

调研简报

资本资源整合落地 近期业绩增长可期

大冷 B (200530 SZ)

2017-6-19 星期一

时间: 2017-6-16

参会人: 董秘

地点: 大连

会议形式: 一对一

姓名: 李明

电话: 0755-21516067

Email: liming@gyzq.com.hk

1、资本资源整合: 新管理层上任后, 对企业进行了一系列的资本资源整合。首先, 公司收购了武新制冷的 49% 股权, 股权占比由 51% 扩大到 100%, 销售团队合二为一, 成立了冰山工程公司, 并将两个公司的研发团队进行整合, 成立一个研发平台, 群策群力。在产品差异化方面, 以前两家企业都生产螺杆制冷压缩机, 武冷现在逐渐将压缩制冷的主业让给大冷生产, 武冷开始做膨胀制冷和膨胀发电, 并已经取得阶段性成果。随着新产品快速发展, 逐渐武冷的螺杆制冷事业彻底给大冷做, 而大冷搬到新厂区新增的产能也可以得到有效利用。

第二, 公司收购了冰山嘉德 40% 的股权, 持股比例从 60% 增加到 100%。未来将做冰山的物联网云平台, 通过远程监控实现主动服务。2016 年远程监控的上线客户数突破 100 家, 接下来为数据积累和数据应用提供前提。目前收入规模 5000 多万, 预计到 2018 年营收会增加到 1 亿。

此外, 公司还收购了三洋明华 70% 的股权 (持股比例从 30% 到 100%) 及三洋高效 30% 股权 (持股比例从 25% 扩大到 55%)。对于不能增资的联营公司, 公司会追加投资或者增资扩产。富士冰山主要生产自动售货机, 2017 年公司对其进行第二工厂的投资建设, 7 月份产能翻番落地, 产能从 5 万台增加到 10 万台。公司还对晶雪冷冻做了单独 IPO, 假设每年 6000 万的净利润, 30 倍 PE, 接近 20 亿市值, 公司持股比例为 29%, 那么增值就为 5-6 亿。

2、首批优质资产注入: 首先, 公司收购了冰山国贸 76% 股权, 持股比例从 24% 增加到 100%。冰山国贸是大冷股份出口的通道, 这些年公司出口营收占比没有提升, 主要因为冰山国贸是冰山集团控股的, 销售精力会被集团其他企业的产品分散。公司要对接一带一路, 以基建为基础, 进行物流冷热配套。冰山国贸全资后, 公司会让这个平台发挥作用。对外提升出口占比, 对内实现集中采购。第二, 公司收购了冰山金属技术 49% 股权。该公司的净资产收益率在 20% 以上, 营业利润率也在 20% 以上, 而且现金流非常好, 没有贷款, 账面有 2 亿净现金。冰山金属技术主要生产精密铸件, 合作伙伴是美国的唯特利。除以上之外, 还有四家优质的股权, 冰山集团占有的权益是 8000-9000 万, 将来有机会再装入。

3、新厂房搬迁：公司在 2010 年买好了新工厂，面积为 25 万平米。于今年五月份完成搬迁改造，从传统制造向智能制造升级。

4、股权激励：为了打破大冷前几年发展的瓶颈，公司实行了股权激励计划。2014 年，公司进行首期股权激励，覆盖 41 人，激励额度为 2.9%。首期的覆盖范围不全，41 人分别是大冷核心高管、部分核心中层及主要联营公司的高管。近期，公司进行了二期股权激励，此次覆盖范围为 118 人，共计 1288 万股 激励额度为 2.15%。二期股权激励加入了研发和营销团队等核心人员，实现了利益深度捆绑。

5、业务收入占比：公司收入中来自工业制冷业务占比为 30%，来自食品冷冻冷藏业务占比为 40%，其他服务工程、中央商用空调等各占 10%左右。

6、公司主要利润贡献主体：目前大冷股份的利润贡献大户是联营公司，其次是三洋高效、明华及嘉德等 6 家子公司，第三是武冷、大冷、冰山服务、冰山销售四家公司（公司内部叫做小连接公司）。

2016 年大冷实现 1.8 亿元的净利润，其中 1.7 亿来自于投资收益，另外 1500 万来自于 6 家子公司的贡献，小连接四家公司共计亏损 500 万元。

7、2017 年主营机构的盈利结构：2017 年公司有望实现净利润 2.2 亿左右，约有 25% 的增长。其中投资收益稳定在 1.7 亿左右，6 家子公司的利润争取实现 3000 万元，小连接公司利润贡献争取达到 3000 万。

目前，母子公司的利润在逐季度改善，2018 年在 2017 年基础上将进一步改善，预计 2018 年将实现 3 亿以上净利润。其中联营公司收益有望达到 2.1-2.2 亿，6 家子公司贡献利润 4000 万左右，四家小连接公司贡献 7000-8000 万元。

8、投资收益部分有加分也有减分：投资收益减分部分是松下压缩机，因为这家公司基数较高，净利润为 2 亿元，主要为空调做配套，目前市场需求回落，主要靠高附加值的新能源汽车产品来对冲。2016 年松下压缩机销售 4.6 万台，2017 年将突破 5 万台。

投资收益加分部分是自动售货和松下冷链。自动售货的生产主体是富士冰山，2016 年实现销售 3 万台，占据 60% 市场份额。2017 年产能翻番，销售目标为 5 万台，2018 年为 8 万台。行业的主要增长动力主要来自于自动售货智能化和多元化。此外，松下冷链和冷链物流是联系最紧密的联营公司，接下来会有新的事业-生物医疗事业，主要生产超低温医疗柜，温度在零下 86 度，营业利润率达 20% 以上。因此，公司对 2018 年联营公司群体的投资收益贡献较有把握。

9、小连接公司：2018 年，小连接公司若恢复利润贡献主要靠武冷和大冷。武冷主要靠新产品和战略转型。2018 年，武冷将实现 50%的新产品占比，新产品毛利率 30%左右，高于旧产品毛利率水平。武冷将逐渐扩大新产品的占比，逐渐将原有市场让出来给大冷做。

大冷搬到新工厂后，传统制造向智能制造升级，品质提升，竞争力提升，借助工程、服务平台，给客户提供个性化解决方案，这样大冷股份自身的新产品销售收入也会快速提升，再加上武冷的转型效力给大冷减少压力，预计 2018 年大冷也会实现快速增长。

10、同业并购：为了释放潜能，公司进行了同业并购。公司花费 1.3 亿收购晶雪 29%股权，作为优质股权，晶雪已经瞄准上交所 IPO，现在已经进入上市辅导验收阶段，之后开始排队，预计三年左右上市。其次，2016 年公司顶住市场巨大压力，顺利进行非公开发行，确保新厂区的搬迁改造有序实施。第三，2016 年公司获得控股股东增持 680 万股，均价为 10.28 元，表示了对大冷未来的信心。第四，控股股东的优质资产逐渐注入，包括冰山国贸和冰山技术。该事件具有象征意义。接下来还会有优质股权注入，在这个基础上，冰山集团做新事业的培育和孵化，更有发展后劲。

11、行业增长：工业制冷业务的行业增速大概为 8-10%。

12、2018 年以后的持续增长靠新事业：新事业的培育和孵化主要借助于冰山慧谷。该主体将围绕冷链事业，培养新事业。首先，大冷没有把原来的土地进行一次性的出让，采用了长期开发和租用的方式，通过冰山慧谷进行开发。持股方面，公司持有 19.6%，冰山持有 20.4%，合计 40%，另外 60%给了南方设计。南方慧谷将积极响应省市区创新创业导向及要求，充分发挥冰山集团平台优势和资源整合能力，围绕智慧科技主题，大力发展信息经济、健康经济、文创经济、重点突破物联网、大数据应用、信息软件、智慧疗养、智慧教育等领域，努力构建冰山集团产业生态园，打造冰山集团事业成长新引擎。

13、总结及建议：新领导上任后，对上市公司的业务理解逐渐深入，进行了一系列的业务整理，并公布了两次股权激励计划，保障了公司近两年的快速增长。从长期发展来看，为了给公司长期的增长提供基石，公司还做了新事业的培育和孵化，保障公司长期稳定的发展。建议重点关注该公司。

免責條款

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下称“國元(香港)”)编写，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

- (1) 分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及
- (2) 分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能

- (1) 隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及
- (2) 已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意图。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

- 分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。
- 國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

公司地址：香港中環干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓

公司電郵：cs@gyzq.com.hk 公司主機：+852-37696888

公司傳真：+852-37696999 服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>