盾安环境（002011.SZ）

一季报收入业绩超预期

事件：公司发布 2022 年年度报告暨 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 101.4 亿元，同比+3%。实现归母净利润 8.4 亿元，同比+107%，实现扣非归母净利润 4.6 亿元，同比+21%。其中，Q4 实现收入 28.9 亿元，同比+17%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比+118%。2023 年一季度实现收入 24.4 亿元，同比+21%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比+95%。

- 22 年收入稳中有增，不同业务板块表现有所分化。分品类看：1）冷配业务：实现收入 77.2 亿元，同比下滑 0.5%。主要系部分客户订单转移影响，预计 22 年已经触底。此外，与格力电器商用冷配产品的协同研发需要一定时间，22 年预计与格力的关联交易距离 29 亿的目标有一定距离，亦使得营收增长有所放缓。23 年随着与格力合作进一步深入，预计关联交易金额将有所提升，且伴随客户订单转移影响减弱，预计助推冷配业务增长。公司其他主要客户海尔、海信等均实现高速增长。2）商用空调：实现收入 14.9 亿元，同比下滑 0.2%。公司主营制冷设备及特种空调系统的子公司盾安机电，核级冷水机组保持绝对优势，在净化领域为头部品牌之一。受益于格力在商用板块的赋能+中央空调行业的增长，公司制冷设备业务未来将稳中有升。3）汽车零部件：实现收入 2 亿元，同比增长 290%。公司电子膨胀阀产品竞争力强，大口径电子膨胀阀技术领先行业，是唯一进入量产阶段的厂家。22 年进一步开拓合作客户，与比亚迪、吉利、理想等厂商均保持良好合作关系。公司新能源汽车热管理收入达到阶段性目标。随着公司客户的积极拓展、大口径阀产线持续布局，预计汽零业务继续实现高增速。
- 22 年盈利能力显著改善，23 年 Q1 业绩大幅提升。公司 22 年归母净利率 8.27%，同比+4.15pct，主要系担保损失计提冲回，计入公司营业外收入，盾安控股承担 4.25 亿元，从而大幅增厚公司盈利。公司 22 年扣非归母净利率为 4.55%，同比+0.69pct，经营层面实现明显改善。主要系：1）外销占比进一步提升，优化制冷配件产品毛利率。2）商用制冷配件占比提升带动毛利率提振。公司 22 年全年实现毛利率 17.1%，同比+0.75%，分产品看，制冷配件毛利率提升 1.1%至 17%，商用空调毛利率提升 0.3%至 24%。公司 23 年 Q1 归母净利率 6.67%，同比+2.52pct，毛利率 19.50%，同比+3.79pct，盈利能力继续提升。主要系：1）汇率贬值、海运保费下降带动毛利率提升。2）公司产品结构、挖潜降本等持续改善。
- 内部降本增效，22 年及 23 年 Q1 期间费用率小幅下降。公司 22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.75%/2.83%/3.84%/0.97%，同比+0.13/-0.28/+0.08/-0.27 pct，财务费用下降系有息负债下降及外币汇兑损益影响。公司 23 年 Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.02%/3.22%/3.79%/0.71%，同比-0.47/-0.85/+0.78/ -0.65pct，财务费用下降系外部融资金额及融资利率下降所致。
- 投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 117/135/153 亿，分别同比增长 15%/16%/13%，业绩为 6.9/8.7/10.1 亿，分别同比增长 -18%/+27%/+16%，对应估值 20/15/13 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：汇率与海运费大幅波动，原材料价格上涨，制冷需求不及预期等。

强烈推荐（维持）

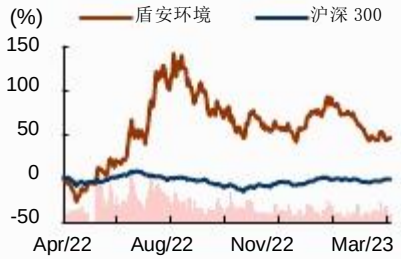
消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：13.84 元

基础数据

总股本（万股）	105663
已上市流通股（万股）	91497
总市值（亿元）	146
流通市值（亿元）	127
每股净资产（MRQ）	3.6
ROE（TTM）	24.1
资产负债率	57.7%
主要股东	珠海格力电器股份有限公司
主要股东持股比例	38.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-6	66
相对表现	2	-14	65



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、 盾安环境（002011）—业绩快报点评：盈利能力显著改善，汽零放量可期》2023-04-11
2、 盾安环境（002011）—汽车热管理乘风起航，制冷配件龙头焕发新生》2023-01-31

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
彭子豪 S1090522120001
pengzihao@cmschina.com.cn
纪向阳 研究助理
jixiangyang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9837	10144	11668	13519	15315
同比增长	33%	3%	15%	16%	13%
营业利润(百万元)	500	561	814	1016	1168
同比增长	-274%	12%	45%	25%	15%
归母净利润(百万元)	405	839	687	870	1007
同比增长	-141%	107%	-18%	27%	16%
每股收益(元)	0.38	0.79	0.65	0.82	0.95
PE	36.1	17.4	21.3	16.8	14.5
PB	8.4	4.0	3.4	2.9	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：盾安环境历史 PE Band

资料来源：公司数据、招商证券

图 2：盾安环境历史 PB Band

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6344	6355	6553	7684	8895
现金	1046	1568	1091	1367	1745
交易性投资	18	21	21	21	21
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1154	1445	1640	1900	2153
其它应收款	830	650	747	866	981
存货	1476	1205	1368	1578	1785
其他	1820	1465	1685	1952	2211
非流动资产	1918	1799	1767	1739	1715
长期股权投资	296	283	283	283	283
固定资产	927	915	905	897	890
无形资产商誉	200	182	164	148	133
其他	494	419	415	412	410
资产总计	**8261**	**8154**	**8320**	**9423**	**10611**
流动负债	5839	4154	3635	4077	4523
短期借款	1738	825	10	0	0
应付账款	2543	2317	2647	3054	3454
预收账款	107	85	97	112	127
其他	1451	926	881	912	942
长期负债	786	458	458	458	458
长期借款	501	250	250	250	250
其他	285	208	208	208	208
负债合计	**6626**	**4612**	**4093**	**4536**	**4981**
股本	917	1057	1057	1057	1057
资本公积金	2117	3013	3013	3013	3013
留存收益	(1298)	(424)	263	927	1673
少数股东权益	(100)	(104)	(106)	(110)	(113)
归属于母公司所有者权益	1735	3646	4333	4997	5743
负债及权益合计	**8261**	**8154**	**8320**	**9423**	**10611**

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	518	1270	575	661	814
净利润	395	836	685	866	1003
折旧摊销	180	188	187	182	179
财务费用	127	128	70	75	80
投资收益	(26)	13	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	(145)	105	(311)	(408)	(393)
其它	(13)	0	4	5	5
投资活动现金流	244	(337)	(95)	(95)	(95)
资本支出	(244)	(195)	(154)	(154)	(154)
其他投资	488	(141)	59	59	59
筹资活动现金流	(1243)	(373)	(956)	(291)	(341)
借款变动	(1293)	(1234)	(886)	(10)	0
普通股增加	0	139	0	0	0
资本公积增加	0	897	0	0	0
股利分配	0	0	0	(206)	(261)
其他	50	(176)	(70)	(75)	(80)
现金净增加额	(481)	561	(476)	275	378

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9837	10144	11668	13519	15315
营业成本	8233	8419	9619	11095	12549
营业税金及附加	43	51	59	69	78
营业费用	258	279	321	372	422
管理费用	306	287	397	433	490
研发费用	370	389	448	519	588
财务费用	121	98	70	75	80
资产减值损失	(81)	(119)	0	0	0
公允价值变动收益	(8)	4	4	4	4
其他收益	57	69	69	69	69
投资收益	26	(13)	(13)	(13)	(13)
营业利润	500	561	814	1016	1168
营业外收入	26	432	30	30	30
营业外支出	78	61	80	80	80
利润总额	448	932	764	966	1118
所得税	52	96	79	100	115
少数股东损益	(10)	(3)	(3)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	405	839	687	870	1007

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	33%	3%	15%	16%	13%
营业利润	-274%	12%	45%	25%	15%
归母净利润	-141%	107%	-18%	27%	16%
获利能力					
毛利率	16.3%	17.0%	17.6%	17.9%	18.1%
净利率	4.1%	8.3%	5.9%	6.4%	6.6%
ROE	26.1%	31.2%	17.2%	18.6%	18.7%
ROIC	12.4%	13.5%	17.3%	20.4%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	80.2%	56.6%	49.2%	48.1%	46.9%
净负债比率	29.5%	14.1%	3.1%	2.7%	2.4%
流动比率	1.1	1.5	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.8	1.2	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5
存货周转率	6.1	6.3	7.5	7.5	7.5
应收账款周转率	8.8	7.8	7.6	7.6	7.6
应付账款周转率	3.3	3.5	3.9	3.9	3.9
每股资料(元)					
EPS	0.38	0.79	0.65	0.82	0.95
每股经营净现金	0.49	1.20	0.54	0.63	0.77
每股净资产	1.64	3.45	4.10	4.73	5.43
每股股利	0.00	0.00	0.20	0.25	0.29
估值比率					
PE	36.1	17.4	21.3	16.8	14.5
PB	8.4	4.0	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	22.4	21.2	16.4	13.8	12.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017 年-2021 年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得 2017 年水晶球第四，2019-2020 年水晶球第五，2017/2020 年新财富入围等奖项。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020 年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022 年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。