

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

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

担保债务清偿完毕，格力兜底助力经营提升

2022 年 7 月 3 日

事件: 2022 年 7 月 3 日，公司发布公告更新了关联担保事项解决方案进展，公司于 6 月 30 日已发函告知控股股东格力并先行向关联担保债权人支付 3.33 亿元清偿款。

点评:

➤ 盾安环境关联担保债务完全解决:

1) 3.3 亿元已由原股东盾安控股清偿，因公司此前已于 2020 年计提担保损失，因此此次预计将对半年报带来一次性财务回滚收益；

2) 剩余 3.3 亿由上市公司先行代偿，同时格力通过借款方式解决盾安资金压力，3.3 亿+利息成本后续格力全部兜底。由于格力就 9.71% 股权事宜尚未与盾安控股、紫金矿业达成一致，具体还款方式及补偿方案将于 10 月 31 日前确定。

➤ **进一步凸显盾安在格力体内战略地位，经营质量将显著提升。**一方面在格力的资金、订单、资源的多重支持下，公司有望保持制冷零部件业务的平稳发展，与格力进一步实现产业融合推动商用制冷业务发展；另一方面，公司汽车热管理业务正处于高速拓展期，在新客户、定点车型方面不断取得新进展，格力也有望为公司的研发投入、产能扩张提供资本、技术、经验支持。

➤ **盈利预测和投资评级:** 我们看好盾安“制冷+热管理”的长期发展格局，暂不考虑一次性财务回滚影响，我们预计公司 2022-2024 年收入 104.9/117.0/130.7 亿元，同比增速为 6.6%/11.6%/11.6%；归母净利润为 5.5/6.9/8.4 亿元，同比增速为 36.1%/24.8%/21.5%，对应 PE 为 21.1/16.9/13.9x。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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7,381	9,837	10,485	11,704	13,065
增长率 YoY %	-18.9%	33.3%	6.6%	11.6%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	-1,000	405	552	688	837
增长率 YoY%	-861.3%	140.5%	36.1%	24.8%	21.5%
毛利率%	17.0%	16.3%	16.6%	17.2%	17.7%
净资产收益率ROE%	-73.2%	23.4%	23.1%	21.0%	19.9%
EPS(摊薄)(元)	-1.09	0.44	0.60	0.75	0.91
市盈率 P/E(倍)	—	31.14	21.08	16.89	13.90
市净率 P/B(倍)	2.65	7.24	4.87	3.55	2.76

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 7 月 1 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,792	6,344	6,697	6,926	7,672
货币资金	1,552	1,046	1,064	665	707
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,073	1,154	1,436	1,488	1,726
预付账款	54	49	64	64	75
存货	1,235	1,476	1,198	1,532	1,587
其他	2,878	2,619	2,933	3,176	3,577
非流动资产	1,711	1,918	2,164	2,486	2,722
长期股权投资	293	296	297	299	300
固定资产	961	927	911	1,037	1,042
无形资产	209	200	413	514	671
其他	247	494	543	637	708
资产总计	8,503	8,261	8,861	9,412	10,394
流动负债	6,977	5,839	5,940	5,762	5,915
短期借款	1,363	1,738	1,428	1,078	678
应付票据	683	582	797	784	924
应付账款	1,720	1,962	2,270	2,412	2,733
其他	3,209	1,558	1,445	1,488	1,580
非流动负债	250	786	636	486	386
长期借款	134	501	351	201	101
其他	116	285	285	285	285
负债合计	7,227	6,626	6,577	6,248	6,301
少数股东权益	-90	-100	-103	-111	-120
归属母公司所有者权益合计	1,366	1,735	2,387	3,276	4,212
负债和股东权益	8,503	8,261	8,861	9,412	10,394

重要财务指标			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,381	9,837	10,485	11,704	13,065
同比(%)	-18.9%	33.3%	6.6%	11.6%	11.6%
归属母公司净利润	-1,000	405	552	688	837
同比(%)	-861.3%	140.5%	36.1%	24.8%	21.5%
毛利率(%)	17.0%	16.3%	16.6%	17.2%	17.7%
ROE%	-73.2%	23.4%	23.1%	21.0%	19.9%
EPS(摊薄)(元)	-1.09	0.44	0.60	0.75	0.91
P/E	—	31.14	21.08	16.89	13.90
P/B	2.65	7.24	4.87	3.55	2.76
EV/EBITDA	9.90	17.09	22.56	16.19	14.16

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,381	9,837	10,485	11,704	13,065
营业成本	6,128	8,233	8,749	9,689	10,751
营业税金及附加	39	43	49	53	60
销售费用	262	258	392	415	470
管理费用	307	306	440	486	549
研发费用	296	370	377	427	502
财务费用	172	121	71	49	38
减值损失合计	-247	-10	222	107	164
投资净收益	-184	26	-69	-41	-59
其他	-33	-22	57	84	86
营业利润	-288	500	617	734	887
营业外收支	-673	-53	-38	0	0
利润总额	-960	448	579	734	887
所得税	73	52	30	54	59
净利润	-1,033	395	549	680	828
少数股东损益	-34	-10	-3	-8	-8
归属母公司EBITDA	-1,000	405	552	688	837
EBITDA	559	827	555	767	838
EPS(当	-1.09	0.44	0.60	0.75	0.91

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	437	518	873	360	731
净利润	-1,033	395	549	680	828
折旧摊销	243	212	78	134	105
财务费用	181	127	76	59	42
投资损失	184	-26	69	41	59
营运资金变	504	-270	273	-457	-151
其它	358	80	-172	-97	-152
投资活动现金流	239	244	-121	-200	-147
资本支出	-181	-79	-50	-158	-86
长期投资	313	197	-2	-1	-2
其他	108	127	-69	-41	-59
筹资活动现金流	-420	-1,243	-734	-559	-542
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	2,132	4,193	-460	-500	-500
支付利息或股息	-187	-139	-76	-59	-42
现金流净增加额	231	-539	18	-399	42

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	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	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。