

业绩不断改善，爆发指日可待

——大冷股份（000530）年报点评

2016年03月30日

强烈推荐/维持

大冷股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
任天辉	联系人		
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037	

事件：

2016年3月30日公司发布年报，2015年实现收入16.08亿元，同比增长12.75%，实现净利润1.3亿元，同比增长12.57%，EPS为0.36元。公司拟10转增5派1元。公司同时公告拟与三洋电机签署《股权转让合同》，三洋电机将其所持三洋明华70%股权全部转让给公司。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	400.63	385.97	264.83	393.94	317.8	484.52	411.26
增长率（%）	1.68%	-2.71%	-23.64%	5.25%	-20.68%	25.53%	55.29%
毛利率（%）	22.18%	20.36%	36.11%	18.00%	24.70%	13.15%	20.56%
期间费用率（%）	17.73%	18.38%	36.64%	15.17%	19.66%	13.45%	19.43%
营业利润率（%）	11.07%	7.31%	4.89%	6.27%	13.51%	7.20%	6.59%
净利润（百万元）	46.87	27.26	17.94	23.00	41.68	34.24	32.29
增长率（%）	05.83%	-16.60%	-69.69%	02.44%	-11.07%	25.62%	80.01%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.09	0.05	0.06	0.12	0.09	0.08
资产负债率（%）	32.80%	33.59%	32.43%	31.48%	27.71%	31.18%	33.52%
净资产收益率（%）	2.31%	1.33%	0.87%	1.08%	1.40%	1.32%	1.19%
总资产收益率（%）	1.56%	0.88%	0.59%	0.74%	1.01%	0.91%	0.79%

观点：

- **公司治理初现成果，销售费用大幅下降。**公司2015年合并报表收入基本符合我们的预期，其中销售费用较去年同期下降35%，公司通过子公司冰山集团销售有限公司统一销售平台、降低成本消耗的战略初见成效，未来费用端有望持续改善。此外，营业外收入减少50%系今年“首台套重大技术装备补助”减少所致；所得税费减少50%系本期递延所得税费减少所致。
- **参股公司投资收益1.26亿，上涨25%。**除松下压缩机外，公司联营及合资企业投资收益均有上涨，值得注意的是富士冰山投资收益大幅上涨近100%，大幅超出我们预期。截止2015年底我国智能自动售货机保有量15万台，2015年销售量5万台，我们判断我国自动售货机将于2016、2017年爆发。参考日本自动售货机发展成熟时保有量503万台，市场空间巨大。富士冰山目前智能自动售货机市场占有率60%，随

着行业快速爆发, 富士冰山贡献收益将大幅上涨。

- **收益行业政策, 16年更上层楼。** 我们判断2016年冷链行业仍将高速发展, 中央一号文件提出“完善跨区域冷链物流体系、开展冷链物流标准示范化、实施产地预冷工程”, 去年大冷股份成功签订了北大荒泰华CO2复叠制冷项目、完成产地预冷装置商业化、参股公司京滨大洋取得一汽大众A级供应商资格, 全产业链布局使得大冷股份将最大化享有冷链行业高速发展红利。

表 1: 大冷股份投资收益

参股公司投资收益 (百万元)	2015 预测值	2014 实际值	2015 实际值
松下压缩机	75.37	63.03	59.38
松下制冷	8.89	8.09	8.60
松下冷链	17.28	7.86	8.15
富士冰山	18.50	14.80	28.69
常州晶雪	19.74	0.00	11.72
京滨大洋	11.31	10.73	15.87
菱重冰山	0.00	-6.71	-7.02
大连三洋明华	0.00	-0.14	-1.28
北京华商冰山制冷空调成套设备	0.00	0.25	-1.24
大连冰山国际贸易	0.00	1.30	1.97
投资收益合计	151.09	99.21	124.84

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

公司是我国制冷行业龙头企业, 也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, 公司股权激励解锁条件为: 相比2014年, 2015年、2016年、2017年营业收入增长率分别不低于10%、20%、30%, 净利润增长率分别不低于10%、25%、40%。我们预计公司2016年-2018年的营业收入分别为17.50亿元、18.09亿元和20.12亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为1.71亿元、2.41亿元和2.92亿元, 每股收益分别为0.46元、0.65元和0.79元, 对应PE分别为33.96X、23.93X、19.76X。维持“强烈推荐”评级, 给予6个月目标价26元。

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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1338	1331	2028	2333	2771	营业收入	1426	1608	1750	1809	2012
货币资金	509	245	951	1180	1452	营业成本	1087	1310	1412	1423	1587
应收账款	439	671	564	632	730	营业税金及附加	12	13	14	15	16
其他应收款	34	23	25	26	28	营业费用	123	80	82	90	97
预付款项	19	44	61	72	93	管理费用	186	187	190	203	219
存货	315	259	361	352	371	财务费用	-6	0	1	1	1
其他流动资产	2	16	20	21	30	资产减值损失	19.16	17.12	18.29	18.19	17.87
非流动资产合计	1716	2752	1933	1847	1762	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1039	1220	1220	1220	1220	投资净收益	103.94	128.91	140.14	182.15	221.73
固定资产	414.29	449.91	517.06	447.19	377.32	营业利润	109	130	172	241	296
无形资产	154	158	143	127	111	营业外收入	15.17	7.46	8.00	10.21	8.56
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.56	1.11	3.00	1.56	1.89
资产总计	3054	4082	3961	4181	4533	利润总额	124	136	177	250	302
流动负债合计	937	1216	1066	1090	1179	所得税	9	5	6	9	11
短期借款	60	83	0	0	0	净利润	115	131	171	241	292
应付账款	511	660	637	670	751	少数股东损益	-1	1	5	6	7
预收款项	138	70	97	64	35	归属母公司净利润	115	130	166	236	285
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	294	326	259	328	383
非流动负债合计	53	153	31	47	80	BPS (元)	0.33	0.36	0.46	0.65	0.79
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	990	1369	1097	1137	1259	成长能力					
少数股东权益	97	66	71	77	84	营业收入增长	-7.16%	12.75%	8.87%	3.38%	11.22%
实收资本(或股本)	350	360	360	360	360	营业利润增长	-17.43%	18.48%	32.97%	40.08%	22.50%
资本公积	582	630	582	582	582	归属于母公司净利润	27.75%	41.87%	27.75%	41.87%	21.12%
未分配利润	486	526	597	723	889	获利能力					
归属母公司股东权	1967	2648	2793	2966	3189	毛利率(%)	23.79%	18.52%	31.00%	34.00%	37.00%
负债和所有者权	3054	4082	3961	4181	4533	净利率(%)	8.03%	8.16%	9.78%	13.34%	14.50%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.78%	3.18%	4.19%	5.63%	6.29%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	5.87%	4.91%	5.94%	7.94%	8.94%
经营活动现金流	28	-51	-25	112	98	偿债能力					
净利润	115	131	171	241	292	资产负债率(%)	32%	34%	28%	27%	28%
折旧摊销	190.74	196.75	0.00	85.71	85.71	流动比率	1.43	1.09	1.90	2.14	2.35
财务费用	-6	0	1	1	1	速动比率	1.09	0.88	1.56	1.82	2.04
应付帐款的变化	0	0	108	-68	-99	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	27	-33	-30	总资产周转率	0.47	0.45	0.44	0.44	0.46
投资活动现金流	4	-236	855	164	204	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.92	2.74	2.70	2.77	2.83
长期股权投资减少	0	0	733	0	0	每股指标(元)					
投资收益	104	129	140	182	222	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.36	0.46	0.65	0.79
筹资活动现金流	-59	33	-123	-47	-30	每股净现金流(最新)	-0.08	-0.70	1.96	0.64	0.75
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.62	7.35	7.75	8.24	8.86
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	10	0	0	0	P/E	47.42	43.47	33.96	23.93	19.76
资本公积增加	0	48	-48	0	0	P/B	2.78	2.13	2.02	1.90	1.77
现金净增加额	-27	-254	707	229	272	EV/EBITDA	17.11	16.77	11.13	13.57	10.94

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。