



2017 年 04 月 17 日

买入(维持)

当前价: 17.71 元

目标价: 21.1 元

联讯交运及设备行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

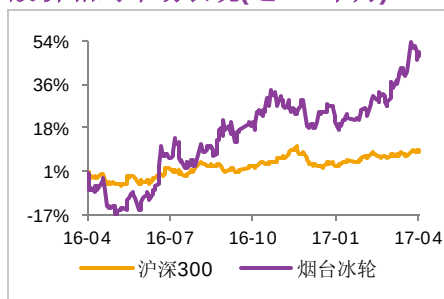
研究助理: 牛永涛

电话: 13810660508
邮箱: niuyongtao@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 18701150220
邮箱: chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3023	3627	4280	4879
(+/-)	5.36%	20.00%	18.00%	14.00%
归母净利润	301	368	389	446
(+/-)	-2.17%	22.22%	5.84%	14.47%
EPS(元)	0.69	0.84	0.89	1.02
P/E	25.67	20.97	19.81	17.30

资料来源: 联讯证券研究院

《烟台冰轮(000811): 冷链设备龙头, 轨交、环保驱动力强劲》2016-09-28

《烟台冰轮(000811): 受益轨交、冷链景气度回升, 业绩增长超预期》2016-10-28

烟台冰轮(000811.SZ)

【联讯交运公司点评】烟台冰轮: 低估值白马股, 聚焦全温差主业发展

投资要点

◇ 事件:

公司发布 2016 年年报, 全年实现营业收入 30.23 亿元, 同比增长 5.36%; 实现归属母公司净利润 3.01 亿元, 同比下降 2.17%; 实现扣非后归属母公司净利润 2.08 亿元, 同比增长 134.14%。EPS 为 0.69 元/股, 加权平均净资产收益率 13.55%。同时, 拟每 10 股转增 5 股, 并派发现金红利 0.50 元(含税)。

发布 2017 年一季报预告, 实现归母净利润 8300 万~9100 万元, 上年同期 403 万元, 同比增长 1960%-2158%, 其中主营业务同比增长 371%-570%。

◇ 费用控制效果良好, 毛利率持续提升

报告期内, 一季度低位企稳, 二季度以来行业景气度升高, 公司制造系统、供应链系统、应用设计单元和工程施工单元承压, 公司贯彻“降本增效、优化结构”战略主题, 创新商业模式, 持续推进内部资源整合, 扩大提单式生产范围。公司三费合计 6.29 亿元, 占总营业收入的 20.8%, 同比减少 1.66 个百分点。得益于费用控制效果良好, 公司毛利率持续提升, 产品销售毛利率升至 31.84% (+2.03pct), 创近年来新高。毛利率提升一方面, 是由于制冷业务订单质量有所提高, 全面预算管理、成本费用控制初现成效所致。另一方面, 是由于标准化、模块化生产的贡献。

◇ 受益轨交高速发展, 顿汉布什业绩表现亮眼

顿汉布什中央空调是欧美系五大中央空调品牌之一, 冰轮香港 2016、2017 年承诺净利润分别为 8291.09 万元和 10096.29 万元。报告期内, 顿汉布什中央空调实现营业收入 13.45 亿元, 实现净利润 1.15 亿元, 超出业绩承诺 39.03%, 超额完成任务。顿汉布什中央空调作为轨交站内中央空调的市场龙头, 在细分市场市占率高达 70%。另外, 公司还加大了对核电、医院、数据中心等中央空调领域的拓展和渗透, 订单逐步增多。未来受益“十三五”规划轨交、高铁的高速发展, 顿汉布什中央空调在站内中央空调细分领域占据绝对的龙头地位, 未来将继续享受行业发展带来的红利。

◇ 华源泰盟进入业绩收获期, 受益京津冀、雄安地缘优势

公司制热业务主要是由华源泰盟(60%股权)和青达环保(19.6%股权)承担, 在我国环保标准日益趋严、节能减排需求日益迫切的当下, 余热回收能够大幅提升能源利用效率, 符合节能和环保的双重需求。报告期内, 华源泰盟实现营业收入 3438.61 万元, 实现净利润 3258.92 万元, 河北保定工厂建设基本完工, 华源泰盟销售团队搭建完毕。“北京永安热力南环供热厂燃气锅炉烟气深度回收工程”被北京市科委授予“首都蓝天行动科技示范工程”。华源泰盟余热回收项目与清华大学合作技术先进, 大温差换热市占率高达 90%。基于政府鼓励支持和企业经济效益的双重驱动下, 公司节能环保业务未来有望进入高速增长期。华源泰盟未来将受益京津冀协同发展, 以及雄安地缘发展优势。



✧ 出售烟台荏原，聚焦主业发展

荏原空调是四大溴化锂中央空调品牌之一，技术成熟，但是国内中央空调溴化锂市场严重萎缩，导致利润下滑较快。而在产品转型未来发展战略方面，公司和日本荏原（持股比例 20%）、荏原冷热（持股比例 40%）存在分歧，未能达成一致，因此选择退出。2016 年 12 月公司与日本国株式会社荏原制作所签署《产权交易合同》，转让所持有的烟台荏原空调设备有限公司 40% 股权，转让价格为人民币 3.2 亿元。2017 年一季度业绩大幅增长主要是报由于公司出售烟台荏原空调设备有限公司股权取得非经常性损益约 6400 万元所致。

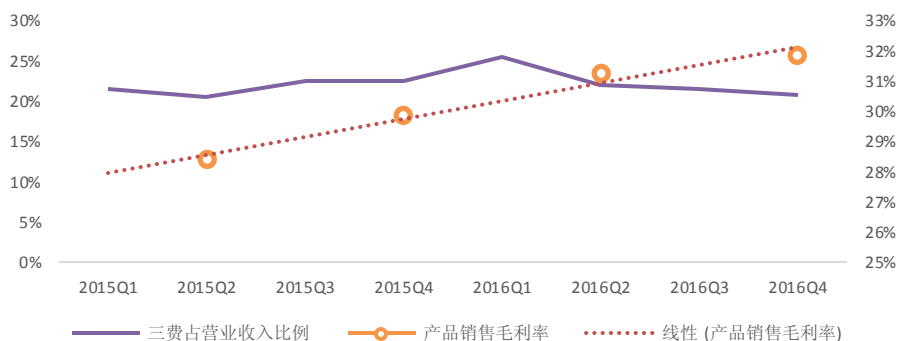
✧ 盈利预测与投资评级

公司董事长更换，上市公司与集团为同一实际控制人，产生更好的协同作用，焕发新活力。公司低温+中温+高温板块协同发展，受益轨道交通、冷链物流行业景气度向上，盈利能力有望超市场预期。预计公司 2017~2019 年归母净利润为 3.68 亿元、3.89 亿元、4.46 亿元，对应 EPS 为 0.84 元、0.89 元、1.02 元。考虑到公司是老牌冷链龙头、中央空调持续高增长以及资产注入预期，给予 2017 年 25 倍 PE，目标价 21.1 元，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

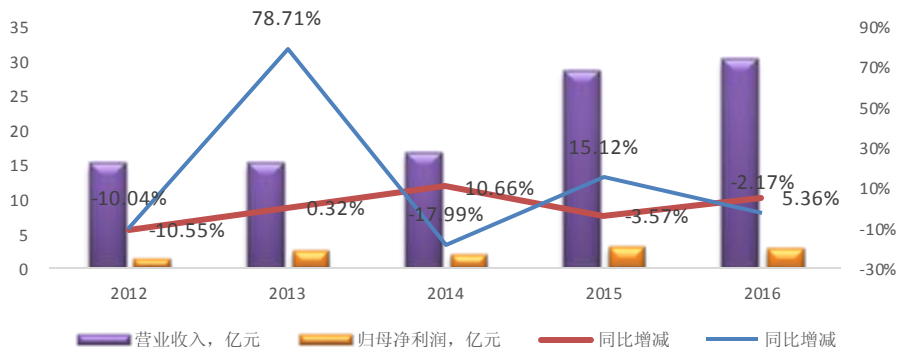
冷链需求不及预期、轨交建设不及预期，环保业务拓展不及预期。

图表 1：公司费用及毛利率情况



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

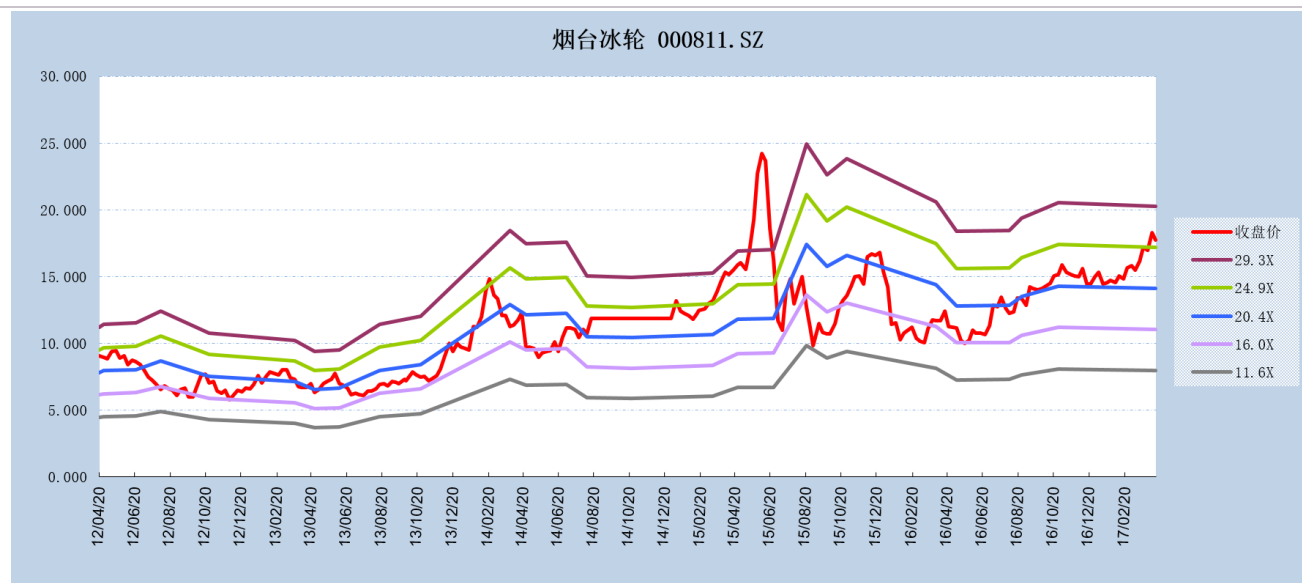
图表 2：公司营收及净利润增速



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

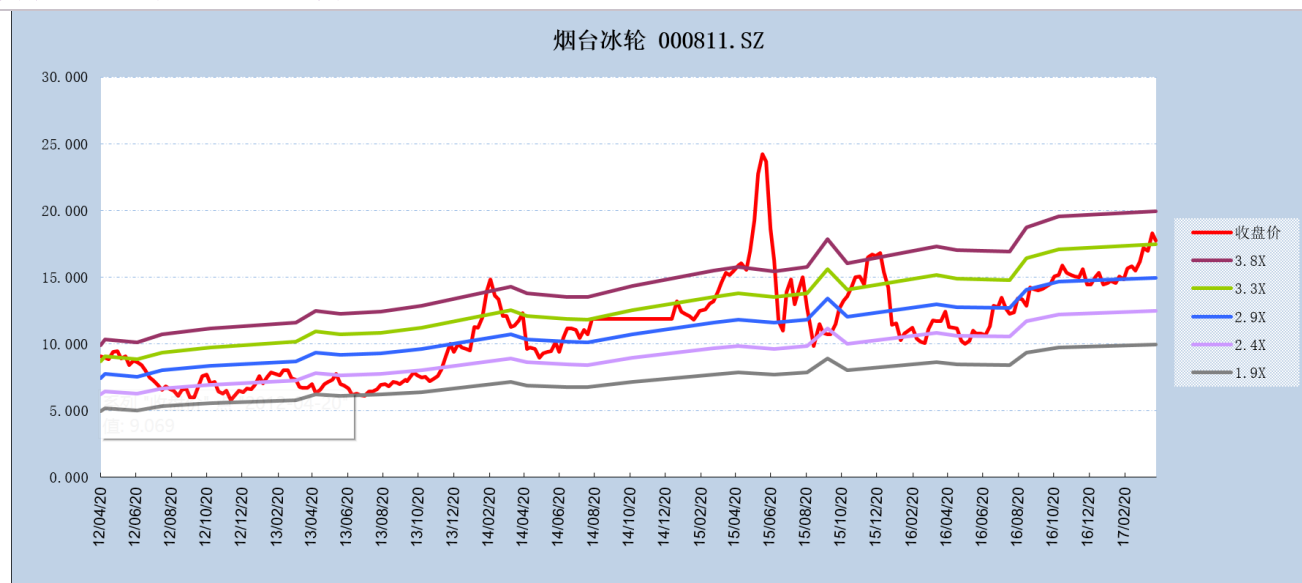


图表 3: 公司 PE-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 4: 公司 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,602	2,863	3,149	3,464	经营活动现金流	264	290	319	351
现金	798	1,098	1,456	1,873	净利润	320	388	411	468
应收账款	929	1,022	1,124	1,236	折旧摊销	85	89	93	98
其它应收款	62	68	75	82	财务费用	-1	18	21	24
预付账款	57	63	69	76	投资损失	-67	-141	-85	-93
存货	573	631	694	763	营运资金变动	518	35	39	43
其他	184	-18	-268	-567	其它	-590	-99	-160	-188
非流动资产	2,674	2,941	3,235	3,559	投资活动现金流	-272	-191	-172	-154
长期投资	463	510	561	617	资本支出	154	169	186	205
固定资产	688	757	833	916	长期投资	463	510	561	617
无形资产	238	262	288	317	其他	-890	-870	-919	-976
其他	1,284	1,412	1,554	1,709	筹资活动现金流	191	200	210	221
资产总计	5,276	5,804	6,384	7,023	短期借款	667	701	736	772
流动负债	2,250	2,475	2,723	2,995	长期借款	507	558	614	675
短期借款	667	701	736	772	其他	-984	-1,058	-1,139	-1,227
应付账款	709	780	858	944	现金净增加额	182	300	358	418
其他	874	994	1,129	1,278					
非流动负债	628	690	759	835	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	507	558	614	675	成长能力				
其他	120	132	146	160	营业收入	5.36%	20.00%	18.00%	14.00%
负债合计	2,878	3,165	3,482	3,830	营业利润	-32.26%	62.44%	7.50%	14.68%
少数股东权益	124	130	136	143	归属母公司净利润	-2.17%	22.22%	5.84%	14.47%
归属母公司股东权益	2,275	2,508	2,766	3,049	获利能力				
负债和股东权益	5,276	5,804	6,384	7,023	毛利率	30.00%	30.80%	31.50%	31.50%
					净利率	9.95%	10.14%	9.09%	9.13%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	14.30%	15.41%	14.82%	15.35%
营业收入	3,023	3,627	4,280	4,879	ROIC	14.42%	16.11%	16.92%	19.42%
营业成本	2,116	2,510	2,932	3,342	偿债能力				
营业税金及附加	28	36	43	49	资产负债率	54.54%	54.54%	54.54%	54.54%
营业费用	384	435	514	586	流动比率	1.16	1.16	1.16	1.16
管理费用	246	290	342	390	速动比率	0.90	0.90	0.90	0.90
财务费用	-1	18	21	24	营运能力				
资产减值损失	64	68	71	75	总资产周转率	0.62	0.65	0.70	0.73
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	3.62	3.72	3.99	4.14
投资净收益	67	141	85	93	应付账款周转率	3.30	3.37	3.58	3.71
营业利润	253	411	442	507	每股指标(元)				
营业外收入	111	33	35	37	每股收益	0.69	0.84	0.89	1.02
营业外支出	2	2	2	2	每股经营现金	0.61	0.67	0.73	0.81
利润总额	362	442	475	541	每股净资产	5.51	6.06	6.67	7.33
所得税	42	54	64	73	估值比率				
净利润	320	388	411	468	P/E	25.67	20.97	19.81	17.30
少数股东损益	19	20	21	22	P/B	3.21	2.92	2.66	2.42
归属母公司净利润	301	368	389	446	EV/EBITDA	35.06	19.56	18.19	15.98
EBITDA	279	500	535	605					

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com