

现金在手，天下我有

——烟台冰轮（000811）年报点评

2016年03月30日

强烈推荐/维持

烟台冰轮

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
任天辉	联系人		
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037	

事件：

2016年3月30日公司发布年报，2014年并表冰轮香港后，营业收入回溯为29.75亿元，归属母公司净利润回溯为2.67亿。2015年实现收入28.69亿元，同比减少3.57%，实现归属母公司净利润3.08亿元，同比增长15.35%，EPS为0.72元，公司拟每10股派发现金红利0.5元。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	382.13	1351.19	929.07	367.31	460.99	1226.34	814.39
增长率（%）	-23.76%	345.75%	148.78%	17.43%	20.64%	-9.24%	-12.34%
毛利率（%）	27.62%	30.88%	29.00%	24.28%	23.50%	30.43%	30.58%
期间费用率（%）	17.72%	22.72%	20.94%	21.51%	19.81%	23.94%	22.17%
营业利润率（%）	13.91%	6.88%	17.06%	13.64%	39.79%	5.36%	9.12%
净利润（百万元）	47.96	84.31	140.54	41.56	160.39	60.31	65.55
增长率（%）	-41.11%	100.58%	36.96%	162.72%	234.44%	-28.47%	-53.36%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.23	0.30	0.09	0.39	0.13	0.14
资产负债率（%）	37.59%	39.88%	59.63%	39.63%	38.30%	58.09%	52.89%
净资产收益率（%）	3.23%	5.51%	7.50%	2.38%	9.20%	2.99%	3.15%
总资产收益率（%）	2.02%	3.31%	3.03%	1.44%	5.68%	1.25%	1.48%

注：2014年及之前数据为冰轮香港并表前数据，2015为冰轮香港并表后数据

观点：

- 并表收入及投资收益大幅上涨。**公司2015年净利润3.87亿元超出我们的预期3.33亿元。其中2.15亿元系出售万华化学金融资产所获投资收益，目前公司所持万华化学股票账面价值约1.4亿。2015年三季度冰轮香港纳入烟台冰轮合并报表，集团资产注入之前公司持有烟台哈德福德压缩机有限公司、烟台顿汉布什工业有限、烟台冰轮重型机件有限公司40%、40%、75%股权，资产注入完成后，三者成为烟台冰轮全资子公司，之前纳入投资收益部分的顿汉布什和哈德福德改为纳入合并报表范围，因此联营企业投资收益大幅下降至2.43亿元。报告期内冰轮香港贡献净利润6688.42万元，导致主营业务贡献利润大幅上涨至1.35亿元。

表 1: 烟台冰轮历年利润总额拆分

利润总额拆分 (百万元)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业外收入净额	3.55	2.50	16.13	19.52	8.05	13.80
其它投资收益	2.28	3.5	36.72	120.43	124.98	214.86
联营企业投资收益	93.16	76.93	76.64	74.10	40.37	24.28
主营业务贡献利润	40.56	89.46	20.81	69.51	85.07	134.38

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注: 2014年及之前数据为冰轮香港并表前数据, 2015为冰轮香港并表后数据

- **冰轮香港和华源泰盟发力贡献净利润。**冰轮香港主要资产为顿汉布什98%股权, 顿汉布什主营中央空调产品, 顿汉布什2015年市场占有率均有不同幅度上升, 上升最明显的是风冷机组产品, 市场占有率由2014年上半年的8.7%上升至2015年上半年的14.5%。冰轮香港2015、2016、2017年业绩承诺分别为6,458万元、8,291万元及10,096万元, 冰轮香港2015年表现抢眼, 超额完成业绩承诺。华源泰盟报告期内实现净利润4138万元, 2015年底华源泰盟与清华大学在保定满城产学研基地一期投产, 2016年有望迎来产能释放, 规模效应将随之放大, 毛利率将进一步提升。

表 2: 烟台冰轮主要子公司盈利情况

主要子公司营业收入 (百万元)	2013	2014	2015
冰轮香港	1122.81	1287.36	1131.34
华源泰盟	244.05	228.82	422.00
主要子公司净利润 (百万元)			
冰轮香港	60.63	83.46	66.88
华源泰盟	31.37	34.97	41.38

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **公司目前在手现金5.83亿, 外沿并购预期强烈。**公司年报资产负债表显示货币资金5.83亿元。公司2014年10月1日收购山东神舟制冷设备有限公司51%股权, 涉足并联机组行业, 有效弥补了烟台冰轮受氨制冷系统短期受限的短板。烟台冰轮在2014年经过激烈的竞争收购华源泰盟, 目前持有华源泰盟60%股权。华源泰盟在大温差供热领域市场占有率在90%以上, 公司借助华源泰盟技术垄断地位强势进军环保。公司目前手握大把现金, 2016年继续大手笔外沿并购是大概率事件。

结论:

烟台冰轮是我国制冷设备行业龙头行业, 收益冷链行业高速发展, 未来业绩改善确定性较高。公司注入集团优质资产, 并表冰轮香港, 加之并购优质标的华源泰盟, 我们预计公司2016年-2019年的营业收入分别为38.20亿元、43.72亿元和51.03亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为3.38亿元、3.31亿元、3.11亿元, 每股收益分别为0.78元、0.76元和0.71元, 对应PE分别为19.03X、19.44X、20.68X。维持“强烈推荐”评级, 上调6个月目标价至23元。

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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1319	2057	3014	3446	4123	营业收入	1691	2869	3820	4372	5103
货币资金	350	583	1021	1088	1407	营业成本	1227	2049	2728	3105	3645
应收账款	392	743	890	1055	1247	营业税金及附加	19	30	44	48	56
其他应收款	18	35	46	53	62	营业费用	173	348	464	519	625
预付款项	44	47	84	108	136	管理费用	155	267	369	424	496
存货	488	585	874	1039	1142	财务费用	10	30	9	9	9
其他流动资产	10	13	33	48	61	资产减值损失	21.65	49.00	30.87	33.84	37.90
非流动资产合计	1597	2360	1980	1879	1778	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.08	0.03	0.04
长期股权投资	483	324	324	324	324	投资净收益	165.35	277.16	215.17	152.69	126.81
固定资产	297.49	607.11	556.63	481.59	406.55	营业利润	250	374	390	386	361
无形资产	130	259	233	207	181	营业外收入	11.59	21.76	18.53	17.29	19.19
其他非流动资产	12	41	0	0	0	营业外支出	3.54	7.96	3.00	4.83	5.26
资产总计	2917	4417	4993	5325	5901	利润总额	258	387	406	398	375
流动负债合计	1123	2222	2560	2691	3072	所得税	31	60	62	61	58
短期借款	212	407	212	0	0	净利润	228	328	343	337	318
应付账款	391	573	767	901	1029	少数股东损益	20	20	5	6	7
预收款项	351	378	678	857	1077	归属母公司净利润	208	308	338	331	311
一年内到期的非流	0	512	512	512	512	EBITDA	430	723	500	495	471
非流动负债合计	81	113	-4	-14	-18	BPS (元)	0.53	0.72	0.78	0.76	0.71
长期借款	0	10	14	18	24	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	1204	2336	2557	2678	3054	成长能力					
少数股东权益	100	100	106	111	118	营业收入增长	10.66%	69.70%	33.15%	14.45%	16.72%
实收资本(或股本)	395	435	435	435	435	营业利润增长	-5.16%	49.15%	4.43%	-1.16%	-6.24%
资本公积	57	268	582	582	582	归属于母公司净利润	9.94%	-2.10%	9.94%	-2.10%	-6.01%
未分配利润	665	1038	1027	1008	991	获利能力					
归属母公司股东权	1612	1980	2331	2535	2729	毛利率(%)	27.42%	28.57%	27.81%	32.34%	33.03%
负债和所有者权	2917	4417	4993	5325	5901	净利率(%)	13.47%	11.43%	8.99%	7.70%	6.23%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						3.78%					
2014A						7.13%					
2015A						6.96%					
2016E						6.77%					
2017E						6.22%					
2018E						ROE(%)					
12.89%						15.53%					
14.50%						13.06%					
11.40%						偿债能力					
经营活动现金流	171	290	213	306	362	资产负债率(%)	41%	53%	51%	50%	52%
净利润	228	328	343	337	318	流动比率	1.17	0.93	1.18	1.28	1.34
折旧摊销	169.73	319.51	0.00	100.94	100.94	速动比率	0.74	0.66	0.84	0.89	0.97
财务费用	10	30	9	9	9	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-146	-165	-192	总资产周转率	0.62	0.78	0.81	0.85	0.91
预收帐款的变化	0	0	300	179	220	应收账款周转率	5	5	5	4	4
投资活动现金流	95	271	463	119	89	应付账款周转率	5.06	5.96	5.70	5.24	5.29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	238	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.72	0.78	0.76	0.71
投资收益	165	277	215	153	127	每股净现金流(最新)	0.35	0.13	1.01	0.15	0.73
筹资活动现金流	-127	-504	-237	-358	-132	每股净资产(最新摊)	4.09	4.55	5.35	5.82	6.27
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	3	5	6	P/E	27.89	20.53	19.03	19.44	20.68
普通股增加	0	41	0	0	0	P/B	3.62	3.25	2.76	2.54	2.36
资本公积增加	-376	211	314	0	0	EV/EBITDA	13.25	9.38	12.30	11.86	11.80
现金净增加额	139	56	439	67	319						

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

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。

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。