

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

Q2 毛利改善，历史负债拖累利润表现

2023年8月24日

事件：23H1 公司实现营业收入 55.73 亿元，同比+13.95%，实现归母净利润 3.29 亿元，同比-44.15%，实现扣非后归母净利润 4.22 亿元，同比+58.94%。

Q2 公司实现营业收入 31.32 亿元，同比+8.78%，实现归母净利润 1.66 亿元，同比-67.13%，实现扣非后归母净利润 2.47 亿元，同比+28.24%。

➤ **制冷业务稳健，热管理业务放量。**

制冷配件: H1 实现营业收入 42.98 亿元，同比+9.72%；其中境内外收入分别为 32.98/10.00 亿元，分别同比+11.07/+0.81%；

制冷设备: H1 实现营业收入 6.85 亿元，同比-0.98%，其中境内外收入分比为 6.75/0.1 亿元，分别同比-1.80/+146.95%。

汽车热管理: H1 实现营业收入 1.37 亿元，同比+158.46%，目前公司热管理业务主要来自境内，H1 境外收入为 6.35 万元。

总体分地区来看，H1 公司境内外收入分别为 45.61/10.12 亿元，分别同比+17.26/+1.12%。

➤ **Q2 毛利水平有所改善，历史负债影响利润表现。** Q2 公司销售毛利率为 18.95%，同比+2.05pct。23H1 制冷设备/制冷配件毛利率分别同比+1.70/+4.22pct；按地区来看，国内外业务毛利率分别同比+1.62/+9.10pct，我们认为海外业务毛利率大幅改善或受益于人民币贬值。

从费用角度来看，公司加大销售研发费用投入，Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.95/+0.09/+0.23/-0.19pct，财务费用减少主要原因在于利息支出减少。此外，Q2 公司确认天津节能遗留或有负债 0.93 亿元，影响当期利润。

尽管加大费用投放，但受益于毛利率的明显改善，Q2 扣非后归母净利润为 7.88%，同比+1.16pct。

➤ **存货周转效率小幅提升，经营性现金流净额大幅减少。**

1) 公司 23H1 期末货币资金+交易性金融资产合计 19.21 亿元，较 Q1 期末+29.14%；23H1 期末公司存货合计 13.60 亿元，较 Q1 期末-3.64%；23H1 期末公司短期借款合计 13.66 亿元，较 Q1 期末+17.20%，我们认为虽然公司短期借款增加，但利率结构有所改善；23H1 期末公司合同负债合计 0.70 亿元，较 Q1 期末-17.95%。

2) 现金流方面，公司 23Q2 经营性现金流净额为-231 万元，去年同期为 1.63 亿元，主要系 Q2 对供应链金融凭据贴现减少。

3) 周转方面，公司 23H1 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 22

年分别-5.13/+5.43/-3.93 天，存货周转效率有所提升。

- **盈利预测及投资评级：**我们预计 23-25 年公司实现营业收入 113.6/129.9/142.0 亿元，同比+12.0/+14.3/+9.3%，预计实现归母净利润 6.3/8.7/9.6 亿元，同比-24.5/+37.3/+10.9%，对应 PE21.0/15.3/13.8 倍。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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,837	10,144	11,364	12,990	14,202
增长率 YoY %	33.3%	3.1%	12.0%	14.3%	9.3%
归属母公司净利润 (百万元)	405	839	633	869	964
增长率 YoY%	140.5%	107.0%	-24.5%	37.3%	10.9%
毛利率%	16.3%	17.0%	18.2%	18.2%	18.3%
净资产收益率 ROE%	23.4%	23.0%	14.8%	16.9%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.91	0.60	0.82	0.91
市盈率 P/E(倍)	31.14	14.43	20.95	15.27	13.77
市净率 P/B(倍)	7.24	3.30	3.10	2.58	2.17

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 23 日收盘价



资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产		6,344	6,355	6,961	8,375	9,839	营业总收入		9,837	10,144	11,364	12,990	14,202
货币资金		1,046	1,568	1,279	2,357	3,264	营业成本		8,233	8,419	9,294	10,623	11,610
应收票据		0	0	0	0	0	营业税金及附加		43	51	55	64	69
应收账款		1,154	1,445	1,712	1,708	1,751	销售费用		258	279	330	377	412
预付账款		49	65	63	77	82	管理费用		306	287	364	416	454
存货		1,476	1,205	1,400	1,513	1,702	研发费用		370	389	432	520	554
其他		2,619	2,071	2,506	2,719	3,041	财务费用		121	98	80	31	33
非流动资产		1,918	1,799	2,115	1,946	1,794	减值损失合计		-10	-11	0	0	0
长期股权投资		296	283	277	268	261	投资净收益		26	-13	-68	-39	-50
固定资产(合计)		927	915	1,283	1,196	1,104	其他		-22	-35	73	63	69
无形资产		200	182	222	233	259	营业利润		500	561	814	985	1,089
其他		494	419	332	249	171	营业外收支		-53	371	-112	-20	-20
资产总计		8,261	8,154	9,077	10,322	11,633	利润总额		448	932	702	965	1,069
流动负债		5,839	4,154	4,500	4,932	5,339	所得税		52	96	76	103	114
短期借款		1,738	825	825	825	825	净利润		395	836	627	862	955
应付票据		582	525	1,146	986	1,254	少数股东损益		-10	-3	-7	-7	-9
应付账款		1,962	1,792	1,782	2,149	2,288	归属母公司净利润		405	839	633	869	964
其他		1,558	1,012	746	972	972	EBITDA		827	913	1,213	1,225	1,359
非流动负债		786	458	408	358	308	EPS(当年)(元)		0.44	0.91	0.60	0.82	0.91
长期借款		501	250	200	150	100							
其他		285	208	208	208	208							
负债合计		6,626	4,612	4,908	5,291	5,647							
少数股东权益		-100	-104	-111	-118	-127							
归属母公司股东权益		1,735	3,646	4,280	5,149	6,113							
负债和股东权益		8,261	8,154	9,077	10,322	11,633							
重要财务指标		单位: 百万元					现金流量表						
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	经营活动现金流		518	1,270	695	1,293	1,171
营业收入		9,837	10,144	11,364	12,990	14,202	净利润		395	836	627	862	955
同比 (%)		33.3%	3.1%	12.0%	14.3%	9.3%	折旧摊销		212	243	323	234	257
归属母公司净利润		405	839	633	869	964	财务费用		127	128	42	40	38
同比 (%)		140.5%	107.0%	-24.5%	37.3%	10.9%	投资损失		-26	13	68	39	50
毛利率 (%)		16.3%	17.0%	18.2%	18.2%	18.3%	营运资金变动		-270	-84	-478	97	-151
ROE%		23.4%	23.0%	14.8%	16.9%	15.8%	其它		80	133	113	21	22
EPS(摊薄)(元)		0.44	0.91	0.60	0.82	0.91	投资活动现金流		244	-337	-821	-125	-176
P/E		31.14	14.43	20.95	15.27	13.77	资本支出		-79	-171	-763	-86	-124
P/B		7.24	3.30	3.10	2.58	2.17	长期投资		197	67	10	-1	-3
EV/EBITDA		17.09	12.89	10.85	9.82	8.15	其他		127	-233	-68	-39	-50
							筹资活动现金流		-1,243	-373	-163	-90	-88
							吸收投资		0	802	0	0	0
							借款		4,193	1,282	-50	-50	-50
							支付利息或股息		-139	-105	-42	-40	-38
							现金流净增加额		-539	586	-289	1,078	906

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，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。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。

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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。