

## 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，武冷开始做膨胀制热和膨胀发电，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。

## 免责条款

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当目的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

- (1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

- (1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及
- (2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多为董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

### 规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

## 国元证券(香港)有限公司

公司地址：香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼

公司电邮：[cs@gyzq.com.hk](mailto:cs@gyzq.com.hk) 公司主机：[+852-37696888](tel:+852-37696888)

公司传真：[+852-37696999](tel:+852-37696999) 服务热线：[400-888-1313](tel:400-888-1313)

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>