

盾安环境 (002011.SZ)

强烈推荐 (维持)

业绩快报点评: 盈利能力显著改善, 汽零放量可期

- 公司发布 2022 年业绩快报: 2022 年实现营收 101 亿元, 同比+3%, 归母 8.4 亿元, 同比+107%, 扣非归母净利润 4.6 亿, 同比+22%; 对应 2022Q4 营收 28.8 亿元, 同比+17%, 归母 1.4 亿元, 同比+118%, 扣非 0.9 亿元, 同比+30%。营收及业绩增长符合预期。
- 营收稳健增长, 不同业务板块表现或有所分化: 1) 冷配业务: 预计小幅下降, 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。随着双方合作的进一步深入, 预计 23 年关联交易金额将有所提升。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: 预计显著增长, 受益于格力在商用板块的赋能+中央空调行业的增长。根据产业在线, 22 年我国中央空调实现销额 1286 亿元, 同比+4.4%, 行业保持高景气度。3) 汽车零部件: 预计实现高速增长。公司电子膨胀阀产品竞争力强, 大口径电子膨胀阀具有明显优势, 22 年在比亚迪实现显著放量。公司新能源汽车热管理收入达到阶段性目标。
- 盈利能力显著改善。公司 22 年归母净利率 8.27%, 同比+4.15pct, 业绩大幅提升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) 预计商用制冷配件占比提升带动毛利率提振。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 101/117/129 亿, 分别同比增长 3%/15%/10%, 业绩为 8.4/6.8/8.9 亿, 分别同比增长 107%/-19%/30%, 对应估值 15 倍/19 倍/14 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 海外及国内需求不及预期, 产品升级不及预期, 汇率大幅波动, 竞争格局恶化等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7381	9837	10144	11686	12874
同比增长	-19%	33%	3%	15%	10%
营业利润(百万元)	(288)	500	641	837	1036
同比增长	-325%	-274%	28%	31%	24%
归母净利润(百万元)	(1000)	405	839	683	888
同比增长	-861%	-141%	107%	-19%	30%
每股收益(元)	-0.95	0.38	0.79	0.65	0.84
PE	-12.9	31.9	15.4	18.9	14.5
PB	9.5	7.4	4.4	3.6	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

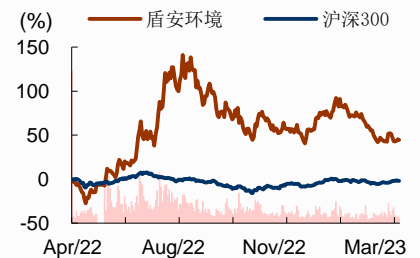
消费品/家电  
目标估值: NA  
当前股价: 12.22 元

基础数据

总股本(万股)	105663
已上市流通股(万)	91497
总市值(亿元)	129
流通市值(亿元)	112
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	31.7
资产负债率	69.0%
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	-8	-15	33
相对表现	-11	-26	36



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《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

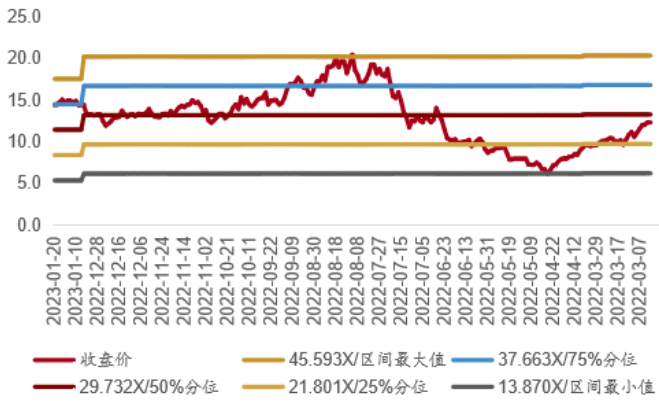
纪向阳 研究助理

jixiangyang@cmschina.com.cn

彭子豪 S1090522120001

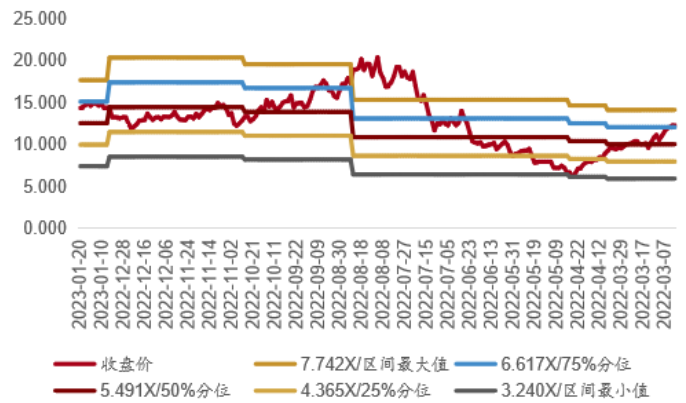
pengzihao@cmschina.com.cn

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6792	6344	6540	7628	8666
现金	1552	1046	500	500	500
交易性投资	26	18	18	18	18
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1073	1154	1496	1838	2152
其它应收款	817	830	855	986	1086
存货	1235	1476	1592	2009	2403
其他	2090	1820	2079	2277	2508
<b>非流动资产</b>	1711	1918	2017	2121	2231
长期股权投资	293	296	296	296	296
固定资产	961	927	896	871	849
无形资产商誉	209	200	180	162	146
其他	247	494	644	791	939
<b>资产总计</b>	<b>8503</b>	<b>8261</b>	<b>8557</b>	<b>9749</b>	<b>10897</b>
<b>流动负债</b>	6977	5839	4938	5462	5742
短期借款	1363	1738	1281	1449	1506
应付账款	2404	2543	2275	2501	2626
预收账款	109	107	110	125	137
其他	3101	1451	1272	1387	1473
<b>长期负债</b>	250	786	788	790	792
长期借款	134	501	501	501	501
其他	116	285	287	289	291
<b>负债合计</b>	<b>7227</b>	<b>6626</b>	<b>5726</b>	<b>6252</b>	<b>6534</b>
股本	917	917	1057	1057	1057
资本公积金	2117	2117	2354	2354	2354
留存收益	(1668)	(1298)	(460)	223	1111
少数股东权益	(90)	(100)	(120)	(137)	(159)
归属于母公司所有者	1366	1735	2951	3634	4522
<b>负债及权益合计</b>	<b>8503</b>	<b>8261</b>	<b>8557</b>	<b>9749</b>	<b>10897</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	437	518	46	151	269
净利润	(1033)	395	818	666	867
折旧摊销	243	180	179	171	165
财务费用	181	127	80	100	110
投资收益	184	(26)	(41)	(54)	(56)
营运资金变动	900	(145)	(996)	(740)	(824)
其它	(38)	(13)	6	8	7
<b>投资活动现金流</b>	239	244	(237)	(220)	(218)
资本支出	(231)	(244)	(125)	(125)	(125)
其他投资	470	488	(112)	(96)	(94)
<b>筹资活动现金流</b>	(420)	(1243)	(355)	69	(50)
借款变动	128	(1293)	(654)	167	58
普通股增加	0	0	140	0	0
资本公积增加	0	0	237	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(548)	50	(78)	(98)	(108)
<b>现金净增加额</b>	<b>257</b>	<b>(481)</b>	<b>(546)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	7381	9837	10144	11686	12874
营业成本	6128	8233	8426	9619	10505
营业税金及附加	39	43	44	51	56
营业费用	262	258	274	304	335
管理费用	307	306	314	362	373
研发费用	296	370	406	467	515
财务费用	172	121	80	100	110
资产减值损失	(346)	(81)	0	0	0
公允价值变动收	5	(8)	(8)	(6)	(4)
其他收益	61	57	29	40	40
投资收益	(184)	26	20	20	20
<b>营业利润</b>	(288)	500	641	837	1036
营业外收入	30	26	420	30	30
营业外支出	703	78	130	110	80
<b>利润总额</b>	(960)	448	931	757	986
所得税	73	52	113	91	120
少数股东损益	(34)	(10)	(21)	(17)	(22)
<b>归属于母公司净利</b>	<b>(1000)</b>	<b>405</b>	<b>839</b>	<b>683</b>	<b>888</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-19%	33%	3%	15%	10%
营业利润	-325%	-274%	28%	31%	24%
归母净利润	-861%	-141%	107%	-19%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.0%	16.3%	16.9%	17.7%	18.4%
净利率	-13.5%	4.1%	8.3%	5.8%	6.9%
ROE	-53.4%	26.1%	35.8%	20.7%	21.8%
ROIC	-2.4%	12.4%	14.5%	16.3%	17.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	85.0%	80.2%	66.9%	64.1%	60.0%
净负债比率	40.8%	29.5%	20.8%	20.0%	18.4%
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.2	1.2	1.3	1.2
存货周转率	5.6	6.1	5.5	5.3	4.8
应收账款周转率	5.3	8.8	7.7	7.0	6.5
应付账款周转率	2.8	3.3	3.5	4.0	4.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.95	0.38	0.79	0.65	0.84
每股经营净现	0.41	0.49	0.04	0.14	0.25
每股净资产	1.29	1.64	2.79	3.44	4.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	-12.9	31.9	15.4	18.9	14.5
PB	9.5	7.4	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	264.0	23.1	20.0	16.3	13.8

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。