

# 大道至简 烟花未冷

## ——大冷股份（000530）深度报告

2015年12月30日

强烈推荐/首次

大冷股份 深度报告

### 报告摘要：

内部治理问题得到解决，经营拐点锋芒初现。

- ◆ 新管理层上马标志公司各方利益协调一致，治理结构得到优化。
- ◆ 宣布无实际控制人，绕过繁复国资审批，大冷业绩有望快速提升。
- ◆ 通过限制性股权激励，公司管理层利益与公司事业深度捆绑。
- ◆ 管理层在大股东冰山集团持股由10%升至20%，重权在握，大有可为。

工业制冷和商用空调业务蓝海领域高筑行业壁垒。

- ◆ 武新制冷引进 ORC 螺杆膨胀机业务，同母公司打造差异化经营，预计母公司和武新制冷未来营收增速均稳步上升，可达5%。
- ◆ 松下压缩机涡旋技术领先，受益多联机市场，营收未来增速10%以上。
- ◆ 松下制冷开辟溴化锂吸收式中央空调市场，未来收入增速10%以上。

冷链设备业务蓝海市场占有率有望提升。

- ◆ 松下冷链转战 B2B，便利店市场快速崛起带动未来营收增速高达25%。
- ◆ 富士冰山拟增资扩建自动售货机生产，掌握蓝海市场话语权，未来增速高达35%。
- ◆ 京滨大洋突破技术壁垒，获一汽大众 A 级供应商资格，未来冷藏车压缩机营收增速高达20%。

以价值经营为核心，打造设备供应商和服务提供商双名牌。

- ◆ 设立冰山技术服务全资子公司，实施三网融合，打造在线服务前置平台，预计冰山技术服务未来增速可达40%。
- ◆ 商业模式创新，以服务带动设备销售，存量增值服务未来市场空间广阔。

**投资建议：**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.47、0.63 和 0.82 元，目前 17.73 元股价对应 PE 分别为 36.92X、27.34X 和 21.18X。首次覆盖给予“强烈推荐”的评级，给予 6 个月目标价 26 元。

### 财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,535.71	1,425.72	1,641.19	1,809.27	2,012.26
增长率(%)	0.90%	-7.16%	15.11%	10.24%	11.22%
净利润(百万元)	158.96	114.52	173.72	233.47	300.47
增长率(%)	26.12%	-27.96%	51.70%	34.39%	28.70%
净资产收益率(%)	8.02%	5.87%	8.03%	10.35%	12.67%
每股收益(元)	0.44	0.33	0.47	0.63	0.82
PE	38.68	51.58	36.92	27.34	21.18
PB	3.12	3.03	2.96	2.83	2.68

### 郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：S1480510120012

### 任天辉

010-66554037 rentianhui1989@hotmail.com

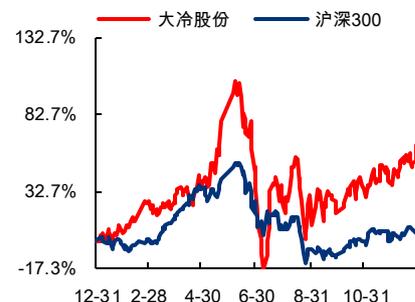
### 叶盛

010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间(元)	18.52-11.49
总市值(亿元)	66.7
流通市值(亿元)	39.96
总股本/流通 A 股(万股)	36016/21579
流通 B 股/H 股(万股)	11500/
52 周日均换手率	4.02

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《大股东股权变动打造事业利益共同体——大冷股份（000530）事件点评》2015-12-24
- 2、《大冷股份（000530）调研快报：变革奠定中长期向好基石》2014-05-15

## 目 录

<b>1. 制冷设备行业龙头整装待发</b>	<b>5</b>
1.1 公司是制冷设备行业龙头	5
1.2 公司股东背景多元化	8
<b>2. 公司经营拐点锋芒初现</b>	<b>10</b>
2.1 公司治理药到病除	10
2.2 内部资源整合打造中期战略	12
<b>3. 事业红海领域高筑行业壁垒</b>	<b>13</b>
3.1 上游原材料价格持续走低	13
3.2 综合集成能力领跑工业制冷	15
3.3 紧扣空调行业脉搏掌握市场先机	17
<b>4. 站冷链物流风口引领行业潮流</b>	<b>19</b>
4.1 商超及便利店消费端大显身手	19
4.2 速冻技术领先抢占食品加工市场份额	22
<b>5. 借互联网打造服务前置平台</b>	<b>25</b>
5.1 三网融合打造“互联网+冷热”战略	25
5.2 商业模式创新开创市场蓝海	27
<b>6. 盈利预测与投资建议</b>	<b>28</b>

## 表格目录

表 1: 大冷公司治理三步曲	11
表 2: 大冷股份新任董事长任职经历	11
表 3: 公司重要事项汇总	12
表 4: 大冷股份 DCF (FCFF) 绝对估值敏感性分析	29
表 5: 大冷股份相对估值	29
表 6: 大冷股份盈利预测表	30
表 7: 公司盈利预测表	32

## 插图目录

图 1:大冷股份核心事业领域 .....	5
图 2:大冷股份公司结构 .....	6
图 3:大冷股份东方日出 APEC 会场冷热解决方案 .....	7
图 4:大冷归母净利润及增速 .....	7
图 5:大冷期间费用率及营业利润率 .....	7
图 6:大冷股份及冰山集团历程 .....	8
图 7:大冷投资收益及营业利润 .....	9
图 8:大冷营业收入 .....	9
图 9:冰山集团股东背景变化过程 .....	10
图 10:大冷股份股权机构适度集中 .....	12
图 11:大冷股份制冷全产业链示意图 .....	13
图 12:大冷股份销售毛利率 .....	14
图 13:大冷股份应付账款 .....	14
图 14:上游钢材市场价格走势 .....	14
图 15:上游铜材价格走势 .....	14
图 16:R22 制冷剂价格走势 .....	15
图 17:大冷工业制冷市场分析图 .....	16
图 18:开启式活塞式压缩机销量 .....	16
图 19:开启式螺杆压缩机销量 .....	16
图 20:武新制冷营业收入及增速 .....	17
图 21:大冷股份母公司营业收入增速 .....	17
图 22:空调市场分析图 .....	18
图 23:2013-2016 空调销量 .....	18
图 24:冷冻涡旋压缩机销量 .....	19
图 25:转子式压缩机市场份额拆分 .....	19
图 26:超市和大型超市营业面积 .....	20
图 27:便利店营业面积 .....	20
图 28:商超百强冷柜销量 .....	20
图 29:冷柜企业市场份额拆分 .....	20
图 30:自动售货机保有量及增速 .....	21
图 31:自动售货机销量及增速 .....	21
图 32:冷藏冷冻车销量及复合增速 .....	21
图 33:冷藏冷冻车保有量及复合增速 .....	21
图 34:大冷生鲜配送柜 .....	22
图 35:社区 O2O 解决方案 .....	22
图 36:我国易腐食品产量趋势 .....	23
图 37:我国冷库容量 .....	24
图 38:我国冷库容量以及新建冷库容量分布 .....	24

图 39:我国易腐食品产量预测 .....	24
图 40:我国冷冻食品加工过固定资产投资额 .....	24
图 41:大冷股份互联网+冷热战略 .....	25
图 42:大冷股份三网融合 .....	26
图 43:大冷氨充注量减少 .....	27
图 44:服务前置示意图 .....	28
图 45:制冷大健康与休闲 .....	28

## 1. 制冷设备行业龙头整装待发

### 1.1 公司是制冷设备行业龙头

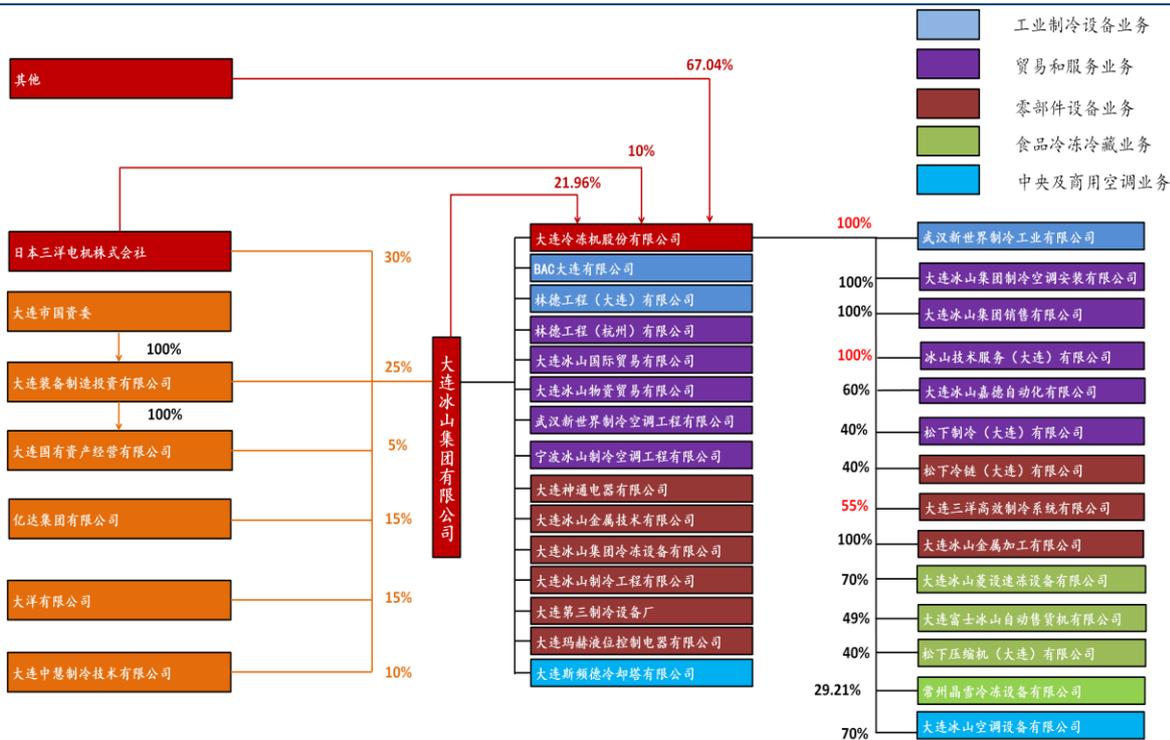
大连冷冻机股份有限公司(大冷股份)成立于 1930 年,是我国制冷设备行业龙头企业、最大的制冷成套设备出口企业,大连市首批科技创新企业,大连市首批上市企业之一。大冷五大核心事业领域按照主营业务占比顺序为:工业制冷与石化通用(40%)、食品冷冻冷藏(30%)、零部件(10%)、工程贸易服务(10%)、中央及商用空调(10%)。

图 1:大冷股份核心事业领域



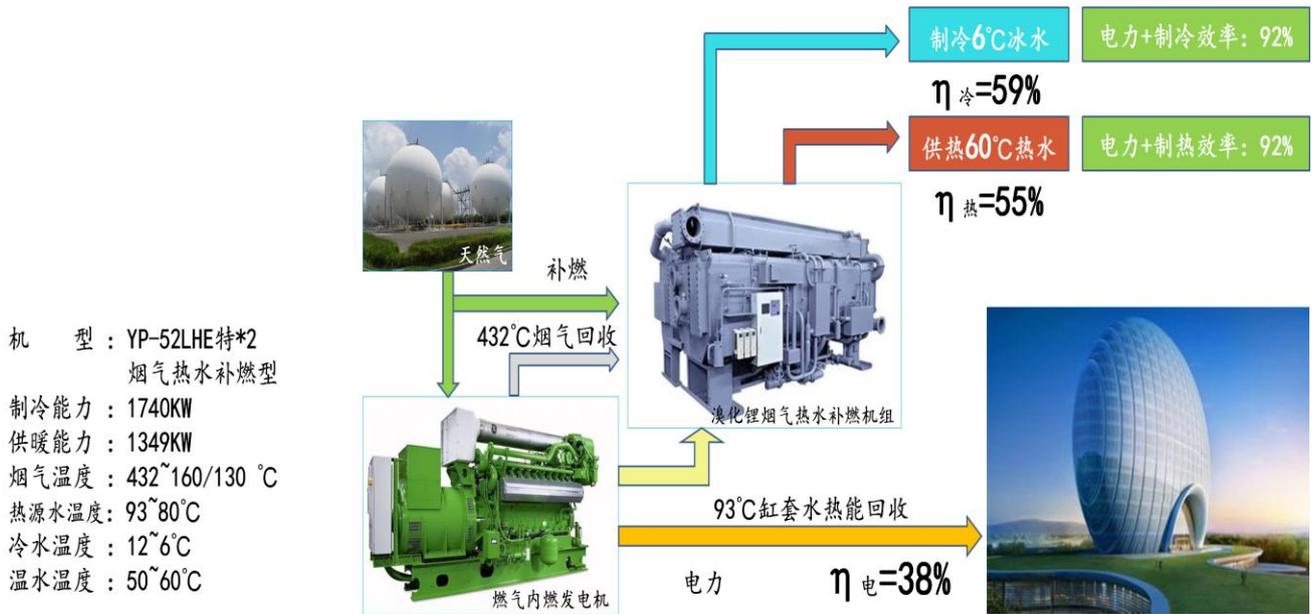
资料来源:公司调研,东兴证券研究所

图 2:大冷股份公司结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3:大冷股份东方日出 APEC 会场冷热解决方案



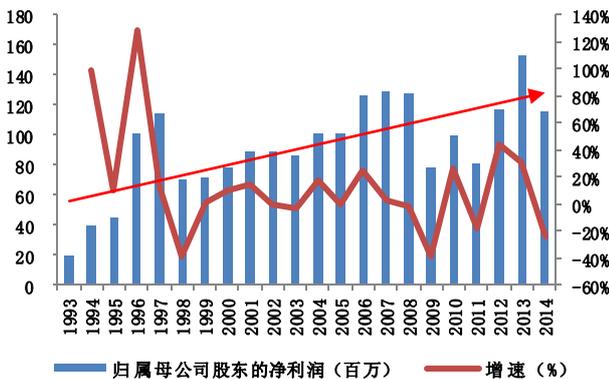
该项目回收燃气内燃机烟气及缸套水余热，制取冷量3.5MW、热量2.7MW

节省标煤 2132 吨/年，减少CO2排放 5315 吨/年

资料来源: 公司调研, 东兴证券研究所

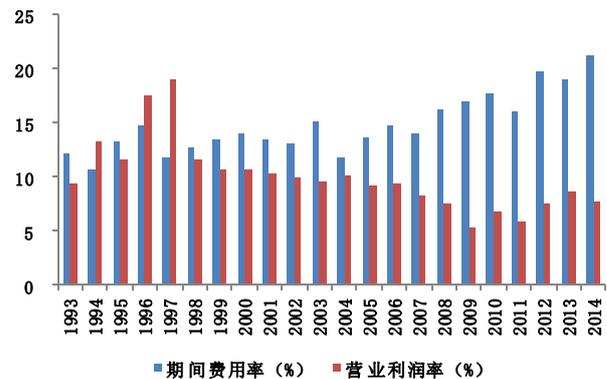
内部治理问题困扰公司长达 10 年之久。公司 2005 年之后利润开始下滑，期间费用率持续上升导致营业利润率持续下降，公司经营管理和治理效率呈现明显下降趋势。

图 4:大冷归母净利润及增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 5:大冷期间费用率及营业利润率

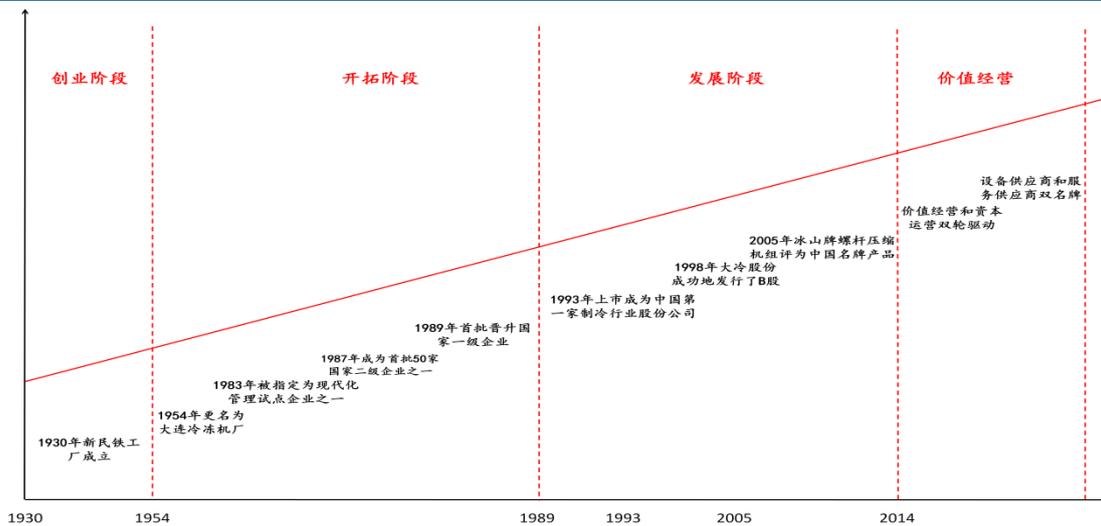


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

## 1.2 公司股东背景多元化

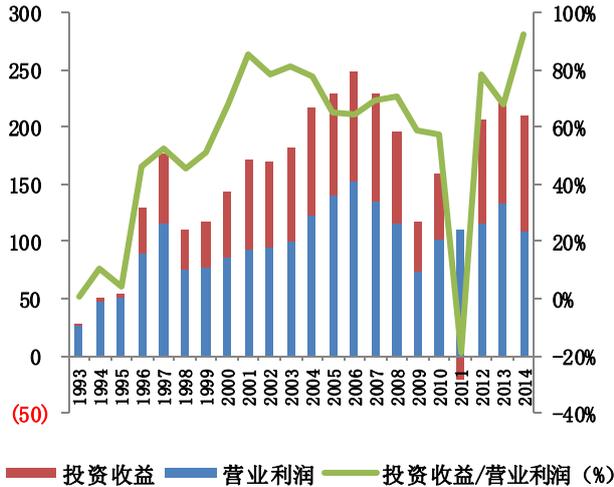
大冷股份与大股东冰山集团联系紧密。公司大股东是大连冰山集团有限公司，是一个以资产为纽带，具有新型产权关系的大型企业集团，是我国最大的制冷空调成套设备生产制造基地，农业深加工装备基地，也是我国生产石油化工通用机械装备的主要基地之一。在改革开放 30 年的过程中，冰山集团的发展速度平均以 20% 以上的速度稳步递增。从企业 1978 年和 2007 年的几个经济指标对比看，总资产由 2540 万元，发展到 128 亿元，销售收入由 2497 万元，发展到 129 亿元，利润由 1100 万元，发展到 5 亿元，居中国工业制冷行业之首。2005 年冰山集团在辽宁省和大连市装备制造率先突破销售收入百亿大关，也是全国工业制冷行业中唯一一个过百亿元的企业。

图 6:大冷股份及冰山集团历程

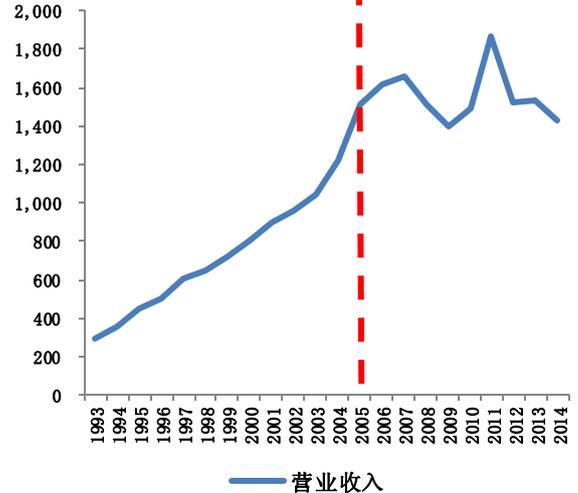


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

冰山集团和大冷股份营业收入同样止步不前。2008年9月8日冰山混改成功，由大连市国资委独资企业成为一家中日合资企业，实现了股东背景多元化，大连市国资委持有集团 30% 的股权，管理层通过大连中慧制冷有限公司持有集团 10% 的股权，日本三洋电机株式会社持有 30% 的股权。然而混改的效果却差强人意，2005 年冰山集团销售额突破 100 亿后，至 2012 年集团收入陷入了停滞。大冷股份与三洋电机株式会社的联营公司投资收益占其营业利润比重基本维持在 50% 以上，而三洋又是冰山集团大股东，因而大冷股份的业绩很大程度上受冰山集团的影响，2005 年之后，大冷股份的业绩增长也处于停滞状态。

**图 7:大冷投资收益及营业利润**


资料来源: WIND,东兴证券研究所

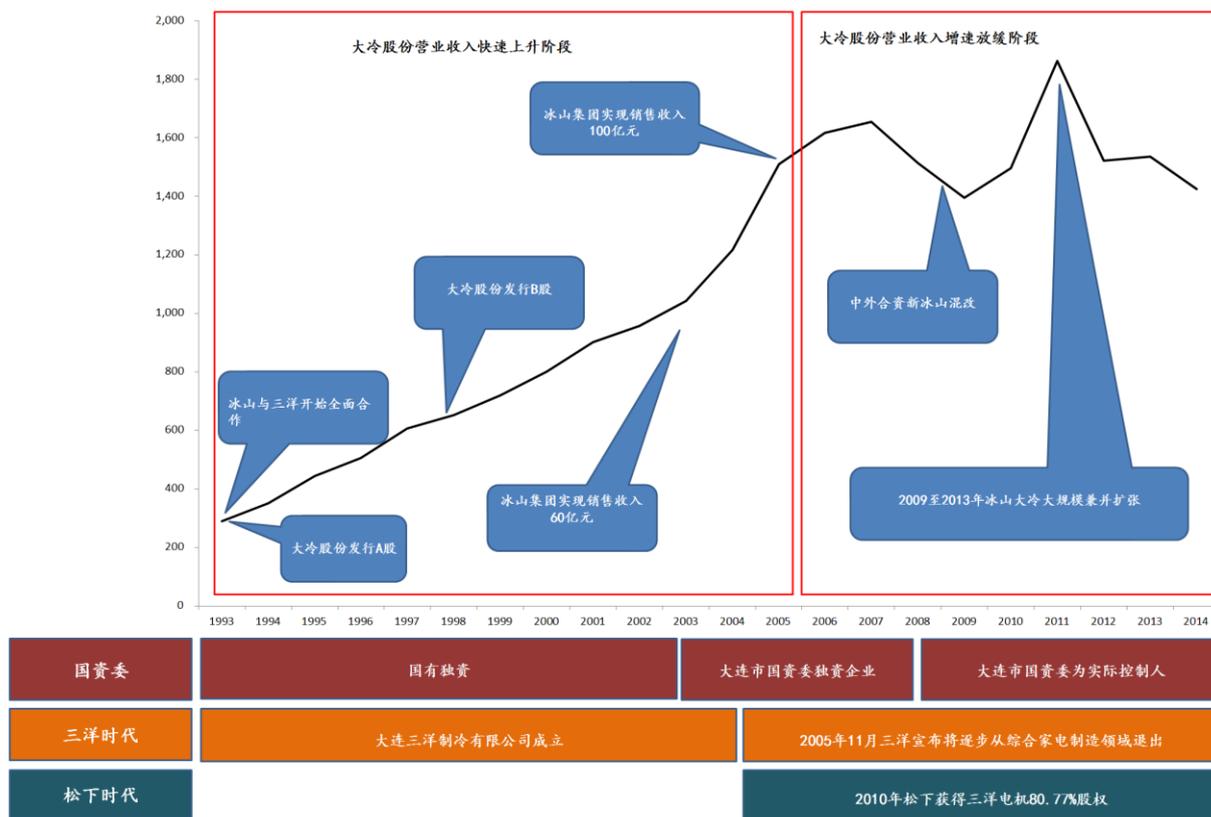
**图 8:大冷营业收入**


资料来源: WIND,东兴证券研究所

2008 的混改使三洋电机成为与大连市国资委平起平坐的大股东，冰山集团从 1992 年开始便与三洋电机开展合作引进了先进的制冷技术，这次混改使得三洋电机成为股东进而可以引进先进的管理理念。但是冰山集团营收却处于停滞状态，原因是深层次的，我们归纳如下：

- ◆ **从国资层面来看：**2003 至 2013 年国改期间，国有企业大举兼并收购。2009 年大冷股份参股或控股公司从 13 个暴增至 27 个，因此我们判断 2009 至 2011 年冰山集团的营收增长来源于大举兼并的并表收入，并非反映了集团整体经营状况的改善。
- ◆ **从三洋电机层面来看：**冰山集团于 1992 年开始与三洋合作开始后其经营业绩开始快速增长，但 2005 年 11 月，三洋宣布将大幅缩小白色家电业务。2008 年开始分拆售卖旗下业务，三洋电机开始陨落。
- ◆ **从松下层面来看：**2008 年 12 月松下发起对三洋电机的收购，2010 年获得三洋 80.77% 股权。三洋电机与冰山集团有着 20 年的合作历史，松下的收购对管理层的经营动力造成一定冲击。

图 9:冰山集团股东背景变化过程



资料来源:东兴证券研究所

## 2. 公司经营拐点锋芒初现

公司管理层利益与公司事业的发展实现深度捆绑,方向高度一致。2015年12月23日,大冷股份(000530)发布公告,控股股东大连冰山集团有限公司的股权结构发生变动。大连中慧达制冷技术有限公司股权比例由10%提升至20.2%,这是继公司去年推出管理层限制性股权激励计划之后又一重大举措。公司管理层通过中慧制冷持股冰山集团,股权比例的提高意味着公司管理层将在董事会中增加席位,管理层因此进一步掌握了公司未来发展战略的决策权,与去年推出的管理层股权激励一道,可以预见大冷股份接下来将采取一系列动作改善公司经营业绩。

### 2.1 公司治理药到病除

2014年对于大冷股份是至关重要的一年,我们认为2014年是大冷股份经营业绩的拐点:

**表 1：大冷公司治理三步曲**

时间	事件
2014 年 3 月 6 日	董事会调整纪志坚任董事长
2014 年 12 月 10 日	推出限制性股权激励计划
2015 年 4 月 24 日	公告宣布公司无实际控制人

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ **管理层新任上马开启新纪元。**目前，冰山集团首届董事会任期已届满，新董事长由松下委派的本间哲朗担任，新总理由董事长推荐的纪志坚担任兼任大冷股份董事长。新任董事长在三洋与冰山合作期间在双方合资企业有着极其丰富的履历，且都负责冷链相关事业的领导工作，由他出任大冷股份新任董事长也显示了松下方对冷链事业的看好与重视，与三洋电机成为股东后即宣布退出白色家电领域形成鲜明对比。

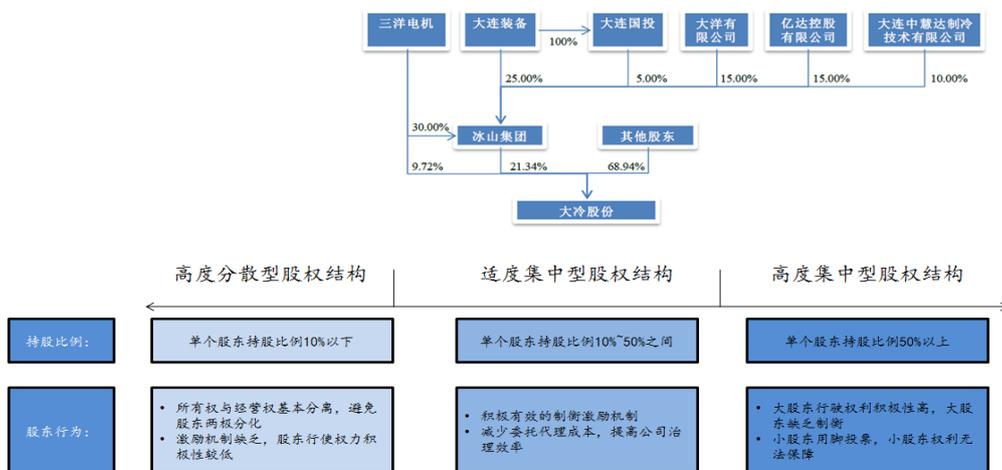
**表 2：大冷股份新任董事长任职经历**

日期	职务
1992-1996	大连大洋运输冷冻工程董事兼副总经理
1996-2003	大连三洋饮食设备有限公司董事兼副总经理
2003-2014	大连三洋冷链有限公司拟董事兼总经理
2014-至今	大连冰山集团有限公司总经理兼大冷股份董事长

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ **限制性股权激励解决公司经营动力问题。**公司与去年宣布推出股权激励计划，激励对象为公司高管及核心骨干 41 人共 1015 万股，占总股本 2.9%。我们判断此次股权激励计划只是一个开始，从其他企业国企改革经验来看，员工持股和股权激励分别可以做到占总股本 10% 的上限，随着多期股权激励计划和与员工持股计划的推出，公司员工利益和公司事业将高度一致，将彻底摆脱公司经营动力不足的问题。这一计划也标志着股东大连市国资委、管理层大连中慧、松下各方利益已经基本理顺。
- ◆ **无实际控制人加速公司战略执行。**冰山集团目前持有 21.96% 大冷股份股权，而冰山集团由于国资委和松下各占 30% 股权，所以公司无实际控制人。这对大冷有两个积极作用：第一，作为国有企业控股上市企业，无实际控制人意味着大冷重大事项不必再经过两到三年繁复的国资审批，只需经过股东大会->董事会->证监会的流程即可实施，大大提高了大冷的战略执行速度。第二，公司目前股权结构适度集中，加之管理层的股权激励，整个公司治理结构呈现相互制衡激励的局面，减少了委托代理成本，提高了公司治理效率。

图 10:大冷股份股权机构适度集中



资料来源：公司公告，知网，东兴证券研究所

## 2.2 内部资源整合打造中期战略

提高参控股公司持股比例加大掌控力度以展开治理。在公司内部利益协调一致，治理结构转换完成之后，公司动作频频，方向明确，就是整合内部资源释放经营活力。

表 3：公司重要事项汇总

日期	事件	影响
2014年8月21日	受让冰山销售10%股权	大冷持有冰山销售100%股权
2014年10月23日	受让冰山金属加工35.75%股权	大冷持有冰山金属加工100%股权
2015年7月31日	受让三洋高效30%股权	大冷持有三洋高效55%股权，并纳入公司合并报表
2015年9月10日	受让武新制冷49%股权	大冷持有武新制冷100%股权
2015年9月22日	受让冰山技术服务40%股权	大冷持有冰山技术服务100%股权

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

大冷股份打造以母公司为核心的中期战略：

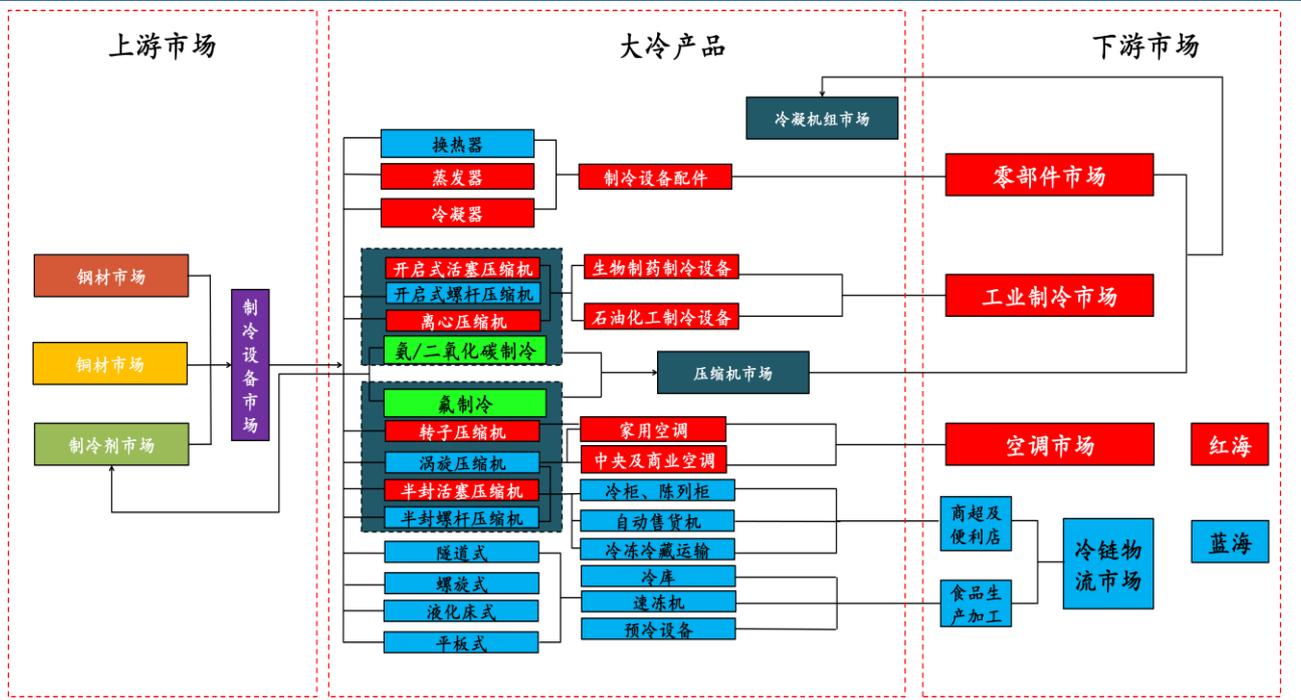
- ◆ **以冰山销售为平台，统一大冷母公司与武新制冷销售渠道。**由于武新制冷与大冷股份产品重叠程度较高，未来武新制冷将以 ORC 螺杆膨胀发电产品为主，打造差异化经营战略。
- ◆ **吸收合并冰山金属加工与冰山菱设，取长补短。**以冰山金属加工之技术扎实和管理过硬补冰山菱社之市场拓展和管理薄弱之短，进一步开拓速冻机市场蓝海。
- ◆ **看好换热器市场前景，做大做强三洋高效。**三洋高效制冷有限公司主要产品是高效换热器，氨制冷在大型制冷系统中有着不可替代的优势，但是氨系统的安全性能是其核心竞争力，氨系统的氨充注量越少其安全性能越高，因而高效的换热器实现了在尽可能少的氨充注量下提高氨制冷系统工作效率，前景十分广阔。
- ◆ **以冰山技术服务为平台，打造“互联网+冷热”服务前置战略。**制造业向制造服务

业转型是我国制造业升级的必由之路，而互联网又是以数据为核心提供增值服务的核心。制造业增量不足的大背景下，通过互联网和大数据将服务前置，挖掘存量客户商机，是大冷未来继续领跑制冷行业的核心竞争力。

### 3. 事业红海领域高筑行业壁垒

大冷股份最完善的制冷产业链产品和服务是其核心竞争力之一。制冷产业链包罗万象，细分行业众多，我们将通过对产业链的梳理挖掘大冷股份价值所在。针对大冷股份的业务，我们将制冷产业链分为两大市场，制冷设备市场和客户服务市场，首先我们对制冷设备市场进行分析。

图 11:大冷股份制冷全产业链示意图

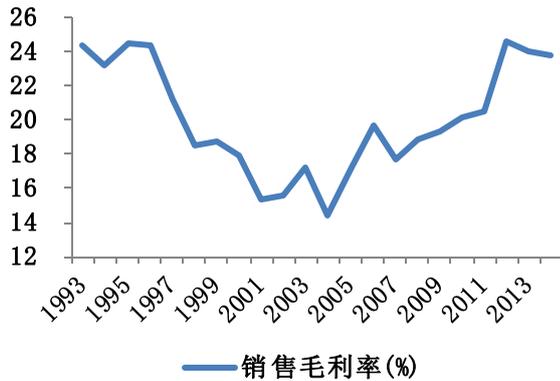


资料来源: 东兴证券研究所

#### 3.1 上游原材料价格持续走低

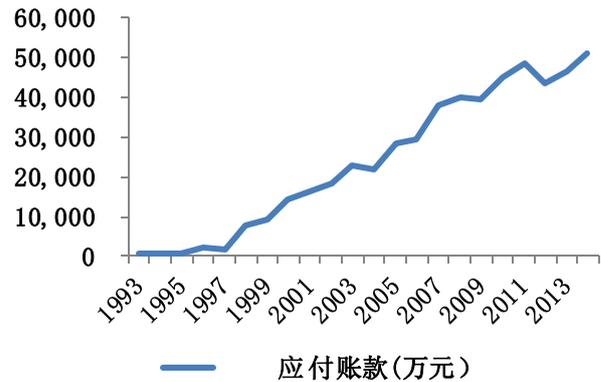
上游原材料市场价格普遍走低。这一方面有效降低了大冷股份的营运成本，导致其销售毛利率的提升；另一方面，原材料供给过剩价格下跌也使得大冷股份对供给方议价能力提升，反应在应付账款的持续走高。

图 12:大冷股份销售毛利率



资料来源: WIND,东兴证券研究所

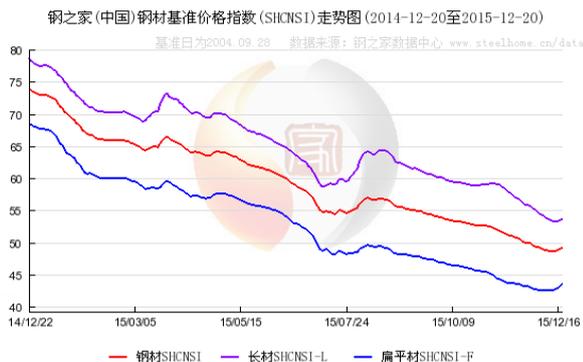
图 13:大冷股份应付账款



资料来源: WIND,东兴证券研究所

- ◆ **钢材市场持续弱势运行:** 我国钢铁行业产能过剩问题依然严重, 下游行业钢需求量保持一定增长, 但是由于钢铁产量居高不下, 供大于求的矛盾短期内依然突出, 因此我国钢铁市场持续弱势运行。中国钢材基准价格指数(SHCNSI)自 2014 年 12 月至 2015 年 12 月从 75 跌至 50 左右。
- ◆ **钢材市场价格微跌:** 虽然新常态下中国整体经济节奏放缓, 但下游空调行业、电网建设、汽车行业需求增长明显, 预计未来铜产量将会持续增长, 随着产量的提升, 预计未来铜价格将会微跌。中国有色金属价格指数(SHCNNMI)自 2014 年 12 月至 2015 年 12 月从 46000 跌至 38000 左右。

图 14:上游钢材市场价格走势



资料来源: SHCNSI,东兴证券研究所

图 15:上游铜材价格走势图

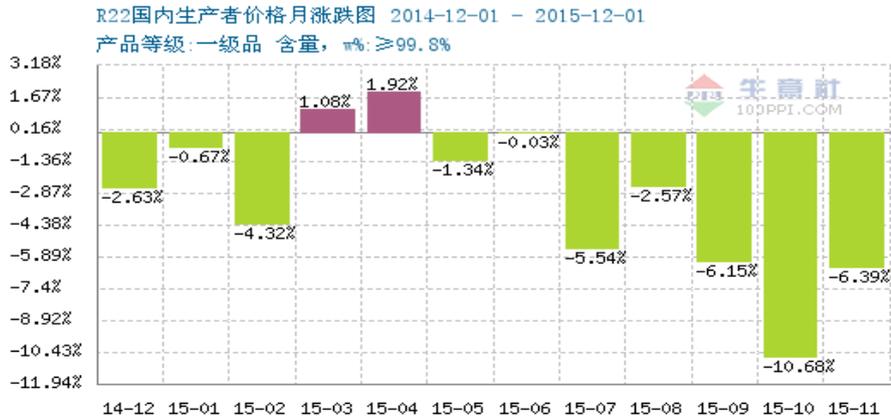


资料来源: SHCNSI,东兴证券研究所

- ◆ **制冷剂 R22 价格持续暴跌:** 空调制冷行业普遍使用 R22 制冷剂。该制冷剂不仅对臭氧层有明显的破坏作用, 而且温室效应显著。2015 年, 中国计划减产 R22 制冷剂 10%, 其内销配额仅 18.9 万吨, 这意味着市场将用至少 3 万吨新型制冷剂替代

逐步减少配额的 R22。由于下游空调行业库存积压需求疲软, R22 价格在年初经过短期上升之后, 从 1 年初 1.3 万元吨快速跌至 9200 元/吨。

图 16:R22 制冷剂价格走势

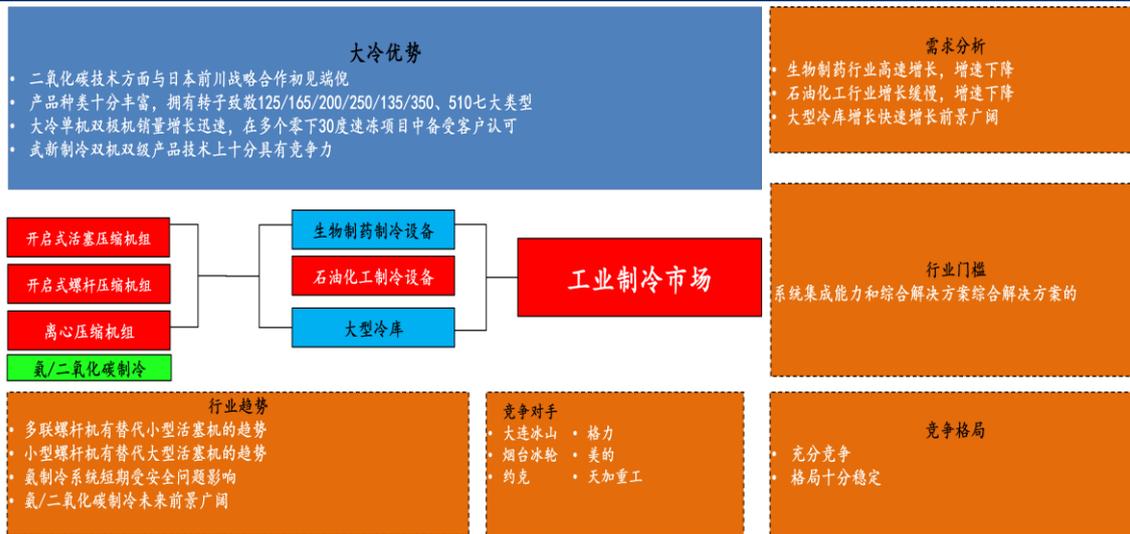


资料来源: 生意社, 东兴证券研究所

### 3.2 综合集成能力领跑工业制冷

大型工业制冷领域核心竞争力是综合方案解决能力。大型工业制冷压缩机多以氨和二氧化碳复叠制冷解决方案为主, 压缩机类型包含大型开启活塞压缩机、开启螺杆开启压缩机、离心式压缩机。从整个低温制冷项目来讲, 压缩机占系统总投资的比例并不高, 所以大型低温冷冻市场的真正门槛并不在压缩机本身, 而在于企业对系统集成等方面的技术储备和执行能力。

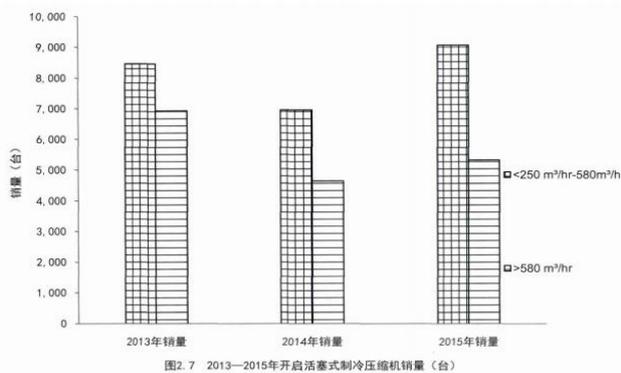
图 17:大冷工业制冷市场分析图



资料来源: 知网, 网络, 东兴证券研究所

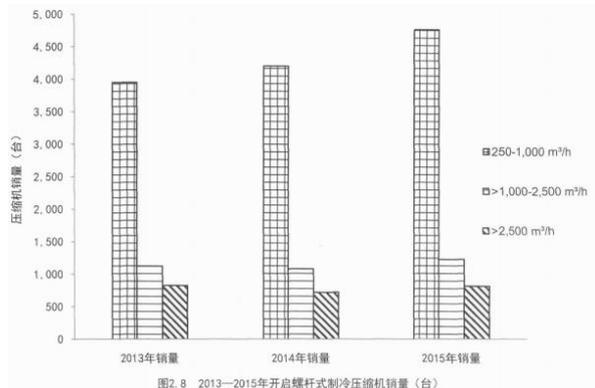
下游石油化工、生物制药制冷设备需求放缓。石油化工和生物制药是工业制冷设备的主要下游市场,受宏观经济低迷影响,石油化工行业增速继续放缓,维持在 10%以下。生物制药行业增速虽然继续放缓,但增速依然保持在 20%左右的较高区间,总体来看工业制冷需求增速将维持平缓。

图 18:开启式活塞式压缩机销量



资料来源: 佰世越管理咨询有限公司, 东兴证券研究所

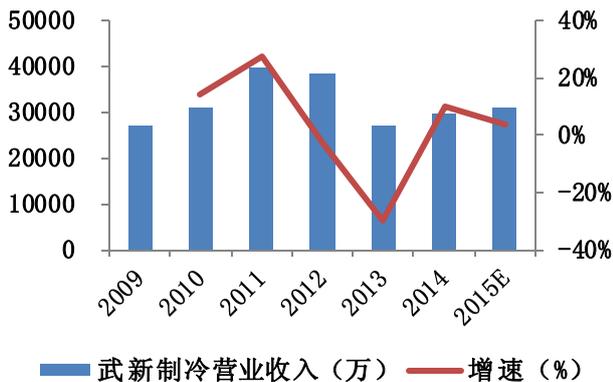
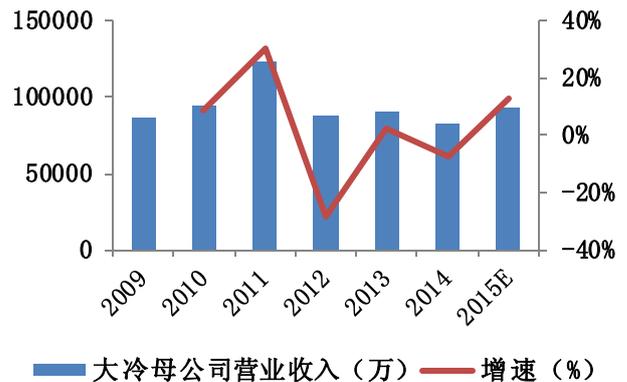
图 19:开启式螺杆压缩机销量



资料来源: 佰世越管理咨询有限公司, 东兴证券研究所

预计母公司和武新制冷未来 5 年营收增速均为 5%。大冷在工业制冷领域的参与者主要是大冷母公司和武汉新世界制冷工业有限公司(武新制冷)。两者借助各自的区位优势在工业领域享有龙头地位。来自空调领域的大牌企业依靠资金优势也试图进入工业制冷领域,例如格力、美的、天加重工等,但是由于空调行业在产品 and 解决方案与工业制冷差距较大,其市场拓展并不顺利。从大冷母公司和武新制冷近年收入来看,

收入增速基本为负。未来武新制冷 ORC 螺杆膨胀机业务的展开和大冷母公司新厂搬迁改造的结束, 将改善母公司和武新制冷的经营状况。

**图 20:武新制冷营业收入及增速**

**图 21:大冷股份母公司营业收入增速**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

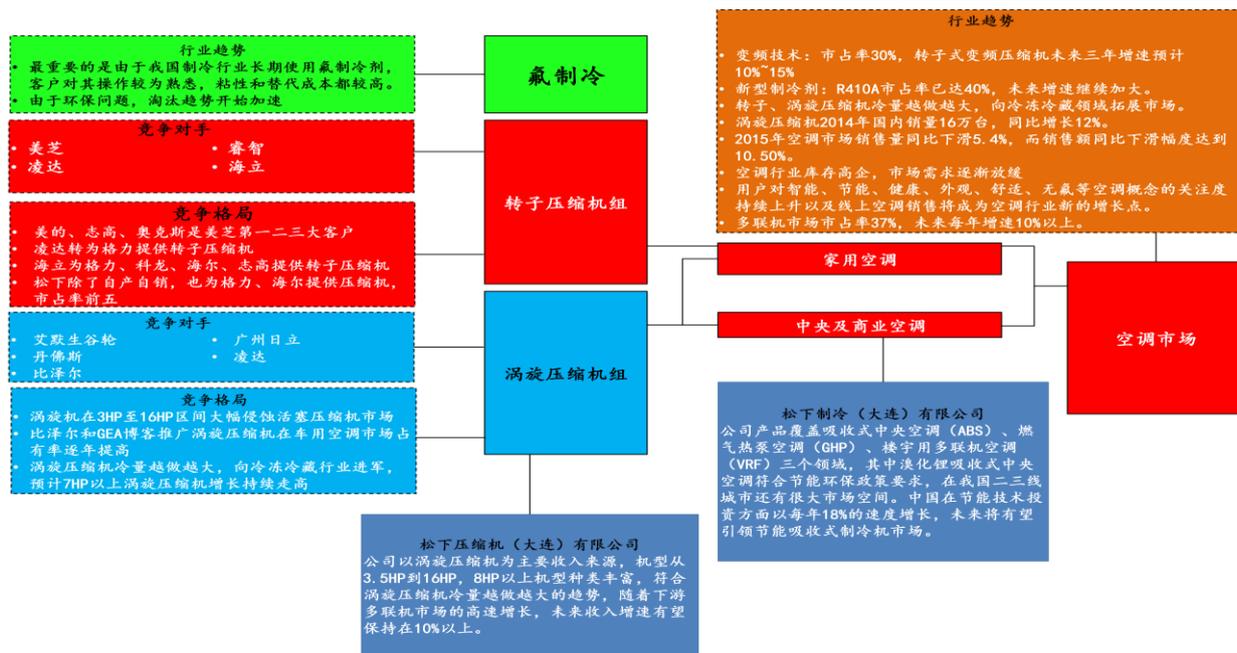
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.3 紧扣空调行业脉搏掌握市场先机

**2015 空调销售走弱, 2016 将继续放缓。**2015 年宏观经济下行, 空调行业库存高企, 加上多雨的凉夏, 国家信息中心日前在 2015 空调行业高峰论坛上发布的数据显示, 2015 冷年空调市场销售量同比下滑 5.4%, 而销售额同比下滑幅度达到 10.50%。2016 年开盘前行业库存至少还有 3700 万套, 空调在二三线以上市场已经基本普及, 市场需求逐渐放缓。我们认为未来空调行业主要增长点是:

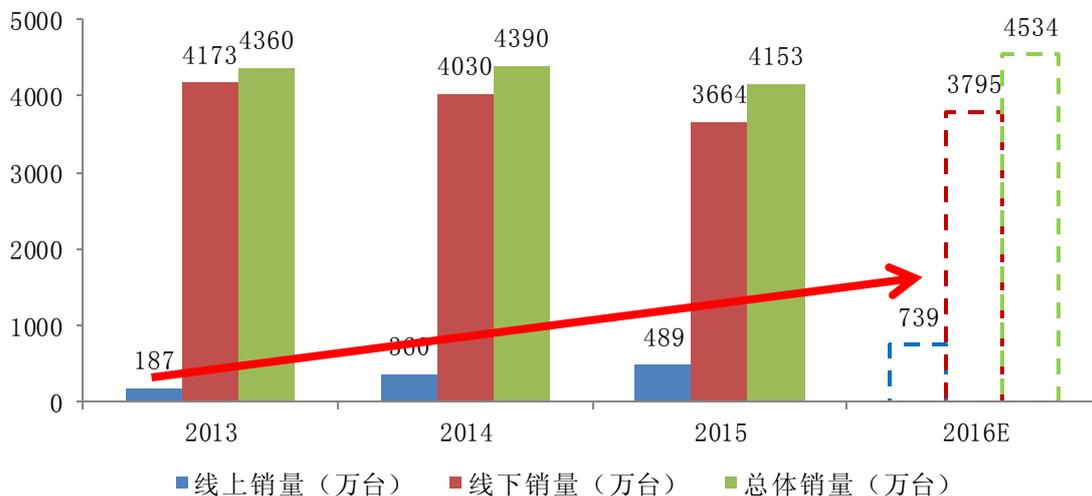
- ◆ **线上空调销售将成为空调行业新的增长点。**2015 年空调线上销量增长 36%, 预计 2016 年将增长 50%左右。
- ◆ **空调压缩机变频技术。**目前空调压缩机市场占有率在 30%左右, 未来这一比例将继续提升, 预计变频转子压缩机未来增速在 10%~15%之间, 涡旋压缩机由于变频技术更加成熟、更具操作性, 未来增速预计可达 18%左右。
- ◆ **多联机中央空调市场。**目前变频多联机中央空调市场份额已达 40%左右。行业处于快速增长期, 特别是小多联 (户式中央空调) 市场的快速崛起。随着我国城镇化进程的推进和中西部城市的崛起, 未来多联机市场预计将以超过 10%的增速扩张。
- ◆ **溴化锂吸收式中央空调。**亚太地区将成为最大的、发展最快的市场, 复合年增长率为 4.5%。我国在二三线城市仍然具有相当大的未开发的吸收式制冷机市场。中国在节能技术投资方面以每年 18%的速度增长, 未来将有望引领节能吸收式制冷机市场, 预计未来行业增速 10%以上。

图 22:空调市场分析图



资料来源：知网，东兴证券研究所

图 23:2013-2016 空调销量



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

大冷量是涡旋机和转子压缩机未来趋势。涡旋压缩机和转子压缩机一般用于家用和商用空调，由于空调市场需求下降，压缩机制造企业将涡旋机和转子压缩机的冷量越做越大，向行业增速较高的冷冻冷藏领域扩展市场。涡旋压缩机变频技术使得其性能得到提升，尤其是7HP以上涡旋压缩机，在中高温和小型冷库市场和冷藏车领域增长

明显,很大程度上侵蚀了半封闭压缩机市场,2014年涡旋压缩机销量16万台,同比增长12%,重点涡旋压缩机企业营收增长在20%以上。

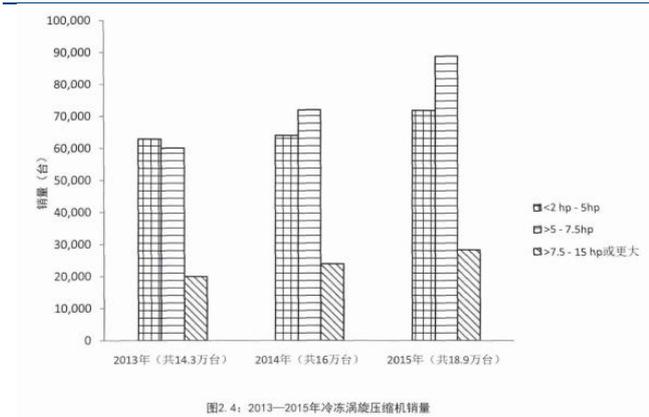
**图 24:冷冻涡旋压缩机销量**


图2.4: 2013—2015年冷冻涡旋压缩机销量

资料来源: 佰世越管理咨询有限公司, 东兴证券研究所

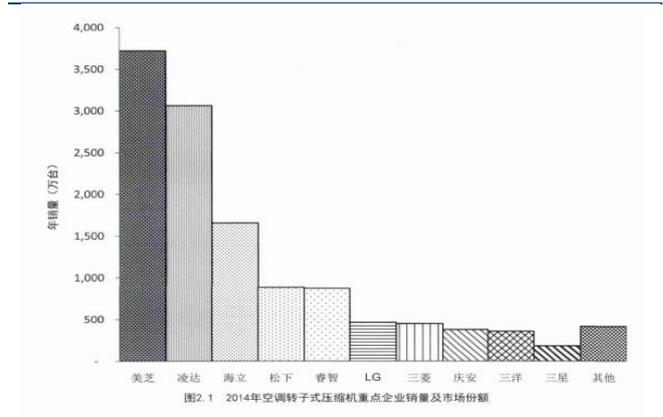
**图 25:转子式压缩机市场份额拆分**


图2.1 2014年空调转子式压缩机重点企业销量及市场份额

资料来源: 佰世越管理咨询有限公司, 东兴证券研究所

在空调市场,大冷股份的主要参股公司是松下制冷(大连)有限公司和松下压缩机(大连)有限公司。

- ◆ **松下压缩机(大连)有限公司以涡旋压缩机为主要收入来源。**机型从3.5HP到16HP,8HP以上机型种类丰富,符合涡旋压缩机冷量越做越大的趋势,随着下游多联机市场的高速增长,未来收入增速有望保持在10%以上。
- ◆ **预计松下制冷未来营业收入将以10%速度增长。**松下制冷(大连)有限公司产品覆盖吸收式中央空调(ABS)、燃气热泵空调(GHP)、楼宇用多联机空调(VRF)三个领域。其中溴化锂吸收式中央空调符合节能环保政策要求,在我国二三线城市还有很大市场空间。中国在节能技术投资方面以每年18%的速度增长,未来将有望引领节能吸收式制冷机市场快速扩张。

## 4. 站冷链物流风口引领行业潮流

商超及便利店和食品加工是下游蓝海。冷链市场参与者众多,我们将其划分为商超及便利店和食品生产加工两个细分行业对大冷股份在这一领域的产业链进行分析。

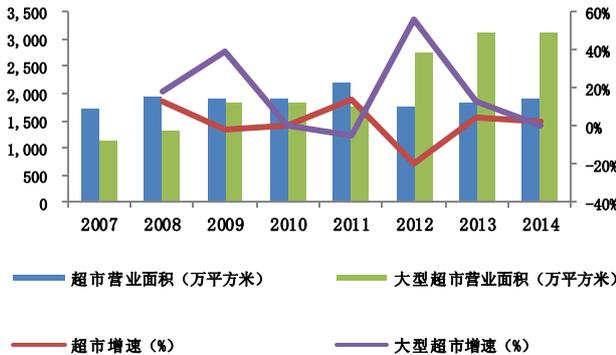
### 4.1 商超及便利店消费端大显身手

大型超市和便利店再度崛起,零售市场呈现两头大中间小行业格局。2014年,受GDP增速放缓,房地产发展缓慢,房价租金不断上涨,“三公消费”被严控等因素的影响,我国零售行业整体略显乏力。2012年左右商超迎来物业合同到期潮,收房租、水电、人工价格快速上涨因素,许多门店不再续签合同,直到2013年才有所好转:

- ◆ 由于受到负面因素影响,我国小型超市面积过去三年增速放缓至1.5%。

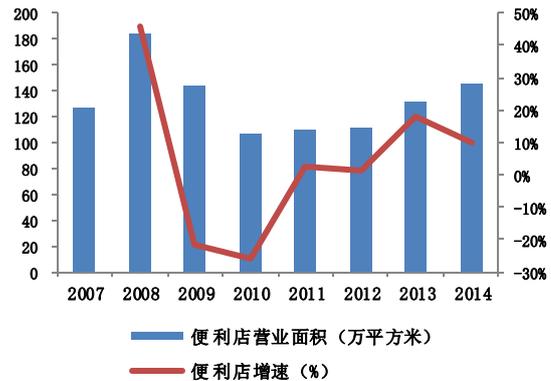
- ◆ 便利店通过选址和与社区概念相结合，三年均增长率达到 7.3%。
- ◆ 大型超市提升三、四线城市覆盖率，三年平均增速高达 18.2%。

图 26:超市和大型超市营业面积



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

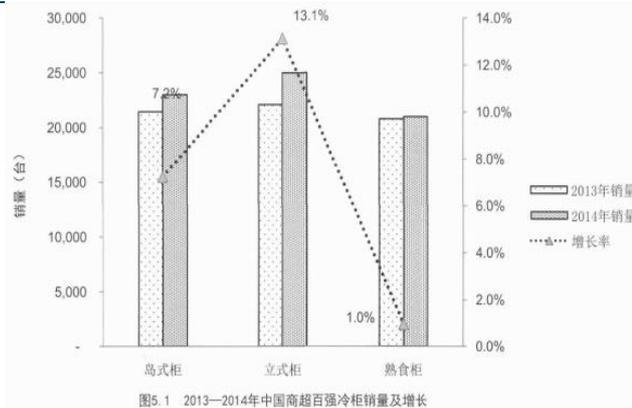
图 27:便利店营业面积



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

便利店和大型超市的快速扩张有望带动上游冷柜市场以 8%速度增长。在便利店和大型连锁超市中，冷柜产品可以分为岛柜（冷冻食品）、立柜（酸奶、果蔬）、熟食柜（肉制品）三大种类。2014 年，三类产品分别增长 7.2%、13.1%、1%，市场总销售量约为 6.9 万台。

图 28:商超百强冷柜销量



资料来源：佰世越管理咨询有限公司，东兴证券研究所

图 29:冷柜企业市场份额拆分

表 5.3 2014 年重点冷柜企业市场占有率

重点企业	市场份额	企业优势
松下 海尔开立	78%	大型工程成套能力强 技术理解能力强 售后服务有保证
海立中野 二商福岛 其他	22%	区域优势 技术储备充足 人员灵活、充足

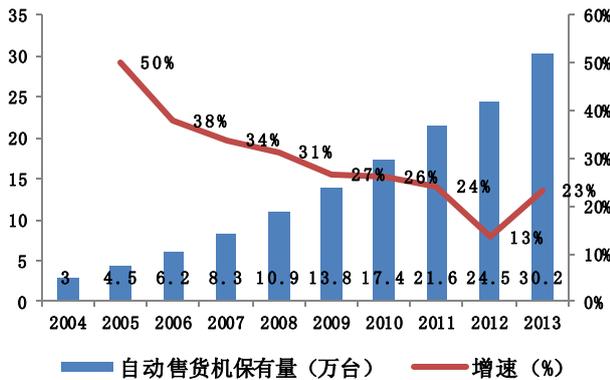
资料来源：佰世越管理咨询有限公司，东兴证券研究所

自动售货机处于起步快速发展期，预计未来三年行业增速保持在 30%以上。世界自动售货机市场以欧美及日本发展较成熟，其中日本每 23 人拥有一台自动售货机，中国自动售货机市场基数较低，我国自动售货机市场主要驱动力：

- ◆ 饮料商的扩大化发展。

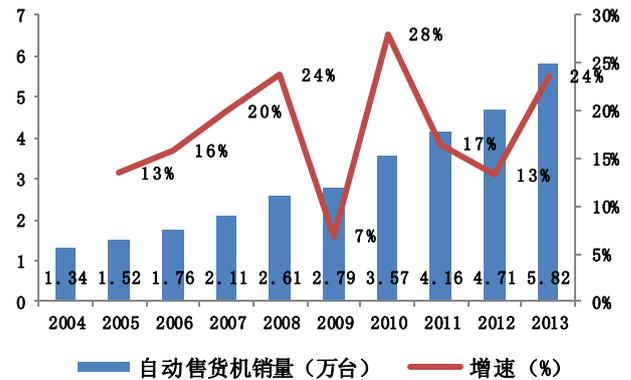
- ◆ 智能、支付手段多样化推进 (支付宝、微信、银联闪付)。
- ◆ 中国经济与现代服务业的发展, 城市化进程加快, 社会文明程度提升。

图 30:自动售货机保有量及增速



资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究所

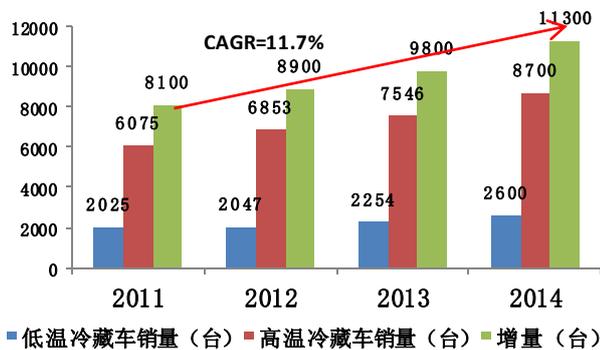
图 31:自动售货机销量及增速



资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究所

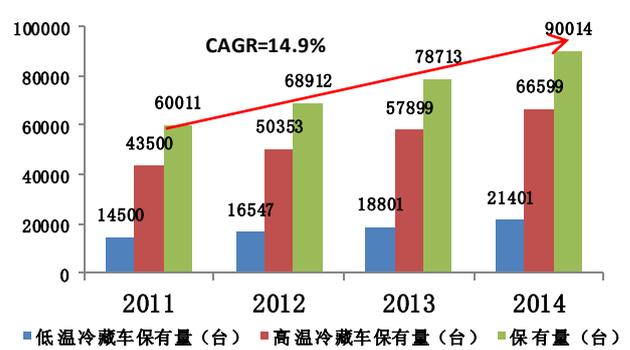
未来 3~5 年我国公路冷藏车销量有望以超过 10% 速度增长。冷藏车作为移动载体, 被广泛应用在冷链物流的各个环节, 几乎所有业内企业都看到了冷藏车的巨大市场潜力, 目前行业内竞争异常激烈, 冷藏车箱体箱柜平均售价从 2000 年的 12000 元/米下降到目前 7500 元/米, 利润缩减近 75%, 如何打造技术壁垒成为突破恶性价格竞争的关键。

图 32:冷藏冷冻车销量及复合增速



资料来源: 知网, 东兴证券研究所

图 33:冷藏冷冻车保有量及复合增速



资料来源: 知网, 东兴证券研究所

大冷股份在商超陈列柜、自动售货机、冷藏运输车领域的参控股公司主要有三家: 松下冷链(大连)有限公司、富士冰山自动售货机有限公司、京滨大洋冷暖工业(大连)有限公司。

- ◆ **松下冷链营业收入未来三年增速有望达 20%以上。**大冷股份在三洋时代以 B2C 模式开拓市场，主要面对家用制冷设备。松下收购三洋后，大冷股份结合冷链市场发展趋势和松下从 B2C 转战 B2B 战略部署，积极调整市场策略，市场拓展对象由家电转向商超及便利店。新股东松下在中国已经布局 20 年时间，在中国连锁百强企业中，松下冷链解决方案的市场占有率稳居行业第一，目前大冷持有松下冷链 40% 股权。目前生鲜电商也纷纷布局生鲜宅配，大冷的社区生鲜配送柜解决方案的推出可谓恰逢其时。现阶段生鲜配送柜售价约为 2 万元，未来随着销量提升，价格将下降至 1 万左右，每年能为大冷带来 2 亿元左右的收入。

图 34:大冷生鲜配送柜



资料来源：调研，东兴证券研究所

图 35:社区 O2O 解决方案



资料来源：调研，东兴证券研究所

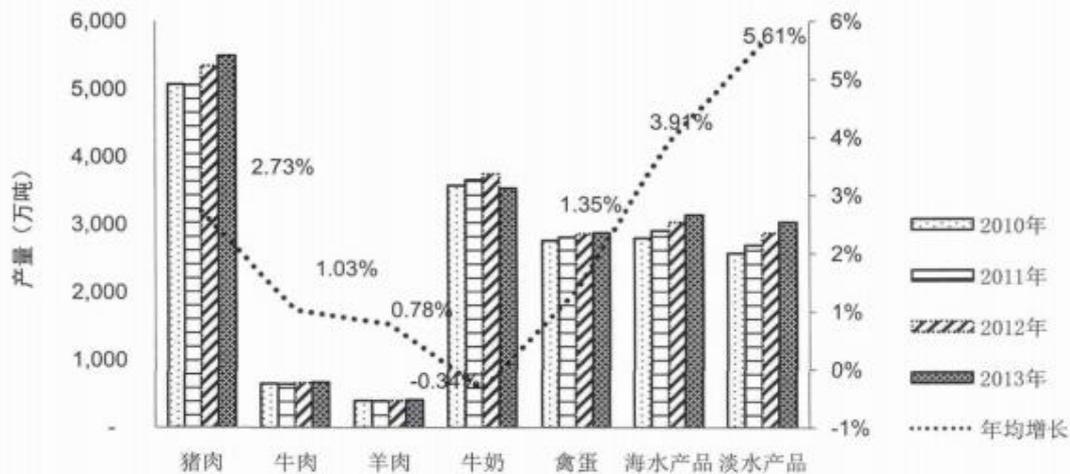
- ◆ **富士冰山预计未来增速 30%以上。**富士电机在日本自动售货机市场是绝对龙头，其自动售货机的货道技术和货币识别技术形成了较高的行业壁垒，因此大冷在此项业务上享有品牌优势。目前国内自动售货机需求量在每年 3 万台左右，大冷每年销售 2 万台，市占率超过 60%，随着市场空间的打开，大冷将迅速增资扩建自动售货机项目，掌握市场话语权。大冷股份持有富士冰山 49% 股权，目前富士冰山面临的首要问题是增资扩建，量产之后规模效应逐渐体现。
- ◆ **结合我国冷藏车保有量大幅短缺的行业背景，京滨大洋营业收入未来有望达 20% 以上。**2015 年 6 月 18 日，京滨大洋通过了一汽大众的 A 级供应商审核，拿到了 A 级供应商的供货资格，这对于日后拿到大众的新项目具有决定性的意义，目前大冷股份持有京滨大洋 20% 股权。

## 4.2 速冻技术领先抢占食品加工市场份额

我国果蔬、肉类、水产的冷链流通率逐年提高，增速十分明显。国家发改委发布的《农产品冷链物流发展规划》，给食品生产加工的相关制冷工设备带来积极影响，这一领域相关制冷设备包括：冷库、速冻机、预冷设备。我们认为食品加工市场驱动力主要有以下三个方面：

- ◆ 我国经济转型明显，人口结构变化大，城镇化率提高。民众对食品消费量不断提升以及对食品安全问题的持续关注。
- ◆ 农超对接和大型商场、超市的市场规模逐年扩大刺激了冷库需求。从生产端到大型食品加工企业再到消费端的商超，农产品种植的规模化和流通渠道的现代化都带来了制冷设备的旺盛需求。
- ◆ 近年来安全事故频发，促进了制冷设备市场的发展。大型食品相关企业为了防范事故、树立品牌、节能减排，纷纷对老旧冷库进行翻新和升级。

图 36:我国易腐食品产量趋势



资料来源: 佰世越管理咨询有限公司, 东兴证券研究所

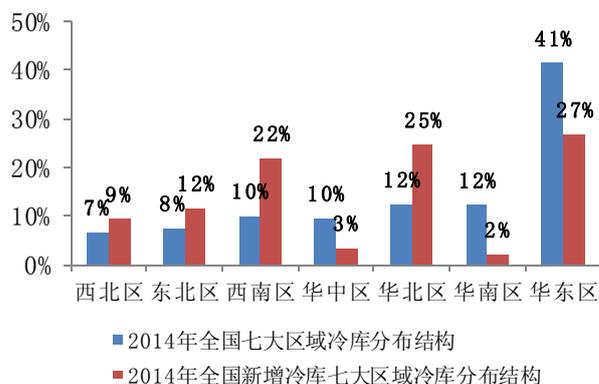
我们预测 2020 年我国冷库压缩机市场将突破 1500 亿元, 未来 5 年 CAGR 高达 24%。我国冷库建设经历了 2010 年到 2015 年的快速发展期, 但是发展期间出现了地域分布失衡的现象, 已建成的冷库大多集中于东部沿海地区, 2014 年新增冷库的建设已经向着中西部地区转移, 未来冷库建设向着均衡发展的过程中, 也孕育着投资良机。

图 37:我国冷库容量



资料来源：中物联冷链委统计数据，东兴证券研究所

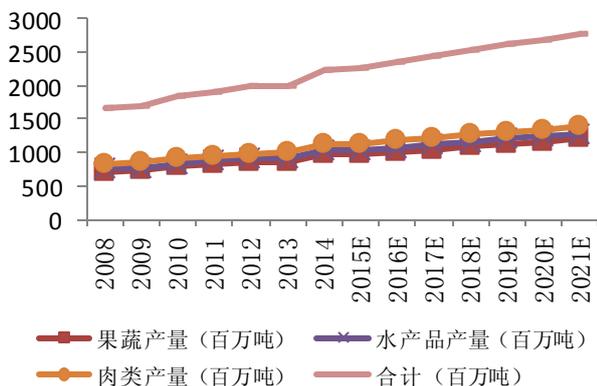
图 38:我国冷库容量以及新建冷库容量分布



资料来源：中物联冷链委统计数据，东兴证券研究所

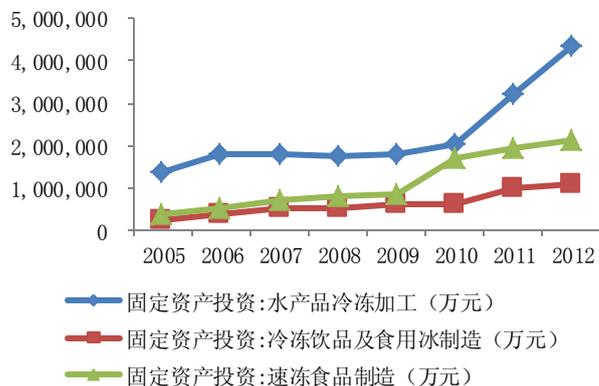
我国速冻食品产量年平均增长率维持在 20%左右，预计未来这一趋势将延续，带动上游速冻设备市场以超过 15%速度增长。目前，全国速冻食品生产企业已经超过 2000 余家，生产速冻产品月 1890 万吨。发达国家人均年消费速冻食品一般在 20 公斤以上，美国高达 50 公斤，而我国这一数字在 9~10 公斤左右，仅为美国的 1/5。我国速冻产品产量由 2011 年的 1120 万吨增长至 2014 年的 1890 万吨。

图 39: 我国易腐食品产量预测



资料来源：WIND,东兴证券研究所

图 40: 我国冷冻食品加工过固定资产投资



资料来源：WIND,东兴证券研究所

**预冷环节成冷链市场新蓝海。**预冷环节是我国冷链流通中最薄弱的一环，目前我国预冷保鲜率仅为 30%，发达国家在 80%以上，追赶空间巨大。经过预冷的果蔬可以迅速去除田间热，有效抑制其呼吸作用，减少水分蒸发，降低营养成分的消耗，研究表明，不经预冷处理的果蔬在流通过程中的损耗为 25%~30%，而经过预冷的果蔬的损耗仅为 5%~10%。

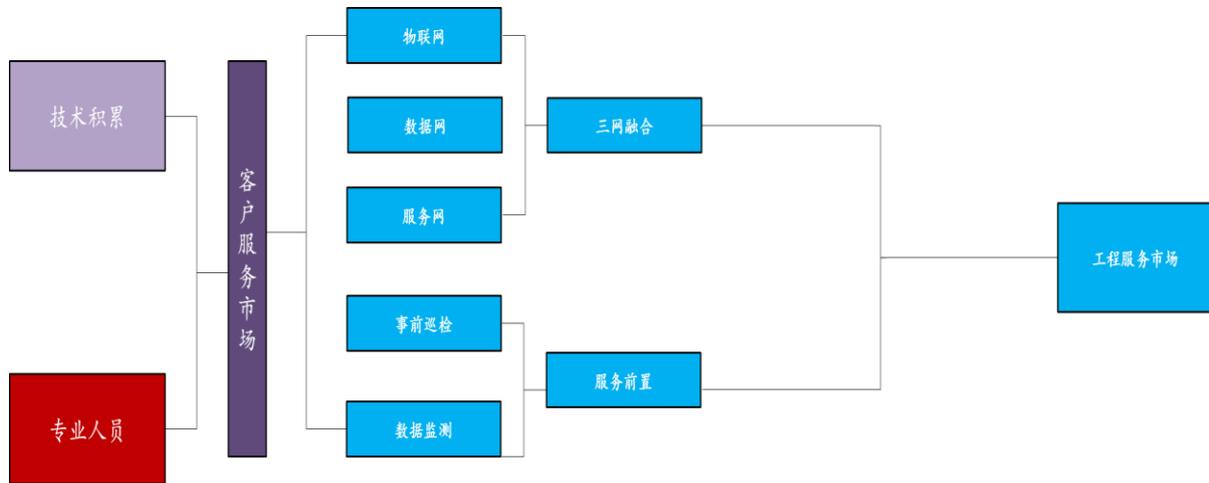
大冷股份在食品加工行业的主要参控股公司是大连冰山菱设速冻设备有限公司、常州晶雪冷冻设备有限公司。

- ◆ **预计冰山菱设营业收入增速有望达到 20%**。冰山菱设是由大冷与日本菱设工业株式会社设立的合资公司，主要制造各系列螺旋速冻机、隧道速冻机、平板速冻机、低温搁架速冻机、流态化单体速冻机。其中部分速冻设备为前川、三菱冷热公司配套制造，是我国为数不多的大型专业生产速冻机企业，其多项专利技术处于世界领先水平。
- ◆ **结合未来我国冷库快速发展趋势，我们预计常州晶雪未来三年增速高达 25%**。今年三季度大冷并购常州晶雪 29% 股权，常州晶雪是国内最大的冷库库板制造商，其冷库库板产量每年为 200 多万平方米，大冷的产量仅为 20 多万平方米，是大冷的 10 倍。完成新厂搬迁后，大冷将剥离库板业务，未来常州晶雪是否会成为大冷全资子公司值得期待。

## 5. 借互联网打造服务前置平台

“价值经营”是大冷股份未来战略的核心部分。为客户提供增至服务，由单纯的低附加值装备制造业务向高附加值的设备服务拓展，成为大冷股份继续保持行业引领人地位的核心战略，我们预计未来

图 41:大冷股份互联网+冷热战略



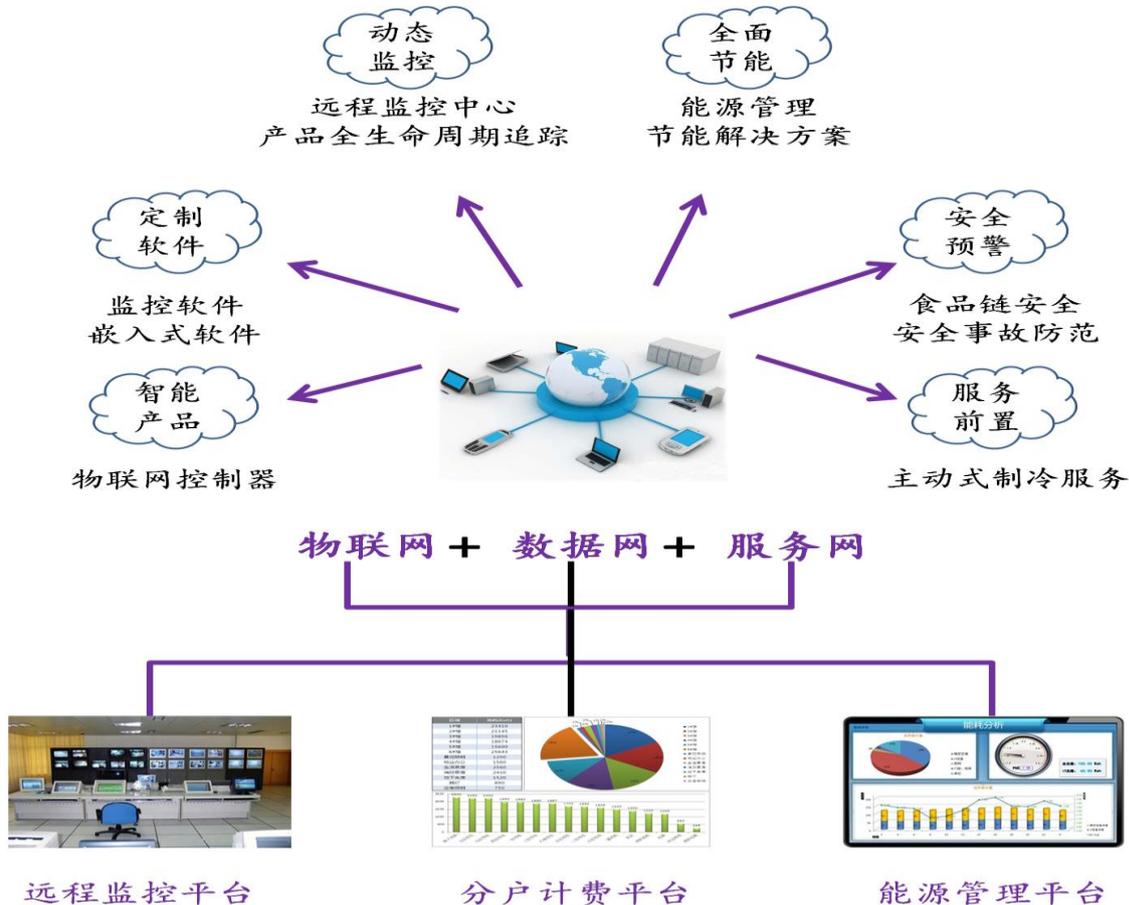
资料来源：东兴证券研究所

### 5.1 三网融合打造“互联网+冷热”战略

以服务网为核心,大冷实施三网融合,打造在线服务前置平台。三网融合即：物联网、数据网、服务网。其中物联网和数据网没有太高的技术门槛，物联网需要通过服务网让客户安装数据采集装置，数据网需要通过服务网让客户上传设备现场数据，因而线下服务网成为大冷实现“互联网+冷热”的核心。服务前置即变被动服务为主动服务，通过大数据实时监控、专家系统等技术实现最短时间内完成故障预判 → 配件配送的服务，抢占商机，将解决客户的后顾之忧作为附加值的源泉。

- ◆ **物联网**：在客户的设备现场安装由大冷子公司嘉德自动化开发的物联网控制器和监控软件，将设备的温度、压力等数据传到云数据平台。
- ◆ **大数据**：大数据核心是数据的采集和数据分析模型。目前大冷已经通过与大客户合作，建立了全国范围内十多个冷库的数据库，数据分析模型也已经完成设计。
- ◆ **服务网**：遍布全国的 30 多个办事处和 100 多名经验丰富的高级售后工程师让大冷对向服务转型的信心十足，目前大冷已经在全国建立了相应的配件配送中心，在大数据进行故障预判的同时，通过线下服务网节点的细化和优化为客户提供主动服务。

图 42:大冷股份三网融合

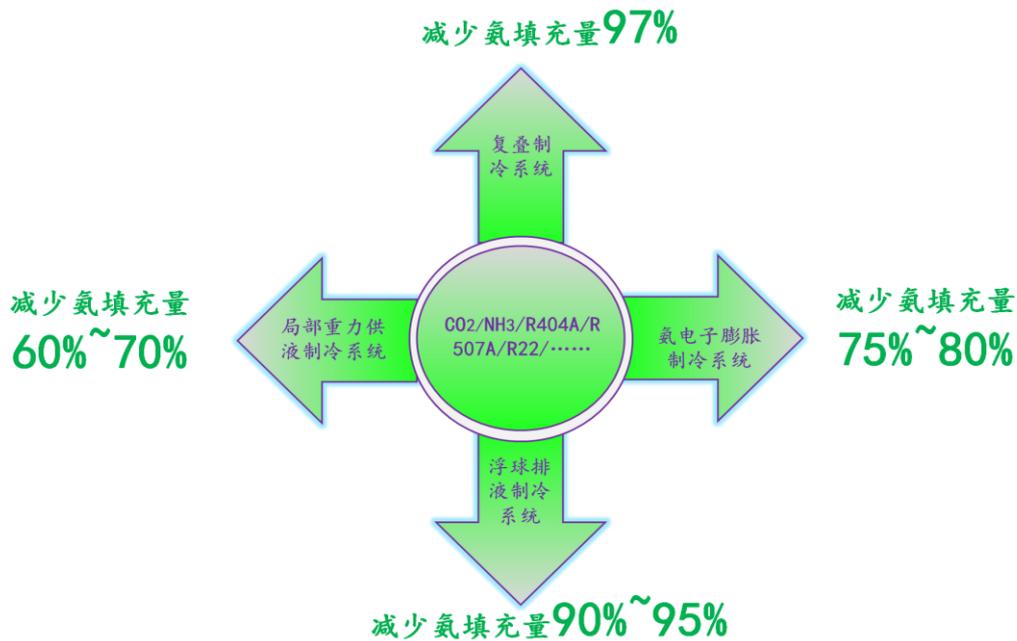


资料来源：公司调研，东兴证券研究所

## 5.2 商业模式创新开创市场蓝海

氨制冷系统技术领先，奠定设备服务转型基础。氨作为自然工质是未来制冷剂的发展方向，欧美中大型冷库 70%~80%以上制冷剂都是氨。大冷不仅有完善可靠的安全管控体系，更为重要的是大冷提供的氨制冷系统的氨充注量十分小，我国规定氨充注量在 10 吨以上时被视为重大危险源，而大冷 10 万吨冷库的氨充注量连 10 吨都不到。与此同时，大冷拥有一支经验极其丰富的人数上百的技术团队，团队里都是行业内的专家，从我国制冷技术开始发展的时期就已经在行业内从事技术服务工作。

图 43:大冷氨充注量减少



资料来源：调研，东兴证券研究所

未来高附加值服务收入占比将快速提升。由设备供应商向着服务供应商转型是大冷的核心战略。在设备制造红海竞争激烈的背景下，大冷已然“做大”，进军设备服务业蓝海将成为大冷未来“做强”的必由之路，预计未来服务营收占比在未来 3 至 5 年内将显著提高。大冷将铺开大连、大同、武汉、上海、广州五个配件配送中心，提高配送效率。公司目前已与大连市安监局进行合作，负责对大连市 264 家安装氨制冷系统的企业签署维保协议，进行每月一次的免费例行巡检，这种商业模式的创新蕴含巨大商机，在主动出击式的例行巡检过程中如果发现设备老化等安全隐患，几百万元的配件更换订单便随之而来。以前服务是设备销售的附属业无，新的商业模式则以服务带动设备销售，未来业绩有望借此大幅提升。

◆ 预计未来 3 年之内，冰山技术服务营收增速在 30%-40%之间。大连冰山技术服务



**表 4: 大冷股份 DCF (FCFF) 绝对估值敏感性分析**

敏感性测试结果	长期增长率(g)									
	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	
WACC	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	
8.79%	32.65	34.37	36.45	39.01	42.25	46.48	52.22	60.47	73.33	
9.29%	30.11	31.49	33.12	35.10	37.53	40.61	44.63	50.09	57.93	
9.79%	27.96	29.07	30.38	31.93	33.81	36.13	39.06	42.87	48.06	
10.29%	26.11	27.02	28.08	29.32	30.80	32.59	34.79	37.58	41.21	
10.79%	24.50	25.26	26.13	27.14	28.32	29.73	31.43	33.52	36.17	
11.29%	23.10	23.73	24.46	25.28	<b>26.24</b>	27.37	28.71	30.33	32.32	
11.79%	21.86	22.40	23.00	23.69	24.48	25.39	26.46	27.74	29.28	
12.29%	20.77	21.22	21.73	22.31	22.96	23.71	24.58	25.60	26.81	
12.79%	19.79	20.18	20.61	21.10	21.65	22.27	22.98	23.81	24.78	
13.29%	18.91	19.25	19.62	20.03	20.49	21.02	21.61	22.29	23.08	
13.79%	18.12	18.41	18.73	19.08	19.48	19.92	20.41	20.98	21.63	

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**相对估值: 相对估值:** 从可比公司看, 2015-2017 的 PE 均值为 95.65X、35.30X、26.89X, 给予公司 16 年 35.30X 估值, 对应 0.63 元 EPS 的价格为 **22.24 元**, 落在绝对估值的价格区间内, 经测算公司估值区间为 **22.24~26.24 元**。

**表 5: 大冷股份相对估值**

名称	最新股价	PE:2015	2016	2017
烟台冰轮	16.12	23.6	27.68	27.41
汉钟精机	21.72	38.39	31.01	25.77
华意压缩	9.41	23.31	15.35	11.05
雪人股份	11.67	297.31	67.15	43.31
平均 PE		95.65	35.30	26.89

资料来源: 公司财报, WIND, 东兴证券研究所

### 投资建议:

公司是我国制冷行业龙头企业, 拥有最完善的产业链布局, 将享有冷链行业高速发展红利。公司是地方国企改革标杆, 新管理层上任之后连出重拳, 打造公司事业利益共同体。同时公司的新厂搬迁与我国工业智能升级的时间点相吻合, 公司将借此“东风”, 打造全智能制造新工厂。同时公司以大量的存量客户为基础, 积极谋求制造向服务的转型, 借助“互联网+”的契机实施“服务前置”战略, 抢占商业先机。我们预计公司 2015 年-2017 年的营业收入分别为 16.41 亿元、18.09 亿元和 20.12 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 1.74 亿元、2.33 亿元和 3.00 亿元, 每股收益分别为 0.47 元、0.63 元和 0.82 元, 对应 PE 分别为 36.92X、27.34X、21.18X。首次覆盖给予“强烈推荐”评级, 给予 6 个月目标价 26 元。

表 6:大冷股份盈利预测表

参控股公司	单位: 万元	2014	2015E	2016E	2017E
工业制冷领域					
大冷母公司	持股比例 (%)	100%	100%	100%	100%
	收入	83169	87327	96060	105666
	增速 (%)		5%	10%	10%
武汉新世界制冷工业有限公司	持股比例 (%)	100%	100%	100%	100%
	收入	27122	28478	31326	34459
	增速 (%)		5%	10%	10%
冰山销售	持股比例 (%)	100%	100%	100%	100%
	收入	2204	2314.20	2545.62	2800.18
	增速 (%)		5%	10%	10%
空调领域					
松下压缩机	持股比例 (%)	40%	40%	40%	40%
	收入	243307	267637.7	307783.355	353950.8583
	增速 (%)		10%	15%	15%
	净利润	17129	18842	21668	24918
	权益利润	6303.3275	7536.76	8667.274	9967.3651
松下制冷	持股比例 (%)	40%	40%	40%	40%
	收入	101398	111537.8	128268.47	147508.7405
	增速 (%)		10%	15%	15%
	净利润	2022	2224	2558	2942
	权益利润	808.8	889.68	1023.132	1176.6018
冷链物流					
松下冷链	持股比例 (%)	40%	40%	40%	40%
	收入	168930	211162.5	263953.125	329941.4063
	增速 (%)		25%	25%	25%
	净利润	2136	4320	5400	6750
	权益利润	786.16	1728	2160	2700
富士冰山	持股比例 (%)	49%	49%	49%	49%
	收入	37562	46952.5	63385.875	88740.225
	增速 (%)		25%	35%	40%
	净利润	3020	3775	5096.25	7134.75
	权益利润	1480	1849.75	2497.1625	3496.0275
冰山菱设	持股比例 (%)	70%	70%	70%	70%
	收入	3634	4360.8	5232.96	6279.552
	增速 (%)		20%	20%	20%
常州晶雪	持股比例 (%)	0.00%	29.21%	29.21%	29.21%
	收入	52427	65534	85194	110752

	增速 (%)		25%	30%	30%
	净利润	5199	6759	8787	11423
	权益利润	0.00	1974	2567	3337
京滨大洋	持股比例 (%)	20%	20%	20%	20%
	收入	55787	64155	76986	96233
	增速 (%)		15%	20%	25%
	净利润	4919	5657	6505	7481
	权益利润	1073.0513	1131.37	1301.0755	1496.236825
服务前置					
嘉德自动化	持股比例 (%)	60%	60%	60%	60%
	收入(	3509	3684	4053	4661
	增速 (%)		5%	10%	15%
冰山技术服务	持股比例 (%)	100%	100%	100%	100%
	收入	3964	5153.2	6956.82	9739.548
	增速 (%)		30%	35%	40%
三洋高效	持股比例 (%)	25%	55%	55%	55%
	收入	13173	13831	15214	17497
	增速 (%)		5%	10%	15%
	净利润	195	205	225	259
	权益利润	49	-	-	-
合计					
大冷股份	并表收入合计	123602	145149	161389	181101
	其它	18970	18970	19539	20125
	合并报表	142572	164119	180927	201226
	投资收益合计	10500	15110	18215	22173

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	1303	1338	1539	1748	2056	<b>营业收入</b>	1536	1426	1641	1809	2012
货币资金	513	509	646	810	1022	<b>营业成本</b>	1167	1087	1279	1376	1492
应收账款	370	439	427	488	562	营业税金及附加	13	12	13	15	16
其他应收款	25	34	39	43	48	营业费用	120	123	133	148	168
预付款项	26	19	26	24	22	管理费用	178	186	201	223	252
存货	326	315	391	401	441	财务费用	-6	-6	-4	-7	-9
其他流动资产	1	2	-25	-53	-73	资产减值损失	18.5	19.16	17.73	18.49	18.46
<b>非流动资产合计</b>	1664	1716	1607	1540	1473	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	979	1039	1039	1039	1039	投资净收益	88.5	103.94	151.10	182.15	221.73
固定资产	395.27	414.29	381.39	329.97	278.55	<b>营业利润</b>	132	109	152	218	297
无形资产	155	154	139	123	108	营业外收入	55.0	15.17	39.02	36.42	30.20
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.79	0.56	3.00	2.12	1.89
<b>资产总计</b>	2967	3054	3146	3288	3529	<b>利润总额</b>	185	124	188	253	325
<b>流动负债合计</b>	892	937	933	959	1025	所得税	26	9	14	19	25
短期借款	38	60	0	0	0	<b>净利润</b>	159	115	174	233	300
应付账款	465	511	525	581	645	少数股东损益	6	-1	5	6	7
预收款项	177	138	186	144	130	归属母公司净利润	153	115	169	228	294
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	318	294	215	278	354
<b>非流动负债合计</b>	67	53	12	22	71	<b>BPS (元)</b>	0.44	0.33	0.47	0.63	0.82
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	958	990	945	981	1096	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	102	97	102	108	114	营业收入增长	0.90	-7.16%	15.11%	10.24%	11.22%
实收资本(或股	350	350	360	360	360	营业利润增长	14.2	-17.43%	39.03%	43.67%	35.95%
资本公积	582	582	582	582	582	归属于母公司净利润	46.0	35.04%	46.04%	35.04%	29.09%
未分配利润	467	486	219	-137	-605	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1907	1967	2100	2199	2319	毛利率(%)	24.0	23.79%	31.00%	34.00%	37.00%
<b>负债和所有者权</b>	2967	3054	3146	3288	3529	净利率(%)	10.3	8.03%	10.59%	12.90%	14.93%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.16	3.78%	5.36%	6.92%	8.33%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	8.02	5.87%	8.03%	10.35%	12.67%
<b>经营活动现金流</b>	8	28	89	111	124	<b>偿债能力</b>					
净利润	159	115	174	233	300	资产负债率(%)	32%	32%	30%	30%	31%
折旧摊销	190.96	190.74	0.00	66.81	66.81	流动比率	1.46	1.43	1.65	1.82	2.01
财务费用	-6	-6	-4	-7	-9	速动比率	1.10	1.09	1.23	1.40	1.58
应付帐款的变化	0	0	12	-61	-74	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	49	-42	-14	总资产周转率	0.52	0.47	0.53	0.56	0.59
<b>投资活动现金流</b>	19	4	181	164	203	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.41	2.92	3.17	3.27	3.28
长期股权投资减	0	0	42	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	89	104	151	182	222	每股收益(摊薄)	0.44	0.33	0.47	0.63	0.82
<b>筹资活动现金流</b>	-50	-59	-133	-111	-115	每股净现金流(摊薄)	-0.0	-0.08	0.38	0.45	0.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(摊薄)	5.45	5.62	5.83	6.11	6.44
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	10	0	0	P/E	39.2	52.36	36.92	27.34	21.18
资本公积增加	-3	0	0	0	0	P/B	3.17	3.07	2.96	2.83	2.68
<b>现金净增加额</b>	-23	-27	138	164	212	EV/EBITDA	17.5	19.05	16.71	19.48	14.68

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 任天辉

机械行业研究员, 新加坡管理大学应用金融学硕士, 厦门大学控制工程硕士, 厦门大学自动化学士, 2015 年加入东兴证券, 从事机械行业研究。

### 叶盛

机械行业研究员, 西安交通大学工业工程专业学士, 中央财经大学金融专业硕士, 2 年证券研究经验, 2015 年加盟东兴证券研究所, 从事机械行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。