

制冷空调设备

从设备到服务, 开启冷链价值经营新篇章

报告日期: 2015-05-26

评级: **推荐**
上次评级: 推荐

目标价: **22.58-26.15**
上次预测: 18

当前价格 (元)	20.54
52 周价格区间 (元)	8.85-20.54
总市值 (百万)	7397.79
流通市值 (百万)	4432.34
总股本 (万股)	36016.50
流通股 (万股)	21579.05
公司网址	www.daleng.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
大冷股份	31.92	42.54	2413.22
上证综指	11.77	48.89	140.56

财富证券研究发展中心

王群

0731-84403422

wangqun@cfzq.com

S0530207080035

相关研究报告:

公司研究*大冷股份 (000530) 调研点评:
020 进军冷链服务, 开启价值经营新篇章,
2015-04-29

公司研究*大冷股份 (000530) 深度报告:
冷链时代开启, 公司图谋做大,
2014-09-28

预测指标	2014A	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	1426	1636	1872
净利润 (百万元)	115	157	197
每股收益 (元)	0.32	0.44	0.55
每股净资产 (元)	5.46	6.05	6.48
市盈率	64.08	47.02	37.55
P/B	3.76	3.40	3.17

资料来源: 财富证券

投资要点

- **冷链的终极价值在于保障食品安全与营养, 城市化率提升下冷链迎来加速。** 城市化率提升, 我国居民易腐食品消费总量将稳定增长, 随之而来的是食品安全与营养问题。我们认为冷链精准温控是食品安全与保鲜的保障, 所带来的价值增值在万亿元级别。城市化下冷链行业类似房改后工程机械行业的大发展, 参考美国和日本冷链发展经验, 随着我国城市化率超过 55%, 冷链将迎来加速发展阶段, 我们测算冷链年均市场规模在 546-757 亿元。
- **从设备链到服务链, 公司冷链全产业链布局领先业内 3-5 年。** 公司新任董事长从事冷链工作 20 多年, 带领三洋冷链做到超市陈列柜全国市占率第一, 早在 5 年前就开始布局冷链服务业务; 成为公司董事长后, 除在设备链进一步打通从最初 1 公里到最后 100 米的最长冷链外, 正式进军线上+线下的冷链服务领域, 利用多年积累的客户和网点布局开展冷链的大数据业务, 预计短期收入 1 个亿, 长期可达 3-5 亿元。
- **本部搬迁提质增效值得期待, 其他看点颇多。** 公司本部厂房年代久远, 生产工艺布局已远不能满足现代生产的需要, 公司拟搬迁到新厂房, 新工艺布局将大幅提升公司本部的盈利能力; 公司大股东仍有多项优质资产, 后续不排除资产重组的可能; 持有国泰君安股权上市在即, 投资收益将大幅增值; 参股富士冰山自动售货机迎来加速发展, 有望再造一个大冷。
- **不考虑可能的资产整合, 预计公司 2015-2016 年净利润分别为 1.57 亿元和 1.97 亿元, 每股收益分别为 0.44 元、0.55 元, 参考同行估值水平, 我们认为可给予公司 2016 年每股收益 35-40 倍 PE 估值为 19.25-22 元, 再考虑持有国泰君安股权价值和厂房搬迁, 公司合理估值区间为 22.58-26.15 元, 继续维持“推荐”评级。**

目 录

一、食品安全与保鲜，冷链终极价值所在	- 4 -
1.1 城市化率提升，冷链迎来加速发展	- 4 -
1.2 精准温控，冷链带来万亿级别增值市场	- 6 -
二、从设备链到服务链，公司冷链的价值经营之道	- 7 -
2.1 公司新董事长关于冷链价值经营的“领鲜之道”	- 7 -
2.2 从设备链到服务链，公司冷链布局领先业内 3-5 年	- 8 -
三、本部搬迁提质增效，参股公司投资收益稳定增长	- 10 -
四、其他看点：大股东资产、国泰君安股权与自动售货机	- 10 -
五、盈利预测与估值	- 11 -
六、风险提示	- 11 -
七、财务报表	-15-

图表目录

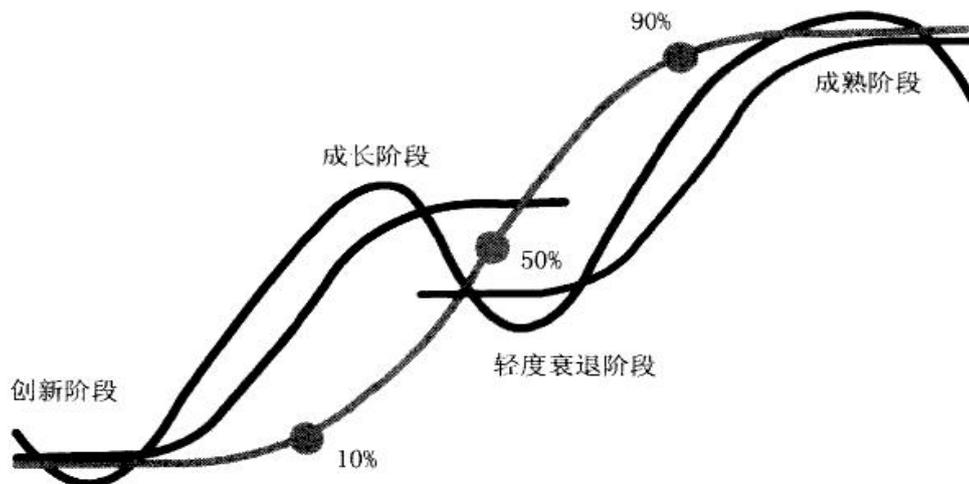
图表 1: H.S.登特关于新事物发展的 S 曲线统计规律	- 4 -
图表 2: 1949-2014 年我国城市化率水平	- 4 -
图表 3: 2012 年我国农村居民与城镇居民饮食结构比较	- 5 -
图表 4: 2010 年我国与欧美冷链流通率比较	- 7 -
图表 5: 2010 年全球冷库前 9 位国家人均库容比较	- 7 -
图表 6: 我国冷链市场规模测算	- 7 -
图表 7: 公司冷链设备链与生鲜配送柜	- 9 -
图表 8: 公司主要参股公司收益情况	- 10 -
图表 9: 制冷设备上市公司估值比较	- 11 -

一、食品安全与保鲜，冷链终极价值所在

1.1 城市化率提升，冷链迎来加速发展

H.S.登特关于新技术发展的S曲线统计规律表明,当一项新技术普及率达到10%时,会开始加速发展,当普及率达到50%,会完成从量变到质变的蜕变,之后会有一个发展速度放缓的小调整,但调整过后会继续加速,当普及率达到90%时,新事物的发展到顶点了,将会开始新一层面上量变与质变的轮回。

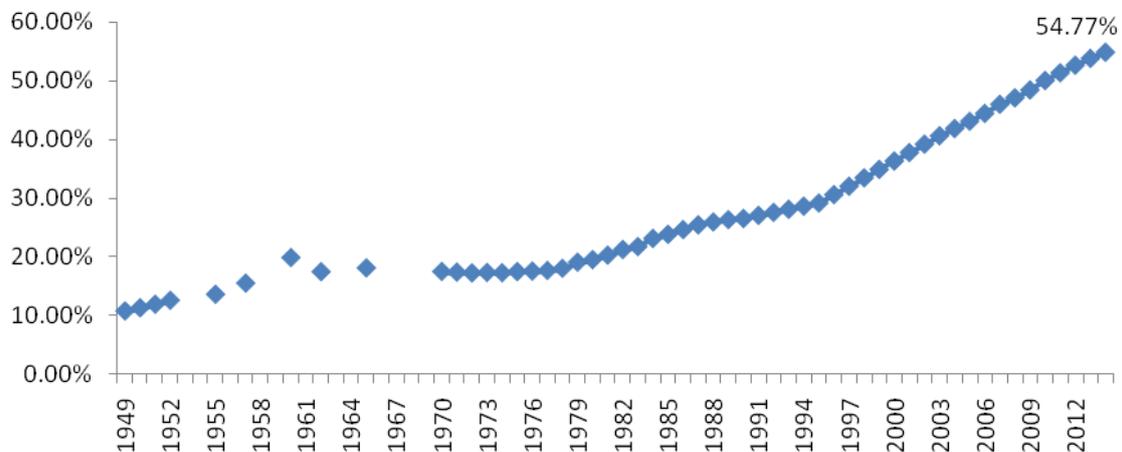
图表 1: H.S.登特关于新事物发展的 S 曲线统计规律



资料来源: 下一个大泡泡 财富证券

以 S 曲线比照我国城市化发展,我国城市化率从建国时的 10.64%起步,到 2010 年达到 49.95%,我国城市化完成从量变到质变的蜕变,2014 年我国城市化率进一步上升到 54.77%,但城市化年率已从 2010 年高点的 1.61%下降到 2014 年的 1.04%,可视为超过 50%后的小幅调整,预计小幅调整后我国城市化进程将继续加速。

图表 2: 1949-2014 年我国城市化率水平

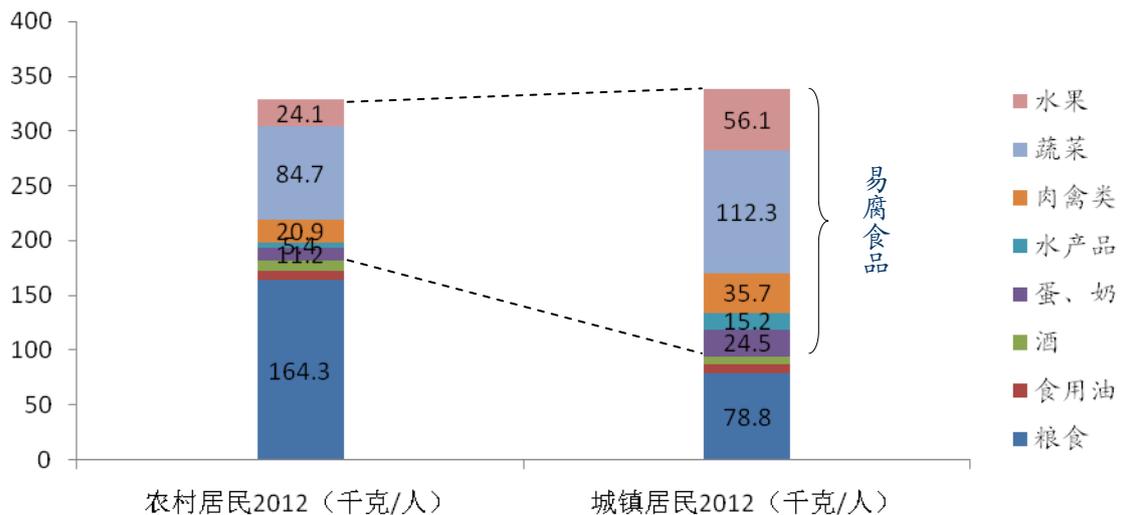


资料来源: 国家统计局 财富证券

城市化率的提升将带动我国居民易腐食品消费总量的增长，进而带动冷链的加速成长，原因是城市化质变完成后，以城市规模化为基础的新产业新消费将兴起并很快迎来 10%加速发展的临界点，参考美国和日本经验，我们认为城市化率超过 55% 后，易腐食品消费的增长将带来我国冷链加速发展的阶段。

易腐食品主要指水果、蔬菜、肉类、奶制品等不易长期存放的食品，分析我国农村居民和城镇居民的饮食结构可发现，城市化率提升带动我国居民易腐食品消费增长主要有两方面：一是我国城镇居民易腐食品在总的食品消费中占比远高于农村居民，2012 年我国城镇居民易腐食品消费占比为 72%，远远高于农村居民的 45%，因此城市化进程中农村居民不断转变为城镇居民将带来易腐食品消费总量的持续增长；二是城镇居民自身生活品质的提升也会带来易腐食品在饮食中占比的不断提升从而带动易腐食品总量的增长，1990 年、2000 年和 2010 年我国城镇居民易腐食品消费占比逐年上升分别为 60.5%、69.6%和 71.5%。另外相比发达国家居民年人均易腐食品消费在 350 千克以上，而 2012 年我国城镇居民仅为 243 千克，因此我国易腐食品消费总量仍有很大增长空间。

图表 3: 2012 年我国农村居民与城镇居民饮食结构比较



资料来源: 国家统计局 财富证券

与城市化率提升和易腐食品消费增长相伴而生的，则是冷链的快速增长，冷链是指食品在生产、加工、储运、销售以及到餐桌前等各个环节中始终处于规定的低温环境下，以保证食品质量，减少食品损耗、防止污染的一项系统工程。

城市化率提升带动城镇居民易腐食品消费增长，进而带动冷链的加速发展，可参考美国和日本冷链及冷冻食品发展的历程，伴随城市化率水平跃过 55%，美国和日本冷链都开始了加速发展的阶段——美国 1920 年城市化率达到 51.2%，1930 年为 54%，1940 年为 56.5%，1960 年达到 69.3%，2000 年达到 79%，美国冷库容量从城市化率超过 55% 的 1940 年开始加速，从约 5 亿立方英尺增长到 1960 年的 10 亿立方英尺，1970 年的 15 亿立方英尺，一直到 2000 年的约 35 亿立方英尺；日本 1955 年城市化率达到 56%，冷冻食品消费量开始加速增长，1955-1965 年年增速为 42.8%，

1965-1975 年年增速为 26.4%，达到 70% 左右的城市化率后开始平稳增长。

因此，对冷链发展的机会，我们认为可类比 1998 年房改后商品房兴起带动工程机械行业发展的机会，冷链在我国城市化率跃过 55% 后也将迎来加速发展阶段。

1.2 精准温控，冷链带来万亿级别增值市场

易腐食品特别是初级农产品在运输过程中损耗高，使得整个物流费用占到了易腐物品成本的 70%，为降低运输过程中的损耗和达到保鲜的外观要求，经常出现“甲醛白菜”、“翻新土豆”、“蓝矾韭菜”、“敌敌畏生姜”等食品安全问题；另据实验，温度每升高 6℃，食品中细菌生长速度就会翻一倍，货架期缩短一半，果蔬在同样储存五天的情况下，常温储存的叶绿素、糖份只有冷链状况下的 25% 左右，这就意味着我们吃掉的水果内只剩下纤维素，大部分营养成分早已丧失。

而在冷链流通条件下，食品的安全和营养将得到极大程度的保证。以冷鲜肉为例，由于从屠宰后始终处于 0℃—4℃ 低温环境中，大多数微生物生长繁殖都能被抑制，无论口感还是营养保存都优于鲜肉和冷冻肉；又比如经过气调冷藏库保鲜的果蔬，可保持鲜度和脆性，其水分、维生素 C 含量、糖分、酸度、硬度、色泽、重量均能达到贮存要求，与新采摘状况相差无几。因此，冷链的终极价值在于精准温控下食品安全与营养的保障。

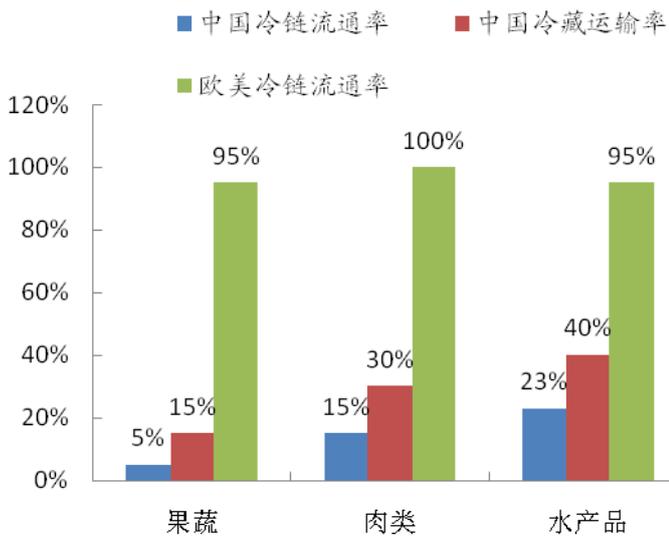
冷链价值的测算，我们认为可从以下两方面进行：

一是冷链流通率提高带来食品损耗率降低的价值。与发达国家相比，我国冷链物流仍处起步阶段，冷链流通率和运输率较低，果蔬和肉类仅有 10% 为冷链运输，综合冷链流通率仅在 19% 左右，远低于欧美发达国家 95% 以上的冷链流通率，2010 年我国人均冷库容积只有美国和日本等发达国家的 15% 左右，2012 年冷藏运输车总保有量约为 9 万辆，而上世纪 90 年代美国和日本的保有量就分别达到 16 万辆和 12 万辆。冷链物流基础设施落后以及冷链流通率低导致的后果就是我国果蔬损耗率高达 30%，如果将果蔬损耗率从当前的 30% 降低到 5%，每年即可节约 1000 多亿元，或者可节省 1 亿亩耕地，这就是冷链带来的显性价值。

二是冷链流通带来食品保鲜与营养价值的增值。食品经过冷链流通，一方面会增加温控的成本，但另一方面延长保鲜、错峰上市也会增大经济价值，据调查一般食品经过冷链流通后的价格为非冷链流通的 1.3-1.5 倍。2014 年我国规模以上食品工业企业实现主营业务收入为 10.9 万亿元，其中易腐食品从产量来看分别为：水果总产量 16100 万吨，蔬菜总产量 74875 万吨（其中总消费 46714 万吨，直接食用消费 19833 万吨），乳制品产量 2651 万吨，猪牛羊禽肉类产量 8540 万吨，禽蛋总产量 2894 万吨，水产品总产量 6461 万吨，我们按各自产地价格测算易腐食品总价值量在 3 万亿元以上，若冷链流通率达到 90% 以上，按增值 30% 计则冷链带来的隐性价值可达 8500 亿元以上。

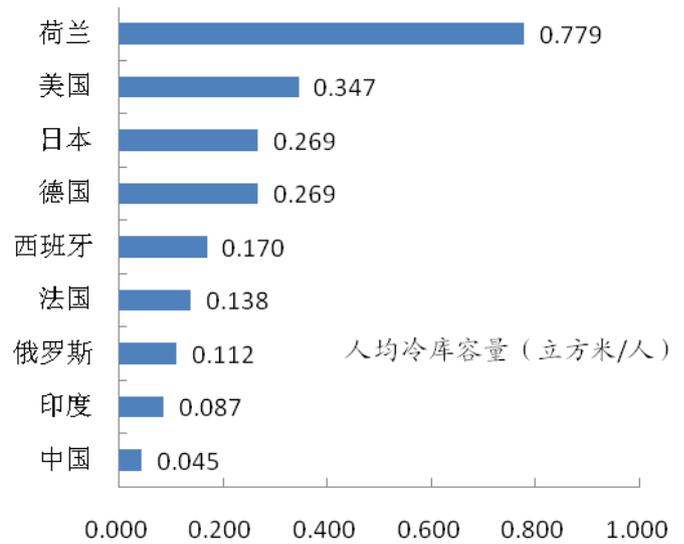
因此，我们认为冷链带来的价值增值是一种帕累托改进，预计上限在万亿元左右，冷链行业有充足的发展空间。

图表 4: 2010 年我国与欧美冷链流通率比较



资料来源: 财富证券

图表 5: 2010 年全球冷库前 9 位国家人均库容比较



资料来源: 财富证券

具体测算冷链市场的规模, 我们参考美国和日本冷链在城市化率为 55%-75% 期间的加速发展, 假设我国未来城市化率以每年 1.2% 的速率增加, 到城市化率达到 75% 时达到美国和日本现有的冷链消费水平, 则到 2030 年与冷链相关的冷库、冷藏运输车、陈列柜、自动售货机等硬件合计年均市场规模为 460-638 亿元, 冷链服务年市场规模为 86-119 亿元, 合计冷链年市场规模为 546-757 亿元。

图表 6: 我国冷链市场规模测算

	冷库	冷藏运输车	陈列柜	自动售货机	冷链服务
美国、日本平均保有量	0.3 立方米/人	1500 人/辆		30-60 人/台	
我国 2030 年达到美日现有水平新增	3.46 亿立方米	96 万辆		假设 100 人/台, 1400 万台	
单价	600-1000 元/立方米	10-15 万元/辆		2-2.5 万元/台	
总市场规模	2070-3460 亿元	960-1440 亿元	960 亿元	2800-3500 亿元	按存量市场 2%
年均市场规模	129-216 亿元	96-144 亿元	60 亿元	175-218 亿元	86-119 亿元

资料来源: 财富证券 注, 2014 年我国冷库约 3000 万吨, 2030 年假设我国总人口为 14.6 亿人, 冷藏车 10 年折旧, 陈列柜市场保持在现有 60 亿元的年规模水平, 链服务按新增+存量市场取 0.5 的系数, 再按 2% 量计算, 当然冷链服务正处于起步阶段。

二、从设备链到服务链, 公司冷链的价值经营之道

2.1 公司新董事长关于冷链价值经营的“领鲜之道”

公司新一届董事长纪志坚于 2014 年 3 月上任, 纪董事长为中共党员, 高级工程师, 中国连锁经营协会副会长, 中华全国工商业联合会厨具业商会副会长, 大连市连锁企业协会副会长, 大连经济技术开发区科技企业协会副会长, 纪董事长于 1992 年 7 月任大连大洋运输冷冻工程有限公司董事兼副总经理, 1996 年 7 月任大连三洋饮食设备有限公司董事兼总经理, 2003 年 5 月至今任大连三洋冷链(现改名为松下冷链)有限公司董事兼总经理, 2014 年 2 月起任大连冰山集团有限公司总经理, 2014

年 3 月至今任公司董事长。纪董事长先后获得大连市五一劳动奖章、大连市特等劳动模范、大连市优秀企业家、辽宁省五一劳动奖章、大连市第三届优秀中国特色社会主义事业建设者、中国零售业年度十大人物、中国连锁业十大新闻人物、中国连锁业成就奖等，并享受大连市政府特殊津贴。

从工作经历来看，纪董事长之前主要在三洋冷链工作。在三洋冷链，纪总提出“做真正的 cold-chain”战略构想，将自身角色从“单一设备供应商”定位为“综合解决方案提供者”，充分发掘客户需求，提供满足客户需求的商品和服务，打出了“一路领鲜”和“创造新鲜生活”的广告语，认为只有帮客户创造价值才能实现自身价值；2003-2010 年，三洋冷链实现了跨越式大发展，实现销售收入总计 101.28 亿元，出口总计 12.52 亿元，销售收入的 70% 来自全球 500 强和中国 100 强连锁企业，为可口可乐和康师傅在全球提供的饮品展示柜分别超过 200 万台和 100 万台；到现在三洋冷链已成为国内规模最大的超市、便利店陈列柜、商用厨房冷柜、饮品展示柜、医疗设备的国际化制造研发基地。

因此，纪董事长关于冷链价值经营的理念是在 20 多年冷链工作经营第一线总结出来的，核心是冷链体系的领先建设，包括冷链设备链和服务链布局的完善；途径是立足自主研发技术的领先，三洋冷链虽是引进技术而建立，但最新销售收入的 78% 是自主研发的产品；最终目标是为保障食品安全与营养做出应有的贡献。

2.2 从设备链到服务链，公司冷链布局领先业内 3-5 年

公司冷链设备链：最初 1 公里到最后 100 米的完整解决方案

冷链强调全程冷链才能带来食品的真正安全与保鲜，现有冷链在干线仓储、运输和超市配送已较完善，但在最初 1 公里和最后 100 米仍存在很大瓶颈。冷链最初 1 公里是指新鲜农产品需在采摘后一小时内进入产地冷库进行速冻处理，以最大限度减少农作物的呼吸作用消耗营养，因此原产地预冷加工及速冻库是冷链最初 1 公里的瓶颈，我国配套仍很不完善；冷链最后 100 米是指物品经过冷链仓储运输后到达消费者手中之前最后一个环节的冷链配送，这是影响消费者冷链消费体验特别是网购生鲜体验很大的一个环节，这一环节的解决方案仍在摸索之中。

公司作为冷链最长链的龙头，成立至今已有 80 多年历史，已建成业内最完善的冷链设备链——关键零部件拥有活塞机、螺杆机、离心机和涡旋机等；整机产品涉及原产地预冷速冻机、冷藏运输车、大中小冷库、超市陈列柜、电商生鲜配送柜和自动售货机等；拥有工业制冷与石化通用事业领域、中央及商用空调事业领域、食品冷冻冷藏事业领域、工程贸易和服务事业领域等 5 大事业领域客户解决方案。公司已成为业内最长冷链公司，对于冷链最初 1 公里和最后 100 米都具备完善的解决方案，公司子公司菱设速冻生产的速冻产品已步入国内速冻设备领先地位，主要用于解决原产地冷库问题；对于干线冷库涉氨问题，公司创新的提出 10 万吨冷库 10 吨氨，减少氨充注量 90% 以上，另外 CO₂ 复叠制冷也获得了订单；最后 100 米的解决方案是推出类似速递易一样的智能生鲜自提柜以及智能自动售货机，消费者可通

过手机扫描生鲜自提柜的二维码进行下单，生鲜运营公司直接配送，智能自动售货机则引进最新的无线支付，可手机支付，无需投币。因此，从冷链从最初 1 公里到最后 100 米，公司已完全打通所有产业链环节。

图表 7: 公司冷链设备链与生鲜配送柜



资料来源: 财富证券

公司冷链服务链: 线上+线下的完美组合，开辟冷链新蓝海

公司纪董事长之前在三洋冷链任职时就已开始思考冷链服务业务开展，并着手布局冷链服务业务至少已有 5 年。随着纪董事长升任集团和公司领导，正式提出冷链服务线上+线下的战略。

随着公司负责线上业务冷库智能监控软硬件开发和冷库运维大数据采集与分析的子公司冰山嘉德、以及负责线下业务服务实体网点布局的子公司冰山技术服务(大连)有限公司相继成立，与冷链设备链对应，公司将以 O2O 的形式全面进军冷链服务链。公司进军冷链服务的核心优势在于多年的客户积累和冷链智能控制软硬件的全面自主开发与掌握。在冷库领域，公司每年新增客户在 1000-2000 家左右，经过 10 多年的积累，下游客户总保有量在 2 万家以上，公司只需在冷库加装一套自主开发的软硬件系统，结合线下的服务网点布局，通过大数据分析就可将冷库的运维服务前置，为客户提供最优的运行参数和最快的维修服务，极大节省客户的运营成本，提高冷库利用效率。公司计划线下初期设立 300 个服务点，参考我们之前预计冷链服务年市场 86-119 亿元的规模，我们预计公司冷链服务短期年收入规模可达到 1 个亿的规模，长期在 3-5 个亿左右。除冷库服务业务外，公司参股公司松下冷链为可口可乐和康师傅提供的冷饮展示柜到现在都达到了百万台级别的规模，富士冰山已开发出即可刷卡也可投币的智能自动售货机，即将投放的冷藏生鲜配送柜可开展生鲜的网上订购和线下的自提，上述领域都是公司可开展冷链服务业务的新蓝海。

三、本部搬迁提质增效，参股公司投资收益稳定增长

公司本部所在地前身大连冷冻机厂始建于1930年，解放后成为国企，本部现有厂房主要在上世纪50-80年代修建，共有18万平方米厂房，其中属上市公司16万平方米（预计土地收储收益在3-5亿元）。但本部老厂房年代久远，生产布局严重不合理；公司已在大连金洲开发区购得25万平方米土地，拟在未来2-3年内实施厂房搬迁，新厂区将采用最新的生产工艺布局，将大幅提高生产效率，结合公司2014年9月获得高新技术企业认定资质以及高管股权激励，公司本部挖潜增效空间值得期待。2014年公司母公司报表收入为8.31亿元，母公司净利润在盈亏平衡点上，预计搬迁到新厂房后，公司本部盈利能力有望提升到行业平均10%的净利润率水平。

图表8：公司主要参股公司收益情况

参股公司名称	持股比例	主营产品	13年收入	13年净利润	14年收入	14年净利润
大连三洋压缩机	40%	涡旋压缩机	242238万元	16667万元	243308万元	17129万元
松下冷链	40%	超市陈列柜	169377万元	1920万元	168930万元	2136万元
大连三洋制冷	40%	溴化锂制冷机	92180万元	1250万元	/	/
京滨大洋冷暖	20%	家用汽车空调	55787万元	4919万元	/	/
大连富士冰山	49%	自动售货机	26333万元	1470万元	37562万元	3020万元
菱重冰山制冷	45%	离心式压缩机	0	0	/	/

资料来源：公司年报 财富证券

公司参股公司众多，相关业务主要是除冷库外冷链其他环节关键设备的制造与销售，是公司利润的主要来源。主要参股公司有大连三洋压缩机、京滨大洋、松下冷链、大连三洋冷链、大连富士冰山和菱重冰山制冷等，2014年上述主要参股公司合计贡献投资收益1.01亿元，占公司2014年净利润的比重为87%。公司参股公司均是冷链各环节的龙头公司，受益城市化率提升冷链的大发展，我们认为公司参股投资收益将保持稳定增长。

四、其他看点：大股东资产、国泰君安股权与自动售货机

公司大股东冰山集团作为中国制冷工业领军企业，一直保持平稳健康的发展态势，2013-2014年两年累计实现利润总额约13.8亿元，实现纳税总额约14.9亿，冰山集团旗下除大冷股份及出资企业外，还持有大连斯频德冷却塔有限公司、BAC大连有限公司、大连冰山金属技术有限公司、林德工程（大连）有限公司、林德工程（杭州）有限公司等优质股权，与大冷股份冷链业务相关性较强，预计未来不排除资产整合的可能。

公司拥有国泰君安3009万股，5月份国泰君安提交预先披露更新，拟发行15.25亿股登陆上交所，国泰君安2014年实现收入和净利润分别为178.89亿元和67.57亿元，A股已上市证券公司中与之相仿的为海通证券（5月22日海通证券收盘市值为2887亿元），2014年海通证券收入和净利润分别为179.78亿元和77.1亿元，另外A股上市证券公司按PE估值在30-35倍，以此估值预计国泰君安市值在2027亿元-2364

亿元。公司持有国泰君安股权 3009 万股，若国泰君安正式上市，预计公司所持国泰君安股权市值有望达到 9-10 亿元，公司现有总股本 3.6 亿股，9-10 亿元相当于每股资产增厚 2.5-2.77 元。

公司参股公司富士冰山自动售货机业务进入加速成长阶段，未来有望再造一个大冷。根据公司报表推算，公司参股公司富士冰山自动售货机 2012 年、2013 年因产能限制销量均在 1 万台左右，2014 年新产能投放销量突破 1.5 万台，实现收入和净利润分别为 37562 万元和 3020 万元，同比分别增长 42.6% 和 105.4%，表明自动售货机经过多年培育已率先进入加速发展阶段。而未来自动售货机我们认为有可能和现有公司业务规模相当——2013 年底我国自动售货机保有量约 30 万台，其中大冷参股公司富士冰山作为国内龙头份额在 15% 左右，参考发达国家 30-60 人/台的保有量，假设我国达到 100 人/台的拥有量，则市场规模在 1400 万台左右。我国城市化率现以每年 1.2% 的速率推进，则 20 年后城市化率将达到 80% 左右，为自动售货机饱和阶段，则未来 20 年年均需求量在 66 万台左右，按 2-2.5 万元的单价水平，年均市场规模为 132-165 亿元，公司依托富士冰山的龙头地位，有望在自动售货机领域再造一个大冷。

五、盈利预测与估值

总体假设：公司 2014 年战略调整年，2015 年新业务布局开始发力，冷链投资有望在城市化率超过 55% 后迎来新一波投资高峰，本部在未来 2-3 年盈利能力回归行业正常水平，参股公司投资收益稳定增长，冷链服务业务预计 2015 年实现 1 亿元收入，未来 3 年达到 3-5 亿元的规模。

不考虑可能的资产整合，预计公司 2015-2016 年收入分别为 16.36 亿元、18.72 亿元，净利润分别为 1.57 亿元和 1.97 亿元，每股收益分别为 0.44 元、0.55 元，参考同行业估值水平，我们认为可给予公司 2016 年每股收益 35-40 倍 PE 估值为 19.25-22 元，再考虑持有国泰君安股权价值和厂房搬迁，公司合理估值区间为 22.58-26.15 元，继续维持“推荐”评级。

图表 9: 制冷设备上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 15-5-25	每股收益 (元)			市盈率 (x)			PB	从事领域
			14A	15E	16E	14A	15E	16E		
600481.SH	双良节能	28.03	0.36	0.56	0.68	77.60	50.44	41.33	9.92	换热器
000530.SZ	大冷股份	20.54	0.32	0.44	0.55	64.09	46.68	37.35	3.61	冷链物流设备
000811.SZ	烟台冰轮	21.16	0.53	0.58	0.68	40.17	36.30	30.92	5.09	冷链物流设备
002158.SZ	汉钟精机	29.72	0.69	0.84	1.01	42.77	35.22	29.35	8.82	制冷压缩机
002639.SZ	雪人股份	42.14	(0.05)	0.47	0.75	(826)	90.62	56.00	5.86	制冰机

资料来源：财富证券

六、风险提示

宏观经济增速进一步放缓；冷链投资未如预期发展。

七、财务报表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1338	1561	1683	1970
现金	509	656	648	776
应收账款	439	446	522	605
其它应收款	34	31	38	44
预付账款	19	26	28	32
存货	315	365	408	471
其他	22	36	38	42
非流动资产	1716	1783	1943	2007
长期投资	1039	996	1006	1013
固定资产	414	574	723	797
无形资产	154	145	135	127
其他	109	68	80	71
资产总计	3054	3344	3626	3977
流动负债	937	994	1110	1255
短期借款	60	40	40	40
应付账款	511	533	616	711
其他	366	422	454	503
非流动负债	53	65	62	60
长期借款	0	0	0	0
其他	53	65	62	60
负债合计	990	1059	1172	1315
少数股东权益	97	107	121	138
股本	350	360	360	360
资本公积	582	626	626	626
留存收益	1032	1192	1348	1538
归属母公司股东权益				
合计	1967	2178	2333	2524
负债和股东权益	3054	3344	3626	3977

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	28	104	104	145
净利润	115	168	211	248
折旧摊销	42	48	62	74
财务费用	-6	-11	-13	-15
投资损失	-104	-122	-136	-145
营运资金变动	-50	-8	-38	-40
其它	32	29	19	23
投资活动现金流	28	-2	-84	8

利润表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1426	1636	1872	2148
营业成本	1087	1235	1404	1611
营业税金及附加	12	13	16	18
销售费用	123	136	149	164
管理费用	186	204	225	247
财务费用	-6	-11	-13	-15
资产减值损失	19	18	18	18
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	104	122	136	145
营业利润	109	163	210	250
营业外收入	15	20	20	20
营业外支出	1	1	2	1
利润总额	124	181	228	269
所得税	9	14	17	21
净利润	115	168	211	248
少数股东损益	-1	10	14	18
归属于母公司净				
利润	115	157	197	231
EBITDA	145	200	258	309
EPS (元)	0.32	0.44	0.55	0.64

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-7.2%	14.8%	14.4%	14.7%
营业利润	-17.4%	48.8%	28.8%	19.2%
净利润	-24.6%	36.3%	25.2%	17.1%
获利能力				
毛利率	23.8%	24.5%	25.0%	25.0%
净利率	8.1%	9.6%	10.5%	10.7%
ROE	5.9%	7.2%	8.4%	9.1%
ROIC	18.9%	22.5%	23.7%	26.1%
偿债能力				
资产负债率	32.4%	31.7%	32.3%	33.1%
净负债比率				
流动比率	1.43	1.57	1.52	1.57
速动比率	1.08	1.19	1.13	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.51	0.54	0.56

资本支出	48	195	204	132	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	-0	-65	21	8	应付账款周转率	2.23	2.37	2.44	2.43
其他	76	128	140	149	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-59	5	-68	-65	每股收益	0.32	0.44	0.55	0.64
短期借款	23	-20	0	0	每股经营现金流	0.08	0.29	0.29	0.40
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.46	6.05	6.48	7.01
普通股增加	0	10	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	43	0	0	P/E	64.08	47.02	37.55	32.07
其他	-82	-29	-68	-65	P/B	3.76	3.40	3.17	2.93
现金净增加额	-27	108	-48	88	EV/EBITDA	41	30	23	19

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址: www.cfzq.com

地址: 湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编: 410005

电话: 0731-84403360

传真: 0731-84403438