

制冷空调设备

定增利于搬迁，收购三洋高效制冷拉开整合大幕

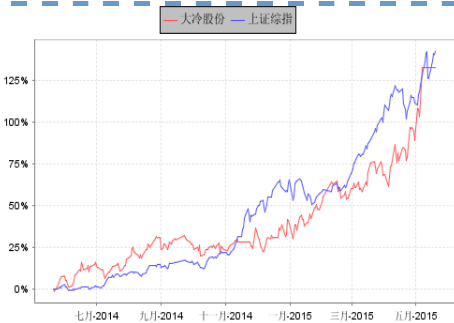
报告日期: 2015-06-05

评级: 推荐
 上次评级: 推荐

目标价: 22.58-26.15
 上次预测: 22.58-26.15

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	26.09	46.71	2563.70
上证综指	10.41	50.85	144.32

财富证券研究发展中心

王群

0731-84403422

wangqun@cfzq.com

S0530207080035

相关研究报告:

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

事件: 公司 5 月 22 日公告停牌, 6 月 5 日复牌, 并公告拟非公开发行以及收购三洋高效制冷 30% 股权。

投资要点

- **定增 5.8 亿元用于本部厂房搬迁, 利于优化布局提升盈利能力。** 公司公告拟以不低于 15.09 元/股定增不超过 3843 万股、募资不超过 5.8 亿元用于公司厂房搬迁改造项目。公司现有厂房为上世纪 50-60 年代建造, 早已不适合现代生产需要, 效率低下导致本部盈利能力未得到应有的体现; 公司将借搬迁契机建设智能化和数字化工厂, 采用柔性生产线、工业机器人等新技术调整产品结构和优化生产线, 全部搬迁预计 2016 年完成, 预计搬迁改造后, 公司本部盈利能力将大幅提升。
- **1 倍 PB 收购三洋高效制冷系统, 拉开整合大幕。** 公司公告拟以 2699 万元收购三洋电机持有三洋高效制冷 30% 的股权, 支付对价为 1 倍 PB。公司原持有三洋高效制冷 25% 的股权, 收购完成后持有 55% 的股权。三洋高效制冷主营换热器, 为制冷设备的关键零部件, 2014 年收入 1.3 亿元, 净利润 195 万元。变为公司子公司后, 三洋高效制冷将从提升研发能力以及从为冰山集团内部配套扩展对外销售两条路径来做大规模和提升盈利能力。收购三洋高效制冷拉开了公司资产整合大幕, 预计未来 2-3 年内公司将进一步整合冰山集团资产, 实现内部资产的优化和外部商业模式的创新, 做大做强冷链产业链。
- **继续看好冷链时代开启下公司从设备到服务全面布局的领先优势。** 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。公司冷链设

备链已打通从最初 1 公里到最后 100 米成为业内最长冷链公司，新任董事长正式提出进军线上+线下的冷链服务战略，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。

- **估值仍具安全边际，其他看点颇多，继续维持“推荐”评级。**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。暂不考虑此次定增影响，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，现价估值水平仍具安全边际。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后土地收储，公司合理估值区间为 22.58-26.15 元，继续维持“推荐”评级。
- **风险：**宏观经济继续下滑，冷链发展未达预期。

财务报表预测：

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1338	1561	1683	1970	营业收入	1426	1636	1872	2148
现金	509	656	648	776	营业成本	1087	1235	1404	1611
应收账款	439	446	522	605	营业税金及附加	12	13	16	18
其它应收款	34	31	38	44	销售费用	123	136	149	164
预付账款	19	26	28	32	管理费用	186	204	225	247
存货	315	365	408	471	财务费用	-6	-11	-13	-15
其他	22	36	38	42	资产减值损失	19	18	18	18
非流动资产	1716	1783	1943	2007	公允价值变动收				
长期投资	1039	996	1006	1013	益	0	0	0	0
固定资产	414	574	723	797	投资净收益	104	122	136	145
无形资产	154	145	135	127	营业利润	109	163	210	250
其他	109	68	80	71	营业外收入	15	20	20	20
资产总计	3054	3344	3626	3977	营业外支出	1	1	2	1
流动负债	937	994	1110	1255	利润总额	124	181	228	269
短期借款	60	40	40	40	所得税	9	14	17	21
应付账款	511	533	616	711	净利润	115	168	211	248
其他	366	422	454	503	少数股东损益	-1	10	14	18
非流动负债	53	65	62	60	归属于母公司净				
长期借款	0	0	0	0	利润	115	157	197	231
其他	53	65	62	60	EBITDA	145	200	258	309
负债合计	990	1059	1172	1315	EPS (元)	0.32	0.44	0.55	0.64
少数股东权益	97	107	121	138	主要财务比率				
股本	350	360	360	360	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
资本公积	582	626	626	626	成长能力				
留存收益	1032	1192	1348	1538	营业收入	-7.2%	14.8%	14.4%	14.7%
归属母公司股东权益					营业利润	-17.4%	48.8%	28.8%	19.2%
合计	1967	2178	2333	2524	净利润	-24.6%	36.3%	25.2%	17.1%
负债和股东权益	3054	3344	3626	3977	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
					应收账款周转率	3	3	3	3

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
资本支出	48	195	204	132

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