

盾安环境 (002011.SZ) 2022Q4 业绩稳健，长期关注热管理业务发展

2023 年 01 月 31 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

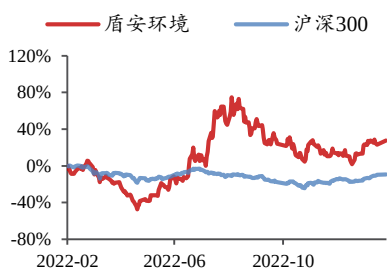
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/1/31
当前股价(元)	15.03
一年最高最低(元)	21.56/5.96
总市值(亿元)	158.81
流通市值(亿元)	137.52
总股本(亿股)	10.57
流通股本(亿股)	9.15
近 3 个月换手率(%)	118.18

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《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

《业绩表现达预告中枢，新能源热管理业务加速成长——公司信息更新报告》
-2022.8.24

● 2022Q4 业绩稳健，长期关注热管理业务发展，维持“买入”评级

公司发布业绩预告，预计 2022 年实现归母净利润 8.2-8.8 亿元，同比增长 102.29%-117.09%，扣非归母净利润 4.3-4.8 亿元，同比增长 13.33%-26.51%，非经常性损益主要来自于 4.25 亿元营业外收入，为此计提担保损失冲回。单季度来看，2022Q4 预计公司实现归母净利润 1.18-1.78 亿元，同比增长 87%-167%，扣非归母净利润 0.56-1.06 亿元，同比-16%~59%，非经常性损益主要来自于 Q4 冲回 0.95 亿元计提担保损失。考虑到 Q4 计提担保损失冲回，我们调整 2022 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 8.56/6.87/8.47 亿元（原值为 8.28/6.87/8.47 亿元），对应 EPS 为 0.81/0.65/0.80 元，当前股价对应 PE 为 18.4/22.9/18.6 倍，考虑到制冷主业结构性优化持续和热管理业务有望快速发展，维持“买入”评级。

● 制冷主业维持平稳，热管理业务逐步放量，2022Q4 盈利能力延续提升趋势

收入方面，预计 2022 年制冷主业收入规模同比基本持平，格力转单规模较好对冲大客户订单流失；热管理收入规模达 2 亿元，2022H2 下游客户订单释放；制冷设备收入规模同比下滑，系订单交付节奏及疫情影响。单季度来看预计 2022Q4 疫情影响部分订单交付。盈利能力方面，按业绩预告中枢测算，预计 2022 年归母净利润/扣非归母净利润同比分别+109.7%/+19.92%，2022Q4 同比分别+135%/+21%，预计 2022Q4 扣非净利率中枢同比延续提升趋势。全年利润高增主系 2022Q3 盾安控股偿还关联担保项下部分银行借款本息，2022Q4 浙江盾安实业代盾安控股偿还关联担保补偿款，分别冲回 3.3 亿元和 0.95 亿元担保损失。

● 非公开发行方案落地，看好格力入局带动制冷主业平稳增长以及热管理放量

2023 年 1 月 6 日公司非公开发行方案落地，格力电器持股比例由 29.48% 上升至 38.78%。本次非公开发行募集资金已于 2022 年 12 月 14 日到位。非公开发行落地将进一步优化公司资本结构，同时深化公司与格力电器合作，看好格力入局带动制冷主业平稳增长。其次伴随下游客户新车型放量，看好热管理业务快速发展。

● 风险提示：新能源车销量不及预期；行业竞争加剧；客户拓展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,381	9,837	10,079	11,468	12,892
YOY(%)	-18.9	33.3	2.5	13.8	12.4
归母净利润(百万元)	-1,000	405	856	687	847
YOY(%)	-861.3	140.5	111.2	-19.8	23.3
毛利率(%)	17.0	16.3	16.8	17.3	17.6
净利率(%)	-13.5	4.1	8.5	6.0	6.6
ROE(%)	-81.0	24.2	33.8	21.3	20.8
EPS(摊薄/元)	-0.95	0.38	0.81	0.65	0.80
P/E(倍)	-15.7	38.8	18.4	22.9	18.6
P/B(倍)	11.5	9.1	6.1	4.8	3.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6792	6344	5026	6190	7442
现金	1552	1046	1072	1372	2789
应收票据及应收账款	1073	1154	0	0	0
其他应收款	817	830	857	1062	1095
预付账款	54	49	56	63	71
存货	1235	1476	1286	1836	1663
其他流动资产	2061	1789	1754	1857	1824
非流动资产	1720	1918	1049	183	-669
长期投资	293	296	269	292	305
固定资产	961	927	865	935	973
无形资产	209	200	-561	-1498	-2378
其他非流动资产	257	494	476	454	431
资产总计	8512	8261	6074	6374	6773
流动负债	6982	5839	3191	3248	3232
短期借款	1363	1738	1748	1738	1738
应付票据及应付账款	2404	2543	0	0	0
其他流动负债	3215	1558	1443	1510	1494
非流动负债	254	786	413	-15	-426
长期借款	134	501	128	-300	-712
其他非流动负债	119	285	285	285	285
负债合计	7236	6626	3604	3233	2806
少数股东权益	-90	-100	-121	-138	-158
股本	917	917	917	917	917
资本公积	2117	2117	2117	2117	2117
留存收益	-1707	-1298	-463	207	1033
归属母公司股东权益	1366	1735	2592	3279	4126
负债和股东权益	8512	8261	6074	6374	6773

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	437	518	-140	77	1169
净利润	-1033	395	835	670	826
折旧摊销	243	180	139	155	170
财务费用	172	121	48	87	40
投资损失	184	-26	55	-40	-20
营运资金变动	504	-270	-1147	-716	240
其他经营现金流	367	117	-71	-79	-87
投资活动现金流	239	244	675	748	699
资本支出	231	244	-703	-733	-695
长期投资	84	0	27	-23	-13
其他投资现金流	387	488	-55	38	17
筹资活动现金流	-420	-1243	-519	-514	-452
短期借款	-147	375	10	-10	0
长期借款	-1360	367	-373	-428	-411
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	1087	-1984	-156	-77	-40
现金净增加额	231	-539	16	311	1416

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7381	9837	10079	11468	12892
营业成本	6128	8233	8390	9482	10625
营业税金及附加	39	43	51	56	63
营业费用	262	258	282	333	374
管理费用	307	306	333	390	438
研发费用	296	370	393	447	503
财务费用	172	121	48	87	40
资产减值损失	-247	-10	-10	-11	-13
其他收益	61	57	76	65	66
公允价值变动收益	5	-8	0	-1	-3
投资净收益	-184	26	-55	40	20
资产处置收益	-23	-2	0	-1	-1
营业利润	-288	500	684	868	1034
营业外收入	30	26	460	30	30
营业外支出	703	78	150	100	80
利润总额	-960	448	994	798	984
所得税	73	52	159	128	157
净利润	-1033	395	835	670	826
少数股东损益	-34	-10	-21	-17	-21
归属母公司净利润	-1000	405	856	687	847
EBITDA	-672	735	1172	982	1141
EPS(元)	-0.95	0.38	0.81	0.65	0.80

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-18.9	33.3	2.5	13.8	12.4
营业利润(%)	-325.1	274.0	36.7	26.8	19.1
归属于母公司净利润(%)	-861.3	140.5	111.2	-19.8	23.3
获利能力					
毛利率(%)	17.0	16.3	16.8	17.3	17.6
净利率(%)	-13.5	4.1	8.5	6.0	6.6
ROE(%)	-81.0	24.2	33.8	21.3	20.8
ROIC(%)	-19.9	11.4	18.5	14.1	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	85.0	80.2	59.3	50.7	41.4
净负债比率(%)	159.4	92.0	41.2	8.9	-39.0
流动比率	1.0	1.1	1.6	1.9	2.3
速动比率	0.8	0.8	1.1	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.2	1.4	1.8	2.0
应收账款周转率	5.9	8.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	4.5	8.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.95	0.38	0.81	0.65	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.49	-0.13	0.07	1.11
每股净资产(最新摊薄)	1.29	1.64	2.45	3.10	3.90
估值比率					
P/E	-15.7	38.8	18.4	22.9	18.6
P/B	11.5	9.1	6.1	4.8	3.8
EV/EBITDA	-23.2	20.5	12.4	14.0	10.5

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