

拐点确立 多极驱动

大冷股份 (000530.SZ)

推荐 维持评级

投资要点: 行业复苏、经营能力提升、城镇化、节能环保

● 冷链行业龙头, 13年行业复苏力度可能超预期

公司是国内最大和技术最强的制冷设备制造商, 产品覆盖冷冻冷藏设备、中央空调、工业制冷设备三大领域。城镇化建设、国家政策支持、物价上涨等多因素驱动冷链行业发展, 目前行业触底复苏, 最近出台的冷链物流用电和工业用电同价政策极大降低下游成本, 将极大推动行业复苏。

● 董事会换届完成, 实干改革派掌舵, 公司迎来管理拐点

老的管理层无所作为浪费大冷几年时间, 公司作为行业龙头却发展不佳。2013年2月公司董事会完成换届, 新的管理层成员年龄搭配较好且均是具有丰富实践经验的改革派。

预期新管理层会有较大力度的改革, 目前剥离亏损子公司是第一步, 未来几年公司治理将极大改观。

● 处置亏损, 下游领域拓展, 节能环保产品占比提升

2012年中期开始公司对亏损严重的合资子公司进行了处置, 剥离了亏损资产, 使公司13年能“轻装上阵”, 同时对部分盈利子公司进行增资, 优化了经营能力, 预期未来合资企业贡献投资收益将恢复到08年前的正常水平。公司将围绕冷链进行产业布局, 建设成国内最大的冷链设备发展基地以及全球冷热生态环保基地等, 拓展下游领域, 节能环保产品占比将极大提升。

● 城镇化和节能环保推动公司发展, 拐点确立, 推荐

预计12-14年EPS为0.24、0.45、0.61元, 对应PE为38、20、15倍, 另外还需考虑国泰君安上市带来股权价值重估(略折合每股1.5元), 目前PE/PB等显著低于同行业公司, 鉴于公司管理经营拐点确立, 同时未来存在诸多催化剂, 持续推荐。

● 主要风险因素: 经济下行超预期、冷链物流建设低预期, 对合资子公司控制不力等

● 主要财务指标

| 指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,495.53 | 1,863.25 | 1,676.93 | 2,012.31 | 2,314.16 |
| 营业收入增长率 | 7.24% | 24.59% | -10.00% | 20.00% | 15.00% |
| 净利润(百万元) | 99.81 | 81.62 | 83.28 | 157.11 | 213.70 |
| 净利润增长率 | 26.93% | -18.22% | 2.03% | 88.66% | 36.01% |
| EPS(元) | 0.29 | 0.23 | 0.24 | 0.45 | 0.61 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 5.78% | 4.67% | 4.68% | 8.33% | 10.46% |
| P/E | 32 | 39 | 38 | 20 | 15 |
| P/B | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 120 | 50 | 27 | 19 | 14 |

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621)20252629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2013.03.07

| | |
|-------------|-------|
| A股收盘价(元) | 9.00 |
| A股一年内最高价(元) | 19.35 |
| A股一年内最低价(元) | 9.17 |
| 上证指数 | 2291 |
| 总股本(万股) | 35002 |
| 实际流通A股(万股) | 25171 |
| 流通A股市值(亿元) | 104 |

相关研究

《大冷股份: 行业复苏, 公司管理和经营拐点显现》 2013.02.04

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、制冷设备行业的驱动因素与关键假设及主要预测

制冷设备行业下游是冷链物流行业,受城镇化进程加快,国家政策支持,物价上涨等多因素驱动,行业将长期稳定成长。由于国内制冷设备行业之前发展水平整体偏低,质量和冷链流通比率均远落后于发达国家,因此在下游行业需求和行业自身缺口要求的双重驱动下未来几年将迎来一轮复苏,按照国家规划计算的制冷设备行业预计增速约 25%,而历史增速约为 GDP 增速的两倍,在国务院关于冷链用电的政策推动下,我们判断 13 年行业增速将超 20%。

2、公司管理拐点的驱动因素与关键假设及主要预测

老的管理层无所作为浪费大冷几年时间,公司作为行业龙头却发展不佳。2012 年 2 月公司董事会换届力度很大,老的管理层全部退居 2 线,新一届董事会成员均为具有丰富实践经验的改革派,扎根公司经营多年。新任总经理年仅 39 岁,使新的管理层既能保持经营的平稳,又有干事业的冲劲。我们预计 2013 年开始公司在治理和绩效激励机制方面会有较大改革,管理拐点已经确立。

3、公司经营拐点的驱动因素与关键假设及主要预测

公司 2012 年开始剥离了几家亏损子公司资产,对盈利好的公司增资,便于 13 年轻装上阵也体现了公司新一届管理层的意愿。同时公司表示未来将会强化主业,围绕冷链进行产业布局,建设成国内最大的冷链设备发展基地以及全球冷热生态环保基地等,拓展下游领域,节能环保产品占比将极大提升。我们预测未来公司本部的盈利能力将逐步提升,合资子公司的盈利水平也将恢复到 2008 年之前的水平,每年为公司贡献 1 亿元左右的投资收益。

我们与市场不同的观点:

市场认为: 行业 13 年可能没有增长,而大冷历史业绩很差,难有作为。

我们认为: 制冷冷链行业经历了 12 年的低迷后,目前已经触底复苏,未来随着国家冷链用电优惠政策出台(13 年 6 月执行到位)、物价上涨等影响,13 年冷链行业复苏力度可能超市场预期。

大冷过去几年因为历史原因和管理层无所作为滞后了发展,未来看点有三:本部提升盈利能力,盈利能力回归行业均值,公司毛利率比烟台冰轮低 6 个点,净利率低 2.8 个点;合资公司有扩有缩,将显著增厚投资收益;大冷过往财务政策过于谨慎,公司的坏账计提和费用等可能是利润的蓄水池。

估值与投资建议:

预计公司 12-14 年 EPS 为 0.24、0.45、0.61 元,对应 PE 为 38、20、15 倍,考虑国泰君安上市带来股权价值重估(略折合每股 1.5 元),目前 PE/PB 等显著低于同行业公司,鉴于公司管理经营拐点确立,未来回到稳定增长的态势,而且未来催化剂较多,持续推荐。

股价表现的催化剂: 考核机制变化、节能环保、国泰君安上市预披露、物价上涨等

主要风险因素: 经济下行超预期、冷链物流建设低预期、大冷对合资公司控制不力的风险等。

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、极具底蕴的冷链设备行业龙头..... | 1 |
| (一) 公司概况..... | 1 |
| (二) 过往业绩主要来自投资收益..... | 2 |
| (三) 公司未来: 定位明确 下游领域拓展..... | 3 |
| 二、冷链行业老而弥新, 13 年复苏力度可能超市场预期..... | 3 |
| (一) 制冷设备行业空间广阔, 行业复合增速约 20%。..... | 3 |
| (二) 多因素驱动行业发展..... | 6 |
| (三) 行业正在复苏, 13 年开始复苏力度可能超市场预期..... | 10 |
| 三、董事会换届完成, 公司迎来管理拐点..... | 10 |
| 四、本部合营双管齐下, 公司迎来经营拐点..... | 11 |
| (一) 本部做强主业, 公司盈利能力提升空间大..... | 11 |
| (二) 逐步处置亏损合资公司, 反向增厚业绩..... | 13 |
| (三) 发展盈利子公司, 投资收益有望回升..... | 15 |
| 五、持有的国泰君安股权价值将重估..... | 19 |
| 六、大冷 B 股处置带来的红利..... | 19 |
| 七、节能环保产品占比将大幅提升..... | 19 |
| 八、盈利预测与估值..... | 20 |
| 插图目录..... | 23 |
| 表格目录..... | 24 |

一、极具底蕴的冷链设备行业龙头

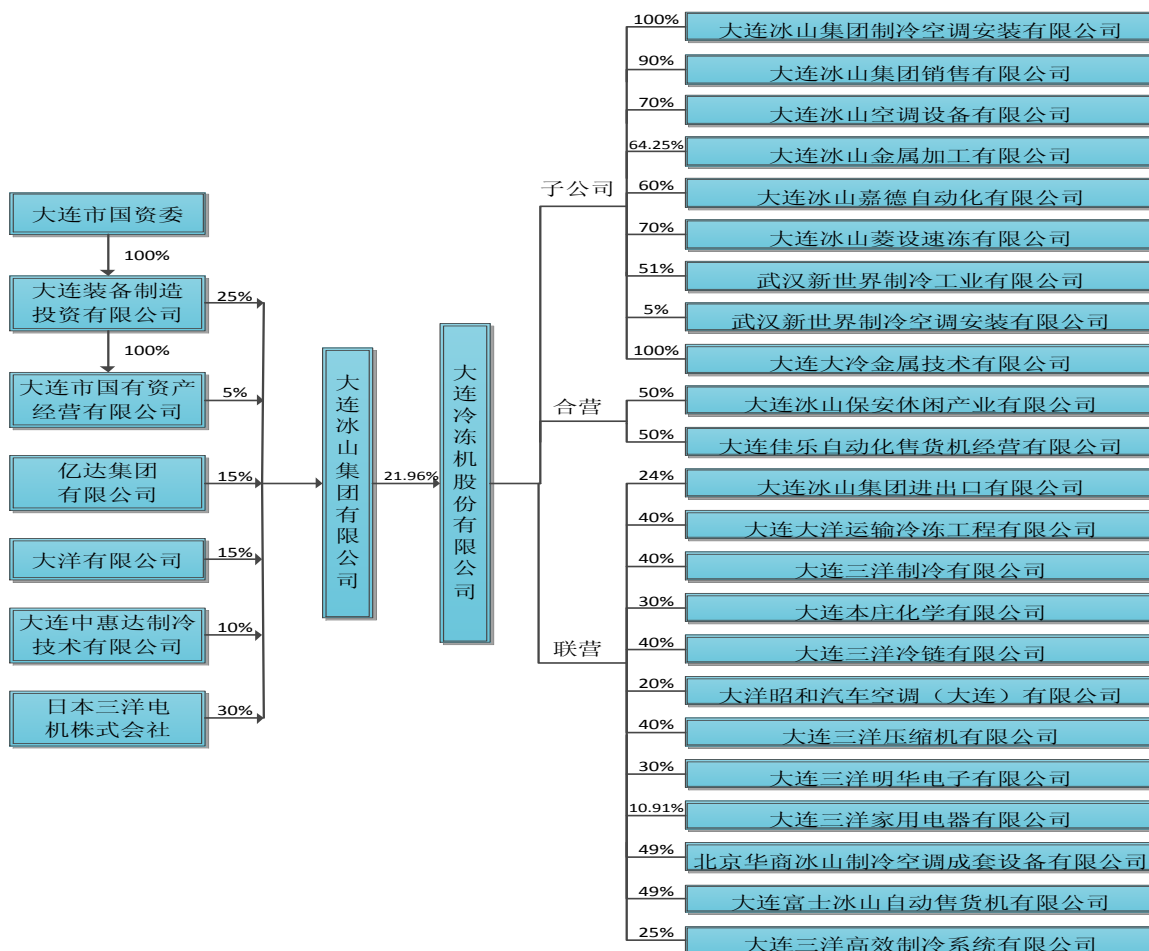
(一) 公司概况

大冷股份是工商业制冷设备设计、生产和销售的领先企业,产品覆盖工商业制冷设备领域,目前是中国最大的工业制冷设备制造商和中国最大的制冷成套设备出口商。

公司历史悠久,前身是始建于1930年的大连冷冻机厂,1993年12月18日公司A股在深交所上市,更名为大连冷冻机股份有限公司。2008年母公司大连冰山集团完成改制,引进日本三洋电机等外资企业入股。公司总股本3.5亿,流通A股2.15亿股,流通B股1.15亿股。目前大连冰山集团和日本三洋电机株式会社为公司前两大股东,分别占股22%和10%,大连市国资委为公司的实际控制人。

公司与日本三洋电机合作广泛,合资成立了制冷设备系列企业群,主要产品涉及冷链设备、工业制冷设备、中央空调三大领域;其中冷链设备行业技术第一。

图 1: 大冷股份股权结构图



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

表 1: 大冷股份与三洋电机主要合资公司

| 公司名称 | 主要产品 |
|----------|-----------------|
| 大连三洋压缩机 | 涡旋式压缩机 |
| 大连三洋冷链 | 超市陈列柜、荧屏展示柜饮食设备 |
| 大连三洋制冷 | 医疗冷藏设备 |
| 大连三洋制冷 | 溴冷机、多联机中央空调 |
| 大连昭和汽车空调 | 汽车空调及配件 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 大冷股份产品涉及领域

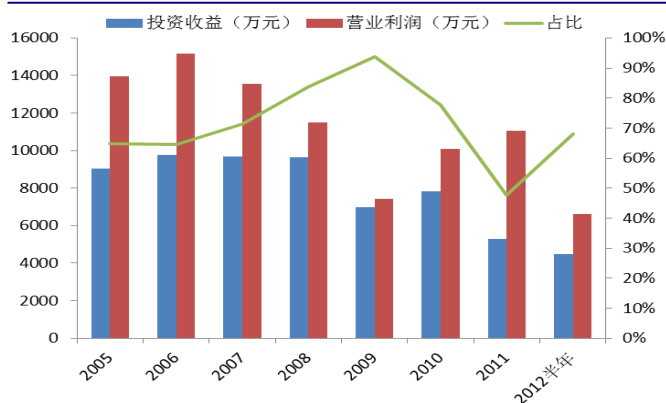


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 过往业绩主要来自投资收益

公司过往业绩主要来自投资收益, 除 2011 年外, 历年投资收益占营业利润 60% 以上, 2009 年甚至超过 90%; 2005-2008 年期间投资收益稳定在 9000 万-1 亿元之间, 2009 年之后有所下滑。投资收益中对联营企业和合营企业的投资收益占很大比例, 2006-2008 年期间均超过 8000 万元。

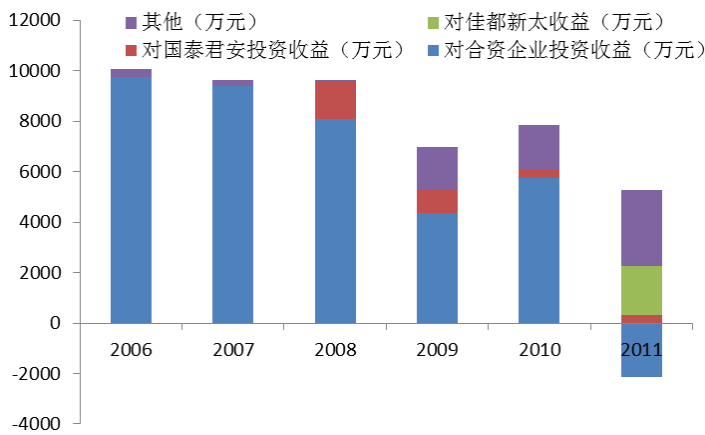
图 3: 大冷股份历年营业利润及投资收益



资料来源: 公司公告, 中国银河证券

投资收益中对非控股子公司的投资收益所占比例近几年有所增加。公司持有国泰君安约 3010 万股, 占国泰君安总股本的 0.49%。2008 年从国泰君安获得的投资收益达到了 1505 万元, 占当年总投资收益的 15.6%。2011 年公司持有的 300 万股佳都新太 (600728.SH) 限售解除, 全部出售后获得收益 1976 万元, 占 2011 年总投资收益的 37.4%。

图 4: 大冷股份 2006-2011 年投资收益构成

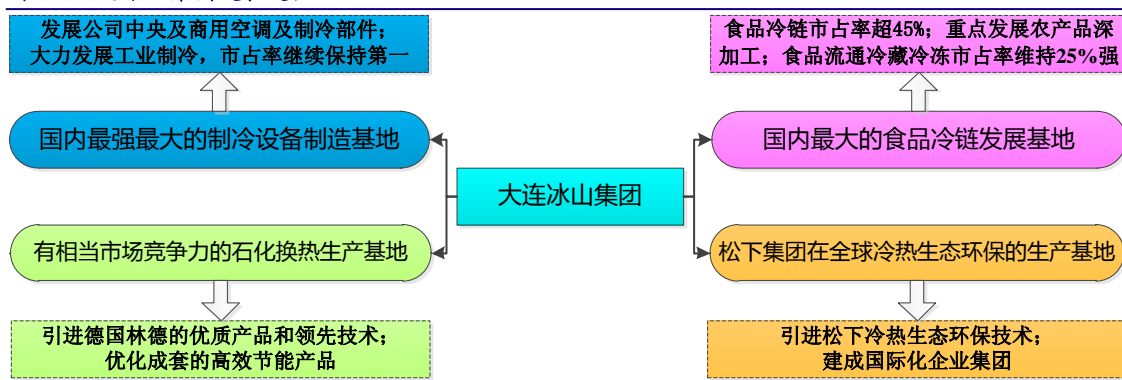


资料来源: wind, 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 公司未来: 定位明确 下游领域拓展

大冷股份母公司是大连冰山集团, 2012 年冰山集团进行了换届, 新的领导班子明确了集团未来发展定位以及今后的主要职能。

图 5: 大连冰山集团发展定位



资料来源: 中国银河证券研究部

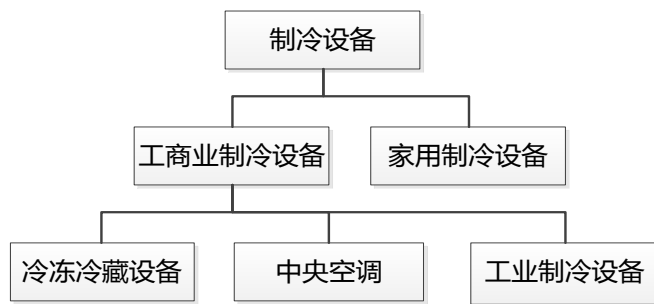
之前冰山集团和大冷股份的组织架构不够明确。今后冰山集团主要做顶层设计, 以及通过集团采购模式降低成本, 为企业服务。而大冷股份作为冰山集团的核心企业和唯一的上市公司将通过自身的做强做大进一步发挥在冰山集团内的独特作用。

二、冷链行业老而弥新, 13 年复苏力度可能超市场预期

(一) 制冷设备行业空间广阔, 行业复合增速约 20%。

制冷设备是制冷机与使用冷量的设施结合在一起的装置, 广泛应用于国民经济的各个部门, 按服务对象划分为工商业制冷设备和家用制冷设备。工商业制冷设备涉及工商业、农业、建筑业、医学、前沿科学等多个领域, 行业空间广阔。

图 6: 制冷设备分类



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 工商业制冷设备的应用

| 领域 | 应用举例 |
|------|-----------------------------|
| 日常使用 | 食 的加工 储 、 运输等 |
| 工业 | 给生产环境提供所需的温度, 对材料进行低温处理、储藏等 |
| 农业 | 对农作物种子进行处理等 |
| 建筑业 | 冻土开采土方等 |
| 医学 | 利用低温破坏细胞进行治疗, 低温麻醉等 |
| 前沿科学 | 生物技术、新型材料的研发等 |

资料来源: 网络资料, 中国银河证券研究部

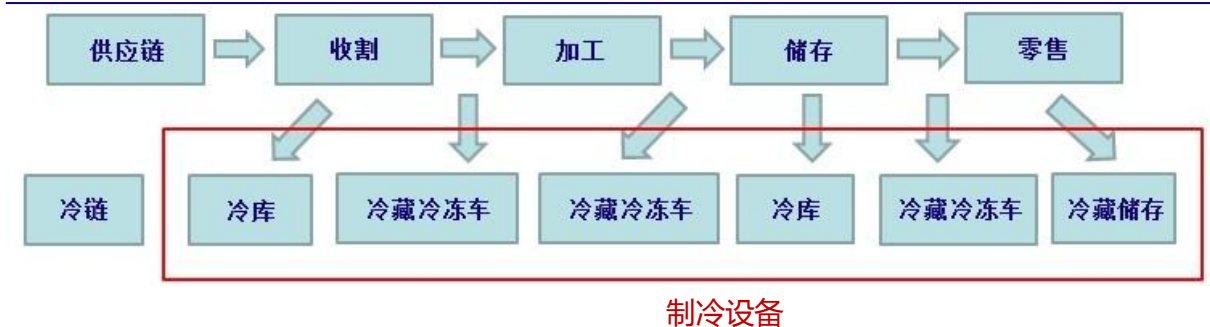
冷链物流指冷藏冷冻类物品在生产、贮藏运输、销售, 到消费前的各个环节中始终处于规定的低温环境下, 以保证物品质量和性能的一项系统工程。冷链物流物品包括了农产品以及医药、化工、电子等有温控需求的产品领域, 其中农产品冷链物流比重约 90%。因此作为上游行业的冷链设备行业与下游的农产品冷链物流量密切相关。

图 7: 冷链行业产业链结构



资料来源: 仲联量行, 中国银河证券研究部

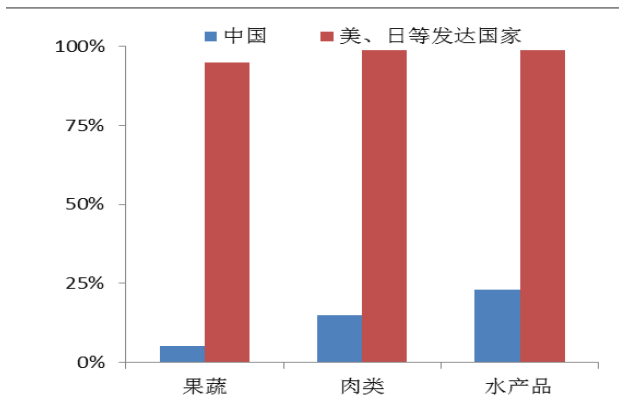
图 8: 冷链系统结构



资料来源: 中国银河证券研究部

从下游需求看, 中国农产品冷链物流同美国、日本等发达国家相比差距较大, 规模较小。国家发改委 2010 年 7 月发布《农产品冷链物流发展规划》, 明确提出“十二五”期间各类农产品冷链物流发展目标, 我们测算至 2015 年农产品冷链运输占比将达 33.5%。

图 9: 2010 年中国与美、日等发达国家冷链流通率



资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 十二五期间主要农产品冷链运输目标

| 类别 | 果蔬 | | 肉类 | | 水产品 | |
|-----------|------|------|------|------|------|------|
| | 2010 | 2015 | 2010 | 2015 | 2010 | 2015 |
| 冷藏运输率 (%) | 15 | 30 | 30 | 50 | 40 | 65 |
| 冷链运输率 (%) | 5 | 20 | 15 | 30 | 23 | 36 |
| 产品腐败率 (%) | 25 | 15 | 12 | 8 | 15 | 10 |

资料来源: 《农产品冷链物流发展规划》, 中国银河证券研究部

2011 年中国各类易腐农产品总产量约 11 亿吨, 易腐农产品产量加权平均增速为 5%。我们保守地假设其他冷链物流易腐物品产量增速与易腐农产品一致, 则到 2015 年易腐物品的总产量约 13.5 亿吨。其中冷链运输货物量将达 4.5 亿吨左右, 未来三年行业年均增长率将达 21%。考虑到法规执行不严格以及企业本身产品线不全面覆盖, 行业增速可能会低于这个理论增速, 根据历史经验行业增速略为 GDP 增速两倍。

表 4: 易腐农产品产量及增速

| 产品 | 2011 年产量(万吨) | 增速 | 比重 |
|-----|--------------|-----|-------|
| 蔬菜 | 67700 | 4% | 61.1% |
| 肉类 | 8000 | 6% | 7.2% |
| 水果 | 22500 | 5% | 20.3% |
| 乳制品 | 3600 | 20% | 3.2% |
| 水产品 | 5600 | 4% | 5.1% |
| 蛋类 | 3400 | 8% | 3.1% |
| 总计 | 110800 | 5% | |

资料来源: 中国银河证券研究部

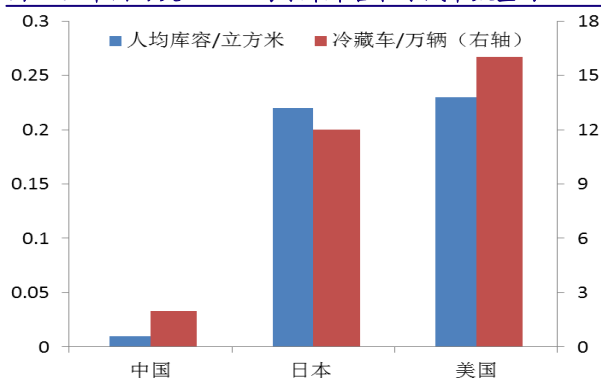
表 5: 冷链运输货物量预测

| 领域 | 2011 年 | 2015 年 e | 年复合增长率 |
|--------------|--------|----------|--------|
| 易腐物产量 (亿吨) | 11.08 | 13.47 | 5% |
| 冷链运输占比 | 19% | 33.5% | |
| 冷链运输货物量 (亿吨) | 2.11 | 4.51 | 21% |

资料来源: 中国银河证券研究部

从制冷设备行业来看, 中国同美国、日本等发达国家相比在数量和质量上均有较大差距。

图 10: 中国与美、日人均冷库库容和冷藏车数量对比

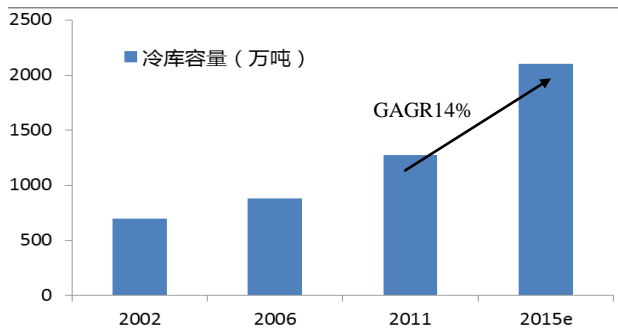


资料来源: 中国银河证券研究部

在农副产品物价上涨、国家对冷库建设给与补贴政策等推动下，国内冷库建设在 2010—2011 两年曾有一个小高潮，当年行业增速达到 35%，存在部分地区重复建设以及冷库建造技术水平低等问题。导致目前中大城市低端冷库相对过剩、高水平冷库极度缺乏，中小城市冷库等设备奇缺。据此我们估计 2012-2015 年将约有 800 万吨的冷库新增和升级需求，同时国内 70%的冷库寿命已达 30 年以上，而冷库的寿命一般为 20-40 年。以 2010 年冷库 880 万吨的存量、20 年更新周期计算，未来 10 年冷库每年更新需求将达 60 万吨。**我们保守估算 2012-2015 年冷库建设复合年均增速达 14%。**

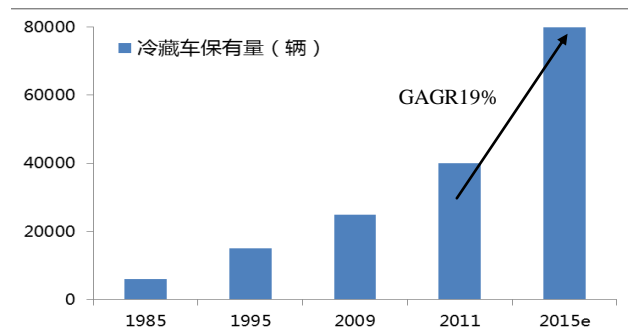
国内冷藏车缺口非常大。铁路冷藏车多是陈旧机械式速冻车皮，规范的保温式的保鲜冷藏车箱缺乏，冷藏运量仅占易腐货物运量的 25%，不到铁路货运总量的 1%。公路冷藏车极度缺乏，保有量仅占公路货运车辆的 0.3%，是造成冷链流通率较低的重要原因。目前公路冷藏车已经进入快速增长期，保有量以 1 万辆/年的速度增长。**保守预计 2012-2015 年公路冷藏车保有量复合年均增速达 19%。**

图 11: 国内冷库发展情况



资料来源: 中国银河证券研究部

图 12: 公路冷藏车发展情况



资料来源: 中国银河证券研究部

从行业竞争层面看，近年来众多外资企业涌入中国冷链市场，加剧了行业竞争，并垄断了部分行业的高端市场，而中资企业则占据中低端市场。从市场表现看中资企业市场份额高但是利润却没外资企业高。我们认为外资企业的优势在于技术和服务，而中资企业的优势在于本土化和成本控制。近几年中资企业不断地进行创新提高技术水平，**内资进口替代的空间仍然很大。**

表 6: 冷链行业主要外资企业

| 领域 | 主要外资企业 |
|------|-------------|
| 冷链物流 | 夏晖物流、雅玛多 |
| 冷库 | 普菲斯、太古、普洛斯 |
| 冷链设备 | 英格索兰、开利、NEC |

资料来源: 中国银河证券研究部

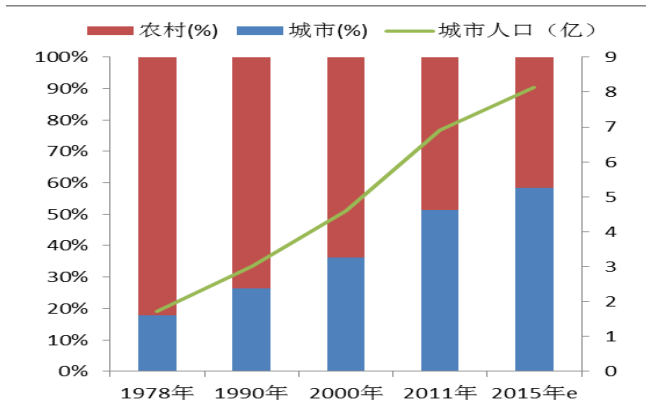
(二) 多因素驱动行业发展

1、城镇化进程是冷链发展的原动力

预计到 2015 年中国的城镇化率将达 58%，以 13.9 亿人口的预测数据计算，城镇人口将超过 8 亿，比 2011 年增加 1 亿。从需求角度看，由于城镇人口食品消费结构中易腐食品比例高

于农村人口，因此易腐食品的需求将随城镇化率的提高大幅上升，对冷链物流提出更高要求。

图 13: 中国城镇化进程发展情况及预测



资料来源: 国家人口与计划生育委员会, 中国银河证券研究部

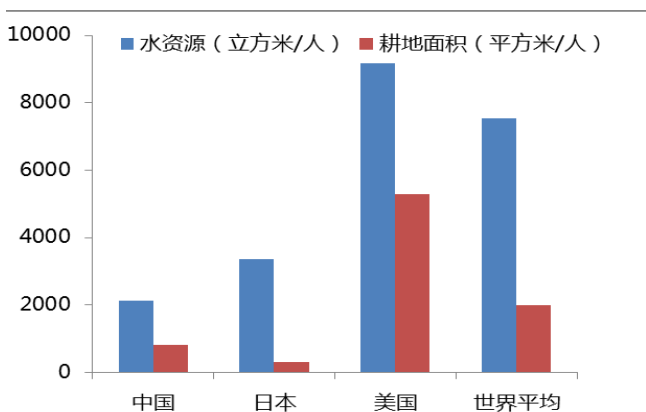
表 7: 新增 1 亿城镇人口引致各类农产品的新增需求

| 产品 | 新增需求 (万吨) |
|-----|-----------|
| 蔬菜 | 280 |
| 肉类 | 200 |
| 水果 | 500 |
| 乳制品 | 200 |
| 水产品 | 100 |
| 蛋类 | 70 |
| 总计 | 1350 |

资料来源: 中国银河证券研究部

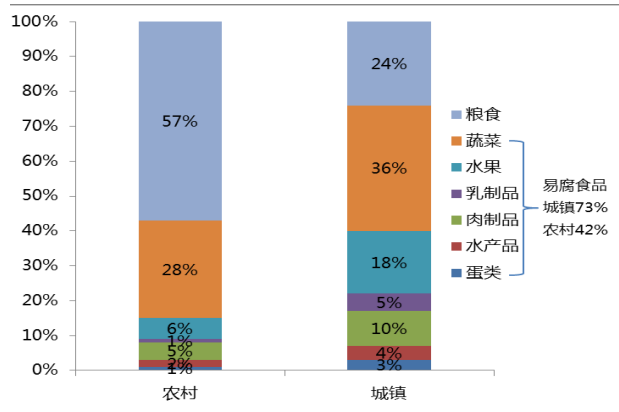
从食品供给角度看, 中国的人均耕地面积和人均水资源都较少, 且很难增长。因此供应量的提高需通过耕作效能提升以及产品有效保质来实现。在农产品产量增速较为稳定 (约 5%) 的情况下, 易腐农产品有效保质对于食品供给量的提高尤为关键, 从供给层面对冷链物流提出要求。

图 16: 中、美、日人均水资源及人均耕地面积



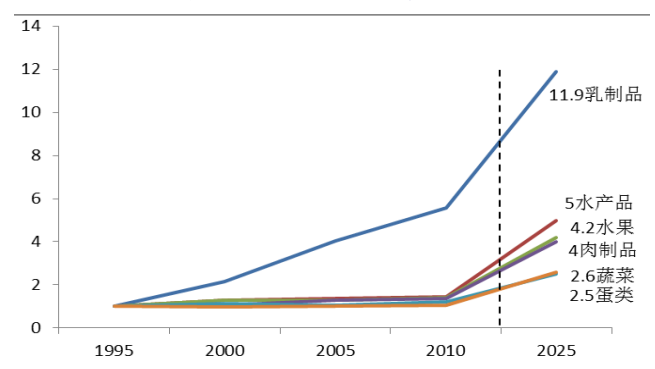
资料来源: 联合国粮农组织, 世界银行, 中国银河证券研究部

图 14: 农村与城镇居民食品消费结构



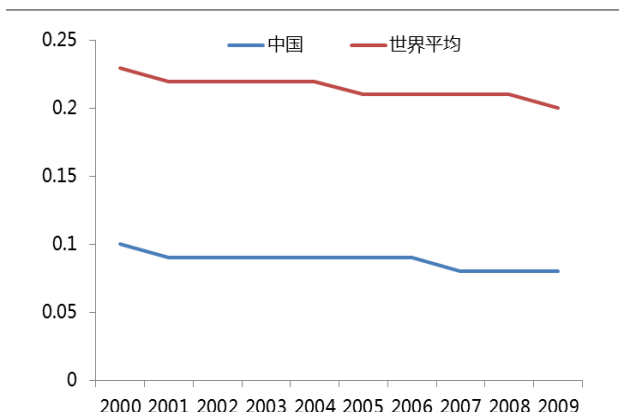
资料来源: Ingersoll Rand, 中国银河证券研究部

图 15: 以 1995 年为基数 1 的城镇生鲜农产品消费量指数



资料来源: Ingersoll Rand, 中国银河证券研究部

图 17: 历年中国及世界平均耕地面积



资料来源: 联合国粮农组织, 中国银河证券研究部

我们认为城镇化建设从易腐食品需求和供给两方面对冷链物流提出了更高的要求,进而推动冷链相关设备的需求,可以说城市化进程是冷链行业发展的最大动力。

图 18: 城镇化进程驱动冷链产业发展逻辑推导图



资料来源: 中国银河证券研究部

图 19: 冷链对于城镇化意义重大—以肉类为例



资料来源: 中国银河证券研究部

2、更多的实际政策将支持行业健康发展

继 2010 年国家发改委发布农产品冷链物流“十二五”规划后,2012 年农业部、商务部相继出台多项政策推动农产品冷链物流发展。这些文件给冷链物流建设明确了目标和方向,但是没有提出实际的配套方案来引导。导致目前冷链行业建设存在误区,发展重量不重质。

表 8: 各部委推进农产品冷链物流的政策

| 发文机构 | 发文时间 | 文件名称 |
|------|------|--|
| 发改委 | 2010 | 农产品冷链物流规划 |
| 农业部 | 2012 | 农产品加工业“十二五”发展规划 关于贯彻落实《国务院办公厅关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见》的通知 |
| 商务部 | 2012 | 关于推进现代物流技术应用和共同配送工作的指导意见 加快推进鲜活农产品流通创新的指导意见 国务院办公厅关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见 |

资料来源: 中国银河证券研究部

以冷库建设为例,国家推出冷库建设给补贴的政策,10-11 年两年冷库建设数量增长较快,

冷库容量 2011 年已接近 1300 万吨。但是新建冷库大多为技术老旧的土建式冷库，规模较小，而且建设地点过于集中。导致一些地区小型冷库已经趋于相对饱和，而另外大部分地区冷库依旧缺乏，特别是高端冷库奇缺。

图 20: 国内冷库发展实际情况及预期目标



资料来源：中国银河证券研究部

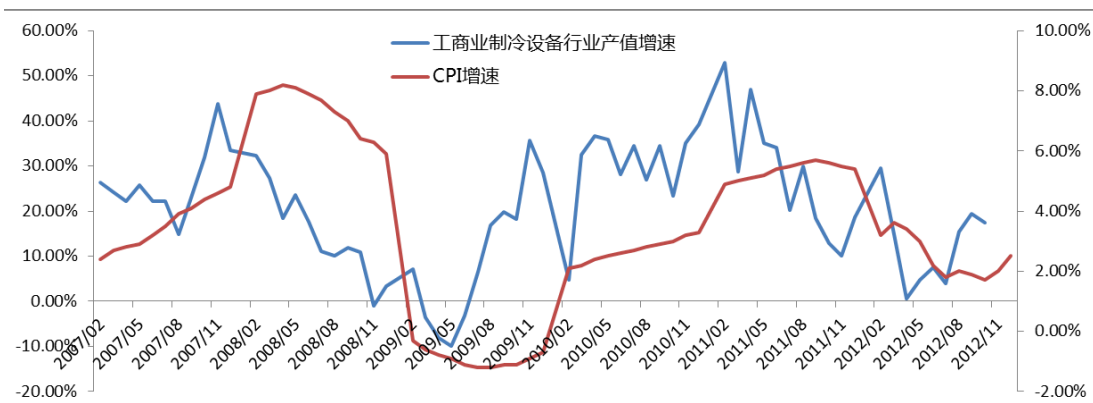
针对冷链建设和运营中存在的误区，地方政府已经开始出台实际政策规范冷链行业建设。2011 年上海出台了首个《食品冷链技术与管理规范》，对冷链运作流程，包装、运输、储存、分拣与配送以及批发与零售每个环节都制定了规范的操作要求。同时，正式发布《上海市冷链物流发展规划》，给予冷链物流企业政策优惠。在 2015 年前免除冷链物流企业 3% 或 5% 的营业税，允许冷链物流企业以农业电计价，对新增冷藏车辆给予信贷支持和 GPS 服务费等。2011 年 8 月深圳也出台了相应文件规范冷链建设，并规定新标准将在 2015 年强制执行。

我们认为今后各地将陆续推出更多的实际政策来扶持冷链行业建设，这对于冷链行业发展是一个重要的驱动力。

3、物价上涨将带动行业需求

之前制约冷链物流发展的一个重要原因是农副产品价格较低，导致农副产品腐败的成本低于冷链物流的运输成本，从而使运输企业放弃冷链运输。而随着农副产品价格不断走高，更多的企业开始运用冷链物流运输易腐食品。从历史数据看，居民消费价格指数和制冷设备行业增速相关性很大，物价上涨将拉动制冷设备行业需求。2012 年第四季度 CPI 开始回升，我们预计制冷设备行业增速也将加快。

图 21: 工商业制冷设备工业产值增速和 CPI 历年数据



资料来源：中国制冷空调工业协会，中国银河证券研究部

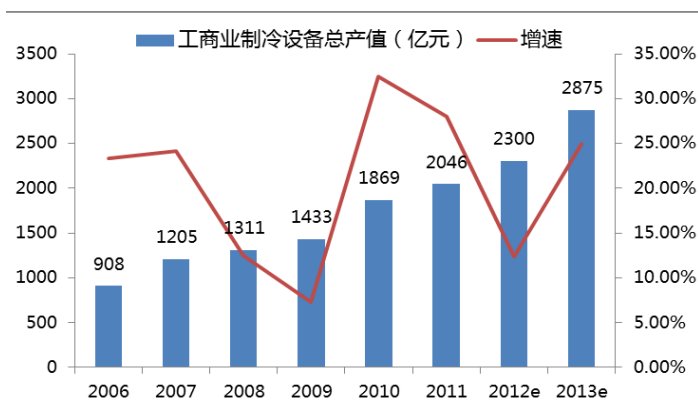
（三）行业正在复苏，13 年开始复苏力度可能超市场预期

从历史数据看，制冷空调设备行业增速在 2012 年 4 月触及年内最低点后稳步复苏。在城市化率不断上升、实际政策扶持以及 CPI 回升的驱动下，我们认为 2013 年制冷设备行业将恢复性增长，增速在 20% 以上。

中国政府网 2013 年 1 月 15 日发布《国务院办公厅关于印发降低流通费用提高流通效率综合工作方案的通知》，要求“降低农产品生产流通环节水电价格和运营费用。农产品冷链物流的冷库用电与工业用电同价。”该措施于 2013 年 6 月 30 日前执行到位。

这一政策对长期受高昂电费困扰的冷库运营企业来说，无疑是雪中送炭。长期以来，我国的冷库执行的都是商业用电价格。从全国来看，商业的平均用电价格在 1 元左右，比普通工业用电价格(0.6 元左右)高出 43% 左右。据了解，目前电耗在冷库的可变成本中占有非常大的比例，有的公司甚至达到了 60%。农产品冷链物流的冷库用电与工业同价，将有效降低企业的电费负担，提高投资回报，将对下游冷链物流建设起到推动作用。

图 22: 工商业制冷设备行业历年总产值



资料来源：中国制冷空调工业协会，中国银河证券研究部

三、董事会换届完成，公司迎来管理拐点

大冷股份过去一些年来的业绩不尽如人意，近几年营业收入及利润相比 2008 年以前有较大下滑，显示公司管理层没有交出令人满意的答卷。2013 年 2 月公司进行了董事会换届，换届力度很大，选举出的新一届董事会成员均是具有丰富经验的实践改革派，扎根公司经营多年。而公司新任总经理年仅 39 岁，显示新一届管理层既能保持经营的平稳，又有干事业的冲劲。我们认为未来几年公司治理较之前会有明显改观。

表 9: 大冷股份新一届董事会中方非独立董事成员

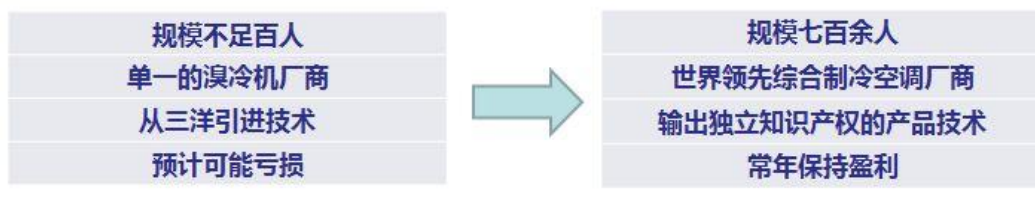
| 姓名 | 性别 | 年龄 | 现职务 | 之前在公司历年主要职务 |
|-----|----|----|-----------|------------------|
| 肖永勤 | 男 | 59 | 董事长 | 公司副总经理、大冷三洋制冷总经理 |
| 王健 | 男 | 56 | 副董事长 | 党委书记 |
| 刘凯 | 男 | 39 | 董事、公司总经理 | 公司总经理助理，兼生产管理部部长 |
| 王志强 | 男 | 51 | 董事、副总经理 | 公司副总经理、总工程师 |
| 荣艳 | 女 | 44 | 董事、公司财务总监 | 经营企划本部部长、财务管理部部长 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司新任董事长肖永勤是制冷机械科班出身, 1977 年进入原大连冷冻机厂工作。1990 年, 作为大冷的副总工程师、设计处处长主导了大冷与日本三洋的合资合作的洽谈。1992 起担任大连三洋制冷有限公司总经理至今超过 20 年, 带领大连三洋制冷保持常年盈利和稳健增长, 自主创新了一批具有独立知识产权的产品和技术, 从单一的溴冷机生产企业发展成为世界领先的综合制冷空调厂商。

而冰山集团党委书记、总经理王健曾任大连国资委资本运营处处长, 对大连国资整合、上市等做了很多工作, 相信他的任上将在大冷股份的股权理顺、市值管理上有建树。

图 23: 大连三洋制冷在肖永勤任总经理时主要成就



资料来源: 中国银河证券研究部

新一届董事会对公司的现状有清醒的认识, 针对公司过去几年存在的问题提出了“变革、提升”的口号和“务实、变革、可持续”的经营理念。具体体现在“四个加强”的改革举措。我们相信公司已经迎来管理拐点, 新政的效果将在下半年的业绩和效益中体现。

表 10: 大冷股份新管理层的具体改革举措

| 四个加强 | 具体举措 |
|--------|---------------------------------|
| 加强员工考核 | 提出细致的月度、年度经营计划, 对不达标的人员进行转岗或者淘汰 |
| 加强成本控制 | 从设计上、采购上降低经营成本 |
| 加强管理能力 | 从管理水平很高的三洋子公司提拔了几个年轻的干部到本部任职 |
| 加强销售激励 | 公司加强了对销售人员的激励, 董事长等公司高层也亲自跑项目 |

资料来源: 中国银河证券研究部

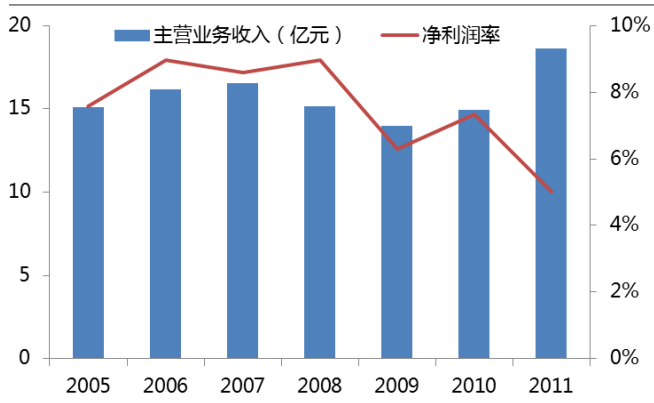
四、本部合营双管齐下, 公司迎来经营拐点

(一) 本部做强主业, 公司盈利能力提升空间大

公司本部业务涉及冷库设备设计和制造以及农产品深加工冷藏, 与制冷行业密切相关。公司是国内最大的组合式冷库供应商, PFS 冷库, 多层货仓冷库等技术达到国际一流水平。

目前行业景气度向上，特别是国内高端冷库奇缺，公司重点发展主业将大增厚本部净利润。从历史数据看，公司本部收入 16 个亿左右，但净利润率偏低，未来主业收入平稳增长，净利润率有望回归行业均值。

图 24: 公司本部历年收入及净利润率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

大冷股份是冰山集团的核心和唯一的上市公司,但是目前大冷本部的收入和利润都只有冰山集团 10%左右,和集团的定位和期望相差较大。新一届领导班子对大冷进行了全面的分析,指出大冷目前存在的问题和具备的优势。

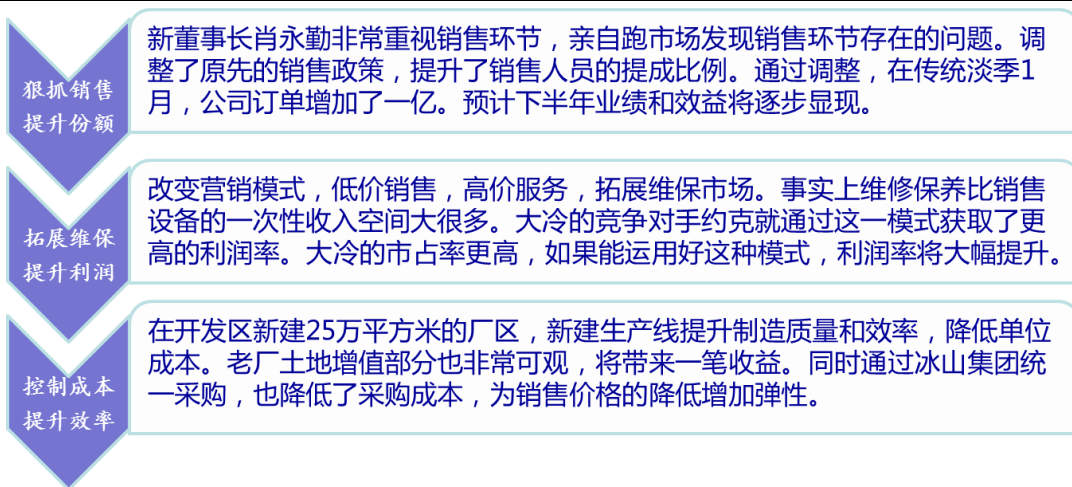
表 11: 大冷新一届领导层对公司的诊断

| 存在的问题 | 具备的优势 |
|--------------------------|---------------------------------------|
| 市场占有率不高, 去年销售收入每月愈下 | 底子很厚, 品牌是老大, 企业的产品在中国市场上是非常有竞争力的 |
| 核心产品竞争力不足, 缺乏新产品 | |
| 发展与员工的期望有差异, 员工收入不高 | 市场空间很广阔, 松下做的精细市场分析, 行业每年 20%增长可持续很多年 |
| 老国企的思维方式, 创新意识不强, 导致效率低下 | |

资料来源: 中国银河证券研究部

为了有效解决当前存在的问题, 公司已经开始从多方面进行变革。首先是狠抓下游销售, 调整原先的销售政策, 增加销售人员的提成, **提升公司的市场占有率**。其次是学习对手的经验, 通过低价销售, 高价服务的模式, 抓住维保市场, **拓展市场空间**。第三点是通过集团采购, 新建厂房, **有效控制成本, 提升工作效率, 改善公司利润率**。

图 25: 大冷股份经营政策变革



资料来源: 中国银河证券研究部

公司作为工业制冷行业的龙头，以前盈利能力在行业均值之上，因为这4年的管理问题，毛利率、净利率等较同行业其他企业低不少，未来公司会强大主业，盈利能力有很大提升空间，我们认为在13年下半年将能看到指标的好转。

表 16: 制冷行业主要公司数据对比

| 股票名称 | 总股本 (百万股) | 总市值 (亿元) | PE | PB | PS | 销售毛利率 | 销售净利率 |
|------|--------------|-------------|------|------|------|--------|--------|
| 汉钟精机 | 218.07 | 27.46 | 20 | 3.65 | 3.91 | 31.88% | 15.99% |
| 烟台冰轮 | 394.60 | 28.73 | 18 | 2.42 | 1.80 | 23.60% | 10.86% |
| 开山股份 | 286.00 | 103.96 | 24.5 | 3.53 | 6.11 | 27.80% | 18.98% |
| 大冷股份 | 350.01 | 24.22 | 16 | 1.36 | 1.48 | 20.31% | 8.08% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究部 (盈利能力数据更新到2012年三季报)

(二) 逐步处置亏损合资公司，反向增厚业绩

2012年公司开始对近几年亏损比较严重的大连三洋空调机、大连三洋家用电器、沈阳三洋空调机三家公司进行了处置，调整了公司的产业布局。

表 12: 三家亏损合资企业 2009-2012 年净利润一览

| 公司名称 | 净利润 (万元) | | | |
|---------|----------|--------|--------|----------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| 大连三洋空调机 | -13263 | -11117 | -37505 | |
| 大连三洋家电 | 8 | -1682 | -3090 | -3903 (1-6月) |
| 沈阳三洋空调机 | | 162 | -232 | -27413 (1-10月) |

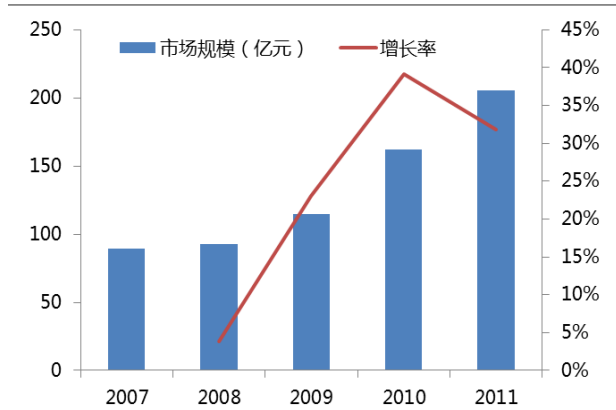
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

1、大连三洋空调机

大连三洋空调机成立于1995年，主要生产、销售三洋品牌空调机。公司引进三洋的空调技术，产品涉及商用中央空调、家用中央空调、全热交换新风机及机房专用精密空调等，主要

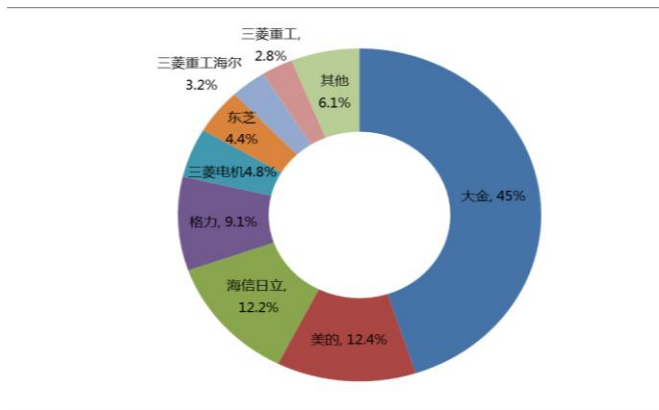
产品类型和利润来源是多联机中央空调, 2006 年曾占多联机市场份额的 3%, 2011 年不足 1%。

图 26: 多联机市场容量及增速



资料来源: 暖通空调资讯, 中国银河证券研究部

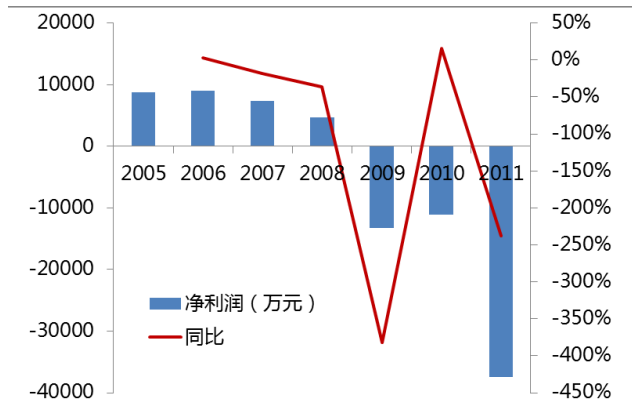
图 27: 2011 年变频多联机中央空调市场份额



资料来源: 暖通空调资讯, 中国银河证券研究部

多联机是中央空调最大的细分市场, 2011 年占中央空调市场份额的 36.1%。根据英国建筑服务研究与信息协会 BSRIA 的预测, 2013-2016 年多联机中央空调复合年均增速将达 15%。多联机广泛应用于商用和家用, 市场竞争激烈, 公司利润波动也很大, 2009、2010 净亏损超过 1 亿元。

表 28: 大连三洋空调机历年净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2012 年 3 月, 大冷股份和日本三洋电机将持有的大连三洋空调机所有股份转让给大连三洋制冷, 使大连三洋空调机成为大连三洋制冷的全资子公司, 并将盈利资产转给大连三洋制冷, 亏损资产一次性剥离。此次重组使公司建立了大型空调设备的一体化经营, 强化了公司重点发展中央空调的战略。

2、大连三洋家电

大连三洋家电主要生产电热水瓶、微波炉等小型家用电器及有关零配件。由于生产规模较小, 难以应对日趋激烈的家电市场竞争, 2010、2011 连续两年出现亏损。公司 2011 年已全额计提对大连三洋家电长期股权投资减值准备并于 2012 年 5 月开始进行清算。

3、沈阳三洋空调机

沈阳三洋空调机成立于 1993 年，主要产品是家用空调。由于公司历年对于家用空调的战略定位不同，沈阳三洋空调机历经单独经营和协同经营阶段，2008-2012 年间为大连三洋空调机的子公司。由于家用空调市场竞争激烈，沈阳三洋空调机近两年库存积压严重，资金链几近断裂。2012 年 12 月公司将剩余的 10% 股份以 0 元的价格转让给日本三洋电机，同时对亏损资产进行一次剥离。

表 13: 公司对三家亏损企业的处置方案

| 公司名称 | 主要产品 | 处置时间 | 处置方案 |
|---------|----------|----------|---------------------|
| 大连三洋空调机 | 多联机中央空调 | 20120308 | 盈利资产转给大连三洋制冷，亏损资产剥离 |
| 大连三洋家电 | 电热水瓶、小家电 | 20120517 | 清算 |
| 沈阳三洋空调机 | 家用空调 | 20121226 | 转让剩余股份，亏损资产一次性剥离 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司对于三家亏损企业的处置有助于优化长期股权投资结构，退出小家电及小型家用空调市场，**主攻大中型制冷空调主业，围绕冷链进行产业布局**。我们认为，一次性剥离亏损资产，便于 13 年公司轻装上阵也是新管理层意愿的体现，反向增厚业绩，有利于公司今后的发展。

(三) 发展盈利子公司，投资收益有望回升

公司历年投资收益占比较高，从利润表看，合资子公司中对业绩影响大的主要是以下五家企业。公司对盈利子公司通过增资等形式进行有效扶持，有望提升合资子公司的盈利能力，并提高公司的投资收益。

表 14: 五家业绩影响较大的子公司经营情况

| 子公司名称 | 大冷控股比例 | 主营业务 | 特点 | 11 年净利润 (万元) | 附注 |
|-------------|--------|--------------|------------------|-----------------|-------------------------|
| 大连三洋压缩机 | 0.4 | 涡旋式压缩机 | 技术先进，客户主要是格力、美的等 | 9865 | 国内主要涡旋式压缩机生产商之一 |
| 大连三洋制冷 | 0.4 | 溴冷机 | 一流的溴冷中央空调 | 1698 | 已增资扩大规模 |
| 大连三洋冷链 | 0.4 | 超市陈列柜等 | 行业市占率第一 | 3864 | |
| 大连三洋空调机 | 0.4 | 商用空调 家用空调 | 连年亏损，已处置 | -37505 | 优质资产进入三洋制冷，亏损资产剥离 |
| 大连富士冰山自动售货机 | 0.49 | 自动售货机 | 增长快 | 1078 | 12 年上半年大幅增长实现 1037 万净利润 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

1、大连三洋压缩机

大连三洋压缩机 1995 年成立，从事中小型制冷、空调用压缩机的制造，是国内涡旋式压缩机主要生产厂商。公司引进的三洋涡旋式压缩机技术在世界范围内处于领先，也是目前国内少数能实现生产替代外资进口产品的企业。

压缩机是中央空调的核心部件。涡旋式压缩机主要运行件涡盘只有啮合没有磨损，具有运行振动小、噪音低等优点，且使用寿命更长，节能环保，被誉为免维修压缩机，是当前最先进

的压缩机类型。目前涡旋式压缩机市场处在行业生命周期的早期，技术存在壁垒、对企业资金要求高。

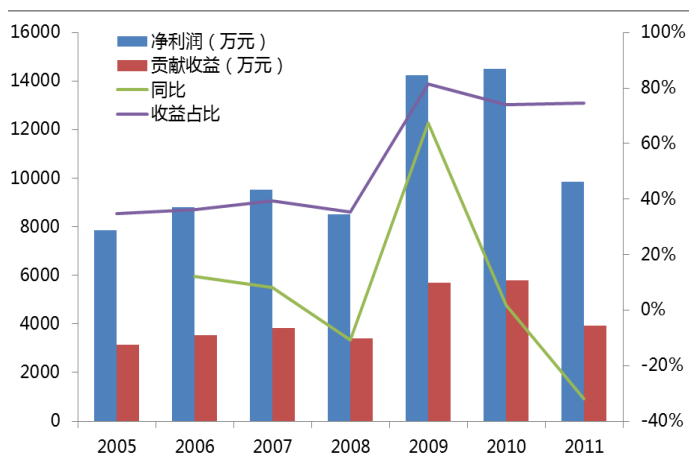
表 15: 涡旋式压缩机近 2 年产销量

| 年份 | 产量 (万台) | 内销 (万台) | 出口 (万台) |
|------|---------|---------|---------|
| 2010 | 406.89 | 358.94 | 48.15 |
| 2011 | 427.35 | 366.76 | 56.45 |

资料来源: 压缩机电机市场分析, 中国银河证券研究部

由于涡旋式压缩机单机制冷量较小，因此更多的应用中高温领域。大连三洋制冷推出的半封闭压缩机，能提供更高的制冷量，延伸了涡旋式压缩机的应用范围。同时公司增加了营销力度，提高了产品在格力、美的等下游主要空调制造商的市场份额。**公司是大冷股份与日本三洋电机合资企业群中利润最高的企业**，2009-2011 年期间为大冷股份贡献的收益超过全部投资收益的 70%。

图 29: 大连三洋冷链历年净利润及增速



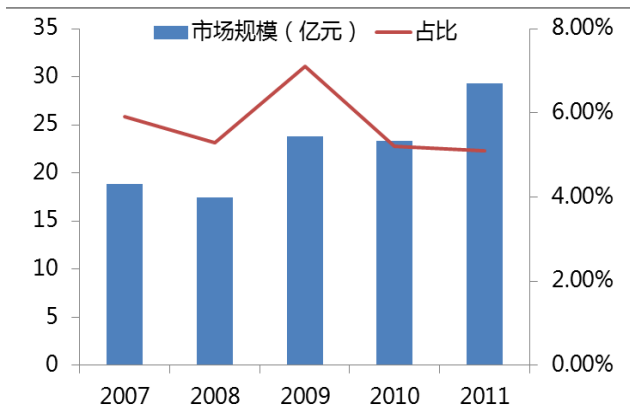
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2、大连三洋制冷

新的大连三洋制冷由大连三洋制冷和大连三洋空调机两家企业重组形成，是世界领先的综合制冷空调厂商，也是大冷股份大中型空调的产业平台，溴化锂中央空调技术世界领先。

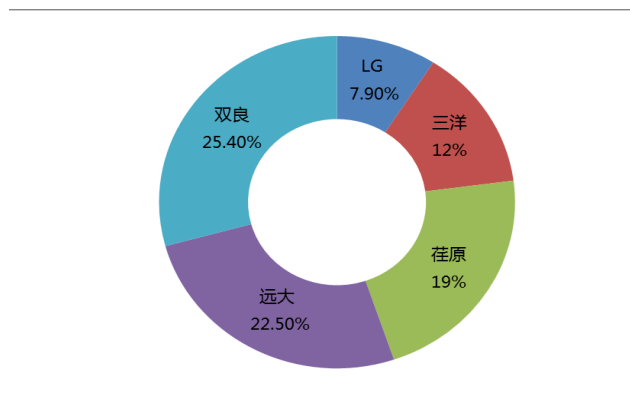
溴化锂吸收式制冷机是非电驱动的制冷机，以水替代氟利昂作为制冷剂，具有省电环保的优点。溴冷机作为静态液体流动设备，没有压缩机等机械传动装置，因此噪音低、无机械磨损、使用寿命长。但是由于需要热能作为动力，因此比较多用于工业和有大量废气热散发的地方。从历史数据看，历年溴冷机中央空调占中央空调市场份额的 5% 左右。

图 30: 溴冷机市场容量及增速



资料来源: 暖通空调资讯, 中国银河证券研究部

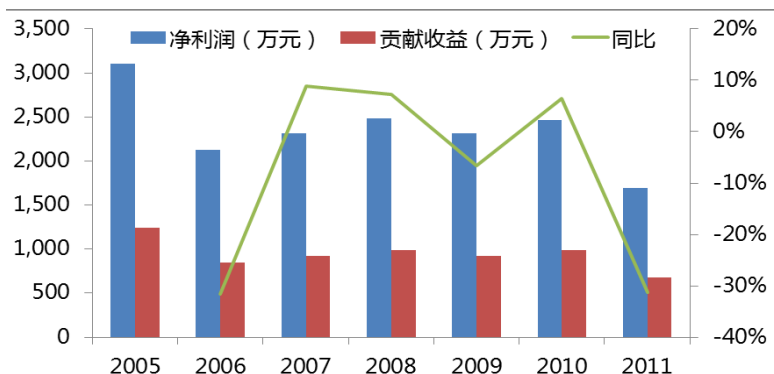
图 31: 2011 年溴冷机中央空调各品牌份额



资料来源: 暖通空调资讯, 中国银河证券研究部

公司溴化锂中央空调技术世界领先, 专利近百项, 有效解决了溴冷机易腐蚀、冷量衰减等技术难题。2012 年新开发的超低温废热水利用机组试制成功, 进一步拓展了溴冷机的应用领域, 并推出了多项节能减排的产品, 提升了企业的核心竞争力。

图 32: 大连三洋制冷历年净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

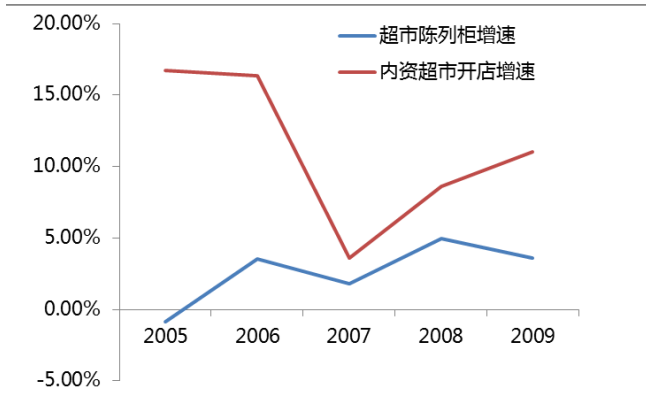
2012 年大冷股份对制冷空调业务进行了调整。将大连三洋空调机的优质资产注入大连三洋制冷, 并与日本三洋电机一起向公司注资 1.1 亿元。通过增资扶持以及一体化经营的模式, 将大连三洋制冷打造成大中型空调业务的平台, 提升在溴冷机、多联机两大市场的规模。

3、大连三洋冷链

大连三洋冷链是国内领先的商用制冷设备综合方案提供商, 主要产品包括超商设备、饮品冷柜、低温物流设备、商用厨房设备、生物医疗设备以及服务工程。公司核心产品是商用陈列柜, 市场份额超过 30%, 排名第一, 全球超市连锁业前四强都是大连三洋制冷的优质客户。中国连锁业 60 强中, 大连三洋冷链的客户超过 70%。

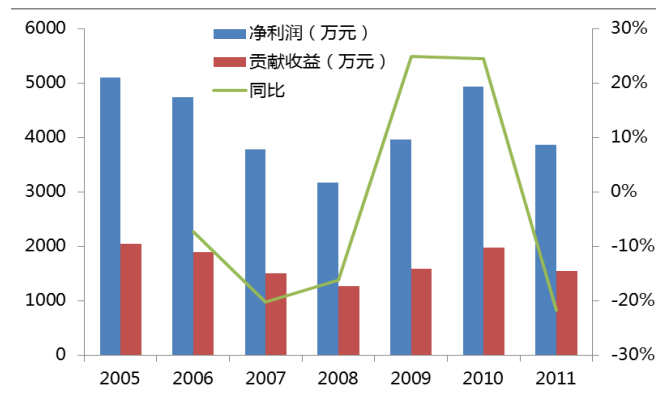
超市陈列柜行业主要受下游超市行业景气度影响。由于城镇化率提升, 连锁超市纷纷扩大规模, 增加了陈列柜的需求。另一方面, 超市成列柜一般使用寿命为 5 年, 因此更新需求今后也会走高。而大连三洋冷链作为龙头将与行业同步增长。2012 年公司取得压力管道安装许可资质, 正式跨入特种设备安装行列, 进一步稳固了行业龙头地位。

图 33: 超市陈列柜机内资超市开店增速情况对比



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

图 34: 大连三洋冷链历年净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

4、大连富士冰山自动售货机

大连富士冰山自动售货机由大冷股份与日本自动售货机制造龙头富士电机合资成立。公司引进富士电机的自动售货机技术, 具有国内最先进的生产线。自动售货机虽然很早就进入中国市场, 但在 2010 年之前发展缓慢, 保有量很低, 和发达国家差距很大。

表 16: 中、美、日自动售货机市场对比

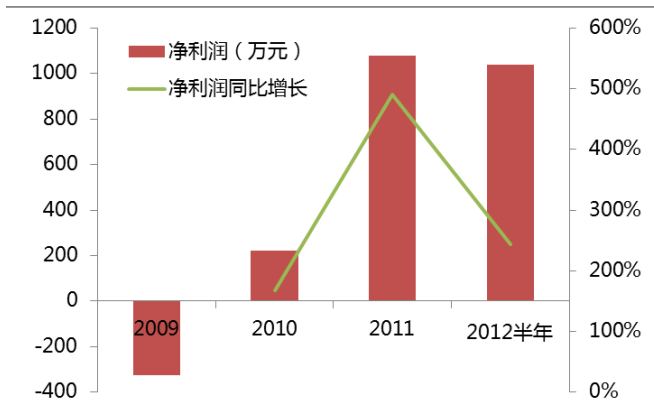
| | 中国 | 日本 | 美国 |
|--------------|----------|-----------|------|
| 售货机布机数 (万台) | 10 | 600 | 750 |
| 年销售额 (亿元人民币) | 15 | 10000 | 3000 |
| 销售产品种类 | 不足 100 种 | 超过 6000 种 | |

资料来源: 中国银河证券研究部

自动售货机作为无人值守的零售方式, 较传统的零售模式有许多优势。而城市化进程加快推动城镇劳动力成本上升以及城镇人口聚集都有利于自动售货机市场发展。有资料显示, 目前国内自动售货机布机数以每年 2 万台速度提升, 并且有加快趋势。业内人士预测中国自动售货机市场容量保守预计可达 300 万台, 年销售额超过 600 亿元。目前市场仍是朝阳产业, 发展空间巨大。

大连富士冰山自动售货机 2012 年上半年产销量双双突破 5000 台大关, 销售收入同比增长 50% 以上, 净利润也同比大幅增长。公司在重点布局东南沿海中心城市的基础上, 积极拓展西部中心城市, 销售网络日趋健全。我们认为自动售货机业务将成为公司未来的重要增长点之一。

图 35: 大连富士冰山自动售货机历年净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

五、持有的国泰君安股权价值将重估

公司持有国泰君安 3010 万股股权 (占国泰君安总股本的 0.49%)，过去国泰君安因为一参一控问题，上市预期不明确所以此股权价值基本没考虑，目前据了解国泰君安 2012 年全面启动上市计划，市场预计上市后其市值大致等于海通证券。上市后大冷股份所持国泰君安股票股权价值为 5-6 个亿市值 (按 1.2-1.3 倍 PB 作价)。折合到大冷股份平均每股价值约 1.5 元。

六、大冷 B 股处置带来的红利

公司目前有流通 B 股 1.15 亿股，由于目前 B 股价值逐步降低，且对于大冷股份而言，如果没有 B 股，在资本市场的许多操作会更容易些，因此解决 B 股问题将成为新一届管理层的重要任务。从已有个案以及可行性角度，我们认为有两种解决方案：

表 17: 大冷股份对于 B 股的两处置方案和预计影响比较

| B 股处置方式 | 对业绩影响 | 对股价影响 | 可能性 |
|---------|-----------|---------|---------------------|
| 上市公司回购 | 将增厚业绩 48% | 对股价大幅利好 | 因为三洋持有 B 股，回购可能性也有。 |
| B 转 A | 无影响 | 对股价利好 | B 股有显著套利机会 |

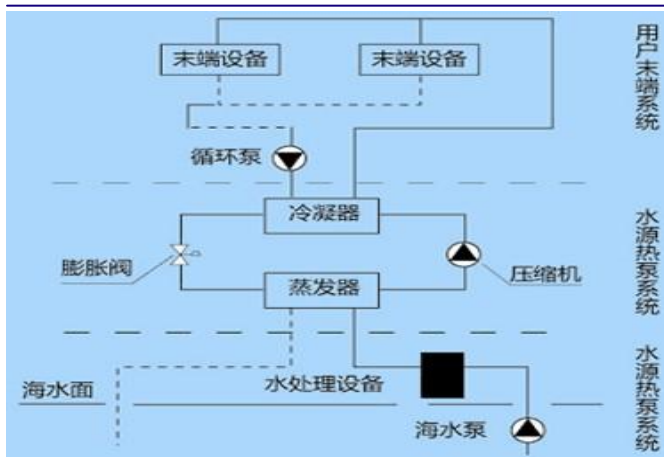
资料来源: 中国银河证券研究部

我们认为，无论最终大冷股份采取哪种方式处置 B 股，对股价均是利好作用。

七、节能环保产品占比将大幅提升

海水源热泵技术即利用海水分别作为冬季热泵供暖的热源和夏季空调的冷源，在夏季利用水源温度低，高效地带走建筑物中的热量，给建筑物室内制冷；而冬季，则是通过水源热泵机组，从水源中“提取”热能，送到建筑物中采暖。海水源热泵技术优势在于对资源的高效利用，以海水为“源体”，但不消耗海水，也不对海水造成污染。其次它的热效率高，消耗 1 千瓦的电能，可以获得 3 千瓦至 4 千瓦的热量或冷量，从根本上改变了传统的能源利用方式。

图 36: 海水源热泵系统工程组成图



资料来源: 中国银河证券研究部

图 37: 海水源热泵示意图



资料来源: 中国银河证券研究部

公司从 2006 年开始独家中标大连星海湾一期 30 万平米海水地源热泵工程, 开始海水源热泵的推广过程, 这也是结合国家节能减排的大政策顺势而为。先后完成了 6 台机组的安装, 收入 1.5 亿, 毛利率在 20% 以上。过去每年稳定贡献 3000-4000 万收入。

大连市被国家选为全国的水源热泵技术规模化应用示范城市, 这标志着大连市今后将有望以海水为能源, 进行室内空气的冷热调节。“水源热泵装置, 地热源、污水源热泵装置”将来会是重要的一个下游, 希望公司未来积极推广地热能在全国范围内的应用。

未来公司将加大节能环保产品(包括中央空调、热泵、石化换热器等)的开发和销售, 极大提升此类产品的占比。

八、盈利预测与估值

我们预计大冷股份 2012~2014 年分别实现营业收入 1677、2012、2314 百万元, 净利润分别为 83、157、214 百万元。对应每股收益 (EPS) 分别为 0.24、0.45、0.61 元。

此外大冷历史经营较保守, 财务指标都非常稳健健康, 我们认为公司如果能适当加大经营杠杆, 多扩大销售, 提升市场占有率将大有裨益。

表 18: 资产负债表预测

| 资产负债表(百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 2,912 | 3,054 | 2,840 | 3,253 | 3,616 |
| 流动资产 | 1,331 | 1,589 | 1,398 | 1,843 | 2,238 |
| 货币资金 | 492 | 690 | 508 | 765 | 1,019 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 391 | 352 | 430 | 522 | 587 |
| 应收票据 | 56 | 61 | 56 | 66 | 77 |
| 其他应收款 | 19 | 15 | 18 | 17 | 17 |
| 存货 | 347 | 424 | 355 | 435 | 494 |
| 非流动资产 | 1,581 | 1,464 | 1,442 | 1,410 | 1,378 |
| 可供出售投资 | 6 | 0 | 20 | 21 | 22 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 长期投资 | 1,005 | 897 | 903 | 913 | 924 |
| 固定资产 | 359 | 346 | 316 | 284 | 250 |
| 无形资产 | 174 | 169 | 160 | 152 | 145 |
| 总负债 | 1,094 | 1,207 | 952 | 1,248 | 1,441 |
| 无息负债 | 1,021 | 1,194 | 952 | 1,248 | 1,441 |
| 有息负债 | 73 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1,818 | 1,846 | 1,888 | 2,006 | 2,175 |
| 股本 | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| 公积金 | 1,012 | 1,032 | 1,046 | 1,072 | 1,106 |
| 未分配利润 | 364 | 366 | 383 | 463 | 587 |
| 少数股东权益 | 92 | 97 | 108 | 120 | 132 |
| 归属母公司权益 | 1,726 | 1,749 | 1,780 | 1,885 | 2,043 |
| Vd | 73 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| Ve | 2,531 | 2,531 | 2,531 | 2,531 | 2,531 |
| EV | 2,514 | 2,354 | 2,473 | 2,306 | 2,133 |
| IC | 791 | 772 | 907 | 847 | 832 |

资料来源：中国银河证券研究部

表 19: 利润表预测

| 利润表 (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,496 | 1,863 | 1,677 | 2,012 | 2,314 |
| 营业成本 | 1,195 | 1,481 | 1,342 | 1,590 | 1,805 |
| 折旧和摊销 | 0 | 0 | 62 | 63 | 64 |
| 营业税费 | 5 | 9 | 7 | 9 | 11 |
| 销售费用 | 101 | 114 | 109 | 130 | 147 |
| 管理费用 | 161 | 185 | 170 | 177 | 201 |
| 财务费用 | 4 | 2 | 0 | 0 | (1) |
| 资产减值损失 | 7 | 14 | (4) | 20 | 15 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 78 | 53 | 60 | 100 | 110 |
| 营业利润 | 101 | 111 | 113 | 187 | 246 |
| 利润总额 | 124 | 130 | 118 | 199 | 266 |
| 少数股东损益 | 10 | 12 | 11 | 12 | 12 |
| 归属母公司净利润 | 100 | 82 | 83 | 157 | 214 |
| EPS(按最新预测年度股本计算历史 | | | | | |
| EPS) | 0.29 | 0.23 | 0.24 | 0.45 | 0.61 |
| NOPLAT | 14.59 | 28.13 | 29.97 | 58.59 | 97.25 |
| EBIT | 26.08 | 59.70 | 53.14 | 87.08 | 134.53 |
| EBITDA | 26.08 | 59.70 | 115.21 | 150.24 | 198.70 |

资料来源：中国银河证券研究部

表 20: 现金流量表预测

| 现金流量表 (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 172 | 168 | (47) | 298 | 303 |
| 净利润 | 100 | 82 | 83 | 157 | 214 |
| 折旧摊销 | 0 | 0 | 62 | 63 | 64 |
| 净营运资金增加 | (50) | (31) | 160 | 24 | 67 |
| 其他 | 122 | 118 | (353) | 54 | (41) |
| 投资活动产生现金流 | (30) | 141 | (46) | (31) | (32) |
| 净资本支出 | (174) | (169) | 20 | 20 | 20 |
| 长期投资变化 | 1,005 | 897 | (6) | (10) | (11) |
| 其他资产变化 | (861) | (588) | (60) | (41) | (41) |
| 融资活动现金流 | (53) | (120) | (89) | (10) | (17) |
| 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 13 | (60) | (13) | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 152 | 174 | (242) | 295 | 193 |
| 净现金流 | 89 | 189 | (182) | 257 | 254 |

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

| | |
|---|-----------|
| 图 1: 大冷股份股权结构图 | 1 |
| 图 2: 大冷股份产品涉及领域 | 错误!未定义书签。 |
| 图 3: 大冷股份历年营业利润及投资收益 | 错误!未定义书签。 |
| 图 4: 大冷股份 2006-2011 年投资收益构成 | 3 |
| 图 5: 大连冰山集团发展定位 | 错误!未定义书签。 |
| 图 6: 制冷设备分类 | 4 |
| 图 7: 冷链行业产业链结构 | 错误!未定义书签。 |
| 图 8: 冷链系统结构 | 4 |
| 图 9: 2010 年中国与美、日等发达国家冷链流通率 | 5 |
| 图 10: 中国与美、日人均冷库库容和冷藏车数量对比 | 错误!未定义书签。 |
| 图 11: 国内冷库发展情况 | 6 |
| 图 12: 公路冷藏车发展情况 | 6 |
| 图 13: 中国城镇化进程发展情况及预测 | 7 |
| 图 14: 农村与城镇居民食品消费结构 | 7 |
| 图 15: 以 1995 年为基数 1 的城镇生鲜农产品消费量指数 | 7 |
| 图 16: 中、美、日人均水资源及人均耕地面积 | 7 |
| 图 17: 历年中国及世界平均耕地面积 | 7 |
| 图 18: 城镇化进程驱动冷链产业发展逻辑推导图 | 8 |
| 图 19: 冷链对于城镇化意义重大—以肉类为例 | 8 |
| 图 20: 国内冷库发展实际情况及预期目标 | 9 |
| 图 21: 工商业制冷设备工业产值增速和 CPI 历年数据 | 9 |
| 图 22: 工商业制冷设备行业历年总产值 | 错误!未定义书签。 |
| 图 23: 大连三洋制冷在肖永勤任总经理时主要成就 | 11 |
| 图 24: 公司本部历年收入及净利率率 | 错误!未定义书签。 |
| 图 25: 大冷股份经营政策变革 | 错误!未定义书签。 |
| 图 25: 大连三洋空调机历年净利润及增速 | 12 |
| 图 26: 多联机市场容量及增速 | 14 |
| 图 27: 2011 年变频多联机中央空调市场份额 | 14 |
| 图 28: 大连三洋空调机历年净利润及增速 | 14 |
| 图 29: 大连三洋冷链历年净利润及增速 | 16 |
| 图 30: 溴冷机市场容量及增速 | 17 |
| 图 31: 2011 年溴冷机中央空调各品牌份额 | 17 |
| 图 32: 大连三洋制冷历年净利润及增速 | 17 |
| 图 33: 超市陈列柜机内资超市开店增速情况对比 | 18 |
| 图 34: 大连三洋冷链历年净利润及增速 | 18 |
| 图 35: 大连富士冰山自动售货机历年净利润及增速 | 19 |
| 图 36: 海水源热泵系统工程组成图 | 20 |
| 图 37: 海水源热泵示意图 | 20 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 大冷股份与三洋电机主要合资公司 | 2 |
| 表 2: 工商业制冷设备的应用 | 4 |
| 表 3: 十二五期间主要农产品冷链运输目标 | 5 |
| 表 4: 易腐农产品产量及增速 | 5 |
| 表 5: 冷链运输货物量预测 | 5 |
| 表 6: 冷链行业主要外资企业 | 6 |
| 表 7: 新增 1 亿城镇人口引致各类农产品的新增需求 | 7 |
| 表 8: 各部委推进农产品冷链物流的政策 | 8 |
| 表 9: 大冷股份新一届董事会中方非独立董事成员 | 11 |
| 表 10: 大冷股份新管理层的具体改革举措 | 11 |
| 表 11: 大冷新一届领导层对公司的诊断 | 12 |
| 表 12: 三家亏损合资企业 2009-2012 年净利润一览 | 13 |
| 表 13: 公司对三家亏损企业的处置方案 | 15 |
| 表 14: 五家业绩影响较大的子公司经营情况 | 15 |
| 表 15: 涡旋式压缩机近 2 年产销量 | 16 |
| 表 16: 中、美、日自动售货机市场对比 | 18 |
| 表 17: 大冷股份对于 B 股的三种处置方案和预计影响比较 | 19 |
| 表 18: 资产负债表预测 | 20 |
| 表 19: 利润表预测 | 21 |
| 表 20: 现金流量表预测 | 21 |

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邹润芳、邱世梁、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.HK）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn