

新变革，新征程

公司动态

◆股权激励持续推行，精神面貌焕然一新

大冷股份是工业制冷及冷链物流行业的龙头企业。2015年以前，高管与公司利益整体联系较弱，且控股股东大连冰山集团具备较强国资背景，公司整体发展动力不足。2015年2月，大冷股份首次推行股权激励，2016年8月继续二期激励。激励对象由管理层延伸至销售及技术骨干，覆盖范围由41人大幅增加至118人；其中高管人均获授50万股、中层管理者及骨干员工人均获得约10万股，整体激励强度较大。未来，公司不排除继续推行多期股权激励，绑定核心管理层及骨干员工与公司利益。

◆中慧达增持冰山集团，开启控股股东绿色通道：

2015年12月，大连中慧达制冷技术有限公司（“中慧达”）对控股股东冰山集团增资，持股比例由10%上升至20.2%，且大冷股权激励对象中有超过90名管理层及骨干员工同时为中慧达股东，董事长纪志坚同时为冰山集团总经理。增持完成后，大冷管理层在冰山集团内话语权显著增强，公司实现与大股东利益深度捆绑，战略推行有望畅行绿色通道。

◆制定盈利目标，三平台模式加速业务合理布局：

2015年公司年收入总计约16亿，之后三年，公司计划实现净利润增长率较2015年分别不低于10%、30%及60%。公司目标完成百年冰山品牌打造，成为中国第一冷热设备及冷热服务提供商。为顺利实现发展目标，公司积极推行“工程+服务+投资”三平台新型商务模式建设，其中工程平台将背靠大冷旗下制造业子公司提供的零部件支持，专注解决方案提供；服务平台将为工程提供完善的后续技术服务，实现快速成长；投资平台可帮助公司发现投资机会，并向核心客户提供融资租赁服务。

◆估值与评级：

我们预测公司2016~2018年EPS分别为0.28元，0.35元，0.50元，考虑到大冷股份未来几年超过30%的净利润复合增速，给予公司2018年30倍PE，对应目标价15元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

净利润增长不达预期的风险；制冷行业竞争过于激烈的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,426	1,608	1,929	2,411	3,014
营业收入增长率	-7.16%	12.75%	20.00%	25.00%	25.00%
净利润（百万元）	115	130	171	212	306
净利润增长率	-24.55%	12.57%	31.59%	24.23%	44.15%
EPS（元）	0.19	0.21	0.28	0.35	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.87%	4.91%	4.92%	5.84%	7.90%
P/E	66	58	44	36	25
P/B	4	3	2	2	2

买入（维持）

当前价/目标价：12.41/15.00元

目标期限：6个月

分析师

刘 晓波（执业证书编号：S0930512080003）
021-22169177
liuxb@ebsecn.com

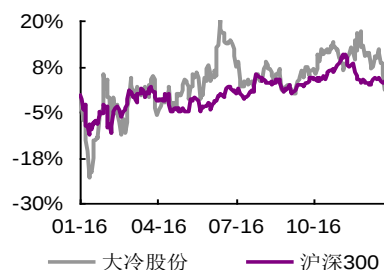
联系人

肖沛
0755-82542930
xiaop@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：6.12
总市值(亿元)：75.92
一年最低/最高(元)：9.50/16.78
近3月换手率：47.74%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.14	6.84	18.12
绝对	16.74	9.14	30.87

相关研报

目 录

1、 股权激励+利益绑定，公司面貌焕然一新	5
1.1、 大冷二期股权激励计划继续推行	5
1.2、 核心员工增持冰山集团，话语权增强助力大冷发展	5
2、 股价提升动力初显，财务指标持续向好	7
2.1、 利润明显提升，费用有望继续下降	7
2.2、 营运能力显现好转趋势	8
3、 制定盈利目标，推动部署三平台战略	8
3.1、 设定增长目标，迈向第一冷热设备服务提供商	8
3.2、 “工程+服务+投资” 三平台战略	9
4、 建设完善工程平台，合理布局冷热产业	10
4.1、 增资主体工程平台——冰山工程	11
4.2、 组建松下冷机——氟制冷工程平台作冰山工程补充	15
4.3、 收购武新制冷，拓展余热余压利用工程市场	16
4.4、 增资富士冰山，开发自动售货机业务	17
4.5、 调整零部件制造企业，打造工程平台坚实后盾	18
5、 服务平台+投资平台实现新型商务模式配套	19
5.1、 收购服务平台，推行信息化服务实现快速成长	19
5.2、 新设投资平台，打造大冷冰山事业共同体	20
6、 冰山资产注入预期+定向增发助力股价提升	20
6.1、 冰山集团持有优质冷链资产，存在注入预期	20
6.2、 定向增发进一步加强股价提升动力	21
7、 盈利预测与估值	22
8、 风险分析	23

图表目录

图 1：中慧达增资冰山集团.....	6
图 2：股权激励+利益绑定，公司面貌焕然一新	7
图 3：公司营业收入及利润变化（万元）	7
图 4：公司经营成本费用变化（万元）	7
图 5：同行业净利润率（%）对比	8
图 6：同行业应收账款周转率对比.....	8
图 7：同行业存货周转率（次）变化	8
图 8：大冷股份主要子公司及联营企业行业分布状况.....	10
图 9：大冷股份发展战略规划	10
图 10：子公司及联营企业资源整合过程	11
图 11：冰山工程五大事业部.....	11
图 12：冰山品牌主要物流式冷库	12
图 13：我国电商平均快递时长	12
图 14：我国生鲜电商市场交易规模及增长率	12
图 15：我国冷链市场规模快速发展（亿元）	13
图 16：冷链物流主要设备	13
图 17：石油工业中的制冷需求	13
图 18：我国石油化工行业总产销值（亿元）	14
图 19：我国生物制药行业总产销值（亿元）	14
图 21：工业制冷及空调工程发展前景	15
图 22：合作组建松下压缩机.....	16
图 23：我国自动售货机行业规模（万元）及均价	17
图 24：我国自动售货机需求及产量对比	17
图 25：我国自动售货机区域分布情况	18
图 26：我国自动售货机主要分布场所	18
图 27：收购晶雪冷冻（“晶雪节能”）	18
图 28：冰山咨询股权结构	20
图 29：三平台搭建发展过程.....	20
图 30：冰山旗下其他冷链相关资产对口情况	21
表 1：大冷股份一期股权激励名单	5
表 2：大冷股份二期股权激励名单	5
表 3：中慧达增资冰山集团	6
表 4：大冷旗下子公司及联营企业	9
表 5：冰山工程近期物流式冷库项目	12

表 6：冰山旗下其他子公司	20
表 7：大冷股份非公开发行概况：	21
表 8：主要业务盈利预测.....	22
表 9：2017.3.14 可比公司估值比较	23

1、股权激励+利益绑定，公司面貌焕然一新

1.1、大冷二期股权激励计划继续推行

2015年以来，公司连续推出两期股权激励计划，着力激发核心员工的工作积极性，帮助提升公司盈利水平。2015年2月，公司开始实行一期股权激励计划，授予激励对象的标的股票为公司普通股A股股票，共1015万股，每股价格为5.56元；激励对象共计41人，包括公司董事、中高层管理人员及部分其他核心人员。激励对象获授限制性股票之日起12个月内为锁定期，锁定期满后，激励对象可在未来3年内分三次解锁，数量上限分别为获授总数的30%、40%、30%。

表1：大冷股份一期股权激励名单

姓名	职务	获授股票数量（万股）	获授股票占比	获授股票总股本占比
纪志坚	董事长	94.23	9.284%	0.269%
徐郡饶	董事	65.96	6.499%	0.188%
刘凯	董事、总经理	65.96	6.499%	0.188%
王志强	董事、副总经理	37.69	3.713%	0.108%
荣艳	财务总监	37.69	3.713%	0.108%
李文江	副总经理	37.69	3.713%	0.108%
宋文宝	董事会秘书	28.28	2.786%	0.081%
中层管理人员、公司董事会认为应当激励的其他核心人员（34人）		647.50	63.793%	1.850%
合计（41人）		1015	100.000%	2.900%

资料来源：wind、公司公告

一期激励计划中，公司高管人居获授股票约47万股，中层管理者及其他核心员工人均获授股票约19万股，整体激励强度较大。2016年，公司继续推出二期股权激励计划，授予激励对象共1288万股普通股A股股票，激励对象118人，主要为营销骨干及技术骨干。相较于一期，二期股权激励计划规模更大，获授人数激增逾2倍，涵盖对象更加广泛。

表2：大冷股份二期股权激励名单

姓名	职务	获授股票数量（万股）	获授股票占比	获授股票总股本占比
丁杰	董事、总经理	50.00	3.881%	0.083%
范跃坤	副总经理	50.00	3.881%	0.083%
马云	财务总监	50.00	3.881%	0.1083%
中层管理人员、公司董事会认为应当激励的其他核心人员（115）		1138.40	88.357%	1.902%
合计（118人）		1288.40	100.000%	2.151%

资料来源：wind、公司公告

其中，主要高层激励对象每人获授50万股股票激励，激励强度较2015年进一步提升。且其他员工获授股票人均约达10万股，整体激励强度维持在较高水平。未来不排除公司在二期股权激励计划结束后继续实行股权激励政策，积极提升员工的工作动力，促进公司的高速发展和盈利水平提高。

1.2、核心员工增持冰山集团，话语权增强助力大冷发展

1.2.1、中慧达增资冰山集团

大连冰山集团有限公司（“冰山集团”）是一个以资产为纽带，具有新型产权关系的大型企业集团。旗下制冷成套设备生产制造基地、农业深加工装备基地、及石油化工通用机械装备生产基地均为国内先进水平。冰山牌制冷产

品曾获中国名牌，是国家重点支持和发展的出口品牌。冰山集团下属十一个内资公司，二十三个合资公司，总资产超过100亿元；大冷股份是冰山旗下唯一上市平台。目前，冰山集团持有大冷股份的股权比例超过20%，是大冷股份的控股股东。

2015年12月，大连中慧达制冷技术有限公司（“中慧达”）单独对大冷股份控股股东——冰山集团进行增资，持股比例由10%上升至20.2%。

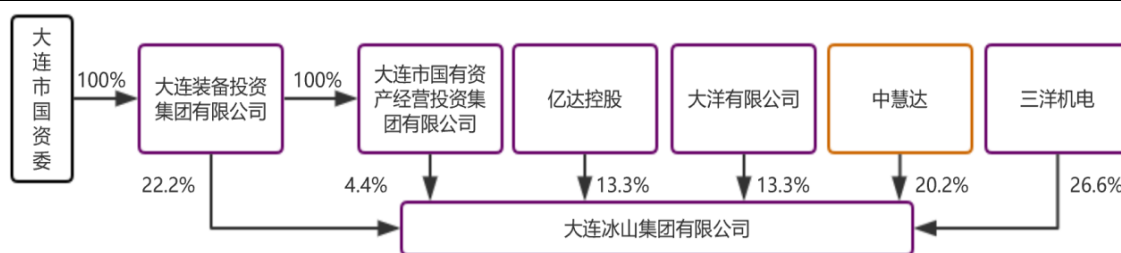
表 3：中慧达增资冰山集团

冰山集团股东名称	变动前持股比例	变动后持股比例
大连中慧达制冷技术有限公司	10.0%	20.2%
三洋电机株式会社	30.0%	26.6%
大连装备投资集团有限公司	25.0%	22.2%
大连市国有资产投资经营集团有限公司	5.0%	4.4%
大洋有限公司	15.0%	13.3%
亿达控股有限公司	15.0%	13.3%

资料来源：wind、公司公告

增资完成后，冰山集团主要股东间关联如下：

图 1：中慧达增资冰山集团



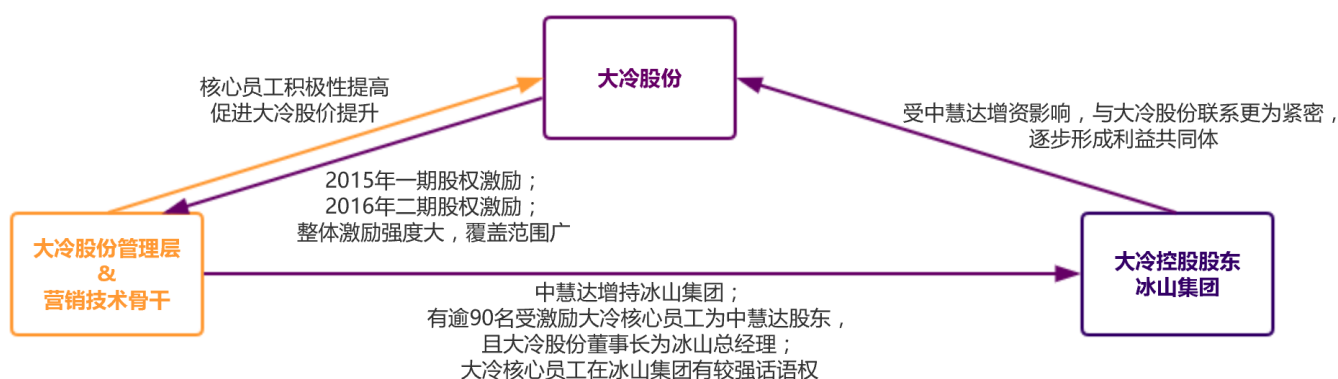
资料来源：wind、公司公告

中慧达是冰山集团 2008 年改制时，由冰山集团及其关联公司当时的核心经营团队出资设立的有限责任公司。且在二期股权激励名单中，逾 90 名管理层或骨干员工同时为中慧达股东。股权激励与增资冰山双管齐下，同时绑定冰山集团、大冷股份、及其核心员工利益，公司发展势头强劲；中慧达在冰山集团股东中地位明显上升，话语权增强。且大冷股份现任董事长纪志坚同时为冰山集团总经理，大冷及冰山联系进一步加深。预计公司未来发展可持续获得冰山集团的大力支持。

1.2.2、冰山集团无实际控制人

由于任一股东依其出资额均不足以对冰山集团的决策产生重大影响，冰山集团处于无实际控制人状态。冰山集团已有较长经营历史、经营管理体系趋向成熟、所在行业也并非风险偏高的高新科技产业，大冷管理层有望充分利用其冰山内部话语权。

图 2：股权激励+利益绑定，公司面貌焕然一新



资料来源：wind、公司公告

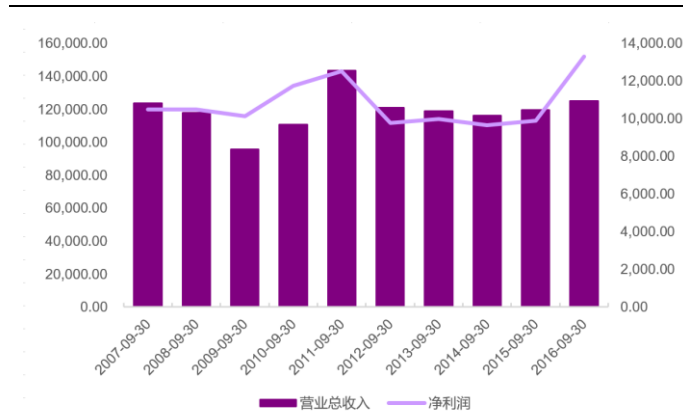
综合来看，冰山集团、大冷股份、及其核心员工利益基本实现深度绑定，大冷冰山利益共同体已逐步形成；同时，公司管理层在冰山集团内部拥有较强话语权，发展及转型战略推行不易受股东阻碍。

2、股价提升动力初显，财务指标持续向好

2.1、利润明显提升，费用有望继续下降

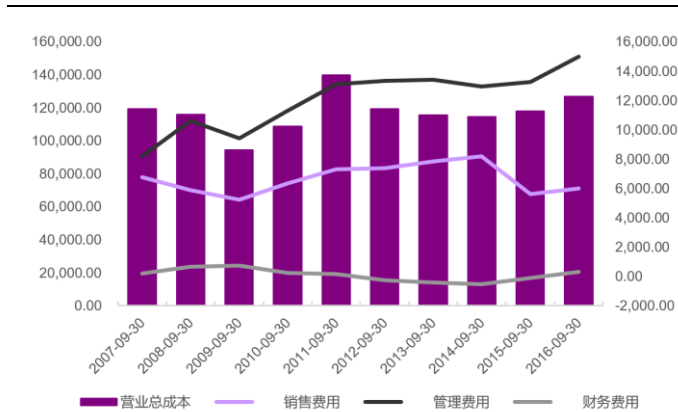
由大冷股份目前披露财报来看，公司 2015 及 2016 年营业收入及营业利润均有较大幅度提升，且近两年内销售费用呈现明显下降趋势。其中，公司 2016 年费用稍有回弹，主要由大冷股份厂房搬迁带来的管理费用增加导致。母公司厂房拟搬迁地址位于东北地区唯一的国家级新区——大连金普新区，原有厂址将变为独立研发中心，2017 年第一季度即可搬迁完成。此后，母公司的生产及研发能力可望得到总体提升，费用开支亦可下降。

图 3：公司营业收入及利润变化（万元）



资料来源：wind

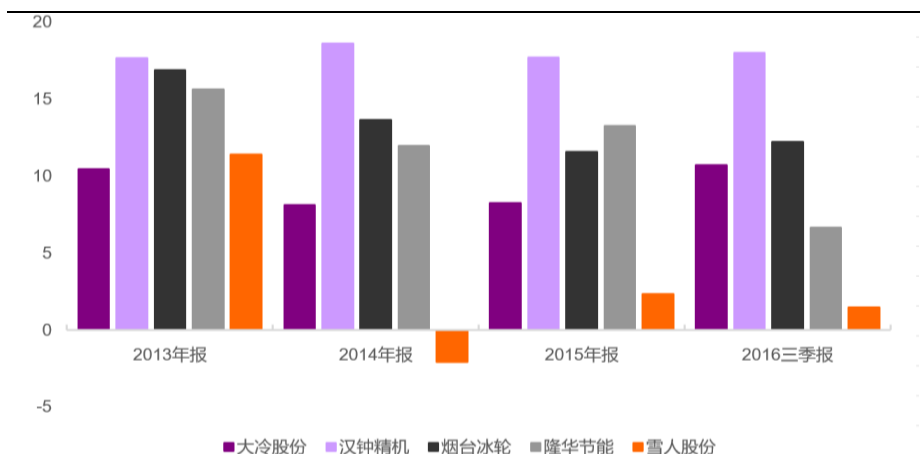
图 4：公司经营成本费用变化（万元）



资料来源：wind

同制冷行业其他上市企业对比来看，大冷股份与其主要竞争对手烟台冰轮间的净利率差距已明显缩小，盈利能力现基本处于行业中上游水平，且汉钟精机由于主营螺杆式压缩机制造，不直接承接制冷工程项目，利润率相对偏高。由财务数据来看，伴随股权激励政策推行及中慧达增持控股股东，公司盈利水平呈现逐步好转。

图 5：同行业净利润率（%）对比

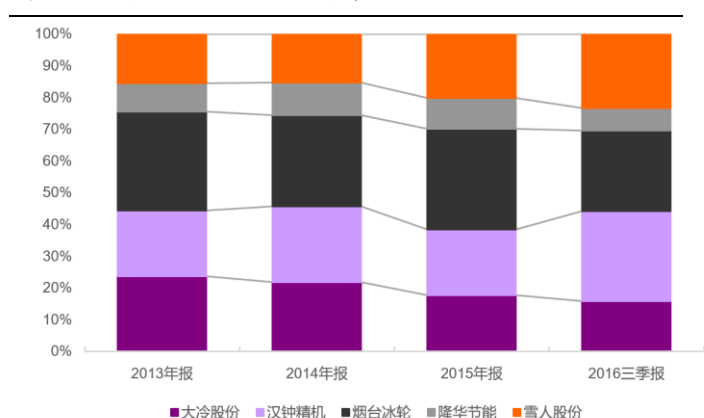


资料来源：wind

2.2、营运能力显现好转趋势

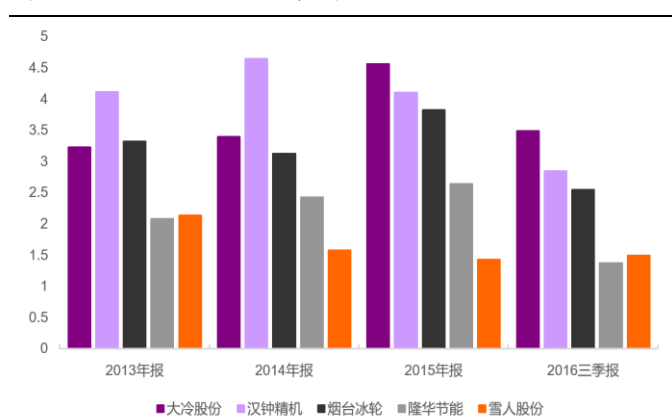
2015 年至今，大冷股份在运营效率方面的表现也有提升趋势。

图 6：同行业应收账款周转率对比



资料来源：wind

图 7：同行业存货周转率（次）变化



资料来源：wind

其中，应收账款周转率下降趋势已现拐点迹象，与烟台冰轮差距逐步缩小；2016 年 3 季报显示公司存货周转率在行业内已属领先水平，2015 年公司存货周转效率反超烟台冰轮。由于周转率计算公式特点，公司年末存货周转率预计仍有一定提升空间，显示公司运营效率提高。总体来说，2015 年起大冷经营状况好转，股权激励、利益绑定对于公司发展的正面效用初步显现。

3、制定盈利目标，推动部署三平台战略

3.1、设定增长目标，迈向第一冷热设备服务提供商

2014 年起，公司设立中期发展目标，计划在近年内实现营业收入及净利润同步快速成长：其中，2014 年公司基本达成年收入 14~15 亿、净利润 1.2~1.4 亿的阶段目标，且 2015 年总营收超过 16 亿，净利润超过 1.3 亿，均保持增长。公司设立之后三年目标为：净利润增长率相较于 2015 年水平分别不低于 10%、30%及 60%。公司计划完成百年冰山品牌打造，力争成为中国第一冷热设备提供商及冷热服务提供商。为保证实现中长期目标，公司在不断注入股价提升动力的同时积极整合现有子公司资源。目前公司推行“工程+

服务+投资”三平台战略，希望逐步明确各子公司功能，实现公司结构改善和资源充分利用。

3.2、“工程+服务+投资”三平台战略

截至 2016 年末，大冷股份旗下共有重要子公司 10 家、联营表企业 6 家，：

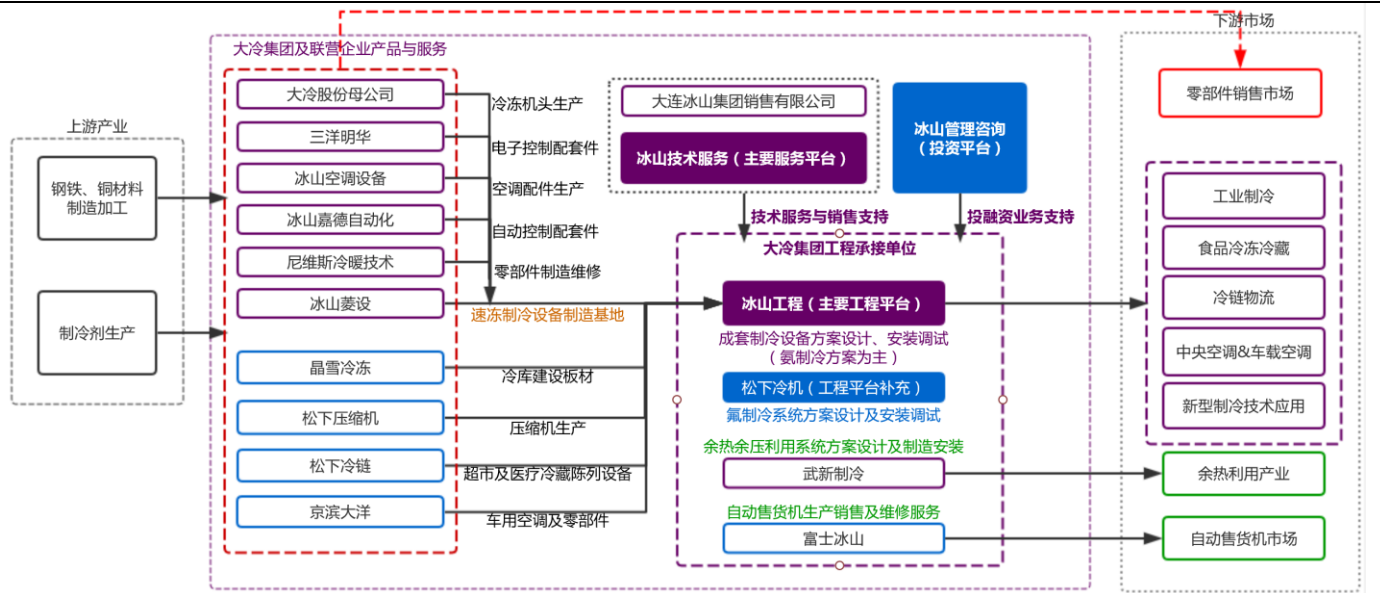
表 4：大冷旗下子公司及联营企业

被参控公司	参控关系	直接持股比例	主营业务
大连冷冻机股份有限公司	母公司	100.00%	冷冻机机头生产、工业制冷设备生产
大连冰山集团工程有限公司	子公司	100.00%	成套制冷设备方案设计、安装调试（工程平台）
冰山技术服务(大连)有限公司	子公司	100.00%	制冷成套设备技术咨询、维修服务、咨询服务、合同管理（服务平台）
武汉新世界制冷工业有限公司	子公司	100.00%	压缩机设计制造安装，将转型余热利用综合解决方案设计及安装
大连三洋明华电子有限公司	子公司	100.00%	电子控制配套件生产销售
大连冰山菱设速冻设备有限公司	子公司	100.00%	食品冷冻冷藏（含前处理）设备制造，未来速冻设备制造基地
大连冰山集团销售有限公司	子公司	100.00%	冰山集团各企业产品销售
大连冰山国际贸易有限公司	子公司	100.00%	冰山集团产品外销和境外市场开拓
大连冰山空调设备有限公司	子公司	70.00%	空调配件生产销售
大连冰山嘉德自动化有限公司	子公司	60.00%	冷库自动控制配件制造
大连尼维斯冷暖技术有限公司	子公司	55.00%	原大连三洋高效制冷系统有限公司，主营零部件制造及销售维修
大连冰山集团管理咨询有限公司	联营企业	49.00%	集团产业相关投融资业务（投资平台）
大连冰山金属技术有限公司	联营企业	49.00%	高档建筑五金件、水暖器材五金制造销售
江苏晶雪节能科技股份有限公司	联营企业	29.20%	冷库建设板材生产销售
大连富士冰山自动售货机有限公司	联营企业	49.00%	自动售货机生产销售及维修
松下冷机系统（大连）股份有限公司	联营企业	40.00%	氟制冷系统方案设计及销售安装
松下压缩机(大连)有限公司	联营企业	40.00%	半封闭活塞、涡轮压缩机生产销售
松下冷链（大连）有限公司	联营企业	40.00%	超市及医疗冷藏陈列设备制造销售
京滨大洋冷暖工业(大连)有限公司	联营企业	20.00%	车用空调系统及零部件生产
大连冰山保安休闲产业工程有限公司	联营企业	50%	-

资料来源：wind、公司官网

“工程+服务+投资”新型商务模式中，主要制冷工程平台为大连冰山工程集团有限公司（“冰山工程”），并新设松下冷机系统（大连）有限公司（“松下冷机”）作为补充；此外，子公司武新制冷将逐步转型余热及余冷利用方向，联营企业富士冰山将致力在自动售货机市场实现进一步扩展；按照三平台战略设计，具备系统工程承接能力的子公司专注工程方案设计安装，同时大冷整合旗下零部件制造企业，打造国内先进制冷工程零部件制造基地并为工程平台提供强有力后盾。同时，大冷拟将子公司冰山技术服务（大连）有限公司（“冰山技术服务”）发展成为专门技术服务平台，为客户提供售后技术服务及维修保养工作，近年争取实现独立盈利。另外与冰山集团合资新建投资平台——大连冰山集团管理咨询有限公司（“冰山咨询”），旨在帮助大冷发现投资机会、充分利用资源、并与控股股东形成事业共同体。

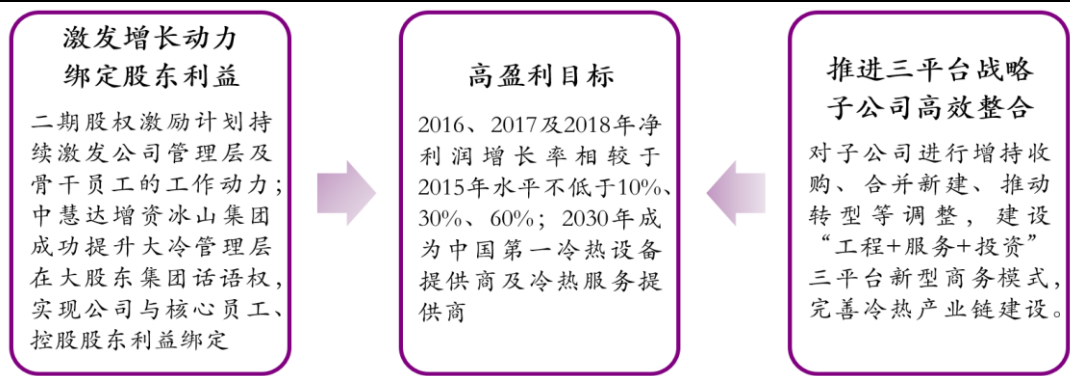
图 8：大冷股份主要子公司及联营企业行业分布状况



资料来源：wind、光大证券研究所

目前，大冷股份对子公司的总体发展战略定位为快速成长，预计未来可能对成长速度不达预期的子公司继续采取合并等整合措施，减少子公司数量，实现结构精简、高效运营及盈利高速增长。对重要联营企业，公司计划助力其 IPO 进程，并协助联营企业实现营收稳定增长。由于公司股权激励持续推行、与冰山集团利益绑定，预计大冷股份可顺利高效完成对子公司及联营企业的整合，实现新型商务模式布局，达成营收盈利双高目标。

图 9：大冷股份发展战略规划

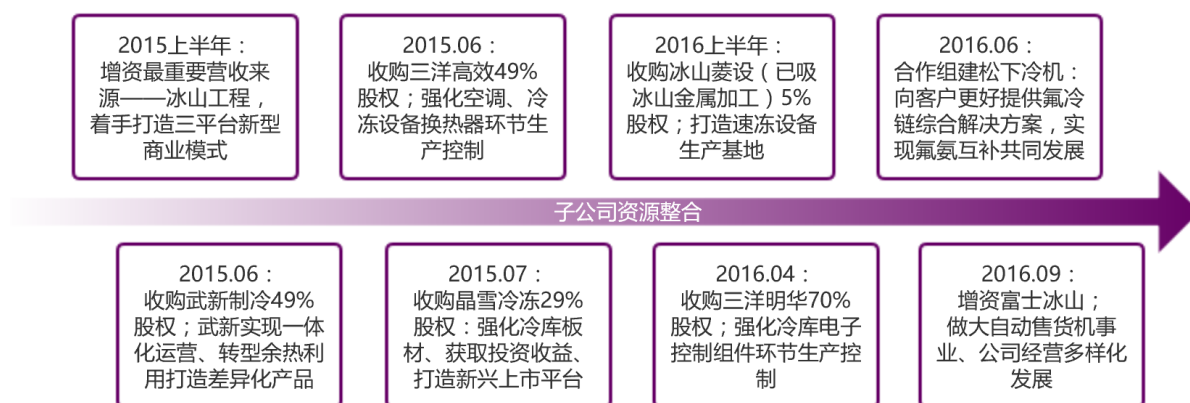


资料来源：wind、光大证券研究所

4、建设完善工程平台，合理布局冷热产业

为快速完善工程平台，并整合其零部件生产后盾，大冷自 2015 年起对相关子公司及联营企业进行了一系列调整，具体过程按时间顺序列示如下：

图 10：子公司及联营企业资源整合过程



资料来源：wind、公司公告

4.1、增资主体工程平台——冰山工程

在三平台创新商业模式中，冰山工程作为最主要的工程平台，主要向客户提供高质量的空调、冷库相关综合解决方案及成套制冷设备安装服务。目前，冰山工程正积极推动机电工程资质升级进程，预计 17 年 1 季度可将公司机电工程由 2 级资质升级为 1 级。资质升级完成后，大冷股份工程平台将有资格承接合同金额超 3000 万级别的工程项目，收入预期有更大提升。

图 11：冰山工程五大事业部



资料来源：wind、公司公告

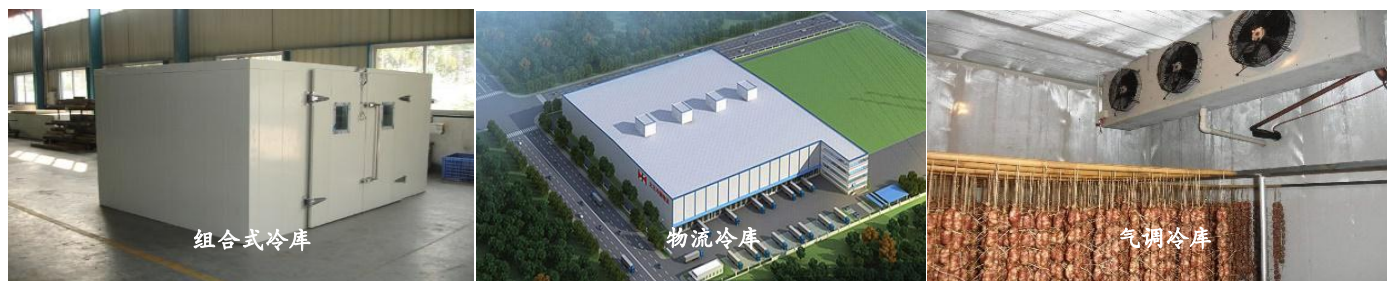
冰山工程现具备由工业制冷成套、中央空调成套、制冰成套、冷链成套、气调保鲜成套、组合库成套和特种制冷工程成套构成的七大成套能力；拥有食品冷冻冷藏、物流式冷库工程、工业冷冻、空调工程及新技术应用五大事业部，总体实力强劲。

2015 年，大冷股份对冰山工程增资金额共计约 271 万元，作为大冷股份旗下重要的工程平台，冰山工程预期可背靠大冷股份持续有力的发展支持。

4.1.1、产品覆盖食品冷冻及冷链物流行业，发展前景看好

在冷链物流领域，冰山工程可为客户提供包括组合式冷库、物流冷库和气调冷库在内的各类物流式冷库工程设计安装服务，综合解决能力国内领先。

图 12：冰山品牌主要物流式冷库



资料来源：wind、公司公告

其中，组合式冷库主要强调冷库组装材料部件的标准化，具有体积较小、方便安装转移等特点，常用于小型超市、餐厅及医院冷藏；物流冷库则需承担大量货物吞吐，占地面积较大；气调贮藏是在冷藏基础上增加气体成分调节、控制二氧化碳、氧浓度和乙烯浓度等条件以减少果蔬及腊制品食物的霉菌生长和病虫害的发生。目前冰山工程参与制造的大型物流冷库主要客户包括思念及蒙牛等。

表 5：冰山工程近期物流式冷库项目

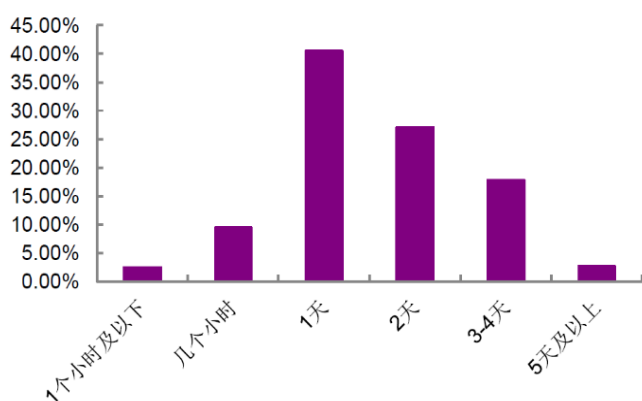
客户名称	冷库面积	冷库数量	冷库高度	冷库温度	冷库用途
思念物流中心	144m * 24m	3	24m	-18℃	调理食品
蒙牛（马鞍山）	82m * 32m	1	24m	-25℃	冰淇淋
	52m * 26m	2	18.7m	-25℃	冰淇淋
蒙牛（北京）	52m * 26m	2	18.7m	0℃	液态奶

资料来源：公司官网

21 世纪后冷链物流一直属于国家重点扶持的领域，2006 年起，我国政府在中多份文件中提出健全农产品冷链物流体系，支持冷链物流基础设施建设等要求，不断督促冷链物流行业的快速完善，整体支持力度持续加强。

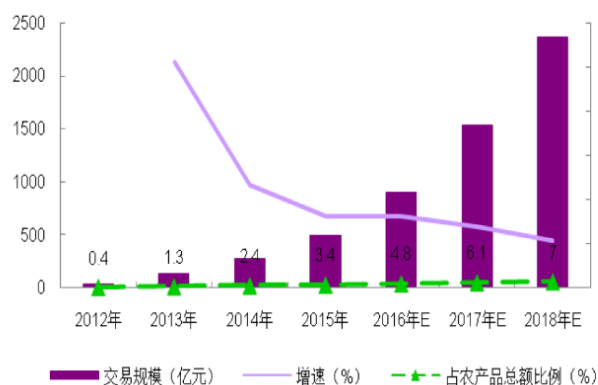
由于国内大量电商服务已经延伸至水果蔬菜、冷冻肉类及水产品等生鲜领域，在平均 1~2 天的运送耗时下，冷链物流成为未来物流发展的必然趋势。

图 13：我国电商平均快递时长



资料来源：wind、光大证券研究所

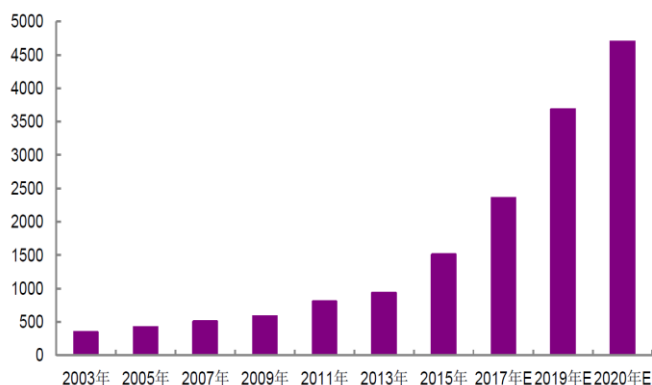
图 14：我国生鲜电商市场交易规模及增长率



资料来源：wind、光大证券研究所

得益于国家政策的大力支持与我国对冷链物流发展的现实需求，近年国内冷链产业呈现爆发式发展，市场规模不断扩大，预计 2020 年冷链行业市场总规模可达 4500 亿元。作为冷链物流设备上游提供商，大冷股份在物流冷库解决方案、制冷机组制造等方面的优势有望借助行业发展充分显现。

图 15：我国冷链市场规模快速发展（亿元）



资料来源：中国产业信息网

图 16：冷链物流主要设备



资料来源：中国产业信息网

同时，我国现存冷库大多建于上世纪 90 年代，以氨制冷剂为主，但由于氨毒性大且易引起大爆炸，以二氧化碳制冷系统为主导的冷库正逐渐成为发展主流。2015 年，大冷股份已成功签订 CO₂ 复叠制冷系统—北大泰华项目，可作为公司持续拓展 CO₂ 市场的样板工程，公司制冷技术在国内始终引领发展潮流。除普通冷冻冷藏和冷链物流领域，冰山工程还积极实现新兴技术领域发展，向顾客提供冻干工程、液态奶工艺冷却、啤酒及奶业工艺制冷等工程解决方案。目前，国内许多大型液态奶企业，如内蒙伊利、北京三元、济南佳宝、完达山、重庆天友、沈阳欣辉、新疆德隆等，都采用冰山集团模块化冰水装置。总体来看，冰山工程有望专注优质制冷工程服务、借助行业快速发展机遇和优秀的创新能力实现食品冷冻冷藏及冷链物流领域的营收盈利快速增长。

4.1.2、工业制冷、空调工程属业内领先，具备充足发展空间

工业制冷领域，冰山工程及大冷股份主要向石油制造企业提供油气开采、炼化、天然气处理、化工化肥等工艺过程的冷冻方案及相关配套零部件，也向部分生物制药企业提供制冷工程方案。

图 17：石油工业中的制冷需求



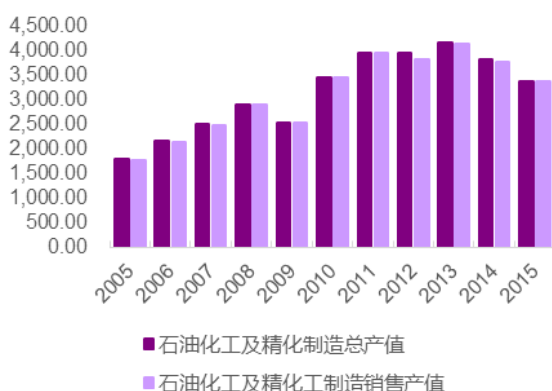
资料来源：wind、公司公告

公司主要石油工业客户包括中国石化（海南炼化、扬子石化、金陵石化、南京石化、上海石化、高桥石化、广州石化、茂名石化、镇海炼化、中原油田、南阳油田等）和中国石油（大连石化、大庆石化、吉林石化、兰州石化、乌

鲁木齐石化、克拉玛依石化、独山子石化、抚顺石化、辽阳石化、锦州石化、长庆油田、大庆油田、辽河油田等)。此外,冰山工程还可提供空调工程解决方案,主要包括:办公建筑空调、商业建筑空调、旅馆建筑空调、医院建筑空调及低温空调。

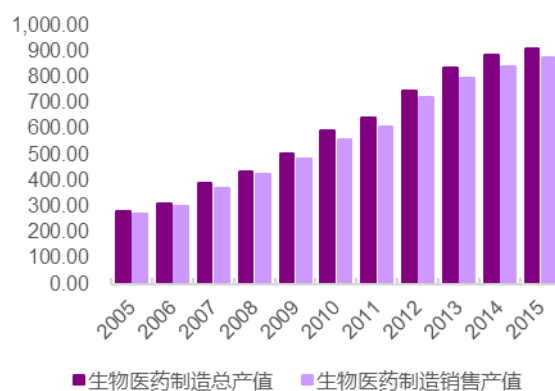
我国石油化工及生物制药产销量近年总体来呈现较大幅度增长,但当前石油化工行业受油价低迷影响整体增长速率放缓,产销量一度呈现下降趋势。考虑到石油化工产品在人类生活中的重要地位长期内不可被完全替代,公司未来在石油化工制冷领域内仍可尽力提升市场占有率、充分利用石化制冷发展空间。

图 18: 我国石油化工行业总产销值 (亿元)



资料来源: wind

图 19: 我国生物制药行业总产销值 (亿元)

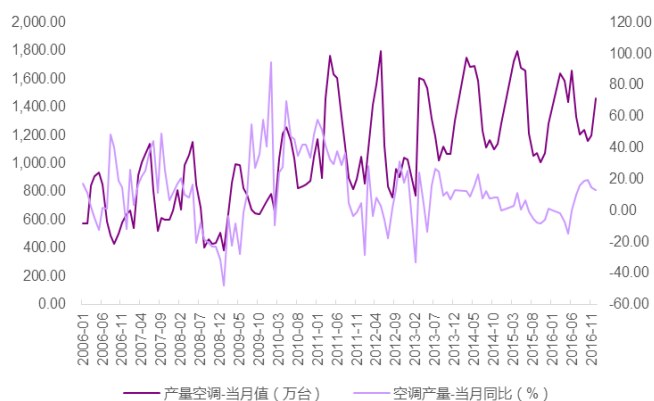


资料来源: wind

相比之下,生物制药行业产销量近十年内始终保持增长,随着我国医药科技不断进步、行业不断发展壮大,及“毒疫苗”事件后国家对疫苗药物冷冻储藏、冷藏运输把控的不断加强,生物制药制冷行业整体来看具有优良的发展预期。

另外,我国近年空调需求量总体呈现上升趋势,中央空调销售金额较几年前也有明显增加:

图 20: 我国空调产量变化

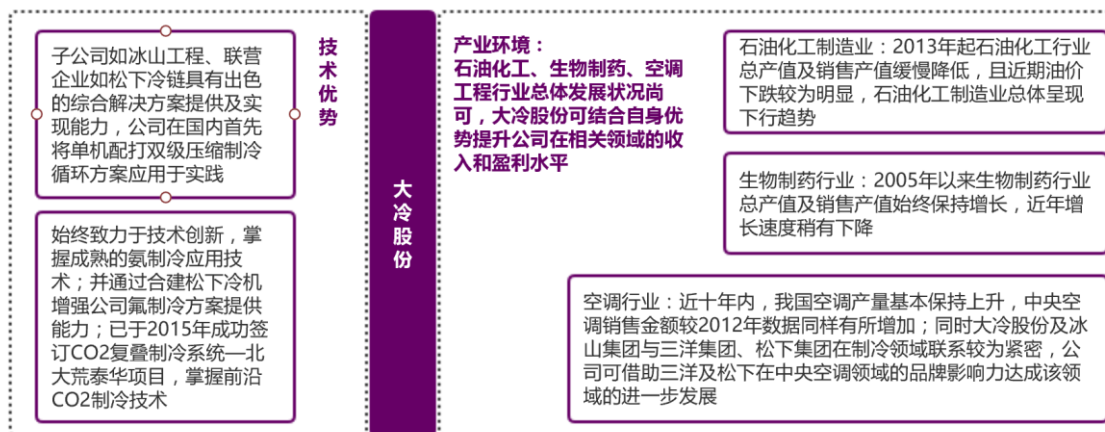


资料来源: wind

未来,公司可结合子公司及联营企业、参股企业如三洋集团、松下集团的优势,进一步扩大其空调市场占有率,提升冰山品牌影响力。

综合来看，大冷股份在石油化工、生物制药及空调行业仍有充足发展空间。公司宜在相关行业内继续提升市场占有率和品牌知名度，向国内第一制冷设备提供商和服务提供商稳步迈进。

图 21：工业制冷及空调工程发展前景

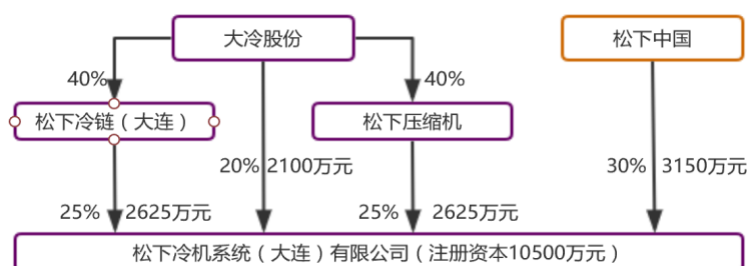


资料来源：wind、光大证券研究所

4.2、组建松下冷机——氟制冷工程平台作冰山工程补充

2016年6月，大冷股份与松下电器（中国）有限公司（“松下中国”）、联营企业松下冷链（大连）有限公司（“松下冷链”）、松下压缩机（大连）有限公司（“松下压缩机”）达成协议，共同投资兴建合资企业松下冷机。

图 22：合作组建松下压缩机



资料来源：wind、公司公告

松下冷机将主要从事氟制冷系统机头的生产和机组的组装，并向客户提供氟冷链系统综合解决方案，包括氟冷链系统的成套设计、销售、施工、及售后服务，帮助客户解决冷链运输过程中的低温保持问题。松下冷机可作为对大冷旗下工程平台——冰山工程的有效补充，为客户提供的氟冷链系统综合解决方案将与公司现有氨冷链系统综合解决方案实现良性互补，满足中国低温物流市场快速发展需求。松下冷机成立后，大冷旗下工程平台的制冷工程综合解决能力可得到进一步完善，有利于大冷股份统括全国冷链市场，加快速度提升市场占有率。

4.3、收购武新制冷，拓展余热余压利用工程市场

4.3.1、技术创新抢占市场先机

武新制冷成立于 2003 年，2015 年 9 月，大冷股份一共出资近 6670 万元，将其控股股份由 75% 增至 100%。

武新制冷曾主营螺杆压缩机、制冷空调设备的设计制造及销售安装调试、维修及产品售后技术服务。在转变为大冷股份全资子公司后，武新制冷将逐步从传统制冷空调领域实施战略转型，进入节能减排与能源综合利用及工艺气体压缩机领域。未来两年，武新制冷新型事业比重将不断上升、盈利有望过亿，最终可发展成为国内领先的余热回收及节能领域和工艺气体压缩机领域的供应商，和成套解决方案提供商。2016 年上半年，武新制冷 ORC 螺杆膨胀发电机组开始进入系列化推广阶段，已完成 5 个型号机组销售；水蒸汽螺杆膨胀发电机组也已进入市场导入阶段，完成 2 个型号机组销售。2016 年 7 月，武新制冷会同有关单位研发的我国首套天然气管网双级螺杆压力能发电及冷能回收系统在浙江衢州浮石门站开机调试成功，且公司另有多项应用项目处于积极运作中。

4.3.2、国内市场处于起步阶段，发展前景光明

在石油化工、冶金钢铁及电力行业的工艺过程中，常伴随大量热水、水蒸汽或其他高温蒸汽产生，目前余热回收主要即指利用上述废弃、排放掉的热源以实现余热发电，可帮助企业节约能源、降低用电成本。螺杆膨胀机组是目前余热利用领域的核心设备，非水蒸汽型热源一般需采用 ORC（有机朗肯循环）螺杆膨胀发电机组，水蒸汽热源则可采用水蒸汽螺杆膨胀发电机组进行余热回收利用。

随着我国对能源节约的重视程度逐步加强，余热利用行业发展前景十分光明。目前，我国余热利用行业尚属起步阶段，实际应用工程数量很少，武新

制冷可通过及时转型占据行业发展先机，并利用自身在螺旋膨胀发电机方面的研发与生产优势，向国内余热利用领军者迈进。

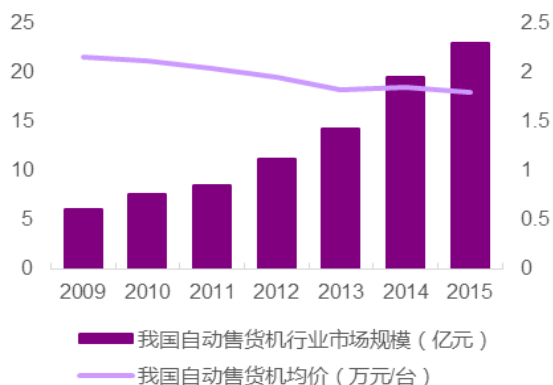
我国天然气冷能回收同样处于起步阶段，武新制冷可以此次成功开机调试为契机，加速推进战略转型，为我国的节能减排事业做出贡献，并引领国内天然气管网压力及冷能利用事业发展。总体来看，武新制冷可借此次战略转型及早占领余热余冷利用市场，基于已有的技术研发优势实现新兴领域内的快速发展，帮助公司盈利水平大幅提高，并向国内热产业链第一设备及服务提供商迈进。

4.4、增资富士冰山，开发自动售货机业务

大连富士冰山自动售货机有限公司（“富士冰山”）是大冷股份和富士电机株式会社（“富士电机”）于2003年共同出资兴建的合资企业，主要从事自动售货机的开发、制造、销售、安装、维修及相关咨询和售后服务。大冷股份持有富士冰山49%股权。目前，富士冰山累计销售自动售货机超过十万余台，已全面实现产品智能化升级，以非现金支付方式及远程控制系统作为标配，是中国自动售货机行业的领军企业。本次富士冰山股东对其增资额度共计为22亿日元，由股东双方按照原出资比例分两期认缴：其中大冷股份持一期增资需缴付3.332亿日元（约2,212万元人民币），二期增资需缴付7.448亿日元（约4,946万元人民币），增资完成后，富士冰山预计产能将大幅提升。

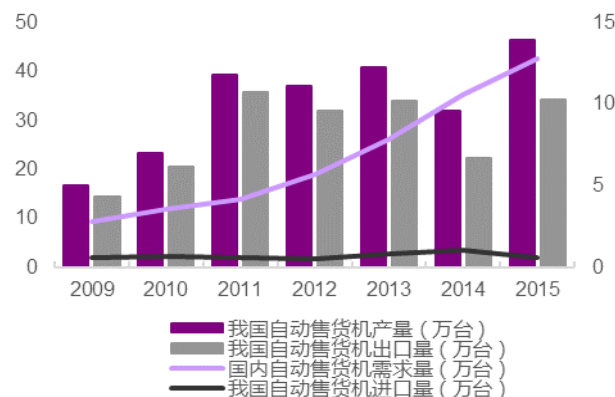
我国自动售货机市场正处于快速发展时期，目前国内自动售货机去向以出口为主，但总体产量及需求量始终保较快上升。

图 23：我国自动售货机行业规模（万元）及均价



资料来源：wind

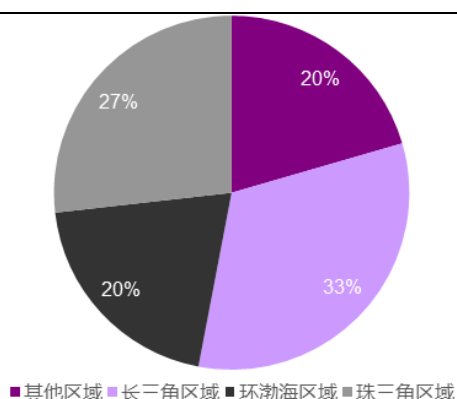
图 24：我国自动售货机需求及产量对比



资料来源：wind

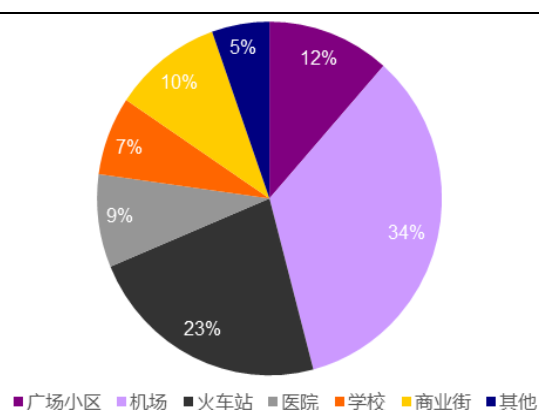
我国当前自动售货机主要分布于经济较为发达的长三角及珠三角地区，随着我国经济不断发展，城市逐步向整洁化、现代化、功能化转变，未来在中央商业区无法触及的医院、学校、生活小区等场所，自动售货机需求有望大幅提升。

图 25：我国自动售货机区域分布情况



资料来源：中国产业信息网

图 26：我国自动售货机主要分布场所



资料来源：中国产业信息网

目前，大冷股份董事长纪志坚、董事徐郡饶同时在富士冰山担任董事，公司与富士冰山关系较为密切，此次大冷股份对富士冰山增资，将有利于促进公司业务多元化，帮助公司抓住快速成长的中国自动售货机市场商机，更好应对中国自动售货机市场需求，提升公司总体盈利能力。

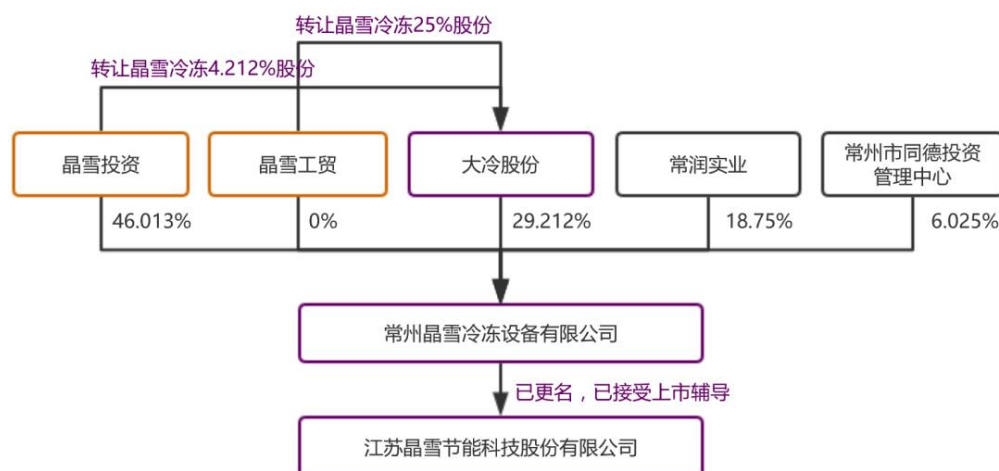
4.5、调整零部件制造企业，打造工程平台坚实后盾

2015 年以来，大冷股份对旗下零部件制造企业同样进行了较大调整，旨在建设先进的零部件制造基地，为工程平台提供强有力后盾。大冷于 2015 年先后收购大连三洋高效制冷系统有限公司（“三洋高效”）（已更名为“大连尼维斯”）及常州晶雪冷冻设备有限公司（“晶雪冷冻”）部分股权，并于 2016 年继续收购大连三洋明华电子有限公司（“三洋明华”）及大连冰山菱设速冻设备有限公司（“冰山菱设”）部分股权，其中，冰山菱设已转化为全资子公司，目标定位大冷速冻设备制造基地。

4.5.1、收购晶雪节能，助力联营企业上市进程

2015 年 7 月，公司以 13000 万元价格，收购常州晶雪冷冻设备有限公司（“晶雪冷冻”）29.2121% 股权。受让完成后，晶雪冷冻成为公司联营企业。

图 27：收购晶雪冷冻（“晶雪节能”）



资料来源：wind、公司公告

晶雪冷冻拥有 20 余年发展历史，是国内领先的冷藏库库体和节能厂房围护整体解决方案供应商，也是国内规模居前的节能保温板材生产厂家。目前公司拥有两条国际先进的板材连续生产线，建成了两个生产基地和遍布全国的销售网络，拥有 200 万平方米各类节能板材、10000 扇冷库门和工业门及 5000 个升降平台的年生产能力。

同时，晶雪冷冻具有优秀的技术研发能力，目前已参与超过 14 项国家及行业标准的起草修订，先后被评为“国家级高新技术企业”、“江苏省科技型中小企业”。2012 年，晶雪冷冻申请并成立“江苏省冷链物流设备与材料工程技术研究中心”；2013 年，公司的各类节能、保温板材产品通过美国 FM 认证，晶雪冷冻成为国内节能板材领域里通过该认证品种规格最多的企业；2016 年，公司被国家环保部评定为“含氢氯氟烃使用配额许可单位”。且 2016 年 9 月，晶雪冷冻完成股份制改革，更名为“江苏晶雪节能科技股份有限公司”（“晶雪节能”），同年 12 月，晶雪节能公告确认接受民生证券对其进行首次公开发行股票辅导，拟在近年内完成 IPO 进程。

收购完成后，晶雪节能预估每年可为公司带来逾千万投资收益，大冷旗下冷链产业也将得到进一步完善，工程平台有望在冷库板材、冷库门等配套件方面获得支持。

4.5.2、掌握更多冷库配件生产，打造速冻设备制造基地

2015 年 7 月，大冷股份以约 2700 万元的价格受让大连三洋高效制冷系统有限公司（“三洋高效”）30% 股权。三洋高效现已更名为大连尼维斯冷暖技术有限公司（“大连尼维斯”），主要生产冷冻、冷藏机器及空调机生产用的热交换器、热交换器相关零部件、连接管部件等，并附带提供器件销售及维修服务。2016 年 4 月，大冷股份收购其原先联营企业——大连三洋明华电子有限公司另 70% 股权，将三洋明华转变为全资子公司。目前，三洋明华主要从事电子控制线路板、电子控制装置及相关配套件的生产与销售，客户广泛分布于东亚及欧洲地区，预计 17 年即可获百万利润、且近年利润有望大幅增加。

此外，大冷股份还于 2016 年上半年完成收购冰山菱设 5% 股权收购，将冰山菱设转变为全资子公司，并进行增资。此前，公司已主导完成冰山菱设对原有全资子公司大连冰山金属加工有限公司的吸收合并，未来，大冷股份将以打造速冻设备制造基地作为冰山菱设的发展目标。速冻设备制造基地将为工程平台解决方案的实现提供强有力依托，帮助公司工程平台继续降低营业成本、提升工程质量、向制冷产业的领军者快速迈进。

5、服务平台+投资平台实现新型商务模式配套

5.1、收购服务平台，推行信息化服务实现快速成长

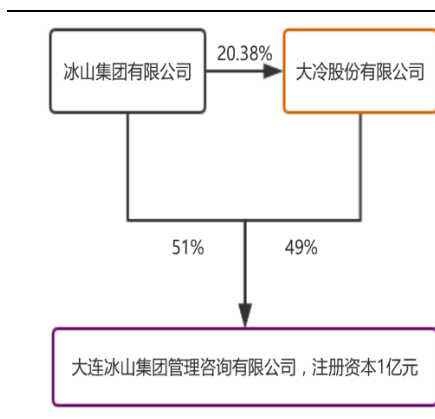
2015 年 8 月，大冷股份由冰山国贸手中收购冰山技术服务（大连）有限公司（“冰山技术服务”）60% 股权，对冰山技术服务的总持股比例上升至 100%。冰山服务曾主要从事制冷空调成套设备技术、节能安全技术、合同能源管理及制冷设备租赁的开发咨询维保服务，具有充足的服务及销售经验。为更好实现服务平台功能，公司正积极推行信息化服务方式：目前，公司 ERP（企业资源管理）系统已正式上线运营，可帮助其实现服务标准化高效推进、服

务产业化有序拓展；同时，冰山技术服务也将继续在实现大数据概念方向不断努力：2016年，公司已可实现对100家客户的远程访问，未来可远程访问的客户数量将继续提升。技术服务平台的构建与发展有望帮助大冷股份实现技术服务板块的独立盈利，向客户提供高质量的“工程+技术咨询”配套服务也将帮助工程平台进一步市场、对公司提升整体收入及盈利十分有利。

5.2、新设投资平台，打造大冷冰山事业共同体

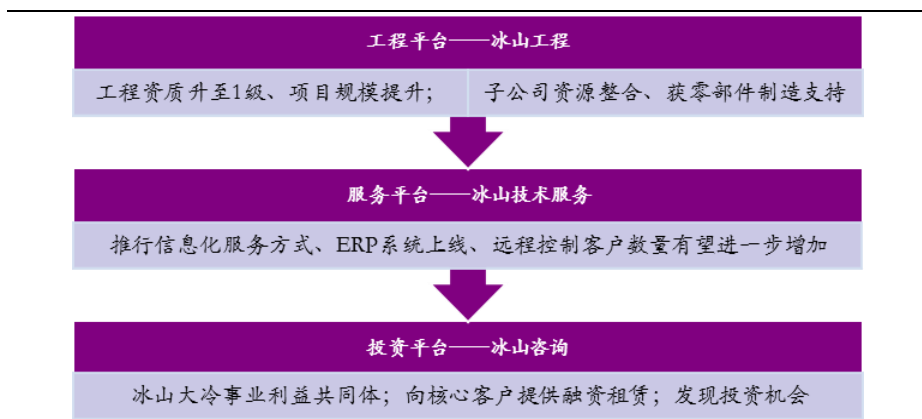
2016年11月，大冷股份与其大股东冰山集团达成协议，共同出资设立投资平台公司，帮助大冷探索培育新事业、助力未来良性成长。其中，大冷股份以现金出资4900万元，持有投资平台公司49%的股权。目前，投资平台公司——大连冰山集团管理咨询有限公司（“冰山咨询”）已正式成立，营业执照已领取。据规划，冰山咨询将首先致力于如下两类新事业经营：向公司核心客户提供围绕其产业链的融资机会，如融资租赁等；大冷股份厂房搬迁完成后，由投资平台协助公司将原有土地会租赁给项目公司运营。此外，投资平台也将关注其他冷热产业投资机会，充分发掘公司资源。

图 28：冰山咨询股权结构



资料来源：wind、公司公告

图 29：三平台搭建发展过程



资料来源：光大证券研究所

投资平台的建设是大冷股份与冰山集团的直接合作，有助二者联系进一步加深，事业共同体的打造有望继续加强冰山集团对大冷的支持，公司未来战略的顺利推行实施具备可靠保障。

6、冰山资产注入预期+定向增发助力股价提升

6.1、冰山集团持有优质冷链资产，存在注入预期

冰山集团整体经营范围涵盖工业制冷产品、冷冻冷藏产品、大中小空调产品、石化装备产品、电子电控产品、家用电器产品、环保设备产品等领域产品的研制、开发、制造、销售、服务及安装。除大冷股份外，冰山集团仍拥有其他冷链相关资产，年总计净利润预估可超亿元。其他主要子公司列示如下：

表 6：冰山旗下其他子公司

公司名称	持股比例	主营业务
大连冰山集团冷冻设备有限公司	51%	制冷设备制造安装、货物技术进出口等
林德工程（大连）有限公司	44%	空分成套装置及压力容器生产
大连斯频德环境设备有限公司	40%	冷却塔及空气净化设备制造建设
林德工程（杭州）有限公司	25%	空分装置、蒸汽重整装置等生产

大连冰山集团制冷工程有限公司	10%	制冷成套工程设计安装
BAC 大连有限公司	-	冷凝器、冷却器及冷却塔制造建设
大连第三制冷设备厂	-	制冷设备及配件生产、零部件生产加工
大连神通电气有限公司	-	制冷电控产品研发制造、销售安装及维修

资料来源：wind、公司官网

大冷股份是冰山集团旗下唯一的上市平台，冰山旗下其他冷链相关子公司可较好对口大冷股份三平台布局，公司存在资产注入预期。

图 30：冰山旗下其他冷链相关资产对口情况



资料来源：wind、公司公告

2017 年 2 月起，冰山集团已相继将所持大连冰山国际贸易有限公司与大连冰山金属技术有限公司股份全部转让至大冷股份，资产注入预期已开始兑现，结合目前大冷与冰山的紧密联系状态，未来更多良性资产有望实现快速注入，公司估值可能进一步提升。

6.2、定向增发进一步加强股价提升动力

2016年5月，大冷股份确定7名特定对象获得非公开发行配售。本次发行股份总数为58,645,096股，发行价格为9.89元/股，募集资金总额5.8亿元。获得配售对象列示如下：

表 7：大冷股份非公开发行概况：

发行对象	发行对象类型	配售股数	配售金额（元）	锁定期（月）
浙江财通资本投资有限公司	私募及其他	5864509	57999994.01	12
兴证证券资产管理有限公司	私募及其他	13852376	136999998.64	12
鹏华基金管理有限公司	基金公司	20141557	199199998.73	12
信达澳银基金管理有限公司	基金公司	5864509	57999994.01	12
深圳尚诚壹品资产管理有限公司	私募及其他	5864509	57999994.01	12
博时基金管理有限公司	基金公司	5965621	589999991.69	12
财通基金管理有限公司	基金公司	1092051	10800028.35	12
合计	-	58645096	5799999999.44	-

资料来源：wind、公司公告

定增解锁日期在2017年6月，结合增发价格来看，近期股价下行空间不大，且公司在解锁日前通常具有更强股价提升动力。

7、盈利预测与估值

依据大冷股份最新一期合并财务报表状况，对于未来盈利预测我们做出如下假设：

- 1) 制冷综合解决方案及设备提供方面，16~18年收入增速分别为20%、25%、25%；
- 2) 余热利用业务系统16~18年收入增速分别可达15%、20%、20%；
- 3) 公司毛利率水平稳步增长至20%左右，
- 4) 公司费用比率取近3年内平均水平

表 8：主要业务盈利预测

			2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
工业制冷	大冷母公司	持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%
		收入（万元）	83168.77	54147.53	56,854.91	62,540.40	71,921.46	82,709.68
		同比（%）	-7.65%	-34.89%	5.00%	10.00%	15.00%	15.00%
		成本（万元）	83597.91	55378.43	47,758.12	51,908.53	58,975.59	67,821.93
		同比（%）	-4.97%	-33.76%	-13.76%	8.69%	13.61%	15.00%
		毛利（万元）	-429.14	-1230.9	9096.79	10631.87	12945.86	14887.74
		毛利率（%）	-0.52%	-2.27%	16.00%	17.00%	18.00%	18.00%
余热利用	武新制冷	持股比例	51%	100%	100%	100%	100%	100%
		收入（万元）	27122	25036.41	28,791.87	34,550.25	41,460.29	49,752.35
		同比（%）	2.50%	-7.69%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%
销售服务	冰山技术	持股比例	60%	100%	100%	100%	100%	100%
		收入（万元）	0.00	7,927.00	14,268.60	27,110.34	48,798.61	58,558.33
		同比（%）	-	100.00%	80.00%	90.00%	80.00%	20.00%
	其他	收入（万元）	32280.79	73,640.90	92,986.83	116,926.78	139,229.34	170,671.28
		同比（%）	0.00%	128.13%	26.27%	25.75%	19.07%	22.58%
	合并报表	收入（万元）	142,571.56	160,751.84	192,902.21	241,127.76	301,409.70	361,691.64
		同比（%）	-7.16%	12.75%	20.00%	25%	25%	20%
		成本（万元）	108,655.07	130,984.38	162,037.85	192,902.21	226,057.28	271,268.73
		同比（%）	-	20.55%	23.71%	19.05%	17.19%	20.00%
		毛利（万元）	33,916.49	29,767.46	30,864.35	48,225.55	75,352.43	90,422.91
		毛利率（%）	23.79%	18.52%	17.50%	18.50%	20.00%	20.00%
联营企业财务信息预测								
制冷空调	松下压缩机	持股比例	40%	40%	40%	40%	40%	40%
		收入（万元）	243,307.00	189,436.00	208,379.60	250,055.52	300,066.62	360,079.95
		同比（%）	-	-22.14%	10.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	京滨大洋	持股比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%
		收入（万元）	55,787.00	68031.42	81,637.70	102,047.13	127,558.91	159,448.64
食品冷冻冷藏冷链物流	松下冷链	持股比例	40%	40%	40%	40%	40%	40%
		收入（万元）	168,930.00	172,466.00	206,959.20	258,699.00	323,373.75	404,217.19
		同比（%）	-	2.09%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%
	晶雪节能	持股比例	0	29.21%	29.21%	29.21%	29.21%	29.21%
		收入（万元）	52427.17	59112.32728	70,934.79	88,668.49	110,835.61	138,544.52
		同比（%）	-	12.75%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%
	富士冰山	持股比例	49%	49%	49%	49%	49%	49%
		收入（万元）	37,562.00	46,308.00	57,885.00	75,250.50	97,825.65	122,282.06
		同比（%）	-	23.28%	25.00%	30.00%	30.00%	25.00%

资料来源：光大证券研究所

根据假设,我们预测公司 2016~2018 年收入可达 19.29 亿, 24.11 亿, 30.14 亿元, 归母净利润可达 1.71 亿, 2.12 亿, 3.06 亿元。

表 9: 2017.3.14 可比公司估值比较

证券代码	公司名称	股价	EPS				PE			
			15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
000811	烟台冰轮	16.45	0.72	0.64	0.72	0.81	23	26	23	20
000530	大冷股份	12.41	0.36	0.28	0.35	0.50	34	44	35	25
002639	雪人股份	11.98	0.03	0.09	0.15	0.25	399	133	80	48
002158	汉钟精机	10.96	0.56	0.32	0.38	0.45	20	34	29	24

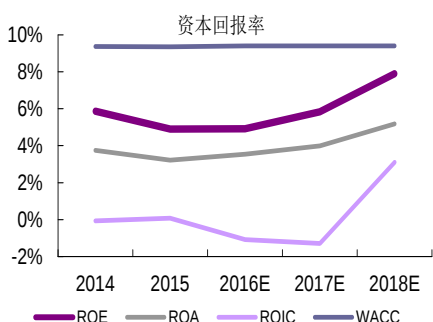
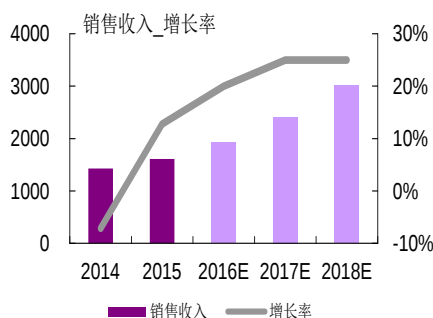
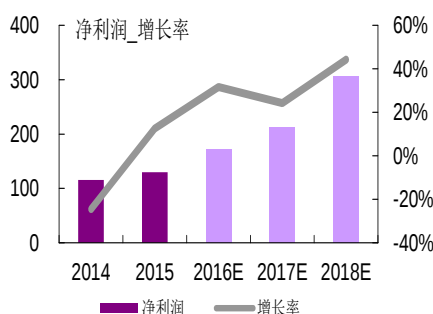
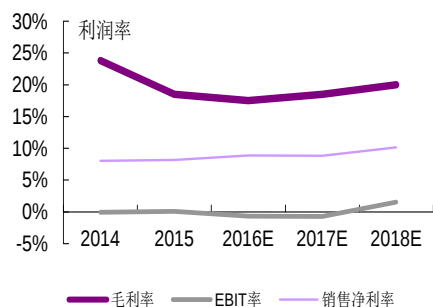
资料来源: Wind

我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.28 元, 0.35 元, 0.50 元, 考虑到大冷股份未来几年超过 30%的净利润复合增速, 给予公司 2018 年 30 倍 PE, 对应目标价 15 元, 维持“买入”评级。

8、风险分析

净利润增长不达预期的风险;

制冷行业竞争过于激烈的风险。



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,426	1,608	1,929	2,411	3,014
营业成本	1,087	1,310	1,591	1,965	2,411
折旧和摊销	42	44	67	71	74
营业税费	12	13	16	20	24
销售费用	123	80	106	123	145
管理费用	186	187	222	275	341
财务费用	-6	0	-19	-42	-40
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	104	129	155	186	223
营业利润	109	130	161	210	309
利润总额	124	136	180	224	322
少数股东损益	-1	1	0	0	0
归属母公司净利润	115.44	129.95	170.99	212.42	306.21

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	3,054	4,082	4,828	5,313	5,912
流动资产	1,338	1,331	2,810	3,241	3,795
货币资金	509	245	1,682	1,793	1,989
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	439	671	618	838	1,089
应收票据	15	72	0	0	0
其他应收款	34	23	35	45	51
存货	315	259	420	498	582
可供出售投资	42	733	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,039	1,220	1,282	1,356	1,446
固定资产	414	450	465	470	450
无形资产	154	158	150	143	136
总负债	990	1,369	1,287	1,611	1,968
无息负债	930	1,286	1,287	1,611	1,968
有息负债	60	83	0	0	0
股东权益	2,064	2,714	3,541	3,702	3,944
股本	350	360	612	612	612
公积金	1,128	1,211	1,612	1,612	1,612
未分配利润	486	526	661	822	1,065
少数股东权益	97	66	66	66	66

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	28	-51	44	59	115
净利润	115	130	171	212	306
折旧摊销	42	44	67	71	74
净营运资金增加	-17	55	34	141	182
其他	-112	-280	-228	-364	-447
投资活动产生现金流	4	-236	801	61	104
净资本支出	-38	-60	-50	-50	-30
长期投资变化	1,039	1,220	-62	-74	-89
其他资产变化	-997	-1,396	912	186	223
融资活动现金流	-59	33	593	-9	-23
股本变化	0	10	252	0	0
债务净变化	23	23	-83	0	0
无息负债变化	9	356	1	324	357
净现金流	-27	-254	1,437	112	196

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-7.16%	12.75%	20.00%	25.00%	25.00%
净利润增长率	-24.55%	12.57%	31.59%	24.23%	44.15%
EBITDA/EBITDA 增长率	-47.35%	9.61%	18.73%	-0.58%	124.71%
EBIT/EBIT 增长率	-101.76%	-221.51%	-1703.00%	31.85%	-368.41%
估值指标					
PE	66	58	44	36	25
PB	4	3	2	2	2
EV/EBITDA	83	65	99	99	43
EV/EBIT	-5,074	3,606	-408	-307	112
EV/NOPLAT	-5,494	3,736	-429	-323	118
EV/Sales	2	2	3	2	2
EV/IC	4	3	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	23.79%	18.52%	17.50%	18.50%	20.00%
EBITDA 率	2.90%	2.82%	2.79%	2.22%	3.98%
EBIT 率	-0.05%	0.05%	-0.68%	-0.72%	1.54%
税前净利润率	8.70%	8.46%	9.33%	9.27%	10.69%
税后净利润率 (归属母公司)	8.10%	8.08%	8.86%	8.81%	10.16%
ROA	3.75%	3.21%	3.54%	4.00%	5.18%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.87%	4.91%	4.92%	5.84%	7.90%
经营性 ROIC	-0.07%	0.07%	-1.08%	-1.29%	3.11%
偿债能力					
流动比率	1.43	1.09	2.27	2.08	1.98
速动比率	1.09	0.88	1.93	1.76	1.67
归属母公司权益/有息债务	32.78	32.05	-	-	-
有形资产/有息债务	47.96	47.16	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.21	0.28	0.35	0.50
每股红利	0.09	0.06	0.08	0.10	0.15
每股经营现金流	0.05	-0.08	0.07	0.10	0.19
每股自由现金流(FCFF)	0.06	-0.09	-0.04	-0.15	-0.08
每股净资产	3.22	4.33	5.68	5.94	6.34
每股销售收入	2.33	2.63	3.15	3.94	4.93

资料来源：光大证券、上市公司

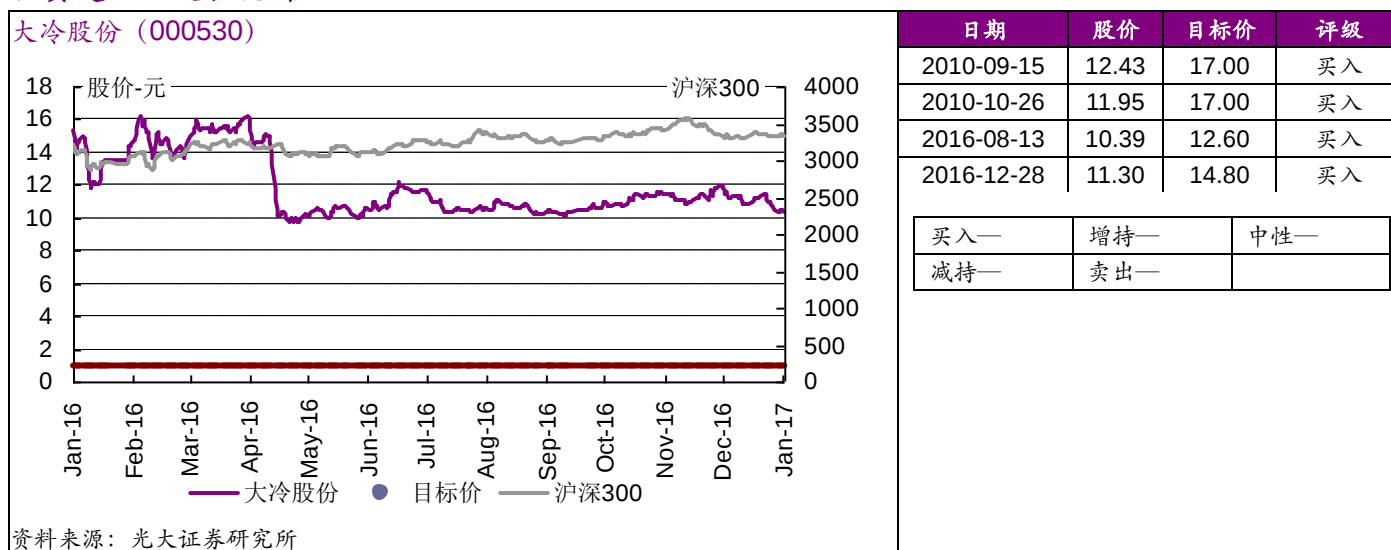
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
北京	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com
国际业务				