

审慎推荐-A (维持)

烟台冰轮 000811.SZ

当前股价: 9.75 元

2017 年 08 月 25 日

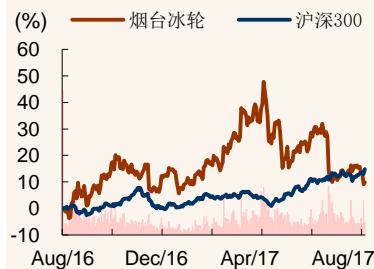
利空集中释放 下半年会明显好转

基础数据

上证综指	3332
总股本 (万股)	65305
已上市流通股 (万股)	60486
总市值 (亿元)	64
流通市值 (亿元)	59
每股净资产 (MRQ)	3.7
ROE (TTM)	16.0
资产负债率	50.9%
主要股东	烟台冰轮集团
主要股东持股比例	29.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-8	12
相对表现	-2	-15	-0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《烟台冰轮 (000811) —扣非净利飙升上调业绩预期》2017-04-27
- 2、《烟台冰轮 (000811) —扣非净利同比大增今年花更艳》2017-04-12
- 3、《烟台冰轮 (000811) —明年业绩增长可期回调是买入时机》2016-12-14

刘荣

0755-82943203  
liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

研究助理

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn

事件:

烟台冰轮 2017 年上半年收入 14.75 亿元, 同比增长 10.91%, 归母净利润 1.46 亿元, 同比减少 14.89%; 扣非后归母净利润 7712.4 万元, 同比减少 9.75%, 每股收益 0.33 元。上半年较多利空因素集中释放, 下半年将明显好转, 考虑到汇兑损益, 预计全年扣非净利增长 20%左右, 维持审慎推荐-A!

评论:

1、营业收入保持增长 冷链业务最明显

公司在 2017 上半年实现营业收入 14.75 亿元, 同比增长 10.91%, 综合毛利率 29.35%, 同比增长 0.2 个百分点。按业务版块拆分如下:

- 1) 冷链业务: 收入 6.7 亿, 去年同期收入 5.3 亿, 同比增长 26%, 实现利润 1382 万, 去年同期为亏损 672 万。自去年下半年开始冷链开始复苏, 上半年 CO2 制冷系统国内市场订货大幅增长, 并成功打入台湾、乌兹别克斯坦等市场, 全年收入预计保持 20%左右的增长, 贡献约 4000-5000 万左右净利。
- 2) 空调业务: 顿汉布什上半年营业收入为 6.7 亿元, 同比增长为 11%, 空调业务实现利润为 3035 万元左右, 去年同期为 3500 万, 同比略有下降, 但主要系有 1600 万左右的汇兑损益, 若不考虑汇兑损益, 则上半年空调净利增长是 32.4%。目前从经营情况来看, 上半年订单增长 20%以上, 轨交空调订单因去年基数较高增速略有下滑, 约 20%左右, 同时新开拓诸如学校、医院洁净空间等等的项目。
- 3) 高温业务: 华源泰盟 2017 上半年实现营业 1.36 亿, 同比减少 30.6%, 净利润 1249.9 万元, 同比下降 26.6%。下降主要系两个订单签订时间比较晚, 收入确认进展较晚, 没能在上半年完全确认。华源泰盟目前有较多的在手项目, 均在于今年供暖前交付, 因而收入会集中于下半年交付。按目前情况来看, 全年预计实现 5000 万以上的净利。
- 4) 联营企业: 参股公司贡献投资收益 1445.5 万元, 去年同期 987 万, 同比增长 50%。增长主要来源为韩国现代冰轮重工投资收益同比增长 170%, 冰轮重工长期从事循环硫化床锅炉和余热锅炉, 原主要是做韩国总部的订单, 主要出口中东沙特、科威特等地, 技术强, 产品使用状态很好, 没有应收账款。自 16 年烟台冰轮推进下, 增加自建销售团队, 在手订单 90%由自建销售团队获得, 今年开始大幅释放利润。按目前情况来看, 联营企业全年预计能贡献 5000 万左右的投资收益。
- 5) 分红收益: 上半年红塔创投去年分红 600 万, 去年同期为 3000 万, 大幅下降; 万华化学分红 500 万, 去年同期为 300 万, 增长 67%。

## 2、上半年利空集中释放 但下半年将明显好转

期间费用随收入略有增长，其中销售费用 1.75 亿元，同比增长 11.69%；管理费用 1.12 亿元，同比下降 2.98%，其中研发支出为 4867.8 万元，同比增加 14.38%；财务费用 3465.7 万元，同比增长 84.96%，主要系汇兑损失较上年同期增加。

上半年归母净利 1.46 亿元，同比减少 14.89%；扣非归母净利 7712.4 万元，同比减少 9.75%。下降原因主要系利空集中释放，红塔创投一年分红一次，时点节点为 5 月左右，由于去年分红较多，今年明显减少，同比差额为 2400 万；同时因为人民币升值，顿汉布什在国外的子公司销售均为美元记账，账面确认的汇兑损益达 1600 万，若不考虑这两者的影响，则扣非归母净利同比增长可达 37%。

上半年利润较小，主要在下半年确认。按公司以往情况，上半年利润为全年 40% 左右，基数相对较小，但利空因素集中释放导致扣非净利下降。公司目前实际经营十分良好，下半年将集中确认利润，全年将保持扣非净利健康增长。

## 3.利空出尽，维持审慎推荐—A

公司 8.24 号晚间公告股东红塔创新拟减持公司股票不超过 1300 万股(不超过公司总股本的 2%)，红塔创新本为投资公司，自身经营有正常买卖需求，因受减持新规规范须提前披露拟减持相关公告，但非短期有强烈减持意愿。

从基本面判断，公司目前已经形成低中高全温控产业链，受益于冷链景气持续及中游工业制冷回暖，主体业务还将释放弹性；轨交空调持续快速推动顿汉布什增长；环保制热业务今年将开始放量，上半年利空出尽，下半年将明显好转，目前估值处于底部，我们预测 2017 扣非净利为 2.65 亿，考虑到汇兑损益具有不确定性，同比增长预计 20% 左右，目前对应扣非归母 PE 为 24 倍，叠加国企改革及收购预期，维持审慎推荐！

## 4、风险提示：人民币大幅升值。

表 1：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)	1691	2869	3023	3361	3678	4027
同比增长	11%	70%	5%	11%	9%	9%
营业利润(百万元)	250	374	253	424	441	476
同比增长	-5%	49%	-32%	67%	4%	8%
净利润(百万元)	208	308	301	402	414	442
同比增长	-18%	48%	-2%	34%	3%	7%
每股收益(元)	0.48	0.71	0.69	0.62	0.63	0.68
P/E(倍)	20.4	13.8	14.1	15.9	15.4	14.4
P/B(倍)	2.6	2.1	1.9	2.4	2.1	1.9

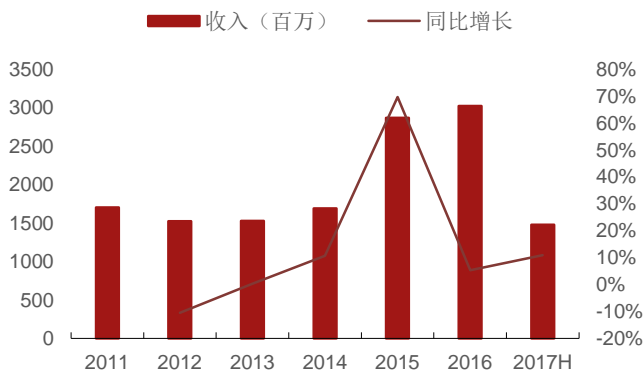
资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 烟台冰轮各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	367	461	698	814	566	763	799	894	665	810
营业毛利	89	108	199	249	162	226	266	253	193	240
营业费用	36	46	82	98	75	82	106	121	85	90
管理费用	41	46	66	74	56	60	62	68	57	56
财务费用	2	-1	6	8	13	6	-3	-17	14	21
投资收益	52	181	14	34	5	37	10	16	110	22
营业利润	50	183	40	70	14	94	86	58	138	71
归母净利润	37	154	35	56	4	167	73	56	88	57
EPS (元)	0.06	0.23	0.05	0.09	0.01	0.26	0.11	0.09	0.14	0.09
<b>主要比率</b>										
毛利率	24.3%	23.5%	28.5%	30.6%	28.5%	29.6%	33.3%	28.4%	29.0%	29.6%
营业费用率	9.7%	10.0%	11.8%	12.1%	13.3%	10.7%	13.3%	13.5%	12.8%	11.1%
管理费用率	11.2%	10.0%	9.4%	9.1%	9.8%	7.9%	7.8%	7.6%	8.5%	6.9%
营业利润率	13.6%	39.8%	5.7%	8.6%	2.6%	12.4%	10.7%	6.5%	20.7%	8.8%
有效税率	18.9%	15.0%	11.2%	11.2%	56.6%	11.3%	10.0%	4.1%	35.7%	10.8%
净利率	10.2%	33.3%	5.1%	6.9%	0.7%	21.9%	9.2%	6.3%	13.3%	7.1%
<b>YoY</b>										
收入			77.6%	35.1%	54.2%	65.6%	14.5%	9.7%	17.4%	6.1%
归母净利润			-8.1%	-47.8%	-89.2%	8.9%	107.3%	-0.3%	2091%	-65.7%

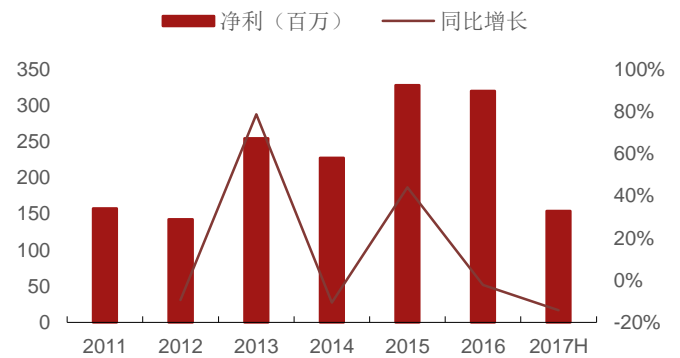
资料来源: 公司数据、招商证券。

图 1: 烟台冰轮收入增长



资料来源: 公司公告、招商证券

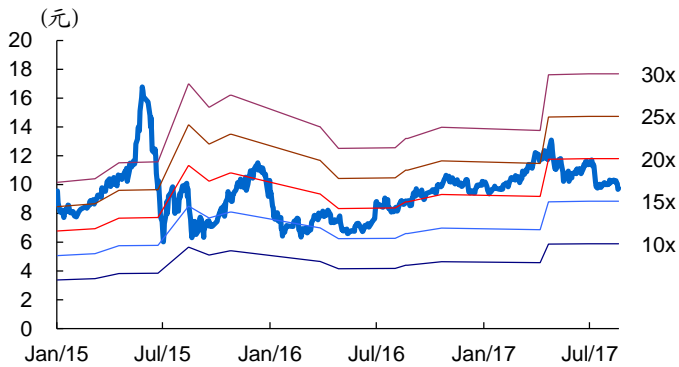
图 2: 烟台冰轮净利润增长



资料来源: 公司公告、招商证券

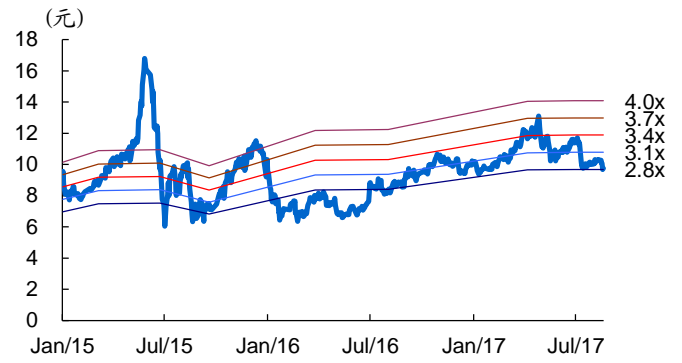
PE-PB Band

图 3: 烟台冰轮历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 烟台冰轮历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《烟台冰轮 (000811) 一扣非净利飙升上调业绩预期》2017-04-27
- 2、《烟台冰轮 (000811) 一扣非净利同比大增今年花更艳》2017-04-12
- 3、《烟台冰轮 (000811) 一明年业绩增长可期回调是买入时机》2016-12-14

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2057	2602	2912	3476	4083
现金	583	798	922	1300	1702
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	29	57	64	70	76
应收款项	743	929	1020	1117	1222
其它应收款	35	62	69	75	82
存货	585	573	634	691	757
其他	82	184	204	223	244
<b>非流动资产</b>	2360	2674	2639	2607	2578
长期股权投资	324	463	463	463	463
固定资产	607	688	679	671	663
无形资产	259	238	214	193	174
其他	1170	1284	1282	1280	1279
<b>资产总计</b>	<b>4417</b>	<b>5276</b>	<b>5551</b>	<b>6083</b>	<b>6662</b>
<b>流动负债</b>	2222	2250	2119	2251	2400
短期借款	407	667	400	400	400
应付账款	573	709	784	855	936
预收账款	379	395	437	476	521
其他	865	479	499	519	543
<b>长期负债</b>	113	628	628	628	628
长期借款	10	507	507	507	507
其他	103	120	120	120	120
<b>负债合计</b>	<b>2336</b>	<b>2878</b>	<b>2747</b>	<b>2878</b>	<b>3028</b>
股本	435	435	653	653	653
资本公积金	268	268	50	50	50
留存收益	1251	1531	1911	2285	2686
少数股东权益	100	124	149	176	204
归属于母公司所有者权益	1980	2275	2655	3029	3430
<b>负债及权益合计</b>	<b>4417</b>	<b>5276</b>	<b>5551</b>	<b>6083</b>	<b>6662</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	290	264	321	345	367
净利润	308	301	402	414	442
折旧摊销	90	85	85	82	78
财务费用	30	40	16	27	24
投资收益	(277)	(67)	(160)	(150)	(150)
营运资金变动	164	(106)	(49)	(55)	(57)
其它	(25)	11	27	28	30
<b>投资活动现金流</b>	271	(272)	(50)	(50)	(50)
资本支出	(109)	(154)	(50)	(50)	(50)
其他投资	379	(118)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(504)	191	(147)	83	84
借款变动	(1003)	131	(269)	0	0
普通股增加	41	(0)	218	0	0
资本公积增加	211	(0)	(218)	0	0
股利分配	(44)	(22)	(22)	(40)	(41)
其他	290	82	144	123	126
<b>现金净增加额</b>	<b>56</b>	<b>182</b>	<b>124</b>	<b>378</b>	<b>402</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2869	3023	3361	3678	4027
营业成本	2049	2116	2338	2550	2792
营业税金及附加	30	28	31	34	37
营业费用	348	384	413	452	495
管理费用	267	246	269	294	322
财务费用	30	(1)	16	27	24
资产减值损失	49	64	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	277	67	160	150	150
<b>营业利润</b>	374	253	424	441	476
营业外收入	22	111	50	50	50
营业外支出	8	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	387	362	472	489	524
所得税	60	42	45	49	54
<b>净利润</b>	328	320	427	441	471
少数股东损益	20	19	26	26	28
<b>归属于母公司净利润</b>	308	301	402	414	442
<b>EPS (元)</b>	0.71	0.69	0.62	0.63	0.68

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	70%	5%	11%	9%	9%
营业利润	49%	-32%	67%	4%	8%
净利润	48%	-2%	34%	3%	7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.6%	30.0%	30.4%	30.7%	30.7%
净利率	10.7%	10.0%	12.0%	11.3%	11.0%
ROE	15.5%	13.2%	15.1%	13.7%	12.9%
ROIC	6.2%	6.0%	10.1%	9.7%	9.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.9%	54.5%	49.5%	47.3%	45.5%
净负债比率	21.0%	22.3%	16.3%	14.9%	13.6%
流动比率	0.9	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.8	3.7	3.9	3.8	3.9
应收帐款周转率	5.1	3.6	3.4	3.4	3.4
应付帐款周转率	4.3	3.3	3.1	3.1	3.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.71	0.69	0.62	0.63	0.68
每股经营现金	0.67	0.61	0.49	0.53	0.56
每股净资产	4.55	5.22	4.06	4.64	5.25
每股股利	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07
<b>估值比率</b>					
PE	13.8	14.1	15.9	15.4	14.4
PB	2.1	1.9	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.2	21.4	12.6	12.0	11.4

## 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。