时，需要解决的另一个问题则是提升公司盈利能力。2021H1公司毛利率 15.95%，低于三花智控 11.05pct，公司净利率 5.06%，低于三花 5.84pct；单从公司制冷量部件毛利率来看，十年前盾安和三花制冷零部件毛利率分别为 20.03%和 25.95%，而 10 年后盾安环境制冷零部件毛利率出现下滑，21H1 毛利率仅为 15.64%，而三花制冷零部件业务毛利率水平则小幅提升至 27.82%。从净利率的角度来看，10 年间公司与三花的净利率差距有所增加。

图 29：公司毛利率与三花对比（%）



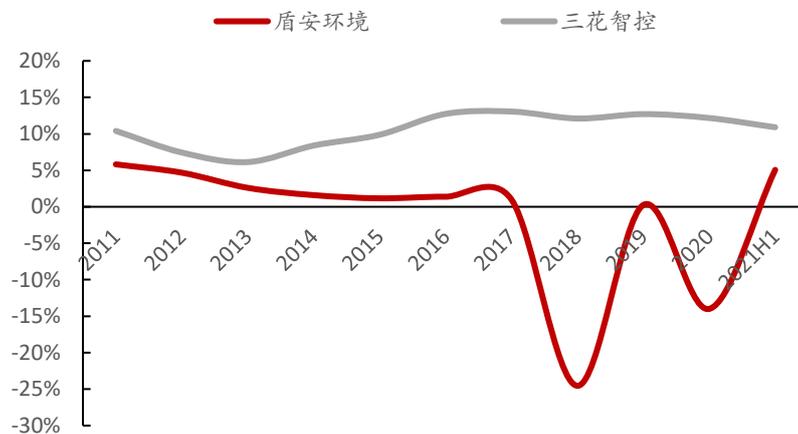
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：公司制冷零部件毛利率与三花对比（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：公司毛利率与净利率对比（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司间盈利水平的差距到底是由什么导致的？公司是否可以通过一些措施进行改善呢？

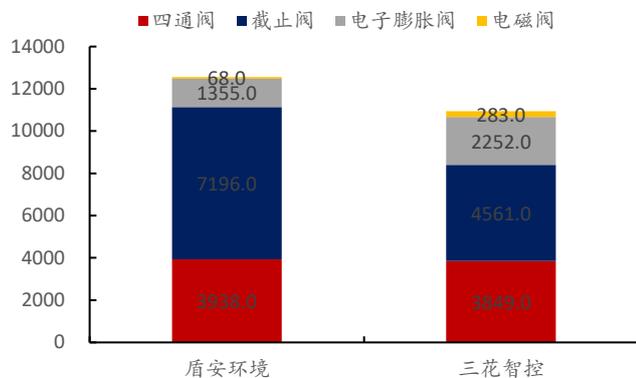
3.1 产品业务结构、收入地区差异带来毛利率结构差异

公司毛利水平与三花存在差距的原因主要可以归结为三类：

1) 产品结构和行业构成差距：一方面，公司毛利水平低于三花的原因在于公司业务中毛利水平较低的四通阀、截止阀比例较高，占公司四类阀件内销总量的 88.67%，而三花这两类阀件仅占 76.84%。而毛利水平较高的电子膨胀阀和电磁阀比例要明显低于三花，且从绝对

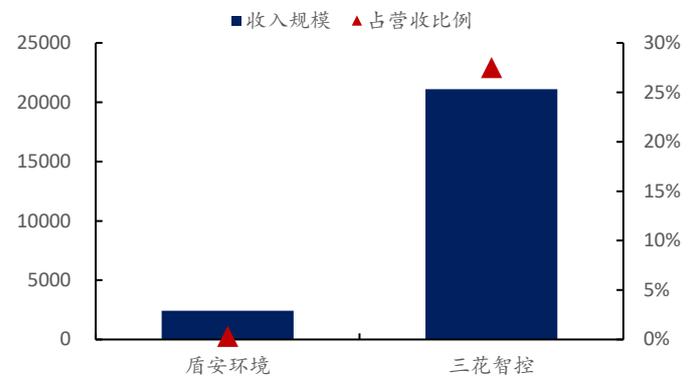
数量来看，2021H1 三花电子膨胀阀内销出货量较盾安多出 66.2%，明显高于盾安。另一方面，盾安在盈利能力更强的新能源汽车零部件相关业务方面收入规模体量小，因此对于公司毛利率水平暂时还没有较大的拉动作用。

图 32: 公司低毛利率的四通阀、截止阀比例高于三花 (万套)



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

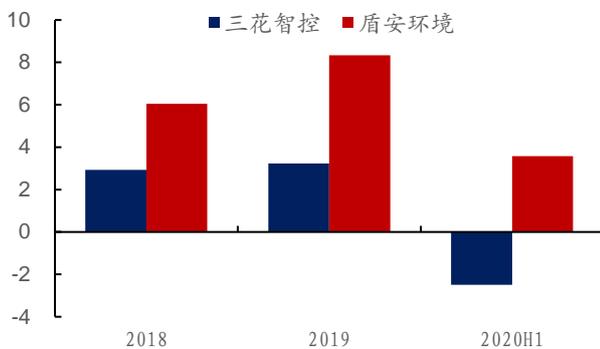
图 33: 公司新能源汽车相关业务占比和规模小于三花 (万, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

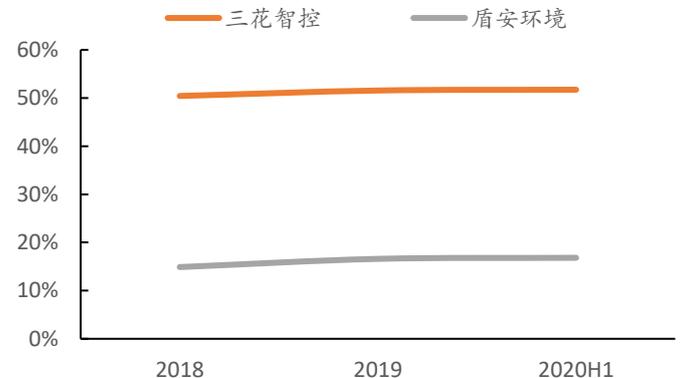
2) 国内外营业收入结构差别, 盾安环境海外业务占比低。一般来说, 由于国外厂商对于产品单价高、盈利水平强的电子膨胀阀、热管理集成模块、完整电池冷却机组等产品订单比例更高, 因此国外业务毛利率要高于大陆业务, 然而三花智控海外业务占比已超过 50%, 而盾安环境海外业务比例不足 20%, 因此收入的国内外业务比例差距也对公司整体盈利能力产生了一定影响。

图 34: 海外业务毛利率-大陆业务毛利率 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 35: 海外营业收入占比 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3) 民用和商用业务比例差距。根据公司调研介绍, 盾安商用业务目前占比不足 20%, 而商用产品整体价格高且盈利能力强, 对公司营业收入和盈利能力都有更强的拉动能力。

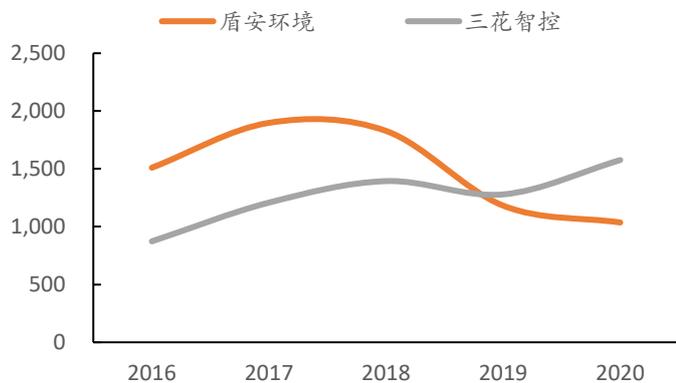
总体来看, 目前公司受产品业务品类、用途和业务地区差距影响导致盈利能力弱于三花智控。但根据公司产品规划, 未来公司将大力发展电子膨胀阀、新能源汽车相关高毛利 SKU, 提高公司商用业务比例, 继续开拓海外市场业务, 将来有望进一步有效提升公司盈利水平。

3.2 内部改革落实责任, 深挖效率提效益

截至 2020 年底, 盾安环境技术人员共 1036 人, 同比减少 12.35%, 同期三花智能技术人员共 1576 人。从创收效率角度来看, 公司人均创收能力始终低于三花智控, 2020 人均创收

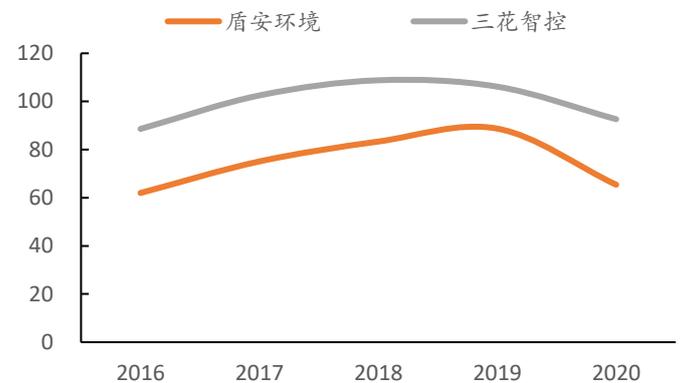
65.41 万元/人，低于三花的 92.63 万元/人，具有很大效率提升空间。为进一步提高公司人均产出，提升效率，公司从设备、制度、考核等多方面进行了改革。

图 36: 公司技术人员变化及对比 (个)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 37: 公司人均创收变化及对比 (万元/人)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

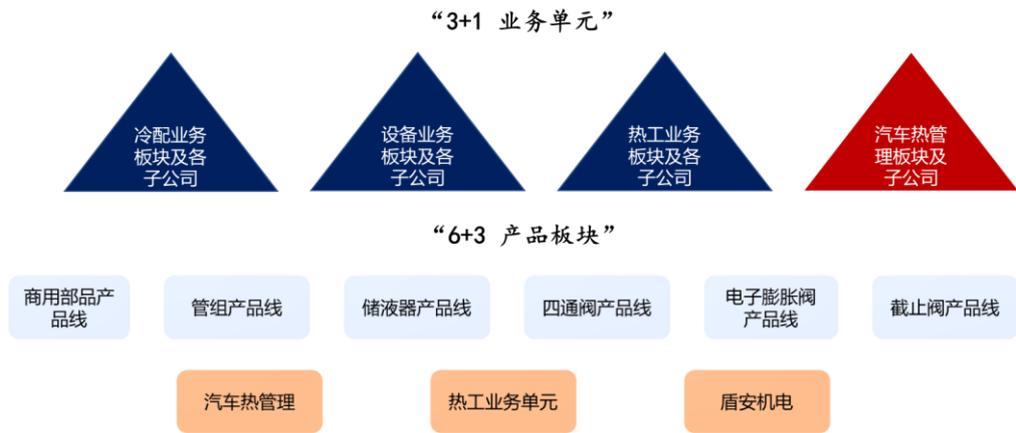
打造智能化工厂, 提高工人生产效率。盾安环境制冷配件智能制造工厂曾入选 2017 年浙江十大智能工厂, 在智能系统运行下, 大多数生产线工人数量可以从两位数减少至 2-3 人; 过去一个订单需要向 50 人线下编排任务, 通过扫描 MES 设备卡, 指令即可通过短信方式通知相关管理人员。一方面, 机器代替人工可以减少公司用人成本, 另一方面数字化流程也为公司生产节约时间, 从两方面共同提高生产效率。

图 38: 公司智能化工厂生产



资料来源: 公司公众号, 信达证券研发中心

启动划小核算单元项目, 跨入精细化管理新时代。公司从 2018 年开始启动划小核算单元项目, 以产品线为单位进行内部生产划小核算, 各业务单元、产品线负责人每年都要签订《组织绩效合同书》、《质量责任书》、《EHS 目标责任书》。这样严格且精细化的考核机制一方面可以更好地落实经济责任, 充分调动员工生产工作积极性, 另一方面将不同产品线不同业务单元进行细化分类, 有利于进一步理清生产业务, 提高日常生产工作效率, 从而提高企业效益。

图 39：“6+3”产品板块 + “3+1 业务单元”


资料来源：公司调研，公司公告，信达证券研发中心

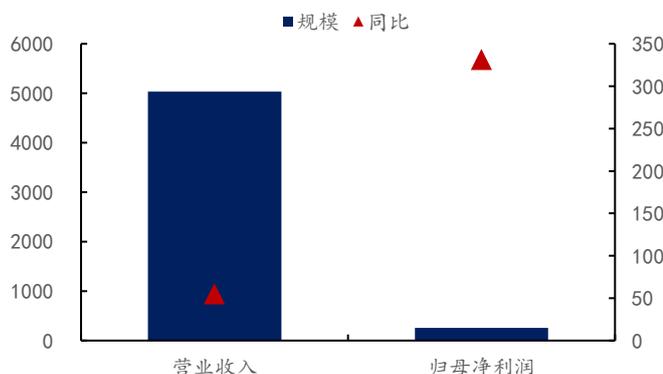
合伙人计划绑定员工高管利益，推动公司长期可持续发展。公司于 2020 年 10 月提出公司事业合伙人计划，设立有限合伙企业作为持股平台，资金上限 1 亿。合伙人计划员工覆盖数量不超过 300 人，除董监高外，公司各子公司及业务部中层以上人员均有参与资格。合伙人计划体现出了公司对于未来发展的信心，将公司长远发展利益与员工深度绑定，建立以股权为纽带的共创、共担、共享的长效机制，有利于增强公司凝聚力和核心竞争力。

表 12：事业合伙人计划管理办法

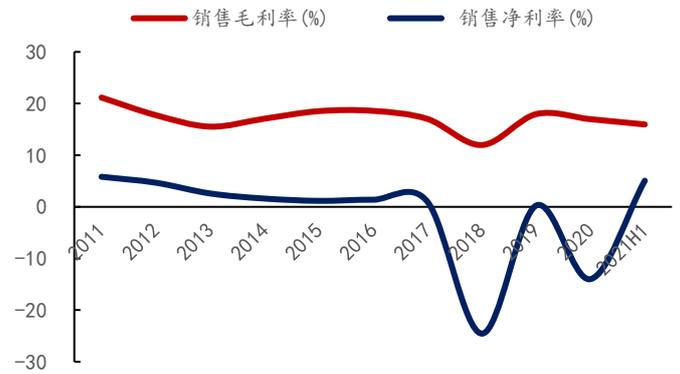
形式	设立有限合伙企业作为本计划的持股平台，履行持股职能
参与对象	本计划的对象涵盖公司职能中心、冷配业务、设备业务、热工业务、汽车热管理业务员工，以及公司董事会认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的符合事业合伙人资格的其他人员
人数	总员工数不超过 300 人，董监高共 10 人
资金上限	最高 1 亿，其中董监高自筹出资 992.4 万元其他符合条件的员工自筹资金认购总金额约 5,007.60 万元，占本计划总份额的比例为 83.46%。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着业务重心的不断明确，生产管理效率的稳步提升，21 年上半年公司业绩改善明确。21H1 公司营业收入达到 50.36 亿元，同比+55.3%，实现归母净利润 2.59 亿元，同比+331.66%。从毛利率水平来看，受到原材料价格上涨带来的成本压力，公司整体销售毛利率水平略有下滑。但受益于公司内部提效和营收规模扩大，销售费用率和管理费用率的显著下降，因此总体来看，公司销售净利率明显转好达到 5.06%。

图 40：21H1 公司营业收入及归母净利润水平明显上升


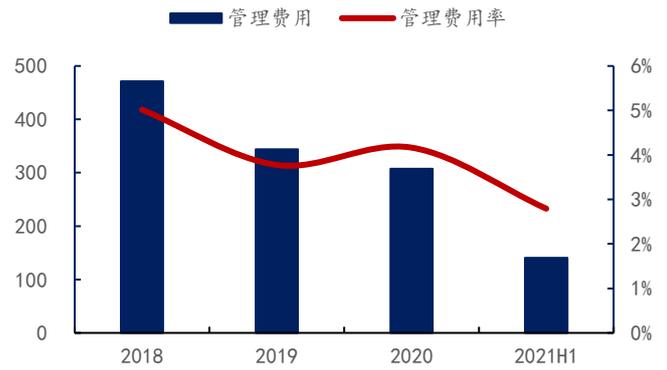
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：公司销售毛利率和净利率逐渐改善


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42: 公司销售费用及费用率变化


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 43: 公司管理费用及费用率变化


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

总体来看, 盾安环境作为国内和全球制冷配件龙头企业, 经过对外围业务的剥离和集团层面金融债务的处理, 已经完成了公司重新出发的必要准备工作, 思路清晰:

- 1) 作为国内和世界制冷配件龙头企业, 公司将聚焦核心主营业务, 在夯实家用空调配件市场优势地位的基础上, 重点拓展商用空调配件与特种空调设备业务, 布局 5G、轨交、冷链、新能源汽车热管理等国家重点产业政策引导的新基建和新消费产业关联的空调与制冷业务。
- 2) 将新能源汽车热管理系统业务作为公司重点培育业务, 抓紧新能源汽车放量带来的行业机遇。依靠自身的品牌和产品力提升公司在新能源汽车相关业务的市场占有率, 推动公司业务继续扩大。
- 3) 调整业务产品结构, 深挖公司效率, 提升公司盈利能力。未来公司将着力提升盈利能力强的商用业务、电子膨胀阀业务、海外业务, 改善公司产品结构; 同时, 公司通过推动智能化生产改造, 深挖内部效率提升空间, 有望进一步提升生产效率, 提高企业整体效益。

盈利预测、估值与投资评级

我们将公司业务拆分为通用设备制造板块、节能板块和其他业务，通用设备制造又分为制冷配件和制冷设备量大板块，在制冷配件方面，我们基于公司四通阀、截止阀、电磁阀、电子膨胀阀出货量进行拆分。

表 13: 公司营业收入预测及同比增速 (百万元, %)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,380.56	9,506.90	10,876.39	12,099.57
YoY	-18.93%	28.81%	14.41%	11.25%
制冷配件	5,350.89	7,384.23	8,491.86	9,510.89
YoY	-11.07%	38.00%	15.00%	12.00%
制冷设备	1,536.19	1,582.28	1,740.50	1,914.55
YoY	-12.89%	3.00%	10.00%	10.00%
节能板块	63.54	88.96	102.30	51.15
YoY	-91.97%	40.00%	15.00%	-50.00%
其他业务	429.94	451.44	541.72	622.98
YoY	-19.26%	5.00%	20.00%	15.00%

资料来源: 信达证券研发中心预测

可比家电公司估值情况

由于公司传统制冷业务业务占比较高，估值低于同类公司平均水平。

表 14: 可比公司估值情况 (百万元, %)

证券代码	证券简称	股价	EPS			市盈率 PE			总收入(百万元)		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E
002050.SZ	三花智控	24.8	0.4	0.5	0.7	60.5	45.8	37.2	12,109.8	15,475.2	18,454.2
002126.SZ	银轮股份	10.9	0.4	0.5	0.7	26.6	21.5	16.2	6,324.2	7,398.2	8,608.7
603960.SH	克来机电	31.0	0.5	0.6	0.9	60.7	56.0	34.4	766.1	894.7	1,375.5
	平均					49.3	41.1	29.3			
002011.SZ	盾安环境	6.8	-1.09	0.46	0.59	-	14.7	11.6	7,381	9,507	10,876

资料来源: 行业可比公司为万得一致性预测, 信达证券研发中心预测

我们认为在业务方面，公司作为国内制冷阀件业务龙头，未来在夯实传统制冷业务基本盘，稳定扩大主营业务的同时通过抓住新能源汽车行业发展东风，借优势零部件切入新能源业务，将为公司带来新的增长动力。从盈利能力来看，公司未来将推动盈利水平较高的电磁膨胀阀等产品、商用阀件、海外业务订单比例的提升，辅以内部挖掘效率，降本增效，公司总体盈利能力有望再上一个台阶。从估值水平来看，目前公司具有较高的配置价值。

综上，我们预计公司 21-23 年收入为 95.07/108.76/121.00 亿元，同比+28.8%/+14.4%/+11.2%；归母净利润 4.24/5.37/6.44 亿元，同比+142.5%/26.6%/19.8%，对应 PE 为 14.69/11.61/9.69 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素

新能源热管理系统业务开展不及预期、下游民用空调消费不及预期、公司商用业务推广不及预期、核电项目中标不及预期等。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,933	6,792	7,313	8,474	9,182
货币资金	1,303	1,552	1,345	1,389	1,579
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,713	1,073	1,585	1,697	1,953
预付账款	48	54	61	75	80
存货	972	1,235	1,322	1,675	1,762
其他	1,897	2,878	3,000	3,637	3,808
非流动资产	2,765	1,711	1,956	2,101	2,296
长期股权投资	295	293	394	443	517
固定资产(合计)	1,177	961	1,131	1,254	1,401
无形资产	1,073	209	209	209	209
其他	221	247	221	195	169
资产总计	8,698	8,503	9,268	10,575	11,478
流动负债	4,465	6,977	7,326	8,092	8,351
短期借款	1,511	1,363	1,363	1,363	1,363
应付票据	405	683	661	887	908
应付账款	1,647	1,720	1,998	2,424	2,604
其他	901	3,209	3,304	3,418	3,476
非流动负债	2,024	250	250	250	250
长期借款	1,494	134	134	134	134
其他	530	116	116	116	116
负债合计	6,489	7,227	7,576	8,342	8,602
少数股东权益	-172	-90	-98	-95	-95
归属母公司股东权益	2,381	1,366	1,790	2,328	2,971
负债和股东权益	8,698	8,503	9,268	10,575	11,478

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,104	7,381	9,507	10,876	12,100
同比(%)	-3.2%	-18.9%	28.8%	14.4%	11.2%
归属母公司净利润	131	-1,000	424	537	644
同比(%)	106.1%	-861.3%	142.5%	26.6%	19.8%
毛利率(%)	17.9%	17.0%	16.2%	16.1%	16.7%
ROE%	5.5%	-73.2%	23.7%	23.1%	21.7%
EPS(摊薄)(元)	0.14	-1.09	0.46	0.59	0.70
P/E	48.57	—	14.69	11.61	9.69
P/B	2.62	4.57	3.48	2.68	2.10
EV/EBITDA	9.78	12.82	18.76	12.92	11.37

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,104	7,381	9,507	10,876	12,100
营业成本	7,470	6,128	7,971	9,122	10,085
营业税金及附加	45	39	57	61	70
销售费用	444	262	328	348	411
管理费用	344	307	399	348	423
研发费用	380	296	295	337	381
财务费用	219	172	132	134	133
减值损失合计	-45	-247	129	75	102
投资净收益	-596	-184	48	65	67
其他	566	-33	16	-30	-6
营业利润	128	-288	518	636	757
营业外收支	-19	-673	-28	0	0
利润总额	108	-960	490	636	757
所得税	85	73	73	95	114
净利润	23	-1,033	416	541	644
少数股东损益	-108	-34	-8	3	0
归属母公司净利润	131	-1,000	424	537	644
EBITDA	853	636	446	643	714
EPS(当年)(元)	0.14	-1.09	0.46	0.59	0.70

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	634	437	48	209	381
净利润	23	-1,033	416	541	644
折旧摊销	363	243	-12	-16	-14
财务费用	217	181	144	144	144
投资损失	596	184	-48	-65	-67
营运资金变动	-153	504	-379	-351	-258
其它	-412	358	-74	-43	-67
投资活动现金流	90	239	-112	-21	-48
资本支出	18	-181	-55	-32	-35
长期投资	31	313	-104	-55	-79
其他	40	108	48	65	67
筹资活动现金流	-650	-420	-144	-144	-144
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	2,806	2,132	0	0	0
支付利息或股息	-202	-187	-144	-144	-144
现金流净增加额	109	231	-208	44	190

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 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@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
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。