

## 盾安环境 (002011.SZ) 盈利能力稳步提升, 汽车热管理业务快速增长

2023年04月24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)

陆帅坤 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

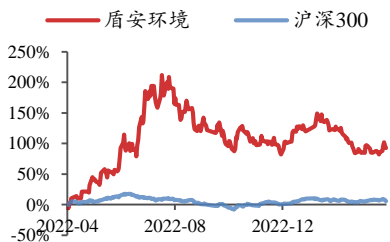
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790121060033

日期	2023/4/21
当前股价(元)	12.58
一年最高最低(元)	21.56/5.96
总市值(亿元)	132.92
流通市值(亿元)	115.10
总股本(亿股)	10.57
流通股本(亿股)	9.15
近3个月换手率(%)	100.93

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2022Q4 业绩稳健, 长期关注热管理业务发展—公司信息更新报告》-2023.1.31

《2022Q3 业绩达预告中枢偏上, 盈利能力持续提升—公司信息更新报告》-2022.10.27

《2022Q3 业绩改善趋势延续, 看好热管理进入收获期—公司信息更新报告》-2022.10.16

### ● 2022Q4-2023Q1 盈利提升, 汽车热管理业务快速发展, 维持“买入”评级

2022 实现营收 101.44 亿元 (+3.12%), 归母净利润 8.39 亿元 (+106.98%), 扣非归母净利润 4.61 亿元 (+21.48%)。单季度来看 2022Q4 实现收入 28.87 亿元 (+17.25%), 归母净利润 1.37 亿元 (+117.58%), 扣非归母净利润 0.87 亿元 (+30.13%), 2023Q1 实现收入 24.41 亿元 (+21.36%), 归母净利润 1.63 亿元 (+95.2%), 扣非归母净利润 1.75 亿元 (+139.79%)。考虑到聚焦主业后短板补齐, 叠加债务结构优化制冷配件及热管理业务盈利能力有望持续提升, 我们上调 2023-2024 年盈利预测, 并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 7.89/9.03/10.31 亿元 (2023-2024 年原值为 6.87/8.47 亿元), 对应 EPS 为 0.75/0.85/0.98 元, 当前股价对应 PE 为 16.8/14.7/12.9 倍, 维持“买入”评级。

### ● 战略聚焦制冷主业, 外贸业务以及汽车热管理业务贡献主要增长

分业务, 2022 年制冷设备/制冷配件/汽车热管理营收同比分别 -0.22%/-0.54%/+290.01%, 2022H2 制冷设备/制冷配件营收同比分别 -0.13%/+1.03%。分区域, 2022 年国内/国外实现营收 81.63/19.81 亿元, 同比分别 +0.27%/+16.77%, 2022H2 同比分别 +8.48%/+15.41%, 战略聚焦后国外营收保持较好增长。与格力关联交易方面, 2022 年公司向格力电器及其下属公司销售产品收入 16.48 亿元 (-2.5%), 2022 年疫情影响部分订单交付。2023Q1 收入 3.06 亿元, 预计 2023 年收入 29 亿元, 疫情等负面因素减退后预计保持较好增长。

### ● 受益成本回落+产品结构调整+内部控费降本, 盈利能力稳步提升

2022 年毛利率 17.01% (+0.7pct), 其中国内/国外毛利率同比分别 -0.81pct/+6.97pct。单季度来看 2022Q4 毛利率 16.81% (+0.59pct), 2023Q1 毛利率 19.5% (+3.79pct)。2022 年销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别 +0.13pct/-0.28pct/+0.08pct/-0.27pct, 2023Q1 期间费用率同比 -1.19pct。综合影响下 2022Q4 扣非净利率 3.01% (+0.3pct), 2023Q1 扣非净利率 7.18% (+3.55pct)。

### ● 风险提示: 新能源市场拓展不及预期; 行业竞争加剧; 原材料价格上涨等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,837	10,144	11,650	12,966	14,350
YOY(%)	33.3	3.1	14.8	11.3	10.7
归母净利润(百万元)	405	839	789	903	1,031
YOY(%)	140.5	107.0	-5.9	14.4	14.2
毛利率(%)	16.3	17.0	17.4	17.6	17.8
净利率(%)	4.1	8.3	6.8	7.0	7.2
ROE(%)	24.2	23.6	18.2	17.1	16.4
EPS(摊薄/元)	0.38	0.79	0.75	0.85	0.98
P/E(倍)	32.8	15.8	16.8	14.7	12.9
P/B(倍)	7.7	3.6	3.0	2.5	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 聚焦制冷主业+强化内部费用管控，2022Q4-2023Q1 盈利能力持续提升.....	3
2、 高毛利外贸及商用业务驱动毛利率延续提升趋势，资本债务结构优化.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

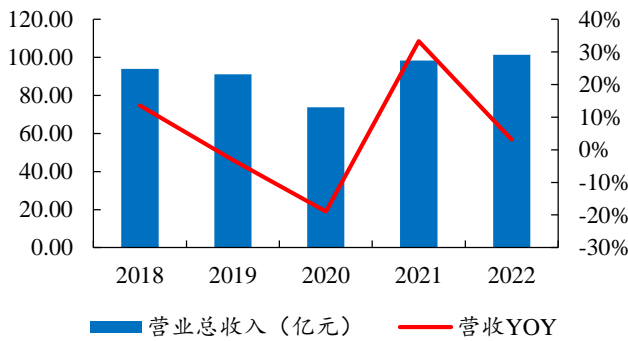
## 图表目录

图 1： 2022 年公司实现营收 101.44 亿元（+3.12%）.....	3
图 2： 2022 年公司实现归母净利润 8.39 亿元（+106.98%）.....	3
图 3： 2022Q4/2023Q1 营收同比分别+17.25%/+21.36%.....	3
图 4： 2022Q4/2023Q1 归母净利润同比分别+117.58%/+95.2%.....	3
图 5： 2022 年公司毛利率 17.01%（+0.7pct），扣非净利率 4.54%（+0.69pct）.....	4
图 6： 2022Q4-2023Q1 公司扣非净利率同比保持较高增长，盈利能力持续提升.....	4
图 7： 2022 年公司管理费用率和财务费用率同比下降.....	4
图 8： 2022Q4-2023Q1 管理费用率保持同比下降趋势.....	4

## 1、聚焦制冷主业+强化内部费用管控, 2022Q4-2023Q1 盈利能力持续提升

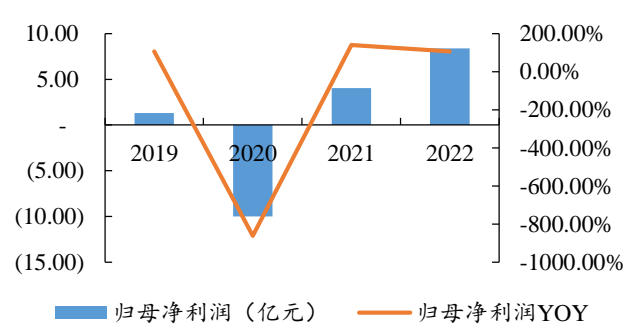
2022 年实现收入 101.44 亿元 (+3.12%), 归母净利润 8.39 亿元 (+106.98%), 扣非归母净利润 4.61 亿元 (+21.48%)。单季度来看 2022Q4 实现收入 28.87 亿元 (+17.25%), 归母净利润 1.37 亿元(+117.58%), 扣非归母净利润 0.87 亿元(+30.13%), 非经常性损益主要来自于 2022Q2 3.3 亿元担保损失冲回以及 2022Q4 0.95 亿元担保损失冲回。2023Q1 实现收入 24.41 亿元(+21.36%), 归母净利润 1.63 亿元(+95.2%), 扣非归母净利润 1.75 亿元 (+139.79%), 本期利润较高增长主要系毛利率提升以及费用率下降。

图1: 2022 年公司实现营收 101.44 亿元 (+3.12%)



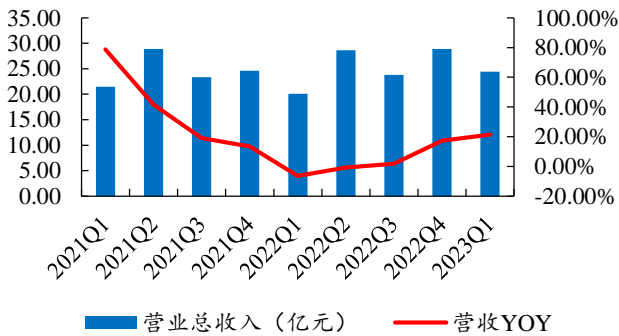
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 2022 年公司实现归母净利润 8.39 亿元(+106.98%)



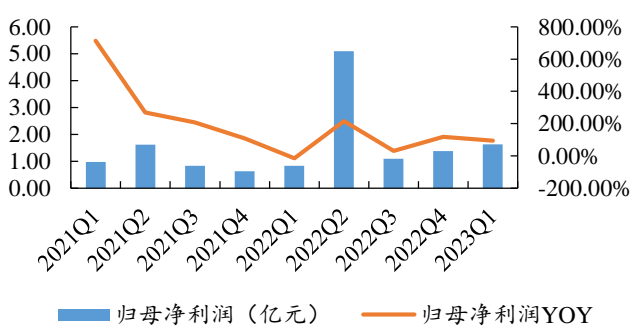
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2022Q4/2023Q1 营收同比分别+17.25%/+21.36%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2022Q4/2023Q1 归母净利润同比分别+117.58%/+95.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

**收入按业务拆分:** 2022 年制冷设备/制冷配件/汽车热管理业务分别实现营收 14.9/77.15/2.0 亿元, 同比分别-0.22%/-0.54%/+290.01%, 2022H2 制冷设备/制冷配件营收同比分别-0.13%/+1.03%, 2022H2 国内营收恢复正增长。

**收入按区域拆分:** 2022 年国内/国外分别实现营收 81.63/19.81 亿元, 同比分别+0.27%/+16.77%, 2022H2 同比分别+8.48%/+15.41%, 2022H2 国内增速提升, 内部战略聚焦后国外营收保持较好增长。

**与格力体系关联交易:** 2021 年公司向格力电器及其下属公司销售产品收入 16.9 亿元, 2022 年收入 16.48 亿元, 2023Q1 收入 3.06 亿元, 预计 2023 年收入 29 亿元。

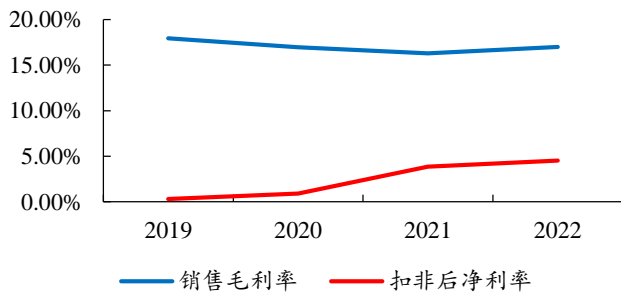
2022 年受疫情等影响实际关联交易金额低于年初预期。

## 2、高毛利外贸及商用业务驱动毛利率延续提升趋势，资本债务结构优化

**(1) 毛利率：**2022 年公司整体毛利率 17.01% (+0.7pct)，其中制冷设备/制冷配件毛利率同比分别+0.28pct/+1.12pct，国内/国外毛利率同比分别-0.81pct/+6.97pct，国外业务毛利率改善明显或系 2022H2 海运及原材料成本回落。单季度来看 2022Q4 毛利率 16.81% (+0.59pct)，2023Q1 毛利率 19.5% (+3.79pct)，毛利率延续提升趋势，2023Q1 毛利率提升显著或系成本改善，及高毛利格力订单和外贸业务增长所致。

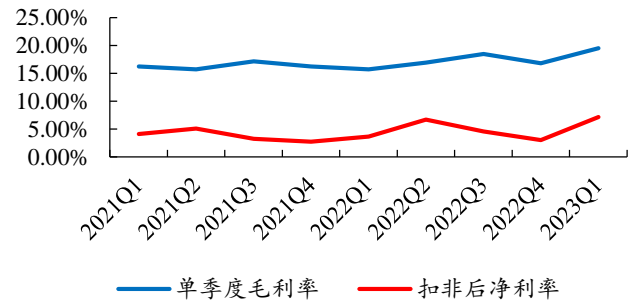
**(2) 净利率：**2022 年公司净利率 8.27% (+4.15pct)，扣非净利率 4.54% (+0.69pct)。2022Q4 公司净利率 4.76% (+2.19pct)，扣非净利率 3.01% (+0.3pct)。2023Q1 净利率 6.67% (+2.52pct)，扣非净利率 7.18% (+3.55pct)。内部战略聚焦更高质量商用、外贸制冷主业，叠加债务结构优化，2022 年以来盈利能力延续提升趋势。

**图5：2022 年公司毛利率 17.01% (+0.7pct)，扣非净利率 4.54% (+0.69pct)**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

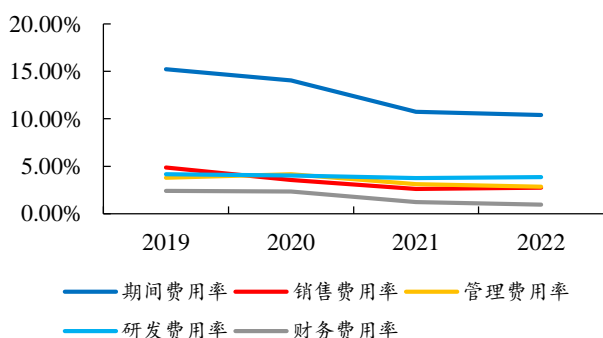
**图6：2022Q4-2023Q1 公司扣非净利率同比保持较高增长，盈利能力持续提升**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

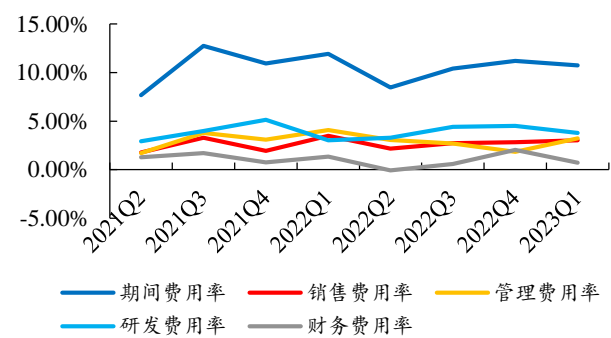
**(3) 费用端：**2022 年公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 2.75%/2.83%/3.84%/0.97%，同比分别+0.13pct/-0.28pct/+0.08pct/-0.27pct。单季度来看 2022Q4 同比分别 +0.88pct/-1.27pct/-0.62pct/+1.28pct，2023Q1 同比分别 -0.47pct/-0.85pct/+0.78pct/-0.65pct，内部持续控费下管理费用率延续下降趋势，2022 年财务费用率下降系有息负债下降以及汇兑收益，2023Q1 下降系外部融资金额及融资利率下降所致。

**图7：2022 年公司管理费用率和财务费用率同比下降**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图8：2022Q4-2023Q1 管理费用率保持同比下降趋势**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(4) **现金流**：2022 年经营性现金净额为 12.7 亿元 (+145.36%)，主要系票据贴现及现汇贷款收入增加所致，经营性现金流持续改善。投资性现金净额为-3.37 亿元 (-237.66%)，主要系本期代偿关联方债务担保净支出以及 2021 年同期收到转让款等。筹资性现金净额为-3.73 亿元 (+69.98%)，主要系本期收到非公开发行股票筹资资金到账等。2023Q1 筹资性现金流净额同比+237.91%，主要系债务调整过程中归还银行借款减少。

(5) **资本结构**：2022 年公司资产负债率 56.56% (-23.64pct)，2023Q1 资产负债率 57.66% (-19.75pct)，资产负债结构持续优化。

(6) **偿债能力**：2022 年公司流动比率/速动比率同比分别+0.44/+0.41，2023Q1 公司流动比率/速动比率同比分别+0.35/+0.36，偿债能力有所提升。

### 3、盈利预测与投资建议

2022 年实现营收 101.44 亿元 (+3.12%)，归母净利润 8.39 亿元 (+106.98%)，扣非归母净利润 4.61 亿元 (+21.48%)。单季度来看 2022Q4 实现收入 28.87 亿元 (+17.25%)，归母净利润 1.37 亿元(+117.58%)，扣非归母净利润 0.87 亿元(+30.13%)，2023Q1 实现收入 24.41 亿元 (+21.36%)，归母净利润 1.63 亿元 (+95.2%)，扣非归母净利润 1.75 亿元 (+139.79%)。考虑到聚焦主业后短板补齐，叠加债务结构优化制冷配件及热管理业务盈利能力有望持续提升，我们上调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 7.89/9.03/10.31 亿元(2023-2024 年原值为 6.87/8.47 亿元)，对应 EPS 为 0.75/0.85/0.98 元，当前股价对应 PE 为 16.8/14.7/12.9 倍，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

新能源市场拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6344	6355	6230	6691	8040
现金	1046	1568	1801	2729	2962
应收票据及应收账款	1154	1445	0	0	0
其他应收款	830	650	1049	842	1251
预付账款	49	65	66	80	81
存货	1476	1205	1860	1543	2212
其他流动资产	1789	1422	1455	1497	1534
<b>非流动资产</b>	1918	1799	1032	276	-272
长期投资	296	283	260	234	209
固定资产	927	915	976	976	954
无形资产	200	182	-610	-1315	-1803
其他非流动资产	494	419	406	381	368
<b>资产总计</b>	8261	8154	7262	6967	7768
<b>流动负债</b>	5839	4154	2777	1879	1846
短期借款	1738	825	1822	825	825
应付票据及应付账款	2543	2317	0	0	0
其他流动负债	1558	1012	955	1054	1021
<b>非流动负债</b>	786	458	152	-139	-331
长期借款	501	250	-56	-347	-539
其他非流动负债	285	208	208	208	208
<b>负债合计</b>	6626	4612	2929	1740	1515
少数股东权益	-100	-104	-103	-111	-115
股本	917	1057	1057	1057	1057
资本公积	2117	3013	3013	3013	3013
留存收益	-1298	-454	337	1231	2258
<b>归属母公司股东权益</b>	1735	3646	4435	5338	6369
<b>负债和股东权益</b>	8261	8154	7262	6967	7768

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	518	1270	-933	1767	194
净利润	395	836	790	894	1027
折旧摊销	180	188	163	187	196
财务费用	121	98	105	110	115
投资损失	-26	13	5	7	6
营运资金变动	-270	-148	-1878	677	-1042
其他经营现金流	117	284	-117	-108	-108
<b>投资活动现金流</b>	244	-337	601	560	346
资本支出	244	195	-582	-543	-327
长期投资	0	0	23	26	24
其他投资现金流	488	-141	-4	-9	-5
<b>筹资活动现金流</b>	-1243	-373	-432	-401	-307
短期借款	375	-913	997	-997	0
长期借款	367	-251	-306	-291	-192
普通股增加	0	139	0	0	0
资本公积增加	0	897	0	0	0
其他筹资现金流	-1984	-246	-1123	887	-115
<b>现金净增加额</b>	-539	586	-764	1926	233

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9837	10144	11650	12966	14350
营业成本	8233	8419	9622	10683	11788
营业税金及附加	43	51	57	64	69
营业费用	258	279	332	376	416
管理费用	306	287	320	344	366
研发费用	370	389	460	519	574
财务费用	121	98	105	110	115
资产减值损失	-10	-11	-12	-14	-15
其他收益	57	69	50	50	50
公允价值变动收益	-8	4	0	-1	1
投资净收益	26	-13	-5	-7	-6
资产处置收益	-2	-1	0	-1	-0
<b>营业利润</b>	500	561	927	1036	1189
营业外收入	26	432	30	30	30
营业外支出	78	61	70	65	67
<b>利润总额</b>	448	932	888	1001	1151
所得税	52	96	98	107	125
<b>净利润</b>	395	836	790	894	1027
少数股东损益	-10	-3	1	-8	-4
<b>归属母公司净利润</b>	405	839	789	903	1031
EBITDA	735	1139	1070	1186	1312
EPS(元)	0.38	0.79	0.75	0.85	0.98

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	33.3	3.1	14.8	11.3	10.7
营业利润(%)	274.0	12.1	65.3	11.7	14.7
归属于母公司净利润(%)	140.5	107.0	-5.9	14.4	14.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.3	17.0	17.4	17.6	17.8
净利率(%)	4.1	8.3	6.8	7.0	7.2
ROE(%)	24.2	23.6	18.2	17.1	16.4
ROIC(%)	11.4	17.6	12.8	15.0	14.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	80.2	56.6	40.3	25.0	19.5
净负债比率(%)	92.0	-10.0	1.9	-40.8	-40.9
流动比率	1.1	1.5	2.2	3.6	4.4
速动比率	0.8	1.2	1.5	2.7	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.5	1.8	1.9
应收账款周转率	8.8	7.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.5	10.7	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.79	0.75	0.85	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	1.20	-0.88	1.67	0.18
每股净资产(最新摊薄)	1.64	3.45	4.20	5.05	6.03
<b>估值比率</b>					
P/E	32.8	15.8	16.8	14.7	12.9
P/B	7.7	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	20.0	11.2	12.4	9.3	8.1

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10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