



Research and
Development Center

冷链先锋 “新大冷”

——大冷股份（000530.sz）首次覆盖报告

2016年07月12日

范海波 行业分析师

丁士涛 行业分析师

杜煜明 研究助理

证券研究报告

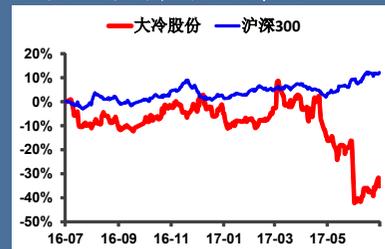
公司研究——首次覆盖

大冷股份 (000530.sz)



首次评级

大冷股份相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2017.07.11)

收盘价 (元)	7.49
52 周内股价波动区间 (元)	6.65-13.36
最近一月涨跌幅 (%)	9.66
总股本 (亿股)	8.56
流通 A 股比例 (%)	68.93
总市值 (亿元)	64.15

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师
 执业编号: S1500510120021
 联系电话: +86 10 83326800
 邮箱: fanhaibo@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
 执业编号: S1500514080001
 联系电话: +86 10 83326718
 邮箱: dingshitao@cindasc.com

杜煜明 研究助理
 联系电话: +86 10 83326727
 邮箱: duyuming@cindasc.com

冷链先锋 “新大冷”

大冷股份 (000530.sz) 首次覆盖报告

2017 年 07 月 12 日

本期内容提要:

- ◆ **制冷设备行业市场空间广阔, 潜力巨大。**伴随着我国消费升级的深化, 农产品、食品以及医疗等相关行业对冷链需求的逐步提升, 制冷设备的行业边际持续扩张, 我国的制冷设备行业的下游市场正在由传统的工业制冷、建筑制冷逐渐扩展到食品, 商贸, 农业, 旅游, 交通运输设备等行业, 未来几年, 冷链物流必将伴随着我国消费升级的持续深化而快速崛起, 2017 年我国冷链市场规模有望达到 2357 亿元, 到 2020 年市场规模有望达到近 4000 亿元。
- ◆ **大冷股份是我国制冷设备行业的龙头白马。**大冷股份作为我国制冷设备行业的龙头企业, 拥有近 90 年的悠久历史, 产品门类齐全, 覆盖制冷设备全产业链, 是中国最大的工业制冷设备生产企业和中国最大的制冷成套设备出口企业。大冷股份与冰山集团产品全国市占率领先。
- ◆ **积极资源整合, 冰山集团优质资产注入预期强烈。**2014 年起, 新一届管理层通过不断资源整合, 逐步完善了大冷股份冷热产业链的布局。通过彻底的业务结构革新, 成功将公司打造成集业务平台、服务平台和投资平台为一体的制冷解决方案供应商, 经营效率大幅提升, 管理费用率快速下降。公司表示, 未来冰山集团将逐步转型为投资平台, 优质资产将择机注入大冷股份。
- ◆ **运营优势显著, 管理层与股东实现利益深度捆绑。**冰山集团股权结构特殊, 目前无法律意义上的实际控制人。公司决策效率极高, 在新管理层上任的 3 年时间里, 完成了一次定向增发、两次股权激励、集团资产注入与数次子公司与联营公司的增资与收购。基于以上, 我们认为, 冰山集团运营优势显著。此外, 大连中慧达是冰山集团的第三大股东, 持股 20.2%, 中慧达是冰山集团的高管持股平台, 纪志坚先生同时担任冰山集团与大冷股份董事长职务。最新股权激励的行权条件为以 2015 年净利润为基数, 2016-2018 年净利润分别增长 10%、30%和 60%。我们认为, 公司管理层与骨干员工已经通过中慧达与两次股权激励与股东利益实现了深度捆绑。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计大冷股份 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 22.53 亿元、26.96 亿元和 31.75 亿元, 归属母公司净利润分别为 2.32 亿元, 2.83 亿元和 3.33 亿元, 对应 EPS 分别为 0.27 元/股、0.33 元/股和 0.39 元/股。考虑到冷链物流行业快速发展; 大冷股份行业龙头地位稳固; 股权激励到位、运营优势凸显; 集团资产有强烈注入预期, 首次覆盖我们给予大冷股份“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 公司获得大订单; 冰山集团资产注入预期; 新产品研发取得突破性进展。
- ◆ **风险因素:** 宏观经济放缓的风险; 行业竞争加剧的风险; 制冷设备下游需求不及预期的风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,607.52	1,779.50	2,252.98	2,696.40	3,174.99
增长率 YoY %	12.75%	10.70%	26.61%	19.68%	17.75%
归属母公司净利润(百万元)	129.95	178.63	232.38	282.77	333.42
增长率 YoY%	12.57%	37.47%	30.09%	21.68%	17.91%
毛利率%	18.52%	18.03%	18.53%	18.54%	18.54%
净资产收益率 ROE%	5.63%	6.06%	6.97%	7.94%	8.62%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.29	0.27	0.33	0.39
市盈率 P/E(倍)	49	36	28	23	19
市净率 P/B(倍)	1.73	1.41	1.88	1.73	1.59

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 07 月 11 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
专注于全产业链制冷的大国工匠	3
公司概况	3
业绩提升，还看今朝	4
冷链物流行业：消费升级持续深化，行业边际逐步扩张	6
什么是冷链物流	6
冷链物流在我国处于发展初期	6
消费升级深化，推动冷链物流行业边际扩张	8
政策端发力，助力冷链物流行业快速发展	10
2020年，我国冷链物流市场规模有望达到2015年的三倍	10
大冷股份：领跑制冷设备行业的龙头白马	11
冷链物流行业快速发展带来对制冷设备的强劲需求	11
大冷股份：纯正的制冷设备标的	14
改进、提升，大冷股份焕然一新	15
建设三大平台，整合资本资源	15
集团转型投资平台，优质资产逐步注入大冷	17
新厂区投入使用，全方位升级智能制造	17
携手联营企业，深度布局冷热事业全产业链	18
松下压缩机	19
富士冰山	20
京滨大洋	22
晶雪节能	23
运营优势+股权激励，公司发展动力十足	24
冰山集团无实控人，公司运营优势凸显	24
股权激励到位，实现利益深度捆绑	24
盈利预测、估值与投资评级	25
未来三年经营情况假设	25
估值与投资评级	25
风险因素	26

表 目 录

表 1: 冷链产品分类	6
表 2: 国家政策鼎力支持冷链物流行业	10
表 3: 压缩式制冷机的分类和特点	13
表 4: 大冷股份五大事业领域	14
表 5: 大冷股份主要制冷产品	15
表 6: 大冷股份联营/合营企业利润占比	18
表 7: 大冷股份联营公司概况	18
表 8: 两次股权激励计划	24
表 9: 大冷股份主营业务收入预测	25
表 10: 大冷股份可比公司列表	25

图 目 录

图 1: 大冷股份旗下五大事业领域	3
图 2: 大冷股份股权结构图	4
图 3: 大冷股份营业收入及同比增长情况（单位：亿元）	5
图 4: 大冷股份归属母公司净利润及同比增长情况（单位：亿元）	5
图 5: 大冷股份毛利率与净利率	5
图 6: 大冷股份三项费用率变化	5
图 7: 2016年世界各国冷库容量排名	7
图 8: 2016年世界各国人均冷库容量	7
图 9: 我国各区域冷库分布（2016）	7
图 10: 我国各省冷库容量排名（2016）	7
图 11: 我国生鲜电商市场交易规模（亿元）	8
图 12: 我国生鲜电商产业链	8
图 13: 我国生鲜电商市场交易规模（亿元）	9
图 14: 我国冷链物流市场规模测算（单位：亿元）	11
图 15: 冷链行业中的制冷设备	12
图 16: 冷链运输关键环节及主要上市企业	12
图 17: 螺杆式制冷机、活塞式制冷机、离心式制冷机	14
图 18: 大冷股份三大平台	16
图 19: 松下压缩机部分产品	19
图 20: 富士冰山部分产品	21
图 21: 我国自动售货机保有量（万台）	22
图 22: 各国人均自动售货机保有量（台/万人）	22
图 23: 京滨大洋部分产品——蒸发器、冷凝器	23

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。

制冷设备行业市场空间广阔，潜力巨大。制冷设备行业是生产制冷设备并提供相关配套服务的行业，下游需求广泛，涉及产业众多。随着我国消费升级深化，农产品、食品以及医疗等相关行业对冷链物流需求逐步提升，制冷设备行业边际逐步扩张。中国的制冷设备行业正在由传统的工业应用，建筑制冷扩展到食品，商贸，农业，旅游，交通运输设备等行业，市场空间广阔。我们认为，伴随着消费进一步升级，生鲜电商等新消费新零售的快速崛起，冷链物流产业必将迎来高速增长期，预计2017年我国冷链市场规模有望达到2357亿元，2020年市场规模有望达到近4000亿元。

大冷股份历史悠久，工艺先进，资源整合顺利，母公司冰山集团资产有望注入。大冷股份专注制冷设备，历史悠久，拥有完整的冷热产业链和专业的团队，是中国最大的工业制冷设备生产企业和中国最大的制冷成套设备出口企业。目前公司有五大业务领域：工业制冷、食品冷冻冷藏、中央及商用空调、制冷部件、工程服务领域，覆盖了制冷产业链的关键环节，代表了中国制冷技术的发展水平。新领导团队通过资本运作，整合公司内部资源、打通产销渠道；以协同工程平台、服务平台以及投资平台为架构，进行平台化发展。定增6亿元打造的新型智能化厂区已于2017年初投入使用，研发条件改善有助于公司产品智能化升级。

公司表示，未来冰山集团将逐步转型为投资平台，优质资产将择机注入大冷股份。公司已于2017年4月完成收购冰山集团两家企业：大连冰山国际贸易有限公司以及大连冰山金属技术有限公司。我们认为，大冷股份作为冰山集团旗下唯一的上市平台，未来几年有望持续承接冰山集团优质资产，实现进一步资产与业务扩张。

联手松下、三洋、富士，深度布局冷链物流。大冷股份通过联营合营公司展开同日本先进制冷企业的全方位合作。2014年以来，公司联合联营企业松下冷链、松下冷机开展冷冻冷藏项目，借助氟冷链系统，致力于打开中国低温物流市场。公司通过母公司股东三洋电机株式会社受让了其持有的三洋明华70%股权，借助三洋明华电子控制线板的先进技术，提高了公司产品智能化水平；公司通过收购冰山菱设5%股权并增资，最终持股比例达到95%，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；联营公司大连富士冰山投放智能化自动售货机，探索移动支付新领域。自2003年成立以来，大连富士冰山业绩显著，自动售货机销售量累计突破12万台，非现金支付方式及远程控制系统成为标配。我们认为公司通过与国际先进企业的科研合作，创新能力、产品智能化水平均实现大幅提升，未来将保持快速发展的势头。

集团运营优势显著，管理层与股东利益实现深度捆绑。冰山集团前两大股东大连市国资委与日本三洋株式会社持股比例均为26.6%，故冰山集团无法律意义上实际控制人。公司决策效率极高，在管理层上任三年间，完成了一次定向增发、两次股权激励、集团资产注入和多次子公司与联营公司的增资与收购，基于以上，我们认为，冰山集团运营优势显著。此外，大连中慧达是冰山集团的第三大股东，持股20.2%，中慧达是冰山集团的高管持股平台，纪志坚先生同时担任冰山集团与大冷股份董事长职务。公司首次激励范围包括董事长和中高层管理人员以及核心员工41人。二期激励计划包括公司高管及核心员工共计118人。最新股权激励的行权条件为以2015年净利润为基数，2016-2018年净利润分别增长10%、30%和60%。我们认为，公司管理层与骨干员工已经通过中慧达与两次股权激励与股东利益实现了深度捆绑。

股价催化剂

公司获得大订单；冰山集团资产注入；新产品研发取得突破性进展。

盈利预测与投资评级

我们预计大冷股份 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 22.53 亿元、26.96 亿元和 31.75 亿元，归属母公司净利润分别为 2.32 亿元，2.83 亿元和 3.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元/股、0.33 元/股和 0.39 元/股。考虑到冷链物流行业快速发展；大冷股份行业龙头地位稳固；股权激励到位、运营优势凸显；集团资产有强烈注入预期，首次覆盖我们给予大冷股份“买入”评级。

风险因素

宏观经济放缓的风险；行业竞争加剧的风险；制冷设备下游需求不及预期的风险。

专注于全产业链制冷的大国工匠

公司概况

大连冷冻机股份有限公司（简称“大冷股份”）始建于 1930 年，是中国工业制冷行业领军企业——大连冰山集团有限公司的核心企业。公司是由原大连冷冻机厂生产经营主体部分改组成立的大连市首批上市企业。1993 年 12 月 8 日，公司 A 股于深圳证券交易所挂牌交易（股票简称：大冷股份；股票代码：000530.sz）；1998 年 3 月 20 日，公司 B 股于深圳证券交易所挂牌交易（股票简称：大冷 B，股票代码：200530.sz）。

公司专注于制冷设备领域，致力于打造中国最完备的冷热产业链。目前公司旗下有五大业务板块：工业制冷、食品冷冻冷藏、中央及商用空调、制冷部件、工程服务领域，覆盖了制冷产业链的关键环节，代表了中国制冷技术的发展水平。公司以经营“冰山”牌制冷设备及其配套辅机、阀、配件以及冷冻工程所需配套产品的加工制造、制冷空调系统设计、制造、安装、维修、调试和技术服务等为主业，形成了工业制冷成套、中央空调成套、制冰成套、冷链成套、气调保鲜成套、组合库成套和特种制冷工程成套的七大成套能力。公司获得大连市首批科技创新企业称号，是中国最大的工业制冷设备生产企业和中国最大的制冷成套设备出口企业。

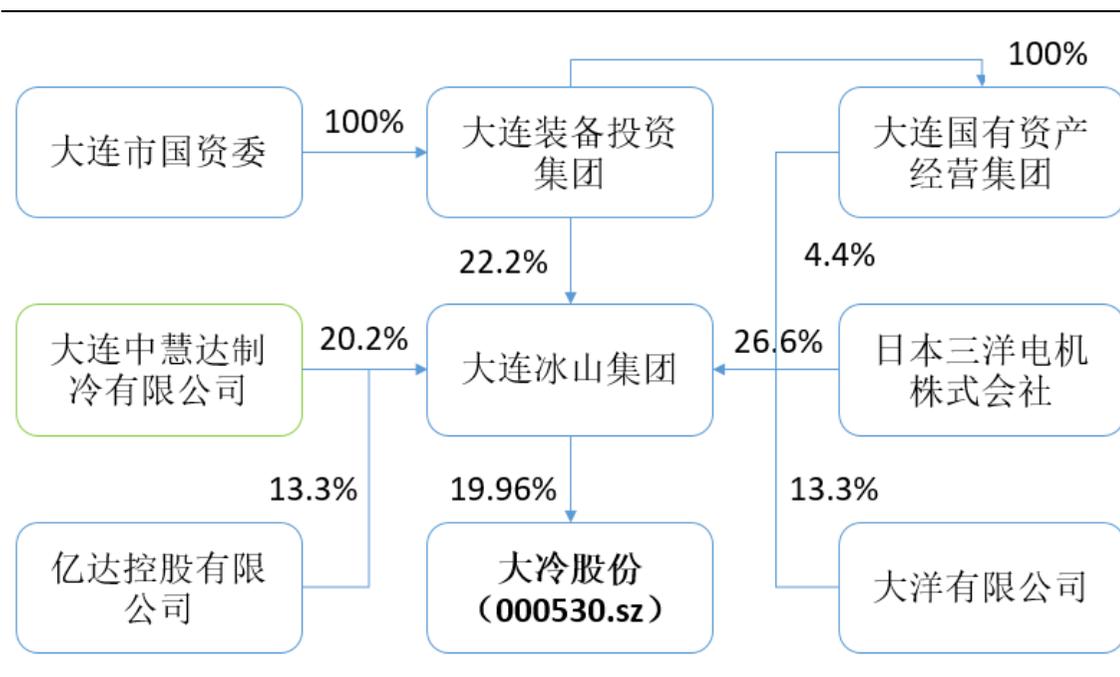
图 1：大冷股份旗下五大事业领域



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

大冷股份控股股东冰山集团持有其 19.96% 的股份，冰山集团的前两大股东大连市国资委和日本三洋株式会社持股比例相同，均为 26.6%，因此公司没有法律意义上的实际控制人。大连中慧达是冰山集团的第三大股东，持股 20.2%，中慧达是冰山集团的高管持股平台，纪志坚先生同时担任冰山集团与大冷股份董事长职务。公司运营优势显著，新管理层在上任以来的三年里完成了一次定向增发、两次股权激励、集团资产注入和多次子公司和联营公司的收购与增资。两次股权激励和高管持股将中高层管理者与股东利益深度捆绑。

图 2：大冷股份股权结构图



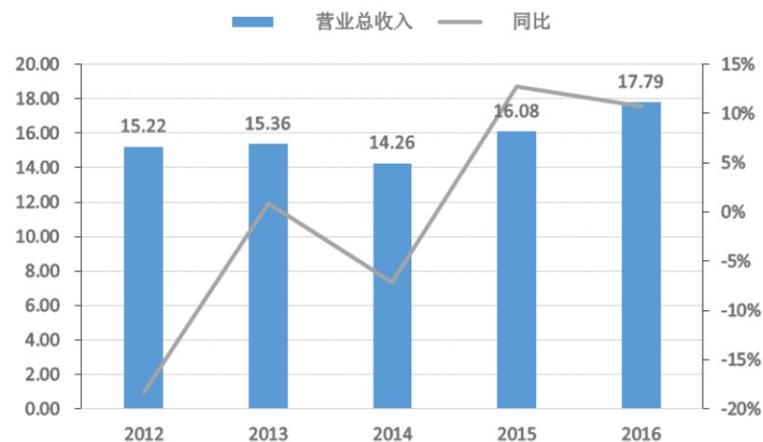
资料来源：公司年报、信达证券研发中心整理

业绩提升，还看今朝

2014 年以来，大冷股份业绩持续改善。2015 年公司营业收入为 16.08 亿元，同比增长 12.75%；归属于母公司净利润为 1.30 亿元，同比增长 12.51%；2016 年，大冷股份实现营业收入 17.79 亿元，同比增长 10.70%；归属于母公司净利润为 1.79 亿，同比增长 37.47%。我们认为公司积极开拓新市场，布局全产业链，降低费用开支是公司业绩增长的主要原因（三项费率由 2014 年的 21.25% 下降至 2016 年的 16.13%）。联营合营企业对公司盈利贡献较大，2016 年公司联营合营企业经营收益占利润总额的 75.58%。2016 年大冷股份毛利率为 18.03%，相对同行业竞争者较低，我们认为主要原因是公司全产业链的布局致

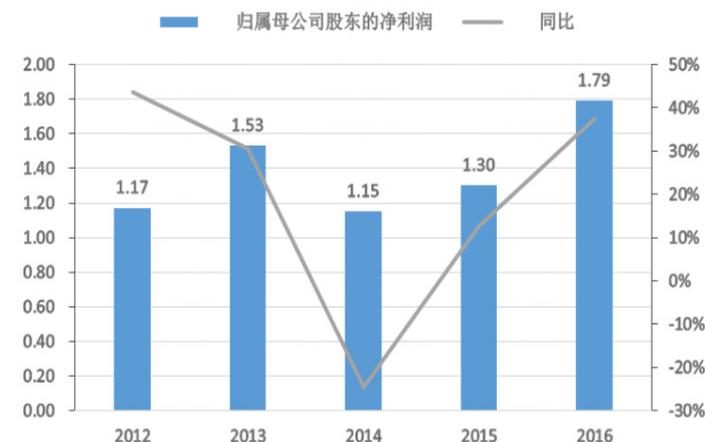
使盈利能力较低环节摊薄了公司整体的毛利率以及前期经营效率相对低下、研发投入少导致高端产品竞争优势尚未完全凸显。考虑到公司布局高附加值的食品消费冷冻冷藏市场以及生物医疗冷链行业，研发投入逐渐增加，技术持续创新，新产品竞争实力逐步增强，我们认为未来公司毛利率有很大改善空间。

图 3: 大冷股份营业收入及同比增长情况 (单位: 亿元)



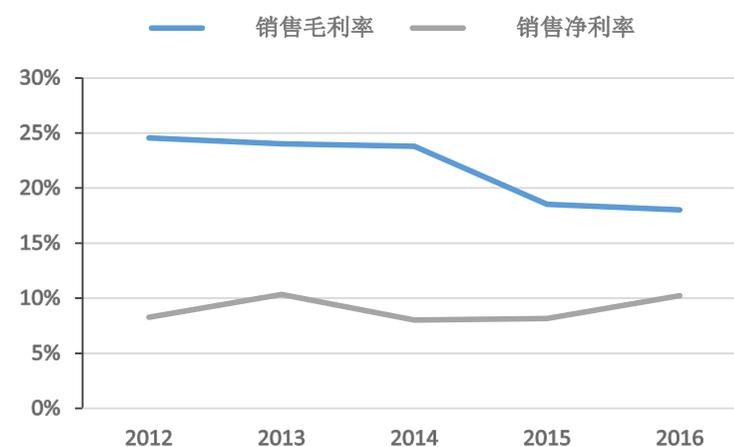
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 大冷股份归属母公司净利润及同比增长情况 (单位: 亿元)



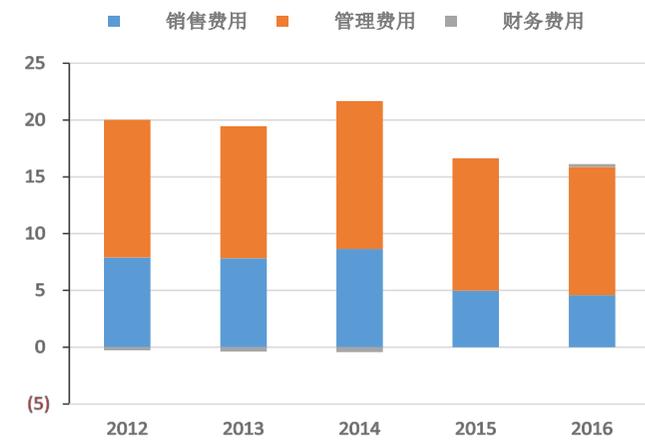
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 大冷股份毛利率与净利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 大冷股份三项费用率变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

冷链物流行业：消费升级持续深化，行业边际逐步扩张

什么是冷链物流

冷链物流(Cold Chain Logistics)泛指冷藏冷冻类食品在生产、贮藏运输、销售，到消费前的各个环节中始终处于规定的低温环境下，以保证食品质量，减少食品损耗的一项系统工程。它是随着科学技术的进步、制冷技术的发展而建立起来的，是以冷冻工艺学为基础、以制冷技术为手段的低温物流过程。

需要冷链物流运输的商品主要包括生鲜产品（果蔬、水产品、肉制品、蛋奶）、加工食品以及药品等，生鲜产品占整个冷链物流的比重大，根据《中国冷链物流发展报告 2014》显示，生鲜产品物流潜在流通额为 3.05 万亿元，约占食品总体潜在流通总额的 93%；加工食品以及药品等商品由于体积原因，占冷链物流额总量比重小。整个物流环节需要保持的温度一般在-2℃到 18℃之间，大部分在 0~10℃之间，需要全程低温运输。相对于常温物流行业，冷链物流行业要求更高、难度更大，不但要保证时效性，还需要冷链各环节具有更高的组织协调性，需要庞大的冷藏设备、冷链运输设备，各个环节衔接紧密，冷链物流行业对制冷设备基础设施要求高，是一个与耗能成本高度相关的行业。

表 1: 冷链产品分类

冷链产品分类	适用温度	产品附加值	目前物流状况
医药行业	2-8℃		
餐饮连锁	0-5℃	消费、服务行业，高附加值	外包第三方
快速消费品	0-15℃		
乳制品	2-5℃	工业制品，中附加值	
冻米面	-18℃		竞争激烈
禽肉、水产	-2~-18℃	食材低，附加值	
果蔬、农产品	0-5℃	农产品批发，低附加值	社会运输

资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心整理

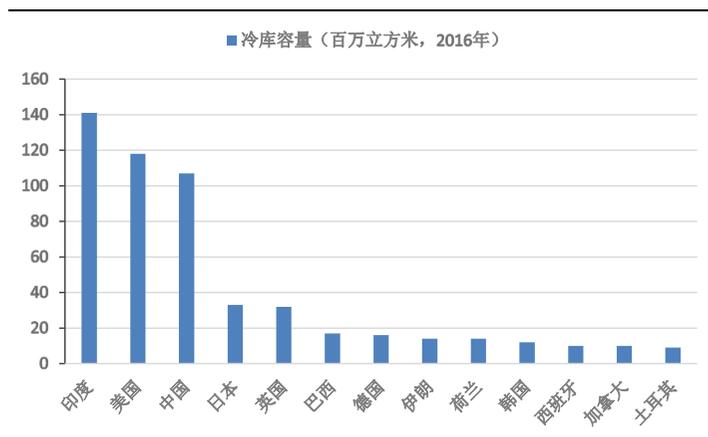
冷链物流在我国处于发展初期

尽管冷链在我国已有多年的发展历史，但受限于我国整体的发展水平，冷链物流在我国仍处于发展的初期阶段。主要体现在以下几点：

1.首先是整体发展水平较为落后，冷链设施的数量较发达国家差距较大。在冷链行业的制冷设备中，冷藏车和冷库是关键设施之一，根据《制冷快报》数据，2015 年我国冷藏车年产量为 2.3 万辆，相对于日本年产约 3 万辆，美国年产约 5 万辆还有较大的差距。从冷库容量上看，根据全球冷链联盟数据，截止到 2016 年底，我国冷库总容量 1.07 亿立方米，较 2014 年增长 21%，位列全球第三；人均冷库容量为 0.078 立方米，远不及荷兰（0.958 立方米）、美国（0.44 立方米）、新西兰（0.44 立

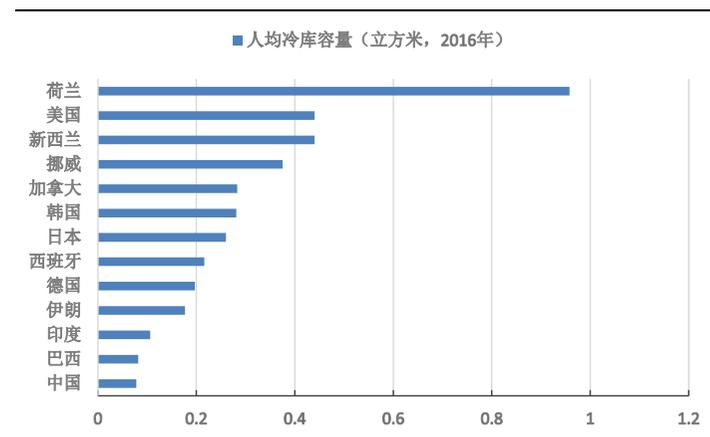
方米)、挪威(0.375立方米)等国家,甚至低于印度(0.106立方米)。

图 7: 2016 年世界各国冷库容量排名



资料来源: 全球冷链联盟 (GCCA), 信达证券研发中心

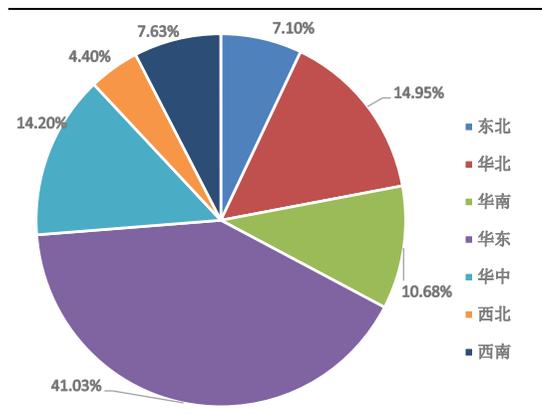
图 8: 2016 年世界各国人均冷库容量



资料来源: 全球冷链联盟 (GCCA), 信达证券研发中心

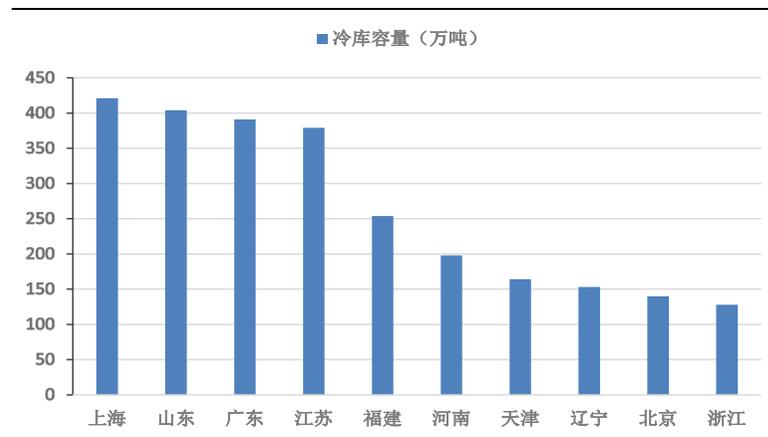
2. 其次是我国的冷链设施区域发展不均衡。根据中冷联盟数据,按区域划分,我国华东区冷库容积占全国的 41.3%、华北与华中分别占 14.95%和 14.20%,远高于西北和东北区域。2016 年我国各省市自治区冷库容量超过 200 万吨的仅有上海、山东、广东、江苏和福建五省,宁夏、广西、贵州、云南、四川等省份冷库容量不足 30 万吨。

图 9: 我国各区域冷库分布 (2016)



资料来源: 中冷联盟, 信达证券研发中心

图 10: 我国各省冷库容量排名 (2016)



资料来源: 中冷联盟, 信达证券研发中心

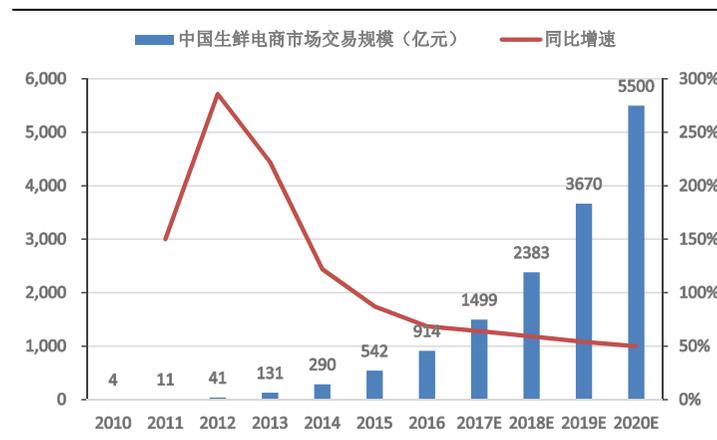
3.横向比较，我国冷链流通率与冷库冷藏率仍处于较低水平。根据中冷联盟数据，2015年，我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别为10%、15%和23%，由于没有很好的冷藏条件，食物产后损失严重，果蔬、肉类、水产品流通损失率分别达到30%、12%、15%，每年农产品流通过程中的损耗逾千亿元。根据全球冷链联盟（GCCA）数据，发达国家的食品和鲜活农产品冷藏运输率为80-90%，美国鲜活农产品损耗率仅为2-3%，其他发达国家也仅有5%左右。由此可见，冷链物流的深化应用可以有效降低食物流通过程中的损耗，创造极高的经济效益。

消费升级深化，推动冷链物流行业边际扩张

近年来，伴随着我国居民生活水平的逐渐提升，消费升级的持续深化，冷链设备制造商也逐步由传统的工业制冷更多的转向农产品、食品、医药等行业，冷链物流的行业边际逐步扩张。主要推动因素有以下两点：

1.生鲜电商蓬勃发展带动对冷链物流的强劲需求。近年来，我国生鲜电商迅速发展，根据易观咨询数据，2010年我国生鲜电商交易规模为4.2亿元，2013年达130.5亿元，到2016年增长到913.9亿元，2010-2016年CARG达145.25%。2015、2016年我国生鲜电商交易规模增速分别为87%、69%，我们假设增速伴随着规模的扩大而逐渐降低，到2020年增速降至50%，那么2020年我国生鲜电商交易量有望达到5500亿元。在生鲜电商产业链中，农民和大宗食品供应商共同构成产业链供应上游；生鲜电商起到中转站的传递作用，负责接收或挖掘消费者需求；冷库和冷链共同组成物流配送部分。在生鲜电商产业的整个运输、仓储环节，基础设施均需制冷设备，生鲜电商市场的增长势必会推升对制冷设备的需求。

图 11：我国生鲜电商市场交易规模（亿元）



资料来源：易观咨询，信达证券研发中心

图 12：我国生鲜电商产业链



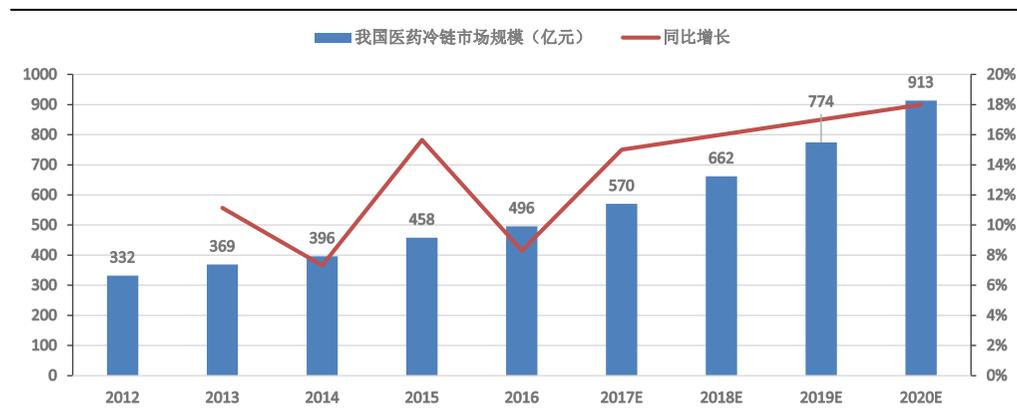
资料来源：艾媒网，信达证券研发中心

2. 事件驱动医药冷链行业标准逐步完善，市场空间有望加速增长。医药冷链作为物流业的一个分支，特指为满足人们疾病预防、诊断和治疗的目的而进行的冷藏药品实体从生产者到使用者之间的一项系统工程，包括其生产、运输、储存、使用等一系列环节。随着我国医药流通规模的不断增大，原本作为药品流通供应链补充的医药冷链的发展更加引人注目。

我国医疗冷链市场尚处于初步阶段。由于很多药品的运输对温度和时间条件要求极高，为保证药品效能，必须建立起一条完整的医疗冷链运输体系，由于前期我国并没有建立起十分完善的医疗冷链运输标准，所以“小、散、乱、弱”是目前的市场现状。2016年3月，山东非法疫苗案爆发，该案件所用的疫苗未经严格冷链存储运输便销往24个省市，导致所施用疫苗成分变质。这一案件引起了我国监管机构和社会各界对医疗冷链运输问题的高度关注。2016年9月9日国家食品药品监管总局发布《医疗器械冷链（运输、贮存）管理指南》，就冷链管理医疗器械所涉及的人员与设施设备、验证管理、出库与运输、应急管理各环节做出具体要求。我们预计伴随着政府就医疗冷链相关标准的逐步完善推进，我国医疗冷链市场会逐步规范，政策的催化会加速医疗冷链市场的发展，我国冷链物流行业有望再上新的台阶。

近年来，我国医药工业始终保持15%以上的增长速度，2016年全国医药工业的总产值超过3万亿元，其中药品的市场规模超过1万亿元。按照冷藏药品占医药流通企业药品总销售额的7%~8%计算，2016年全年我国需要冷链运输的药品市场规模达700亿~800亿元。与之对应的是不断增长的医药冷链市场规模，根据博思数据统计，2012我国医药冷链市场规模为332亿元，到2016年增至496亿元，复合增长率为10.56%。我们认为，伴随着我国医药行业的持续增长、需要冷链储运的部分高端药品不断提升以及行业标准的逐步完善，未来几年，我国医药冷链市场增速将会逐渐提升，如果2017-2020年我国医药冷链市场规模增速逐步上升，到2020年增速上升至18%，则2020年我国医药冷链市场规模有望达到913亿元。

图 13：我国医药冷链市场规模（亿元）



资料来源：易观咨询，信达证券研发中心

政策端发力，助力冷链物流行业快速发展

目前，我国中央各部门和各地方政府先后出台了多项政策支持我国冷链物流事业的发展，涵盖了从冷链物流发展的总体规划到支持冷库建设用地、用电等的税收优惠政策。

表 2：国家政策鼎力支持冷链物流行业

时间	发文单位	文件名称	政策
2014.06	国务院	物流业发展中长期规划（2014—2020年）	加强鲜活农产品冷链物流设施建设，支持“南菜北运”和大宗鲜活农产品产地预冷、初加工、冷藏保鲜、冷链运输等设施设备建设，提升批发市场等重要节点冷链设施水平，完善冷链物流网络。
2014.12	发改委、财政部等十部门	关于进一步促进冷链物流运输物流企业健康发展的指导意见	一、大力提升冷链运输规模化、集约化水平；二、加强冷链物流基础设施建设；三、完善冷链物流运输物流标准化体系；四、积极推进冷链物流运输信息化建设；五、大力发展共同配送等先进的配送组织模式；六、优化城市配送车辆通行管理措施；七、加大财税等政策支持力度。
2015.04	12届全国人大常委会	《食品安全法》新版	贮存、运输和装卸食品的容器、工具和设备应当安全、无害，保持清洁，防止食品污染，并符合保证食品安全所需的温度、湿度等特殊要求，不得将食品与有毒、有害物品一同贮存、运输。
2015.10	商务部	关于促进仓储业转型升级的指导意见	加大冷库改造和建设力度
2016.09	发改委	物流业降本增效专项行动方案（2016—2018年）	加快制修订冷链物流、绿色物流等方面标准；加大对农产品冷链物流设施和农产品批发市场建设的支持力度。
2017.02	国务院	“十三五”国家食品安全规划	加强冷链物流基础设施建设，提升冷链物流管理标准和管理水平。研究和开发高效、环保、精准冷链装备，研究氨制冷系统安全技术，研究基于信息技术的绿色冷链物流系统优化技术。
2017.04	国务院	国务院办公厅关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见	到2020年，基本建立“全程温控、标准健全、绿色安全、应用广泛”的冷链物流服务体系，培育一批具有核心竞争力、综合服务能力强的冷链物流企业，冷链物流信息化、标准化水平大幅提升，普遍实现冷链服务全程可视、可追溯，生鲜农产品和易腐食品冷链流通率、冷藏运输率显著提高，腐损率明显降低，食品质量安全得到有效保障。

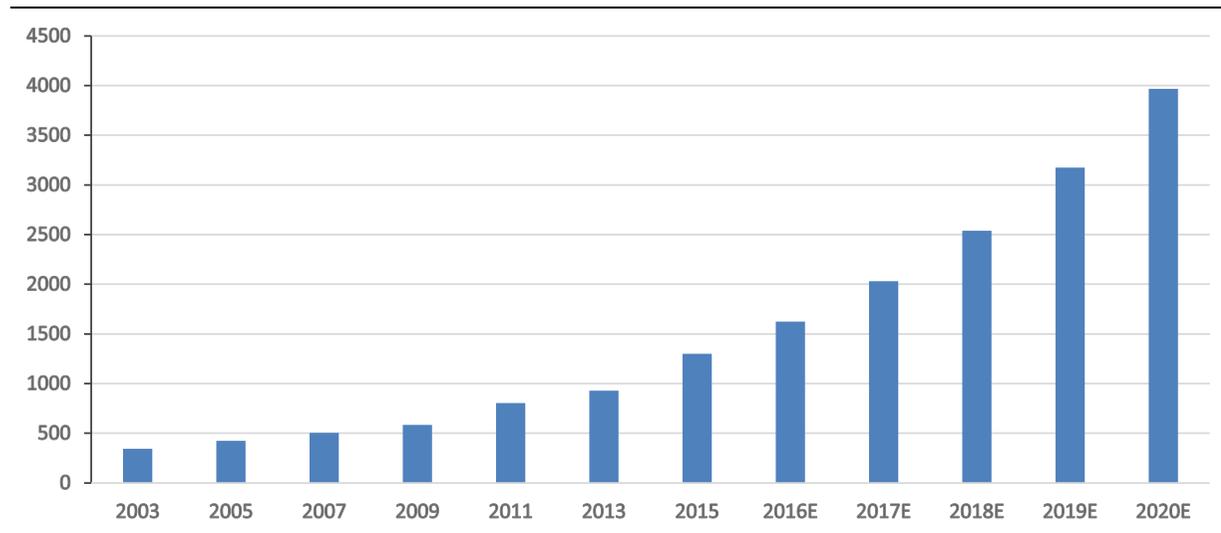
资料来源：信达证券研发中心整理

2020年，我国冷链物流市场规模有望达到2015年的三倍

在我国消费升级持续深化的大环境下，我们判断我国冷链物流行业的市场规模有望实现持续的快速增长。根据罗兰贝格数据，2003年我国冷链物流市场规模为343亿元，到2013年增至928亿元，2003-2013复合增长率为9.47%；到2015年我国冷链物流行业的市场规模达1300亿元，2013-2015年化增速为18.36%，增速快速提升。我们认为，在网络购物的深化普及、生鲜电商交易规模的不断上升、零售商超中生鲜产品比重的提升、农产品冷链流通率与冷库冷藏率的快速提高、医用冷链物

流行业的逐渐规范等进程的推动下,2016-2020年我国冷链物流市场增速有望进一步提升。如果2016-2020年CARG为25%,则2020年市场规模有望达3967亿元。

图 14: 我国冷链物流市场规模测算(单位: 亿元)



资料来源: 罗兰贝格, 信达证券研发中心

大冷股份：领跑制冷设备行业的龙头白马

冷链物流行业快速发展带来对制冷设备的强劲需求

冷链物流业是专业制冷设备与物流业的结合。整个过程由一个信息处理中心调度指挥,商品经由带冷藏功能交通工具运输,于冷库仓储中转,最终通过终端零售商出售或者物流分配处直接由快递人员送到指定地点。由于商品对温度条件和时效要求高,建立一个完整的物流冷链需要强大信息处理能力、流畅的物流渠道以及全过程低温条件,其中保证全程适宜的温度条件以及中转过程无缝对接是冷链物流业的关键之处。

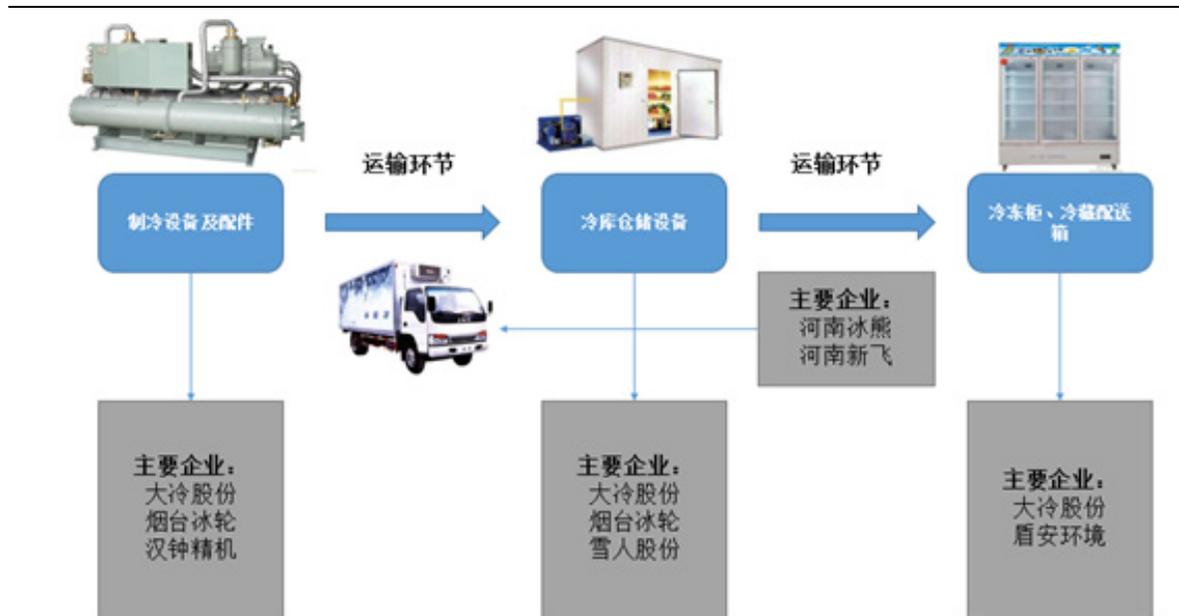
完善的制冷设施是冷链物流产业发展的前提条件,整体制冷设备具体包括核心制冷装置、仓储设备、运输设备三部分组成。整体制冷设备包括制冷机、冷凝器、蒸发器和节流阀等,仓储设备大型中转站主要配备低温冷库,销售终端主要有小型的冷藏展示柜、便携保温箱等,运输设备包括冷藏车、冷藏集装箱、冷藏船等。

图 15: 冷链行业中的制冷设备


资料来源: 信达证券研发中心整理

冷链运输环节包括产品冷处理、冷藏运输、冷库储存、以及最终运输到消费者。我国主要制冷设备生产商包括汉钟精机、大冷股份和烟台冰轮三家企业。汉钟精机主营螺杆压缩机的制造以及相关冷配件的销售；大冷股份和烟台冰轮是我国制冷设备行业的两大龙头，他们的主营业务包括制冷机及相关配件的制造、销售，冷冻冷藏冷库的项目建造等，在大型冷冻冷藏项目的制造中，国内基本处于二者双寡头的局面；大冷股份还涉及制冷行业下游的冷链消费端，涉及消费展示柜、药品冷藏柜、自动售货机等相关业务。

图 16: 冷链运输关键环节及主要上市企业



资料来源：信达证券研发中心

制冷机是整套制冷设备的核心，也是大冷股份目前的主要产品。制冷机就制冷方式可分为压缩式制冷机、吸收式制冷机、蒸汽喷射式制冷机和半导体制冷。其中蒸汽压缩式制冷机（活塞式、螺杆式、离心式）、吸收式制冷机和蒸汽喷射式制冷机应用较为广泛。

表 3：压缩式制冷机的分类和特点

种类	特点
螺杆式制冷机	在大中型制冷量范围内应用越来越广泛，它具有结构简单、易损件少、使用寿命长、单级压缩比高的特性。
活塞式制冷机	技术发展比较成熟，效率高，使用温度范围广，可制成大中小型各种规格产品，是各种制冷机中应用最广的机种。
离心式制冷机	具有结构紧凑，单机制冷量大，可进行能量调节等特点。

资料来源：信达证券研发中心整理

目前应用最广泛的压缩制冷机可分为螺杆式制冷机、活塞式制冷机和离心式制冷机。主要生产厂商包括大冷股份、烟台冰轮

和汉钟精机，相比于其他两家企业，大冷股份产品丰富，旗下子公司与联营公司众多，与国际知名企业充分合作，业务涉及制冷设备全产业链，拥有更为丰富的制冷设备制造经验。

图 17：螺杆式制冷机、活塞式制冷机、离心式制冷机



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

大冷股份：纯正的制冷设备标的

大冷股份作为一家专业制冷的企业，公司 98% 的业务都与制冷相关。自 2014 年起，新上任的管理层通过不断资源整合，逐步完善了大冷股份冷热产业链的布局。通过彻底的业务结构革新，成功将公司打造成集工程平台、服务平台和投资平台为一体的制冷解决方案供应商。拥有工业制冷、农产品深加工和中央空调三大类产品，专业提供新技术、冷冻冷藏、物流式冷库工程、工业冷冻和空调工程五大事业领域，可以为客户提供全方位的解决方案。

表 4：大冷股份五大事业领域

事业领域	具体方案
新技术应用	液态奶工艺冷却、室内滑雪场等
冷冻冷藏	冷冻冷藏解决方案
物流式冷库工程	组合式冷库、物流冷库、气调冷库
工业冷冻	工业冷冻解决方案
空调工程	建筑空调、低温空调

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

表 5: 大冷股份主要制冷产品

种类	产品	具体型号
工业制冷	VLG 螺杆系列产品	VLGA/F 系列螺杆压缩机组、LNVLGF 系列螺杆冷凝机组、YSVLGF 系列螺杆盐水机组、LSVLGF 系列螺杆冷水机组、GZVLG 容积比可调螺杆压缩机组
	LG 螺杆系列产品	JZLG 螺杆压缩机组、YCLG 螺杆乙二醇机组、YSLG 螺杆盐水机组、JZKA50 螺杆制冷压缩机组、JZKA31.5 螺杆制冷压缩机组
	单机双级螺杆压缩机组	单机双级螺杆压缩机组
	系列活塞式压缩机组	170Y 系列活塞式压缩机、125Y 系列活塞式压缩机、100C 系列活塞式压缩机、100 系列活塞式压缩机
	制冷大型撬块装置	螺杆大型撬块装置
	CO2/NH3 复叠低温机组及系统	CO2/NH3 复叠低温机组及系统
	二氧化碳丙烷等螺杆机组	二氧化碳螺杆机组、丙烷螺杆机组
	石化专用螺杆压缩机组	石化专用螺杆压缩机组
	冷藏柜	BODY 冷藏柜
	辅机产品	分离器、冷凝器等
中央空调	螺杆、活塞冷水机组	LSVLGF 系列螺杆冷水机组、半封闭螺杆机组 等
	大型水源热泵机组	区域供热\供冷用大型热泵\冷水机组
	商用舒适性中央空调	商用舒适性中央空调
	其他	冰蓄冷中央空调、溴化锂中央空调、空气处理机、冷却塔等

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

改进、提升, 大冷股份焕然一新

建设三大平台, 整合资本资源

2014 年大冷股份新任管理层上任以来, 致力于完善平台建设, 不断整合资本资源, 并购和增资多家子公司与联营企业, 逐步打造了一条渠道完整、部门齐全的产业链; 大冷股份通过三年的努力, 依托自身的优势, 优化布局, 逐步建立了以工程平台、投资平台和服务平台为架构的商业模式。

工程平台: 大连冰山集团工程公司。冰山工程资质优良, 拥有机电一级承包资质和二级总承包资质; 通过创新营销业务模式, 整合大冷股份与武汉新世界冷冻机 (2015 年 6 月收购) 的全部销售团队, 完全负责大冷股份武新制冷的采购与销售工作, 销

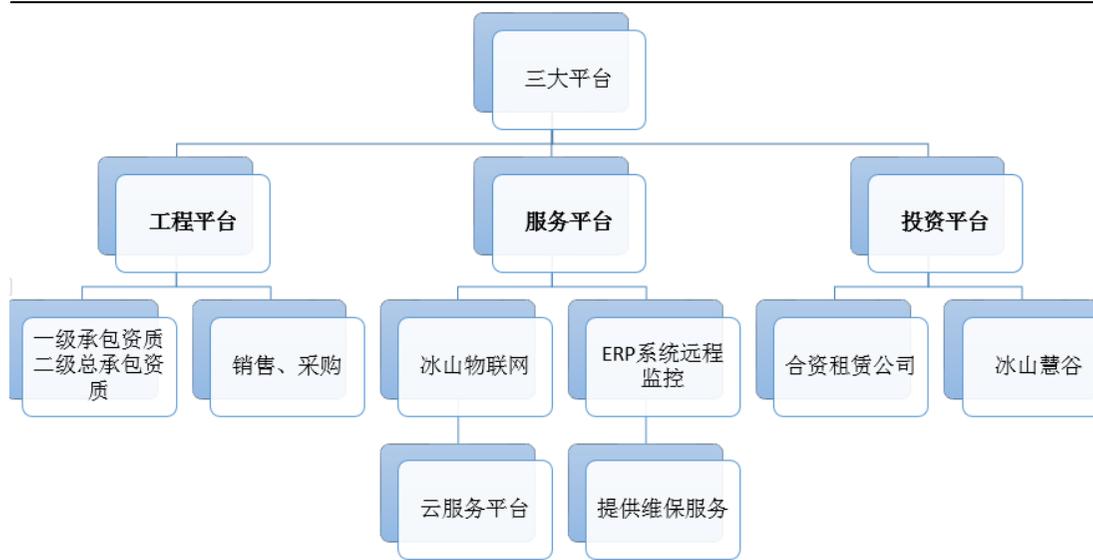
售费用下降明显；平台拓展的 CO₂ 制冷系统市场订单数量大幅增长。

服务平台：冰山技术服务（大连）有限公司。该平台采用 ERP 系统，可远程监控大量用户；通过建立冰山物联网，打造“互联网+”服务云平台，大幅提高业绩，2015 年实现零件销售业绩 1 亿元。目前冰山远程服务客户突破 100 家，4S 服务用户达到数百家；公司配件销售三年翻一番，维修保养服务三年增长近十倍，并在行业内第一个推出“机房托管”模式。

投资平台：大连冰山集团管理咨询有限公司。大冷股份投资平台于 2016 年 11 月由大冷股份与冰山集团共同投资设立，注册资本为 1 亿元，大冷股份占股比为 49%，冰山集团占股比为 51%。该平台主要从事项目投资、投资管理和经济信息咨询等相关业务，与国外先进企业、政府相关部门在探索培育新事业方面进行深度合作并初见成效：与东京盛世利株式会社共同投资兴建了合资融资租赁公司，开展冷热产业链融资。此外，大冷股份与浙江南方建筑设计有限公司合作，在大连市内老厂区的旧址上共同投资兴建冰山慧谷，对接搬迁后土地利用培育孵化新事业，目前已处于招商阶段，结合公司自身的业务优势打造室内冰上运动中心；结合公司的股东和技术优势打造松下智能制造展示中心；结合公司旧址的地理位置优势（毗邻大连市中心医院和大连市妇产医院）打造全市最高端的月子中心。

我们认为大冷股份对三方平台资源的整合，有效降低了管理费用，提高了管理和经营效率，有助于公司打造高端产品，拓宽事业领域，全方位升级智能制造水平。

图 18：大冷股份三大平台



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

集团转型投资平台，优质资产逐步注入大冷

除了建立三大平台外，冰山集团正通过大冷股份逐步实现集团优质资产证券化。根据公司规划，冰山集团将逐步转型成为战略投资平台，集团本身将不再直接投资实体项目，未来将主要通过大冷股份及新投资平台公司直接投资。公司表示，冰山集团目前所直接持有的与冷热产业相关的股权，将在条件成熟时择机分批注入大冷股份，完善大冷股份的冷热产业链条。此外，冰山集团还将通过新投资平台公司，探索培育新事业，为大冷股份提供未来成长的动力。

基于上述战略布局，2017年一季度，公司启动了对冰山集团优质股权的首批收购，2017年4月，大冷股份分别以1.73亿元和5615万元完成受让冰山集团所持有的大连冰山金属技术有限公司49%股权以及大连冰山国际贸易有限公司76%股权。

- 冰山金属成立于2004年，主要从事高档建筑五金件、水暖器材及五金件生产，完成受让交割后大冷股份持股49%，外方股东唯特利持股51%。2016年冰山金属总资产3.53亿元，资产负债率仅22.51%；实现营业收入3.59亿元，归属母公司净利润6629万元，净利率达18.45%；
- 冰山国贸成立于2001年，主要从事货物、技术进出口，国内一般贸易、机电设备安装，完成受让交割后大冷股份持股100%。2016年冰山国贸总资产1.60亿元，资产负债率为56.23%；实现营业收入2.72亿元，归属母公司净利润474万元。

公司预计，收购的以上两公司股权有望于2017年为大冷股份增加营收逾1亿元，增加投资收益逾3000万元。我们认为大冷股份作为冰山集团旗下唯一的上市平台，有望在优质资产逐步注入的进程中实现快速的外延式发展。

新厂区投入使用，全方位升级智能制造

2015年6月，大冷股份完成定向增发，募集资金5.8亿元，用于公司厂区搬迁改造项目。2017年3月，公司完成机构、设施、人员的搬迁，新厂区正式投入使用。大冷股份新厂区位于东北地区第一个国家级新区大连金普新区，根据公司披露信息，新厂区为智能化工厂，整体运营效率相比于传统工厂可提升15%，制造成本降低5%，管理费用降低8%，新工厂通过螺杆膨胀机发电、地源热泵供暖、蓄冰空调供冷，整体实现能源绿色化。此外，新厂区通过购置新的智能化生产线，可对85%的产品实现定制化生产。2017年6月26日，李克强总理视察大冷股份新厂区时，高度评价了公司的新机制与生产制造能力。我们认为大冷股份新厂区的投入使用，可提升公司设计研发能力和工艺技术水平，推动设计、生产、管理、服务等制造活动各个环节智能化、绿色化，促进信息化与工业化的深度融合，升级产品向中高端市场迈进。

携手联营企业，深度布局冷热事业全产业链

近年来，大冷股份联营企业以投资净收益的方式贡献了公司大部分的利润。2016年4月22日，大冷股份将旗下唯一的合营公司——大连冰山保安休闲产业工程有限公司50%股权转让给大冷股份全资子公司大连冰山集团工程有限公司，至此，大冷股份不再拥有合营企业，旗下共拥有联营企业15家，主营业务涵盖各类压缩机、自动售货机、车用空调、冷库板材、超市及医疗冷藏陈列设施、制冷设备用电子控制面板等领域，全部围绕建设大冷股份冷热事业全产业链。

表 6: 大冷股份联营/合营企业利润占比

	2012	2013	2014	2015	2016
投资净收益	0.68	0.89	1.04	1.29	1.74
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.91	0.9	1.01	1.26	1.30
营业利润	1.16	1.32	1.09	1.30	1.72
联营/合营企业占营业利润比重	78.45%	68.18%	92.66%	96.92%	75.58%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2016年全年，大冷股份对联营企业与合营企业的投资净收益为1.30亿元，15家联营公司中松下压缩机（大连）、富士冰山自动售货机、京滨大洋冷暖工业和江苏晶雪节能四家公司利润贡献率占比达90.87%。

表 7: 大冷股份联营公司概况

联营公司名称	持股比例	主营业务	2016年投资净收益（元）
1 松下压缩机（大连）有限公司	40%	半封闭活塞、涡轮压缩机生产销售	58,511,025.07
2 大连富士冰山自动售货机有限公司	49%	自动售货机生产	25,523,542.13
3 京滨大洋冷暖工业（大连）有限公司	20%	车用空调系统及零部件生产	18,545,378.50
4 江苏晶雪节能科技股份有限公司	29.21%	冷库建设板材生产销售	15,648,082.81
5 松下冷链（大连）有限公司	40%	超市及医疗冷藏陈列设备制造销售	9,967,711.38
6 大连富士冰山自动售货机销售有限公司	49%	自动售货机销售及维修	4,913,591.03
7 松下制冷（大连）有限公司	40%	原三洋制冷，1993年通过上市募资成立	3,399,533.51
8 松下冷机系统（大连）有限公司	20%	氟制冷系统方案设计及销售安装	2,400,297.51
9 大连本庄化学有限公司	30%	1993年通过上市募集资金设立	1,441,499.53
10 大连冰山国际贸易有限公司	2017年已全资控股	冰山集团产品外销和境外市场开拓	1,137,313.10
11 大连新华电子科技有限公司	2017年已全资控股	电子控制配套件生产销售	272,256.45
12 武汉蓝宁能源科技有限公司			125,158.72
13 武汉斯卡夫动力控制设备有限公司	36%		-1,043,630.99

14	北京华商冰山制冷空调成套设备有限公司	49%		-1,167,183.71
15	菱重冰山制冷（大连）有限公司	45%	2013 年与三菱重工合资设立，大冷出资 3600 万元	-9,257,540.79

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心整理

松下压缩机

松下压缩机（大连）有限公司是由大冷股份和日本松下集团三洋电机株式会社按 40%、60% 的比例共同出资设立的合资企业。注册资本 62 亿日元，投资总额 95 亿日元。公司自 1995 年成立以来销售收入持续增长，2016 年销售收入达 17.53 亿元，实现净利润 1.59 亿元，营收 CARG 达 26%。目前松下压缩机已经发展成为拥有两个工厂，一个博士后工作站，一个研发中心，员工总数 2500 人，占地面积 12.15 万平方米的集研发、设计、制造、销售、工程安装和技术服务于一体大型制冷、空调压缩机综合制造企业。

截止目前，松下压缩机共拥有 16 大系列千余种产品，包括商用制冷半封闭压缩机、商用空调用涡旋式压缩机、商用二氧化碳双转子压缩机、商用冷冻冷藏双级变频低温螺杆机组，以及搭载活塞式压缩机、转子式压缩机、涡旋式压缩机的各种规格的一体式、分体式、并联式冷凝机组。产品用于商用冷冻冷藏展示柜、冷冻冷藏保鲜库、大型低温加工间、综合物流中心以及分体空调、户式中央空调、热泵热水器、小型饮料柜、自动售货机、自动干衣机等一切国民经济相关的制冷空调领域。良好的产品质量使得公司产品远销 30 多个国家和地区。

图 19：松下压缩机部分产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2016年，松下压缩机成功开拓了轨道交通空调市场，持续扩大电动客车用卧式涡旋压缩机销售。卧式涡旋压缩机累计销售总量突破10万台，成为新的效益增长点。全新E系列涡旋压缩机研发完成并投入生产；在家用空调领域，正式由B系列产品向E系列产品转型升级。参与电动汽车用空调压缩机国家标准制定，荣获全国企业管理现代化创新成果二等奖。我们认为，松下压缩机是大冷股份冷热事业群中的核心联营公司之一，松下压缩机将伴随着冷链物流行业边界的快速扩张保持快速的增长。

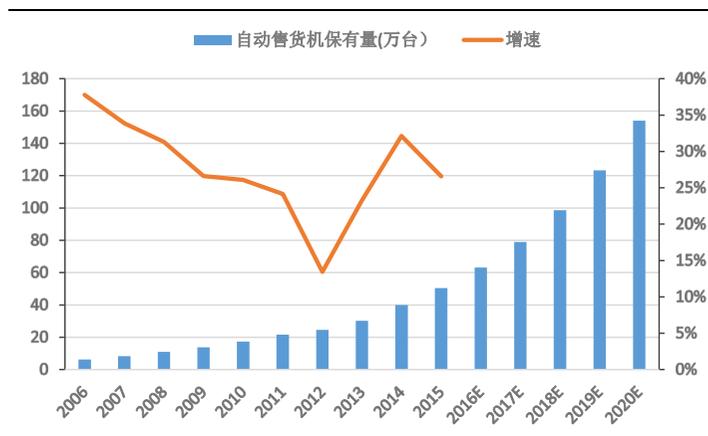
富士冰山

大连富士冰山自动售货机有限公司（简称“富士冰山”）是大冷股份和富士电机株式会社于2003年共同出资兴建的合资企业，主要从事自动售货机的开发、制造、销售、安装、维修及相关咨询和售后服务，大冷股份持有富士冰山49%股权。经过十余年的发展，富士冰山年销量突破3万台，累计销售自动售货机超过12万台，已全面实现产品智能化升级，标配非现金支付与远程控制系统功能。公司介绍，目前富士冰山是我国自动售货机行业的销量排名第一的企业。2016年富士冰山实现营业收入4.53亿元，净利润5209万元。

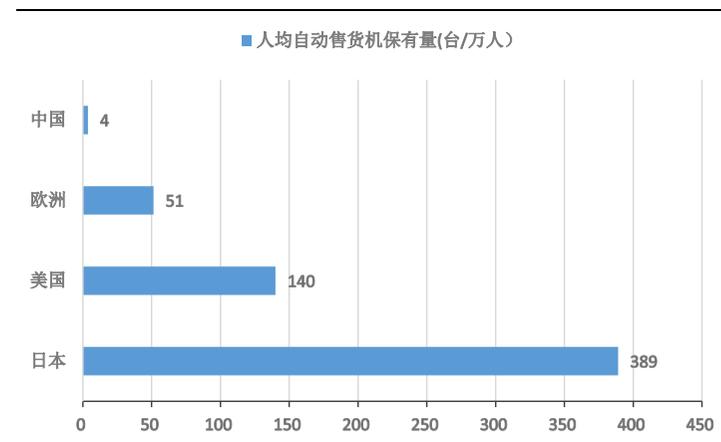
图 20：富士冰山部分产品


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

自动售货机是能根据投入的钱币自动付货的机器。自动售货机是商业自动化的常用设备，它不受时间、地点的限制，能节省人力、方便交易。是一种全新的商业零售形式，又被称为 24 小时营业的微型超市。常见的自动售货机分为三种：饮料自动售货机、食品自动售货机、综合自动售货机。自动售货机的优点包括科技含量高，全程自动化、24 小时服务、人工成本极低；售货范围广泛，此外伴随着显示技术的发展，自动售货机还成为了一种新颖独特的广告媒体。目前，我国自动售货机行业正处于高速成长期，2006 年我国自动售货机保有量为 6.2 万台，到 2015 年增长到 50.5 万台，CAGR 达 26.24%。然而，我国人均自动售货机保有量仍处于较低水平。日本是世界上自动售货机使用密度最高的国家，万人自动售货机保有量为 389 台；美国为 140 台；欧洲为 51 台；尽管近年来我国自动售货机实现了快速的增长，目前我国万人自动售货机保有量仅为 4 台。我们认为，伴随着我国移动支付的快速普及、劳动力成本的不断攀升，我国自动售货机市场将保持高增长势头。如果 2017-2020 年我国自动售货机保有量增速为 25%，2020 年我国自动售货机保有量有望达到 154 万台，按单台自动售货机均价 1.4 万元测算，2017-2020 年我国自动售货机市场空间有望合计达到 510 亿元。

图 21: 我国自动售货机保有量 (万台)


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

图 22: 各国人均自动售货机保有量 (台/万人)


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

2016 年 8 月 26 日, 大冷股份发布公告, 联合富士电机共同向富士冰山进行增资, 合计 22 亿日元, 增资后两股东持股比例不变。本次增资分两期认缴, 其中大冷股份一期增资需缴付 3.33 亿日元 (约 2212 万元人民币), 二期增资需缴付 7.45 亿日元 (约 4946 万元人民币), 此次增资使富士冰山年产量由前期的 5 万台提升至 10 万台, 并拥有世界领先的智能化柔性生产线, 产能及生产工艺水平进入全球前三行列。另外, 2016 年富士冰山开拓新 VIP 客户—娃哈哈, 饮料商客户群进一步壮大; 智能白酒自贩机完成开发, 打入白酒零售细分领域; 大型食品机和咖啡机开始小批量试作; 箱体焊接自动线投入使用, 箱体焊接效率提高 100%。我们认为, 富士冰山此次扩张产能, 有望充分分享自动售货机行业高增长的红利, 富士冰山作为大冷股份旗下重要的联营公司, 有望持续为大冷股份贡献可观业绩。

京滨大洋

京滨大洋冷暖工业 (大连) 有限公司是大冷股份与香港大洋有限公司及京滨冷暖工业株式会社投资 1500 万美元、专业生产各种车用空调系统及零部件的中外合资企业, 大冷股份持股 20%。2016 年京滨大洋实现营业收入 8.13 亿元, 净利润 9273 万元。京滨大洋主要产品为汽车用空调系统、蒸发器、冷凝器等关键零部件, 主要客户为上汽大众、一汽大众、广州本田、本田 (中国)、长安福特等国内知名汽车整车厂商。

图 23: 京滨大洋部分产品——蒸发器、冷凝器



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

2016 年, 京滨大洋在业绩持续增长的同时, 完成了 1 号生产线和 2 号生产线的整流化改造, 启动了零部件安装、压合、焊接、组装的全自动无人化改造项目, 产品质量得到了持续的改善。我们认为, 京滨大洋作为公司旗下汽车空调业务的重要联营公司, 技术先进, 市场空间广阔, 下游客户粘性较高, 京滨大洋有望持续为大冷股份贡献稳定、可观的现金流。

晶雪节能

江苏晶雪节能科技股份有限公司 (简称“晶雪节能”), 是国内最大的冷藏库和节能厂房围护整体解决方案供应商, 产品广泛应用于冷链物流、超市、食品加工、生物医药、餐饮酒店、机场仓储、科研院校、工业厂房和建筑外墙等领域。目前, 晶雪节能已建成十万平米的生产基地和遍布全国的销售网络。2015 年 7 月 29 日, 大冷股份以 1.3 亿元收购晶雪节能 29.212% 的股权, 收购时 PE 估值仅为 8.9 倍。

自收购以来, 晶雪节能保持了快速发展的势头, 2016 年晶雪节能实现营业收入 5.02 亿元, 净利润 5677 万元, 同比增长 33.53%。2015 与 2016 年大冷股份合计获得晶雪节能投资收益 2737 万元, 相比于收购股权的 1.3 亿元, 年均投资回报率达 10.53%。值得关注的是, 2016 年 12 月 20 日, 大冷股份发布公告, 晶雪节能收到江苏证监局《关于确认辅导备案日期的通知》, 确认民生证券对晶雪节能进行首次公开发行股票辅导。我们认为, 晶雪节能作为国内最大的冷库板生产企业, 产品业务与大冷股份协同效应极强, 大冷股份整合晶雪节能有利于全方位布局公司冷热产业链, 有效整合晶雪节能的相关优质客户资源, 进一步提升公司市场占有率。此外, 晶雪节能有望登陆资本市场, 由于大冷股份收购时估值较低 (8.9 倍 PE), 目前 A 股冷链物流行业平均 PE 约为 30 倍, 晶雪节能上市后其自身价值有望得到资本市场的合理评估, 大冷股份有望直接获益。

运营优势+股权激励，公司发展动力十足

冰山集团无实控人，公司运营优势凸显

大冷股份的母公司冰山集团前两大股东大连市国资委和日本三洋电机株式会社均持有 26.6% 的股份，故冰山集团目前无法律意义上的实控人，公司决策可避免国资委复杂冗长的审批程序。目前，大冷股份与冰山集团董事长同为纪志坚先生，执行效率极高。2014 年，以董事长纪志坚为首的新一代管理层上台以来，已完成一次定向增发、两次股权激励、集团资产注入与数次子公司和联营公司的并购与增资，基于以上，因此我们认为大冷股份具有极强的运营优势。

股权激励到位，实现利益深度捆绑

冰山集团的第三大股东为大连中慧达制冷技术有限公司，持股比例为 20.2%。中慧达成立于 2008 年，为冰山集团混合所有制改革时，由集团及其关联公司当时的核心经营团队出资设立的有限责任公司，股东人数为 163 人。目前，管理层已通过中慧达持有冰山集团 20.2% 的股份，从而间接持有了大冷股份的股权。

此外，公司在 2015 年和 2016 年进行了两期的限制性股票期权激励计划。首次激励范围包括董事长和中高层管理人员以及核心员工 41 人；二期激励计划包括公司高管及核心员工共计 118 人，值得关注的是，中慧达的股东中有 93 人是两次股权激励的对象。二期股权激励计划的行权条件是相比于 2015 年，公司 2016-2018 年扣非后净利润分别增长 10%、30% 和 60%。

表 8：两次股权激励计划

时间	人数	行权条件
2015 年 3 月	41	相比于 2014 年 2015 年-2017 年收入分别增长 10%、20% 和 30% 相比于 2014 年 2015 年-2017 年利润分别增长 10%、25% 和 40%
2016 年 9 月	118	相比于 2015 年公司 2016-2018 年扣非后净利润分别增长 10%、30% 和 60%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们认为，通过中慧达与两次股权激励，大冷股份已经实现了非常充分的激励措施，实现了管理层和股东利益的深度捆绑。此外，相比于第一次股权激励计划而言，二期股权激励计划的行权业绩条件有了大幅提高，这也充分体现了公司管理层对公司未来发展的良好预期。

盈利预测、估值与投资评级

未来三年经营情况假设

制冷设备：制冷设备是大冷股份的绝对主业，目前大冷股份各类制冷设备技术在国内处于领先水平。我们认为，我国冷链物流行业快速发展是中长期的趋势，大冷股份作为制冷设备行业的龙头企业，有望在新管理层的带领下快速发展，分享行业高速增长盛宴。基于公司 2016 年制冷设备增速为 17.68%，2017 年新注入了冰山金属与冰山国贸，高毛利产品比重上升且目前订单充足，我们假设 2017 年至 2019 年制冷设备营业收入增速为 25%、20%和 18%，三年间毛利率稳定在 18.50%；

我们对大冷股份分业务收入预测如下表所示：

表 9：大冷股份主营业务收入预测

	2015 (A)	2016 (A)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
制冷设备					
营业收入 (亿元)	15.91	17.59	21.99	26.39	31.13
收入增速	13.16%	10.56%	25.00%	20.00%	18.00%
毛利率	18.29%	17.68%	18.50%	18.50%	18.50%
其他业务					
营业收入 (亿元)	0.17	0.20	0.24	0.27	0.31
收入增速	-15.00%	17.65%	18.00%	15.00%	13.00%
毛利率	41.18%	50.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们预计大冷股份 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 22.53 亿元、26.96 亿元和 31.75 亿元，归属母公司净利润分别为 2.32 亿元，2.83 亿元和 3.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元/股、0.33 元/股和 0.39 元/股。大冷股份同业可比公司如下表所示。

表 10：大冷股份可比公司列表

代码	上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2017(E)	2018(E)	2019(E)	2017(E)	2018(E)	2019(E)
000811.SZ	烟台冰轮	11.48	74.97	0.55	0.62	0.72	21	19	16
002454.SZ	松芝股份	12.56	53.00	0.74	0.88	1.04	17	14	12

002158.SZ	汉钟精机	19.15	101.57	0.38	0.45	0.53	51	43	36
002639.SZ	雪人股份	9.12	61.48	0.11	0.17	0.19	80	54	47
002418.SZ	康盛股份	8.11		0.31	0.49	0.70	-	-	-
603339.SH	四方冷链	25.04	52.65	0.70	0.82	0.97	36	30	26
	行业平均值						41	32	27
000530.sz	大冷股份	7.49	64.15	0.27	0.33	0.39	28	23	19

资料来源: wind 资讯, 注: 除大冷股份为信达证券研发中心预测外, 其余公司 EPS 与 PE 均取自 wind 一致预期, 股价取自 2017 年 7 月 11 日收盘价。

可比公司 2017 年 PE 估值平均值为 41 倍。按照 2017 年 07 月 11 日收盘价 7.49 元/股计算, 大冷股份 2017 年 PE 为 28 倍, 低于行业平均水平。考虑到冷链物流行业快速发展; 大冷股份行业龙头地位稳固; 股权激励到位、运营优势凸显; 集团资产有强烈注入预期, 首次覆盖我们给予大冷股份“买入”评级。

风险因素

1. 宏观经济放缓的风险;
2. 行业竞争加剧的风险;
3. 制冷设备下游需求不及预期的风险。

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,330.51	2,082.42	2,495.29	3,057.35	3,682.34
货币资金	244.79	679.72	840.97	1,073.70	1,360.70
应收票据	71.70	130.43	131.57	165.80	196.03
应收账款	671.42	759.05	928.27	1,124.25	1,322.16
预付账款	44.22	95.14	93.64	117.64	139.56
存货	259.10	323.86	406.62	481.75	569.67
其他	39.28	94.22	94.22	94.22	94.22
非流动资产	2,751.99	2,901.09	2,916.38	2,935.17	2,956.15
长期投资	1,220.37	1,309.74	1,309.74	1,309.74	1,309.74
固定资产	449.91	509.42	669.02	845.22	864.36
无形资产	158.42	154.71	155.89	157.68	157.58
其他	923.30	927.21	781.72	622.53	624.47
资产总计	4,082.50	4,983.51	5,411.67	5,992.52	6,638.49
流动负债	1,215.63	1,373.05	1,625.71	1,918.58	2,224.97
短期借款	82.60	45.00	45.00	45.00	45.00
应付账款	660.40	839.08	997.45	1,206.05	1,422.51
其他	472.63	488.97	583.27	667.52	757.46
非流动负债	153.01	293.08	293.08	293.08	293.08
长期借款	0.00	160.00	160.00	160.00	160.00
其他	153.01	133.08	133.08	133.08	133.08
负债合计	1,368.63	1,666.13	1,918.79	2,211.66	2,518.05
少数股东权益	66.26	69.59	73.87	79.09	85.25
归属母公司股东权益	2,647.61	3,247.80	3,419.00	3,701.77	4,035.19
负债和股东权益	4082.50	4983.51	5411.67	5992.52	6638.49

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,607.52	1,779.50	2,252.98	2,696.40	3,174.99
同比(%)	12.75%	10.70%	26.61%	19.68%	17.75%
归属母公司净利润	129.95	178.63	232.38	282.77	333.42
同比(%)	12.57%	37.47%	30.09%	21.68%	17.91%
毛利率(%)	18.52%	18.03%	18.53%	18.54%	18.54%
ROE(%)	5.63%	6.06%	6.97%	7.94%	8.62%
每股收益(元)	0.36	0.29	0.27	0.33	0.39
P/E	49	36	28	23	19
P/B	1.73	1.41	1.88	1.73	1.59
EV/EBITDA	14.95	19.90	22.57	18.81	16.17

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,607.52	1,779.50	2,252.98	2,696.40	3,174.99
营业成本	1,309.84	1,458.60	1,835.40	2,196.55	2,586.37
营业税金及附加	12.59	17.76	20.63	25.00	29.56
营业费用	80.10	81.56	115.11	133.17	157.30
管理费用	187.05	200.96	260.65	309.90	364.99
财务费用	0.13	4.60	-0.02	-1.95	-4.76
资产减值损失	17.12	17.65	24.12	28.24	33.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	128.91	173.74	235.93	280.07	330.75
营业利润	129.59	172.11	233.01	285.56	338.97
营业外收入	7.46	39.10	27.21	28.80	29.36
营业外支出	1.11	23.03	14.21	15.55	15.89
利润总额	135.95	188.18	246.02	298.82	352.43
所得税	4.73	6.25	9.35	10.83	12.85
净利润	131.22	181.93	236.67	287.99	339.58
少数股东损益	1.27	3.30	4.29	5.22	6.15
归属母公司净利润	129.95	178.63	232.38	282.77	333.42
EBITDA	185.94	240.59	293.35	351.96	409.42
EPS (摊薄)	0.15	0.21	0.27	0.33	0.39

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-50.57	-7.71	61.16	37.82	47.60
净利润	131.22	181.93	236.67	287.99	339.58
折旧摊销	44.44	46.87	39.30	45.12	48.96
财务费用	5.56	5.54	8.03	8.02	8.03
投资损失	-128.91	-173.74	-235.93	-280.07	-330.75
营运资金变动	-128.20	-115.76	-23.07	-64.70	-64.91
其它	25.33	47.45	36.16	41.47	46.69
投资活动现金流	-236.40	-264.41	169.29	202.93	247.43
资本支出	-60.40	-338.12	-66.64	-77.14	-83.32
长期投资	46.17	131.12	235.93	280.07	330.75
其他	-222.17	-57.40	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	33.30	706.29	-68.85	-7.67	-7.67
吸收投资	60.43	639.02	0.00	0.00	0.00
借款	22.50	110.90	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	61.88	42.47	68.85	7.67	7.67
现金净增加额	-253.83	434.02	161.24	232.73	287.00

研究团队简介

范海波，CFA，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

杜煜明，研究助理。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。