

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

尹圣迪 家电行业研究助理

联系电话: 18800112133

邮箱: yinshengdi@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

# 盈利能力改善, 紫金入局利好公司长期发展

2022年10月27日

**事件:** Q3 单季度收入 23.80 亿元, 同比+1.76%, 归母净利润 1.09 亿元, 同比+31%, 扣非后归母净利润 1.08 亿元, 同比+42.04%。前三季度公司实现营业收入 72.56 亿元, 同比-1.60%, 实现归母净利润 7.02 亿元, 同比+105.02%, 实现扣非后归母净利润 3.74 亿元, 同比+19.63%。

**点评:**

- **Q3 营收扭亏, 热管理业务稳定增长。** Q3 公司收入端实现扭亏, 主业制冷阀件方面我们预计保持平稳, 格力订单转移尚未完全兑现, 后续随着定增事项落地, 未来制冷主业收入有望回暖。我们预计 Q3 公司热管理业务收入规模约 5000~6000 万元, 随着公司客户拓展推进, 热管理业务有望加速发展。
- **盾安控股再偿债 1 亿, 紫金入局有利于维护中小股东权益。** 盾安控股同意进一步偿还关联担保债务 1 亿, 有助于公司改善现金流状况, 将对公司 22 年财报产生积极影响。同时, 格力同意盾安控股将所持 9.73% 股份转让给紫金矿业, 我们认为紫金矿业的入局有利于公司未来长期治理, 避免格力完全主导公司经营决策, 我们预计紫金矿业不会参与日常经营, 但或可有效维护中小股东权益。格力兜底债务金额下降为 2.3 亿, 相关资金将于 10 月底前到账, Q4 公司预计仍将有 3.3 亿前期计提担保损失冲回。
- **盈利能力小幅提升, 资产负债结构显著改善。** Q3 公司实现毛利率 18.47%, 同比+1.30pct, 我们认为毛利率提升的原因主要在于 1) 原材料成本下降; 2) 商用业务、电子膨胀阀等产品占比提升。Q3 公司归母净利润率同比提升 1.02pct 至 4.58%。Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.55/-1.10/+0.43/-1.11pct, 公司资产负债结构明显改善, 利息支出同比下降 55.68%。
- **经营活动现金流净额大幅提升。** 1) Q3 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 8.31 亿元, 较期初-21.85%, 我们认为主要原因是公司提前偿还担保债务所致。Q3 期末应收账款和票据合计 10.64 亿元, 较期初-7.84%; Q3 期末在建工程合计 1.37 亿元, 较期初+60.98%, 主要系设备安装款增加; Q3 期末公司其他流动负债合计 1.41 亿元, 较期初-82.29%, 主要系公司清偿了关联担保项下连带责任款以及盾安控股偿还的关联担保冲回已计提的预计负债。2) Q3 公司经营活动现金流净额 4.21 亿元, 同比+168.97%, 主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。
- **盈利预测及投资评级:** 暂不考虑 Q4 仍有 3.3 亿债务冲回可能, 我们预计 2022-2024 年收入 100.8/109.4/122.2 亿元, 同比+2.5/8.5/11.7%; 归母净利润 8.7/6.8/8.8 亿, 同比+113.9/-21.6/+29.1%, 对应 PE14.1/18.0/13.9x。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	10,084	10,943	12,223
增长率 YoY %	-18.9%	33.3%	2.5%	8.5%	11.7%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,000	405	867	680	877
增长率 YoY%	-861.3%	140.5%	113.9%	-21.6%	29.1%
毛利率%	17.0%	16.3%	17.2%	17.3%	17.8%
净资产收益率ROE%	-73.2%	23.4%	41.2%	22.8%	22.2%
EPS(摊薄)(元)	-1.09	0.44	0.95	0.74	0.96
市盈率 P/E(倍)	—	31.14	14.07	17.95	13.91
市净率 P/B(倍)	2.65	7.24	5.80	4.09	3.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月26日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	6,792	6,344	5,956	7,114	8,202	
货币资金	1,552	1,046	1,055	1,531	2,147	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,073	1,154	1,105	1,242	1,363	
预付账款	54	49	61	60	70	
存货	1,235	1,476	1,487	1,618	1,793	
其他	2,878	2,619	2,247	2,663	2,829	
<b>非流动资产</b>	1,711	1,918	1,846	1,912	1,882	
长期股权投资	293	296	297	299	300	
固定资产(合计)	961	927	904	1,032	1,053	
无形资产	209	200	240	256	283	
其他	247	494	405	326	245	
<b>资产总计</b>	8,503	8,261	7,803	9,026	10,084	
<b>流动负债</b>	6,977	5,839	5,169	5,671	5,861	
短期借款	1,363	1,738	1,738	1,738	1,738	
应付票据	683	582	595	642	714	
应付账款	1,720	1,962	1,487	1,885	1,941	
其他	3,209	1,558	1,349	1,406	1,468	
<b>非流动负债</b>	250	786	636	486	386	
长期借款	134	501	351	201	101	
其他	116	285	285	285	285	
<b>负债合计</b>	7,227	6,626	5,805	6,158	6,247	
少数股东权益	-90	-100	-105	-113	-122	
归属母公司股东权益	1,366	1,735	2,102	2,982	3,959	
<b>负债和股东权益</b>	8,503	8,261	7,803	9,026	10,084	

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	10,084	10,943	12,223	
同比(%)	-18.9%	33.3%	2.5%	8.5%	11.7%	
归属母公司净利润	-1,000	405	867	680	877	
同比(%)	-861.3%	140.5%	113.9%	-21.6%	29.1%	
毛利率(%)	17.0%	16.3%	17.2%	17.3%	17.8%	
ROE%	-73.2%	23.4%	41.2%	22.8%	22.2%	
EPS(摊薄)(元)	-1.09	0.44	0.95	0.74	0.96	
P/E	—	31.14	14.07	17.95	13.91	
P/B	2.65	7.24	5.80	4.09	3.08	
EV/EBITDA	9.90	17.09	14.26	12.77	9.95	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	7,381	9,837	10,084	10,943	12,223	
营业成本	6,128	8,233	8,353	9,054	10,049	
营业税金及附加	39	43	47	50	56	
销售费用	262	258	313	350	373	
管理费用	307	306	343	372	403	
研发费用	296	370	313	348	384	
财务费用	172	121	74	61	49	
减值损失合计	-247	-10	0	-4	-2	
<b>投资净收益</b>	-184	26	-61	-33	-43	
其他	-33	-22	65	53	66	
<b>营业利润</b>	-288	500	646	725	930	
营业外收支	-673	-53	263	0	0	
<b>利润总额</b>	-960	448	909	725	930	
所得税	73	52	48	53	62	
<b>净利润</b>	-1,033	395	862	671	868	
少数股东损益	-34	-10	-5	-8	-9	
<b>归属母公司净利润</b>	-1,000	405	867	680	877	
EBITDA	559	827	940	1,000	1,212	
EPS(当年)(元)	-1.09	0.44	0.95	0.74	0.96	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	437	518	889	838	958	
净利润	-1,033	395	862	671	868	
折旧摊销	243	212	224	231	254	
财务费用	181	127	82	76	72	
投资损失	184	-26	61	33	43	
营运资金变动	504	-270	-77	-179	-283	
其它	358	80	-262	6	4	
<b>投资活动现金流</b>	239	244	-451	-135	-170	
资本支出	-181	-79	-388	-91	-116	
长期投资	313	197	-2	-12	-11	
其他	108	127	-61	-33	-43	
<b>筹资活动现金流</b>	-420	-1,243	-429	-226	-172	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	2,132	4,193	-150	-150	-100	
支付利息或股息	-187	-139	-82	-76	-72	
<b>现金流净增加额</b>	231	-539	9	476	616	

## 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。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

## 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	秘侨	18513322185	miqiao@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	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。