

盾安环境 (002011)

Q2 业绩超预期，主业盈利大幅改善

事件：公司公布 22H1 业绩预告，上半年预计实现归母净利润 5.5-6.0 亿元，同比增长 112.4%-131.7%，预计实现扣非归母净利润 2.4-3.0 亿元，同比增长 1.6%-27.0%。其中，公司 22Q2 预计实现归母净利润 4.7-5.2 亿元，同比增长 189.4%-220.4%，预计实现扣非归母净利润 1.7-2.3 亿元，同比增长 13.2%-53.8%。

Q2 扣非净利润超预期，担保损失冲回贡献业绩。伴随着连带担保事宜的债务清偿和责任解除，公司 22Q2 冲回前期计提的预计负债 3.01 亿元计入当期营业外收入，属于非经常性损益，拉动报表端归母净利润大幅增长。若剔除非经常性损益影响，公司 22Q2 实现扣非净利润 1.7-2.3 亿元，同比增长 13.2%-53.8%，超出市场预期。我们预计主要系格力关联交易等新增订单质量较高所致，伴随着客户结构调整，公司产品结构与盈利能力有望同步提升。此外，公司资产负债表有所改善（财务费用减少）以及阀件产品主要原材料铜的价格近期快速回落，均有望对公司未来盈利贡献更多弹性。

格力订单有序注入，主业稳健发展。6月初公司公告格力全年订单金额预计为 29 亿元，则相比于 2021 年贡献超额采购 12.1 亿元，我们预计关联交易基本可以熨平个别客户订单流出的影响甚至总体而言略有增益，公司制冷主业全年有望平稳发展。从收入节奏上看，我们预计格力订单超额转入自 6 月开始，对于 22Q2 收入贡献相对有限，我们预期公司上半年收入增速收窄至小个位数，格力订单将在下半年集中释放。

公司汽零业务成长加速。下游电动车行业在政策落地后市场快速回暖，2022 上半年新能源车销量 260 万辆，同比+116%，大客户放量+新客户顺利开拓形成公司汽零收入增长有效支撑。

投资建议：盾安是制冷元器件领域龙头，将业务延伸高景气新能源车热管理赛道后，有望抓住二供机遇打造未来发展的新增长极。我们看好公司在加深与控股股东绑定后的产业协同和新业务发展。预测公司 22-24 年营收 107.9/119.6/132.6 亿元（前值 106.0/118.5/130.3 亿元），同比+9.7%/+10.9%/+10.9%；归母净利润 8.6/7.2/8.7 亿元（前值 5.1/6.3/7.5 亿元，考虑到客户结构调整推动盈利能力提升+当期非经损益故有所上调），同比+113.1%/-16.1%/+20.3%，对应 22-24 年 14.3X/17.1X/ 14.2X PE，维持“买入”评级。

风险提示：业绩预告仅为初步测算结果，具体数据以正式发布的半年报为准；业务开展不及预期的风险；新技术迭代的风险；定增导致股东即期回报被摊薄的风险；定增落地具有不确定性。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,380.56	9,836.98	10,788.33	11,961.98	13,261.97
增长率(%)	(18.93)	33.28	9.67	10.88	10.87
EBITDA(百万元)	946.71	1,198.13	973.72	1,150.74	1,308.06
净利润(百万元)	(999.71)	405.36	863.76	724.36	871.31
增长率(%)	(861.30)	(140.55)	113.08	(16.14)	20.29
EPS(元/股)	(1.09)	0.44	0.94	0.79	0.95
市盈率(P/E)	(12.36)	30.48	14.30	17.06	14.18
市净率(P/B)	9.04	7.12	4.70	3.68	2.92
市销率(P/S)	1.67	1.26	1.15	1.03	0.93
EV/EBITDA	5.52	11.19	13.77	10.15	9.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/家电零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.47 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	917.21
流通 A 股股本(百万股)	916.18
A 股总市值(百万元)	12,354.85
流通 A 股市值(百万元)	12,340.88
每股净资产(元)	1.98
资产负债率(%)	77.41
一年内最高/最低(元)	16.32/5.10

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

宗艳 联系人
zongyan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《盾安环境-公司点评:格力定增彰显信心，流动性纾困赋能业务发展》 2022-07-10
- 《盾安环境-公司专题研究:热管理冷媒新秀加速成长》 2022-06-30
- 《盾安环境-公司点评:格力继续加码，公司主业有望平稳发展》 2022-06-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,552.28	1,045.91	1,102.68	2,414.74	1,998.61
应收票据及应收账款	1,072.82	1,154.05	2,707.93	1,574.19	3,173.29
预付账款	53.89	48.68	103.14	63.84	120.49
存货	1,234.87	1,476.38	1,435.85	1,767.37	1,768.78
其他	2,661.03	2,354.70	2,735.76	2,751.24	3,029.39
流动资产合计	6,574.90	6,079.71	8,085.35	8,571.38	10,090.56
长期股权投资	293.44	296.40	299.37	302.33	305.30
固定资产	960.93	926.95	738.85	549.05	359.25
在建工程	86.81	85.05	83.28	81.52	79.76
无形资产	209.25	200.24	178.16	155.62	133.08
其他	160.28	408.91	212.56	197.85	188.00
非流动资产合计	1,710.70	1,917.56	1,512.22	1,286.37	1,065.38
资产总计	8,502.87	8,261.26	9,597.57	9,857.75	11,155.94
短期借款	1,363.41	1,737.99	1,303.49	977.62	733.21
应付票据及应付账款	2,403.92	2,543.44	3,178.88	3,115.20	3,833.06
其他	3,100.59	1,450.89	1,915.65	1,949.17	1,990.14
流动负债合计	6,867.92	5,732.31	6,398.02	6,041.99	6,556.41
长期借款	134.46	501.03	375.77	281.83	211.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	115.74	285.14	310.31	310.31	310.31
非流动负债合计	250.19	786.17	686.08	592.13	521.68
负债合计	7,226.82	6,625.66	7,084.10	6,634.12	7,078.09
少数股东权益	(89.99)	(99.83)	(116.76)	(130.97)	(148.05)
股本	917.21	917.21	917.21	917.21	917.21
资本公积	2,116.55	2,116.55	2,116.55	2,116.55	2,116.55
留存收益	(1,706.57)	(1,298.50)	(434.74)	289.62	1,160.93
其他	38.85	0.16	31.21	31.21	31.21
股东权益合计	1,276.05	1,635.60	2,513.47	3,223.63	4,077.85
负债和股东权益总计	8,502.87	8,261.26	9,597.57	9,857.75	11,155.94

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(1,033.39)	395.42	863.76	724.36	871.31
折旧摊销	243.43	180.00	167.20	169.35	169.35
财务费用	181.13	126.63	117.37	87.25	61.56
投资损失	184.03	(26.21)	(21.13)	(21.13)	(21.13)
营运资金变动	(137.83)	36.98	(1,132.41)	804.12	(1,173.10)
其它	999.78	(195.08)	(16.90)	(14.16)	(17.04)
经营活动现金流	437.15	517.74	(22.10)	1,749.80	(109.05)
资本支出	(441.13)	(38.67)	(69.91)	(44.75)	(44.75)
长期投资	(1.83)	2.97	2.97	2.97	2.97
其他	682.41	280.15	134.03	111.12	111.11
投资活动现金流	239.45	244.45	67.09	69.33	69.33
债权融资	(106.45)	(1,153.20)	(19.27)	(507.07)	(376.42)
股权融资	(15.77)	(38.69)	31.05	0.00	0.00
其他	(297.68)	(51.38)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(419.91)	(1,243.27)	11.78	(507.07)	(376.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	256.69	(481.09)	56.77	1,312.06	(416.13)

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,380.56	9,836.98	10,788.33	11,961.98	13,261.97
营业成本	6,127.91	8,233.12	8,900.38	9,789.69	10,807.18
营业税金及附加	38.77	42.87	52.34	58.03	64.34
销售费用	261.98	257.72	280.50	311.01	344.81
管理费用	307.39	305.89	334.44	368.43	407.14
研发费用	296.15	369.51	443.40	494.03	541.09
财务费用	171.83	121.46	117.37	87.25	61.56
资产/信用减值损失	(323.50)	(79.06)	(56.34)	(67.70)	(68.39)
公允价值变动收益	5.30	(7.78)	0.04	0.04	0.05
投资净收益	(184.03)	26.21	21.13	21.13	21.13
其他	966.28	66.61	(58.21)	(58.46)	(58.73)
营业利润	(287.53)	500.43	682.95	865.47	1,047.38
营业外收入	30.38	25.62	356.05	26.05	26.05
营业外支出	703.13	78.49	80.54	87.74	106.59
利润总额	(960.28)	447.56	958.46	803.78	966.84
所得税	73.11	52.13	111.64	93.62	112.61
净利润	(1,033.39)	395.42	846.82	710.16	854.23
少数股东损益	(33.68)	(9.94)	(16.94)	(14.20)	(17.08)
归属于母公司净利润	(999.71)	405.36	863.76	724.36	871.31
每股收益(元)	(1.09)	0.44	0.94	0.79	0.95

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-18.93%	33.28%	9.67%	10.88%	10.87%
营业利润	-325.05%	-274.05%	36.47%	26.73%	21.02%
归属于母公司净利润	-861.30%	-140.55%	113.08%	-16.14%	20.29%
获利能力					
毛利率	16.97%	16.30%	17.50%	18.16%	18.51%
净利率	-13.55%	4.12%	8.01%	6.06%	6.57%
ROE	-73.18%	23.36%	32.84%	21.59%	20.62%
ROIC	-2.99%	18.53%	27.43%	22.82%	36.58%
偿债能力					
资产负债率	84.99%	80.20%	73.81%	67.30%	63.45%
净负债率	150.13%	85.01%	56.96%	-9.31%	-4.88%
流动比率	0.97	1.09	1.26	1.42	1.54
速动比率	0.80	0.83	1.04	1.13	1.27
营运能力					
应收账款周转率	5.30	8.83	5.59	5.59	5.59
存货周转率	6.69	7.26	7.41	7.47	7.50
总资产周转率	0.86	1.17	1.21	1.23	1.26
每股指标(元)					
每股收益	-1.09	0.44	0.94	0.79	0.95
每股经营现金流	0.48	0.56	-0.02	1.91	-0.12
每股净资产	1.49	1.89	2.87	3.66	4.61
估值比率					
市盈率	-12.36	30.48	14.30	17.06	14.18
市净率	9.04	7.12	4.70	3.68	2.92
EV/EBITDA	5.52	11.19	13.77	10.15	9.00
EV/EBIT	7.33	13.07	16.63	11.90	10.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com