



整合初见成效 业绩持续改善

——大冷股份（000530）2017 半年报点评

2017 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
陈皓	联系人	
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446
龙海敏	联系人	
	longhm@dxzq.net.cn	010-66555481

事件:

公司发布 2017 半年度报告, 报告期内公司实现营业收入 10.02 亿元, 同比增长 20.64%; 归属于上市公司股东净利润 9826 万元, 同比增长 39.11%; 归属于上市公司股东扣非净利润 6996 万元, 同比增长 7.54%; EPS0.115 元, 同比增长 29.21%。

公司分季度财务指标

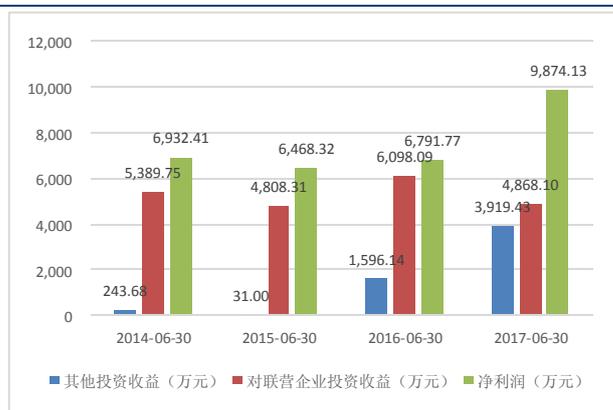
指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	411.26	400.59	430.28	420.21	528.41	474.82	527.56
增长率(%)	55.29%	1.69%	35.39%	-13.27%	28.49%	18.53%	22.61%
毛利率(%)	20.56%	16.71%	22.23%	13.45%	19.26%	15.17%	21.43%
期间费用率(%)	19.43%	16.56%	19.92%	14.55%	13.99%	14.16%	16.91%
营业利润率(%)	6.59%	6.83%	9.72%	6.77%	14.10%	7.40%	11.95%
净利润(百万元)	32.29	25.57	45.50	61.97	48.89	33.75	64.99
增长率(%)	80.01%	11.16%	09.15%	81.01%	51.40%	32.02%	42.84%
每股盈利(季度, 元)	0.08	0.07	0.08	0.10	0.08	0.05	0.08
资产负债率(%)	33.52%	35.73%	34.65%	33.55%	33.86%	33.00%	37.00%
净资产收益率(%)	1.19%	0.97%	1.44%	1.93%	1.45%	1.01%	1.92%
总资产收益率(%)	0.79%	0.62%	0.94%	1.28%	0.96%	0.68%	1.21%

观点:

- 报告期内, 公司受大连冰山保安休闲产业工程有限公司、大连三洋明华电子有限公司、大连冰山国际贸易有限公司并表影响, 营业收入大幅提升。2017H1综合产品毛利率18.47%与去年同期基本持平。期间费用率由2016H1的18.99%下降至2017H1的16.42%, 公司资产整合效应初见成效, 我们预计随着公司并表范围扩大以及后续加强统一管理, 公司毛利率和期间费用率仍有较大改善空间。
- 从公司净利润拆分结构来看, 报告期内公司实现净利润9874万元; 其他投资受益4868万元, 其中公司出售150万股国泰君安股票, 获得投资收益2747万元, 可供出售金融资产在持有期间的投资收益1146万元; 受大连冰山保安休闲产业工程有限公司、大连三洋明华电子有限公司、大连冰山国际贸易有限公司并表影响, 对联营企业投资收益由去年同期6098万元下降至4868万元。

图 1:公司营业收入、销售毛利率、期间费用率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2:公司净利润与投资收益


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 进一步拆分联营企业投资收益, 松下冷链报告期内实现投资收益359万元, 同比增长20%, 与冷链行业景气度上行相互印证, 未来依然有望保持较高增长; 松下压缩机实现投资收益1872万元, 同比下降39%, 受国家整顿电动客车市场及调低补贴冲击, 电动客车用卧式涡旋压缩机销量阶段性大幅萎缩, 再加上大宗原材料价格的较快上涨, 松下压缩机净利润同比出现较大下降符合预期, 随着下半年电动客车销量回升, 松下压缩机净利润有望触底反弹; 报告期内联营公司富士冰山实现投资收益1755万元, 相比去年小幅下滑。富士冰山报告期内全面实现产品智能化升级, 除饮料机外, 大型食品机、咖啡机、白酒机、盒饭机等新机种均完成开发, 并陆续开始量产。随着公司全球领先的自动售货机智能制造新工厂建成投产, 产能爬坡完毕后实现产能翻番, 富士冰山有望大幅增厚公司业绩。

表 1: 大冷股份今年投资收益

权益法下确认的投资收益 (万元)	2014H	2015H	2016H	207H
大连冰山保安休闲产业工程有限公司	24	-37	-31	并表
大连冰山国际贸易有限公司	97	130	99	并表
松下制冷 (大连) 有限公司	212	-310	-438	-593
大连本庄化学有限公司	76	23	76	44
松下冷链 (大连) 有限公司	326	297	300	359
京滨大洋冷暖工业 (大连) 有限公司	416	761	971	722
松下压缩机 (大连) 有限公司	3681	2944	3074	1872
大连三洋明华电子有限公司	62	-89	30	并表
菱重冰山制冷 (大连) 有限公司	-148	-231	-541	-120
北京华商冰山制冷空调成套设备有限公司	4	-51	-45	-24
大连富士冰山自动售货机有限公司	980	1241	1853	1755
常州晶雪冷冻设备有限公司	0	0	353	388
大连富士冰山自动售货机销售有限公司	0	111	399	66
三洋高效制冷系统有限公司	24	10	并表	并表
大连冰山金属技术有限公司				402
大连冰山集团管理咨询有限公司				-39
合计	5754	4799	6100	4871

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

投资建议与评级:

我们预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 21.57 亿元、26.02 亿元和 31.82 亿元, 每股收益分别为 0.28 元、0.34 元和 0.40 元, 对应 PE 分别为 27X、22X 和 19X, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

公司内部资产整合不及预期, 公司投资收益大幅下降导致业绩不及预期。

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1331	2082	2915	3654	4542	营业收入	1608	1779	2157	2602	3182
货币资金	245	680	1307	1602	1948	营业成本	1310	1459	1764	2132	2604
应收账款	671	759	828	1065	1294	营业税金及附加	13	18	19	23	29
其他应收款	23	53	64	77	95	营业费用	80	82	131	136	168
预付款项	44	95	137	193	266	管理费用	187	201	216	286	342
存货	259	324	417	466	588	财务费用	0	5	-4	-7	-9
其他流动资产	16	40	68	111	171	资产减值损失	17.12	17.65	17.98	17.58	17.74
非流动资产合计	2752	2901	2241	2126	2012	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1220	1310	1310	1310	1310	投资净收益	128.91	173.74	216.00	276.00	317.00
固定资产	449.91	509.42	731.98	632.89	533.79	营业利润	130	172	230	292	347
无形资产	158	155	139	124	108	营业外收入	7.46	39.10	25.86	24.14	29.70
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.11	23.03	3.00	9.05	11.69
资产总计	4082	4984	5156	5780	6554	利润总额	136	188	253	307	365
流动负债合计	1216	1373	1511	1826	2218	所得税	5	6	8	10	12
短期借款	83	45	0	0	0	净利润	131	182	244	297	353
应付账款	660	839	899	1119	1390	少数股东损益	1	3	5	6	7
预收款项	70	136	202	225	305	归属母公司净利润	130	179	239	291	346
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	326	372	340	399	452
非流动负债合计	153	293	213	284	379	BPS (元)	0.15	0.21	0.28	0.34	0.40
长期借款	0	160	213	284	379	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	1369	1666	1724	2111	2597	成长能力					
少数股东权益	66	70	75	81	87	营业收入增长	12.75%	10.70%	21.21%	20.63%	22.29%
实收资本(或股本)	360	612	856	856	856	营业利润增长	18.48%	32.81%	33.44%	26.98%	18.98%
资本公积	630	1023	582	582	582	归属于母公司净利润	33.80%	21.64%	33.80%	21.64%	19.10%
未分配利润	526	629	449	391	360	获利能力					
归属母公司股东权	2648	3248	3356	3589	3869	毛利率(%)	18.52%	18.03%	31.00%	34.00%	37.00%
负债和所有者权	4082	4984	5156	5780	6554	净利率(%)	8.16%	10.22%	11.32%	11.40%	11.09%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	9	4.91%	5.50%	7.12%	8.10%	8.95%	
经营活动现金流	-51	-8	59	16	9	偿债能力					
净利润	131	182	244	297	353	资产负债率(%)	34%	33%	33%	37%	40%
折旧摊销	196.75	195.18	0.00	114.56	114.56	流动比率	1.09	1.52	1.93	2.00	2.05
财务费用	0	5	-4	-7	-9	速动比率	0.88	1.28	1.65	1.75	1.78
应收账款减少	0	0	-69	-237	-229	营运能力					
预收帐款增加	0	0	66	22	81	总资产周转率	0.45	0.39	0.43	0.48	0.52
投资活动现金流	-236	-264	744	258	299	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.74	2.37	2.48	2.58	2.54
长期股权投资减少	0	0	546	0	0	每股指标(元)					
投资收益	129	174	216	276	317	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.21	0.28	0.34	0.40
筹资活动现金流	33	706	-175	20	38	每股净现金流(最新)	-0.70	0.71	0.73	0.34	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.35	5.31	3.92	4.19	4.52
长期借款增加	0	0	53	71	95	估值比率					
普通股增加	10	252	245	0	0	P/E	50.09	36.44	27.23	22.39	18.80
资本公积增加	48	392	-440	0	0	P/B	1.03	1.43	1.94	1.81	1.68
现金净增加额	-254	434	627	294	347	EV/EBITDA	7.89	11.23	10.52	13.02	10.93

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。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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。

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。

龙海敏

机械行业研究员，华中科技大学材料成型及控制工程学士，清华大学机械工程硕士，5 年项目运营及企业管理经验，2017 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。