



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 冰轮有望迎来业绩反弹

——烟台冰轮（000811）调研简报

2016年06月02日

强烈推荐/维持

烟台冰轮

调研简报

### 报告摘要:

**“外延并购+资产注入”完善产业布局。**2014年10月1日收购北京华源泰盟；2014年10月1日收购山东神舟制冷设备；2015年7月收购冰轮香港100%股权及办公楼资产。完成节能环保（高温）、中央空调（中温）、冷链设备（低温）三大产业布局，未来冰轮将加大在环保产业的投入，进行产业转型升级。

**华源泰盟三年营收轻松突破十亿。**华源泰盟是清华大学唯一的在余热利用领域合作企业，2014年4季度营收2.44亿，贡献净利润2098万，2015年在手订单6亿元，2016年保定满城县产学研基地投产，营收将以超30%速度增长。

**轨道交通景气上行拉升业绩。**2014年我国轨道交通里程达到2816公里，其中包含地铁历程2481公里，轻轨303.5公里。此次城市轨道交通申报条件的下调，我们上调之前预期的“十三五”期间新增地铁里程3000公里至5000公里，假设按照每1.5公里一个轨道交通站的密度，未来我国将新增3400个轨道交通站。与此同时，2016年1-4月份，商业营业用房和办公楼新开工面积同比增长14.34%和35.35%，下游商业地产回暖将直接带动公司旗下顿汉布什商用空调板块业绩反弹。

**冷链物流站稳风口浪尖，冰轮收益确定性大。**食品速冻设备是冰轮拳头产品，市场占有率高达20%，并购山东神舟制冷设备公司有效弥补了在氟制冷系统上的短板，同时将市场拓展至小型装配式冷库。通过实地调研我们了解到冰轮二季度速冻设备订单回暖，业绩反弹可期。

**公司盈利预测及投资评级。**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-2018年的营业收入分别为36.31亿元、39.72亿元和51.03亿元，归属于上市公司股东净利润分别为3.26亿元、3.28亿元和3.28亿元，每股收益分别为0.75元、0.76元和0.77元，对应PE分别为14.42X、14.35X、14.34X。维持“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,690.69	2,869.03	3,631.00	3,972.00	5,103.00
增长率(%)	10.66%	69.70%	26.56%	9.39%	28.47%
净利润(百万元)	227.65	327.81	331.33	333.43	334.57
增长率(%)	-10.60%	43.99%	1.07%	0.63%	0.34%
净资产收益率(%)	12.89%	15.53%	14.04%	12.97%	12.02%
每股收益(元)	0.53	0.72	0.75	0.76	0.77
PE	20.38	15.00	14.42	14.35	14.34
PB	2.64	2.37	2.02	1.86	1.72

### 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

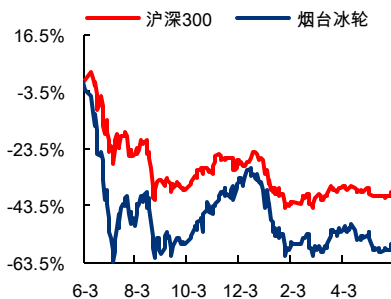
010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	10.8-25.5
总市值(亿元)	47.02
流通市值(亿元)	42.62
总股本/流通A股(万股)	43537/39459
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.82

### 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、《现金在手，天下我有——烟台冰轮（000811）年报点评》2016-03-31
- 2、《开着暖气吃生鲜——烟台冰轮（000811）深度报告》2016-02-05
- 3、《烟台冰轮（000811）调研快报：凭借龙头地位享冷链行业红利》2014-04-14
- 4、《烟台冰轮（000811）：冷链复苏，制冷业务底部回升》2014-03-31

## 目 录

1. 烟台冰轮有望反弹.....	3
1.1 华源泰盟环保进行时建设有条不紊 .....	3
1.2 食品加工速冻设备二季度订单好转 .....	4
1.3 轨交景气度上升提振中央空调板块 .....	4
2. 盈利预测及估值.....	5
2.1 烟台冰轮（000811） .....	5

## 表格目录

表 1：烟台冰轮冷链设备市场占有率.....	4
表 2：公司盈利预测表.....	6

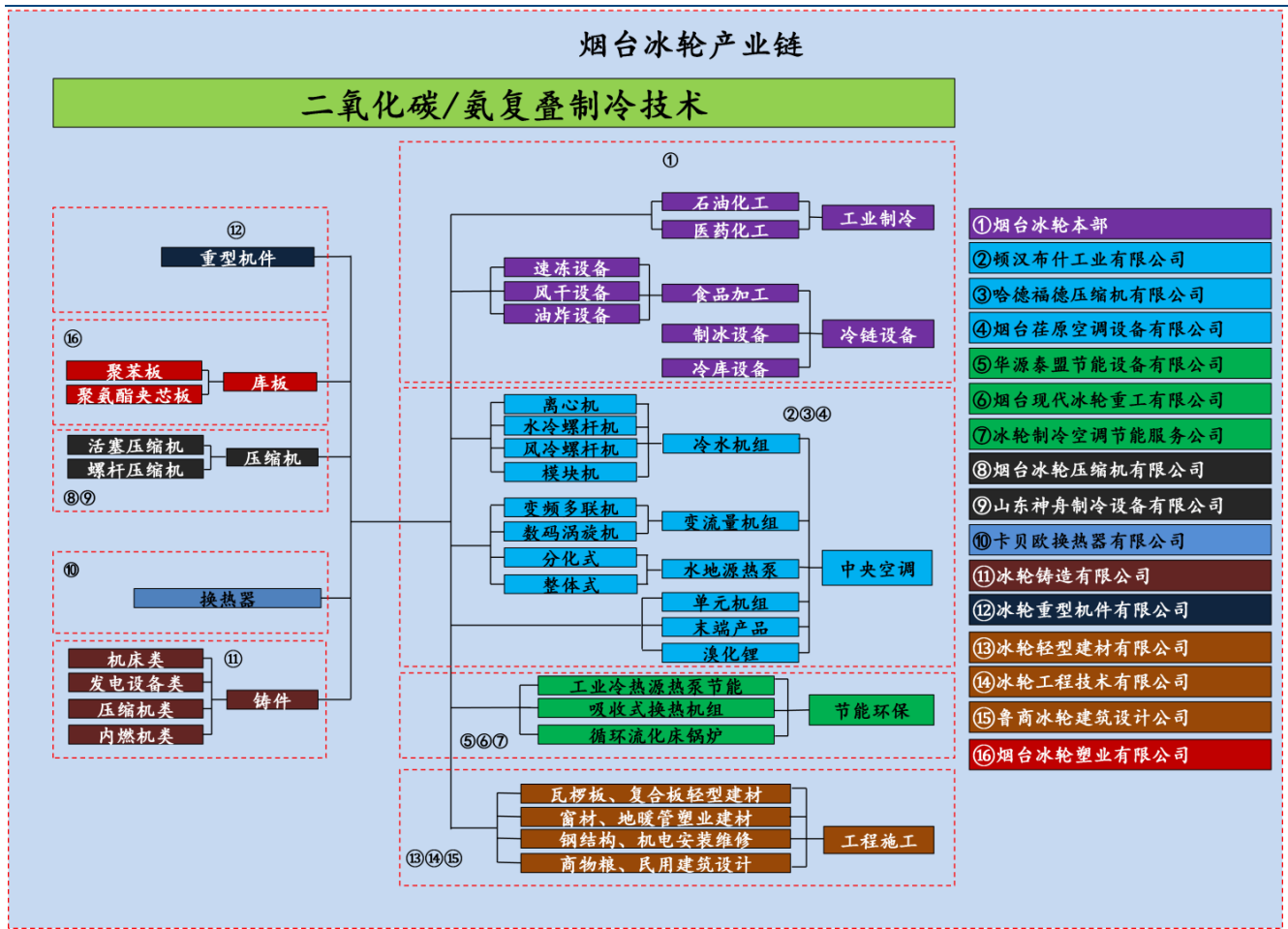
## 插图目录

图 1:烟台冰轮产业链 .....	3
图 2:华源泰盟主营业务 .....	4
图 3:顿汉布什主营产品 .....	5

## 1. 烟台冰轮有望反弹

烟台冰轮股份有限公司成立于 1956 年，前身为烟台冷冻机总厂，七十年代被机械部列为制冷设备定点生产厂家，八十年代公司已成为中国制冷设备的主要制造基地。1998 年在深圳证券交易所挂牌上市。烟台冰轮大股东冰轮集团是烟台市国资委旗下企业，2007 年集团混改，烟台远弘实业有限公司对烟台冰轮实施了增资扩股，烟台市国资委持股比例由 100% 变更为 52%。2015 年初公司通过发行股票的方式收购冰轮集团持有的冰轮香港 100% 股权及办公楼资产，冰山集团对公司的持股比例由 24% 上升至 29%，目前公司实际控制人为烟台市国资委。

图 1：烟台冰轮产业链



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.1 华源泰盟环保进行时建设有条不紊

烟台冰轮收购华源泰盟之后完善了其在余热回收利用领域的布局，未来公司将借助华源泰盟的技术和市场优势不断深入节能环保领域，开拓新的市场蓝海。华源泰盟主营业务涉及三大领域：**基于吸收式换热的热电联产集中供热、烟气余热深度回收、工业**

**余热回收。**华源泰盟目前已经在保定市满城县建设与清华大学合作的产学研基地，投资 18.4 亿，占地 7 万平方米，目前各项建设工作有序进行。

图 2:华源泰盟主营业务



资料来源：公司调研，东兴证券研究所

## 1.2 食品加工速冻设备二季度订单好转

食品速冻设备无论从销量还是市场占有率上都是烟台冰轮的拳头产品。我国 2014 年规模以上的肉食品加工注册企业多达 3,000 家以上，2,000 余家速冻食品生产商，1,000 家以上饮料酒水企业，1,800 多家奶制品生产商及数量庞大无法计算的瓜果蔬菜经营类企业。速冻设备作为我国农业产品深加工的核心环节，倍受烟台冰轮重视。目前，烟台冰轮生产流态床式和隧道式两类速冻机、食品真空冻干机和部分果蔬快速预冷装置。我们通过实地调研冰轮工厂了解到，二季度公司订单较去年同比有所好转，未来公司业绩反弹值得期待，我们也将密切持续跟踪。

表 1：烟台冰轮冷链设备市场占有率

产品名称	市场占有率
制冷压缩机	25%
<b>速冻设备系列</b>	<b>20%</b>
制冷辅机设备	12%
PU 保温板系列	15%
工程配套系列	19%
冷风机系列	6%
其它产品	11%








资料来源：知网，东兴证券研究所

## 1.3 轨交景气度上升提振中央空调板块

2014 年我国轨道交通里程达到 2816 公里，其中包含地铁历程 2481 公里，轻轨 303.5 公里。此次城市轨道交通申报条件的下调，我们上调之前预期的“十三五”期间新增地

铁里程 3000 公里至 5000 公里，假设按照每 1.5 公里一个轨道交通站的密度，未来我国将新增 3400 个轨道交通站。与此同时，2016 年 1-4 月份，商业营业用房和办公楼新开工面积同比增长 14.34% 和 35.35%，下游商业地产回暖将直接带动公司旗下顿汉布什商用空调板块业绩反弹。

**图 3: 顿汉布什主营产品**

顿汉布什控股	水冷产品	风冷产品	离心机	末端产品	多联机	轻商产品	冷却塔
<b>应用场合</b>	建筑面积 5 万平方米以下: > 舒适性空调场合 > 工艺性空调场合	水资源匮乏地区: > 舒适性空调场合 > 工艺性空调场合	建筑面积 5 万平方米以上	> 舒适性空调场所 > 工业工艺空调场所	商用场合	小型工商业领域、民用建筑空调制冷、采暖	广泛应用在各种空调制冷和工业系统中
<b>产品图片</b>							
<b>产品名称</b>	水冷全封闭螺杆冷水机组 水冷全封闭螺杆热泵机组 模块式水地源热泵机组	风冷全封闭螺杆冷水机组 风冷全封闭螺杆热泵机组 风冷模块式冷水热泵机组	离心式冷水机组	模块化组合式空气处理机组 柜式空气处理机组 风机盘管	直流变频多联式中央空调机组	风冷分体式空调机组 水冷柜式空调机组 小型整体式风冷冷热水机组	方形横流超低噪音密闭式冷却塔 方形逆流超低噪音冷却塔 方形横流超低噪音音密式冷却塔

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

## 2. 盈利预测及估值

### 2.1 烟台冰轮 (000811)

投资建议: 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-2018 年的营业收入分别为 36.31 亿元、39.72 亿元和 51.03 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 3.26 亿元、3.28 亿元和 3.28 亿元, 每股收益分别为 0.75 元、0.76 元和 0.77 元, 对应 PE 分别为 14.42X、14.35X、14.34X。维持“强烈推荐”评级。

表 2: 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
<b>流动资产合计</b>	1319	2057	2949	3305	4088	<b>营业收入</b>	1691	2869	3631	3972	5103
货币资金	350	583	1054	1170	1386	<b>营业成本</b>	1227	2049	2597	2800	3625
应收账款	392	743	846	958	1247	营业税金及附加	19	30	42	44	56
其他应收款	18	35	44	48	62	营业费用	173	348	441	471	625
预付款项	44	47	83	104	132	管理费用	155	267	350	385	496
存货	488	585	831	937	1136	财务费用	10	30	9	9	9
其他流动资产	10	13	29	38	58	资产减值损失	21.65	49.00	30.87	33.84	37.90
<b>非流动资产合计</b>	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	152.6	126.81
固定资产	297.49	607.11	556.63	481.59	406.55	<b>营业利润</b>	250	374	376	382	381
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
<b>资产总计</b>	2917	4417	4929	5184	5866	<b>利润总额</b>	258	387	391	394	395
<b>流动负债合计</b>	1123	2222	2500	2551	3034	所得税	31	60	60	61	61
短期借款	212	407	212	0	0	<b>净利润</b>	228	328	331	333	335
应付账款	391	573	730	813	1024	少数股东损益	20	20	5	6	7
预收款项	351	378	664	826	1046	归属母公司净利润	208	308	326	328	328
一年内到期的非	0	512	512	512	512	EBITDA	430	723	486	491	491
<b>非流动负债合计</b>	81	113	0	-5	-15	<b>BPS (元)</b>	0.53	0.72	0.75	0.76	0.77
长期借款	0	10	14	18	24	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	1204	2336	2500	2547	3019	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	100	100	106	111	118	营业收入增长	10.66%	69.70%	26.56%	9.39%	28.47%
实收资本 (或股	395	435	435	435	435	营业利润增长	-5.16%	49.15%	0.65%	1.48%	-0.03%
资本公积	57	268	582	582	582	归属于母公司净利润增	6.05%	0.44%	6.05%	0.44%	0.11%
未分配利润	665	1038	1027	1008	991	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1612	1980	2324	2526	2729	毛利率 (%)	27.42%	28.57%	27.81%	32.34%	33.03%
<b>负债和所有者权</b>	2917	4417	4929	5184	5866	净利率 (%)	13.47%	11.43%	9.12%	8.39%	6.56%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	7.13%	6.96%	6.62%	6.32%	5.59%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	12.89%	15.53%	14.04%	12.97%	12.02%
<b>经营活动现金流</b>	171	290	238	348	272	<b>偿债能力</b>					
净利润	228	328	331	333	335	资产负债率 (%)	41%	53%	51%	49%	51%
折旧摊销	169.73	319.51	0.00	100.94	100.94	流动比率	1.17	0.93	1.18	1.30	1.35
财务费用	10	30	9	9	9	速动比率	0.74	0.66	0.85	0.93	0.97
应收账款减少	0	0	-102	-113	-289	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	285	162	220	总资产周转率	0.62	0.78	0.78	0.79	0.92
<b>投资活动现金流</b>	95	271	463	119	89	应收账款周转率	5	5	5	4	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.06	5.96	5.57	5.15	5.56
长期股权投资减	0	0	238	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	165	277	215	153	127	每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.72	0.75	0.76	0.77
<b>筹资活动现金流</b>	-127	-504	-230	-351	-144	每股净现金流 (最新摊	0.35	0.13	1.08	0.27	0.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.09	4.55	5.34	5.80	6.27
长期借款增加	0	0	3	5	6	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	41	0	0	0	P/E	20.38	15.00	14.42	14.35	14.34
资本公积增加	-376	211	314	0	0	P/B	2.64	2.37	2.02	1.86	1.72
<b>现金净增加额</b>	139	56	471	115	217	EV/EBITDA	9.60	6.99	9.03	8.27	7.84

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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。