

盾安环境 (002011.SZ) / 家电

证券研究报告/公司点评

2023年4月21日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 12.58 元

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

电话: 021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

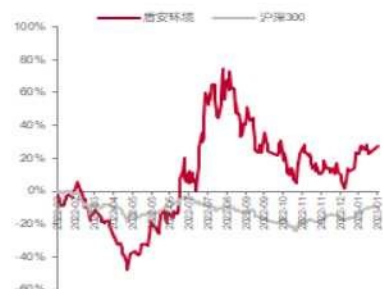
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,837	10,144	11,478	13,006	14,370
增长率 yoy%	33%	3%	13%	13%	10%
净利润 (百万元)	405	839	768	887	1,046
增长率 yoy%	141%	107%	-8%	16%	18%
每股收益 (元)	0.38	0.79	0.73	0.84	0.99
每股现金流量	0.49	1.20	0.98	0.81	1.07
净资产收益率	25%	24%	21%	19%	19%
P/E	32.8	15.8	17.3	15.0	12.7

备注: 股价取自 20230421 收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,057
流通股本(百万股)	915
市价(元)	12.58
市值(百万元)	13,292
流通市值(百万元)	11,514

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司深度:

《积极改善, 走向成长》2022.04.25

业绩点评:

《复合预期, 期待大客户放量》

2023.1.30

《底部位置, 持续看好》

2022.10.26

《格力协同, 汽零高增》

2022.10.14

《格力加单, 汽零高增》

2022.08.23

《中报业绩大超预期》

2022.07.15

投资要点

公司披露 2022 年年报及 2023 年一季报:

公司 2022 年实现营业总收入 101 亿, YOY+3%; 归母净利润 8.4 亿, YOY+107%; 扣非利润 4.6 亿, YOY+21%。

公司 2023 年 Q1 实现营业总收入 24.4 亿, YOY+21%; 归母净利润 1.6 亿, YOY+95%, 扣非利润 1.8 亿, YOY+140%。

收入拆分

从 2022 全年角度看:

制冷: 全年 77 亿, 同比略降, 其中对格力销售全年 16 亿, 转单进度略低预期, 值得一提的是海外业务收入约 20 亿, YOY+16%, 其中大部分预计为制冷配件贡献, 高利润海外业务占比提升有助于提升公司盈利。

汽零: 全年 2 亿, YOY+290%, 驱动在于下游电动车高景气以及热泵车型渗透率提升提高单车价值量。

设备: 全年 15 亿, 同比略降, 疫情反复对强安装属性的中央空调有所拖累。

从 2023Q1 角度看:

制冷: 预计 19-20 亿, 同比增长 20%或更高。据公司披露格力 Q1 关联交易收入约 3 亿, 我们预计格力的合计收入金额较同期变化不大, 核心增量源于二三线空调企业。

汽零: 预计超 6000 万, 低基数下同比高增长。

设备: 预计 3 亿以上, 22Q4 疫情导致部分订单延后至 23Q1 交付, 预计同比有所增长。

盈利分析

从 2022 全年角度看:

盈利增长核心为 4.25 亿担保转回。同时我们也注意到, 公司扣非净利率亦提升 0.7pct 至 4.5%, 得益于大宗下行和产品结构调整带来的毛利率提升。

从 2023Q1 角度看:

毛利率: YOY+3.5pct 至 19.5%, 核心原因: 1) 内销空调景气修复, 高利润的二三线空调公司订单增长显著; 2) 外销运费下行, 利润改善。3) 原材料下行及公司不锈钢代铜降本。

费用率: 销售、管理费用率合计改善 1.3pct, 格力控股后运营效率改善显著, 财务费用降 0.7pct, 得益于格力财务公司低利率融资。

业务前瞻

1、汽零大客户增长稳健: 据中汽协测算, 预计 2023 年中国新能源车保持 30%增长, 同时从公司下游大客户角度看, 增长态势或更为显著, 比亚迪 Q1 新能源车销量达 55

万，YOY+92%，有望拉动盾安热管理业务快速放量。

2、空调产业链盈利修复超预期：2023 开年空调行业景气高增，Q1 零售额 YOY+10%，Q2 企业排产同样积极，目前披露一季报及预告的海信家电、长虹美菱、盾安环境等二三线空调企业及空调零部件企业一季度盈利均有良好表现，本轮产业链盈利修复或超预期。

■ **盈利预测**

基于空调产业链盈利复苏超预期，我们上调公司 23、24 年盈利预测，同时引入 25 年盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 7.7、8.9、10.5 亿（原 23、24 年为 7.5、8.8 亿），维持买入评级。

■ **风险提示**

下游需求不及预期、新品类拓展不及预期、海外扩张不及预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,568	3,634	3,589	4,383	营业收入	10,144	11,478	13,006	14,370
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,419	9,299	10,520	11,596
应收账款	1,445	1,458	1,543	1,616	税金及附加	51	54	61	68
预付账款	65	70	79	87	销售费用	279	310	338	374
存货	1,205	1,483	1,762	1,851	管理费用	287	325	372	411
合同资产	317	251	356	386	研发费用	389	459	520	575
其他流动资产	2,071	2,940	3,387	3,505	财务费用	98	75	37	16
流动资产合计	6,355	9,585	10,360	11,441	信用减值损失	-106	-20	-30	-20
其他长期投资	41	41	41	41	资产减值损失	-11	-10	-10	-10
长期股权投资	283	283	283	283	公允价值变动收益	4	0	-5	0
固定资产	915	801	707	630	投资收益	-13	-44	-44	-44
在建工程	53	63	73	83	其他收益	69	40	10	10
无形资产	182	159	138	119	营业利润	561	918	1,074	1,264
其他非流动资产	325	325	326	329	营业外收入	432	10	10	10
其他非流动资产	325	325	326	329	营业外支出	61	45	30	30
非流动资产合计	1,799	1,672	1,568	1,485	利润总额	932	883	1,054	1,244
资产合计	8,154	11,257	11,928	12,926	所得税	96	132	158	187
短期借款	825	1,100	800	600	净利润	836	751	896	1,057
应付票据	525	695	840	833	少数股东损益	-3	-17	9	11
应付账款	1,792	2,232	2,419	2,551	归属母公司净利润	839	768	887	1,046
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	924	815	928	1,070
合同负债	85	207	234	259	EPS (按最新股本摊薄)	0.79	0.73	0.84	0.99
其他应付款	301	206	218	230					
一年内到期的非流动负债	71	1,200	800	600					
其他流动负债	554	1,071	1,218	1,224					
流动负债合计	4,154	6,710	6,529	6,297					
长期借款	250	700	630	780					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	208	144	169	193					
非流动负债合计	458	844	799	973					
负债合计	4,612	7,554	7,328	7,270					
归属母公司所有者权益	3,646	3,824	4,712	5,758					
少数股东权益	-104	-121	-112	-102					
所有者权益合计	3,542	3,703	4,599	5,656					
负债和股东权益	8,154	11,257	11,928	12,926					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,270	1,039	856	1,132
现金收益	1,121	1,013	1,097	1,218
存货影响	271	-277	-279	-89
经营性应收影响	-297	-7	-84	-71
经营性应付影响	-119	514	344	138
其他影响	293	-203	-222	-64
投资活动现金流	-337	-127	-119	-96
资本支出	-126	-59	-59	-59
股权投资	14	0	0	0
其他长期资产变化	-225	-68	-60	-37
融资活动现金流	-373	1,154	-782	-242
借款增加	-1,290	1,854	-770	-250
股利及利息支付	-105	-537	-659	-721
股东融资	802	0	0	0
其他影响	220	-163	647	729

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	3.1%	13.2%	13.3%	10.5%
EBIT增长率	81.1%	-6.9%	13.9%	15.4%
归母公司净利润增长率	107.0%	-8.5%	15.5%	18.0%
获利能力				
毛利率	17.0%	19.0%	19.1%	19.3%
净利率	8.2%	6.5%	6.9%	7.4%
ROE	23.7%	20.7%	19.3%	18.5%
ROIC	15.5%	16.1%	17.6%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	56.6%	67.1%	61.4%	56.2%
债务权益比	38.2%	84.9%	52.2%	38.4%
流动比率	1.5	1.4	1.6	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.5
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1
应收账款周转天数	46	46	42	40
应付账款周转天数	80	78	80	77
存货周转天数	57	52	56	56
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	0.73	0.84	0.99
每股经营现金流	1.20	0.98	0.81	1.07
每股净资产	3.45	3.62	4.46	5.45
估值比率				
P/E	16	17	15	13
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	130	138	126	113

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。