

Q3 主营稳健增长，净利受减值拖累

华泰研究

2024 年 10 月 25 日 | 中国内地

季报点评

材料和零部件

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

15.45

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570518120001
SFC No. BPX070

王森泉

wangsenquan@htsc.com
+(86) 755 2398 7489

研究员

SAC No. S0570521100002

周衍峰

zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524010001

李裕恬

liyutian@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

公司披露 2024 年三季度, 9M2024 营业总收入 93.36 亿元, 同比+10.54%, 归母净利 6.49 亿元, 同比+20.1%, 其中, 3Q24 营收同比+4.09%, 归母净利同比-17.18%。3Q24 收入及净利表现均低于我们此前预期(分别预期同比+5~12%和+7~15%), 主要由于制冷设备需求偏弱, 以及受到其他应收款坏账损失加大影响, 如若剔除减值影响, 净利仍实现同比增长。展望 4Q24 公司核心业务与空调相关性较强, 且根据产业在线数据, 10-12 月空调总排产分别同比+26.1%/+41.6%/+34.5%, 预期积极, 有利于公司制冷配件收入提升。但铜价维持高位, 盈利能力或仍有波动。维持“买入”评级。

3Q24 制冷配件继续受益于家用空调需求, 而制冷设备需求仍较弱

1) 产业在线数据显示, 2024 年 7-9 月空调生产量同比+6.8%, 在下游生产小幅增长带动下, 我们认为 3Q24 公司制冷阀件业务或维持增长。2) 3Q24 制冷设备收入或表现相对较弱, 产业在线数据显示, 24 年 7-8 月国内中央空调内销额同比下滑均超过 5%。

3Q24 汽零业务添新丁

公司 24 年 6 月 30 日披露, 拟收购上海大创, 拓展 OBD 智能电控产品、新能源车热管理产品等业务, 并于 8 月 7 日披露完成收购、纳入并表范围, 有望继续夯实公司汽零业务规模。且公司已与国内主流新能源汽车厂达成合作关系, 我们认为 3Q24 公司汽车热管理业务收入同比增长或较为积极。

3Q24 毛利率继续受到原材料价格波动影响

公司 9M2024 毛利率为 18.19%, 同比-1.08pct。其中, 3Q2024 毛利率同比-0.84pct。我们认为主要由于原材料价格较大波动(3Q24 铜价同比+8.8%), 而产业价格传导能力较弱, 导致毛利率承压。且 Q3 单项计提出售节能业务项下子公司股权形成的转让价款和子公司出表前往来款的坏账准备 6000 万元导致归母净利有较大下滑。

核心主业收入展望积极, 盈利能力仍将承压

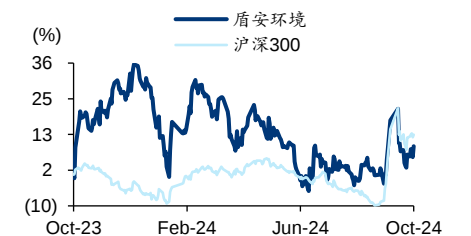
我们维持 24-26 年预测 EPS 为 0.91、1.03、1.16 元, 公司制冷配件受益于空调旺盛需求, 而汽零业务在低基数下或维持较高增长, 但原材料价格仍保持高位, 公司毛利率或仍有压力, 截止 2024/10/25, 可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PE 为 16.7x, 给予公司 25 年 PE 15x, 对应目标价为 15.45 元(前值 13.65 元)。

风险提示: 新能源热管理业务拓展不及预期; 传统制冷配件、设备销量不及预期; 原材料价格波动风险。

基本数据

目标价(人民币)	15.45
收盘价(人民币 截至 10 月 25 日)	11.07
市值(人民币百万)	11,794
6 个月平均日均成交额(人民币百万)	124.28
52 周价格范围(人民币)	9.61-13.75
BVPS(人民币)	4.81

股价走势图



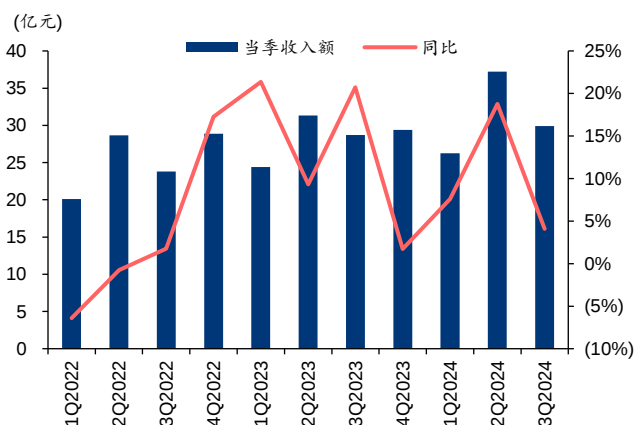
资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	10,144	11,382	12,833	14,253	15,609
+/-%	3.12	12.21	12.74	11.06	9.52
归属母公司净利润(人民币百万)	839.01	738.04	969.01	1,101	1,231
+/-%	106.98	(12.03)	31.29	13.65	11.81
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.79	0.69	0.91	1.03	1.16
ROE(%)	31.18	18.31	19.77	18.55	17.33
PE(倍)	14.06	15.98	12.17	10.71	9.58
PB(倍)	3.23	2.67	2.19	1.82	1.53
EV EBITDA(倍)	8.73	9.21	7.76	5.81	5.33

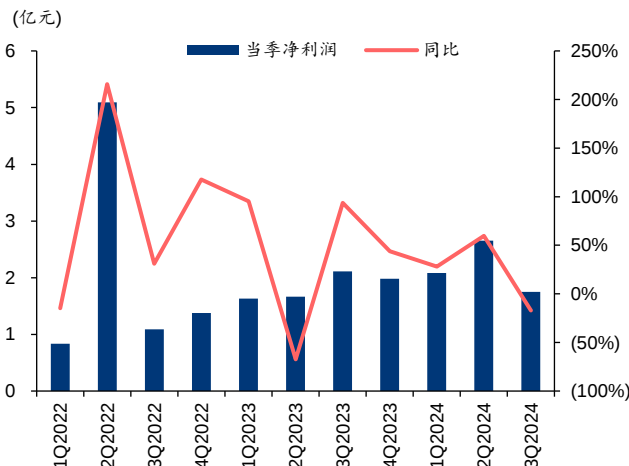
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 3Q2024 公司营业收入同比+4.1%



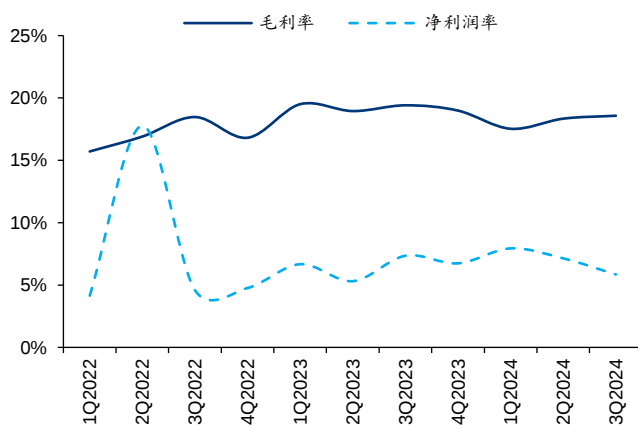
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 3Q2024 公司归母净利润同比-17.2%



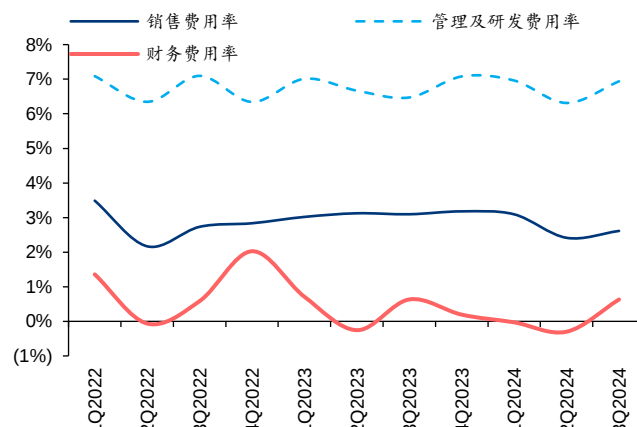
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 3Q2024 公司归母净利润率同比-1.5pct



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 3Q2024 公司期间费用率同比基本持平



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2023 PE	2024E PE	2025E PE	2026E PE
002050 CH	三花智控	860.7	34.7	25.0	21.0	17.9
000811 CH	冰轮环境	75.2	15.0	11.7	10.4	9.3
601689 CH	拓普集团	782.0	35.4	26.6	20.7	16.8
002126 CH	银轮股份	162.7	24.7	19.2	14.5	11.6
平均			27.5	20.6	16.7	13.9

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截止至 2024 年 10 月 25 日

资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

1) 新能源热管理业务拓展不及预期

公司阀件业务向新能源热管理方向拓展, 与公司传统业务差异较大, 可能面临客户资源开拓较难、产品订单不及预期的风险, 影响公司盈利水平;

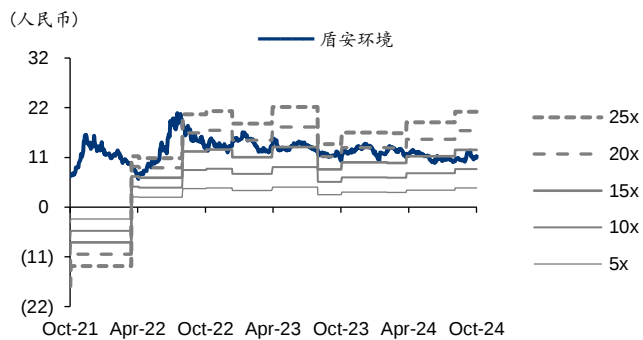
2) 传统制冷配件、设备销量不及预期

公司传统制冷配件、设备与空调制冷市场紧密相关, 如果家用及商用空调市场需求不及预期, 会对公司的收入与盈利规模产生较大影响;

3) 原材料价格波动风险

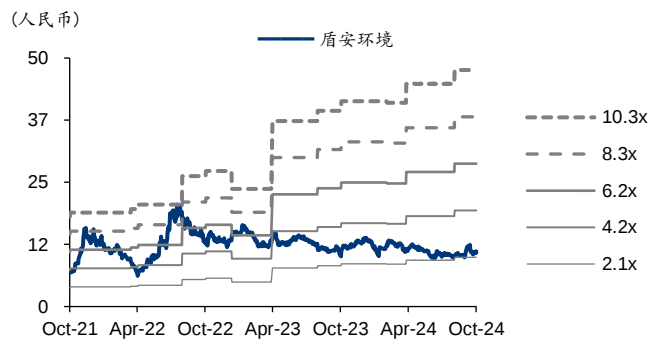
公司成本结构中原材料占比较高, 生产配件、设备过程中的主要原材料为铜、铝、钢等, 如果原材料价格大幅波动, 会对公司盈利水平产生较大影响。

图表6: 盾安环境 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 盾安环境 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,355	8,784	10,059	11,103	11,897
现金	1,568	3,003	3,386	4,267	4,300
应收账款	1,445	2,020	1,887	2,452	2,300
其他应收账款	649.55	278.81	767.85	394.62	878.47
预付账款	65.11	51.10	79.91	65.59	93.76
存货	1,205	1,279	1,682	1,696	1,996
其他流动资产	1,422	2,152	2,258	2,228	2,330
非流动资产	1,799	1,999	1,999	2,000	1,987
长期投资	282.80	308.81	307.14	306.75	306.79
固定投资	915.45	1,021	1,051	1,069	1,072
无形资产	182.22	174.95	154.15	136.64	122.56
其他非流动资产	418.91	494.57	486.89	487.59	485.27
资产总计	8,154	10,783	12,059	13,102	13,884
流动负债	4,154	5,499	5,952	6,043	5,744
短期借款	824.96	649.34	1,611	649.34	649.34
应付账款	1,792	2,049	2,278	2,518	2,724
其他流动负债	1,537	2,800	2,064	2,875	2,371
非流动负债	458.39	897.85	758.29	618.14	474.12
长期借款	250.36	700.72	561.15	421.00	276.98
其他非流动负债	208.03	197.14	197.14	197.14	197.14
负债合计	4,612	6,397	6,711	6,661	6,218
少数股东权益	(103.98)	(31.13)	(38.13)	(46.13)	(53.13)
股本	1,057	1,057	1,065	1,065	1,065
资本公积	3,013	3,042	3,042	3,042	3,042
留存公积	(453.55)	263.38	1,225	2,319	3,543
归属母公司股东权益	3,646	4,417	5,386	6,488	7,719
负债和股东权益	8,154	10,783	12,059	13,102	13,884

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,270	811.80	36.19	2,211	394.57
净利润	835.96	732.46	962.01	1,093	1,224
折旧摊销	243.25	251.34	226.89	228.06	229.39
财务费用	97.90	33.20	45.00	45.00	45.00
投资损失	13.25	(28.14)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(148.23)	(162.94)	(1,123)	919.58	(1,029)
其他经营现金	228.21	(14.11)	(35.00)	(35.00)	(35.00)
投资活动现金	(336.51)	(16.00)	(182.23)	(183.22)	(171.42)
资本支出	(195.10)	(430.39)	(178.89)	(173.57)	(153.39)
长期投资	0.00	21.00	1.67	0.40	(0.04)
其他投资现金	(141.41)	393.39	(5.00)	(10.05)	(17.99)
筹资活动现金	(373.21)	410.68	528.68	(1,147)	(189.94)
短期借款	(913.02)	(175.62)	961.59	(961.59)	0.00
长期借款	(250.66)	450.35	(139.57)	(140.15)	(144.02)
普通股增加	139.41	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	896.80	28.41	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(245.74)	107.54	(293.34)	(44.97)	(45.92)
现金净增加额	586.43	1,212	382.65	880.99	33.21

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,144	11,382	12,833	14,253	15,609
营业成本	8,419	9,198	10,361	11,483	12,551
营业税金及附加	51.49	59.23	66.78	74.17	81.22
营业费用	279.21	353.83	423.48	470.34	515.09
管理费用	286.89	340.12	340.07	377.70	413.64
财务费用	97.90	33.20	45.00	45.00	45.00
资产减值损失	(10.91)	(34.22)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	3.56	2.26	6.00	6.00	6.00
投资净收益	(13.25)	28.14	40.00	40.00	40.00
营业利润	560.94	969.25	1,145	1,295	1,441
营业外收入	431.98	4.03	5.00	5.00	5.00
营业外支出	60.61	117.00	6.00	6.00	6.00
利润总额	932.31	856.28	1,144	1,294	1,440
所得税	96.36	123.82	181.88	200.54	216.06
净利润	835.96	732.46	962.01	1,093	1,224
少数股东损益	(3.06)	(5.58)	(7.00)	(8.00)	(7.00)
归属母公司净利润	839.01	738.04	969.01	1,101	1,231
EBITDA	1,296	1,145	1,383	1,506	1,607
EPS (人民币, 基本)	0.91	0.70	0.91	1.03	1.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.12	12.21	12.74	11.06	9.52
营业利润	12.09	72.79	18.12	13.09	11.32
归属母公司净利润	106.98	(12.03)	31.29	13.65	11.81
获利能力 (%)					
毛利率	17.01	19.19	19.26	19.43	19.59
净利率	8.24	6.43	7.50	7.67	7.84
ROE	31.18	18.31	19.77	18.55	17.33
ROIC	32.89	28.12	25.06	36.02	28.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.56	59.32	55.65	50.84	44.79
净负债比率 (%)	(9.99)	(27.12)	(18.67)	(46.28)	(41.21)
流动比率	1.53	1.60	1.69	1.84	2.07
速动比率	1.20	1.35	1.39	1.54	1.70
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.20	1.12	1.13	1.16
应收账款周转率	7.80	6.57	6.57	6.57	6.57
应付账款周转率	4.49	4.79	4.79	4.79	4.79
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.69	0.91	1.03	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	0.76	0.03	2.08	0.37
每股净资产(最新摊薄)	3.42	4.15	5.06	6.09	7.24
估值比率					
PE (倍)	14.06	15.98	12.17	10.71	9.58
PB (倍)	3.23	2.67	2.19	1.82	1.53
EV EBITDA (倍)	8.73	9.21	7.76	5.81	5.33

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、王森泉、周衍峰、李裕恬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、王森泉、周衍峰、李裕恬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 盾安环境（002011 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司