

大股东股权变动打造事业利益共同体

——大冷股份（000530）事件点评

2015年12月23日

强烈推荐/维持

大冷股份 事件点评

事件：

2015年12月23日，大冷股份(000530)发布公告，控股股东大连冰山集团有限公司的股权结构发生变动。大连中慧达制冷技术有限公司股权比例由10%提升至20.2%，这是继公司去年推出管理层限制性股权激励计划之后又一重大举措。

主要观点：

1. 管理层“股权激励+董事会席位增加”打造事业利益共同体

公司管理层通过中慧制冷持股冰山集团，股权比例的提高意味着公司管理层将在董事会中增加席位，管理层因此进一步掌握了公司未来发展战略的决策权，与去年推出的管理层股权激励一道，公司管理层利益与公司事业的发展实现深度捆绑，方向高度一致，可以预见大冷股份接下来将采取一系列动作改善公司经营业绩。

2. 公司经营业绩拐点已锋芒初现

我们认为，公司2005年之后的业绩增长停滞与管理层经营保守有关。持有大冷股份大股东冰山集团30%股权的三洋机电2008年被松下收购80%股权，这对公司管理层造成一定冲击，而去年由松下方委派人选上任冰山集团董事长，再由其委派中方代表上任大冷股份董事长。新管理层上任后采取一系列措施改善公司业绩，包括提升参控股公司股权比例、非公开发行股票筹划新厂搬迁改造、外延式并购常州晶雪冷冻有限公司布局产业链等。一系列举措在公司于今年3月宣布无实际控制人之后得以快速实施，新任管理层的执行力之强可见一斑。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

任天辉

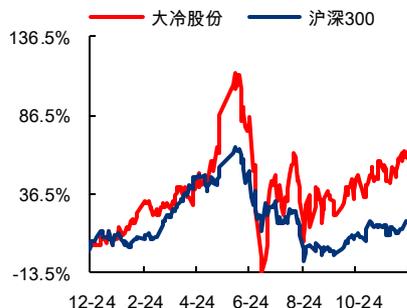
010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

交易数据

52周股价区间(元)	17.36-10.76
总市值(亿元)	62.52
流通市值(亿元)	37.46
总股本/流通A股(万股)	36016/21579
流通B股/H股(万股)	11500/
52周日均换手率	4.01

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

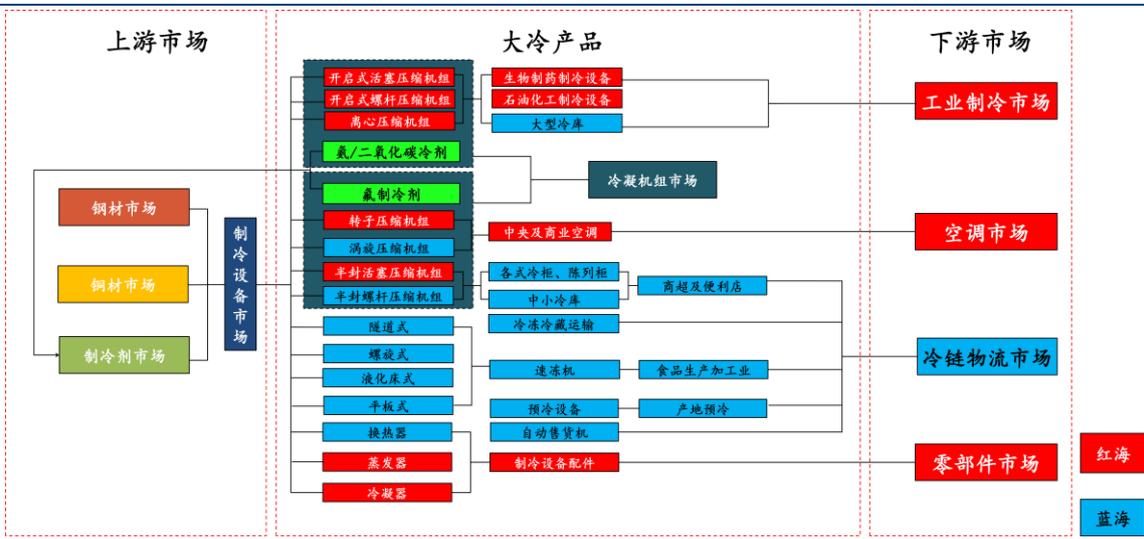
相关研究报告

1、《大冷股份（000530）调研快报：变革奠定中长期向好基石》2014-05-15

3、最完善的制冷产业链拥抱行业高速发展

大冷的核心竞争力之一就是其完整的制冷产业链，其产品涵盖了制冷行业的各个领域。大冷五大核心事业领域按照主营业务占比顺序为：工业制冷与石化通用（40%）、食品冷冻冷藏（30%）、零部件（10%）、工程贸易服务（10%）、中央及商用空调（10%）。大冷作为国内制冷设备的龙头，通过与世界制冷巨头的合作，将品牌打响，许多产品的市场占有率都稳居第一，例如：大冷与松下合资公司松下冷链生产的“Panasonic”牌商超陈列柜市场占有率高达 40%；大连富士冰山生产的自动售货机市场占有率高达 60%。据我们测算，我国冷链市场规模五年内将翻三倍，目前冷链市场规模在 1509 亿元，预计到 2020 年市场规模将超过 4700 亿元，复合增速达到 25%。拥有最完整冷链产业布局的大冷股份将最大化享受行业高速发展带来的红利。加之上游原材料市场价格走低，预计将进一步助力公司控制成本，改善经营业绩。

图 1:大冷股份最完善制冷产业链

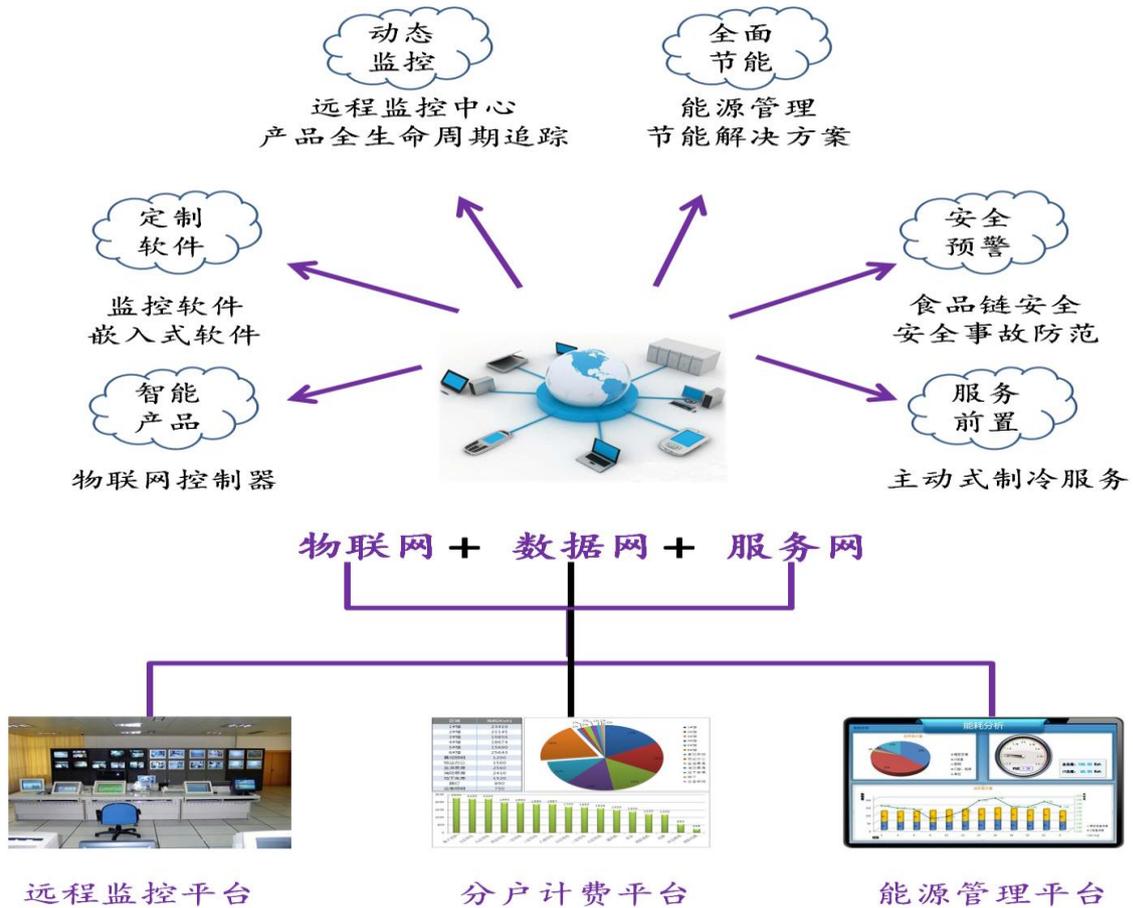


资料来源：东兴证券研究所

4、互联网大数据助力服务转型升级

以服务网为核心，大冷实施三网融合，打造在线服务前置平台。三网融合即：物联网、数据网、服务网。其中物联网和数据网没有太高的技术门槛，物联网需要通过服务网让客户安装数据采集装置，数据网需要通过服务网让客户上传设备现场数据，因而线下服务网成为大冷实现“互联网+冷热”的核心。服务前置即变被动服务为主动服务，通过大数据实时监控、专家系统等技术实现最短时间内完成故障预判 → 配件配送的服务，抢占商机，将解决客户的后顾之忧作为附加值的源泉。

图 2:大冷股份三网融合



资料来源: 公司调研, 东兴证券研究所

结论:

公司是我国制冷行业龙头企业, 拥有最完善的产业链布局, 将享有冷链行业高速发展红利。公司是地方国企改革标杆, 新管理层上任之后连出重拳, 打造公司事业利益共同体。同时公司的新厂搬迁与我国工业智能升级的时间点相吻合, 公司将借此“东风”, 打造全智能制造新工厂。同时公司以大量的存量客户为基础, 积极谋求制造向服务的转型, 借助“互联网+”的契机实施“服务前置”战略, 抢占商业先机。我们预计公司 2015 年-2017 年的营业收入分别为 17.95 亿元、22.54 亿元和 25.08 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 1.46 亿元、1.98 亿元和 2.32 亿元, 每股收益分别为 0.39 元、0.53 元和 0.63 元, 对应 PE 分别为 44X、32X、27X。给予“**强烈推荐**”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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	1303	1338	1615	1927	2253	营业收入	1536	1426	1795	2254	2508
货币资金	513	509	647	811	1007	营业成本	1167	1087	1430	1745	1920
应收账款	370	439	467	607	700	营业税金及附加	13	12	14	19	20
其他应收款	25	34	43	54	60	营业费用	120	123	139	176	198
预付款项	26	19	27	24	22	管理费用	178	186	209	263	298
存货	326	315	437	508	567	财务费用	-6	-6	-4	-7	-9
其他流动资产	1	2	-44	-121	-147	资产减值损失	18.58	19.16	17.73	18.49	18.46
非流动资产合计	1664	1716	1607	1540	1473	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	979	1039	1039	1039	1039	投资净收益	88.54	103.94	132.15	140.14	161.44
固定资产	395.27	414.29	381.39	329.97	278.55	营业利润	132	109	122	180	223
无形资产	155	154	139	123	108	营业外收入	55.07	15.17	39.02	36.42	30.20
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.79	0.56	3.00	2.12	1.89
资产总计	2967	3054	3222	3467	3726	利润总额	185	124	158	214	252
流动负债合计	892	937	1011	1140	1238	所得税	26	9	12	16	19
短期借款	38	60	0	0	0	净利润	159	115	146	198	232
应付账款	465	511	587	737	830	少数股东损益	6	-1	5	6	7
预收款项	177	138	191	138	120	归属母公司净利润	153	115	141	192	226
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	318	294	185	240	281
非流动负债合计	67	53	21	48	109	BPS(元)	0.44	0.33	0.39	0.53	0.63
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	958	990	1032	1188	1348	成长能力					
少数股东权益	102	97	102	108	114	营业收入增长	0.90%	-7.16%	25.91%	25.54%	11.30%
实收资本(或股	350	350	360	360	360	营业利润增长	14.28%	-17.43%	11.32%	47.94%	23.99%
资本公积	582	582	582	582	582	归属于母公司净利	21.78%	36.74%	21.78%	36.74%	17.48%
未分配利润	467	486	-20	-708	-1576	获利能力					
归属母公司股东	1907	1967	2088	2172	2264	毛利率(%)	24.01%	23.79%	31.00%	34.00%	37.00%
负债和所有者权	2967	3054	3222	3467	3726	净利率(%)	10.35%	8.03%	8.12%	8.79%	9.27%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.16%	3.78%	4.36%	5.54%	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	8.02%	5.87%	6.73%	8.85%	9.97%
经营活动现金流	8	28	84	116	116	偿债能力					
净利润	159	115	146	198	232	资产负债率(%)	32%	32%	32%	34%	
折旧摊销	190.96	190.74	0.00	66.81	66.81	流动比率	1.46	1.43	1.60	1.69	1.82
财务费用	-6	-6	-4	-7	-9	速动比率	1.10	1.09	1.17	1.24	1.36
应付帐款的变化	0	0	-28	-141	-93	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	53	-53	-18	总资产周转率	0.52	0.47	0.57	0.67	0.70
投资活动现金流	19	4	162	122	143	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.41	2.92	3.27	3.40	3.20
长期股权投资减	0	0	42	0	0	每股指标(元)					
投资收益	89	104	132	140	161	每股收益(最新摊	0.44	0.33	0.39	0.53	0.63
筹资活动现金流	-50	-59	-107	-74	-63	每股净现金流(最	-0.07	-0.08	0.39	0.45	0.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	5.45	5.62	5.80	6.03	6.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	10	0	0	P/E	38.61	51.48	43.53	31.83	27.10
资本公积增加	-3	0	0	0	0	P/B	3.12	3.02	2.93	2.82	2.70
现金净增加额	-23	-27	139	164	196	EV/EBITDA	17.23	18.70	19.06	22.16	18.21

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

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。