

审慎推荐-A (维持)

四方冷链 603339.SH

当前股价: 24.92 元

2017 年 08 月 09 日

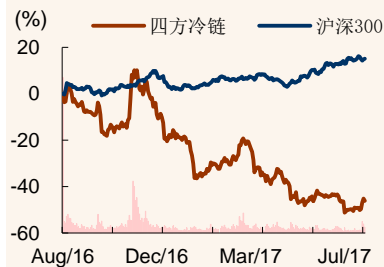
增长超预期的“小而美”

基础数据

上证综指	3282
总股本 (万股)	21025
已上市流通股 (万股)	5680
总市值 (亿元)	52
流通市值 (亿元)	14
每股净资产 (MRQ)	6.4
ROE (TTM)	10.1
资产负债率	16.9%
主要股东	黄杰
主要股东持股比例	40.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-19	-44
相对表现	-6	-30	-59



资料来源: 贝格数据、招商证券

事件:

四方冷链 2017 年上半年收入 4.44 亿元, 同比增长 46.21%, 归母净利润 6817 万元, 同比增长 38.8%; 扣非后归母净利润 6731 万元, 同比增长 38%, 每股收益 0.33 元。由于低基数效应上半年增长超预期, 首次覆盖予以审慎推荐评级!

评论:

1、上半年收入增长超预期

17H1 收入同比增长 46%, 超过市场预期, 17Q1-Q2 单季收入增速分别为 33.4%、60%。公司收入主要有两类业务, 分别是占比 75% 左右的特种集装箱和占比 25% 左右的冷冻设备业务, 上半年特种集装箱贡献增长较多。

17H1 综合毛利率 32.19%, 同比提升近 1 个百分点, 主要受益于上半年主要时间原材料价格较低 (5 月份材料价格才上涨), 同时因为汇率走高, 所以毛利率提升。

17H1 归母净利同比增长 39%, 增幅低于收入增长, 主要系股权激励费用增加。销售费用同比增长 16.7%; 管理费用同比增长 63%, 增长主要系研发费用增加和股权激励计费用, 其中研发费用同比增长 36%, 股权激励全年费用 2400 万, 从 3 月开始计提, 上半年约计提费用 900 万左右; 财务费用近 300 万, 去年同期为收入 250 万, 差额近 550 万, 公司 60% 左右的收入均为国际收入, 手上的美元及应收美元数额较大。

2、全球回暖+国内经济拉动 特种集装箱增长较快

特种集装箱由公司旗下全资子公司四方罐储生产, 2017H1 收入 3.08 亿元, 同比增长 59%, 净利润为 5390 万元。主要增长来源为=全球经济复苏+国内经济拉动, 但存在部分低基数效应, 16Q4 贸易开始回暖, 下半年增速环比会放缓。

- 1) 全球经济回暖: 2016 年境外销售下降近 30%, 基数较低。而从去年四季度开始, 海运开始复苏, 今年欧洲经济复苏持续超预期, 因而同比明显增长。
- 2) 内销增长非常快, 但目前市占还比较小。受益于整体经济的复苏, 目前新增许多中小客户, 一般采购小批量特种集装箱自用, 整体增长很快。
- 3) 更新需求是趋势, 但还未到批量释放时点。公司销售的罐式集装箱约 5-8 年就得进入更新, 存量市场有明确的更新需求, 但目前尚未成为大趋势。

原材料影响不大: 集装箱的直接材料占比 88%。2016 年下半年钢材有所上升, 但公司的特种集装箱使用的是不锈钢, 而不锈钢的价格仍在历史低位。同时公司是成本加成法, 成本上升直接转移给客户, 所以钢材行业价格上涨不会对毛利率产生太大影响, 现在不锈钢价格波动较大, 公司采取在原材料价格比较低的时候还会屯一点货, 尽量避开高位的价格, 全年来看, 毛利率大幅承压可能性不大, 基本能维持。

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

吴丹
wudan6@cmschina.com.cn

3、冷冻设备业务超预期

冷冻设备业务由母公司自己生产，2017H1 收入 1.23 亿元，同比增长 29.4%。从结构来看，出口比较稳定，主要增长来自内销：1) 国内存在传统速冻食品加工向餐桌式速冻食品加工的转型，具有工厂改造、装备升级、产能升级；2) 随着消费升级，速冻休闲食品大受欢迎（诸如周黑鸭、绝味鸭脖、蛋糕店等等）增长超预期，对公司设备明显拉动；3) 新产品如大型连续式醒发装置等，实现了进口设备的替代，下半年新产品还将继续增长较快。

4、继续加码特种箱 股权激励保底

IPO 募投项目变更：罐箱扩产项目由改造转为新建厂房，主要基于产能的保障，因为可以把原来的车间的改造成特种箱，特种箱目前是个很好的增长点，而且毛利率更高，原标箱的扩产会在新厂房建设。

股权激励保增长底线。首次授予的限制性股票 346 万股，预留 70 万股，授予日 2017 年 3 月 15 日，价格 15.91 元，对象 356 人，占总员工 34%，解锁条件为以 16 净利为基数，17-19 年增长 10%、20%、30%。17-19 年增加费用 2400 万、1400 万、512 万元。目前解锁条件定得较低，主要是从风险防控的角度考虑，但实际增长应该会快较多。

5、首次覆盖予以“审慎推荐”

公司是行业的“小而美”公司，1) 不同于集装箱的大企业，专注于特种细分领域，罐式集装箱世界第三，中国仅次于中集，市场占比较稳定。2) 冷冻设备 2016 年国内市场份额约 15%。公司销售旺季主要在下半年，受益于全球经济复苏+国内经济复苏消费升级，上半年由于基数原因同比增长较快。IPO 变更继续加码特种集装箱，股权激励全员利益一致，我们预测公司 17-18 年净利 1.58 亿元、1.94 亿元，对应 PE 为 35 倍、28.6 倍，估值较为合理，首次覆盖予以审慎推荐评级！

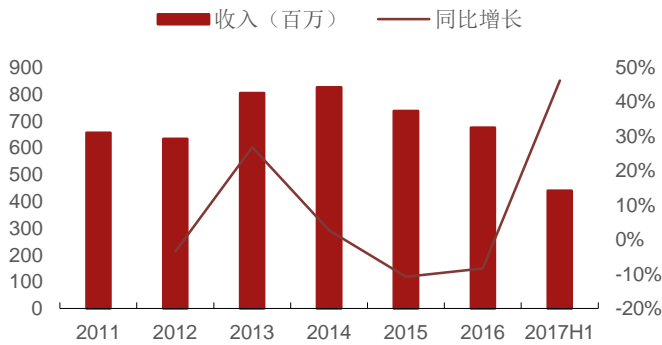
6、风险提示：全球经济复苏低于预期。

表 2：主要财务指标预测

会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	826	737	676	943	1211	1517
同比增长	3%	-11%	-8%	39%	29%	25%
营业利润(百万元)	150	131	140	179	220	269
同比增长	36%	-13%	0	28%	23%	22%
净利润(百万元)	138	126	124	158	194	236
同比增长	39%	-9%	-1%	27%	22%	22%
每股收益(元)	0.89	0.81	0.60	0.77	0.94	1.14
P/E(倍)	30.1	33.0	44.5	35.0	28.6	23.5
P/B(倍)	6.7	5.8	4.2	3.9	3.5	3.2

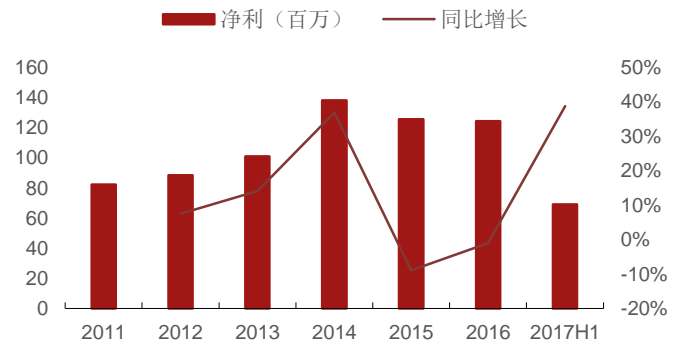
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 四方冷链收入增长



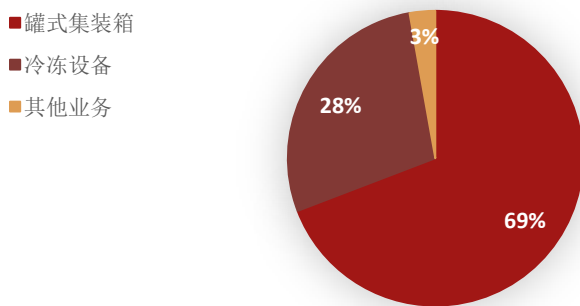
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 四方冷链净利润增长



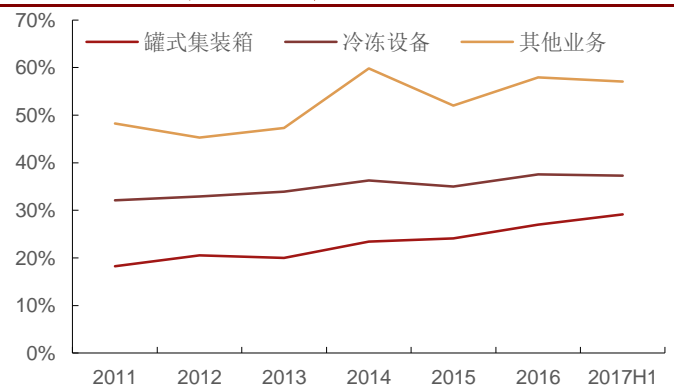
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 四方冷链收入结构 (2017H1)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 四方冷链产品毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

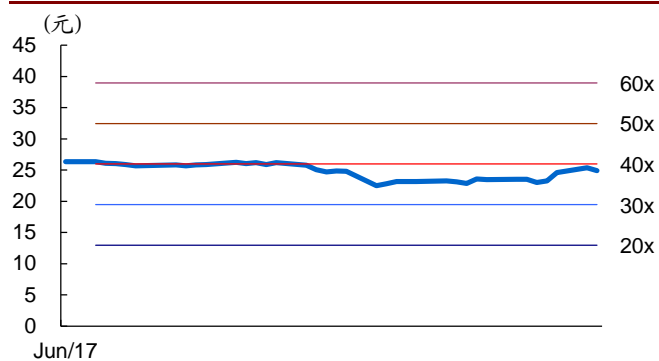
表 3: 四方冷链各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	171	188	204	174	154	147	169	205	206	234
营业毛利	50	50	58	53	49	46	52	68	67	75
营业费用	6	8	5	8	5	6	7	7	6	7
管理费用	15	12	15	14	13	15	12	17	17	29
财务费用	-2	-2	-3	0	1	-3	-3	-6	-1	4
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	32	30	39	29	31	25	35	48	43	35
归母净利润	30	27	36	33	28	22	32	42	40	29
EPS (元)	0.14	0.13	0.18	0.16	0.14	0.11	0.16	0.20	0.19	0.14
主要比率										
毛利率	29.3%	26.5%	28.3%	30.6%	31.9%	31.1%	30.8%	33.3%	32.4%	32.0%
营业费用率	3.7%	4.3%	2.5%	4.7%	3.2%	4.1%	4.0%	3.4%	3.0%	2.9%
管理费用率	8.5%	6.2%	7.2%	8.0%	8.3%	10.4%	7.3%	8.2%	8.2%	12.3%
营业利润率	19.0%	16.1%	19.2%	16.5%	20.3%	16.7%	20.9%	23.6%	21.0%	14.9%
有效税率	14.3%	14.1%	10.3%	21.2%	11.7%	14.4%	12.8%	14.8%	13.5%	14.4%
净利率	17.4%	14.2%	17.7%	19.0%	18.2%	14.8%	19.1%	20.5%	19.5%	12.4%
YoY										
收入					-9.8%	-22.1%	-17.1%	18.3%	33.4%	59.7%
归母净利润					-5.8%	-18.5%	-10.6%	28.0%	43.0%	33.3%

资料来源: 公司数据、招商证券。

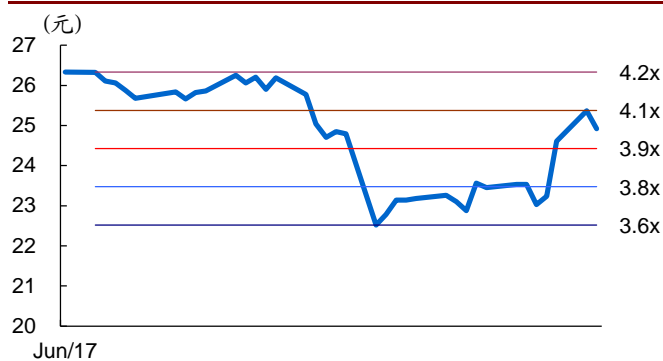
PE-PB Band

图 5: 四方冷链历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 四方冷链历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	657	1340	1617	1800	2008
现金	277	870	1000	1000	1000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	2	2	3	4
应收款项	88	82	92	118	147
其它应收款	2	2	3	4	5
存货	270	364	492	639	805
其他	16	20	28	36	46
非流动资产	204	201	266	301	332
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	108	114	187	229	266
无形资产	53	75	68	61	55
其他	43	12	12	11	11
资产总计	861	1542	1884	2102	2339
流动负债	143	231	452	524	583
短期借款	0	0	146	136	103
应付账款	17	32	44	57	72
预收账款	97	167	230	299	377
其他	29	33	33	33	33
长期负债	2	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	0	0	0	0
负债合计	145	231	452	524	584
股本	155	207	207	207	207
资本公积金	69	487	487	487	487
留存收益	492	617	738	884	1062
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	716	1310	1431	1578	1756
负债及权益合计	861	1542	1884	2102	2339

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	172	134	120	129	163
净利润	126	124	158	194	236
折旧摊销	16	18	24	34	39
财务费用	(5)	(7)	(1)	(4)	(3)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	35	(2)	(77)	(111)	(126)
其它	0	0	16	16	16
投资活动现金流	(80)	(16)	(100)	(75)	(75)
资本支出	(81)	(47)	(100)	(75)	(75)
其他投资	0	31	0	0	0
筹资活动现金流	(33)	469	110	(54)	(88)
借款变动	(39)	(10)	146	(10)	(33)
普通股增加	0	52	0	0	0
资本公积增加	2	418	0	0	0
股利分配	0	0	(37)	(47)	(58)
其他	4	10	1	4	3
现金净增加额	59	587	130	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	737	676	943	1211	1517
营业成本	526	460	635	825	1040
营业税金及附加	3	5	7	9	11
营业费用	27	25	35	45	56
管理费用	55	57	88	115	143
财务费用	(7)	(11)	(1)	(4)	(3)
资产减值损失	2	0	0	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	131	140	179	220	269
营业外收入	18	5	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	148	144	183	224	273
所得税	22	19	25	30	37
净利润	126	124	158	194	236
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	126	124	158	194	236
EPS (元)	0.81	0.60	0.77	0.94	1.14

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-11%	-8%	39%	29%	25%
营业利润	-13%	7%	28%	23%	22%
净利润	-9%	-1%	27%	22%	22%
获利能力					
毛利率	28.6%	31.9%	32.6%	31.9%	31.4%
净利率	17.0%	18.4%	16.8%	16.0%	15.6%
ROE	17.6%	9.5%	11.1%	12.3%	13.4%
ROIC	14.7%	8.5%	9.7%	10.9%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	16.9%	15.0%	24.0%	24.9%	24.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	7.7%	6.4%	4.4%
流动比率	4.6	5.8	3.6	3.4	3.4
速动比率	2.7	4.2	2.5	2.2	2.1
营运能力					
资产周转率	0.9	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.8	1.5	1.5	1.5	1.4
应收帐款周转率	10.7	8.0	10.9	11.6	11.4
应付帐款周转率	25.0	18.8	16.8	16.4	16.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.81	0.60	0.77	0.94	1.14
每股经营现金	1.11	0.65	0.58	0.62	0.79
每股净资产	4.62	6.34	6.92	7.63	8.49
每股股利	0.00	0.18	0.23	0.28	0.34
估值比率					
PE	33.0	44.5	35.0	28.6	23.5
PB	5.8	4.2	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	26.0	25.1	17.9	14.5	11.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

吴丹，北京大学西方经济学硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。