

盾安环境 (002011)

有望依靠大口径阀以点带面形成突围

长期阀件技术积累与应用履历赋能车用领域拓展。在家用空调阀件领域三花和盾安寡头垄断，基于阀件技术的同源性，车用冷媒阀件市场的供应链同样稀缺。三花进入汽零领域较早，据21年年报，三花车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件等产品市占率全球第一，车用热力膨胀阀等产品市占率亦处于全球领先。伴随下游电车销量的快速增长，车用冷媒阀市场的二供需求愈加旺盛。我们认为，盾安在解决完多元化和担保债务问题后，依靠自身经年积累的阀件技术以及充分的应用履历，有望成为继三花之后市场上又一大主力供应商。

盾安大口径技术路线领先行业。盾安大口径阀 (FBEV) 采用内平衡的原理，对于系统压力不敏感，直接精度也比较可控，能更好得契合模块精准控温的要求。盾安大口径阀采用大口径结构、轻量化设计，可直接应用到集成阀岛产品中，阀口采用软密封结构降低内泄漏，使内漏低至 $\leq 50\text{ml}/\text{min}$ ，整体性能优越。同时，大口径阀可在高工作压力场景下，实现电子膨胀阀与电磁阀功能，阀件设计契合了整车轻量化发展趋势，未来有望形成对其余阀件的集成和替代。盾安前瞻布局大口径技术路线占得先机，技术领先全行业，也是目前唯一进入量产阶段的厂家，未来或可依靠大口径阀实现弯道超车。

盈利预测与评级：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年归母净利润8.6/7.2/8.7亿元，同比+113.1%/-16.1%/+20.3%，对应22-24年20.4X/24.3X/20.2X PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险；制冷业务、新能源热管理业务开展及收入不及预期风险；新技术迭代的风险。

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)	(17.62)	43.44	20.39	24.31	20.21
市净率(P/B)	12.89	10.15	6.70	5.25	4.17
市销率(P/S)	2.39	1.79	1.63	1.47	1.33
EV/EBITDA	5.52	11.19	19.17	14.72	13.02

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	19.2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)	17,610.47
流通A股市值(百万元)	17,590.56
每股净资产(元)	1.98
资产负债率(%)	77.41
一年内最高/最低(元)	19.80/5.10

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
suncqiana@tfzq.com	
李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

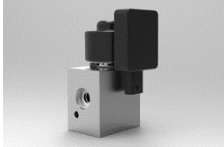


相关报告

- 1 《盾安环境-公司点评:Q2 业绩超预期，主业盈利大幅改善》 2022-07-15
- 2 《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
- 3 《盾安环境-公司专题研究:热管理冷媒阀新秀加速成长》 2022-06-30

长期阀件技术积累与应用履历赋能车用领域拓展。在家用空调阀件领域三花和盾安寡头垄断，基于阀件技术的同源性，车用冷媒阀件市场的供应链同样稀缺。三花进入汽零领域较早，据 21 年年报，三花车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件等产品市占率全球第一，车用热力膨胀阀等产品市占率亦处于全球领先。伴随下游电车销量的快速增长，车用冷媒阀件的二供需求愈加旺盛。我们认为，盾安在解决完多元化和担保债务问题后，依靠自身经年积累的阀件技术以及充分的应用履历，有望成为继三花之后市场上又一大主力供应商。

盾安大口径 F 技术路线领先行业。盾安大口径阀（FBEV）采用内平衡的原理，对于系统压力不敏感，直接精度也比较可控，能更好得契合模块精准控温的要求。盾安大口径阀采用大口径结构、轻量化设计，可直接应用到集成阀岛产品中，阀口采用软密封结构降低内泄漏，使内漏低至 $\leq 50\text{ml/min}$ ，整体性能优越。同时，大口径阀可在高工作压力场景下，实现电子膨胀阀与电磁阀功能，阀件设计契合了整车轻量化发展趋势，未来有望形成对其余阀件的集成和替代。盾安前瞻布局大口径技术路线占得先机，技术领先全行业，也是目前唯一进入量产阶段的厂家，未来或可依靠大口径阀实现弯道超车。

表 1：盾安车用大口径阀性能优越

主要性能参数		车用大口径阀件系列	
系列名称	FBEV-C控制阀系列	FBEV控制阀系列	FBEV控制阀系列
产品形态			
制冷剂	R744	R134a、R1234yf	R134a、R1234yf
适用介质温度	-40°C~+80°C	-40°C~+80°C	-40°C~+80°C
适用环境温度	-40°C~+165°C	-40°C~+125°C	-40°C~+125°C
工作电压	DC 9V-16V	DC 9V-16V	DC 9V-16V
全开行程	500脉冲	640脉冲	640脉冲
工作时间	<5s	<8s	<8s
介质流动方向	双向节流/双向截止	双向节流/双向截止	双向节流/双向截止
通讯控制	LIN2.0/LIN2.1	LIN2.0/LIN2.1	LIN2.0/LIN2.1
阀口口径	$\Phi 6.0$ （可定制）	全开 $\Phi 10\text{mm}$ ，节流部分可定制	全开 $\Phi 10\text{mm}$ ，节流部分可定制
流量曲线	可定制	可定制	可定制

资料来源：盾安环境官网，天风证券研究所

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 年归母净利润 8.6/7.2/8.7 亿元，同比+113.1%/-16.1%/+20.3%，对应 22-24 年 20.4X/24.3X/20.2X PE，维持“买入”评级。

风险提示

政策风险：目前政策刺激仍然是影响新能源汽车销量的核心影响要素，补贴政策、新能源积分政策等具有不确定性，从而带来下游销量的不确定性。

制冷业务、新能源热管理业务开展及收入不及预期风险：公司聚焦制冷主业，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及各类战略新品市场，继续提升海外市场份额；制冷设备业务深耕核电、轨交、通讯、冷链等特种行业，做优商用设备并

延伸拓展系统集成业务。同时，公司热管理产品矩阵完善，核心产品电子膨胀阀技术壁垒高，后期由单一产品优势逐步实现集成化业务延伸，有望实现进口替代与全球化，然而后期进入车企供应链具有不确定性。不排除未来制冷、热管理行业竞争加剧，公司相对优势削弱，业务开展不及预期风险。

新技术迭代：目前冷媒主要是 R134A，若是后期升级为 CO₂ 冷媒，将对于管路耐高压能力要求提升，回路上涉及的电动压缩机、冷凝器、电子膨胀阀、热力膨胀阀、散热器等性能均需要提升，存在技术迭代带来的产品更新换代不及预期的可能性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,552.28	1,045.91	1,102.68	2,414.74	1,998.61	营业收入	7,380.56	9,836.98	10,788.33	11,961.98	13,261.97
应收票据及应收账款	1,072.82	1,154.05	2,707.93	1,574.19	3,173.29	营业成本	6,127.91	8,233.12	8,900.38	9,789.69	10,807.18
预付账款	53.89	48.68	103.14	63.84	120.49	营业税金及附加	38.77	42.87	52.34	58.03	64.34
存货	1,234.87	1,476.38	1,435.85	1,767.37	1,768.78	销售费用	261.98	257.72	280.50	311.01	344.81
其他	2,661.03	2,354.70	2,735.76	2,751.24	3,029.39	管理费用	307.39	305.89	334.44	368.43	407.14
流动资产合计	6,574.90	6,079.71	8,085.35	8,571.38	10,090.56	研发费用	296.15	369.51	443.40	494.03	541.09
长期股权投资	293.44	296.40	299.37	302.33	305.30	财务费用	171.83	121.46	117.37	87.25	61.56
固定资产	960.93	926.95	738.85	549.05	359.25	资产/信用减值损失	(323.50)	(79.06)	(56.34)	(67.70)	(68.39)
在建工程	86.81	85.05	83.28	81.52	79.76	公允价值变动收益	5.30	(7.78)	0.04	0.04	0.05
无形资产	209.25	200.24	178.16	155.62	133.08	投资净收益	(184.03)	26.21	21.13	21.13	21.13
其他	160.28	408.91	212.56	197.85	188.00	其他	966.28	66.61	(58.21)	(58.46)	(58.73)
非流动资产合计	1,710.70	1,917.56	1,512.22	1,286.37	1,065.38	营业利润	(287.53)	500.43	682.95	865.47	1,047.38
资产总计	8,502.87	8,261.26	9,597.57	9,857.75	11,155.94	营业外收入	30.38	25.62	356.05	26.05	26.05
短期借款	1,363.41	1,737.99	1,303.49	977.62	733.21	营业外支出	703.13	78.49	80.54	87.74	106.59
应付票据及应付账款	2,403.92	2,543.44	3,178.88	3,115.20	3,833.06	利润总额	(960.28)	447.56	958.46	803.78	966.84
其他	3,100.59	1,450.89	1,915.65	1,949.17	1,990.14	所得税	73.11	52.13	111.64	93.62	112.61
流动负债合计	6,867.92	5,732.31	6,398.02	6,041.99	6,556.41	净利润	(1,033.39)	395.42	846.82	710.16	854.23
长期借款	134.46	501.03	375.77	281.83	211.37	少数股东损益	(33.68)	(9.94)	(16.94)	(14.20)	(17.08)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(999.71)	405.36	863.76	724.36	871.31
其他	115.74	285.14	310.31	310.31	310.31	每股收益(元)	(1.09)	0.44	0.94	0.79	0.95
非流动负债合计	250.19	786.17	686.08	592.13	521.68	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	7,226.82	6,625.66	7,084.10	6,634.12	7,078.09	成长能力					
少数股东权益	(89.99)	(99.83)	(116.76)	(130.97)	(148.05)	营业收入	-18.93%	33.28%	9.67%	10.88%	10.87%
股本	917.21	917.21	917.21	917.21	917.21	营业利润	-325.05%	-274.05%	36.47%	26.73%	21.02%
资本公积	2,116.55	2,116.55	2,116.55	2,116.55	2,116.55	归属于母公司净利润	-861.30%	-140.55%	113.08%	-16.14%	20.29%
留存收益	(1,706.57)	(1,298.50)	(434.74)	289.62	1,160.93	获利能力					
其他	38.85	0.16	31.21	31.21	31.21	毛利率	16.97%	16.30%	17.50%	18.16%	18.51%
股东权益合计	1,276.05	1,635.60	2,513.47	3,223.63	4,077.85	净利率	-13.55%	4.12%	8.01%	6.06%	6.57%
负债和股东权益总计	8,502.87	8,261.26	9,597.57	9,857.75	11,155.94	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	-17.62	43.44	20.39	24.31	20.21
						市净率	12.89	10.15	6.70	5.25	4.17
						EV/EBITDA	5.52	11.19	19.17	14.72	13.02
						EV/EBIT	7.33	13.07	23.15	17.26	14.95

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)

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