



东兴证券
DONGXING SECURITIES

国字号资金将到位，自动售货机要上天

——大冷股份（000530）事件点评

2016年03月18日

强烈推荐/维持

大冷股份

事件点评

事件：

国开发展基金拟对大连冷冻机股份有限公司的冷链绿色智能装备及服务产业化基地项目给予支持，向公司控股股东冰山集团提供专项基金。上述专项基金金额为 1.6 亿元，期限 10 年，费率 1.2%左右。

摘要：

- ◆ 大冷股份绿色智能装备及服务产业化事业得到国开基金支持，一方面凸显大冷股份在智能制造和产能升级方面的标杆地位，另一方面低成本资金到位也将缓解大冷股份在扩建智能自动售货机等智能冷链设备生产线时的资金压力。
- ◆ 友宝在线于 2015 年开放加盟渠道，提出 2016 年“再造三个友宝”的口号，计划至 2016 年底全国新铺设 5 万台自动售货机，按照一台自动售货机 2 万元测算，富士冰山将获得 10 亿营业收入。
- ◆ 根据国外发展经验，售货机市场可分为启动期、发展期和成熟期。而到成熟期将达到 300 万台，年生产总值将达到 600 亿元，截至 2014 年底，我国仍处于启动期。我们判断 2016 年将是自动售货机爆发元年。

结论：

自动售货机处于起步快速发展期，预计未来三年行业增速保持在 30%以上。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。维持“**强烈推荐**”评级。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

任天辉

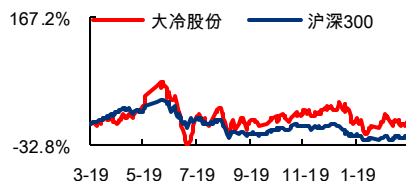
010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.76-14.16
总市值 (亿元)	53.16
流通市值 (亿元)	31.85
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	3.78

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、《公司内部铁板一块，集团增持信心十足——大冷股份（000530）事件点评》2016-02-23
- 2、《大道至简 烟花未冷——大冷股份（000530）公司深度报告》2015-12-31
- 3、《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》2015-12-24
- 4、《大冷股份（000530）调研快报：变革奠定中长期向好基石》2014-05-15

主要观点：

1. 国字号资金投放突显政策导向

国开行点对点放水始于去年下半年。国开行在 2015 年 8 月 25 日注册成立了全资子公司国开发展基金，注册资金 500 亿元，是国开行专门成立负责专项金融债投资的基金公司。该基金成立后，各地发改委申报项目，而后国家专项建设基金分批下发。此次大冷股份绿色智能装备及服务产业化事业得到国开基金支持，一方面凸显大冷股份在智能制造和产能升级方面的标杆地位，另一方面低成本资金到位也将缓解大冷股份在扩建智能自动售货机等智能冷链设备生产线时的资金压力。

表 1：获得国开发展基金支持的上市公司

股票简称	投放资金(亿)	资金投向
美克家居（600337.SH）	0.22	美克家居大中台项目建设
烽火电子（000561.SZ）	0.35	陕西烽火民用通信产品 产能扩建项目
厦门钨业（600549.SH）	0.48	稀土永磁材料研发
新疆众和（600888.SH）	0.49	电子材料专用宽幅高纯铝板产业化项目
卧龙电气（600580.SH）	0.6	南防集团南阳宛都老工业区升级改造项目
大冷股份（000530.SZ）	1.6	冷链绿色智能装备及服务产业化事业
特变电工（600089.SH）	1.79	新疆太阳能光伏电站
万向钱潮（000559.SZ）	2.686	轮毂轴承单元产品的投资扩能
兴蓉环境（000598.SZ）	3.48	自来水绕城高速输水管道项目
金龙汽车（600686.SH）	4.1	新能源客车项目
京东方（000725.SZ）	17	8.5 代线新型半导体显示器件项目

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

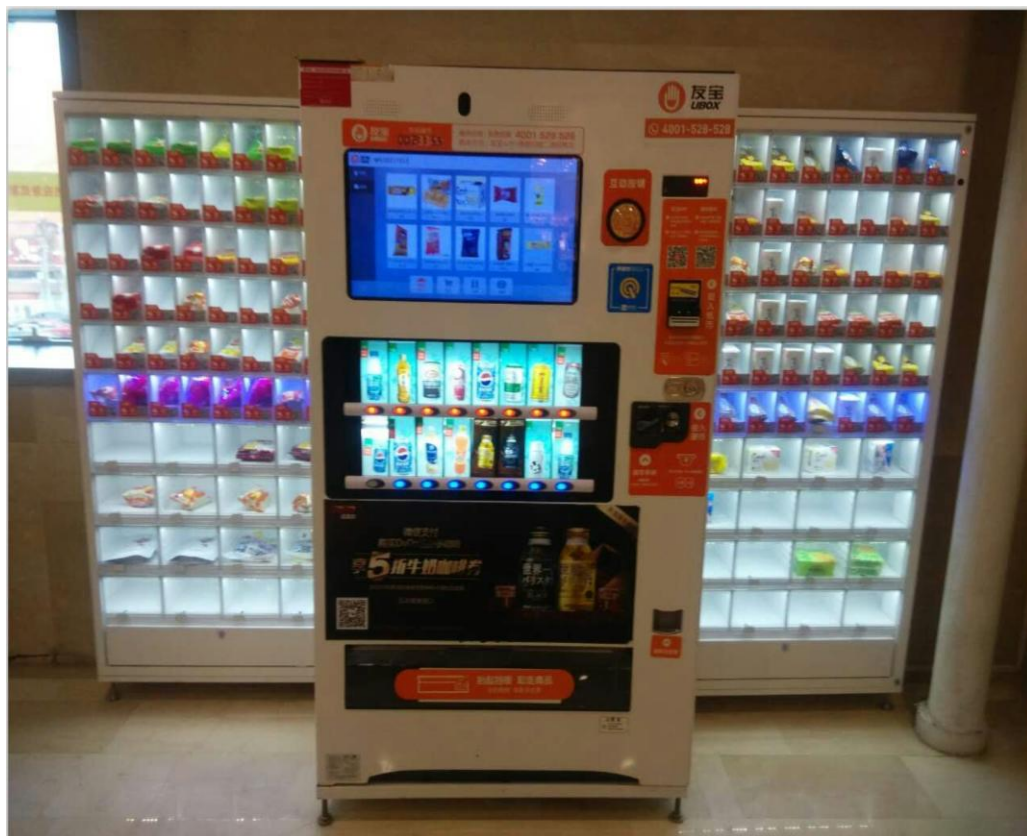
2. 友宝在线重新定义自动售货机

友宝在线（836053.OC）于今年 2 月 24 号在新三板挂牌交易，公司的主营业务是以智能自动售货机为销售形式，通过线上、线下两种渠道销售饮料、食品等日用快消品，并辅之以售货机销售、租赁及售货机广告、陈列等相关增值服务。公司目前全国拥有 3.1 万台智能自动售货机，2015 年新增 1 万台，根据合同内容，友宝 2015 年度向大连富士冰山采购不少于 1 万台自动售货机，可见友宝运营的自动售货机几乎全部来自于富士冰山。通过调研，我们得知友宝在线于 2015 年开放加盟渠道，提出 2016 年“再造三个友宝”的口号，计划至 2016 年底全国新铺设 5 万台自动售货机，按照一台自动售货机 2 万元测算，富士冰山将获得 10 亿营业收入。我们十分看好冰山智能自动售货机的发展前景，原因如下：

- ◆ **移动支付。**我国硬币流通量小阻碍了自动售货机市场的发展，消费者看到自动售货机时经常遇到“想买饮料喝但是零钱不够”的尴尬，友宝运营的自动售货机支持微信扫码、支付宝扫码等各种移动支付手段，大大缩短了消费者支付时间，最大化突出自动售货机“快速、便捷、智能”的特点。
- ◆ **货币识别。**传统自动售货机对货币有着严格的要求，传统的货币识别器技术水平较低，经常发生“吞钱”或者货币无法识别的情况，因此消费者破坏售货机的情况频繁发生，导致售货机运营商入不敷出。冰山通过与富士冰山合作，开发了针对我国货币的识别器和引进了先进的货道技术，使得自动售货机从“塞币”到“取物”顺畅无比。

- ◆ **互联网平台**。传统自动售货机不能联网，自动售货机的补货、补钱、销售统计、维护都是通过人工巡检来实现，一方面降低了售货机的使用效率，另一方面近年来我国人力成本飞升，导致自动售货机运营商毛利低微。富士冰山为其生产的每一台售货机装上 3G 芯片，使其像手机一样入网。同时，友宝投入超过 1 亿元资金开发了移动端售货机运营终端，使得运营商通过一部手机就可以掌控所有售货机的运营状态，大幅提升了售货机使用效率，降低了售货机运营成本。

图 1:北京西红门银泰百货友宝饮料机和零食机



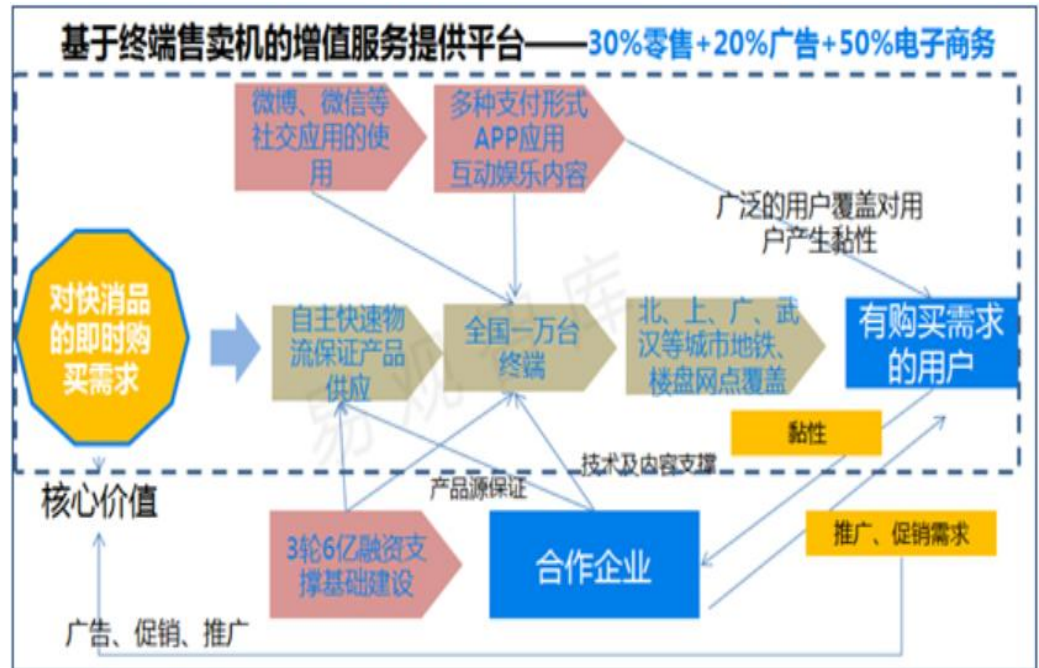
资料来源：手机拍摄，东兴证券研究所

图 2:友宝移动端自动售货机运营平台



资料来源：友宝公众号，东兴证券研究所

图 3:友宝基于自动售货机的电商模式



资料来源: 网络, 东兴证券研究所

3、自动售货机是下一个千亿市场

根据国外发展经验, 售货机市场可分为启动期、发展期和成熟期。而到成熟期将达到 300 万台, 年生产总值将达到 600 亿元, 截至 2014 年底, 我国仍处于启动期。我们判断 2016 年将是自动售货机爆发元年, 原因如下:

- ◆ 目前中国人口约 14 亿, 自动售货机保有量却不到十万台, 与美日等国差异巨大。日本是世界上自动售货机最发达的国家, 截止 2014 年末日本全国共有 503 万台自动贩卖机, 仅饮料销售额就相当于 1600 亿人民币。按人口计算, 日本每 23 人就拥有一台售货机, 欧洲和美国大约是每 50-120 人拥有一台自动售货机。
- ◆ 根据发达国家发展经验, 当人均 GDP 超过 7000 美元时, 自动售货机行业将迎来一个爆发点。消费需求、人工成本及场地租金的上涨, 将催生出更大的自动售货机市场需求。目前中国 35 个省市已有 7 个省达到这个水平, 因此自动售货机行业在中国市场发展潜力仍然巨大。
- ◆ 传统渠道饱和, 成本上升导致快消品企业“无量无利”, 饮料巨头纷纷在自动售货机市场跑马圈地。以农夫山泉为例, 截止 2015 年 8 月底, 农夫山泉所属自动售货机突破 5000 台, 目标是截止到 2016 年底共计投放 30000 台。

图 4:友宝加盟式创业方式

友宝加盟方式

目前加盟友宝主要有以下三种方式，分别是租、买、改

租：主要适合拥有较少的自动售货机行业经验，不愿承受风险的新手
 押金：5000元/台
 冰山机租金：600元/月
 网费及平台服务费：每月50元/台
 盈利平衡点：2280元（参考标准：35%的商品毛利，150元电费）

分析说明：租机较适合于新手，特别是刚入行的新人。一个点位到底能不能挣钱？售货机运营要投入多少成本和精力？这些问题都不是可以简单回答的。租赁方式的加盟提供了一个尝试性运营的捷径，可以帮助中小运营商最快、最实际的投入运营，并快速地建立起基础业务体验，验证该行业是否具备投资价值。

除此外，根据前期市场反馈，目前友宝还提供了灵活的“租转买”政策：租赁期缴纳的租金、押金可以直接转为设备的首付款，设备减去部分费用后剩余尾款可以采用分期方式支付。这种“完全无损”的转换方式把新手入行的成本降到最低。

买：主要适合有固定场地资源，有一定资金储备的运营商
 购买设备目前友宝主要提供了两种政策，一种是全额购，一种是分期购。为不同实力的运营商提供个性化的加盟服务。

【全款购机】
 冰山机全款金额：27800元/台（含运费）
 安装费：300元/台
 网费及平台服务费：每台50元/月
 广告补贴：首年每台冰山机200元/月，次年起参与广告利润分成
 全款购机可以一次性获得设备的完全产权，自行进行融资租赁，对于有较强资金能力的商家无疑是最好的选择。

【分期付款】
 （以五年分期计划为例：）
 冰山机最低分期金额：首年327元/月，后续为527元/月
 首付：3000元
 安装费：300元/台
 网费、平台服务费：50元/台/月
 广告补贴：首年每台冰山机200元/月，次年参与广告利润分成
 分析说明：友宝分期付款分别可选1~5年的整年方案，除了分期期间无法获得设备产权，其他享受与全款购机同等的补贴条件。对于五年分期的付款方式，首年每月只用支付327元，适合一些稳步扩张企业，减少了资产投入，无疑是个不错的选择。

资料来源：网络，东兴证券研究所

图 5: 农夫山泉创业式加盟方式



资料来源: 网络, 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。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。**自动售货机处于起步快速发展期, 预计未来三年行业增速保持在 30%以上。**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。维持“**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						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						5.16%					
2013A						2014A					
2014A						2015E					
2015E						2016E					
2016E						2017E					
2017E						ROE(%)					
8						8.02%					
28						5.87%					
84						6.73%					
116						8.85%					
116						9.97%					
经营活动现金流						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。