2016年业绩符合预期，整合提效见成效

大冷股份(000530)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	11.23
合理价格区间(元):	14~16

肖群稀 研究员 执业证书编号：S0570512070051
0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

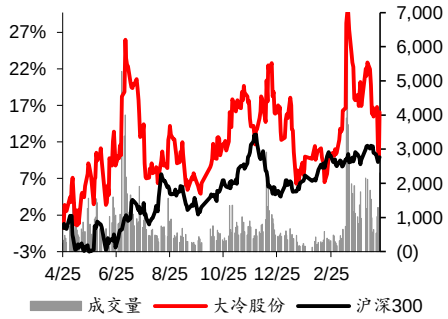
章诚 研究员 执业证书编号：S0570515020001
021-28972071
zhangcheng@htsc.com

金榜 联系人 021-28972092
jinbang@htsc.com

相关研究

1《大冷股份(000530):2017年机制创新成效将显现》2016.12
2《大冷股份(000530):管理层在集团层面增资，打造事业利益共同体》2015.12
3《大冷股份(000530):第三季度业绩开始出现环比改善》2015.10

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本（百万股）	611.78
流通A股（百万股）	356.84
52周内股价区间（元）	9.73-15.10
总市值（百万元）	6,870
总资产（百万元）	4,994
每股净资产（元）	5.35

资料来源：公司公告

2016年扣非后净利润增速符合预期，盈利逐季改善

2016年公司营业收入17.79亿元/+10.7%；利润总额1.88亿元/+38.4%，扣除非经常性损益后净利润1.45亿/+15.15%。2017Q1收入4.75亿/+18.5%，净利润3329万/+30.4%。净利润增速自2016Q4以来持续回升。2017年经营计划：销售收入21.5亿元/+21%，利润2.35亿元/+25%。

产品结构变化，本部毛利率同比略降

2016年公司毛利率18.03%，同比下降0.5个百分点，2017Q1为15.2%下降1.5个pct，主要原因是销售收入中解决方案的占比提升，解决方案中的外购品毛利率相对较低，拉低了综合毛利率水平。未来公司将严格控制解决方案中外购产品的占比，使毛利率保持稳定。

内部业务整合提效见成效，期间费用率收窄

2016年期间费用率16.14%下降0.5个pct，营业费用率4.58%同比下降0.4个pct，管理费用率11.29%同比下降0.35个pct；2017Q1，期间费用率14.16%同比下降2.4个pct，销售费用率3.84%同比下降0.5个pct，管理费用率10.22%同比下降1.6个pct。管理费率降低得益于公司新工厂智能化水平较高，对工人需求量下降，公司因此分流了近百名员工，2017年公司将继续进行员工分流，管理费用率将进一步降低。

联营企业投资收益占利润总额69%，国君股权收益占比21%

2016年公司投资收益1.74亿，其中国泰君安分红和股权处置收益约4000万，对联营企业的投资收益1.3亿/+3.6%，4家联营公司贡献了95%的投资收益：1）松下压缩机：收入17.5亿，利润1.59亿，贡献投资收益6360万元/+7%，占投资收益的48%。2）富士冰山：收入4.5亿元，净利润5208万元，投资收益2552/-11%，占19.6%。3）大洋冷暖工业：收入8.12亿，净利润9272万元，投资收益1855万/+17%，占14.5%。4）晶雪冷冻：收入5亿，净利润5677万元，投资收益1658万元/+41%，占12.75%。

资源整合高效推进

1）收购三洋明华70%股权，将三洋明华由联营公司转变为全资子公司，提升公司产品智能化水平；2）收购冰山菱设5%股权并增资，将冰山菱设由控股子公司转变为全资子公司，打造公司速冻设备制造基地；3）组建松下冷机，更好为客户提供氟冷链系统综合解决方案，满足中国低温物流市场快速发展需求；4）增资富士冰山，将其生产能力从目前的5万台/年提高到10万台/年，更好应对快速成长的中国自动售货机市场商机。

维持买入评级

根据公司最近在手订单和业务拓展的情况,我们调整了公司的盈利预测，预计公司2017~2019年收入为22、26.6、31.5亿元，净利润为2.5、3和3.8亿元，PE为28、23和18倍。参考同类公司给予2017年35-40倍pe，合理股价为14-16元。

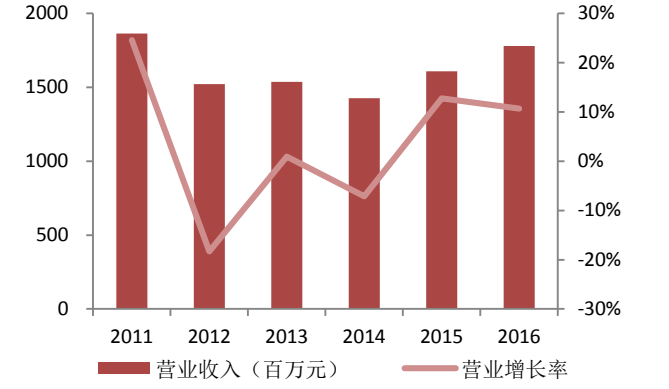
风险提示：宏观经济复苏的力度低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,608	1,779	2,224	2,669	3,150
+/-%	12.75	10.70	25.00	20.00	18.00
归母净利润（百万元）	129.95	178.63	246.67	299.93	378.58
+/-%	12.57	37.47	38.09	21.59	26.22
EPS（元，最新摊薄）	0.21	0.29	0.40	0.49	0.62
PE（倍）	52.87	38.46	27.85	22.91	18.15

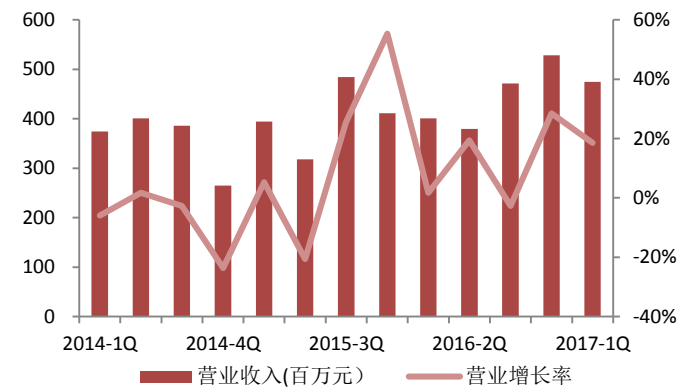
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 年度收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

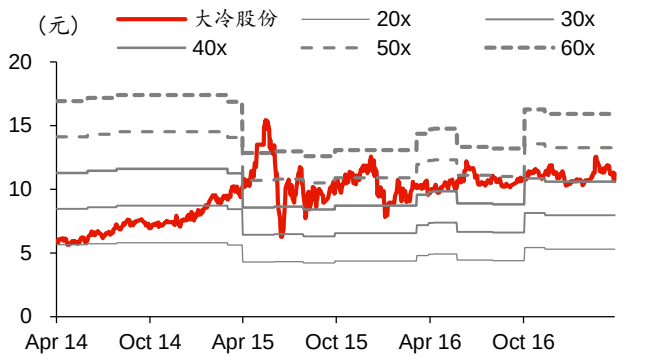
图表2： 季度收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

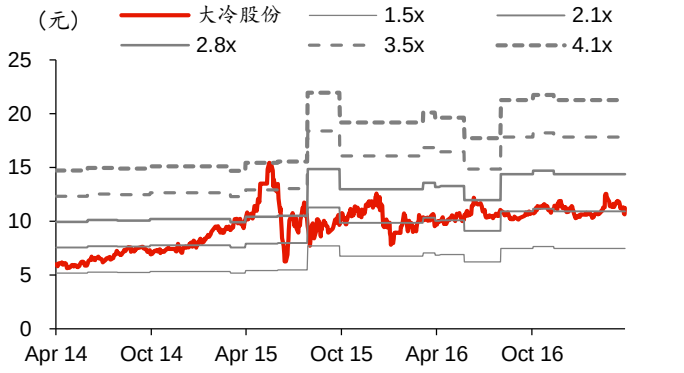
PE/PB – Bands

图表3： 大冷股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 大冷股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,331	2,082	2,628	3,329	4,074
现金	244.79	679.72	989.53	1,316	1,751
应收账款	671.42	759.05	867.90	1,098	1,290
其他应收账款	22.76	52.98	53.43	65.37	79.42
预付账款	44.22	95.14	97.41	124.35	143.80
存货	259.10	323.86	436.51	504.72	562.24
其他流动资产	88.22	171.66	182.99	219.85	248.66
非流动资产	2,752	2,901	2,875	2,799	2,732
长期投资	1,220	1,310	1,280	1,290	1,287
固定投资	449.91	509.42	620.68	641.39	616.84
无形资产	158.42	154.71	149.88	144.99	140.12
其他非流动资产	923.30	927.21	824.74	723.00	688.03
资产总计	4,082	4,984	5,503	6,128	6,806
流动负债	1,216	1,373	1,598	1,893	2,186
短期借款	82.60	45.00	60.03	58.78	56.90
应付账款	660.40	839.08	981.52	1,195	1,403
其他流动负债	472.63	488.97	556.85	639.58	725.93
非流动负债	153.01	293.08	272.95	293.01	286.35
长期借款	0.00	160.00	160.00	160.00	160.00
其他非流动负债	153.01	133.08	112.95	133.01	126.35
负债合计	1,369	1,666	1,871	2,186	2,472
少数股东权益	66.26	69.59	69.59	79.94	93.00
股本	360.17	611.78	611.78	611.78	611.78
资本公积	630.27	1,023	1,023	1,023	1,023
留存公积	1,107	1,249	1,928	2,228	2,606
归属母公司股	2,648	3,248	3,562	3,862	4,241
负债和股东权益	4,082	4,984	5,503	6,128	6,806

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(50.57)	(7.71)	94.83	133.97	227.75
净利润	131.22	181.93	246.67	310.28	391.64
折旧摊销	44.44	46.87	55.81	65.99	71.04
财务费用	0.13	4.60	6.45	6.97	6.85
投资损失	(128.91)	(173.74)	(171.60)	(191.73)	(220.48)
营运资金变动	(128.20)	(115.76)	(63.79)	(126.61)	(56.42)
其他经营现金	30.76	48.39	21.29	69.07	35.12
投资活动现金	(236.40)	(264.41)	138.88	200.75	215.60
资本支出	60.69	339.76	0.00	0.00	0.00
长期投资	222.17	55.90	31.41	(10.47)	3.49
其他投资现金	46.46	131.26	170.29	190.28	219.09
筹资活动现金	33.30	706.29	76.09	(8.18)	(8.74)
短期借款	22.60	(37.60)	15.03	(1.25)	(1.88)
长期借款	0.00	160.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	10.15	251.61	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	47.98	392.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(47.43)	(60.14)	61.05	(6.93)	(6.86)
现金净增加额	(253.83)	434.02	309.80	326.54	434.60

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,608	1,779	2,224	2,669	3,150
营业成本	1,310	1,459	1,779	2,135	2,520
营业税金及附加	12.59	17.76	22.20	26.64	31.43
营业费用	80.10	81.56	93.42	104.10	113.39
管理费用	187.05	200.96	233.56	264.26	292.92
财务费用	0.13	4.60	6.45	6.97	6.85
资产减值损失	17.12	17.65	15.00	12.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	128.91	173.74	171.60	191.73	220.48
营业利润	129.59	172.11	245.84	311.61	395.83
营业外收入	7.46	39.10	10.00	10.00	10.00
营业外支出	1.11	23.03	0.56	0.56	0.56
利润总额	135.95	188.18	255.28	321.05	405.27
所得税	4.73	6.25	8.61	10.78	13.63
净利润	131.22	181.93	246.67	310.28	391.64
少数股东损益	1.27	3.30	0.00	10.35	13.06
归属母公司净利润	129.95	178.63	246.67	299.93	378.58
EBITDA	174.16	223.58	308.10	384.57	473.72
EPS (元)	0.21	0.29	0.40	0.49	0.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.75	10.70	25.00	20.00	18.00
营业利润	18.48	32.81	42.84	26.75	27.03
归属母公司净利润	12.57	37.47	38.09	21.59	26.22
获利能力 (%)					
毛利率	18.52	18.03	20.00	20.00	20.00
净利率	8.08	10.04	11.09	11.24	12.02
ROE	4.91	5.50	6.92	7.77	8.93
ROIC	17.65	15.96	23.48	29.33	39.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.52	33.43	34.01	35.67	36.33
净负债比率 (%)	6.04	12.30	11.76	10.01	8.77
流动比率	1.09	1.52	1.64	1.76	1.86
速动比率	0.87	1.28	1.36	1.48	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.39	0.42	0.46	0.49
应收账款周转率	2.37	2.08	2.29	2.27	2.21
应付账款周转率	2.24	1.95	1.95	1.96	1.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.29	0.40	0.49	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.08)	(0.01)	0.16	0.22	0.37
每股净资产(最新摊薄)	4.33	5.31	5.82	6.31	6.93
估值比率					
PE (倍)	52.87	38.46	27.85	22.91	18.15
PB (倍)	2.59	2.12	1.93	1.78	1.62
EV_EBITDA (倍)	26.30	20.49	14.87	11.91	9.67

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com