



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业：机械

许民乐, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009  
(8621) 2032 8589  
minle.xu@bocichina.com

\*张君平为本报告重要贡献者

## 大冷股份调研纪要

近期我们拜访了大冷股份(000530.CH/人民币 7.50; 200530.CH/港币 5.68, 未有评级), 公司业务围绕冷热产业链, 是我国最大的工业制冷设备制造企业和中国最大的制冷成套设备出口企业。公司更换管理层后采取了一系列的改革措施, 并谋划了五年发展计划, 由于今年是改革的第一年, 可以看到一系列的改变, 但经营效果还需检验。合资公司方面一直是公司的主要利润来源, 去年底公司剥离了部分亏损公司, 合资公司的整体质量明显上升。由于受到宏观经济的影响, 公司本部及合资公司的业绩增长均有压力, 公司今年目标是收入增长 6%, 利润基本持平, 我们认为这一指标已经包含了改革的影响, 较为合理。

### 合资公司贡献主要业绩

公司的合资经营模式在行业内较为领先, 目前拥有 7 家子公司、2 家合营公司、11 家联营企业, 2012 年公司对联营企业和合营企业的投资收益占营业利润的比例高达 78.42%, 是公司营业利润的主要来源。公司本部主要做活塞式、螺杆式制冷压缩机等工业制冷装备, 以及各类冷库、冷藏柜、食品冷链加工等食品冷链装备。由于国内制冷空调等工业制冷设备行业受房地产影响较大, 今年本部业绩增长压力较大。

图表 1. 公司主要合资公司简介

	持股比例	主营业务	2012 年净利润(亿元)
公司本部		活塞式、螺杆式制冷压缩机、各类冷库、冷藏柜、食品冷链装备	1.01
三洋压缩机	40%	涡旋式压缩机	1.23
京滨大洋	20%	车用空调、蒸发器、冷凝器	0.61
三洋冷链	40%	超市陈列柜、产品展示柜、商用厨房设备、超低温医疗柜	0.39
富士冰山	49%	自动售货机	0.22
三洋制冷	40%	溴冷机、真空锅炉、变频螺杆压缩机	0.18

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

三洋压缩机主要做涡旋式压缩机, 为格力、美的等配套空调、冰箱等家用制冷设备。由于下游寡头垄断明显, 议价能力很高, 未来销量会增加, 但价格有压力。

三洋冷链主要做超市陈列柜, 现在新产品有所扩展, 延伸到展示柜、商用厨房设备、超低温医疗柜等, 弥补原有业务的放缓趋势。

三洋制冷从溴冷机开始, 发展到真空锅炉、中央空调用变频螺杆压缩机等。这块业务与本部的很像, 但是有区分, 三洋制冷主要做中央空调的配套, 零度以下的制冷和深冷产品不做。

京滨大洋主要做小排量汽车的蒸发器冷凝器, 虽然汽车空调行业高峰已经过去了, 但小排量市场的情况好于平均水平。

富士冰山主要做自动售货机, 是批量化的产品。虽然自动售货机这种业态还需要培育, 但公司 2012 年销售突破 1 万台, 未来有望量价齐升。目前国内有公司在做新模式的探索, 主要进驻地铁等公用设施。目前来看行业将有阶段性小高潮。

## 冷冻冷藏设备受益于冷链物流发展

冷库是冷链物流的节点，从发展规律来看，一般现有冷库后有冷链服务，我国冷链行业刚刚兴起，冷库存在较大的发展空间。冷库可以分为土建库、组合库、气调库。公司主要是做组合库，现场拼装即可，这也是目前国内的主流。

冷冻冷藏设备行业的增速保持在 10-20%，这个数字与经济发展水平关系更大，个体企业的推动效果很小，在冷库这一细分行业来看，受益于冷链行业的政策支持，增速会更快。

冷库投资方面，一个万吨标准组合库造价 2,000 万。投资回报与使用率有关，一般使用率超过 60-70%才会有收益。运营成本方面，电费是主要成本，占运营成本的 50-60%。

冷库的下游是肉、蛋、奶等生鲜加工企业，下游行业龙头的发展，对冷冻冷藏的需求体现明显。例如雨润倡导的本地化屠宰加工，在他们扩展屠宰工厂的时候需要冷库，实现本地屠宰本地冷藏。由于我国的冷库行业数据不健全，跟踪龙头企业的规划发展更有参考意义。

公司冷库业务的付款模式，先收 30% 订金，跟踪收取进度款，最后有 5% 的质保金一年后收回。由于下游客户稳定，而且坚持销售政策，公司现金流一直保持良好。

## 改革初现曙光，谋划长远发展

公司在年初更换了管理层，新管理层在下属公司磨练多年，拥有丰富的经营经验，甫一上任便提出了一系列立足长远的改革措施。公司过去几年业绩严重依赖下属合营公司，本部业绩不够突出，针对于此，新管理层在市场开拓、目标考核、销售渠道等方面提出了改进措施。在这改革的半年中我们看到了公司在一些方面的变化，改革的成果将在未来较长一段时间内逐步显现。

图表 2. 公司改革措施对比

	过去的情况	改革后的情况	改革带来的变化
目标考核	设立年度目标考核	把年度目标细分到各部门，再进一步分解到月计划，甚至周计划	保障了经营目标的落实情况，责任明确
销售渠道	以直销为主，全国有三十多个办事处，销渠道维护较为消极	改革直销渠道，重新划分为直销渠道，减少业务员间的冲突。销渠道维护重启中断了近十年的经销商大会，主动维护经销商渠道。	直销渠道效率提高，经销渠道重启，将带来更多商机。
销售人员激励	销售员没有基本工资，收入波动较大，有投机机会	提高销售员基本工资，重视日常工作价值，把绩效工资与拿到订单的价格、数量及回款情况挂钩	提高销售人员积极性，保障公司业绩平稳增长。
售后服务	免费服务，更换零部件的钱	提供收费的日常维护服务，零部件更换另收费	一方面降低客户的人力成本，有助于维护客户，另一方面开拓服务业务范围，增加收入渠道。
公司形象	本部及下属公司各自为战，使用各自的品牌和标识	集团牵头，统一标识，统一服装，统一突出“冰山”品牌和标识	提升了公司品牌认知度

资料来源：中银国际研究

### 受益于国泰君安股权投资

公司持有国泰君安 3,009.89 万股股权，约占国泰君安总股本的 0.49%。根据证监会公开信息显示，国泰君安日前已上报 IPO 材料，拟在上交所上市。这意味着备受市场关注的国泰君安上市一事已进入实质性的审批环节。数据显示，国泰君安证券 2012 年合并口径的营业收入为 76.94 亿元，净利润 25.34 亿元，稳居业内第一梯队前列。按 20 到 25 倍市盈率估算，公司所持国泰君安股票股权价值 2.5 到 3 个亿市值。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371