

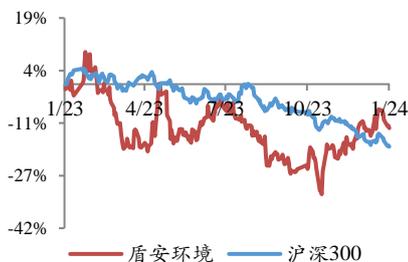
激励落地，彰显成长信心

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-10

收盘价（元）	12.93
近12个月最高/最低（元）	16.26/10.03
总股本（百万股）	1,057
流通股本（百万股）	915
流通股比例（%）	86.60
总市值（亿元）	137
流通市值（亿元）	118

公司价格与沪深300走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

相关报告

主要观点：

事件：

公司推出长期激励计划第一期暨2023年限制性股票与股票期权激励计划(草案)。本激励计划拟授权益数量总计1404.8万份,占总股本1.33%,其中限制性股票897.8万股,占总股份0.85%,授予价格为6.61元/股;股票期权507.0万份,占总股本0.48%,行权价格为13.21元/股。激励对象共计416人次,包括公司董监高及核心技术业务人员等。

● 目标高、激励强、周期长，彰显中长期发展信心

本次考核目标为以公司2022年扣非后净利润为基数，2024、2025、2026年扣非后净利润增长率不低于100%、130%、170%，测算对应扣非净利润分别为9.2亿元、10.6亿元、12.4亿元，对应2025、2026年扣非净利润同比增速分别为15.0%、17.4%（剔除激励产生的管理费用）。同时，草案要求激励对象自限制性股票首次授予之日起，10年内每期解除限售的限制性股票的50%在解除限售后不得自行出售或设定质押。我们认为，强激励机制有望绑定高管和核心骨干，激发增长活力；高增长目标及长考核周期则充分彰显公司中长期成长的信心。

● 格力控股主业重兴，汽车放量增长提速

公司在格力股权收购后治理层面明显反转，制冷配件及设备盈利改善的趋势确立，后续有望协同格力提升产品竞争力，实现稳步增长。此外，公司依托制冷阀件深厚的技术积累，借助技术原理同源的优势切入格局更优的车用阀件赛道，目前车用热管理阀件已获国内外系统、主机厂充分认可，增长逻辑持续验证。我们认为公司后续仍有望通过产能爬坡、品类扩张，实现量价利齐升，支撑公司中期增长。

● 投资建议：困境反转、成长提速，首次覆盖，给予“买入”评级

预计2023-2025年实现营收115.6、131.0、146.6亿元，同比增长13.9%、13.3%、12.0%，实现归母净利7.4、9.3、10.9亿元，同比增长-11.9%、25.3%、17.3%，对应PE分别为18.62、14.86、12.67x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

汽车业务拓展不及预期，原材料成本大幅增长、宏观需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10144	11557	13098	14664
收入同比（%）	3.1%	13.9%	13.3%	12.0%
归属母公司净利润	839	739	927	1087
净利润同比（%）	107.0%	-11.9%	25.3%	17.3%
毛利率（%）	17.0%	18.3%	18.5%	18.7%
ROE（%）	23.0%	14.7%	15.5%	15.4%
每股收益（元）	0.91	0.70	0.88	1.03
P/E	14.43	18.62	14.86	12.67
P/B	3.30	2.73	2.31	1.95
EV/EBITDA	12.89	11.09	9.98	7.53

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至2024年1月10日

正文目录

事件	4
1 目标高、激励强、周期长，彰显中长期发展信心	4
2 格力控股主业重兴，汽零放量增长提速	4
3 投资建议：困境反转、成长提速，首次覆盖，给予“买入”评级	5
风险提示:	6

图表目录

图表 1 2010-2020 年间公司业绩大幅波动	5
图表 2 2023H1 公司非核心业务已基本剥离完成	5
图表 3 热管理业务快速增长	5
图表 4 参考龙头三花智控，热管理业务毛利仍有提升空间	5

事件

2023年12月26日，盾安环境公告长期激励计划第一期暨2023年限制性股票与股票期权激励计划（草案）。本激励计划拟授权益数量总计1404.8万份，占总股本1.33%，其中限制性股票897.8万股，占总股份0.85%，授予价格为6.61元/股；股票期权507.0万份，占总股本0.48%，行权价格为13.21元/股。激励对象共计416人次，包括公司董监高及核心技术业务人员等。

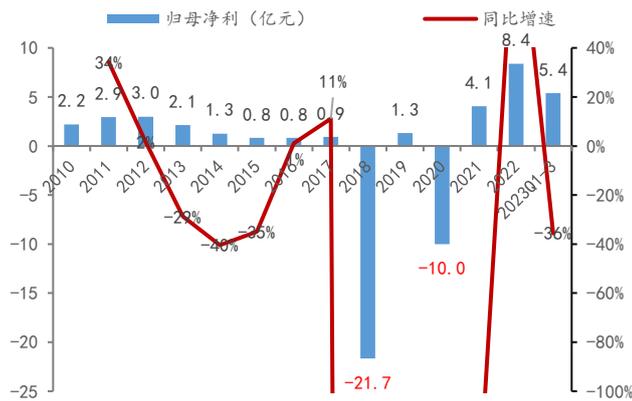
1 目标高、激励强、周期长，彰显长期发展信心

本次股权激励目标高、激励强、周期长，充分绑定高管及核心骨干，彰显公司对于中长期成长的信心。本次股权激励考核目标为以公司2022年扣非后净利润为基数，2024、2025、2026年扣非后净利润增长率不低于100%、130%、170%，经测算得对应扣非净利润分别为9.2亿元、10.6亿元、12.4亿元，对应2025、2026年扣非净利同比增速分别为15.0%、17.4%（剔除激励产生的管理费用）。激励对象个人考核完成情况分为 $\geq 100\%$ 、80%-100%、小于80%三档，分别对应完全解锁限制性股票/行权股票期权、按考核完成系数加权解锁限制性股票/行权股票期权、不可解锁限制性股票/行权股票期权（由公司回购注销）三种情况。此外，草案要求激励对象自限制性股票首次授予之日起，10年内每期解除限售的限制性股票的50%在解除限售后不得自行出售或设定质押。我们认为，格力入主后带来长期市场化机制，其高增长目标、强激励机制有望在绑定高管、核心骨干的同时进一步激发增长活力，并彰显公司中长期成长的信心。

2 格力控股主业重兴，汽零放量增长提速

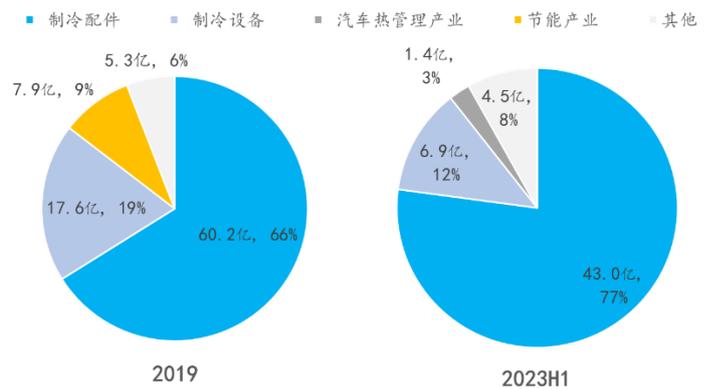
回顾公司历史发展，早在1992年公司即进入空调零部件制造行业并逐步成长为行业龙头。然而空调行业增长增速整体放缓，叠加公司非核心业务经营不善、控股股东遇债务危机等因素扰动，2010年-2020年间公司业绩大幅波动。2021年11月，公司大客户格力电器受让原大股东盾安精工持有的29.48%的股权，另现金出资30亿元，自此成为公司控股股东。格力入股后公司治理改善，且非核心业务逐渐剥离、担保债务问题逐步解决，截至2023年扰动因素已基本出清，经营全面重回正轨。

图表 1 2010-2020 年间公司业绩大幅波动



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 2023H1 公司非核心业务已基本剥离完成

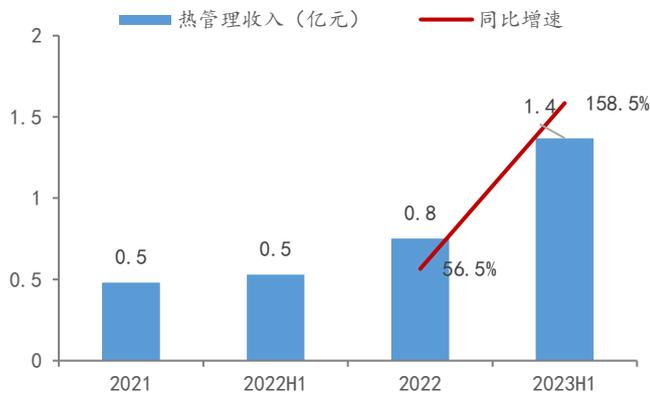


资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司在格力股权收购后治理层面明显反转。一方面，大股东持续为公司赋能，2023年6月，格力电器将其所持有的珠海励高精工制造有限公司100%的股份转予公司，解决同业竞争问题的同时提升公司产品力。另一方面，战略聚焦下制冷配件及设备盈利持续修复，后续亦有望随产品力的提升及产品结构调优实现稳健增长。

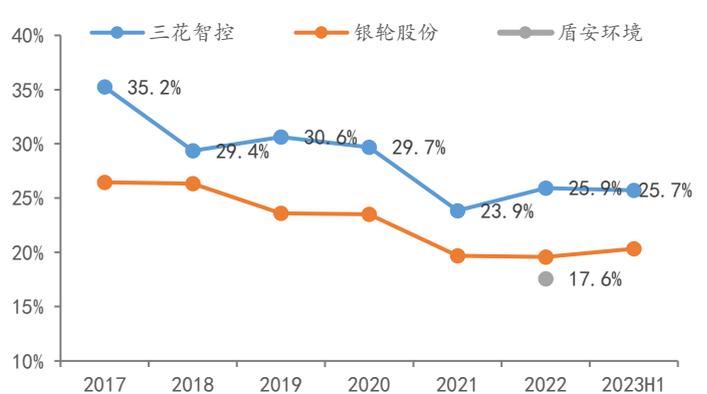
2018年公司借助制冷阀积累的核心技术优势，通过技术原理的同源性将品类外拓至车用电子阀件赛道，产品力已获主流主机厂及系统厂的充分认可。新能源需求红利+公司产品力进步共驱公司热管理业务快速增长，我们认为公司后续仍有望通过产能爬坡、品类扩张，实现量价利齐升，支撑公司中期增长。

图表 3 热管理业务快速增长



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 参考龙头三花智控，热管理业务毛利仍有提升空间



资料来源: Wind, 华安证券研究所

3 投资建议：困境反转、成长提速，首次覆盖，给予“买入”评级

综合前文所述，公司经营拐点已现，困境反转叠加第二曲线持续放量，未来业绩成长有望提速。预计2023-2025年实现营收115.6、131.0、146.6亿元，同比增长13.9%、13.3%、12.0%，实现归母净利润7.4、9.3、10.9亿元，同比增长-11.9%、25.3%、17.3%，对应PE分别为18.62、14.86、12.67x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:

汽车业务拓展不及预期, 原材料成本大幅增长、宏观需求不及预期

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6355	8467	8704	11280	营业收入	10144	11557	13098	14664
现金	1568	2585	2182	3953	营业成本	8419	9439	10681	11921
应收账款	1445	1444	1755	1913	营业税金及附加	51	58	65	73
其他应收款	650	956	1018	1110	销售费用	279	358	399	440
预付账款	65	71	75	88	管理费用	287	358	406	455
存货	1205	1417	1550	1923	财务费用	98	50	29	28
其他流动资产	1422	1995	2124	2292	资产减值损失	-11	0	0	0
非流动资产	1799	1751	1697	1637	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	283	283	283	283	投资净收益	-13	20	30	40
固定资产	915	880	841	798	营业利润	561	870	1090	1279
无形资产	182	159	134	107	营业外收入	432	0	0	0
其他非流动资产	419	429	439	449	营业外支出	61	0	0	0
资产总计	8154	10218	10401	12917	利润总额	932	870	1090	1279
流动负债	4154	4949	4336	5796	所得税	96	130	164	192
短期借款	825	775	725	725	净利润	836	739	927	1087
应付账款	1792	2747	2145	3358	少数股东损益	-3	0	0	0
其他流动负债	1537	1427	1467	1713	归属母公司净利润	839	739	927	1087
非流动负债	458	327	196	165	EBITDA	913	1108	1254	1422
长期借款	250	150	50	50	EPS (元)	0.91	0.70	0.88	1.03
其他非流动负债	208	177	146	115					
负债合计	4612	5277	4533	5962					
少数股东权益	-104	-104	-104	-104					
股本	1057	1057	1057	1057					
资本公积	3013	3673	3673	3673					
留存收益	-424	316	1242	2329					
归属母公司股东权益	3646	5045	5972	7059					
负债和股东权益	8154	10218	10401	12917					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1270	1087	-87	1907	成长能力				
净利润	836	739	927	1087	营业收入	3.1%	13.9%	13.3%	12.0%
折旧摊销	243	133	139	145	营业利润	12.1%	55.1%	25.3%	17.3%
财务费用	128	65	55	49	归属于母公司净利	107.0%	-11.9%	25.3%	17.3%
投资损失	13	-20	-30	-40	获利能力				
营运资金变动	-84	94	-1203	655	毛利率 (%)	17.0%	18.3%	18.5%	18.7%
其他经营现金流	1053	720	2155	442	净利率 (%)	8.3%	6.4%	7.1%	7.4%
投资活动现金流	-337	-140	-80	-55	ROE (%)	23.0%	14.7%	15.5%	15.4%
资本支出	-171	-160	-110	-95	ROIC (%)	12.4%	13.7%	13.9%	13.8%
长期投资	67	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-233	20	30	40	资产负债率 (%)	56.6%	51.6%	43.6%	46.2%
筹资活动现金流	-373	414	-236	-80	净负债比率 (%)	130.2%	106.8%	77.2%	85.7%
短期借款	-913	-50	-50	0	流动比率	1.53	1.71	2.01	1.95
长期借款	-251	-100	-100	0	速动比率	1.13	1.33	1.52	1.51
普通股增加	139	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	897	660	0	0	总资产周转率	1.24	1.26	1.27	1.26
其他筹资现金流	-246	-96	-86	-80	应收账款周转率	7.80	8.00	8.19	7.99
现金净增加额	586	1361	-403	1771	应付账款周转率	4.49	4.16	4.37	4.33

资料来源:公司公告,华安证券研究所

注:数据截至2024年1月10日

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。