

富士冰山潜力足 内部整合进行时

——大冷股份（000530）年报点评

2016年08月25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
叶盛	联系人	
	yesheng@dxzq.net.cn	010-66554022
陈皓	联系人	
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446

事件:

2016年上半年,公司实现营业收入7.80亿元,同比增长9.58%,实现利润总额7208万元,同比增长2.42%;实现净利润6748.73万元,同比增长3.07%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
营业收入(百万元)	385.97	264.83	393.94	317.8	484.52	411.26	400.59
增长率(%)	-2.71%	-23.64%	5.25%	-20.68%	25.53%	55.29%	1.69%
毛利率(%)	20.36%	36.11%	18.00%	24.70%	13.15%	20.56%	16.71%
期间费用率(%)	18.38%	36.64%	15.17%	19.66%	13.45%	19.43%	16.56%
营业利润率(%)	7.31%	4.89%	6.27%	13.51%	7.20%	6.59%	6.83%
净利润(百万元)	27.26	17.94	23.00	41.68	34.24	32.29	25.57
增长率(%)	-16.60%	-69.69%	02.44%	-11.07%	25.62%	80.01%	11.16%
每股盈利(季度,元)	0.09	0.05	0.06	0.12	0.09	0.08	0.07
资产负债率(%)	33.59%	32.43%	31.48%	27.71%	31.18%	33.52%	35.73%
净资产收益率(%)	1.33%	0.87%	1.08%	1.40%	1.32%	1.19%	0.97%
总资产收益率(%)	0.88%	0.59%	0.74%	1.01%	0.91%	0.79%	0.62%

观点:

投资收益大幅上涨,内部资源整合持续进行。报告期内,公司实现利润总额7208万元,同比增长2.42%,其中联营企业投资收益6100万元,同比上涨27%,仍是公司净利润主要组成部分。受行业竞争加剧以及公司持续整合内部资源影响,公司营业成本及管理费用大幅上涨,同比增加12.60%和13.32%。报告期内公司收购三洋明华70%股权,将其转变为全资子公司,提升公司产品智能化水平。收购冰山菱设5%股权并增资,将冰山菱设由控股子公司转变为全资子公司,打造公司速冻设备制造基地,随着整合持续,未来公司内生增长有望持续改善。

表 1: 大冷股份投资收益

单位: 万元	权益法下确认的投资收益		
	2014H	2015H	2016H
大连冰山保安休闲产业工程有限公司	24	-37	-31
大连冰山国际贸易有限公司	97	130	99
松下制冷(大连)有限公司	212	-310	-438
大连本庄化学有限公司	76	23	76
松下冷链(大连)有限公司	326	297	300
京滨大洋冷暖工业(大连)有限公司	416	761	971
松下压缩机(大连)有限公司	3681	2944	3074
大连三洋明华电子有限公司	62	-89	30
菱重冰山制冷(大连)有限公司	-148	-231	-541
北京华商冰山制冷空调成套设备有限公司	4	-51	-45
大连富士冰山自动售货机有限公司	980	1241	1853
常州晶雪冷冻设备有限公司	0	0	353
大连富士冰山自动售货机销售有限公司	0	111	399
三洋高效制冷系统有限公司	24	10	0
合计	5754	4799	6100

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

松下冷链及松下制冷企稳回升, 未来业绩持续改善可期。报告期内公司主要参股40%企业松下制冷和松下冷链经营状况改善, 继2015年小幅下滑之后企稳回升, 年内分别贡献净利润300万元和3074万元。公司上半年加深与松下的合作, 组建松下冷机联营公司, 更好为客户提供氟冷链系统综合解决方案, 满足中国低温物流市场快速发展需求。2015年我国冷链物流规模为1509亿元, 预计到2020年, 我国冷链物流市场规模将达4700亿元。公司产品覆盖了冷链的各个环节, 松下在冷链发展较为成熟的日本有着深厚的经验积累, 公司未来携手松下有望继续引领我国冷链行业的发展。

京滨大洋富士冰山持续爆发, 两年时间利润双双翻倍。公司参股京滨大洋20%, 报告期内京滨大洋贡献净利润971万, 同比增长28%。上半年松下压缩机成功开拓地铁等轨道交通空调市场, 持续扩大电动客车用卧式涡旋压缩机销售。京滨大洋主营各种车用空调系统及零部件, 借助松下压缩机在国内车用涡旋压缩机品牌份额优势拉动经营业绩。富士冰山贡献净利润1853万元, 同比上涨49%。近期英国评测机构凯度发布的研究报告显示, 我国自动售货机有望在2020年达到138万台, 比2015年增长超过8倍。自动售货机的月均单产随着经济和生活水平的上升而逐渐增长, 预计到2020年, 一台自动售货机的月销售额将达到6000元人民币, 自动售货机渠道年销售额将接近1000亿。

结论:

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0.23元、0.33元和0.40元, 对应PE分别为33.96X、23.93X、19.76X, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 公司内部资源整合不及预期

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	0.23	0.33	0.40
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%
负债和所有者权益	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					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	3.78%	3.18%	4.19%	5.63%	6.29%
						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	0.23	0.33	0.40
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, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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。

叶盛

机械行业研究员, 西安交通大学工业工程专业学士, 中央财经大学金融专业硕士, 2 年证券研究经验, 2015 年加盟东兴证券研究所, 从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员, 清华大学测控技术与仪器学士, 清华大学机械工程硕士, 2016 年加入东兴证券研究所, 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。