



2016年09月27日

## 买入(首次评级)

当前价: 13.54 元  
目标价: 16.8 元

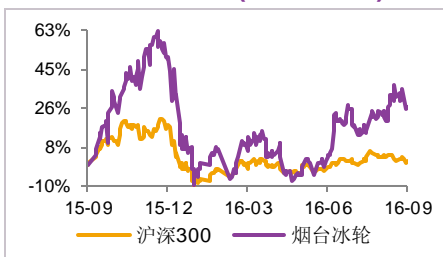
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
电话: 010-64408937  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 010-64408166  
邮箱: chenmengjie@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	2869.0	3385.4	4062.5	4712.5
(+/-)	69.70	18.00	20.00	16.00
净利润	307.56	244.09	304.35	358.52
(+/-)	47.96	-20.64	24.69	17.80
EPS(元)	0.706	0.561	0.699	0.823
P/E	19.17	24.15	19.37	16.44

资料来源: 联讯证券研究院

### 相关研究

## 烟台冰轮(000811.SZ)

# 冷链设备龙头，轨交、环保驱动力强劲

### 投资要点

烟台冰轮是冷链设备的龙头企业，作为地方国企，且受益国企改革，外延优质资源并购整合预期强。公司内生增长稳定，经营管理改善，各版块产业协同效应有利于公司发展，打造“超低温+低温+中温+高温”气温控制产业链布局。预计公司 2016-2018 年营业收入为 33.85 亿、40.63 亿、47.13 亿，归母净利润为 2.44 亿、3.04 亿、3.59 亿，EPS 为 0.56 元、0.70 元、0.82 元，对应的 PE 为 24X、19X、16X。公司估值水平为可比公司中最低，远低于行业同地位的大冷股份，我们认为烟台冰轮被低估，给予 30X 的估值，目标价 16.8 元。小市值、地方性国企，给予“买入”评级。

#### ◇ 低温板块：公司作为冷链设备龙头企业，率先受益行业景气度回升

冷链物流受益需求刺激和政策支持“双驱动”，冷链设备作为冷链物流的核心环节，行业景气度回升。公司冷链设备是行业内经营规模最大的公司之一，其中大型冷库的市场占有率为 40%，且公司是国内唯一拥有螺杆制冷压缩机自主知识产权的企业，客户和技术优势共同驱动公司订单持续增长。

#### ◇ 中温板块：受益轨交、核电“十三五”规划，中央空调业绩有望爆发

“十三五”期间，我国将新建改建高速公路通车里程约 3 万公里，新增城市轨道交通运营里程约 3000 公里，子公司顿汉布什中央空调作为轨交站内中央空调的市场龙头，市场占有率高达 70%，新增里程将大幅刺激相关配套设施需求，公司订单爆发势不可挡。

#### ◇ 高温板块：华源泰盟余热回收技术领先，打开节能环保蓝海市场

公司先后收购华源泰盟 60%、青达环保 19.6% 股权，进军节能环保蓝海市场。华源泰盟余热回收项目与清华大学合作，大温差供热市场占有率 90%，2015 年净利润 4137 万元，青达环保主导产品为烟气深度余热利用节能除尘系统和锅炉除渣系统，承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 3500 万元、4000 万元和 4500 万元。公司并购标的之间产生协同效应，助推公司“气温控制领域国际一流系统解决方案服务商”战略目标的实现。

#### ◇ 超低温板块：超低温项目通过验收，受益核电，未来发展潜力大

公司“液氦到超流氦温区大型低温制冷系统研制”超低温用氦气螺杆压缩机组样机项目通过验收，此超低温制冷系统可以构建接近自然界绝对零度（-273.15℃）的低温环境。氦气压缩机被誉为压缩机行业“皇冠上的明珠”，是大型超低温制冷设备中的核心装置，可应用于核电、航天航空等领域。伴随着“一带一路”中国核电走出去，公司将受益核电装备需求的快速增长。

#### ◇ 风险提示 轨交核电发展不及预期，节能环保市场拓展不及预期。



## 投资案件

### 关键点假设

- (1) 工业制冷需求平稳;
- (2) 冷链物流发展符合市场预期;
- (3) 轨交建设按计划施行;
- (4) 不出售万华化学的股票。

### 投资评级与估值

预计公司 2016-2018 年营业收入为 27.17 亿、31.07 亿、36.41 亿，净利润为 2.46 亿、2.71 亿、3.52 亿，EPS 为 0.57 元、0.62 元、0.81 元，对应的 PE 为 24X、22X、17X。公司估值水平为可比公司中最低，远低于行业同等地位的大冷股份，我们认为烟台冰轮被低估，给予 30X 的估值，目标价 17.1 元。小市值、地方性国企，给予“买入”评级。

### 有别于大众的认识

**市场担心公司是地方性国企，进取心不强。**我们认为公司经营管理水平明显改善，作为地方性国企，背靠国资委资本实力雄厚，有助于优质资产的注入。另外从机构调研情况可以看出，今年以来明显接待机构调研数量更多，态度更积极。

**市场担心中央空调业务增长情况不乐观。**我们认为公司在中央空调领域技术先进，在轨交空调领域占据绝对领先优势，更兼涉核电中央空调等领域，轨交、核电的高速发展，公司将率先受益，业绩增长情况可期。

**市场担心冷链物流发展不及预期。**我们认为不论从居民对冷链物流的迫切需求上来说，还是从国家政策频出，支持力度空前的角度上来说，冷链物流的发展将迎来一波高峰，持续刺激下游冷链设备的需求。

### 股价表现的催化剂

- (1) 国企改革获得重大突破;
- (2) 冷链物流、轨道交通发展超预期;
- (3) 节能环保业务得到广泛认可，产业链布局进一步完善。

### 核心假设风险

冷链物流发展放缓、轨交核电发展不及预期，节能环保市场拓展不及预期。



## 目 录

一、冷链设备龙头产业布局完善，各板块发挥协同作用 .....	5
二、冷链、轨交景气度回升，需求&政策双驱动下，行业龙头率先受益 .....	8
（一）冷链物流：行业景气度回升，“需求刺激+政策支持”或迎黄金发展期.....	8
（二）轨交、高铁“十三五”规划刺激市场需求，顿汉布什中央空调业绩支撑力强 .....	14
三、坚定看好公司节能环保市场前景，华源泰盟+青达环保协同双驱动 .....	16
（一）节能环保被列为国家重点专项领域，鼓励支持大力发展.....	17
（二）高温环保制热三大板块齐头并进.....	18
（三）节能环保效益显著，大温差领域市场独占性支撑业绩增长 .....	21
四、盈利与预测.....	22

## 图表目录

图表 1：烟台冰轮股权结构 .....	5
图表 2：烟台冰轮全气温产业链布局 .....	6
图表 3：烟台冰轮主营收入变化趋势 .....	7
图表 4：烟台冰轮归母净利润变化趋势.....	7
图表 5：烟台冰轮主营产品及毛利率 .....	7
图表 6：烟台冰轮费用率及营业利率变化趋势 .....	7
图表 7：烟台冰轮 2015 年收入结构.....	7
图表 8：烟台冰轮投资回报率分析.....	7
图表 9：我国与国外冷链流通率、人均冷库面积对比.....	8
图表 10：我国易腐食品冷链运销情况 .....	8
图表 11：我国与国外冷藏车保有量对比.....	9
图表 12：我国与国外易腐物品运输成本对比.....	9
图表 13：近年来国家支持冷链物流发展政策汇总（部分） .....	10
图表 14：2016 生鲜电商融资盘点（部分） .....	11
图表 15：烟台冰轮低温冷链设备主要客户 .....	11
图表 16：食品速冻设备特点对比 .....	12
图表 17：NH <sub>3</sub> /CO <sub>2</sub> 复叠系统流程 .....	13
图表 18：房地产新开工、竣工、施工面积 .....	14
图表 19：房地产销售与资金来源 .....	14
图表 20：轨交“十二五”期间建成投运里程.....	15
图表 21：轨交“十二五”期间完成投资金额.....	15
图表 22：发改委批复轨交项目.....	15
图表 23：集中供热面积变化趋势 .....	17
图表 24：与余热回收利用相关的各项政策内容 .....	17



图表 25: 吸收式换热的热电联产集中供热技术 .....	18
图表 26: 烟气余热深度回收机组设备 .....	19
图表 27: 烟气余热深度回收系统流程 .....	19
图表 28: 各项技术优势一览 .....	19
图表 29: 天然气能量梯级利用 .....	21
图表 30: 改造环保效益分析 .....	21
图表 31: 工程业绩 .....	21
图表 32: 烟台冰轮可比公司估值参考 .....	22
附录: 公司财务预测表 .....	23



## 一、冷链设备龙头产业布局完善，各板块发挥协同作用

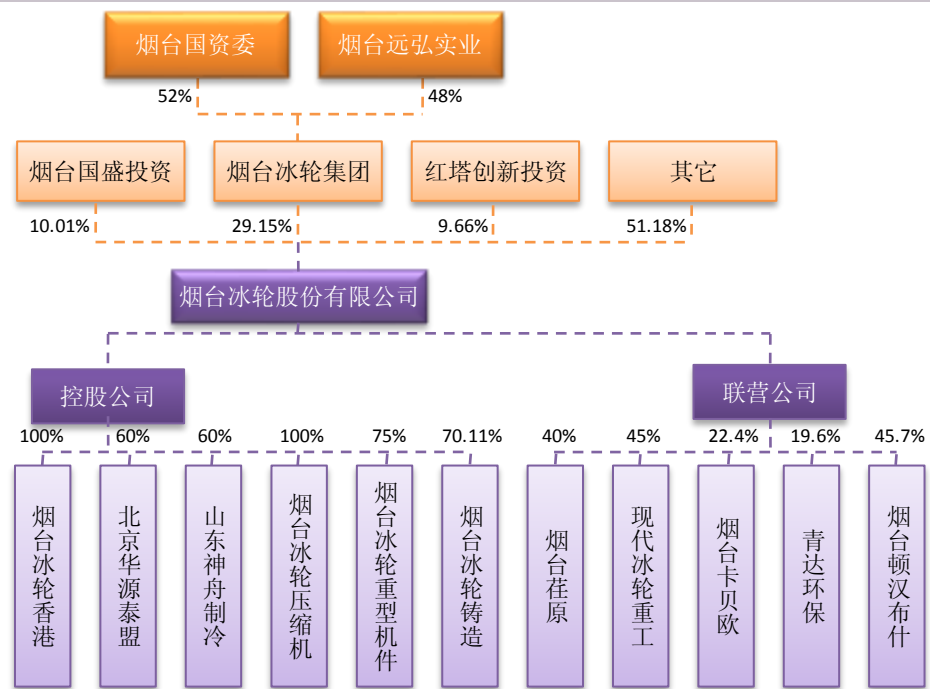
烟台冰轮股份有限公司创建于 1956 年，前身为烟台机械修配厂，最早仿造苏氨制冷压缩机，吸收国外先进技术后，自行研发生产，经过数十年的发展，公司成为国内主要的制冷设备制造基地。1998 年 5 月 28 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市。

烟台冰轮以工业冷冻、商业冷冻、中央空调研发、制造及制冷空调应用系统集成、工程成套服务业为主业，是中国制冷空调业的领军企业。公司冷链设备是行业内规模最大、是国内唯一拥有螺杆制冷压缩机自主知识产权的企业。

公司技术先进，其中 NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 复叠制冷系统产业化项目被联合国列为替代 R22 全球示范项目；“螺杆压缩机设计理论、关键技术及系列产品开发”获国家科学技术进步二等奖；“NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 螺杆复叠制冷系统关键技术研究与应用”获中国制冷学会唯一的科技进步奖特等奖。

公司的实际控制人是烟台国资委，其通过持有冰轮集团 52% 的股份间接持有公司股份。公司是地方国企，背靠烟台国资委，有充分的资本优势。名下控股子公司有冰轮香港、华源泰盟、神舟制冷、冰轮节能、冰轮压缩机、冰轮重机、冰轮铸造等多家企业。

图表 1：烟台冰轮股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券

公司近两年动作不断，冷链设备龙头产业升级如火如荼，“内生+外延”完善产业链布局。积极布局节能环保产业和进一步完善冷链产业链，充分发挥资源并购整合优势，各并购标的之间协同作用显著。

**2014 年 10 月，收购北京华源泰盟，进军高温余热回收领域。**北京华源泰盟以清华大学强大的科研实力为支撑，提出一系列集中供热节能减排和天然气高效利用关键技术及解决方案，获得国家发明专利 20 余项，目前公司产品在大温差供热领域市场占有率高达 90%。公司进军节能环保领域，发展潜力巨大，华源泰盟有望成为公司业绩爆发点。

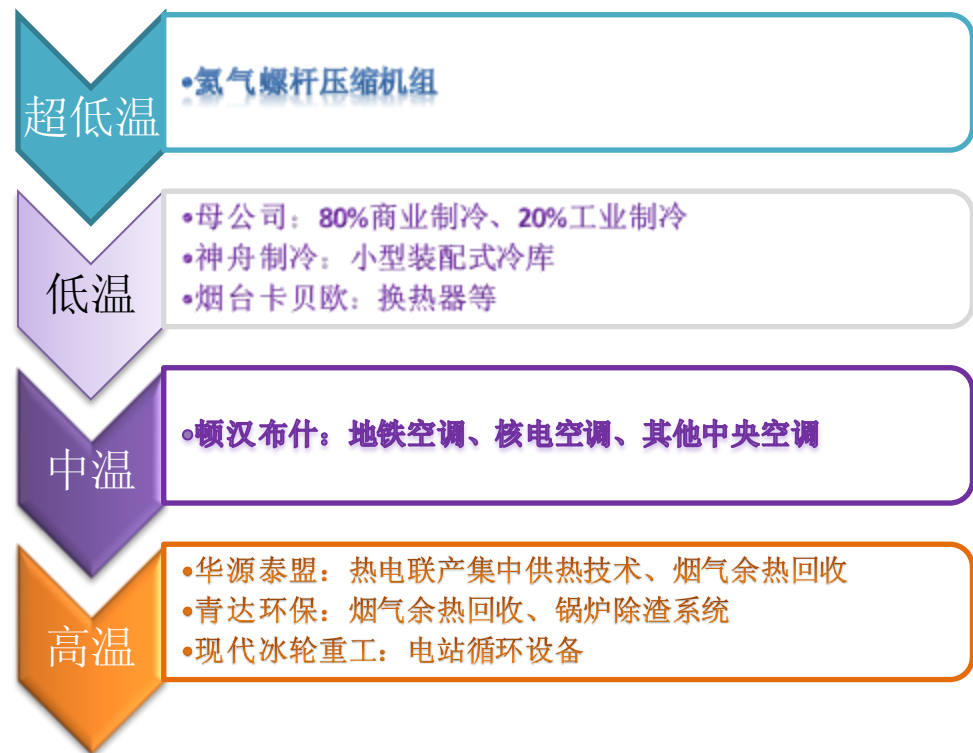


**2014年10月，收购山东神州制冷设备，弥补氟制冷短板，完善冷链产业。**通过本次收购涉足并联机组行业，有效弥补了原有业务受氨制冷系统的制约限制，一跃成为氨系统和氟系统两大解决方案供应商，同时将市场拓展至小型装配式冷库市场，进一步巩固公司在冷链设备领域的龙头地位。

**2015年7月，收购冰轮香港100%股权及办公楼资产，增强中央空调市场竞争力。**冰轮香港持有顿汉布什控股98.5%的股权以及重型机件25%的股权。顿汉布什是欧美系五大中央空调品牌之一，顿汉布什中央空调作为轨交站内中央空调的市场龙头，市场占有率高达70%，依托品牌在国内轨交中央空调市场的龙头地位，有望增强公司在整个中央空调市场的核心竞争力。

**2016年6月，参股青达环保，完善节能环保领域业务，与华源泰盟产生协同效应。**青达环保成立于2006年，与西安交通大学在锅炉辅助设备技术领域具有良好的合作交流关系，主导产品为烟气深度余热利用节能除尘系统和锅炉除渣系统等。青达环保承诺2016-2018年实现净利润分别不低于3500万元、4000万元及4500万元。

图表 2：烟台冰轮全气温产业链布局



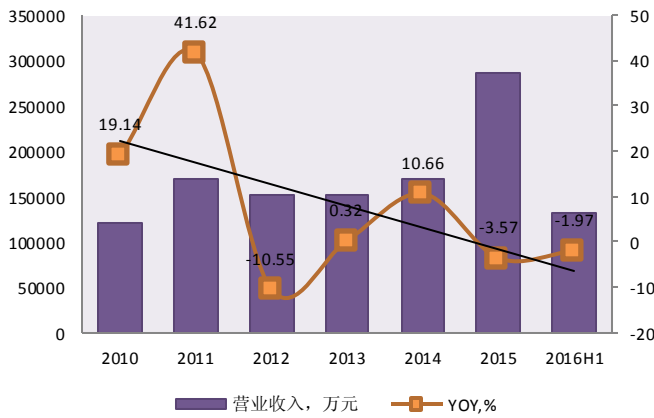
资料来源：联讯证券

至此，烟台冰轮“气温控制领域国际一流系统解决方案服务商”的战略目标初步实现。打造了“超低温+低温+中温+高温”的全气温控制产业链布局，板块之间产生协同效应。

通过几年的布局，公司盈利能力增强，营收、归母净利润和毛利率均稳步增长，费用稳定。另外公司8月26日公告称将通过公开市场出让烟台荏原40%的股权，烟台荏原主营溴化锂中央空调，出于产品的局限性，烟台荏原对公司的业绩贡献较小，此举有利于盘活公司资产，进一步聚焦突出主业，公司经营战略明确。

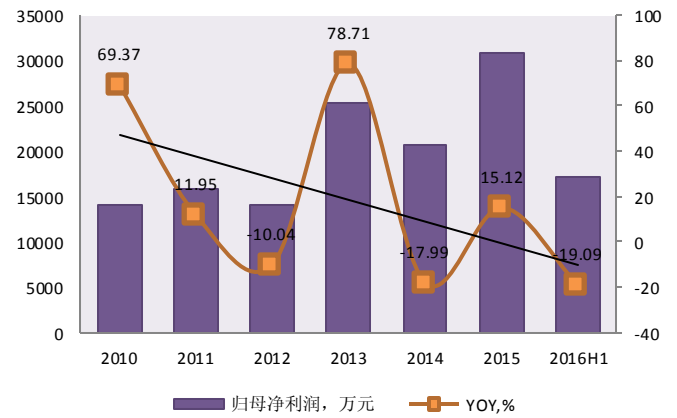


图表 3: 烟台冰轮主营收入变化趋势



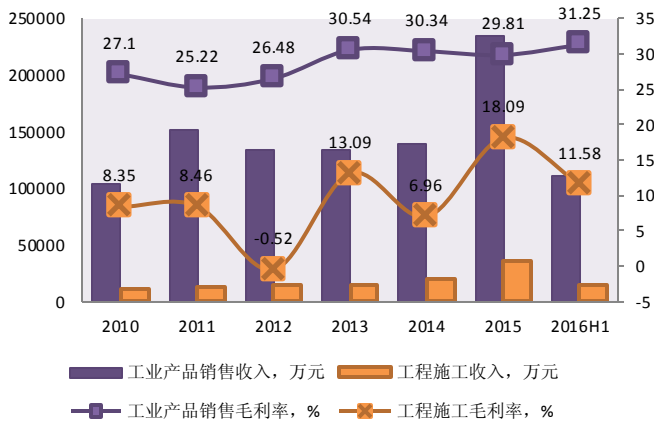
资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表 4: 烟台冰轮归母净利润变化趋势



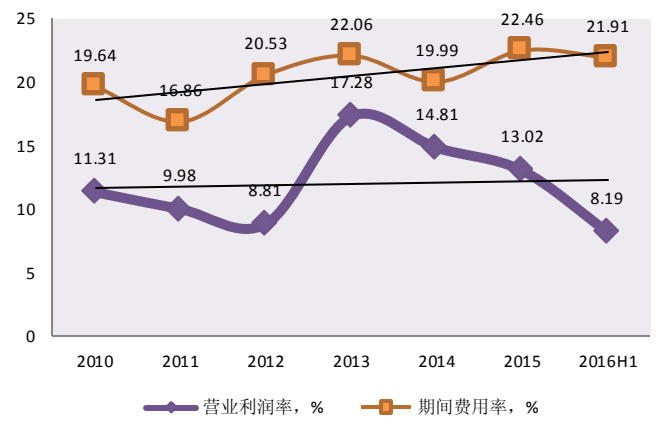
资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表 5: 烟台冰轮主营产品及毛利率



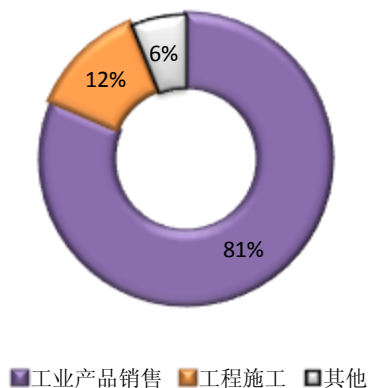
资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表 6: 烟台冰轮费用率及营业利率变化趋势



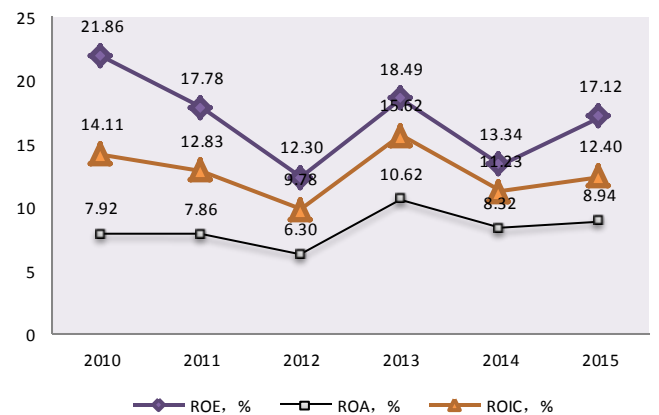
资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表 7: 烟台冰轮 2015 年收入结构



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表 8: 烟台冰轮投资回报率分析



资料来源: 公司公告, 联讯证券

2016 年上半年公司营业收入 13.3 亿元, 营业成本 9.4 亿元, 同比减少 4.27%, 扣非净利润 8545 万元, 同比增长 1921.37%, 主营业务好转显著, 有效、坚定地贯彻公司“降本增效, 优化结构”的战略主题。



## 二、冷链、轨交景气度回升，需求&政策双驱动下，行业龙头率先受益

### （一）冷链物流：行业景气度回升，“需求刺激+政策支持”或迎黄金发展期

未来我国冷链行业发展潜力巨大，设备市场需求巨大。冷链设备下游客户商业模式发生变化。冷链分为加工、仓储、运输、销售等四个主要环节。目前，仓储环节向上游农产品产地延伸，运输环节向下游配送延伸，使得冷库仓储、冷链运输业务投资回报率提升，拉动了冷链设备需求。冷链设备下游客户结构发生积极变化，如食品、农产品、零售等行业都在积极参与冷链投资，越来越多的电商纷纷加入冷链行业，拉动了冷链设备需求。**我们认为，生鲜电商将成为冷链产业发展的最大驱动因素。**

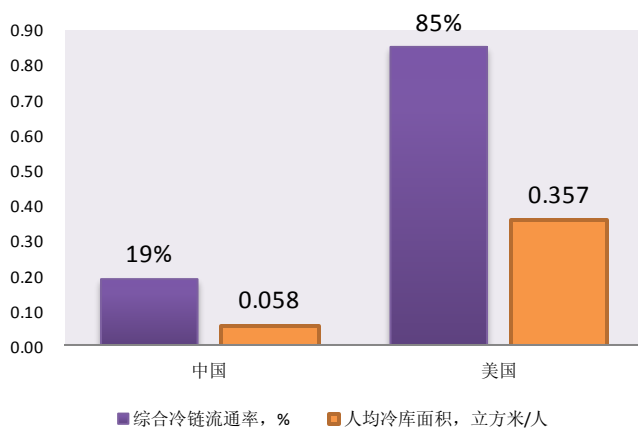
#### 1、我国冷链物流水平偏低，行业保持快速增长

冷链物流泛指冷藏冷冻类物品在生产、储存、运输、再加工以及销售的全过程中始终处于规定的低温环境下（0℃~4℃），以保证物品质量和性能的系统工程。它是以保持低温环境为核心要求的供应链系统，是随着科技进步以及制冷技术的快速发展而发展起来的，是以冷冻工艺学为基础、以制冷技术为手段的低温物流过程。

由于我国冷链物流的兴起时间不长，也导致其在很多方面得不到完善，而基础设施不完备也是众多问题中的一个，基础设施达不到食品保鲜和冷藏的高要求，使得很多食品无法再运输过程中保持完好。冷链设备主要基础设施包括冷库和冷藏车。

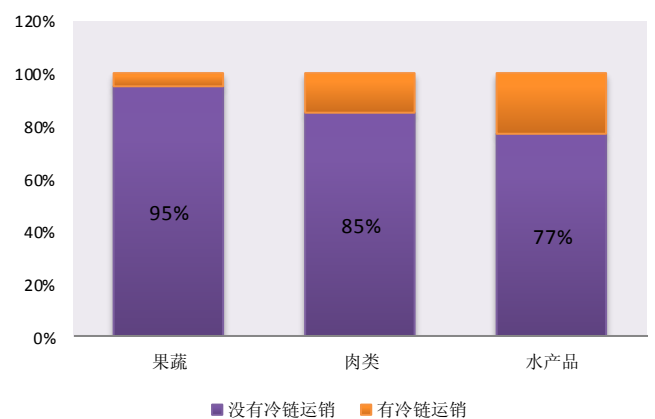
目前，我国各类易腐类食品年消费量约 2.4 亿吨，而我国现有冷藏容量仅占货物需求的 20%~30%，冷链硬件设施十分缺乏，造成了易腐类食品的极大浪费，仅水果、蔬菜等农产品在采摘、运输、储存等物流环节上的损失率就高达 25%~30%，经济损失约达 750 亿元，腐烂损耗的果蔬可满足近 2 亿人口的基本营养需求。**我国综合冷链流通率仅为 19%（其中果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别为 5%、15%、23%），而美国的冷链流通率已达到 85%以上；我国人均冷库面积是 0.058 立方米/人，而美国的这一数字为 0.357 立方米/人。**

图表 9：我国与国外冷链流通率、人均冷库面积对比



资料来源：知网，联讯证券

图表 10：我国易腐食品冷链运销情况



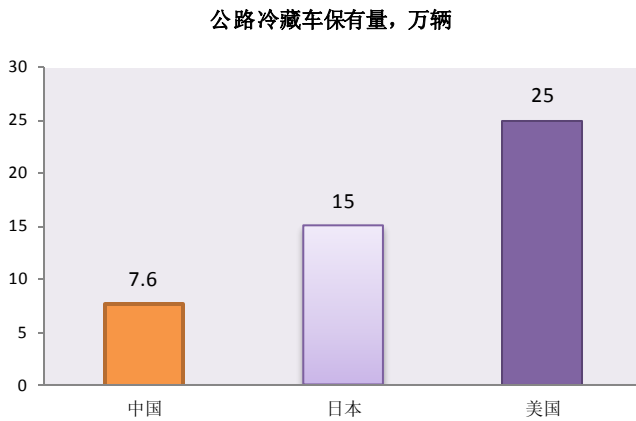
资料来源：知网，联讯证券

我国冷库车数量较少，根据中国物流与采购网数据显示，我国公路冷藏车保有量为 7.6 万辆，日本是 15 万辆，美国是 25 万辆。由于我国道路建设、现代化冷藏储运基础设施落后，运输过程中损耗高，整个物流费用占到易腐物品成本的 70%，而按照国际标准，易腐物品物流成本最高不应超过其总成本的 50%。



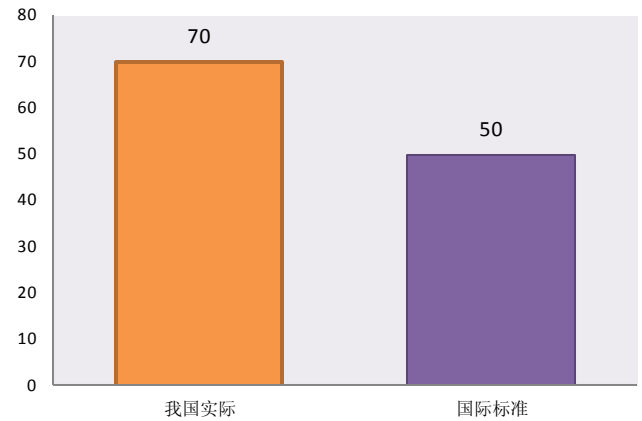


图表 11：我国与国外冷藏车保有量对比



资料来源：中国物流与采购网，联讯证券

图表 12：我国与国外易腐物品运输成本对比



资料来源：知网，联讯证券

2015 年 ITA 对亚洲多个国家冷链发展进行测评，我国综合得分是 4.5 分，低于日本的 5.3 分和新加坡的 5.6 分，在包括政策法规、劳动力、基础设施建设和需求在内的四个因素中，基础设施是相对得分最低的。

## 2、政策、资本齐发力，推动物流冷链产业快速发展

无论是国务院、发改委、商务部，或是地方等各级政府部门，都出台了冷链相关政策规划，从这一点上释放出明显的信号：国家自上而下重视冷链发展，公平的冷链物流竞争环境会越来越好。**政策频出使冷链物流成为国家战略发展重点，驱动行业快速发展。**

2016 年 9 月 20 日，发改委印发《关于推动积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力重点任务落实的分工方案》的通知。提出完善农产品冷链物流设施，**健全覆盖农产品采收、产地处理、贮藏、加工、运输、销售等环节的冷链物流体系。**

2016 年 6 月 22 日，国务院办公厅转发发改委营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案的通知。提出**规划建设危险品、冷链等专业化物流设施设备**，建立和完善危险品物流全过程监管体系和应急救援系统，完善冷链运输服务规范，实现全程不断链。

2016 年 5 月 31 日，国务院办公厅关于印发 2016 年食品安全重点工作安排的通知。提出（质检总局负责）健全食用农产品和食品冷链物流建设和运行标准，**提高冷链物流水平。**（国家发展改革委、农业部、商务部、质检总局、食品药品监管总局负责）。

2016 年 5 月 27 日，国家发展改革委关于做好现代物流创新发展城市试点工作的通知。提出试点城市要紧扣物流实际运行，围绕自身在发展中形成的特色和优势物流领域，**加大配套设施建设以及管理政策设计**，引导和促进专业物流领域获得创新突破发展，形成可复制和推广的实际运行创新成果，提高城市综合竞争力。

2016 年 5 月 18 日，国务院办公厅关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见。提出**加大对物流基地建设、冷链系统建设**等的政策性扶持力度，加大流通基础设施投入，支持建设农产品流通全程冷链系统，重点加强全国重点农业产区冷库建设。加大流通基础设施信息化改造力度，充分利用物联网等新技术，推动智慧物流配送体系建设，提高冷链设施的利用率。

2016 年 3 月 3 日，发改委印发关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见。提出通过加强物流短板建设，**完善农产品冷链物流体系。**支持集预冷、加工、冷藏、配送、追溯等功能于一体的农产品产地集配中心建设，鼓励企业构建覆盖主产区



的产地集配体系和重要农产品追溯体系，提升产地预冷处理能力。鼓励建设节能环保型冷库或对老旧冷库进行技术改造，提高冷库安全、环保、节能水平。支持农产品流通企业建设具有储存、分拣、加工、包装、配送、追溯等功能的低温加工配送中心，开展农产品冷链流通标准化示范，提升农产品冷链物流水平。

图表 13：近年来国家支持冷链物流发展政策汇总（部分）

时间	部门	文件
2016-09-20	发改委	国家发展改革委印发《关于推动积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力重点任务落实的分工方案》的通知
2016-09-01	农业部	农业部关于印发《“十三五”全国农业农村信息化发展规划》的通知
2016-06-22	国务院	国务院办公厅关于转发国家发展改革委营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案的通知
2016-05-31	国务院	国务院办公厅关于印发 2016 年食品安全重点工作安排的通知
2016-05-27	发改委	国家发展改革委关于做好现代物流创新发展城市试点工作的通知
2016-05-18	中经网	国务院办公厅关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见
2016-03-03	发改委	关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见
2015-11-23	国务院	国务院关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见
2015-11-12	商务部	商务部公告 2015 年第 58 号商务部批准《快餐企业经营规范》等 23 项国内贸易行业标准的公告
2015-11-09	国务院	国务院办公厅关于促进农村电子商务加快发展的指导意见
2015-10-26	国务院	国务院关于促进快递业发展的若干意见
2015-09-25	发改委	关于开展现代物流创新发展城市试点工作的通知
2015-09-24	农业部	农业部发展改革委财政部银监会关于扎实推进国家现代农业示范区改革与建设率先实现农业现代化的指导意见
2015-08-28	国务院	国务院关于推进国内贸易流通现代化建设法治化营商环境的意见
2015-08-14	发改委	关于加快实施现代物流重大工程的通知
2015-07-06	国务院	国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见
2015-07-01	食药监局	国家食品药品监督管理总局令第 13 号——药品经营质量管理规范
2015-05-07	国务院	国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见
2015-03-12	交通部	交通运输部农业部供销合作总社国家邮政局关于协同推进农村物流健康发展加快服务农业现代化的若干意见
2015-01-22	国务院	国务院关于建立健全粮食安全省长责任制的若干意见
2015-01-09	发改委	关于进一步促进冷链运输物流企业健康发展的指导意见
2014-11-25	发改委	关于我国物流业信用体系建设的指导意见
2014-11-16	国务院	国务院办公厅关于促进内贸流通健康发展的若干意见
2014-10-31	交通部	交通运输部关于印发贯彻落实《国务院关于促进海运业健康发展的若干意见》的实施方案的通知
2014-04-01	国务院	中共中央国务院印发《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》

资料来源：Wind，联讯证券

不仅国家政策大力支持冷流物流的发展，从生鲜电商获得的投资数字也可以窥见冷链物流平台的搭建需求。2016 年上半年，易果生鲜宣布完成近 2 亿美元 C 轮融资；随后，天天果园宣布获得 1 亿美元 D 轮融资，每日优鲜也宣布获 2 亿元人民币 B 轮融资。



电商生鲜被称为最后的蓝海市场，随着其市场的成熟，将进一步带动和刺激上游冷链设备的需求。

图表 14：2016 生鲜电商融资盘点（部分）

品牌	成立时间	轮次	融资额度	模式
天天果园	2009	D 轮	超过 1 亿美元	B2C
本来生活	2012	C 轮/C+轮	1.17 亿美元	B2C+P2B+O2O
易果生鲜	2005	C 轮	未披露	B2C
每日优鲜	2014	B+轮	2.3 亿人民币	B2C
两鲜网	2013	A 轮	2000 万美元	B2C
盒马生鲜	2015	A 轮	1.5 亿美元	O2O
U 掌柜	2015	B 轮	300 万美元	O2O
美菜网	2014	D 轮	2 亿美元	B2B
食行生鲜	2012	C 轮	2.49 亿人民币	O2O
优食管家	2014	B 轮	数千万美元	C2B+O2O
宋小菜	2015	A 轮/ A+轮	1.04 亿人民币/8515 万人民币	B2B

资料来源：知网，联讯证券

### 3、公司作为冷链龙头，率先受益行业发展，业绩确定性高

公司的冷链设备主要由母公司、烟台冰轮制冷空调节能服务有限公司、鲁商冰轮建筑设计有限公司和山东神舟制冷设备有限公司四个企业承担。在低温冷冻产业，烟台冰轮是中国制冷空调行业排头兵企业。核心产品有螺杆及活塞式制冷压缩机组、食品单体速冻装置、船用制冷装备、制冷辅助设备制冷产品。

公司制冷产品和系统集成技术服务于肉类、海产品、调理食品、乳品、饮料、啤酒等食品加工、低温物流、工业制冰、人工冰（雪）场以及人工智能环境、水电及核电、煤矿冻井及隧道探凿等行业，多年来在国内外市场一直保持优势地位。作为老牌冷链设备龙头，公司建立了良好的客户群基础。

图表 15：烟台冰轮低温冷链设备主要客户

主要客户				
				
思念食品	蒙牛集团	光明乳业	内蒙古小黑头羊牧业	青岛啤酒
				
双汇集团	中国水产	通威水产	中国农业发展集团总公司	圣农集团



主要客户



资料来源：公司官网，联讯证券



作为老牌冷链设备厂家，烟台冰轮的市场占有率高，其中大中型冷库市场占有率为**40%**，与大冷股份、四方冷链等少数厂商形成寡头竞争关系。烟台冰轮的大中型冷库市场占有率超过**40%**、制冷压缩机市场占有率约为**25%**、速冻设备市占率约为**20%**。

大冷股份主要领域在冷冻冷藏设备和工业制冷方面，在冷冻冷藏设备方面与烟台冰轮形成竞争，2015年大冷股份营收为**16亿**，同比增长**12.75%**，归母净利润**1.3亿**，同比增长**12.57%**，与烟台冰轮体量相当。

四方冷链主营产品为速冻设备和罐式集装箱，在速冻设备方面与烟台冰轮形成竞争，其整体规模稍逊于烟台冰轮和大冷股份，2015年营收为**7.4亿**，归母净利润**1.26亿**。

公司速冻设备市场占有率约为**20%**，细分为隧道式速冻装置、螺旋式速冻装置、流态化速冻装置和平板速冻机。**中高端速冻设备作为非标产品，技术含量高，资金需求量大，行业进入壁垒较高。**

图表 16：食品速冻设备特点对比

类型	产品特点	烟台冰轮产品
隧道式速冻装置	<p>高效隧道式速冻装置具有“双向热波动”效果的配风系统，使得高速均匀的冷气流“脉动式”地喷射到食品的上下表面，食品表面处于垂直风和涡旋风的交替作用下，形成冷气流与食品表面、食品表面与食品心部快速、连续的传热，有效地加速了食品的冻结速度，大大提升食品的冻结品质。</p> <p>隧道式速冻装置可高效、经济的快速冻结单体或盘装的多种形状、多种类型的产品，可实现产品的连续进出货，适合流水线加工。隧道（板带）式速冻装置主要用于肉类、水产品以及部分果蔬的快速冻结；隧道（网带）式速冻装置主要用于调理食品如水饺、包子、汤圆，也可用于单体或盘装肉类、水产品的快速冻结。</p>	
螺旋式速冻装置	<p>螺旋式速冻装置能够提供优质产品冻结所需的均匀、高效的封闭循环气流。独特设计的配风方式，形成独立的冷冻区域，高效气流通过网带使食品冻结速度更快、产量更大、干耗更低，用水量和耗电量较低，经济效益高。</p> <p>螺旋式速冻装置系列产品，广泛应用于多种食品的快速冻结，包括油炸食品、水产品、肉类、调理食品、蔬菜等，尤其适用于冻结时间要求较长的油炸食品、肉类食品等大块物料。由于传送带运动方式是沿圆周方向作螺旋式多层旋转运动，设备可以在较小的空间内设置比较长的网带，因此，在不降低运行速度的前提下，可保证冻品有足够的冻结时间。</p>	

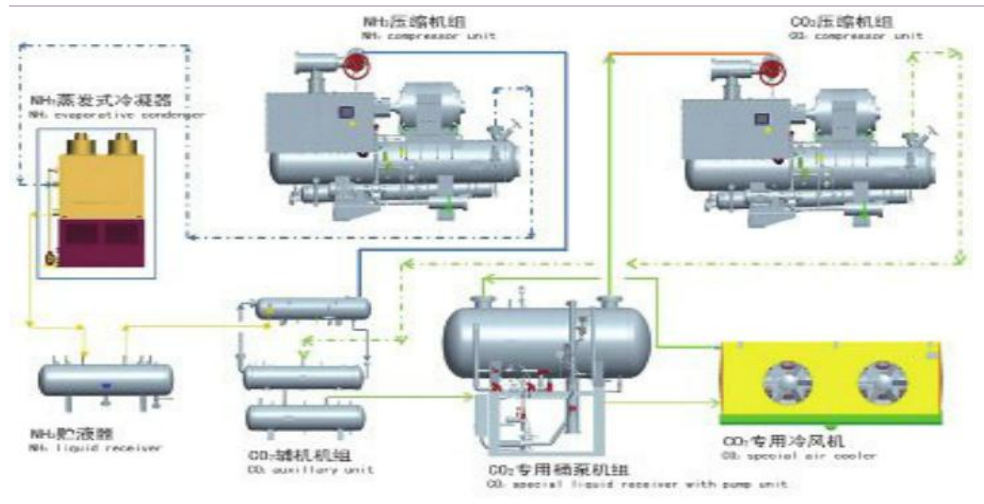


类型	产品特点	烟台冰轮产品
流态化速冻装置	<p>流态化快速冻结，就是使置于筛网上的颗粒状、片状或块状食品，在强烈冷气流自下而上的作用下，使食品颗粒呈现“流态化”运动，并在运动中被快速冻结的过程。由于这种强烈的冷气流与食品颗粒相互充分的作用，食品层内的传质与传热十分迅速，从而实现食品单体快速冻结的目的。</p> <p>全封闭式的保温结构，最大程度的减少了冷量损失，节能效果显著。</p>	
平板速冻机	<p>平板速冻机具有传热效率高、冻结速度快、冻结时间短、冻品品质高；设备内不需配置风机，比空气强制循环冻结节约能量；保证食品高品质的同时，将食品干耗降低到最低限度；设备体积小，占地面积少等特点。</p>	

资料来源：公司官网，联讯证券

公司是国内唯一拥有螺杆制冷压缩机自主知识产权的企业，“NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 复叠制冷系统”技术领先，获得中国制冷学会唯一的科技进步奖特等奖。基于涉案事故的影响，氨制冷系统在地方政府受到限制。烟台冰轮和西安交通大学合作在国内率先进行自然工质CO<sub>2</sub>的应用开发，研制出国内首套 NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 复叠制冷系统，NH<sub>3</sub> 充注量极少，只在高温部分充注。2009 年承接了国内首套 NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 大型商冷系统，之后又承接威海久业、大连獐子岛等重点项目，实测数据表明在-45℃工况下，NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 制冷系统和 NH<sub>3</sub> 双级压缩系统相比节点 11%，节能效果明显。烟台冰轮已累计承接 80 多个项目，订单总额超 8 亿，建成运行 50 个项目，目前销售增速约为 20%，未来将稳步放量。

图表 17：NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 复叠系统流程



资料来源：公司官网，联讯证券

超低温项目通过验收，受益核电，未来发展潜力大。公司“液氨到超流氨温区大型低温制冷系统研制”超低温用氨气螺杆压缩机机组样机项目通过验收，此超低温制冷系统可以构建接近自然界绝对零度（-273.15℃）的低温环境。氨气压缩机被誉为压缩机行业“皇冠上的明珠”，是大型超低温制冷设备中的核心装置，可应用于核电、航天航空等领域。伴随着“一带一路”中国核电走出去，公司将受益核电装备需求的快速增长。



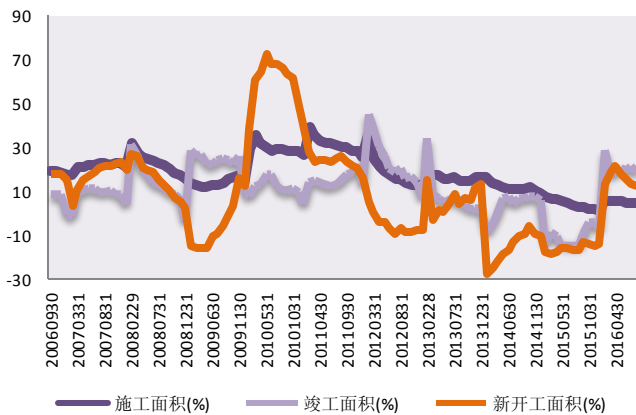
## （二）轨交、高铁“十三五”规划刺激市场需求，顿汉布什中央空调业绩支撑力强

冰轮香港持有顿汉布什控股 98.5%的股权以及重型机件 25%的股权，收购冰轮香港后，增强中央空调市场竞争力。顿汉布什是欧美系五大中央空调品牌之一，顿汉布什是国内轨交站内中央空调的市场龙头，冰轮香港承诺 2015-2018 年净利润分别为 6458.27 万元、8291.09 万元、10096.29 万元，2015 年实际净利润为 6964.94 万元，超额完成任务。顿汉布什中央空调在轨交站内市场占有率高达 70%，依托品牌在国内轨交中央空调市场的龙头地位和轨交未来发展规划，有望大幅增厚公司业绩。

### 1、房地产回暖，商用空调紧跟向好

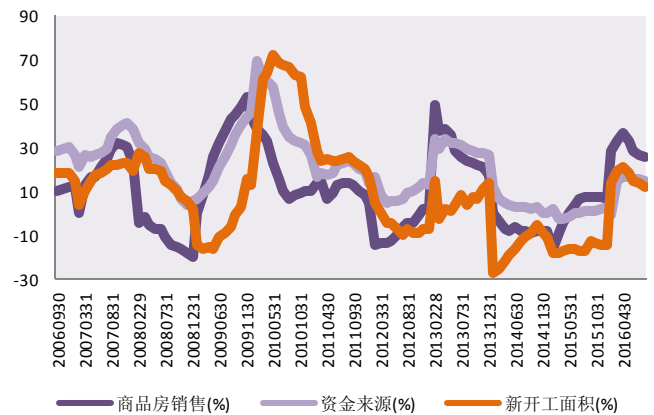
商业地产是商用中央空调的重要下游市场，商业地产的景气程度与中央空调商用空调的需求有明显的正相关关系。

图表 18：房地产新开工、竣工、施工面积



资料来源：公司官网，联讯证券

图表 19：房地产销售与资金来源



资料来源：公司官网，联讯证券

房地产行业无论从新开工面积还是从商品房的销售来看，都有明显的增长，随着房地产显著回暖，将对商用空调的发展有积极的带动作用。

### 2、受益轨交、核电快速发展，中央空调业绩有望爆发

2015 年全国城轨交通完成投资 3683 亿元，同比增长 27%；在建线路总长 4448 公里，可研批复投资累计 26337 亿元。新建、规划线路规模大、投资增长迅速，建设速度持续加快。

“十二五”期间，共建成投运路线 2019 公里，其中 2011 年 288 公里，2012 年 399 公里，2013 年 460 公里，2014 年 427 公里，2015 年 445 公里，平均每年增加 404 公里，通车线路长度呈现迅速增长趋势。预计“十三五”期间，我国城轨交通仍将持续良好发展势头，建成投运路线超过 3000 公里，只“十三五”期末，全国运营路线长度将达到 6000 公里以上。

“十二五”期间，我国城轨交通完成投资 12289 亿元，其中 2011 年 1628 亿元，2012 年 1914 亿元，2013 年 2165 亿元，2014 年 2899 亿元，2015 年 3683 亿元，平均每年完成投资 2458 亿元，每年增长 514 亿元。预计“十三五”期间，我国城轨交通投资规模将达到 1.7~2 万亿元。

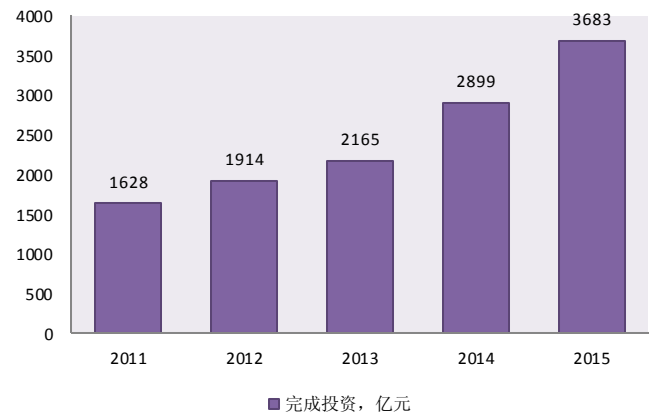


图表 20: 轨交“十二五”期间建成投运里程



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 联讯证券

图表 21: 轨交“十二五”期间完成投资金额



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 联讯证券

## 2、政策发力, 发改委为轨交快速增长亮灯

从 2015 年开始发改开密集批复轨交、核电项目。根据从发改委统计的数据, 去年至今发改委一共审批通过新建项目 17 个, 确定新增里程 1491.3 公里, 按照 0.62 公里/站的密度覆盖, 新增站台数 2400 余个, 顿汉布什轨交中央空调市场占有率为 70%, 助推绩爆发。

图表 22: 发改委批复轨交项目

时间	部门	文件名	新增里程
2016-09-06	发改委	国家发展改革委关于印发包头市城市轨道交通第一期建设规划(2016-2022 年)的通知	42.1
2016-08-25	发改委	国家发展改革委关于印发洛阳市城市轨道交通第一期建设规划(2016-2020 年)的通知	41.3
2016-07-15	发改委	国家发展改革委关于贵阳市城市轨道交通第二期建设规划(2016~2022 年)的批复	114.1
2016-07-15	发改委	国家发展改革委关于成都市城市轨道交通第三期建设规划(2016~2020 年)的批复	124.2
2016-02-18	发改委	国家发展改革委关于西安市城市轨道交通第二期建设规划调整方案(2013~2021 年)的批复	65.1
2016-02-18	发改委	国家发展改革委关于印发安徽省芜湖市城市轨道交通一期建设规划(2016~2020 年)的通知	46.9
2016-01-12	发改委	国家发展改革委关于福州市城市轨道交通第二期建设规划(2015~2021 年)的批复	89.3
2016-01-08	发改委	国家发展改革委关于石家庄市城市轨道交通近期建设规划调整方案(2012~2021 年)的批复	41.6
2015-12-30	发改委	国家发展改革委关于大连市城市轨道交通第二期建设规划(2015~2020 年)的批复	170.1
2015-06-23	发改委	国家发展改革委关于长春市城市轨道交通近期建设规划(2010~2019 年)调整方案的批复	57.4
2015-06-23	发改委	国家发展改革委关于武汉市城市轨道交通第三期建设规划(2015~2021 年)的批复	173.5
2015-05-20	发改委	国家发展改革委关于印发南昌市城市轨道交通第二期建设规划	82.3



时间	部门	文件名	新增里程
		(2015~2021年)的通知	
2015-05-20	发改委	国家发展改革委关于印发南京市城市轨道交通第二期建设规划(2015~2020年)的通知	157.2
2015-05-20	发改委	国家发展改革委关于印发呼和浩特市城市轨道交通近期建设规划(2015~2020年)的通知	51.4
2015-05-18	发改委	国家发展改革委关于印发南宁市城市轨道交通近期建设规划(2015~2021年)的通知	75.1
2015-05-18	发改委	国家发展改革委关于成都市城市轨道交通近期建设规划(2013~2020年)调整方案的批复	79.1
2015-01-16	发改委	国家发展改革委关于印发济南市城市轨道交通近期建设规划(2015-2019年)的通知	80.6

资料来源: Wind, 联讯证券整理

另外,国务院办公厅2014年11月发布的《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》提出“到2020年,核电装机容量达到5800万千瓦,在建容量达到3000万千瓦以上”的规划目标。2015年底全国核电装机容量2642.74万千瓦,按照2020年装机容量5800万千瓦计算,年均增速约为17%,核电的快速发展也将助推顿汉布什中央空调业绩爆发。

### 三、坚定看好公司节能环保市场前景,华源泰盟+青达环保协同双驱动

目前烟台冰轮环保制热板块主要由母公司、华源泰盟和青达环保三个企业承担。公司核心三大业务板块:基于吸收式换热的热电联产集中供热技术、烟气余热深度回收技术和工业余热回收技术。

北京华源泰盟以清华大学强大的科研实力为支撑,提出一系列集中供热节能减排和天然气高效利用关键技术及解决方案,获得国家发明专利20余项,目前公司产品在大温差供热领域市场占有率高达90%。

青达环保与西安交通大学在锅炉辅助设备技术领域具有良好的合作交流关系,主导产品为烟气深度余热利用节能除尘系统和锅炉除渣系统等。

据尚普咨询产业投资决策网发布的《2015-2020年中国城市集中供热行业市场调查报告》显示,近年来,随着供热事业的不断发展,集中供热方式也已从大城市走向了中小城镇,并已逐步成为城镇的主要供热方式。

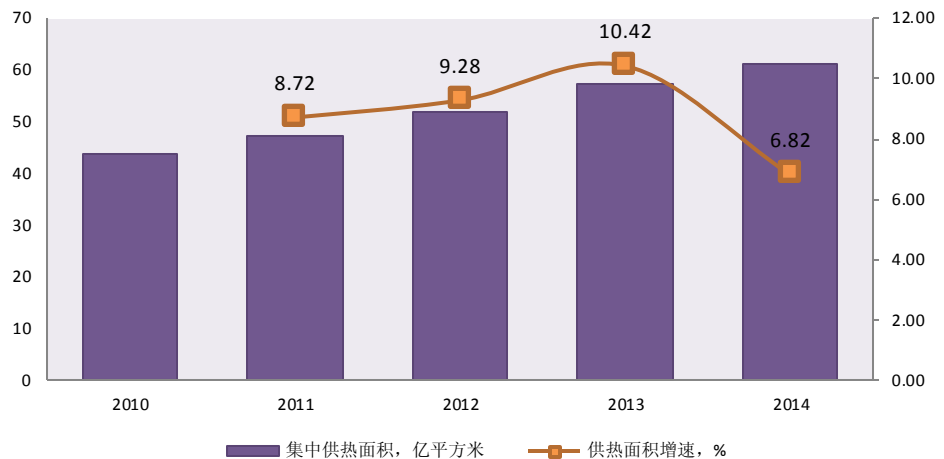
近年来,我国城市集中供热面积呈现逐年增加的态势,从2005年开始每年以2~3亿平方米速度增长,其中,住宅供热面积占70%左右。从2010年的43.6亿平方米,到2014年的61.1亿平方米,五年增长了17.5亿平方米。

据悉我国气候严寒和寒冷地区的19个省、直辖市、自治区的134个地级以上的大、中城市都有集中供热热力网设施。公司高温节能板块针对热电厂和集中供热公司做深度节能优化,节能环保效益显著,公司在大温差余热回收方面优势明显,市场占有率高,大规模应用后大幅增厚公司业绩。





图表 23: 集中供热面积变化趋势



资料来源: 尚普咨询产业投资决策网, 联讯证券

### (一) 节能环保被列为国家重点专项领域, 鼓励支持大力发展

我国计划到 2020 年将碳排放量减少 40%~45%, 目前面临着巨大的减排压力。政府正在推行各项有利于节能减排的政策, 其中余热回收利用是提高能源利用效率的有效途径。近年来, 国家出台多项政策鼓励企业进行余热回收利用。

图表 24: 与余热回收利用相关的各项政策内容

文件名	内容
《对二甲苯项目建设规范条件》	2015 年 9 月 23 日, 工业和信息化部 环境保护部制定《对二甲苯项目建设规范条件》, 鼓励采用《节能机电设备(产品)推荐目录》中的设备, 主要耗能设备应达到国家 I 级能效标准。新建和改扩建对二甲苯生产装置鼓励采用具有自主知识产权的技术、催化剂和装备。鼓励选用热联合、低温位热能、余压利用等节能技术。
《煤制烯烃行业规范条件(征求意见稿)》	2015 年 8 月 7 日, 工信部公布了《煤制烯烃行业规范条件》征求意见稿。意见稿就煤制烯烃行业的工艺与装备、资(能)源消耗、环境保护等方面予以了规范。鼓励采用多联产技术和余热余压利用等实用节能技术、空冷和闭路循环技术等, 降低综合能耗及水耗, 减少污染物排放。煤制烯烃主要设备应满足节能、环保和资源综合利用的要求, 实现合理的经济规模。
《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》	2010 年 4 月 2 日国务院下发《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》, 要求加快推行合同能源管理, 积极发展节能服务产业, 同时加大资金支持力度和实行税收扶持政策。
《钢铁企业烧结合余热发电技术推广实施方案》	2009 年 12 月 29 日工信部推出了《钢铁企业烧结合余热发电技术推广实施方案》。方案计划用 3 年时间 2010-2012 年, 投资超过 50 亿元, 在全国 37 家重点钢铁企业, 对 82 台烧结合机推广实施烧结合余热发电技术, 以降低这个高耗能行业的能耗水平;
《当前国家鼓励发展的环保产业设备目录》	《当前国家鼓励发展的环保产业设备(产品)目录》(2007 修订)鼓励发展用于电力、石化、冶金、钢铁、水泥建材、印染、造纸、地热、糖酒工业等废热、余热回收发电设备;
《节能技术改造财政奖励资金管理暂行办法》	2007 年 11 月, 财政部下发的《节能技术改造财政奖励资金管理暂行办法》中规定: 对完成节能量目标的项目承担企业给予奖励, 其中余热余压项目属于财



文件名	内容
法》	政奖励的节能技术改造项目之一。《办法》中明确表示对项目改造后每形成 1 吨标煤节约能力，中央财政将按东部地区 200 元、中西部地区 250 元的标准给予奖励;对符合奖励条件的节能技术改造项目，为调动企业积极性，按企业报告节能量先预拨 60%的奖励资金。
《节能减排综合性工作方案》	2007 年 6 月，国务院《节能减排综合性工作方案》提出要着力抓好十大重点节能工程，“十一五”期间形成 2.4 亿吨标准煤的节能能力。今年形成 5000 万吨标准煤节能能力，重点是实施钢铁、有色、石油石化、化工、建材等重点耗能行业余热余压利用、节约和替代石油、电机系统节能等措施。
《“十一五”十大重点节能工程实施意见》	国家发改委 2006 年 7 月发布的《“十一五”十大重点节能工程实施意见》的第三项为“余热余压利用工程”，要求在钢铁行业推广干法熄焦技术、高炉炉顶压差发电技术;在水泥行业推广纯低温余热发电技术，建设水泥余热发电装置，研究制定鼓励利用余热余压发电、供热和制冷的优惠政策。
《“十一五”规划纲要》	《“十一五”规划纲要》提出要突出抓好钢铁、有色、煤炭、电力、化工、建材等行业和耗能大户的节能工作，并提出 10 大节能重点工程，余热余压利用位列其中，要求在钢铁、建材等行业开展余热余压利用。
《节能中长期专项规划》	2006 年，国家发改委制订《节能中长期专项规划》，其中余热余压利用工程中要求，“十一五”期间在钢铁联合企业实施干法熄焦、高炉炉顶压差发电、全高炉煤气发电改造以及转炉煤气回收利用，形成年节能 266 万吨标准煤;在日产 2000 吨以上水泥生产线建设中低温余热发电装置每年 30 套，形成年节能 300 万吨标准煤。


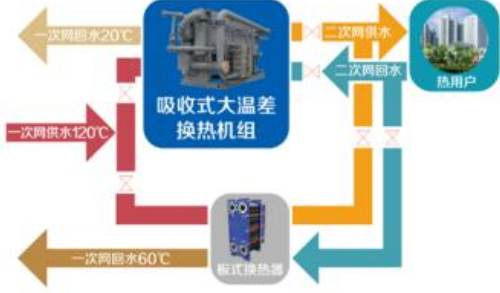
资料来源：北极星节能环保网，联讯证券

## (二) 高温环保制热三大板块齐头并进


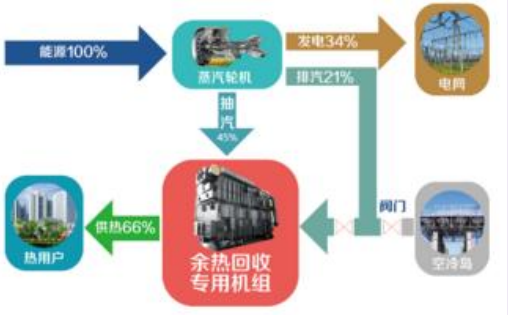
### 1、基于吸收式换热的热电联产集中供热技术

在首站增设余热回收专用机组回收凝气余热，解决热源不足问题；同时在城市换热站设置吸收式大温差机组替代原有的板式换热器，拉大一次网供回水温差，解决热网输送能力不够问题。该项技术能够提高电厂供热能力 30%以上；降低供热能耗 40%；提高管网输配能力 80%。

图表 25：吸收式换热的热电联产集中供热技术

机组设备	系统流程	说明
 <p>吸收式大温差换热机组</p>	 <p>系统流程</p>	<p>说明</p> <p>驱动能源：热网一次水 制取热量：用于集中供热</p>



机组设备	系统流程	说明
 <p>电厂余热回收专用机组</p>		<p>驱动能源：汽轮机供热抽气</p> <p>余热来源：热电厂乏汽、热电厂循环冷却水</p> <p>制取热量：加热热网回水</p>

资料来源：公司官网，联讯证券

### 2、烟气余热深度回收技术

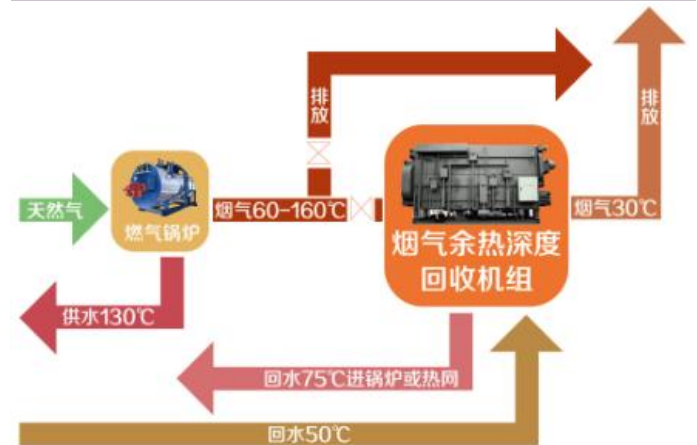
天然气经燃气锅炉燃烧后，产生的烟气，进入烟气余热深度回收机组，深度回收烟气中的热量使排烟温度大幅度降低，回收的热量经机组提升用于加热热网回水或直接供热。该项技术能够使锅炉排烟温度降至 30℃ 以下；提高燃气利用效率 10% 以上；降低排烟中 NOx 等污染物浓度。

图表 26：烟气余热深度回收机组设备



资料来源：公司官网，联讯证券

图表 27：烟气余热深度回收系统流程


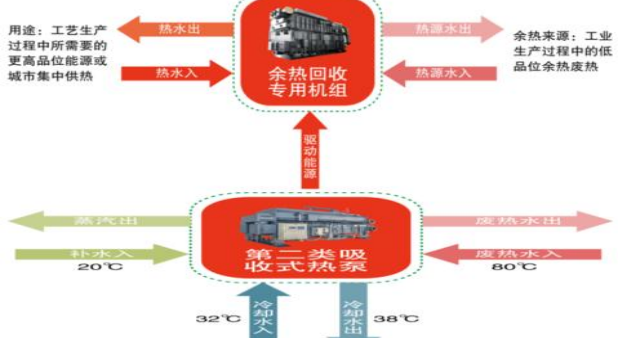


资料来源：公司官网，联讯证券


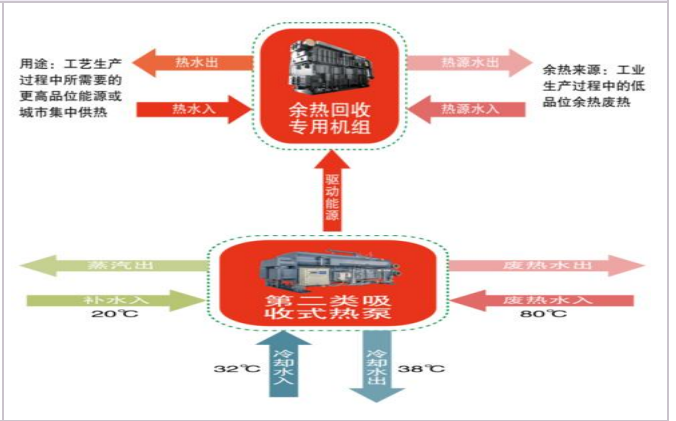
### 3、工业余热回收技术

可以将工业生产过程中的余热、废热加以回收利用，制取更高品味的能源用于工艺生产或城市集中供热，二类热泵技术可以直接产生蒸汽。

图表 28：各项技术优势一览

技术领域	特点优势
 <p>第一类吸收式热泵机组</p>	 <p>用途：工艺生产过程中所需要的更高品位能源或城市集中供热</p> <p>余热来源：工业生产过程中的低品位余热废热</p>



技术领域	特点优势	
	<p>驱动能源：汽轮机供热抽气、高温热水、可燃气体</p> <p>余热来源：热电厂乏汽、热电厂循环冷却水、原油开采分离出的废热水、钢铁除渣水、城市污水（中水）、地热水、温泉水、太阳能等</p> <p>制取热量：可获得比废热源温度高 40℃左右但不超过 100℃的热媒</p>	
<p>第二类吸收式热泵机组</p>		 <p>用途：工艺生产过程中所需要的更高品位能源或城市集中供热</p> <p>余热来源：工业生产过程中的低品位余热废热</p> <p>热水出</p> <p>热水入</p> <p>热源水出</p> <p>热源水入</p> <p>驱动能源</p> <p>蒸汽出</p> <p>补水入 20℃</p> <p>废热水出</p> <p>废热水入 80℃</p> <p>32℃ 冷却水入</p> <p>38℃ 冷却水出</p>
	<p>余热来源：80℃以上的废热水、乏汽、蒸汽、单组分或多组分气体或液体。</p> <p>制取热量：可获得比废热源温度高 40℃左右但不超过 175℃的热媒或蒸汽，用于工艺或采暖用高温热媒（热水）。</p> <p>冷却水源：冷却塔冷却循环水，工艺系统冷却水等。</p>	

资料来源：联讯证券整理

**基于吸收式循环的热电联产集中供热技术。**可提高热电厂供热能力 30%；降低热电联产供热能耗 40%；提高既有管网输送能力 80%；可实现热网驱动热力站区域供冷，缓解夏季空调用电缺口，提高管网及设备利用率。

**城市热网驱动的增热型集中供热技术。**降低集中供热系统能耗 30%；相对于电动热泵供热节能 50%；零能耗回收地热、污（中）水等可再生能源和余热。

**直燃增热型供热技术。**供热节能 40%；碳排放减少 40%；避免烟囱冒白烟，冷凝水可回收再利用，环境效益显著。

**燃气锅炉冷凝热深度回收技术。**锅炉效率超过 100%，比传统锅炉效率提高 10%以上；燃气锅炉排烟温度降低至 30℃以下；避免烟囱冒白烟，冷凝水可回收再利用，环境效益显著。

**低碳楼宇热电冷联供（BCHP）技术。**节能减排效果：供热节能 50%，碳排放减少 50%；避免烟囱冒白烟，冷凝水可回收再利用，环境效益显著。

**低碳城市区域热电冷联供技术。**实现常规能源与余热、可再生能源（地热等）的完美结合节能减排效果：供热节能 60%、供冷节能 20%、全年碳排放减少 50%；提高大型燃气热电联产供热能力 80%以上，解决管网输送瓶颈。



### （三）节能环保效益显著，大温差领域市场独占性支撑业绩增长

供回水温差明显优于其他烟气余热回收装置，在大温差供热领域市场占有率高达**90%**。公司建立两个燃气锅炉烟气余热回收示范项目，单台机组余热回收量 3MW。

图表 29：天然气能量梯级利用

	常规燃气锅炉	常规烟气余热回收技术	公司烟气余热深度回收技术	天然气输入 100%低位热值 110%高位热值
排烟温度	140℃以上	80℃左右	25℃以下	
本来生活回收烟气显热+潜热		5%	10%	
排烟热损失	20%	15%	5%	
锅炉总体效率	90%	95%	105%	

资料来源：知网，联讯证券

该技术利用吸收式热泵产生的低温冷水与烟气进行直接接触换热，将烟气温度降至 25℃ 以下排放至环境中，回收的热量通过热泵提升，加热热网回水。该项目天然气利用效率提高 10% 以上，整体利用效率甚至超过 100% 充分回收烟气冷凝水，消除烟气中的粉尘及冒白烟现象，将烟气温度降至 25℃ 以下减少热污染。

直接接触式烟气冷凝换热器具有体积小、重量轻、成本低、易防腐、寿命长、换热效率高、换热器端温差小的特点。该系统具有一体化机组设计，系统接口简单，现场施工量小；内部自备输配系统解决自身阻力，对原系统无影响；完善自动系统，自动适应锅炉符合，实现无人值守功能的特点。

图表 30：改造环保效益分析

节能效果	减排效果	节水效果	经济效益
年回收烟气余热 3.04 万 GJ； 年节省燃料天然气 96 万标准立方米	二氧化碳 1867 吨； 氮氧化物 2.02 吨； 二氧化硫 0.21 吨	3.5 吨/小时； 1 万吨/年	按北京市目前燃气、水、电价格计算，项目回收期约为 3.8 年

资料来源：联讯证券整理

公司在大温差换热市场占有率高达 90%，建立了一定的客户基础，基于政府鼓励支持和企业经济效益的双重驱动下，公司节能环保业务未来或有爆发式增长。

图表 31：工程业绩

地区	业绩项目
山西	大同第一热电厂余热利用工程
山西	大唐国际云冈热电有限责任公司余热利用工程
山西	襄矿集团诚丰热电厂余热回收工程（一期）
内蒙古	神华集团神东上湾热电厂余热回收工程
内蒙古	蒙东能源通辽电厂乏汽余热回收供热改造项目
北京	中国石化北京燕山石油化工有限公司废热深度利用工程
北京	石景山热电厂循环水余热利用工程
北京	北京市热力集团有限责任公司大温差供热工程
南京	金陵石化余热利用项目
天津	京沪高速铁路天津西站热电冷三联供项目
北京	北京东坝烟气余热回收示范项目



地区	业绩项目
山西	大同煤矿集团大唐热电有限公司余热回收工程（一期）
山西	大同煤矿集团大唐热电有限公司余热回收工程（二期）
山西	大同煤矿集团棚户区大温差供热工程（三期）
山西	大同热力有限公司热网大温差供热工程
山西	襄垣县泰瑞达供热有限公司余热利用工程（二期）
德州	临邑热电厂循环水余热利用项目
山西	忻州广宇热电厂余热利用工程
北京	未来科技城烟气余热深度利用工程
山西	太原市集中供热基于补燃型换热机组的改造工程

资料来源：公司官网，联讯证券整理

## 四、盈利与预测

### 关键点假设

- (1) 工业制冷需求平稳；
- (2) 冷链物流建设符合市场预期；
- (3) 轨交建设按计划施行；
- (4) 不出售万华化学的股票。

### 估值与投资建议

烟台冰轮是冷链装备的核心标的，近几年积极进行业务升级，各版块产业协同发展，打造“超低温+低温+中温+高温”气温控制产业链布局。我们认为公司冷链设备与中央空调得益于行业回暖，将保持持续稳定的增速。节能环保与超低温板块市场拓展中，业绩有待释放。

预计公司 2016-2018 年营业收入为 33.85 亿、40.63 亿、47.13 亿，归母净利润为 2.44 亿、3.04 亿、3.59 亿，EPS 为 0.56 元、0.70 元、0.82 元，对应的 PE 为 24X、19X、16X。公司估值水平为可比公司中最低，远低于行业同等地位的大冷股份，我们认为烟台冰轮被低估，给予 30X 的估值，目标价 16.8 元。小市值、地方性国企，给予“买入”评级。

图表 32：烟台冰轮可比公司估值参考

证券代码	公司名称	当前股价	总市值	每股盈利预测，元			动态市盈率		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000530.SZ	大冷股份	10.20	52.61	0.27	0.33	0.4	38.13	30.5	25.27
603339.SH	四方冷链	38.97	80.59	0.64	0.75	0.9	60.81	51.63	43.43
002158.SZ	汉钟精机	11.24	59.61	0.35	0.44	0.52	31.75	25.46	21.58
002639.SZ	雪人股份	11.12	74.96	0.13	0.19	0.26	84.56	59.24	42.09
600481.SH	双良节能	6.07	98.36	0.21	0.25	0.31	28.67	24.64	19.51
<b>000811.SZ</b>	<b>烟台冰轮</b>	<b>13.54</b>	<b>58.95</b>	<b>0.56</b>	<b>0.70</b>	<b>0.82</b>	<b>23.96</b>	<b>21.78</b>	<b>16.75</b>

备注：除烟台冰轮外，其他公司估值均为万得一致预测

资料来源：Wind，联讯证券



## 附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,891.19	2,325.61	2,827.59	3,741.44	经营活动现金流	286.87	713.44	90.28	804.72
现金	439.43	709.15	767.39	1540.87	净利润	53.63	257.23	320.73	377.83
应收账款	853.87	770.91	1178.82	1082.87	折旧摊销	89.95	162.27	162.27	153.56
其它应收款	34.83	27.25	47.24	39.17	财务费用	29.59	-1.54	-16.03	-25.38
预付账款	46.89	93.34	74.94	120.27	投资损失	277.16	0	0	0
存货	584.9	832.56	868.4	1104.72	营运资金变动	0	0	0	0
其他	12.99	12.99	12.99	12.99	其它	-48.04	0	0	0
非流动资产	2,321.83	2,159.56	1,997.28	1,843.72	投资活动现金流	270.51	0	0	0
长期投资	323.98	323.98	323.98	323.98	资本支出	0	0	0	0
固定资产	631.67	517.32	402.96	288.61	长期投资	275.67	0	0	0
无形资产	1069.86	1030.65	991.45	952.24	其他	0	0	0	0
其他	296.32	287.61	278.9	278.9	筹资活动现金流	-504.14	-443.72	-32.04	-31.24
资产总计	4213.02	4485.17	4824.88	5585.16	短期借款	0	-406.7	0	0
流动负债	2,104.07	2,157.54	2,224.58	2,663.66	长期借款	0	0	0	0
短期借款	406.7	0	0	0	其他	0	0	0	0
应付账款	1182.41	1642.59	1709.62	2148.71	现金净增加额	63.85	269.72	58.23	773.48
其他	514.96	514.96	514.96	514.96	经营活动现金流	286.87	713.44	90.28	804.72
非流动负债	10.17	10.17	10.17	10.17	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期借款	10.17	10.17	10.17	10.17	成长能力				
其他	0	0	0	0	营业收入	2869.03	3385.45	4062.54	4712.55
负债合计	2114.24	2167.71	2234.74	2673.83	营业利润	373.51	302.63	377.34	444.5
少数股东权益	100.44	113.58	129.97	149.28	归属母公司净利润	307.56	244.09	304.35	358.52
归属母公司股东权益	2080.87	2299.55	2572.22	2893.42	获利能力				
负债和股东权益	4195.11	4467.26	4806.96	5567.25	毛利率	28.57%	28.44%	28.44%	28.44%
					净利率	11.43%	7.60%	7.89%	8.02%
<b>利润表</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	ROE	15.53%	11.17%	12.46%	13.06%
营业收入	2869.03	3385.45	4062.54	4712.55	ROIC	28.35%	13.84%	22.00%	22.03%
营业成本	2049.25	2422.76	2907.31	3372.48	偿债能力				
营业税金及附加	29.91	35.3	42.35	49.13	资产负债率	50.18%	48.33%	46.32%	47.87%
营业费用	347.61	338.55	406.25	471.25	流动比率	0.9	1.08	1.27	1.4
管理费用	267.31	287.76	345.32	400.57	速动比率	0.61	0.69	0.87	0.99
财务费用	29.59	-1.54	-16.03	-25.38	营运能力				
资产减值损失	49	0	0	0	总资产周转率	0.68	0.75	0.84	0.84
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	3.72	5.21	3.84	5.1
投资净收益	277.16	0	0	0	应付帐款周转率				
营业利润	373.51	302.63	377.34	444.5	每股指标(元)				
利润总额	387.32	302.63	377.34	444.5	每股收益	0.706	0.561	0.699	0.823
所得税	59.51	45.39	56.6	66.68	每股净资产	4.549	5.021	5.61	6.303
净利润	327.81	257.23	320.73	377.83	估值比率				
少数股东损益	20.24	13.14	16.39	19.31	P/E	19.17	24.15	19.37	16.44
归属母公司净利润	307.56	244.09	304.35	358.52	P/B	2.98	2.7	2.41	2.15
EBITDA	419.62	301.09	361.31	419.12	EV/EBITDA	11.31	11.02	9.68	7.55
EPS (元)	0.71	0.56	0.70	0.82					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)