

盾安环境 (002011.SZ) 2024H1 汽零业务持续高增，冷配业务增长稳健

2024年09月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

林文隆（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

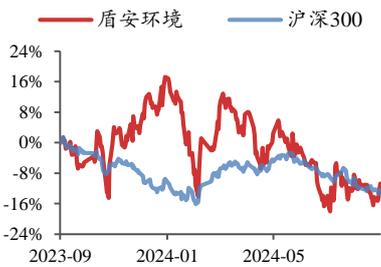
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790524070004

日期	2024/8/30
当前股价(元)	10.47
一年最高最低(元)	13.94/9.55
总市值(亿元)	111.55
流通市值(亿元)	95.94
总股本(亿股)	10.65
流通股本(亿股)	9.16
近3个月换手率(%)	63.47

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2024Q1 营收稳健，盈利能力持续提升——公司信息更新报告》-2024.4.22
- 《2023Q3 业绩超预期，盈利能力稳步提升——公司信息更新报告》-2023.11.3

● **2024Q2 业绩符合预告中枢，看好盈利提升及热管理增长，维持“买入”评级**
2024H1 公司实现营收 63.46 亿元（同比+13.87%，下同），归母净利润 4.74 亿元（+44.02%），扣非归母净利润 4.65 亿元（+10.23%）。单季度上看，2024Q2 营收 37.2 亿元（+19%），归母净利润 2.65 亿元（+58.65%），扣非归母净利润 2.66 亿元（+7.6%）。长期继续看好制冷主业在产品结构优化以及内部降本增效下盈利稳步提升，以及产品矩阵完善后汽车热管理业务持续增长，我们维持 2024~2026 年盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润为 9.39/11.40/13.61 亿元，对应 EPS 为 0.88/1.07/1.28 元，当前股价对应 PE 为 11.9/9.8/8.2 倍，维持“买入”评级。

● **2024H1 格力订单兑现，高毛利业务占比提升带动换热器等业务利润率提升**
分业务，2024H1 制冷设备/制冷配件/汽车热管理业务分别实现营收 7.05/49.74/2.65 亿元，同比分别+2.9%/+15.7%/+93.2%。此外 2024H1 公司子公司盾安热工科技实现营收 5.74 亿元（+11%），利润率 17%（+3pct），换热器业务在微通道等业务拉动下利润率提升。盾安禾田金属实现营收 24.79 亿元（+19%），利润率 6%（+0.4pct）。分区域，2024H1 国内/国外分别实现营收 52.44/11.02 亿元，同比分别+15.0%/+8.9%。分客户看，2023 年公司向格力及其下属公司发生的关联交易金额为 14.20 亿元（+35%），格力订单逐步兑现。展望后续，伴随格力订单兑现以及公司积极拓展高毛利微通道等业务，高利润业务占比提升将带动整体盈利持续提升，此外公司收购上海大创有望进一步完善汽车热管理产品矩阵。

● **原材料等扰动 2024Q2 毛利率，费用投放效率控制良好**
2024Q1/2024Q2 毛利率 17.53%/18.34%，同比分别-1.97/-0.61pct，分业务上看 2024H1 制冷设备/制冷配件毛利率同比分别-3.1/-1.5pct，毛利率同比下滑或系原材料成本上涨以及设备业务竞争加剧所致。费用端，2024Q1/2024Q2 期间费用率分别为 10.0%/8.4%，同比分别-0.71/-1.11pct，其中 2024Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.41%/2.93%/3.38%/-0.30%，同比分别-0.71/-0.23/-0.13/-0.04pct，费用投放效率提升。综合影响下 2024Q1/2024Q2 归母净利率分别为 7.94%/7.14%，同比分别+1.27/+1.83pct；扣非归母净利率分别为 7.60%/7.14%，同比分别+0.42/-0.74pct，扣非净利率下降主要系当期计提应收账款坏账损失增加所致。

● **风险提示：**汽零业务拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格持续上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,209	11,382	12,755	14,476	16,406
YOY(%)	3.8	11.5	12.1	13.5	13.3
归母净利润(百万元)	834	738	939	1,140	1,361
YOY(%)	105.7	-11.5	27.2	21.5	19.3
毛利率(%)	16.9	19.2	19.1	19.6	19.9
净利率(%)	8.2	6.5	7.4	7.9	8.3
ROE(%)	23.4	16.7	17.5	17.6	17.3
EPS(摊薄/元)	0.78	0.69	0.88	1.07	1.28
P/E(倍)	13.4	15.1	11.9	9.8	8.2
P/B(倍)	3.1	2.5	2.1	1.7	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6474	8784	9917	11184	12350
现金	1609	3003	3365	4261	4514
应收票据及应收账款	1466	2020	1886	2547	2477
其他应收款	650	279	762	419	919
预付账款	65	51	79	69	99
存货	1262	1279	1571	1644	1985
其他流动资产	1422	2152	2253	2244	2356
非流动资产	1854	1999	2006	2029	2047
长期投资	283	309	348	400	446
固定资产	918	1021	1013	1014	1007
无形资产	182	175	151	127	105
其他非流动资产	470	495	494	488	489
资产总计	8328	10783	11923	13213	14397
流动负债	4282	5499	5863	6172	6158
短期借款	825	649	1397	649	649
应付票据及应付账款	2442	3346	3147	4179	4089
其他流动负债	1015	1503	1319	1344	1420
非流动负债	501	898	746	596	444
长期借款	250	701	549	399	247
其他非流动负债	251	197	197	197	197
负债合计	4784	6397	6609	6768	6603
少数股东权益	-104	-31	-42	-51	-64
股本	1057	1057	1057	1057	1057
资本公积	3043	3042	3042	3042	3042
留存收益	-481	263	1191	2322	3671
归属母公司股东权益	3648	4417	5356	6497	7857
负债和股东权益	8328	10783	11923	13213	14397

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1268	812	209	2038	670
净利润	831	732	928	1132	1348
折旧摊销	189	192	178	201	218
财务费用	97	33	30	40	50
投资损失	13	-28	-20	-20	-20
营运资金变动	-145	-163	-936	655	-957
其他经营现金流	283	46	30	30	30
投资活动现金流	-337	-16	-164	-205	-216
资本支出	196	430	145	172	190
长期投资	0	21	-39	-53	-46
其他投资现金流	-141	393	20	20	20
筹资活动现金流	-373	411	-430	-190	-201
短期借款	-913	-176	747	-747	0
长期借款	-251	450	-152	-150	-151
普通股增加	139	0	0	0	0
资本公积增加	927	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-276	138	-1026	707	-50
现金净增加额	584	1212	-385	1643	253

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10209	11382	12755	14476	16406
营业成本	8488	9198	10317	11640	13138
营业税金及附加	52	59	63	71	83
营业费用	279	354	395	449	509
管理费用	288	340	391	430	473
研发费用	389	434	477	525	577
财务费用	97	33	30	40	50
资产减值损失	-12	-34	20	20	20
其他收益	69	106	120	120	120
公允价值变动收益	4	2	0	0	0
投资净收益	-13	28	20	20	20
资产处置收益	-1	-3	0	0	0
营业利润	554	969	1171	1411	1666
营业外收入	432	4	5	5	5
营业外支出	61	117	85	85	85
利润总额	925	856	1091	1331	1586
所得税	94	124	164	200	238
净利润	831	732	928	1132	1348
少数股东损益	-3	-6	-11	-9	-12
归属母公司净利润	834	738	939	1140	1361
EBITDA	1132	1043	1243	1484	1723
EPS(元)	0.78	0.69	0.88	1.07	1.28

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	3.8	11.5	12.1	13.5	13.3
营业利润(%)	10.7	75.0	20.8	20.5	18.1
归属于母公司净利润(%)	105.7	-11.5	27.2	21.5	19.3
获利能力					
毛利率(%)	16.9	19.2	19.1	19.6	19.9
净利率(%)	8.2	6.5	7.4	7.9	8.3
ROE(%)	23.4	16.7	17.5	17.6	17.3
ROIC(%)	17.4	11.7	12.1	14.1	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	57.4	59.3	55.4	51.2	45.9
净负债比率(%)	-11.2	-27.1	-22.7	-46.5	-43.7
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	7.8	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	4.4	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.69	0.88	1.07	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	0.76	0.20	1.91	0.63
每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.15	5.03	6.10	7.37
估值比率					
P/E	13.4	15.1	11.9	9.8	8.2
P/B	3.1	2.5	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.3	9.4	7.9	5.4	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn