

证券研究报告
公司研究
公司点评报告
盾安环境 (002011)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**

罗岸阳 首席分析师

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究

《制造力外溢系列报告(一)盾安环境: 聚焦核心制冷主业, 热管理蓄势待发》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

格力收购稳步推进, 业务协同大有可为

2022年1月17日

事件: 2022年1月14日, 公司发布收购报告书, 格力通过认购盾安精工所持公司股份和非公开发行股份的方式, 将合计持有盾安环境4.10亿股股份, 占总股本38.78%。收购已通过格力电器董事会和盾安控股金融机构债委会审核, 本次转让尚需通过反垄断审查。

点评:

- **收购事项稳步推进, 格力业务协同大有可为。** 格力层面尽调已完成, 事项正在稳步推进。盾安与格力在商用、特种空调等业务存在同业竞争, 格力承诺在收购五年内通过并购重组、资产处置、股权转让、业务经营委托、股权委托或将新业务机会赋予盾安环境及其控制的子公司等方式解决, 即以有利于双方利益为原则, 置入或置出。相同条件下, 未来格力及下属企业若存在同业业务机会也将优先提供给盾安环境, 加速公司制冷板块发展。
- **经营拐点明确, 坚定看好长期发展。** 本次股份转让和定增后, 公司资产负债结构将有效改善。公司将与格力协同发展, 提高公司制冷主业核心竞争力和行业地位; 同时, 通过格力的产业地位、资金、资源或有效提高公司新能源汽车热管理业务竞争能力, 车用电子膨胀阀门槛高, 未来有望沿袭家用制冷格局, 形成三花、盾安国内双寡头垄断, 盾安热管理产品线完善, 热泵车型比例提升将带来显著的行业扩容和单车价值提升, 公司发展空间巨大。
- **投资建议和盈利预测:** 从估值来看, 短期内公司股价回调到位, 对应22年20x估值, 具有较高安全边际。我们认为公司制冷+热管理系统双线发展成长空间巨大, 预计公司21-23年收入为93.83/108.72/125.18亿元, 同比+27.1%/+15.9%/+15.1%; 归母净利润4.20/5.48/6.88亿元, 同比+142.0%/30.6%/25.5%, 对应PE为29.41/22.52/17.94倍。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 新能源热管理系统业务开展不及预期、下游民用空调消费不及预期、公司商用业务推广不及预期、核电项目中标不及预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	9,104	7,381	9,383	10,872	12,518
增长率 YoY %	-3.2%	-18.9%	27.1%	15.9%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	131	-1,000	420	548	688
增长率 YoY%	106.1%	-861.3%	142.0%	30.6%	25.5%
毛利率%	17.9%	17.0%	16.2%	16.2%	16.8%
净资产收益率ROE%	5.5%	-73.2%	23.5%	23.5%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	0.14	-1.09	0.46	0.60	0.75
市盈率 P/E(倍)	34.64	—	29.41	22.52	17.94
市净率 P/B(倍)	1.87	2.65	6.91	5.29	4.08

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年1月17日收盘价

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,933	6,792	7,265	8,473	9,369
货币资金	1,303	1,552	1,367	1,392	1,530
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,713	1,073	1,565	1,697	2,020
预付账款	48	54	60	75	82
存货	972	1,235	1,304	1,672	1,819
其他	1,897	2,878	2,970	3,636	3,917
非流动资产	2,765	1,711	1,956	2,101	2,296
长期股权投资	295	293	394	443	517
固定资产	1,177	961	1,131	1,254	1,401
无形资产	1,073	209	209	209	209
其他	221	247	221	195	169
资产总计	8,698	8,503	9,221	10,574	11,665
流动负债	4,465	6,977	7,283	8,085	8,489
短期借款	1,511	1,363	1,363	1,363	1,363
应付票据	405	683	652	885	937
应付账款	1,647	1,720	1,972	2,419	2,687
其他	901	3,209	3,296	3,417	3,501
非流动负债	2,024	250	250	250	250
长期借款	1,494	134	134	134	134
其他	530	116	116	116	116
负债合计	6,489	7,227	7,534	8,335	8,739
少数股东权益	-172	-90	-98	-95	-95
归属母公司	2,381	1,366	1,786	2,333	3,021
负债和股东权益	8,698	8,503	9,221	10,574	11,665

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,104	7,381	9,383	10,872	12,518
同比	-3.2%	-18.9%	27.1%	15.9%	15.1%
归属母公司净利润	131	-1,000	420	548	688
同比	106.1	-	142.0%	30.6%	25.5%
毛利率(%)	17.9%	17.0%	16.2%	16.2%	16.8%
ROE%	5.5%	-73.2%	23.5%	23.5%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	0.14	-1.09	0.46	0.60	0.75
P/E	34.64	-	29.41	22.52	17.94
P/B	1.87	2.65	6.91	5.29	4.08
EV/EBITDA	12.63	13.71	32.76	21.97	18.68

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,104	7,381	9,383	10,872	12,518
营业成本	7,470	6,128	7,866	9,106	10,409
营业税金及...	45	39	56	61	73
销售费用	444	262	324	348	426
管理费用	344	307	394	348	438
研发费用	380	296	291	337	394
财务费用	219	172	132	133	133
减值损失合	-45	-247	129	75	102
投资净收益	-596	-184	47	65	69
其他	566	-33	16	-30	-6
营业利润	128	-288	512	649	809
营业外收支	-19	-673	-28	0	0
利润总额	108	-960	484	649	809
所得税	85	73	73	97	121
净利润	23	-1,033	411	551	688
少数股东损	-108	-34	-8	3	0
归属母公司	131	-1,000	420	548	688
EBITDA	518	404	441	656	764
EPS(当	0.14	-1.09	0.46	0.60	0.75

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	634	437	70	191	328
净利润	23	-1,033	411	551	688
折旧摊销	363	243	-12	-16	-14
财务费用	217	181	144	144	144
投资损失	596	184	-47	-65	-69
营运资金变	-153	504	-352	-380	-355
其它	-412	358	-75	-43	-66
投资活动现金流	90	239	-112	-21	-46
资本支出	18	-181	-55	-32	-36
长期投资	31	313	-104	-55	-79
其他	40	108	47	65	69
筹资活动现金流	-650	-420	-144	-144	-144
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	2,806	2,132	0	0	0
支付利息或	-202	-187	-144	-144	-144
现金流净增加额	109	231	-186	26	138

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。