

調研簡報

股权激励政策落地 本部業務將大幅改善

大冷 B (200530 SZ)

2015-1-28 星期三

時間：2015-1-27

參會人：基金客戶多名

地點：大連

會議形式：一對多

姓名：李明

電話：0755-21516067

Email: liming@gyzq.com.hk

1、中期發展戰略：公司管理層上任之後，針對未來發展制定了中期發展戰略。

以母子公司為核心：

目前，公司淨利潤當中投資收益佔比較大，平均達到 70-80%。雖然投資收益的來源全部是實業投資，但是在管控方面也較為被動。基於這個原因，公司未來的事業拓展切入點就放在母子公司層面。預計 3-5 年之後，公司的利潤模型將發生變化，希望將本部利潤的佔比提升到 50% 以上。目前，大冷母子公司利潤比較低，營收為 15-16 億，利潤僅為 2000-3000 萬。基於公司在技術和品牌方面的積累，想提升還是有能力和必要的。

整合企業資源：

公司將逐步圍繞母子公司層面進行整合，現已將冰山銷售子公司做了銷售資源的整合。目前，大冷和武冷的銷售資源已經整合到一起了，在 15 年的財務報表中，母公司這部分的營銷會慢慢的納入冰山銷售這個平台，現在一年只有 1000-2000 萬，接下來大冷 15-16 億的銷售都會通過這個公司實現。

公司在收購武冷之後，整合一直沒有實質展開，產權上已經是父子關係，業務拓展上還是兄弟關係。武冷主要做螺桿壓縮機，技術儲備超過同行，這幾年大冷和武冷之間的內鬥增加，銷售員競爭加劇，內耗不僅體現在營銷層面，還體現在研發方面。以大冷和武冷為例，公司將先做銷售平台的整合，接下來做產品整合，然後再做研發整合。除此之外，公司還會做股權層面的整合。大冷現在持有武冷 51% 股權，另外兩個股東分別持有 19% 和 30% 股權。今年公司要考慮股權的全面調整，爭取對武冷實現全資子公司化。武冷和大冷的整合只是個開始，未來公司將圍繞這方面集中做，估計每年都有兩三項。

升級產業鏈條：

公司目前業務較多，其中工業制冷佔比 40%，冷凍冷藏佔比 30%，工程貿易和服務佔比 10%，工程配件佔比 10%，中央和商業空調佔比 10%。接下來三到五年，大冷會做產業鏈條的明晰和升級，結合行業發展和市場需求，在工業制冷、工程配件方面保持優勢的前提下，加強發展冷凍冷藏，進而重點拓展工程和服務業務。

创新商业模式：

目前大冷花费很大精力在做商业模式的创新。大冷目前只是制冷设备制造商，未来想成为服务供应商，实现制造型企业向服务型企业转型。14年，公司搭建了另外一个平台-冰山技术服务公司。这个公司的成立是基于原有技术服务的剥离和独立，冰山技术服务公司不是简单的把售后剥离，而是把它作为一个平台，使其成为大冷股份的服务业拓展平台。

加强技术创新：

公司将围绕冷热生态和环保，打造核心产品，掌握核心技术。公司一直以来围绕制冷空调为主业，双翼齐飞(一个是合资合作，一个是自主研发)。目前15-16亿合并报表的收入就是靠自主研发实现的。在前瞻性的技术研发方面，公司做的不是特别扎实，未来将加强技术创新。

2、新厂房搬迁：公司在2010年买好了新工厂，面积为25万平方米。将用两年的时间完成搬迁改造，从传统制造向智能制造升级。目前，前期筹备已经展开，整体搬迁改造方案正在逐渐优化。搬迁对生产节奏不会产生太大影响，无须停产。大冷有三块地，一个是老厂区的17万平方米，还有一个是新厂区的25万平方米，是将来的主要运营实体，还有一块是武冷的地，在武汉开发区，一共25万平方米。武冷的地做什么用途，会结合业务拓展重新安排。

3、股权激励：为了打破大冷前几年发展的瓶颈，公司实行了股权激励计划。前几年，公司发展停滞不前，新领导班子上任后，现在仍然是原班人马，如何调动积极性是一个大问题。所以，必须要借助有效力量让公司进入发展通道，股权激励是最有效的方法。公司的目标是让大冷走出瓶颈，一旦进入增长通道，借助公司在行业的实力，很多事做起来将会更顺利，也能确保中期目标的达成。目前发的是首期股权激励，接下来要做二期。首期覆盖41人，激励额度为2.9%，还有空间。首期的覆盖范围不全，这41人分别是大冷核心高管、部分核心中层、主要联营公司的高管。公司在大连是第一家做股权激励的，先尝试，可以的话很快做第二期。第二期会将中层团队20多个人，以及销售骨干、研发骨干纳入。

4、未来增量：公司会寻求新的合资合作项目，希望让产业链更加明细和优化，有望引入细分的子产品。2004年，菱重冰山成立，健全了大冷的主机产品系。三菱重工在离心机方面是龙头，能够迅速形成产能。14年菱重冰山首个产品下线，2015年规划生产100台，大概1亿多销售收入，但扭亏还需要时间，如果能做到300台即可扭亏，有望在2016年达到。预计未来3-5年有望达产

至 500 台，大概 6 亿收入规模，发展空间较大。在资产整合方面，冰山集团的产业有 70%在上市公司，剩下 30%里面有几家和大冷的业务相关，有优质资产注入的可能。另外，武冷的 19%股权和冰山集团对大冷的出口平台-冰山国贸的 76%股权，也都存在整合空间。

5、行业并购机会：考虑到行业现状，产能过剩的情况，行业存在并购机会。公司资产负债率 40%左右，长期借款为零，银行贷款都是短期，资金不是问题。

6、对合营公司的管控：合营公司一般董事长任用外方，总经理任用中方，销售等负责人也是中方委派。现在对合资公司的年度考核很严格，通过董事会层面来确定。目标不能达成会影响合资层面的年薪；另外在集团层面也有考核指标，如果达标会额外有 20-30 万的补贴，也有职位是否稳定的影响。公司通过以上层面促进合营公司提升盈利能力。

7、合营企业的利润增长：目前最大的利润贡献主体是三洋压缩机，销量提高以后规模效应会比较明显。三洋制冷和三洋冷链这两个规模也较大。以三洋冷链为例，收入规模为 17-18 亿，但是利润却不高，公司也在内部做重点跟踪。结论是：净利率较低的主要原因是有些产品是薄利，有些不能产生利润。近几年，合资公司已经有了自主研发的专利。三洋冷链的产品也慢慢多元化，开始做饮品展示柜（给可口可乐、鼎新等配套），商用厨房设备（为 KFC、麦当劳等快餐配套），超低温医疗柜等。此外，公司还做冷链的成套工程，每年 2 亿的规模。产品多元化可以抵抗风险，随着规模的提升也会逐渐提升利润率。

8、自动售货机：富士冰山在 13 年产销达到 1 万台之后停滞一段时间，没有增速。但是 13 年提前做了产能的扩张，建立第二工厂，产能从 1 万增加至 2 万台，非常明智，14 年每天三班倒，产销突破 1.5 万台，是公司的投资企业中最具成长性的企业。目前营业收入 3 亿，将来是否能够达到更高的市占率，公司非常有信心。

9、售后服务的规模和进展：现在销售规模只有 3000-5000 万，15 年冰山技术服务平台已经搭建起来，15 年经营指标是收入过亿，包括配件和售后维保、氨系统安全改造等。未来 3-5 年目标是 5 亿。

10、行业增长：工业制冷业务的行业增速大概为 8-10%；冷冻冷藏增速为 20%；工程服务有望超过 20%。

11、总结及建议：公司 2014 年表现一般，净利润出现下滑的主因是母子公司层面的表现低于预期。12 月，公司公布了股权激励计划，目标在未来几年将母子公司的利润从占比 30%提升至 50%。作为老牌国企，由于管理层换届推迟等原因，公司的经营效率有所降低。新管理层上任之后，政府也大力支持其进行改革，新管理层也在内部积极调整，预计未来几年有望重新回到增长通道。从行业来看，尽管工业制冷行业发展速度放缓，但是工程服务及冷链相关产品的发展势头迅猛，公司有望从中受益。建议重点关注该公司。

免责声明

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

- (1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

- (1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及
- (2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

公司地址：香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼

公司电邮：cs@gyzq.com.hk 公司主机：+852-37696888

公司传真：+852-37696999 服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>