

盾安环境 (002011.SZ) 增持 (首次评级)

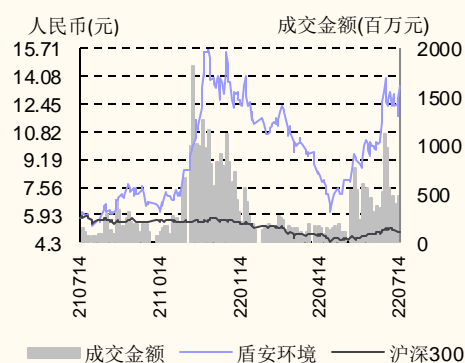
公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.47 元

目标价格 (人民币): 21.69 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.17
已上市流通 A 股(亿股)	9.16
总市值(亿元)	123.55
年内股价最高最低(元)	15.71/5.27
沪深 300 指数	4322
深证成指	12603



困境反转! 热管理核心零部件龙头加速拥抱汽车电动化浪潮

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,381	9,837	11,405	12,123	13,142
营业收入增长率	-18.93%	33.28%	15.94%	6.30%	8.40%
归母净利润(百万元)	-1,000	405	872	663	777
归母净利润增长率	-861.30%	-140.55%	115.15%	-24.00%	17.20%
摊薄每股收益(元)	-1.090	0.442	0.951	0.723	0.847
每股经营性现金流净额	0.48	0.56	0.42	0.80	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	-73.18%	23.36%	33.45%	20.27%	19.19%
P/E	N/A	31.00	7.55	9.94	8.48
P/B	2.65	7.24	2.92	2.28	1.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

注: 根据公司 22 年半年报预告, 公司冲回之前计提的减值损失约 3 亿元, 对归母净利润造成较大影响, 因此 23 年归母净利润呈同比下滑趋势。

投资逻辑

- **热管理市场快速增长, 增量供应商战略机遇窗口期打开。** 下游需求爆发, 带动热管理快速扩容, 磷酸铁锂占比提升催化热管理系统升级, 热泵对电子膨胀阀需求量进一步提升。目前热管理系统电子膨胀阀单车使用约 3-5 个, 热泵逐步渗透后电子膨胀阀平均用量有望拓展至 6-8 个; 汽车热管理阀类市场集中度过高, 引入增量供应商是必然趋势, 有利于公司切入到汽零市场。
- **优化产品结构+发力汽零、商用业务+全球化布局, 三管齐下增强盈利能力。**
 - 1) 产品结构优化: 公司以往以家用业务为主, 未来汽零业务占比提升+热泵系统渗透加深, 高毛利率的电子膨胀阀销量占比增加;
 - 2) 业务结构优化: 汽零方面, 公司走出财务困境后持续加大产线投入, 已切入比亚迪等供应链, 有望持续拓展龙头客户, 同时规模化后提升利润率。非汽零方面, 公司将重点拓展商用市场 (毛利率比家用高 5-6pct);
 - 3) 区域结构优化: 公司海外毛利率比国内高 5-6pct, 但 21 年海外营收 17 亿元, 占比仅 17% (竞争对手约 50%)。目前公司在欧美日韩等地设有分公司, 提升海外占比。热管理单车价值量提升叠加二供趋势下, 我们预计 2022-2024 年汽零业务营收分别为 2.95、6.96、13.61 亿元, 毛利率分别为 20%、22%、24%, 对应毛利为 0.59、1.60、3.27 亿元。
- **格力入局缓解财务困境, 公司经营迎拐点。** 22 年 7 月公司发布定增预案, 拟发行 1.4 亿股, 募集资金达 8.1 亿元, 将全部用于补充流动资金及偿还银行借款。格力拟全部认购 1.4 亿股, 认购后持股 39%。此次定增有望显著缓解公司财务状况, 助力公司加速产品结构转型及电动车领域拓展。

投资建议与估值

- 公司是稀缺的热管理核心零部件龙头, 格力入主后债务和现金流问题将得到大幅改善, 经营战略从多元化转向聚焦。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 8.72、6.63、7.77 亿元, 给予 23 年 PE 30 倍, 目标市值 199 亿元, 目标价 21.69 元/股, 给予“增持”评级。

风险提示

- 国内外汽车销量不及预期; 客户开拓不及预期; 财务情况好转不及预期。

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

江莹 联系人
jiangying2@gjzq.com.cn

内容目录

一、内部业务瘦身+外部格力入股，财务困境迎反转	4
1.1 业务分散+减值计提+大额担保，拖累公司业务发展	4
1.2 财务问题已解决完毕，开启发展新元年	5
二、收入：公司迎来汽零入局良机，谱写收入增长第二曲线	5
2.1 下游需求持续爆发，引入二供成必然选择	5
2.2 热管理单车价值量提升，行业迎来量价齐升	6
2.3 公司热管理优势明显，成为二供的不二选择	7
三、利润：优化产品结构+发展商用+全球布局将打开盈利提升空间	9
3.1 产品结构、业务布局、生产规模为盈利能力差异原因	9
3.2 三管齐下，增强公司盈利能力	11
四、盈利预测与投资建议	13
盈利预测	13
投资建议及估值	13
五、风险提示	14

图表目录

图表 1：公司资产负债率（%）	4
图表 2：公司资本支出对比（亿元）	4
图表 3：公司发展历程	4
图表 4：中国新能源车销量（万台）	6
图表 5：特斯拉历年销量及增速	6
图表 6：比亚迪历年新能源汽车销量及增速	6
图表 7：燃油车及电动车中热管理的单车价值（元）	7
图表 8：热管理核心组件单价（元）	7
图表 9：一种大口径电子膨胀阀	7
图表 10：大口径针阀相对于球阀的优势	7
图表 11：公司产品矩阵	8
图表 12：电子膨胀阀主要公司的车企客户情况	8
图表 13：公司汽车热管理客户	8
图表 14：营业收入对比（亿元）	9
图表 15：公司分业务营收（亿元）	9
图表 16：毛利（亿元）及毛利率对比（%）	9
图表 17：公司分业务毛利率（%）	9
图表 18：公司归母净利润及归母净利率（亿元，%）	10
图表 19：公司销售费用率、管理费用率（%）	11
图表 20：公司研发费用及研发费用率（亿元，%）	11
图表 21：公司与三花智控专利数量对比（截至 2021 年）	11

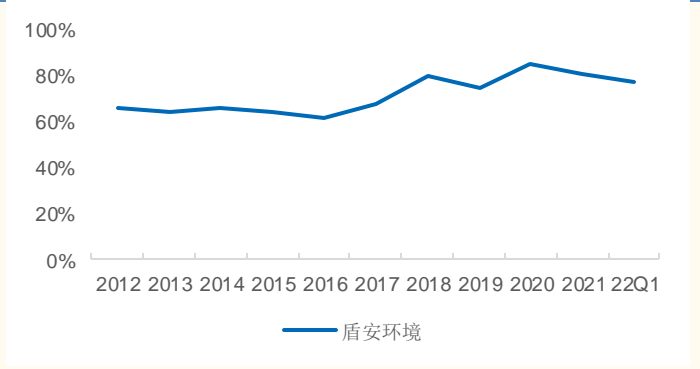
图表 22: 公司产品在商用领域的应用.....	12
图表 23: 公司收入来源拆分 (亿元)	12
图表 24: 三花智控收入来源拆分 (亿元)	12
图表 25: 盈利拆分 (亿元)	13
图表 26: 可比公司估值比较 (市盈率法)	14

一、内部业务瘦身+外部格力入股，财务困境迎反转

1.1 业务分散+减值计提+大额担保，拖累公司业务发展

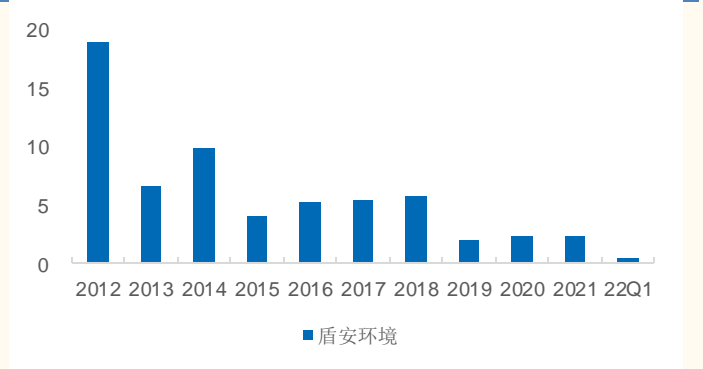
- **财务危机影响公司业务扩张。**2012-1Q22 年公司资产负债率由 65.55% 升至 77.41%，从而导致近几年资本支出下滑，进而影响业务扩张。2012-2021 年公司资本支出由 18.89 亿元降至 2.44 亿元。

图表 1：公司资产负债率（%）



来源：WIND，国金证券研究所

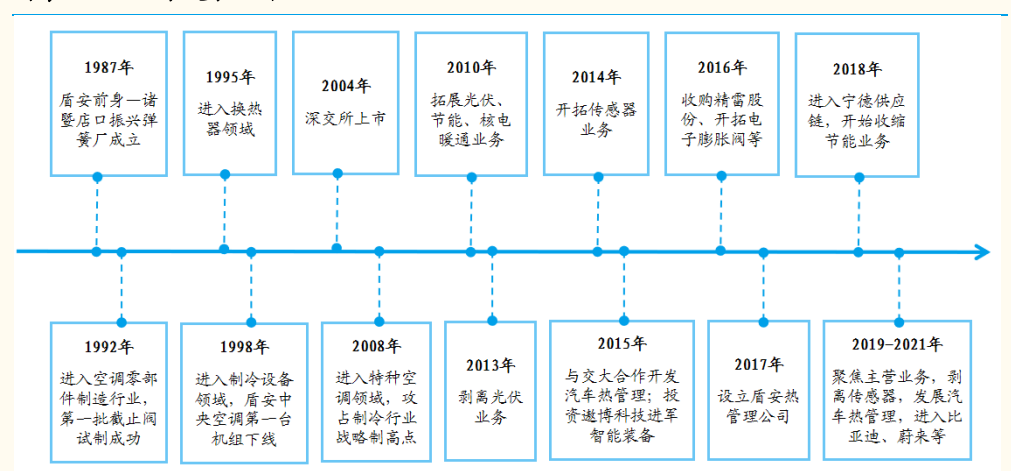
图表 2：公司资本支出对比（亿元）



来源：WIND，国金证券研究所

- **形成财务危机的主要原因为关联公司担保损失、大幅计提资产减值准备及多元化业务战略导致亏损等。**
- **1) 关联公司财务压力对公司产生影响。**2018 年公司大股东盾安控股债券未能如期发行，信用评级由 AA+ 下调至 AA-，出现流动性危机波及公司。截至 2021 年，公司为盾安控股提供的关联担保借款本息余额 6.66 亿元。
- **2) 大幅计提资产减值准备。**2018 年及 2020 年，公司净利润分别为 -22、-10 亿元，分别对应 2018 年公司节能业务资产计提减值准备 13.9 亿元、2020 年公司计提资产减值准备 2.47 亿元、计提担保损失 6.33 亿元。
- **3) 业务布局分散且汽零起步较晚，导致与竞争对手拉开差距。**2010-2015 年，公司相继进军光伏、节能、传感器、智能装备等业务，前期的布局较为分散从而导致公司在汽零业务方面起步晚、投入小。相比之下，三花智控 2009 年开始布局电动车热管理研发，2011-2014 年持续推进商用、海外市场拓展，主营业务步伐领先于公司。

图表 3：公司发展历程



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

1.2 财务问题已解决完毕，开启发展新元年

- **财务问题逐点解决，公司迎来发展新元年。**
- **1) 债务等问题：格力入主公司，承诺将承担担保债务的 50%，但由公司先行偿还，格力承诺最迟不晚于 2022 年 10 月 31 日之前按照《关于解决关联担保事宜的专项协议》确定的原则就公司的关联担保债务承担最终兜底责任。**截至 2021 年，公司担保借款本金余额 6.66 亿元，累计计提对外担保损失 6.58 亿元，基本实现全部计提。2022 年 4 月 2 日，公司与格力电器等就关联担保事宜达成《关于解决关联担保事宜的专项协议》，盾安控股和格力电器分别承担关联担保债务的 50%。2022 年 7 月 4 日，公司发布公告称经审慎评估，公司决定先行清偿担保债务，于 2022 年 6 月 30 日向关联担保债权人共计支付了约 3.3 亿元清偿款，格力电器后续将与各相关方就还款方案、对公司的补偿方案和后续追偿安排签署正式的协议，并承诺最迟不晚于 2022 年 10 月 31 日之前按照《关于解决关联担保事宜的专项协议》确定的原则就公司的关联担保债务承担最终兜底责任。
- **未来非公开发行将助力公司进一步摆脱财务困境。**公司拟面向格力电器非公开发行 1.4 亿股股份，届时格力将共持有 4.1 亿股股份，占公司总股本 38.78%。募集金额 8.1 亿元扣除相关发行费用后将全部用于补充流动资金及偿还银行借款。此次发行目的为：（1）巩固新控股股东持股比例，在产业协同中寻求新的业务增长点；（2）进一步增强公司资金实力，夯实公司高质量发展基础；（3）调整和优化公司财务结构，增强资本实力。
- **格力控股有望有效缓解公司财务压力并发挥业务协同作用。**对于传统制冷业务，公司在格力的份额有所提升，市场地位进一步稳固，收入和盈利波动性将降低。对于汽车热管理业务，格力入主可为公司产能扩张及新能源车客户开拓等方面提供资金、信誉和产业支持，提高公司竞争力。
- **2) 业务公司向主业聚焦。**近年来公司逐渐剥离非核心业务，并计提资产减值准备，未来业绩受到的影响将逐步削弱。
- **1、剥离光伏业务。**2013 年转让盾安光伏科技、内蒙盾安电力、甘肃盾安电力和新疆盾安电力四块光伏资产 100% 股权及延伸权益。
- **2、剥离节能业务。**2018 年对节能业务资产计提减值准备 13.9 亿元，2020 年公司已完成大部分节能业务的剥离。
- **3、暂时剥离传感器业务。**2020 年公司对盾安传感、美国 Dunan Sensing 子公司进行解散清算，标志着对传感器业务的剥离。

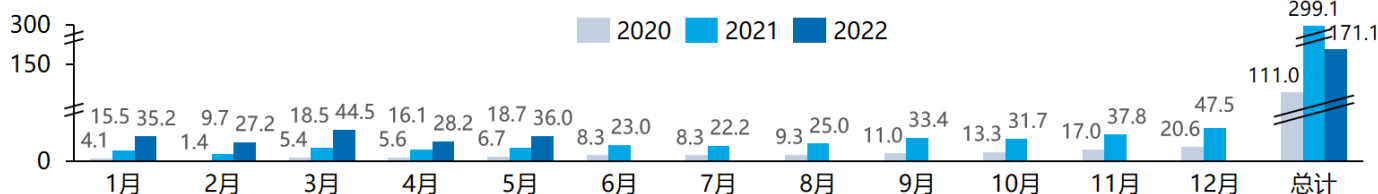
二、收入：公司迎来汽零入局良机，谱写收入增长第二曲线

2.1 下游需求持续爆发，引入二供成必然选择

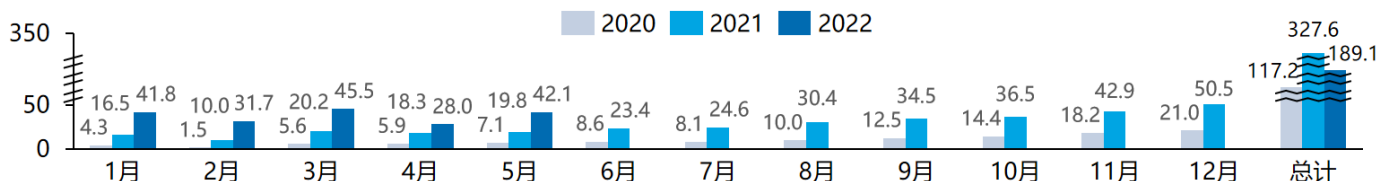
- **下游自发性需求持续爆发，全球电动化加速。**随着全球能源结构加速转型，新能源汽车替代传统燃油车的趋势日趋明确。根据乘联会数据，21 年，中国新能源车销量批零售同比增长+181%/ +169%；1Q22 批/零售 119 万/106.9 万，同比增长 145.4%/ 146.6%。22 年 3 月新能源车零售渗透率已达 28.2%，同环比分别提升+17.6/ +6.4 pct。

图表 4: 中国新能源车销量 (万台)

图表: 国内新能源车 零售销量 (万台)



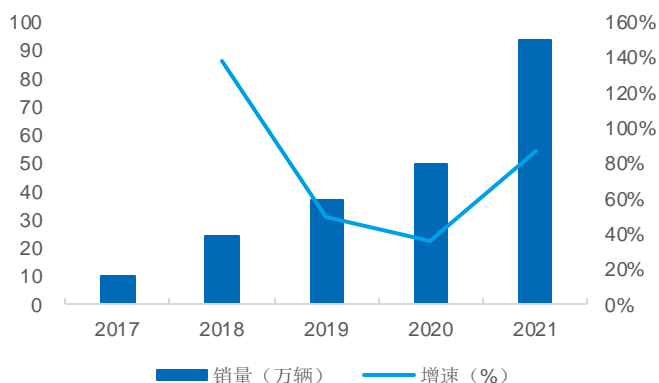
图表: 国内新能源车 批售销量 (万台)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

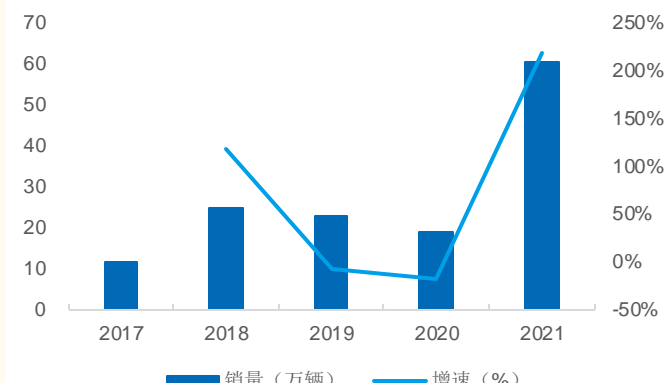
- **需求带动下电动车热管理市场加速扩容。**新能源车空调系统动力源从发动机转型电池, 在制热时丧失重要热源。我们认为液冷、热泵将逐步成为主流的热管理解决方案, 提高单车价值, 带动热管理市场空间进一步提升。液冷相较于风冷对温度的调节和控制精度更高, 因此成为主流方案。热泵单车价值约 5000 元, 较传统车提升 1000 元左右, 而 CO2 热泵有望达 8000 元以上。
- **头部车企销量逐年高增, 基于供应链安全考虑需要引入二供。**以新能源汽车头部车企特斯拉及比亚迪为例, 2017-2021 年特斯拉销量由 10.32 万辆升至 93.62 万辆, 复合增长率达 74%; 比亚迪销量由 11.37 万辆升至 60.38 万辆, 复合增长率达 52%。车企销量高增趋势叠加疫情不确定影响下, 供应链安全成为维持下游车企稳定经营的重要因素, 引入二供成为主机厂的必然选择。

图表 5: 特斯拉历年销量及增速



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 6: 比亚迪历年新能源汽车销量及增速



来源: WIND, 汽车之家, 国金证券研究所

2.2 热管理单车价值量提升, 行业迎来量价齐升

- **从燃油车到电动车, 从 PTC 到 CO2, 热管理单车价值量大幅提升。**燃油车中热管理系统单车价值约 0.25-0.55 万元, 纯电动可达 0.35-1.30 万元, 接近翻倍。1) 空调热管理: 技术路线为 PTC—热泵 (相比 PTC, 最高可降低 50% 电耗)—二氧化碳热泵 (高效环保), 进一步提升单车价值。2)

电池管理：技术路线为自然冷却—风冷—液冷（保持电池组温度一致性效果好）—直冷（降低换热温差，传热性能好）。

- **热泵系统成为未来汽车空调发展趋势。**除了电动压缩机、气液分离器、管路总成、控制器等常规零件外，热泵系统相较于传统空调系统还增加了四通换向阀、换热器、电子膨胀阀、电磁阀，目前热泵系统含 3 个电子膨胀阀+6 个电磁阀+3 个单向阀，而过去仅含 2 个阀，零件数量爆发性增长，单车价值提升 1000 元左右。

图表 7：燃油车及电动车中热管理的单车价值（元）

系统类别	燃油车	插混车	纯电动车
发动机冷却系统	1000-2500	800-2000	0
空调系统	1200-3000	2500-4500	3000-5000
电池热管理系统	0	300-7000	300-7000
电机、电控等热管理系统	0	200-1000	200-1000
合计	2200-5500	3800-12000	3500-13000

来源：三花智控公告，国金证券研究所测算

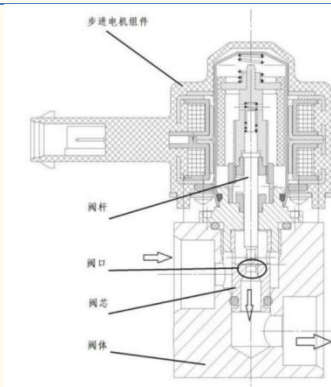
图表 8：热管理核心组件单价（元）

传统热管理核心组件	结算价格（元）	新能源汽车热管理核心组件	结算价格（元）
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2230	合计	6410

来源：电器工业，三花智控公告，国金证券研究所

- **车用热管理对电子膨胀阀精度要求更高，大口径为趋势，带动价值量提升。**相较传统领域，新能源热泵系统对电子膨胀阀的反应速度和精度、内漏等技术指标要求更高，大口径电子膨胀阀可减小螺母与螺杆的螺纹副摩擦力，提升反应速度和精度。无论是现有 R134a 冷媒还是未来的 CO2 等新冷媒系统，目前主流客户都倾向大口径阀。根据产业链调研，目前普通电子膨胀阀（不带控制器）价值量约 80-90 元，大口径阀（不带控制器）价值量约 100 元。

图表 9：一种大口径电子膨胀阀



来源：国家知识产权局，国金证券研究所

图表 10：大口径针阀相对于球阀的优势

比较方面	主要优势
流量精度	大口径阀流量精度偏差小，能较好地满足系统要求
复杂度与一致性	大口径阀的齿轮零件组合相对较少，产品具有良好的一致性

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 公司热管理优势明显，成为二供的不二选择

- **依托制冷领域技术迁移优势，大力拓展汽车热管理。**公司制冷配件业务拥有阀件、小型压力容器、管组件三大类产品线，应用于家用/商用空调；商用制冷业务包括冷水机组、单元机、核电暖通、车载/站台空调等。依托制冷方面丰富产品序列和技术积累，公司在新能源车热管理领域持续拓展，产品包括冷媒侧和水侧两大系列。

图表 11: 公司产品矩阵

核心业务	主要产品
制冷配件	换向阀、电子膨胀阀、电磁阀、热力膨胀阀、截止阀、储液器、CO2 系列阀件、管件、器件、管组件、集成管组件、球阀、单向阀、降温模块、干燥过滤器、气液分离器
热工科技	翅片式换热器、微通道换热器、壳管式换热器
汽车热管理	冷媒侧: 电子膨胀阀、电磁阀、单向阀、热力膨胀阀、组合阀、插装阀, 水侧: 多通水阀、水泵
装备制造	热泵采暖产品、热泵热水产品、水冷冷水产品、风冷冷水(热泵)产品、空调末端产品、机房空调产品、净化专业空调产品、核电空调、冷链产品

来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所

- 公司多个拳头产品均有独特技术优势。公司不断提升技术这一核心竞争力, 先后参与了 78 项国家和行业标准起草、修订, 建立了拥有自主知识产权的核心技术支撑体系, 不断取得重点新产品突破。
- 1) 大口径电子膨胀阀: 公司大口径电子膨胀阀具备低内漏、调节范围广、噪音小、体积小、耐杂质、高寿命、对压力不敏感等优势, 产品核心竞争力要素领先全行业, 且在二氧化碳系统应用上取得突破性进展;
- 2) 电磁阀: 公司电磁阀具备更小体积、优秀的开阀性能、极低的流阻, 16D 电磁阀实现行业体积的一半;
- 3) 水侧多通路水阀: 公司多通路水阀类型丰富, 具备十通、八通、六通、三通等多个平台产品, 技术水平及产品性能居于行业前列。
- 技术壁垒造就高市场集中度, 新进入者难以立足。电子膨胀阀目前市场集中度较高, 以三花智控、盾安环境、不二工机为三主。热管理是汽车关键部件, 整机厂对供应商的选择较谨慎, 以往未向主机厂供应过热管理零部件的企业未来进入机会不大, 公司二供的潜在竞争对手较少。

图表 12: 电子膨胀阀主要公司的车企客户情况

公司	主要客户
三花智控	戴姆勒、大众、特斯拉、比亚迪、沃尔沃、奔驰、宝马、丰田、上汽、吉利、蔚来等
盾安环境	比亚迪、蔚来、理想、一汽、上汽、吉利、长安、合众、零跑等
B 公司	小批量
H 公司	现代、起亚、大众、通用、福特、吉利、奇瑞、长城、蔚来、小鹏等

来源: WIND, 国金证券研究所

- 客户资源优质, 产能可满足爆发性需求。公司热管理发展迅速, 在国内新能源汽车行业覆盖率较高。目前进行中、已落地和已批量的项目近 140 个, 未来 3-5 年已批量的项目总量金额约 9 亿元, 已定点暂未进入批量的项目总量金额约 8 亿元, 正在争取中的项目 60 多个, 其总量金额近 40 亿元。21H1 以来公司持续加大产线投入, 新增产线投产时间约 3-5 个月。

图表 13: 公司汽车热管理客户

客户类型	主要合作企业
乘用车车企	比亚迪、蔚来、理想、一汽、上汽、吉利、长安、合众、零跑
商用车车企	宇通、中车、一汽解放
车用空调系统厂	法雷奥、空调国际、马瑞利、三电、松芝、豫新、博耐尔
汽车零部件企业	银轮、拓普
电池企业	宁德时代、微宏动力、盟固利

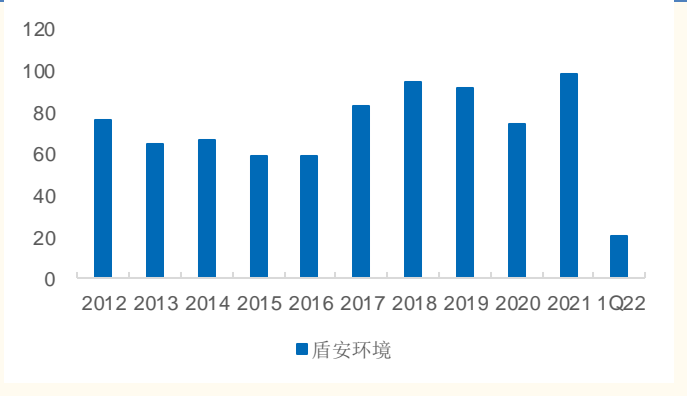
来源：公司公告，国金证券研究所

三、利润：优化产品结构+发展商用+全球布局将打开盈利提升空间

3.1 产品结构、业务布局、生产规模为盈利能力差异原因

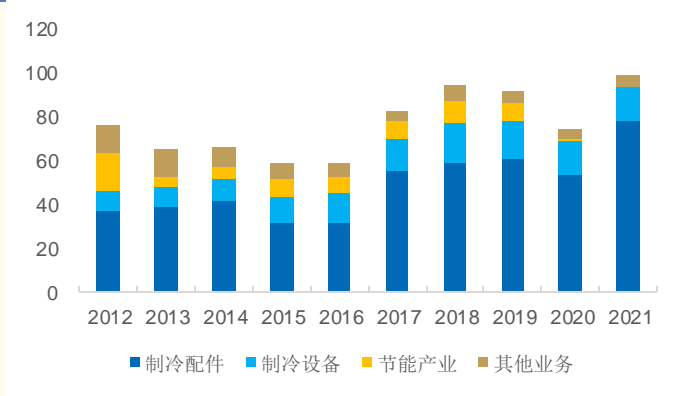
- **营收：业务分散+海外布局不充分，为公司与竞争对手营收增速产生差异的主要原因。**2012-2021年，公司营收由75.79亿元增长至98.37亿元，复合增长率3%。1Q22营收20.11亿元，同比降低6.4%，主要系家用下滑。
- **1) 制冷配件：**包括家用及商用空调零部件及汽车热管理系统。2012-2021年营收从37.30亿元增加至78.09亿元，复合增长率9%，占总营收比例由49%增至79%，主要系公司提升业务集中度的结果；
- **2) 制冷设备：**包括核电、轨交、通讯、冷链等特种行业。2012-2021年营收从8.97亿元增加至14.93亿元，复合增长率6%，占总营收比例由12%增至15%。目前公司已将商用作为发展方向，预计未来投入将增加，营收有望迎来增长。

图表 14：营业收入对比（亿元）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 15：公司分业务营收（亿元）

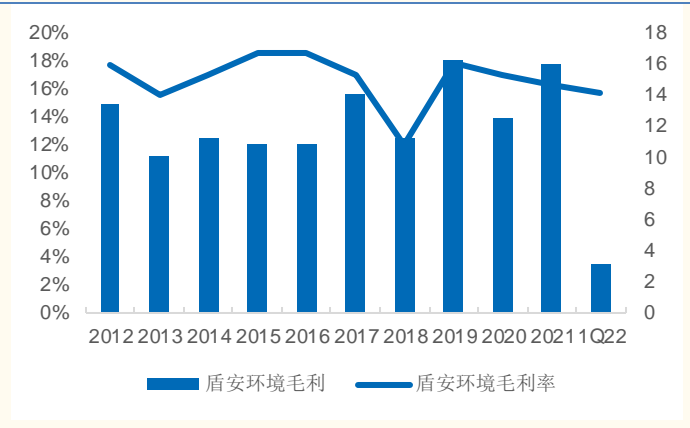


来源：WIND，国金证券研究所

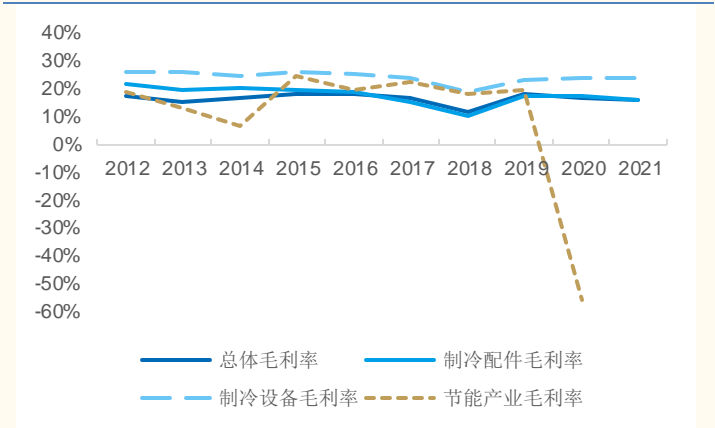
- **毛利：产品结构、区域销售结构的改善有助于公司未来毛利率提升。**2012-2021年公司毛利由13.45亿元增至16.04亿元，毛利率由17.75%降至16.31%；1Q22毛利3.16亿元，同比降低9.46%，毛利率15.71%，同比降低0.53pct，主要系原材料及运费价格上涨，其中制冷设备毛利率高于制冷配件。
- **1) 制冷配件：**2012-2021年毛利从8.12亿元增加至12.38亿元，复合增长率5%，毛利率由21.77%降至15.86%，主要系公司高毛利的电子膨胀阀占比较小，产品结构有待改善。
- **2) 制冷设备：**2012-2021年毛利从2.36亿元增加至3.55亿元，复合增长率5%，毛利率由26.26%降至23.77%，主要系公司较多外贸订单与大宗材料未联动，原材料价格上涨增加生产成本。

图表 16：毛利（亿元）及毛利率对比（%）

图表 17：公司分业务毛利率（%）



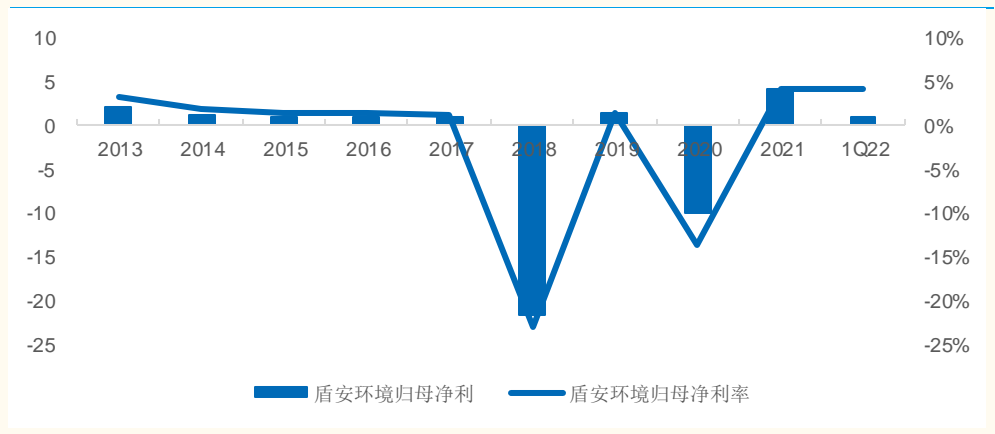
来源: WIND, 国金证券研究所



来源: WIND, 国金证券研究所

■ **净利: 减值+担保损失等因素造成波动, 未来将逐步摆脱影响。**2012-2021年, 公司归母净利由 2.98 亿元增至 4.05 亿元, 复合增长率 3%, 归母净利率由 3.93% 增长至 4.12%。1Q22 归母净利 0.83 亿元, 同比降低 14.43%, 归母净利率 4.13%, 同比降低 0.39pct。2021 年毛利率下降但归母净利率上升, 主要系债务担保损失等下降, 导致营业外支出由 2020 年 7.03 亿大幅降至 0.78 亿。公司归母净利率不稳定主要系较大资本开支、资产减值及担保损失等因素影响, 目前公司已解决历史遗留问题, 未来以上影响将减弱。

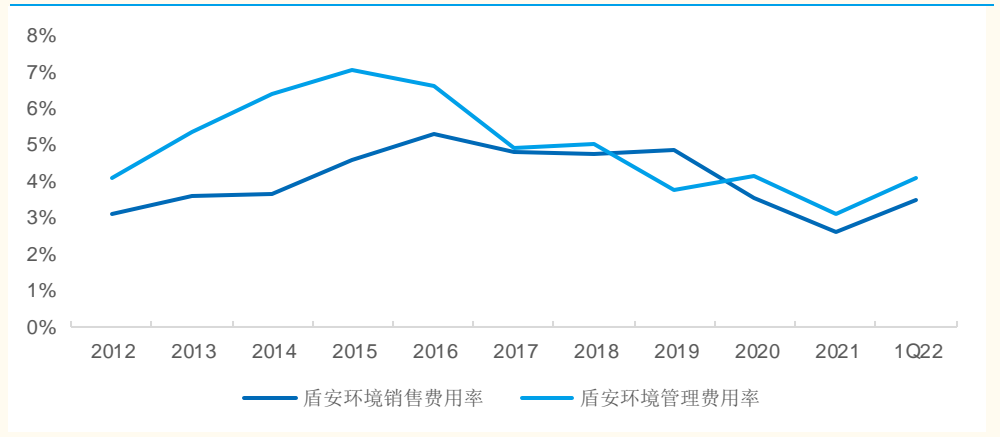
图表 18: 公司归母净利润及归母净利率 (亿元, %)



来源: WIND, 国金证券研究所

■ **三费: 销售及管理费用控制能力优秀。**2012-1Q22 年公司销售/管理/财务费用率从 3%/7%/2% 变化至 3%/4%/1%。公司管理费用率较低, 主要系管理费用中折旧摊销和办公费占比较低。

图表 19: 公司销售费用率、管理费用率 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

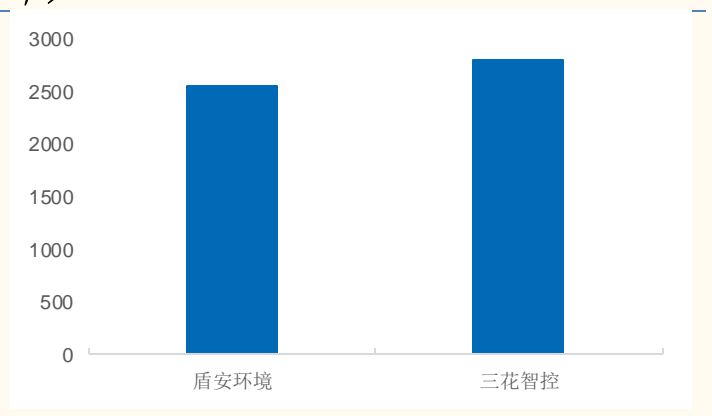
- **研发费用: 持续高投入, 产品力始终位于第一梯队。**公司一直坚持产品研发投入, 2012-2021 年公司研发费用率由 3% 升至 4%, 1Q22 略有波动, 降至 3%, 专利总量 2538 项。

图表 20: 公司研发费用及研发费用率 (亿元, %)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 21: 公司与三花智控专利数量对比 (截至 2021 年)



来源: WIND, 国金证券研究所

- **整体看, 目前公司与竞争对手业绩差距源于产品结构、业务结构、区域结构。**在公司过去积累的财务问题逐渐解决后, 公司和竞争对手差距的主要原因因为:
 - 1) **产品结构:** 公司产品中高毛利的电子膨胀阀占比较低;
 - 2) **业务结构:** 目前公司业务偏重家用领域, 高毛利的商用业务比重较低; 且公司汽零业务起步晚, 生产规模小, 对业绩的带动作用不足;
 - 3) **区域结构:** 公司毛利较高的海外业务比例较低。

3.2 三管齐下, 增强公司盈利能力

- **1) 产品结构优化: 提升价格高、毛利率高的电子膨胀阀占比。**公司家用占比较高, 截止阀、四通阀销量更高, 对应毛利率水平更低。根据产业在线, 2Q21 公司截止阀、四通阀、电子膨胀阀、电磁阀市占率达 42%、44%、25%、13%。而电子膨胀阀毛利率高于四通阀和截止阀, 产品结构带来部分盈利能力差异。近两年来, 公司逐步发力高毛利产品如电子膨胀阀的份额提升, 在产品性能和产能上加大投入。

- **2) 业务结构优化: 提升商用业务及汽零业务占比。**商用产品毛利率比家用高 5-6pct, 公司将重点拓展商用市场, 2021 年公司在已成立商用部品产品线的基础上, 进一步将三大阀的商用和家用分开经营, 目前商用产能富余较多, 上升空间大。
- **公司在商用领域具有技术和市场基础, 产品应用场景多样。**公司 1995 年开始热工业务、1998 年开始中央空调业务, 商用产品具备丰富的应用场景, 其中采用椭圆管换热器的净化型空调机组、双级压缩离心式冷水机组、采用降膜蒸发器并联螺杆压缩机冗余换热冷水机组等产品具备独创性。
- **核电空调领域表现尤其突出, 具备资质壁垒及先发优势。**公司是国内核电通风空调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。其中核级冷水机组、核级直接蒸发式空调机组、AP1000 堆顶风机研发投入及鉴定为国内最早, 市占率较高。

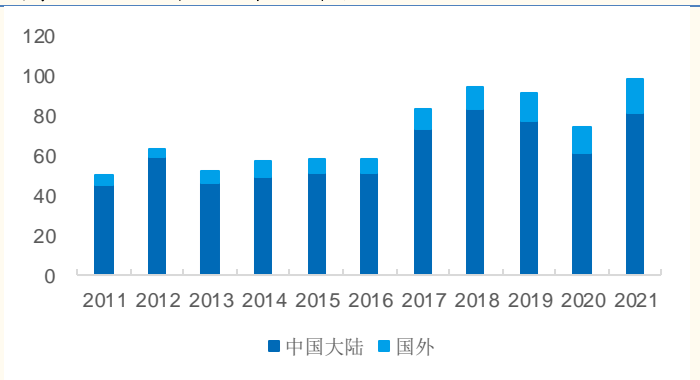
图表 22: 公司产品在商用领域的应用

应用场景	应用案例	应用产品
工程区域	苏州好特斯模具有限公司	工厂专用区域空调 (DFM)
酒店宾馆	吉源国际酒店	水冷冷水机组 (SL*M) 风冷涡旋 (FWRM) 风机盘管机组 (FP)
商业购物	万家丽国际 MALL	盾安空调末端风机盘管产品
大型场馆	黄龙体育中心	风冷涡旋式冷水 (热泵) 机组 (FWRM)
医疗净化	浙江震元股份有限公司	水冷螺杆式冷水机组 (SL)
工业净化	京东方科技集团股份有限公司	盾安椭圆管 DCC 干表冷器 (G)
机房基站	无锡电信国际数据中心	背板热管空调
核电系统	方家山核电站	核级冷水机组 (SL)
办公住宅	华东·万和城	风冷涡旋水多联机组 (FWRM) 柜式机 (G) 风盘 (FP)
学校医院	浙江警官职业学院	全热回收型风冷热泵机组 (FWRM020H) 风机盘管机组 (FP)
轨道交通	广州市地铁九号线、十四号线、知识城线	高效能降膜水冷螺杆机+组合机+柜机
机场车站	中国南方航空股份有限公司河南南阳基地 航站楼候机大厅	屋顶式空调机组 (WF) 柜式空气处理机组 (G)

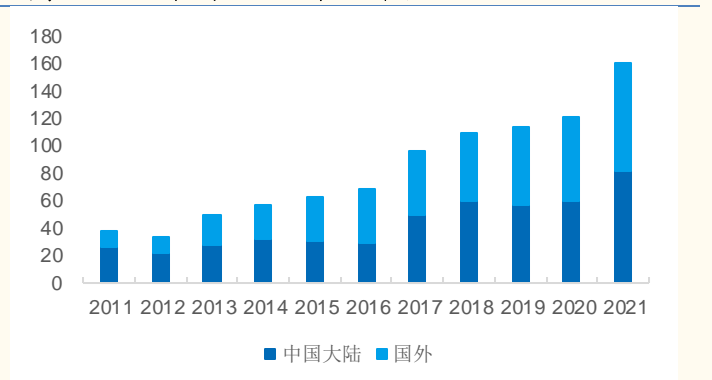
来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **发力汽零业务, 规模效应有望带来利润率提升。**公司在热管理领域持续大力拓展, 积极切入龙头车企供应链, 进一步拓展市场份额。2021 年上半年至今公司持续加大产线投入。销售规模的扩大将提高规模效应, 拉动利润率的提升。
- **3) 区域结构优化: 提升海外业务占比。**公司海外毛利率平均高出国内 5-6pct, 2021 年海外毛利率下滑主要由于运费大幅上涨与海外疫情反复导致。然而海外业务占比较低, 2012-2021 年海外营收由 5.32 亿元增至 16.96 亿元, 占总营收比例由 11%增至 17%, 但远低于三花智控 50%左右的海外占比。目前公司在欧美日韩、泰国、印度、中东、马来西亚等地设有分公司或销售机构, 未来有望提升海外业务占比, 从而提高整体盈利水平。

图表 23: 公司收入来源拆分 (亿元)



图表 24: 三花智控收入来源拆分 (亿元)



来源：WIND，国金证券研究所

来源：WIND，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

盈利预测

- **1) 汽零：**新能源汽车强烈需求下，公司凭借先进技术成为二供的优势明显，叠加热管理单车价值量不断提升，公司汽零业绩将迎来腾飞。因此我们预计 2022-2024 年汽零业务营收分别为 2.95、6.96、13.61 亿元。我们预计未来随着公司提高生产规模，规模效应将增强，以及未来原材料、海运费价格逐步回归正常水平，因此我们预计 2022-2024 年公司汽零业务毛利率分别为 20%、22%、24%，对应毛利为 0.59、1.60、3.27 亿元。
- **2) 非汽零：**公司业务瘦身，制冷业务稳扎稳打。公司在商用领域具有技术和市场基础，产能富余较多，上升空间大。因此我们预计 2022-2024 年非汽车业务营收分别为 111.10、114.28、117.81 亿元。未来公司将发力毛利率较高的商用制冷和海外业务，盈利能力将持续改善。因此我们预计 2022-2024 年公司非汽车业务毛利率分别为 17%、17%、18%，对应毛利为 18.89、19.96、21.06 亿元。
- **3) 已考虑到格力入主后，极大缓解公司财务压力，并对公司业务起到协同作用。**
- **费用假设：**假设 22-24 销售费用率/管理费用率/研发费用率逐年小幅上升，主要系未来将大力发展汽零及商用制冷设备业务，并向海外不断拓展。预计 22-24 年公司研发费用率分别为 3.8%/3.9%/4.0%。

图表 25：盈利拆分（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	74	99	114	121	131
yoy	-19%	34%	15%	6%	8%
毛利	13	16	19	22	24
毛利率(%)	17%	16%	17%	18%	19%
1、汽零业务					
收入		0.48	2.95	6.96	13.61
毛利		0.04	0.59	1.60	3.27
毛利率(%)		8%	20%	22%	24%
2、非汽零业务					
收入	74	98.37	111.10	114.28	117.81
yoy		33%	13%	3%	3%
毛利	13	16.04	18.89	19.96	21.06
毛利率(%)		16%	17%	17%	18%

来源：国金证券研究所

投资建议及估值

- 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 8.72、6.63、7.77 亿元，对应 EPS 为 0.95、0.72、0.85 元，对应 PE 为 7.55、9.94、8.48 倍。
- 我们采用 PE 估值法对公司进行估值。我们选取 4 家可比公司对公司进行估值，分别为三花智控、拓普集团、银轮股份、腾龙股份。2022-2024 年，3 家可比公司的 PE 中位数分别 34、26、21 倍。

- 我们认为，业务瘦身与格力入股后公司财务困境将迎来反转，下游需求爆发趋势下公司二供优势明显，且有望通过优化产品、业务及区域销售结构提高盈利能力。因此我们给予公司 2023 年 PE 30 倍，目标市值 199 亿元，目标价 21.69 元/股，给予“增持”评级。

图表 26：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
002050.SZ	三花智控	28.33	0.41	0.47	0.62	0.79	0.97	60.56	53.95	45.76	35.69	29.22
601689.SH	拓普集团	73.4	0.6	0.92	1.46	1.99	2.59	64.54	57.42	50.29	36.88	28.3
002126.SZ	银轮股份	11.24	0.41	0.28	0.49	0.68	0.91	33.92	45.15	22.95	16.54	12.35
000887.SZ	中鼎股份	18	0.4	0.79	0.88	1.08	1.29	29.02	27.59	20.46	16.69	13.92
中位数								47.24	49.55	34.36	26.19	21.11
002011.SZ	盾安环境	12.28	-1.09	0.44	0.56	0.68	0.83	N/A	31	12.9	10.59	8.7

来源：Wind 一致预测，国金证券研究所

注：数据截止于 2022/7/13

五、风险提示

- 国内外汽车销量不及预期。由于俄罗斯与乌克兰之间爆发战争，部分整机厂关闭了在欧洲地区的生产工厂，销量可能不及预期，从而导致公司收入、毛利率低于预期。
- 客户开拓不及预期。由于国内疫情没有被完全控制，汽车零部件厂商及整机厂正常生产节奏被打乱，从而导致公司的客户开拓不及预期。
- 财务情况好转不及预期。格力电器承诺最迟不晚于 2022 年 10 月 31 日之前按照《关于解决关联担保事宜的专项协议》确定的原则就公司的关联担保债务承担最终兜底责任，进度存在不及预期的可能性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	9,104	7,381	9,837	11,405	12,123	13,142	货币资金	1,303	1,552	1,046	1,581	1,666	1,789
增长率		-18.9%	33.3%	15.9%	6.3%	8.4%	应收款项	3,468	3,087	3,382	4,068	4,363	4,811
主营业务成本	-7,470	-6,128	-8,233	-9,457	-9,968	-10,709	存货	972	1,235	1,476	1,684	1,912	2,201
%销售收入	82.1%	83.0%	83.7%	82.9%	82.2%	81.5%	其他流动资产	190	918	439	379	401	432
毛利	1,634	1,253	1,604	1,948	2,156	2,432	流动资产	5,933	6,792	6,344	7,711	8,341	9,232
%销售收入	17.9%	17.0%	16.3%	17.1%	17.8%	18.5%	%总资产	68.2%	79.9%	76.8%	77.7%	74.7%	71.4%
营业税金及附加	-45	-39	-43	-51	-55	-59	长期投资	344	346	345	342	339	336
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,272	1,048	1,012	1,329	1,932	2,796
销售费用	-444	-262	-258	-308	-358	-401	%总资产	14.6%	12.3%	12.2%	13.4%	17.3%	21.6%
%销售收入	4.9%	3.5%	2.6%	2.7%	3.0%	3.1%	无形资产	1,103	227	217	220	223	226
管理费用	-344	-307	-306	-365	-424	-473	非流动资产	2,765	1,711	1,918	2,207	2,820	3,695
%销售收入	3.8%	4.2%	3.1%	3.2%	3.5%	3.6%	%总资产	31.8%	20.1%	23.2%	22.3%	25.3%	28.6%
研发费用	-380	-296	-370	-433	-473	-526	资产总计	8,698	8,503	8,261	9,918	11,162	12,927
%销售收入	4.2%	4.0%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	短期借款	1,908	3,334	1,935	2,525	2,982	3,695
息税前利润 (EBIT)	422	348	628	790	846	974	应付款项	2,222	2,576	2,741	3,106	3,256	3,500
%销售收入	4.6%	4.7%	6.4%	6.9%	7.0%	7.4%	其他流动负债	334	1,067	1,164	1,104	1,104	1,144
财务费用	-219	-172	-121	-118	-120	-100	流动负债	4,465	6,977	5,839	6,735	7,342	8,339
%销售收入	2.4%	2.3%	1.2%	1.0%	1.0%	0.8%	长期贷款	1,494	134	501	551	551	551
资产减值损失	-45	-247	-10	0	0	0	其他长期负债	530	116	285	124	90	65
公允价值变动收益	3	5	-8	0	0	0	负债	6,489	7,227	6,626	7,410	7,983	8,956
投资收益	-596	-184	5	5	3	3	普通股股东权益	2,381	1,366	1,735	2,608	3,279	4,071
%税前利润	n.a	n.a	1.0%	0.5%	0.4%	0.3%	其中：股本	917	917	917	917	917	917
营业利润	128	-288	500	678	729	877	未分配利润	-846	-1,845	-1,437	-565	106	898
营业利润率	1.4%	n.a	5.1%	5.9%	6.0%	6.7%	少数股东权益	-172	-90	-100	-100	-100	-100
营业外收支	-19	-673	-53	310	30	20	负债股东权益合计	8,698	8,503	8,261	9,918	11,162	12,927
税前利润	108	-960	448	988	759	897	比率分析						
利润率	1.2%	n.a	4.5%	8.7%	6.3%	6.8%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-85	-73	-52	-115	-88	-104	每股指标						
所得税率	78.8%	n.a	11.6%	11.7%	11.7%	11.7%	每股收益	0.143	-1.090	0.442	0.951	0.731	0.864
净利润	23	-1,033	395	873	671	792	每股净资产	2.596	1.489	1.892	2.843	3.575	4.439
少数股东损益	-108	-34	-10	0	0	0	每股经营现金净流	0.691	0.477	0.564	0.437	0.789	0.973
归属于母公司的净利润	131	-1,000	405	873	671	792	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.4%	n.a	4.1%	7.7%	5.5%	6.0%	回报率						
							净资产收益率	5.51%	-73.18%	23.36%	33.46%	20.46%	19.46%
							总资产收益率	1.51%	-11.76%	4.91%	8.80%	6.01%	6.13%
							投入资本收益率	1.58%	7.90%	13.62%	12.51%	11.14%	10.47%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-3.15%	-18.93%	33.28%	15.94%	6.30%	8.40%
							EBIT增长率	N/A	-17.36%	80.24%	25.90%	7.06%	15.05%
							净利润增长率	-106.06%	-861.30%	-140.55%	115.25%	-23.11%	18.10%
							总资产增长率	-15.39%	-2.25%	-2.84%	20.05%	12.54%	15.82%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	80.0	68.9	41.3	42.0	40.0	38.0
							存货周转天数	53.3	65.7	60.1	65.0	70.0	75.0
							应付账款周转天数	89.2	100.3	81.6	81.0	81.0	81.0
							固定资产周转天数	47.2	47.5	34.4	33.4	37.5	42.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	94.07%	148.13%	83.92%	58.91%	58.14%	61.42%
							EBIT利息保障倍数	1.9	2.0	5.2	6.7	7.1	9.8
							资产负债率	74.60%	84.99%	80.20%	74.71%	71.52%	69.28%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	23	-1,033	395	873	671	792
少数股东损益	-108	-34	-10	0	0	0
非现金支出	538	567	291	203	267	357
非经营收益	226	399	101	-127	181	228
营运资金变动	-153	504	-270	-548	-395	-484
经营活动现金净流	634	437	518	401	724	892
资本开支	18	-181	-79	-168	-843	-1,204
投资	31	313	197	3	3	3
其他	40	108	127	5	3	3
投资活动现金净流	90	239	244	-160	-837	-1,198
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-767	-194	-889	525	457	714
其他	117	-226	-355	-185	-224	-261
筹资活动现金净流	-650	-420	-1,243	340	233	453
现金净流量	109	231	-539	581	120	147

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	11	17	23	37
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402