

下半年业绩将提速；强化食品冷链和服务业务，战略转型“互联网+冷热”

投资要点：

1. 事件

公司发布 2015 年半年报。2015 年上半年，公司实现营业收入 7.12 亿元，同比减少 8.15%；实现归属于上市公司股东的净利润 6547.78 万元，同比减少 1.5%，EPS 为 0.18 元。

公司同时公告以 602.4 万元受让冰山技术服务（大连）有限公司（“冰山服务”）40% 的股权，冰山服务变为全资子公司。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩结构改善；下半年业绩将提速

公司上半年实现利润总额 7037 万元，实现年初目标。公司毛利率基本维持稳定，销售费用率下降 1.35pct，销售资源整合初见成效。上半年公司投资收益占营业利润比例为 71.6%，同比下降 11pct，业绩结构得到了一定的改善。考虑到股权激励方案中明确限定解锁条件为 2015 年净利润相比 2014 年增速需不低于 10%，我们判断公司下半年将进一步加快资源整合和外延发展，促进公司业绩增长；下半年业绩将提速。

（二）受让冰山服务股权，内部资源整合不断推进

公司战略以食品冷冻冷藏事业、工程·贸易和服务事业为侧重。公司本次受让冰山服务 40% 股权，是继 6 月收购武新制冷 49% 股权之后资源整合方面又一进展，将有效完善公司服务体系，整合服务相关资源。

大连冰山集团是中国最大的工业制冷设备生产企业，2014 年实现销售收入 112.5 亿元，实现利税近 11 亿元。公司为冰山集团唯一上市平台。冰山集团旗下拥有较多优质资产，集团内与大连相关性比较高的公司主要包括冰山金属技术、BAC 大连和斯频德冷却。我们判断集团内部资源整合将不断推进。

2013 年起，公司更换了包括董事长、总经理等在内的高管层，新任管理层确立了“以生产经营为本，并通过资本运营助力战略实施”的经营理念。2014 年末公司实施股权激励计划，2015 年 6 月整合武新制冷，改革动向不断。未来不排除集团资产整合及外延式发展。

（三）积极转型升级，终端消费领域延伸潜力大

公司向“互联网+冷链 O2O”转型升级。2015 年上半年联营企业松下冷链推出智能化便利店综合解决方案，在上海市静安区开设首家示范店，并推出智能化生鲜配送柜，向社区终端消费领域延伸；富士冰山自动售货机销售量超过 9000 台，并将售货机与智能化、移动支付有机融合。

大冷股份（000530.SZ）

推荐 维持评级

分析师

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

特此鸣谢

李辰

☎：(8621) 2025 7807

✉：lichen_yj@chinastock.com.cn

贺泽安

☎：(0755) 2391 3136

✉：hezean@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2015.8.20

A 股收盘价(元)	15.43
A 股一年内最高价(元)	23.90
A 股一年内最低价(元)	9.45
上证指数	3664.29
市净率	2.79
总股本(亿股)	3.6
实际流通 A 股(亿股)	2.16
总市值(亿元)	45.6
流通 A 股市值(亿元)	33.3

相关研究

《公司深度——大冷股份（000530）：冷链设备龙头国企改革激活动力，受益互联网、电商冷链物流大发展》
2015-8-10

联营公司未来将受益于商业模式转变、电商冷链物流发展；公司收购晶雪冷冻股权，已迈出外延式发展第一步。

(四) 资产价值重估增值收益 18 亿元，安全边际高

公司拥有老厂区 16 万平米土地和国泰君安股权，预计处置后将为公司带来约 18 亿元资产增值收益。考虑增发募资 5.8 亿元（增发底价 14.94 元），扣除资产增值收益，公司实际市值仅 32 亿元，具有较高安全边际。

3. 投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.41 元/0.50 元/0.63 元；考虑本次增发并扣除资产增值收益，PE 为 25/20/16 倍，安全边际较高。公司现金余额近 3 亿元，未来不排除集团资产整合及外延式发展，维持推荐评级。

更多信息可参考我们 2015 年 8 月 10 日发布的深度报告《大冷股份 (000530)：冷链设备龙头国企改革激发活力；受益互联网、电商冷链物流》(38 页)。

附录 1: 冰山技术服务(大连)有限公司基本情况

冰山服务于 2014 年 12 月 16 日设立, 经营范围为: 制冷空调成套设备技术咨询、维修、维保服务; 节能安全技术开发、咨询、推广服务; 合同能源管理; 制冷设备租赁; 机电设备零部件销售。

表 1: 冰山服务最近一期的主要财务数据 (单位: 万元)

	2015 年 6 月
资产总额	3,370
负债总额	1,864
应收款项总额	1,043
或有事项涉及的总额	0
归属于母公司所有者权益	1,506
营业收入	3,964
营业利润	675
归属于母公司所有者的净利润	506
经营活动产生的现金流量净额	673

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

附录 2: 大冷股份盈利预测

预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.41 元/0.50 元/0.63 元; 考虑本次增发并扣除资产增值收益, PE 为 24/20/16 倍, 安全边际较高。公司现金余额 3.3 亿元, 未来不排除集团资产整合及外延式发展, 维持推荐评级。

表 2: 不考虑增发, 预计 2015-2017 年公司业绩复合增长率达到 24%

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1,535.71	1,425.72	1,596	1,837	2,114
营业收入增长率	0.90%	-7.16%	12%	15%	15%
净利润 (百万元)	153.01	115.44	144	175	220
净利润增长率	30.62%	-24.55%	25%	22%	25%
EPS (元)	0.44	0.33	0.41	0.50	0.63
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.02%	5.87%	7.00%	7.98%	9.27%
P/E	35	47	37	31	25
P/B	2.8	2.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	59	110	38	31	23

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部, 股价截至 2015 年 8 月 20 日

表 3: 公司估值在冷链设备行业中具备优势, 具有较高安全边际, 给予“推荐”评级

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
大冷股份	000530.SZ	15.43	0.32	0.41	0.50	0.63	48	37	31	25
大冷股份 (扣除资产重估收益)	000530.SZ	15.43	0.32	0.41	0.50	0.63	30	25	20	16

烟台冰轮	000811.SZ	13.83	0.53	0.58	0.65	0.76	26	24	21	18
汉钟精机	002158.SZ	20.12	0.62	0.71	0.86	1.04	32	28	23	19
雪人股份	002639.SZ	34.47	-0.04	0.36	0.59	0.81	-845	95	58	43
盾安环境	002011.SZ	14.60	0.15	0.24	0.36	0.54	98	61	41	27
隆华节能	300263.SZ	16.25	0.33	0.45	0.58	0.74	49	36	28	22
双良节能	600481.SH	23.72	0.36	0.58	0.71	0.82	66	41	33	29
行业平均估值							-62	43	32	25

资料来源: Wind、中国银河证券研究部 (除大冷股份外, 其余均为 Wind 一致预期), 股价截至 2015 年 8 月 20 日

附录 3: 大连冰山集团唯一上市平台, 国企改革激发上市公司活力

公司第一大股东为大连冰山集团有限公司。冰山集团为中国制造业企业 500 强, 2014 年实现销售收入 112.5 亿元, 实现利税近 11 亿元。公司为冰山集团唯一上市平台。2008 年冰山集团作为国企改革的先行者, 引入日本三洋改制, 在产权关系上实现了投资主体的多元化。

公司脱胎于老国企, 过去 10 年收入利润几乎没有增长, 远远跑输行业和同行上市公司。2013 年起, 公司更换了包括董事长、总经理等在内的高管层, 新任管理层确立了“以生产经营为本, 并通过资本运营助力战略实施”的经营理念。2014 年末公司实施股权激励计划, 2015 年 6 月整合武新制冷, 改革动向不断。我们认为, 随着公司新经营理念的实施、激励机制的完善, 一方面公司的活力将被充分激发, 经营效率有望得到显著提升, 另一方面公司作为冰山集团唯一上市平台, 有望受益于冰山集团未来的资本运作。

表 4: 公司近年来改革主要动向

改革时间	改革事件	改革影响
2008 年	引入日本三洋	集团实现了经营主体多元化, 通过与外资的合作, 大冷股份成为制冷设备产业链布局最完善的企业之一
2014 年	股权激励	公司推出限制性股票期权激励计划, 激励范围包括董事长和 34 名中层管理人员和其他核心人员, 打造利益共同体, 增加了管理层积极性
2015 年	整合武新制冷	资源整合, 通过原有子公司冰山销售这一平台将大冷股份和武新制冷整合, 降低成本消耗, 统一开拓市场

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

附录 4: 战略转型“互联网+冷热”, 重点发展食品冷链和服务业务

公司战略转型“互联网+冷热”战略, 指物联网+数据网+服务网的信息技术手段, 创新商业模式, 不断地探索和创造市场需求。

公司在巩固传统工业冷冻业务的同时, 重点发展食品冷冻冷藏和工程贸易和服务两大业务。公司冷链产品线齐全, 拥有冷库、冷藏车及冷柜等冷链全产业链产品。冷库是公司的传统强项, 特别在新鲜果蔬保鲜用的气调保鲜库方面技术领先; 公司与美国成立了合资子公司苏州冷王生产冷藏运输车; 在超市冷藏柜市场, 公司占有率超过 30%。预计随着冷链设备行业的快速发展, 公司业务将稳步发展。

公司延伸冷链产业链, 创新开拓业务, 打造“互联网+冷链 O2O”模式。公司通过物联网+数据网实现了冰山 O2O 的线上平台, 而线下平台则通过建立高效快捷的服务网完成。通

过冰山 O2O 平台，利用数据挖掘分析，发现客户潜在隐患，实现“服务前置”。

2014 年末公司和冰山集团合资成立冰山技术服务公司，依靠冰山技术服务、冰山嘉德来对接服务转型，线上通过**冰山嘉德物联网**技术支持和数据分析，线下依靠冰山技术服务进行设备停机后的迅速维修工作，提供最快捷的服务模式。公司在全国成立六大配件供应中心，设立 30-40 个办事处，三四线城市利用中间服务商响应，提高客户反应速度，降低供货成本。我们认为，“互联网+冷链 O2O”的转型升级将促进公司业务不断增长。

附录 5：土地、金融资产价值重估带来约 18 亿元增值收益

（一）老厂区土地资产价值重估，有望带来 10 亿元左右增值收益

公司 2015 年 6 月 4 日公告，拟以不低于 15.09 元/股定增不超过 3843 万股、募资不超过 5.8 亿元用于公司厂房搬迁改造项目。

公司以本次搬迁改造工程为契机，**建造智能化、网络化、数字化的智慧工厂**。将通过采用柔性生产线、工业机器人等新技术、新工艺和新设备全面提升设计研发、工艺技术和装备水平，进一步调整产品结构、优化产业链条、完善解决方案，实现公司产业升级、管理升级和质量升级，全面提升公司整体水平，以效率、创新为驱动促进公司发展。**搬迁预计 2016 年完成，完成改造后，公司本部盈利能力有望进一步提升。**

大冷新老厂区位置



资料来源：百度地图，中国银河证券研究部

公司老厂房屋于市中心，周围设施齐全、交通方便



资料来源：百度地图，中国银河证券研究部

公司现有厂房为上世纪 50-60 年代建造，占地 16 万多平方米，账面成本仅约 3000 万元，地段位于沙河口区，处于市中心。目前公司处置老厂区主要有两种思路：

一是通过政府收储的方式与政府进行收益分成。参考 2014 年 12 月沙河口区邻近地块转让情况，该地块转让楼面价 5900 元/平方米。公司老厂区土地按照楼面价 6000 元/平方米、容积率为 2 计算，则价值近 20 亿元，假设公司分成 50%，则将带来收益近 10 亿元。

二是利用老厂房联合开发，获得稳定现金流回报。公司厂房位于优势地段，地处地铁 1 号线旁、交通便利，周边毗邻两家市里主要医院，可以通过参股的方式联合开发商共同开发，我们认为如果采取第二种方式，从长期收益上而言有望为公司带来更大的收益。

（二）武新制冷：25 万平米土地有望带来更多收益

除老厂区外，武新制冷目前仍有 25 万平米土地未得到较好运用，考虑到武汉九省通衢的地理条件，未来有望为公司带来更多收益。

（三）国泰君安股权：价值 8 亿元左右

公司当前持有国泰君安 3010 万股，占国泰君安总股本的 0.39%，初始投资成本 3,010 万元。若按照 8 月 10 日国泰君安收盘价 27.54 元/股计算，这部分股权增值收益约 8 亿元，加上土地处置带来的收益，资产重估将为公司带来约 18 亿元资产增值收益。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王华君，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn