

变革奠定中长期向好基石

——大冷股份（000530）调研快报

2014年05月15日

推荐/维持

大冷股份

调研快报

关注 1：管理变革、资源整合，重塑竞争力和形象

近年公司经历了管理层的变动，但资源整合的思路已经基本明确并成为未来几年的主要着力点。14 年新任董事长纪总上任，公司的管理层已经完成年轻化，未来发展的动力显著增强。公司的管理正经历变革，资源整合涉及到业务资源、客户资源以及人力资源的整合。未来几年，公司的竞争力和形象有望获得重塑。

1) **业务资源的整合。** a、完善制冷产业链，力挺强项：13 年与三菱重工合资生产离心式压缩机，填补公司压缩机类型的空白；对重点公司进行增资，12 年对三洋制冷增资，13 年对武汉新世界制冷、冰山进出口增资；b、清理短板：转让或者清算不良业务股权，12 年处置盈利欠佳的大连三洋空调机、沈阳三洋空调机、大连三洋家用电器电器的股权，13 年处置了大连佳乐股权。

2) **客户资源整合。** 今年 3 月上任的董事长纪总原是参股公司大洋冷链总经理，善于挖掘客户需求，在与沃尔玛打交道过程中练就了挖掘客户数据，并提供超前解决方案的能力，未来，这一套行之有效的管理方法将用于整个大冷的运营。公司将基于庞大的客户数据做数据挖掘，通过大数据管理给客户id提供咨询服务将开启新的盈利模式。公司在制冷行业深耕几十年，市场上拥有庞大的存量机组，这些存量机组潜在的售后服务市场同样庞大，如通过维保服务为客户创造效益，公司则可分享收益，这种模式将显著提高盈利水平。

3) **内部人力资源的整合。** 提高员工福利待遇，改善营销人员的激励机制。对管理层的股权激励也将提上日程。

关注 2：冷链景气度良好，公司涉及冷链全产业链，订单逐渐上量

13 年吉林和上海的两起冷库氨事故之后，政府收紧了 40 吨氨用量项目审批，对 10 吨氨用量项目也加紧了监控。这在短期对冷库建设有一定抑制，但中长期有助于少氨量和 CO2 制冷方式的推广。公司在氨系统安全防控方面拥有多项核心技术，可大幅减少系统用氨量，保证系统安全可控运行。政策趋严有助提高公司产品的竞争力。

13 年公司冷库订单增长 20%，食品冷冻冷藏相关订单增长 30%，冷链行业总体景气度良好。14 年一季度受淡季因素、实体资金不足等因素影响，订单低于预期，但 4 月后进入旺季，我们预计公司

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

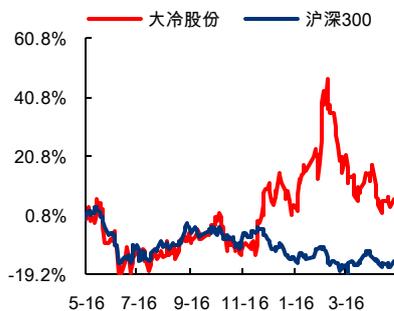
执业证书编号：

S1480514040001

交易数据

52 周股价区间 (元)	9.38-8.98
总市值 (亿元)	32.83
流通市值 (亿元)	20.23
总股本/流通 A 股 (万股)	35001/21571
流通 B 股/H 股 (万股)	11500/
52 周日均换手率	2.64

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

4月订单一个多亿，5月仍将提升。

公司业务涉及冷链全产业链，从生产地到加工场所、流通环节、终端公司均有冷链产品，冷链业务占公司收入的比重约40%。其中本部约45%的收入来自冷库及食品冷冻冷藏加工，参股公司中三洋压缩机有30%产品应用于中小型冷库、冷藏车；三洋冷链的主要产品则是位于冷链流通和终端的超市冷藏陈列柜、商用厨房冷冻冷藏柜、超低温医疗柜等。从业务比重来看，公司业绩对冷链行业景气度弹性很大。

关注3：主要参股公司中三洋压缩机业绩将稳中有升，三洋冷链和三洋制冷趋于改善

1) 三洋压缩机是公司最主要的投资收益来源，13年贡献投资收益占公司营业利润的46%，是公司业绩的稳定器。其产品主要应用于空调和中小型冷库。其中应用于空调领域的涡旋式全封闭式压缩机将持续替代传统压缩机，公司13年获得了较快增长，预计14年将稳中有升；2) 三洋冷链产品由超市陈列柜向饮料展示柜、商用厨房设备以及低温医疗柜等领域拓展，出口较多，目前净利率较低，仅2%左右，随着海外订单恢复以及日元贬值缓解，公司业绩趋于改善；3) 三洋制冷的溴冷机、多联机主要给中央空调配套，同样受日元贬值的负面影响，14年也同样趋于改善；4) 京滨大洋主要生产车用空调和零部件，下游客户关系稳定，预计未来将平稳增长。

关注4：移动支付有望改善自动售货机运营生态，富士冰山前景可期

公司参股49%的富士冰山自动售货机公司是国内龙头企业，目前年销量已突破1万台，正在建设和储备新的1万台产能。与欧美日韩等发达国家相比，国内自动售货机行业还刚刚起步，处于培育期，但中长期发展前景良好。目前国内存量大约5万台，公司在存量市场上市占率约60%，增量市场则大于60%，是该市场的国内龙头。国内已经有多家较为成功的自动售货机运营商，如北京友宝、上海米源。目前制约我国自动售货机行业发展有几个突出因素：如旧的纸币识别问题、无找零价格高、缺乏消费习惯等。但电商和运营商正在探索解决之道，13年支付宝与多家运营商达成合作，接入支付宝移动支付系统。友宝也开始探索自动售货机的电商模式，这些举措有助于行业生态的改善。目前公司已经开发出具有网络支付模块的产品，中长期有望受益行业的变革。

结论：

公司正经历变革，管理层年轻而充满干劲，未来三五年公司有望告别过去发展停滞的局面，进入快速发展的时期。可能14年的报表还暂时不会出现多少惊喜，但中长期向好的基石已经奠定。我们预计公司2014-2016年每股收益为0.43元、0.50元、0.59元，对应动态市盈率分别为22倍、19倍、16倍。给予“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	1,382	1,303	1,445	1,543	1,712	营业收入	1,522	1,536	1,735	1,944	2,177
货币资金	532	513	573	583	653	营业成本	1,148	1,167	1,319	1,477	1,654
应收账款	352	370	418	469	525	营业税金及附加	10	13	15	17	19
其他应收款	19	25	28	31	35	营业费用	120	120	135	152	170
预付款项	31	26	13	-2	-18	管理费用	184	178	201	225	253
存货	399	326	361	405	453	财务费用	-4	-6	-6	-5	-5
其他流动资产	6	1	1	1	1	资产减值损失	15	19	20	21	21
非流动资产合计	1,556	1,664	1,668	1,676	1,686	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	963	1,022	991	962	933	投资净收益	68	89	114	140	168
固定资产	405	395	462	522	575	营业利润	116	132	165	196	233
无形资产	166	155	149	143	137	营业外收入	18	55	18	18	18
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0	3	2	2	2
资产总计	2,937	2,967	3,113	3,220	3,398	利润总额	133	185	181	212	249
流动负债合计	954	892	924	1,017	1,108	所得税	7	26	25	30	35
短期借款	30	38	40	50	55	净利润	126	159	155	182	214
应付账款	437	465	506	567	635	少数股东损益	9	6	7	7	7
预收款项	288	177	177	177	177	归属母公司净利润	117	153	149	176	207
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	148	167	198	237	281
非流动负债合计	73	67	67	67	67	BPS (元)	0.33	0.44	0.43	0.50	0.59
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	1,027	958	991	1,083	1,175	成长能力					
少数股东权益	101	102	109	115	123	营业收入增长	-18.32%	0.90%	13.00%	12.00%	12.00%
实收资本(或股本)	350	350	350	350	350	营业利润增长	4.75%	14.28%	24.37%	18.97%	18.77%
资本公积	585	585	585	585	585	归属于母公司净利润	43.52%	30.62%	-2.65%	17.84%	17.80%
未分配利润	404	467	525	593	674	获利能力					
归属母公司股东权	1,809	1,907	1,999	2,108	2,236	毛利率(%)	24.56%	24.01%	24.00%	24.00%	24.00%
负债和所有者权益	2,937	2,967	3,113	3,220	3,398	净利率(%)	8.28%	10.35%	8.96%	9.38%	9.83%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.99%	5.16%	4.78%	5.45%	6.09%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	6.48%	8.02%	7.45%	8.33%	9.25%
经营活动现金流	-67	8	-9	4	6	偿债能力					
净利润	126	159	155	182	214	资产负债率(%)	35%	32%	32%	33%	33%
折旧摊销	37	40	40	46	53	流动比率	1.45	1.46	1.56	1.52	1.55
财务费用	-4	-6	-6	-5	-5	速动比率	1.03	1.10	1.17	1.12	1.14
应收账款减少	0	-17	-49	-50	-56	营运能力					
预收帐款增加	-69	-111	0	0	0	总资产周转率	0.51	0.52	0.57	0.61	0.64
投资活动现金流	-41	19	25	48	75	应收账款周转率	4.32	4.25	4.40	4.38	4.38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.31	3.41	3.58	3.62	3.62
长期股权投资减少	-65	-59	31	30	29	每股指标(元)					
投资收益	68	89	114	140	168	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.44	0.43	0.50	0.59
筹资活动现金流	-48	-50	44	-42	-11	每股净现金流(最新)	-0.44	-0.07	0.17	0.03	0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.17	5.45	5.71	6.02	6.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	28.42	21.32	22.04	18.71	15.88
资本公积增加	-2	0	0	0	0	P/B	1.82	1.72	1.64	1.56	1.47
现金净增加额	-155	-23	60	10	70	EV/EBITDA	18.76	16.85	8.43	11.60	9.56

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学 MBA 学位，具有 3 年实业经验和 5 年以上行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。