



2016年11月10日

# 买入(维持)

当前价: 15.37 元  
目标价: 17 - 元

机械军工行业研究组

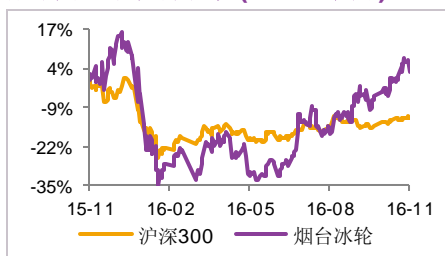
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 18701150220  
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	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入	2869.0	3299.3	3794.2	4363.4
(+/-)	0.70	0.15	0.15	0.15
净利润	307.56	295.92	282.41	341.81
(+/-)	0.48	-0.04	-0.05	0.21
EPS(元)	0.71	0.68	0.65	0.79
P/E	21.76	22.61	23.69	19.58

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《烟台冰轮(000811): 冷链设备龙头, 轨交、环保驱动力强劲》2016-09-28

《烟台冰轮(000811): 受益轨交、冷链景气度回升, 业绩增长超预期》2016-10-28

烟台冰轮(000811.SZ)

## 调研纪要: 甲子冰轮, 气温控制矢志不渝

### 投资要点

调研时间: 2016年11月1日下午

调研地点: 烟台冰轮会议室、车间

调研对象: 董事会秘书孙秀欣先生

### 主要观点:

#### 业绩增速加快, 毛利率创历史新高

公司前三季度扣非净利润 1.56 亿元, 同比激增 497.86%。公司主业更加突出, 布局清晰, 打造“超低温+低温+中温+高温”气温控制产业链布局。另外, 得益于模块化的生产, 毛利率有所提升, 达到 30.69%, 创下历史新高, 证明公司“降本增效, 优化结构”战略初见成效。

#### 顿汉布什空调业绩可持续高速增长, 业绩表现亮眼

公司前三季度空调相关净利润约 7600 万元, 增长超过 90%, 业绩表现亮眼。今年中央空调业务增长较快, 不仅在原有轨交空调的细分领域上进一步巩固龙头地位, 还加大了对核电、医院、数据中心等中央空调领域的拓展和渗透, 预计全年顿汉布什中央空调业绩将有较大幅度的增长。受益“十三五”规划轨交、高铁的高速发展, 顿汉布什中央空调在站内中央空调细分领域具有绝对龙头地位, 未来将率先受益行业发展。

#### 受益生鲜电商, 冷链物流景气度回暖

公司是老牌冷链设备龙头, 是国内唯一拥有螺杆制冷压缩机自主知识产权的企业, 其中“NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 复叠制冷系统”获得中国制冷学会唯一的科技进步奖特等奖。公司冷冻设备市占率较高, 其中大中型冷库市场占有率为 40%、制冷压缩机市占率为 25%、速冻设备市占率为 20%。公司充分发挥在系统设计优化方面的优势, 坚持为用户提供柔性系统解决方案。目前, NH<sub>3</sub>/CO<sub>2</sub> 复叠制冷系统已承接 84 个项目, 其中 45 个项目已竣工投产, 未来受益冷链物流需求增长和政策扶持, 制冷业务有望稳步持续放量。

#### 余热利用、节能环保需求迫切, 看好后续业绩增长

公司制热业务主要是针对热电厂和集中供热公司做深度的节能优化。在我国环保标准日益趋严、节能减排需求日益迫切的当下, 余热回收能够大幅提升能源利用效率, 符合节能和环保的双重需求。公司产品在大温差供热领域市场占有率高达 90%, 有绝对的领先优势。制热业务为公司的战略储备业务, 未来被市场广泛接受后, 看好该板块对公司业绩的贡献。另外, 华源泰盟拟挂牌新三板, 将进一步提升公司品牌影响力和核心竞争力。

#### 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。



## 1. 公司董事长变更，焕发新活力

于元波先生由于年龄原因辞去冰轮集团董事长职务，由上市公司董事长李增群先生接任冰轮集团董事长职务，上市公司与集团为同一实际控制人，将使上市公司与集团产生更好的协同作用，焕发新的活力。公司将进一步强化三大驱动力，布局三条发展主线，推动公司健康可持续发展。

## 2. 得益于成本、费用控制，毛利率持续提升

公司三季度毛利率继续提升，创下历史新高。一方面，是由于制冷业务订单质量有所提高，全面预算管理、成本费用控制初现成效所致。另一方面，是由于标准化、模块化生产的贡献。公司始终坚持为客户提供量身定制的个性化产品，而定制化服务导致产品规格、零部件差异化较大，无法进行批量化生产，进而使得公司生产组织供应链面临巨大压力，公司存货、预投都比较大。公司积极应对，挖掘模块化生产的潜力，认为模块化生产是解决上述问题的有效途径，公司在模块化生产方面已有三年多的经验积累。随着零部件标准化、模块化层次越来越高，公司毛利率还将进一步提升。

## 3. 顿汉布什中央空调业绩亮眼，进一步渗透医院领域

顿汉布什中央空调是欧美系五大中央空调品牌之一，中央空调市场品牌众多、较为分散，占比最大的公司也只有百分之十几，顿汉布什在整个市场所占体量相对较小，因此公司选择在细分领域抢占市场。目前公司中央空调业务主要集中在轨道交通、核电等领域，与中国三家核电公司都有密切的合作关系，后续增长动力强劲。另外，今年顿汉布什加大了对医院净化系统的进一步渗透，订单高速增长。由于公共事业受经济周期影响较小，在整个制造业大环境不理想的情况下，是业绩的支撑和可持续发展的动力。顿汉布什承诺 2016 年净利润为 8291 万元，前三季度已完成 6600 万元，预计全年大概率超业绩承诺。

## 4. 冷链行业发展平稳，烟台冰轮影响力进一步提升

我国冷链的发展较为滞后，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。冷链关系到食品消费的民生问题，有刚性需求，是个可持续发展的行业，预计整个冷链行业将持续 10% 以上的增速。由于设备使用周期的不同，对冷链设备的需求每年稍许有些波动是非常正常的，整个冷链设备行业在 15 年较为低迷，16 年有所复苏，继续向前发展。公司自成立以来经历了 60 多年的发展，是国内冷链设备的龙头和标杆，并且在行业内的地位不断强化。目前，公司是国内唯一的拥有  $\text{NH}_3/\text{CO}_2$  复叠制冷技术和产品的企业。

## 5. $\text{NH}_3/\text{CO}_2$ 复叠制冷系统技术先进，业绩应用增长快

制冷系统经历了三个阶段，第一阶段是氟利昂等工质，但是其会破坏臭氧层，导致全球变暖，全球都在大幅度削减，最多十年就要在中国禁用。第二阶段是以氨为制冷剂的制冷系统，但氨有刺激性臭味、有毒、可以燃烧和爆炸，一旦泄露对环境和人身安全威胁较大，因此国家大幅限制削减氨的充注量，倒逼开发新技术，加速替代氨制冷技术。第三阶段就是以  $\text{CO}_2$  为代表的自然工质，其具有独特的优势：环境友好性（ $\text{ODP}=0$ ， $\text{GWP}=1$ ）；安全性（无毒、不燃）；传热性能和流动性好，容积制冷量大等。虽然复叠制冷系统比氨制冷系统成本高 10~20%，但是复叠制冷系统在  $-15^\circ\text{C}$  以下的环境，制冷效率



较氨制冷系统高 5%~10%。公司  $\text{NH}_3/\text{CO}_2$  复叠制冷技术先进，是国内唯一拥有螺杆制冷压缩机自主知识产权的企业，并且获得中国制冷学会唯一的科技进步奖特等奖，这项殊荣在行业内是绝无仅有的。目前，全球仅有 3 家企业拥有  $\text{NH}_3/\text{CO}_2$  复叠制冷技术，公司就是其中之一。公司复叠制冷业务已承接 84 个项目，其中 45 个项目已竣工投产。目前该技术已经被市场接受，认可度较高，增长将逐步体现在业绩应用上。

## 6. 公司致力于成为柔性系统解决方案提供商，充分发挥设计强项

公司处于产业链的中上游，主要致力于为客户提供量身定制的个性化产品。公司的优势在于系统设计、方案的提供。控股子公司（持股比例 80%）山东鲁商冰轮建筑设计有限公司是行业内唯一具备双甲级（商务粮行业专业甲级、建筑行业甲级）工程设计资质的企业，丰富的案例、经验积累使得公司制冷工程自主设计能力达到行业顶级，助推公司进一步巩固冷链系统方面的领先地位。

## 7. 烟台荏原发展战略存分歧，资产出售转让，聚焦主业

荏原空调是四大溴化锂中央空调品牌之一，技术成熟，但是国内中央空调溴化锂市场严重萎缩，导致利润下滑较快。而在产品转型未来发展战略方面，公司和日本荏原（持股比例 20%）、荏原冷热（持股比例 40%）存在分歧，未能达成一致，因此选择退出。2015 年烟台荏原的投资收益为 1,470 万元，占公司净利润的 4.8%，出售资产不会对公司经营业绩造成重大影响。出售资产后将进一步聚焦突出主业，促进公司持续发展。

## 8. 华源泰盟工厂建设基本完工，销售平台搭建完毕

华源泰盟河北保定工厂建设基本完工，现在在做最后的设备安装等验收收尾工作。预计今年全年华源泰盟收入将增长 10% 左右，利润下降 20% 左右，主要是由于人员增加、费用增加等原因。目前，华源泰盟销售团队搭建完毕，热能业务发展空间大。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有望持续高速增长。

## 9. 公司尚有集团资产注入预期，延续“内生+外延”式发展

集团尚有一家汽车密封材料的公司密封科技（837048.OC）已经挂牌新三板，另外还有从事压力容器制造的烟台冰轮压力容器有限公司和从事换热器制造的烟台冰轮换热技术有限公司。公司在并购方面非常谨慎，会寻找发展机会，各方面匹配后才会进行。上市公司董事长和集团董事长为同一人，未来协同发展潜力强，集团尚有优质资产陆续注入上市公司的预期，延续“内生+外延”的发展方式。



## 附录：公司财务预测表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1891	2790	3298	4012	经营活动现金流	287	254	400	475
现金	439	871	1155	1634	净利润	54	203	268	330
应收账款	772	1000	1100	1200	折旧摊销	90	162	162	154
其它应收款	35	46	48	50	其它				
预付账款	47	90	92	95	投资活动现金流	271	241	-105	0
存货	585	770	890	1020	资本支出	109	0	0	0
其他	13	13	13	13	长期投资	47	97	31	11
非流动资产	2322	2263	2122	2072	其他				
长期投资	324	454	454	454	筹资活动现金流	-504	-64	-11	3
固定资产	607	613	540	489	短期借款	139	-50	15	-5
无形资产	259	239	239	239	长期借款	-2	0	0	0
其他	1132	958	890	890	其他				
资产总计	4213	5054	5421	6083	现金净增加额	64	432	284	478
流动负债	2104	1979	1520	1726	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
短期借款	407	527	0	0	成长能力				
应付账款	709	854	1027	1232	营业收入	2869.03	3299.38	3794.29	4363.43
其他	988	598	493	493	营业利润	373.51	263.79	344.84	418.49
非流动负债	10	614	614	614	归属母公司净利润	307.56	295.92	282.41	341.81
长期借款	10	507	507	507	获利能力				
其他	0	106	106	106	毛利率	0.29	0.31	0.31	0.31
负债合计	2114	2593	2134	2339	净利率	0.11	0.09	0.08	0.08
少数股东权益	100	116	132	150	ROE	0.16	0.13	0.11	0.12
归属母公司股东权益	1980	2229	2467	2755	ROIC	0.28	0.12	0.12	0.18
负债和股东权益	4195	4939	4733	5244	偿债能力				
<b>利润表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	资产负债率	0.50	0.51	0.39	0.38
营业收入	2869	3299	3794	4363	流动比率	0.90	1.41	2.17	2.32
营业成本	2049	2277	2618	3011	速动比率	0.61	1.01	1.58	1.73
营业税金及附加	30	34	40	45	营运能力				
营业费用	348	429	455	502	总资产周转率	0.68	0.65	0.70	0.72
管理费用	267	280	323	371	应收帐款周转率	3.72	3.30	3.45	3.64
财务费用	30	21	23	25	存货周转率	3.50	2.96	2.94	2.95
资产减值损失	49	19	21	21	每股指标(元)				
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股收益	0.71	0.68	0.65	0.79
投资净收益	277	25	30	30	每股经营现金	0.66	0.58	0.92	1.09
营业利润	374	264	345	418	每股净资产	4.55	5.12	5.67	6.33
利润总额	387	362	345	418	估值比率				
所得税	60	51	47	58	P/E	21.76	22.61	23.69	19.58
净利润	328	312	298	360	P/B	3.38	3.00	2.71	2.43
少数股东损益	20	16	15	18	EV/EBITDA	12.62	13.10	11.99	9.84
归属母公司净利润	308	296	282	342					
EBITDA	509.58	524.75	507.12	572.05					
EPS (元)	0.71	0.68	0.65	0.79					

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)