

# 罐式集装箱强势增长，冷冻设备长期看好

## ——四方冷链（603339）深度报告

2017年10月19日

强烈推荐/首次

四方冷链 深度报告

### 报告摘要：

**下游回暖主业复苏，公司隐形冠军特质明显。**公司为国内领先的冷链设备和特种集装箱制造企业，2016年四季度以来，公司业务加速修复。多个季度预收账款维持历史高位，我们认为公司速冻设备和罐式集装箱业务增长进入快车道。公司具备可对标公司中最高的盈利能力和较强的成本控制能力，随着下游需求回暖和公司募投项目产能逐步扩张，公司长期增长空间有望打开。

#### 公司业绩加速修复，业绩高增长确定性强

公司2016年四季度以来业绩加速增长，近三季度营收增速分别为18.29%、33.38%、59.73%，归母净利润同比分别增长28.01%、43.02%、33.32%。公司2017年上半年预收账款已经达到2.1亿元，同比增长75.98%，上半年公司预收账款基本维持在历史最高水平。我们认为，欧美经济复苏带动海运市场回暖以及速冻设备回，公司业绩增长具备较强确定性。

#### 募投项目推进缓解产能瓶颈，助力公司长期成长

公司募投项目完全投产后，公司实现速冻设备620台、冷藏集装箱2,200台、罐式集装箱7,300台的年生产能力。公司还计划通过改造扩产进一步增加冷藏集装箱、其他冷冻设备、罐式集装箱的生产能力，新增其他冷冻设备年产值1亿元，提升罐式集装箱年产能至10,300台。随着国内精细化工加工行业的增长，以及罐式集装箱在安全和环保方面的突出优势，公司罐式集装箱业务未来空间巨大。募投项目的投产也将缓解公司罐式集装箱产能紧张现状。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司2017年-2019年实现营业收入分别为9.57亿元、11.98亿元和15.83亿元；归母净利润分别为1.60亿元、2.21亿元和2.66亿元；EPS分别为0.76元、1.05元和1.26元，对应PE分别为36.5X、26.5X和21.9X。给予公司6个月目标价37.8元，具有36%以上上涨空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**1、上游原材料价格大幅波动；2、全球贸易及海运市场增长不及预期；3、冷链设备行业下游需求不及预期。

### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	737.37	675.79	957.40	1,198.60	1,583.80
增长率(%)	-10.73%	-8.35%	41.67%	25.19%	32.14%
净利润(百万元)	125.71	124.44	160.56	221.36	266.84
增长率(%)	-8.95%	-1.01%	29.02%	37.87%	20.54%
净资产收益率(%)	17.56%	9.50%	11.18%	13.82%	14.82%
每股收益(元)	0.81	0.67	0.76	1.05	1.26
PE	34.31	41.48	36.55	26.51	21.98
PB	6.02	4.39	4.09	3.66	3.26

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

执业证书编号：

S1480517090003

### 研究助理：樊艳阳

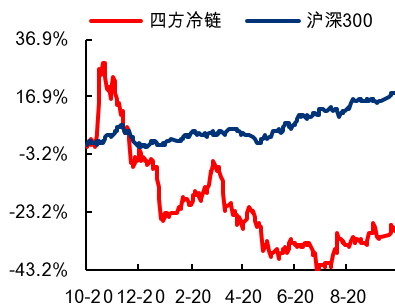
010-66554089

fanyanyang1990@126.com

### 交易数据

52周股价区间(元)	27.13-39.76
总市值(亿元)	57.04
流通市值(亿元)	15.41
总股本/流通A股(万股)	21025/5680
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.96

### 52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 国内领先的冷链装备和特种集装箱制造商 .....	4
1.1 深耕冷链装备及特种集装箱，一体两翼快速成长 .....	4
1.2 公司营业收入稳定增长，将持续受益天然气产业链发展 .....	6
1.3 公司盈利能力显著好于同行业对标公司，费用控制能力强 .....	8
2. 罐式集装箱国际需求强势复苏，国内市场起步在即 .....	9
2.1 罐式集装箱市场持续成长，国内市场空间开启在即 .....	9
2.2 国际航运市场强势复苏，罐式集装箱需求明显回暖 .....	12
2.3 罐式集装箱产能扩张助力公司市占率提升 .....	14
3. 消费升级助力冷链装备长期增长 .....	16
4. 盈利预测与投资评级 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 表格目录

表 1: 公司罐式集装箱扩产项目经济效益情况 .....	15
表 2: 四方冷链营业收入与盈利预测表 .....	19
表 3: 可比公司估值对照表 .....	19
表 4: 公司盈利预测表 .....	21

## 插图目录

图 1: 公司发展历程 .....	4
图 2: 公司主要股东及子公司 .....	4
图 3: 公司主要产品及下游行业（绿色为现有产品，蓝色为募投项目新增产品） .....	5
图 4: 公司螺旋系列冻结设备 .....	5
图 5: 公司 20 尺标准罐式集装箱 .....	5
图 6: 公司营业收入复苏明显（单位：万元，%） .....	6
图 7: 公司归母净利润增长反弹明显（单位：万元，%） .....	6
图 8: 公司分地区业务增长情况（单位：万元，%） .....	6
图 9: 公司分业务增长情况（单位：万元，%） .....	6
图 10: 公司单季度营业收入复苏明显（单位：万元，%） .....	7
图 11: 公司单季度净利润持续反弹（单位：万元，%） .....	7
图 12: 公司预收账款达到历史最高水平（单位：万元） .....	7
图 13: 公司预收账款占营业收入比重（单位：%） .....	7
图 14: 公司净资产收益率显著好于同行公司（单位：%） .....	8
图 15: 公司销售净利率远好于行业平均水平（单位：%） .....	8

图 16: 公司三项费用率明显低于同行业公司 (单位: %)	9
图 17: 公司罐式集装箱在海运、铁路和公路运输中的应用	10
图 18: 全球罐式集装箱增长迅猛 (单位: 个, %)	10
图 19: 罐式集装箱保有量持续增长 (单位: 个, %)	10
图 20: 世界前十大罐式集装箱运营商 (单位: 个)	11
图 21: 世界前十大罐式集装箱租赁商 (单位: 个)	11
图 22: 运营商是全球罐式集装箱使用者	12
图 23: 2016 年全球罐式集装箱生产商格局	12
图 24: BDI 指数近期持续复苏	13
图 25: 国内航运业景气指数及信心指数明显复苏	13
图 26: 近一年来进出口集装箱运价指数持续反弹	13
图 27: 欧美航线运价反弹力度较大	13
图 28: 罐式集装箱产量同比 (右轴) 与全球及主要地区商品贸易指数 (左轴) 波动基本一致	14
图 29: 罐式集装箱业务收入及增长情况 (单位: 万元)	15
图 30: 公司罐式集装箱毛利率不断提升 (单位: %)	15
图 31: 公司罐式集装箱产能利用率及产销率维持高位	15
图 32: 公司平板系列冻结设备示例	17
图 33: 公司隧道系列冻结设备示例	17
图 34: 速冻食品固定资产投资完成额增长迅猛	17
图 35: 公司冷冻设备收入及增长情况 (单位: 万元)	18
图 36: 公司冷冻设备毛利率提升明显 (单位: %)	18

## 1. 国内领先的冷链装备和特种集装箱制造商

### 1.1 深耕冷链装备及特种集装箱, 一体两翼快速成长

四方冷链前身为创建于1990年的南通冷冻设备有限公司, 2012年6月15日由南通冷冻设备有限公司整体变更设立, 是国内较早进入冷冻设备制造行业的企业之一。公司主营业务为冷链装备和特种集装箱的研发、生产和销售, 主营产品主要包括以速冻设备为主的冷冻设备和罐式集装箱, 公司产品广泛应用于农副产品、食品冷冻加工及化工、能源、食品饮料等物流领域。

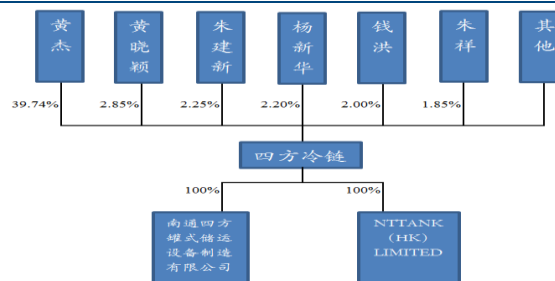
图 1: 公司发展历程

时间	事项	基本情况
1990年5月	设立县冷冻设备厂 (注册资金 19.30 万元)	企业性质为镇办集体企业。
1992年3月	第一次增资 (注册资金 46.60 万元)	企业性质为镇办集体企业。
1994年7月	改制及第二次增资 (注册资金 374.80 万元)	改制为股份合作制并增加注册资金, 改制并增资至374.80 万元, 其中集体股 303.65 万元, 职工股 71.15 万元。
2003年4月	南通四方冷热机械设备有限公司成立	四方冷链持股75%
2003年5月	改制及第四次增资 (注册资本 2,330 万元)	改制为有限责任公司, 以 2003 年 3 月 31 日经审计的净资产中 2,330 万元作为注册资本, 各股东的出资比例保持不变。
2007年3月	南通四方罐式储运设备有限公司成立	四方冷链持股100%
2012年6月	整体变更为股份公司 (注册资本 15,000 万元)	原南通冷冻 13 名自然人股东及职工持股会 78 名会员共同发起设立股份公司, 注册资本 15,000 万元。
2016年5月	公司在上交所上市	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

黄杰为公司第一大股东及实际控制人。根据公司 2017 年三季报, 黄杰持有公司 39.74% 的股份, 为公司第一大股东。公司前十大股东中, 黄晓颖与朱祥为夫妻关系, 朱建新为黄杰之妹之配偶, 黄杰与朱建新为一致行动人关系、黄晓颖与朱祥为一致行动人关系。

图 2: 公司主要股东及子公司

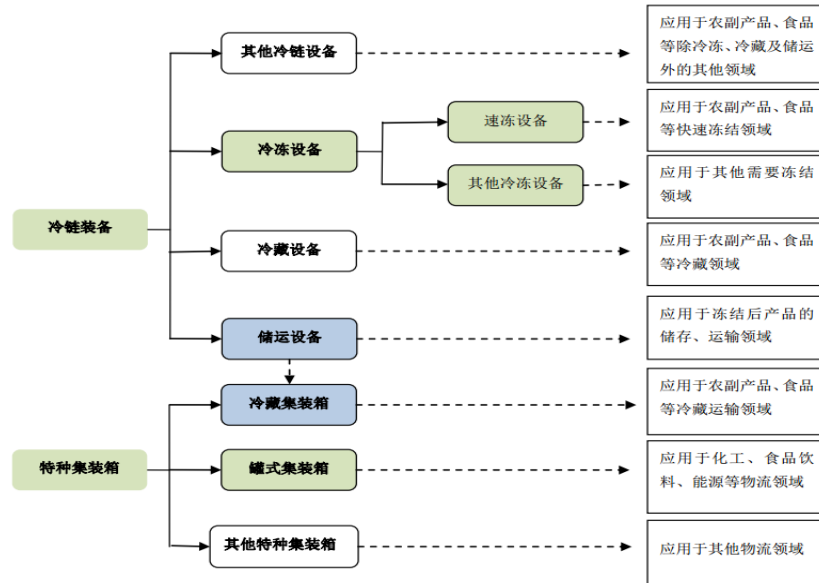


资料来源: wind, 公司公告, 东兴证券研究所

公司主要有四方储罐、四方冷热和四方香港三个全资子公司。其中四方冷热主营业务为冷冻设备、冷藏设备、食品生产专用设备研发、制造、维修、销售及上述商品的进出口业务。四方罐储的主营业务为 C3 级罐式集装箱 (不含低温绝热罐体) 制造; 罐

式储运设备、特种集装箱、食品加工机械研发、制造、维修、销售。四方香港的业务主要为贸易。

图 3：公司主要产品及下游行业（绿色为现有产品，蓝色为募投项目新增产品）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司主营产品为以速冻设备为主的冷冻设备和罐式集装箱。广泛应用于水产类、肉禽类、果蔬类、米面制品、冰淇淋、烘焙和调理食品等各类农副产品、食品的冷却冷冻加工领域、冷藏物流领域及化工、食品饮料、能源等物流领域。

图 4：公司螺旋系列冻结设备



资料来源：四方冷链官网，东兴证券研究所

图 5：公司 20 尺标准罐式集装箱



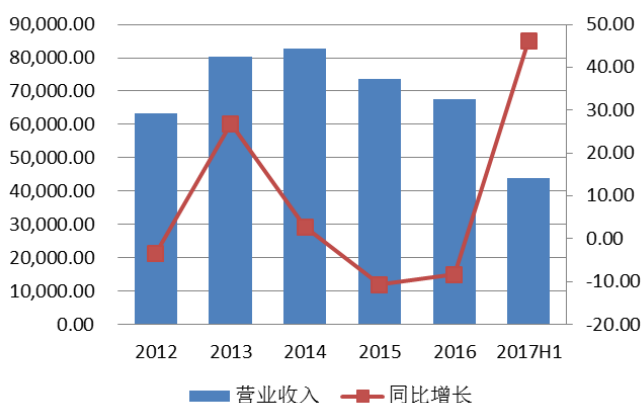
资料来源：四方储罐官网，东兴证券研究所

公司在食品领域的主要客户有太平洋恩利食品有限公司（Pacific Andes）、湛江国联水产开发股份有限公司、正大集团（CP）、双汇集团、雨润集团、郑州三全食品股份有限公司、郑州思念食品有限公司、龙大食品集团有限公司、巴黎贝甜（Paris Baguette）。

福建安井食品股份有限公司、海欣食品股份有限公司等国内外各类农副产品食品行业龙头企业。

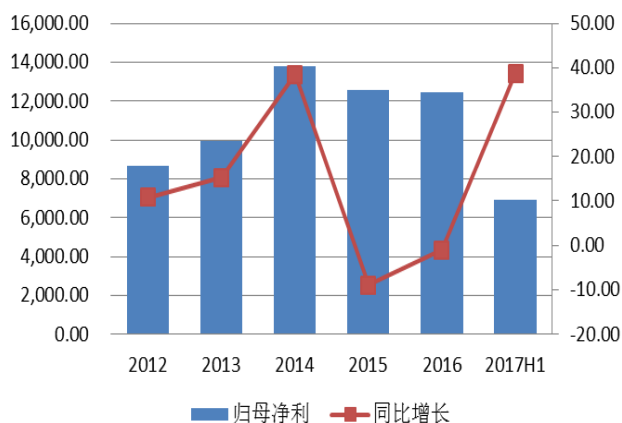
公司罐式集装箱的主要客户包括思多而特集装罐公司（Stolt Tank Containers）、英国苏特恩斯国际货运代理公司（Cradley International Leasing Ltd.）、友诺罐箱租赁有限公司（Eurotainer SA）、海洋货柜有限公司（SeaCo SRL）、海特罐箱租赁公司（EXSIF Worldwide）、全美货柜公司（TAL International Container Corporation）等大型国际物流企业和租箱公司。

图 6：公司营业收入复苏明显（单位：万元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：公司归母净利润增长反弹明显（单位：万元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司近年来总体营收和净利润保持稳健成长。2015 年和 2016 年，受全球经济形势趋缓，国际贸易持续低迷及全球航运市场供需失衡影响，公司国际业务出现一定程度下滑，拖累整体业绩增长。

## 1.2 公司营业收入稳定增长，将持续受益天然气产业链发展

近两年下游需求低迷一定程度上影响了公司业绩表现，公司通过战略升级和业务转型，技术与营销模式创新，保持了生产经营的平稳运行。

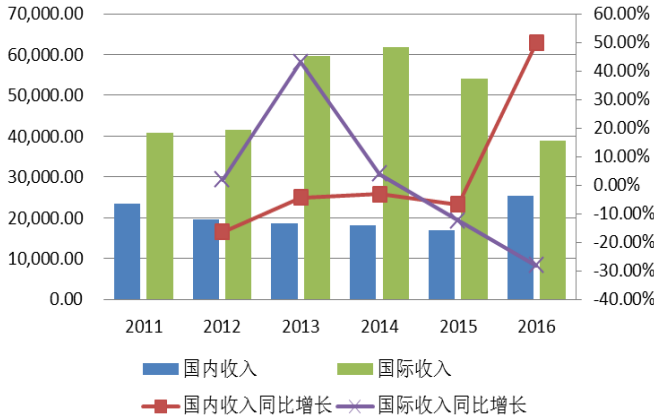
公司冷冻设备从传统的原料加工向餐桌食品链的深加工方面发展，拓展烘焙、中央厨房、休闲食品业客户；罐式集装箱产品加大新产品开发力度，成功研发 IBC 中型散装集装罐系列产品、双层罐式集装箱、硝酸铝衬罐式集装箱等新产品。

从收入结构来看，2016 年公司海外收入占比达到 57.57%，近年来公司海外收入占比基本保持在 60%以上。公司国内收入近年来总体保持稳定，2016 年同比增长 49.73%，增速明显加快。

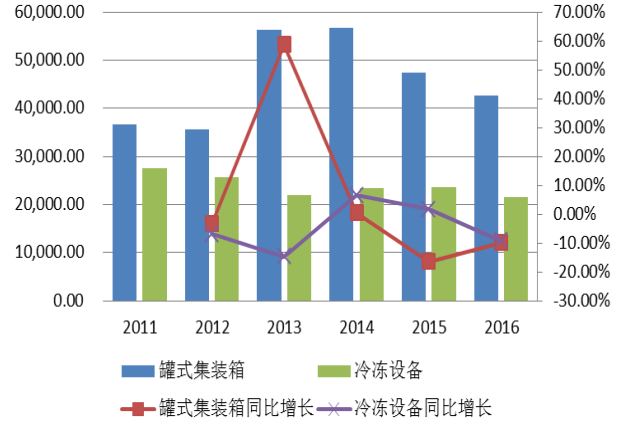
罐式集装箱下游客户主要为国际物流企业和租箱公司，是公司海外收入的主要来源。受前两年全球海运市场景气度不高影响，公司海外收入和罐式集装箱业务近两年有所回调。

图 8：公司分地区业务增长情况（单位：万元，%）

图 9：公司分业务增长情况（单位：万元，%）

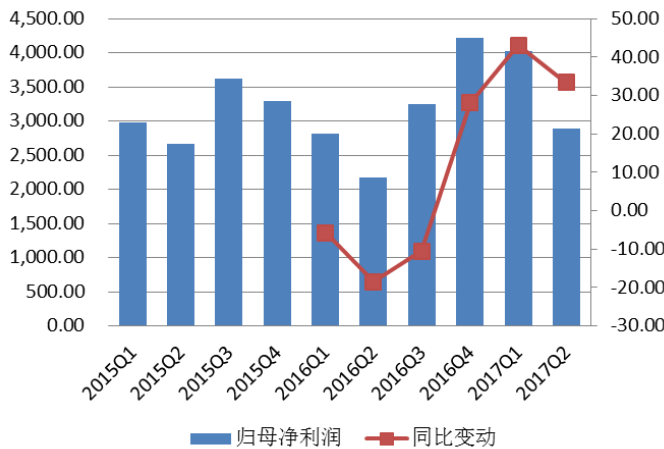


资料来源：Wind，东兴证券研究所

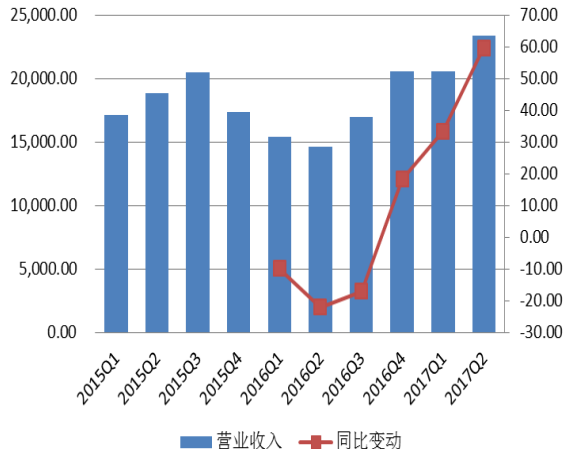


资料来源：Wind，东兴证券研究所

从季度业绩来看，公司呈现明显的复苏和反转迹象。公司 2016 年四季度以来业绩加速增长，近三季度营收增速分别为 18.29%、33.38%、59.73%，归母净利润同比分别增长 28.01%、43.02%、33.32%。我们认为，冷冻设备和罐式集装箱下游需求近期持续复苏是公司业绩反弹的关键。

**图 10: 公司单季度营业收入复苏明显 (单位: 万元, %)**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

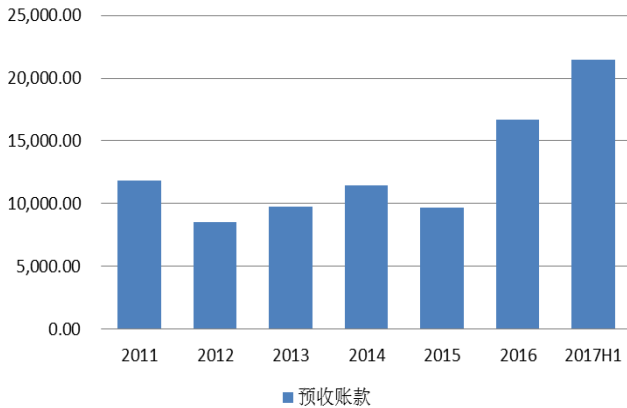
**图 11: 公司单季度净利润持续反弹 (单位: 万元, %)**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司冷冻设备和罐式集装箱基本采取“以销定产、以产定购”的销售模式，且基本都为非标产品，一般收取一定比例预收账款。我们认为，预收账款的变动一定程度上可以反映公司的订单节奏，可以作为公司业绩的先兆指标。

从公司预收账款规模来看，公司 2017Q3 预收账款已经达到 2.2 亿元，达到近年来最高水平。我们认为，2016 年四季度以来预收账款的持续增长，很大程度上彰显了公司业绩反转力度和持续性。我们看好公司 2017 年全年业绩高增长。

**图 12: 公司预收账款达到历史最高水平 (单位: 万元)**
**图 13: 公司预收账款占营业收入比重 (单位: %)**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

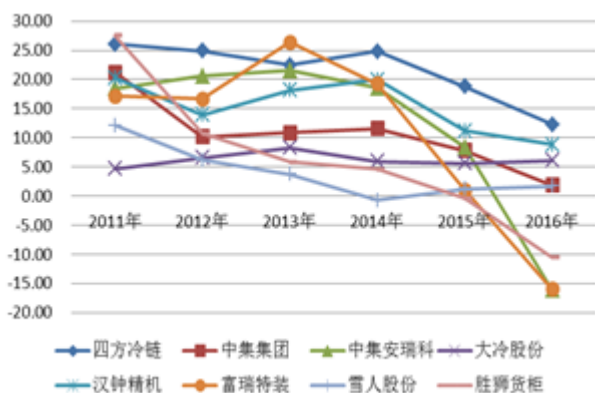
### 1.3 公司盈利能力显著好于同行业对标公司, 费用控制能力强

按照装备制造业行业特点, 非标准化装备制造业企业的毛利率高于普通装备制造业企业, 产品定制化设计增加了产品附加值, 个性化程度越高的产品, 附加值往往也越高。此外, 由于非标设备多采用直接营销, 有效地减少了中间环节, 降低了生产实施前准备阶段的成本, 进而增加利润空间。

公司主营业务冷冻设备和罐式集装箱大多为非标产品, 盈利能力显著好于其他冷链设备和集装箱生产制造企业。公司 2016 年净资产收益率达到 12.28%, 销售毛利率达到 31.89%, 销售净利率达到 18.41%, 显著好于大部分可对标的公司。

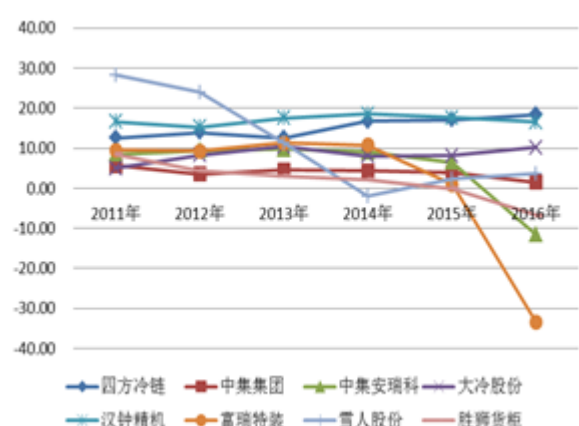
我们筛选了与公司业务有重叠的可对标 A 股和港股上市公司, 冷链设备类公司包括大冷股份、汉钟精机、雪人股份等, 集装箱类上市公司包括中集集团、中集安瑞科、胜狮货柜等。通过对比我们可以看到, 四方冷链盈利能力显著好于冷链设备和集装箱行业大部分同行业公司。

图 14: 公司净资产收益率显著好于同行公司 (单位: %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

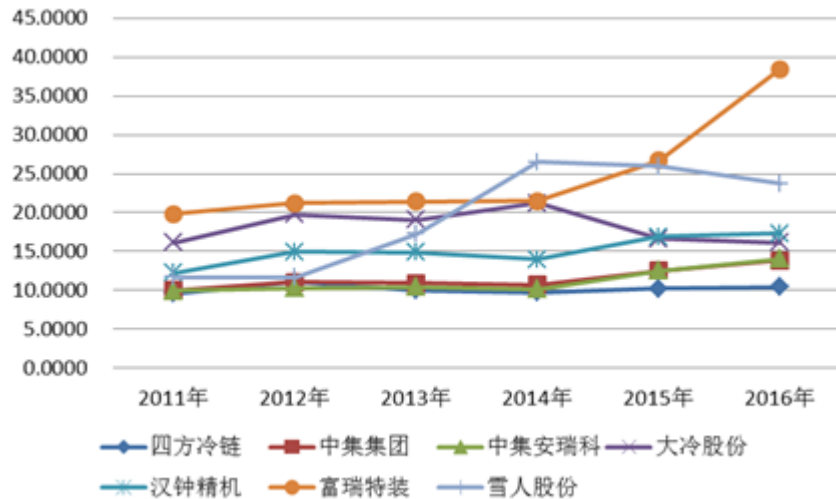
图 15: 公司销售净利率远好于行业平均水平 (单位: %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

另一方面，较强的成本控制能力也是公司盈利能力突出的重要因素。公司 2016 年三项费用率为 10.46%，为我们选择的可对标公司中最低的水平，彰显公司优秀的成本管控能力。

图 16：公司三项费用率明显低于同行业公司（单位：%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司目前建立了以产品利润为中心的标准工时体系、材料定额管理体系、采购物资招标和询价管理体系。通过成本定额及建立公司、部门和班组的三级成本管理体系，提高了产品生产效率，降低了生产消耗，提升了产品利润，增强了产品的市场竞争优势。

公司冷冻设备产品和罐式集装箱一般为非标准化设计，因此具有相对较高的毛利率水平，且基本都为“以销定产、以产定购”的销售模式。

罐式集装箱方面，公司除阀门、机组、电气控制系统元件外购，多数非标零部件系自制，将更多的利润空间留在企业。公司自主开发研制了薄壁筒体与封头装配的液压式百爪对中工装、上移式堆码刚性试验台、罐式集装箱整体发泡工装等非标设备，该等非标设备降低了公司制造费用成本。此外，随着公司规模扩大，公司在不锈钢、阀门等原材料采购价格方面具有一定的议价权。

## 2. 罐式集装箱国际需求强势复苏，国内市场起步在即

### 2.1 罐式集装箱市场持续成长，国内市场空间开启在即

罐式集装箱是特种集装箱的一种，主要由箱体框架和承受内压的压力容器罐体组成，罐体作为装运货物的主体被固定在框架中，专门用于装运有毒有害、易燃易爆、腐蚀性的危险品以及无危险性的液态和固态粉粒状物料。

罐式集装箱通常可分为标准罐式集装箱和非标准类罐式集装箱，非标准类罐式集装箱主要包括制冷/加热罐式集装箱、气体罐式集装箱、近海罐式集装箱。罐式集装箱通

常用于化工、食品饮料、能源等物流领域。

图 17：公司罐式集装箱在海运、铁路和公路运输中的应用

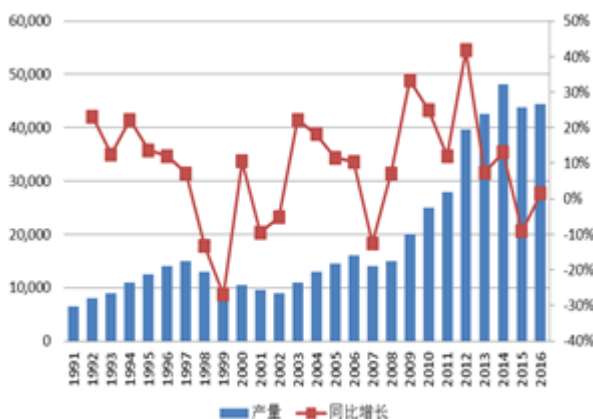


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

罐式集装箱最早主要在欧洲生产。21 世纪初，罐式集装箱生产开始逐渐向中国转移。目前国内罐式集装箱主要生产企业为中集集团、四方冷链和胜狮集团。根据亚洲罐式集装箱组织统计，2013 年全球新增罐式集装箱 3.68 万台，其中中国制造 2.90 万台，占全球新增总量的 78.80%。

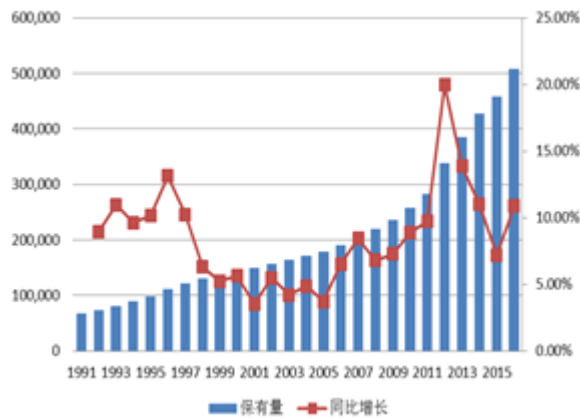
根据国际罐式集装箱组织（International Tank Container Organisation, ITCO）的统计，尽管 2016 年全球贸易形势低迷，罐式集装箱全球产量依然保持增长。2016 年全球生产罐式集装箱 4.45 万个，同比增长 1.53%，罐式集装箱保有量达到 50.8 万个，同比增长 10.87%。自 2002 年至今，罐式集装箱产量年均复合增长率达到 12.08%。

图 18：全球罐式集装箱增长迅猛（单位：个，%）



资料来源：ITCO，东兴证券研究所

图 19：罐式集装箱保有量持续增长（单位：个，%）



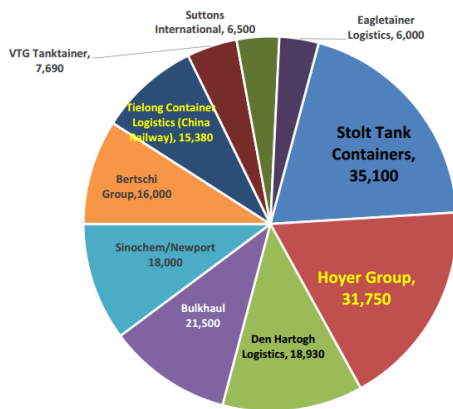
资料来源：ITCO，东兴证券研究所

目前罐式集装箱市场主要在欧美国家，但随着下游市场的快速发展，以及对欧美发达国家完善的化学品、食品饮料等物流体系的学习和借鉴，中国、巴西、印度、俄罗斯

等新兴国家罐式集装箱市场容量将因此较快增长。

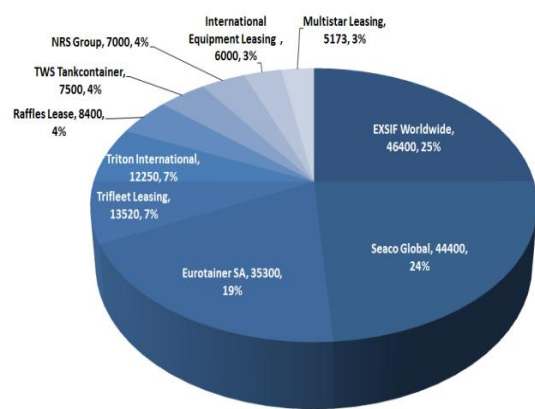
国际罐式集装箱行业已形成运营商（物流公司）、租箱公司、供应商（制造商）、堆场、清洗站、检验机构、运输代理等多方明确分工、协调发展的较为成熟的运营体系。

图 20：世界前十大罐式集装箱运营商（单位：个）



资料来源：ITCO，东兴证券研究所

图 21：世界前十大罐式集装箱租赁商（单位：个）



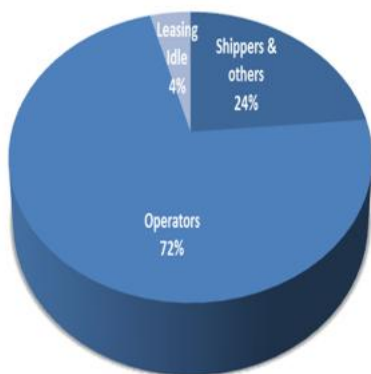
资料来源：ITCO，东兴证券研究所

根据 ITCO 调查，目前全球规模以上罐式集装箱运营商 205 个，前十大运营商拥有罐式集装箱 17.5 万个，占全球运营商罐式集装箱比例达到 51%。目前全球规模以上罐式集装箱租赁商 36 个，前十大租赁商拥有罐式集装箱 18.59 万个，占全球租赁市场的比例达到 86%；前三大租赁商拥有罐式集装箱 12.61 万个，占比达到 59%。

从罐式集装箱的下游实际使用者来看，运营商占比达到 72%，主导了全球罐式集装箱的使用，其次为船运公司等。

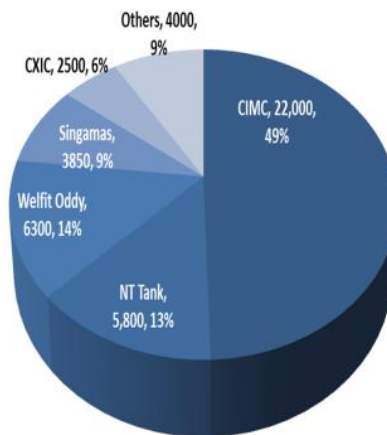
根据 ITCO 统计，2016 年中集集团占据全球罐式集装箱产量的半壁江山，当年生产罐式集装箱 2.2 万个，占比达到 49%。Welfit Oddy（位于南非）在罐式集装箱市占率为 14%，四方冷链子公司四方储罐 2016 年生产 5800 个罐式集装箱，市占率为 13%。其余市占率较高的分别为胜狮集团（9%）和新华昌（6%）。中国企业占据了罐式集装箱生产的绝大部分市场份额。

图 22: 运营商是全球罐式集装箱使用者



资料来源：ITCO，东兴证券研究所

图 23: 2016 年全球罐式集装箱生产商格局



资料来源：ITCO，东兴证券研究所

随着安全标准、环境保护意识的提高、多式联运的成熟和第三方物流专业化分工等因素影响，近年来物流运输中罐式集装箱的使用稳步上升，使得全球罐式集装箱市场需求总体呈现稳中有升的态势，其中制冷/加热罐式集装箱、气体罐式集装箱、近海罐式集装箱等非标准类罐式集装箱需求增长较快。

根据中商顾问统计，按照世界市场对罐式集装箱的需求量以年均 10% 的增长率计算，预计至 2016 年罐式集装箱市场规模约为 65 亿元。其中，中国、巴西、印度、俄罗斯等新兴国家由于下游市场发展较快。

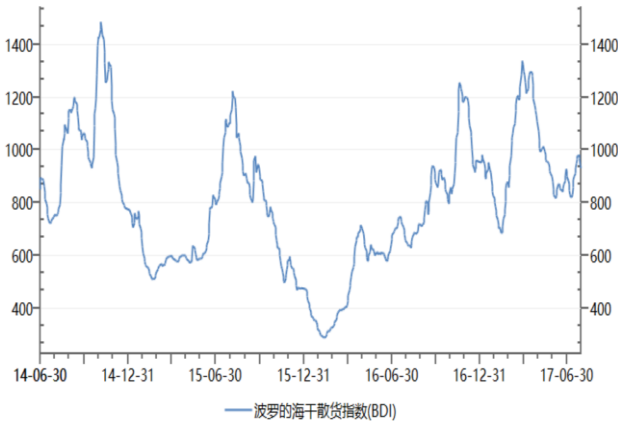
## 2.2 国际航运市场强势复苏，罐式集装箱需求明显回暖

随着近期大宗商品持续上行，欧美经济步入复苏区间，BDI 指数在 2016 年 2 月份达到创历史新低的 290 点以后持续反弹。2016 年韩国最大的航运公司韩进海运破产也给全球海运市场带来一定程度冲击，供给收缩叠加需求扩张，去年下半年以来全球航运业逐步回暖。

2016 年下半年以来，美国、欧洲、日本等地区设备投资持续加速。美国进入新一轮产能周期的扩张初期；欧洲经济增速与消费者信心指数连创新高，欧盟委员会上调经济预期，刺激企业扩大产能投资的意愿；伴随对外贸易转强，日本、韩国产能也发生趋势性扩张。

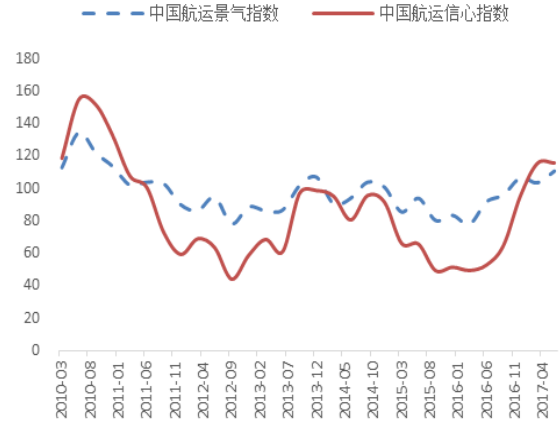
随着欧美、东亚、东南亚地区经济复苏，全球主要经济体商品贸易明显回暖，集运市场近期供需结构迎来较大改善。BDI 指数近期持续向上修复，国内航运业景气指数和信心指数明显复苏。

图 24: BDI 指数近期持续复苏



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

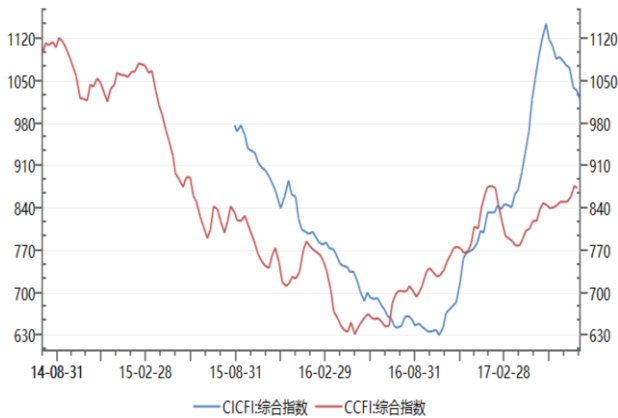
图 25: 国内航运业景气指数及信心指数明显复苏



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

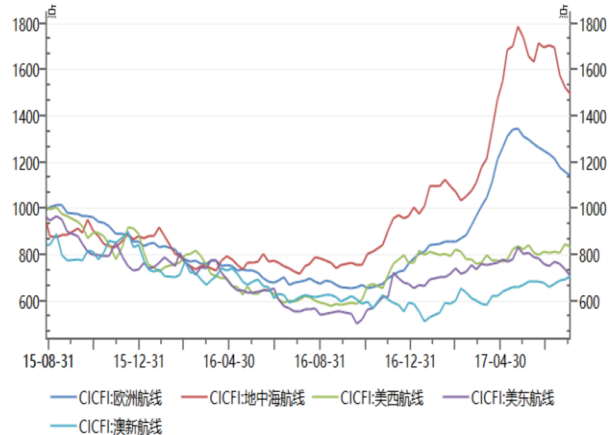
从集装箱运价指数来看，2016 年下半年至今，我国进口集装箱运价指数（CICFI 综合指数）和出口集装箱运价指数（CCFI 综合指数）均有较大幅度反弹。

图 26: 近一年来进出口集装箱运价指数持续反弹



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

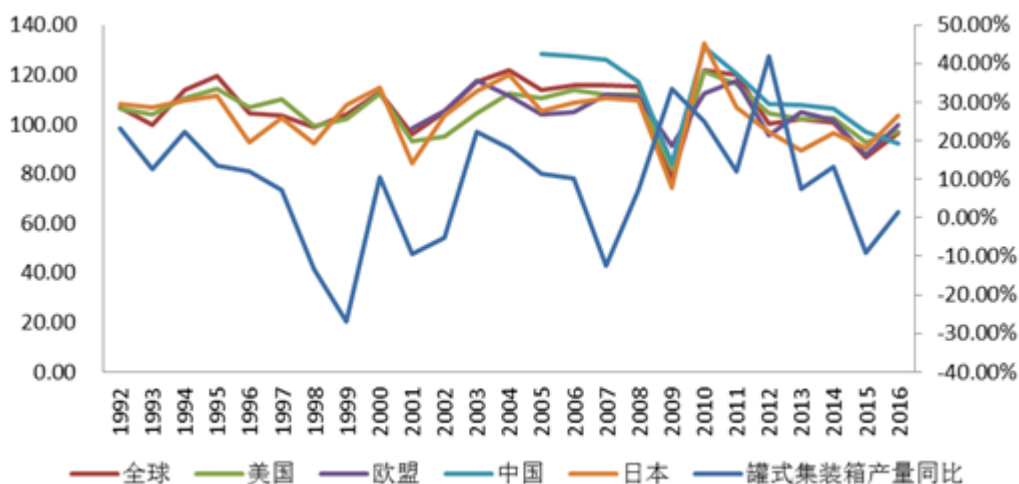
图 27: 欧美航线运价反弹力度较大



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

21 世纪以来，罐式集装箱制造已逐渐向中国转移，目前中国已成为世界最大的罐式集装箱产销国。由于欧美地区已建立较为成熟的化学品、食品饮料等物流体系，目前罐式集装箱主要市场在欧美地区。随着中国等新兴市场经济的持续高速发展，化工、食品饮料、能源等行业得到了快速发展，欧美外的其他市场对罐式集装箱的需求量也在逐步上升。

图 28: 罐式集装箱产量同比（右轴）与全球及主要地区商品贸易指数（左轴）波动基本一致



资料来源：Wind, ITCO, 东兴证券研究所

我们将全球及美国、欧盟、中国、日本的商品贸易指数同罐式集装箱产量的同比变动数据类比，可以看到在大多数时期，罐式集装箱行业变动与全球主要地区贸易波动趋势基本同步。

2016 年三季度起，我国出口明显加速，同时，美欧日韩等多个重要经济体进入产能扩张阶段，表现出很强的同步性。近期美国进入新一轮产能周期的扩张初期，欧洲企业产能加速度扩张。

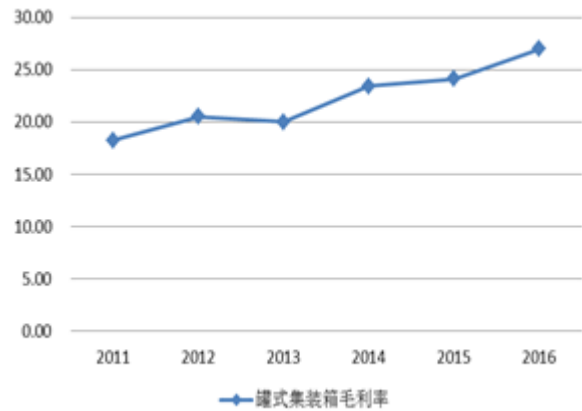
我们认为，随着海外主要经济体经济复苏和全球贸易回暖，罐式集装箱有望迎来显著增长。公司作为全球第二大罐式集装箱生产厂商，罐式集装箱业务产能利用率有望显著提升，有望显著提振业绩。

### 2.3 罐式集装箱产能扩张助力公司市占率提升

公司于 2007 年投资生产罐式集装箱起，陆续开发出制冷/加热罐式集装箱、近海罐式集装箱、气体罐式集装箱等产品。公司近年来罐式集装箱产销率和产能利用率持续维持高位，随着罐式集装箱行业渗透率的不断提升，公司扩产能需求较为迫切。

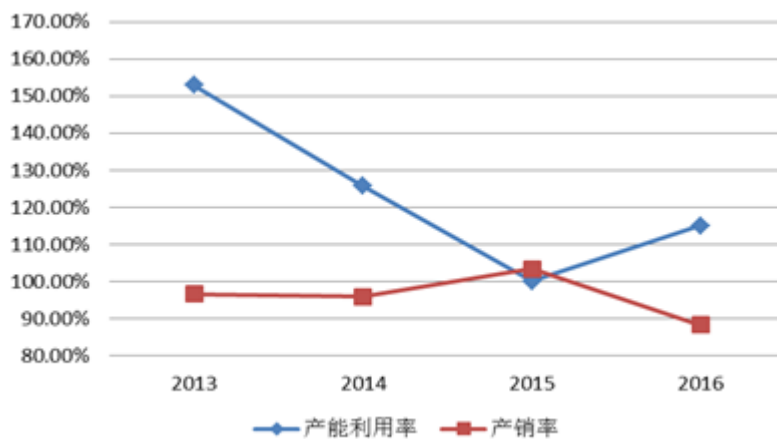
**图 29：罐式集装箱业务收入及增长情况（单位：万元）**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 30：公司罐式集装箱毛利率不断提升（单位：%）**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

随着安全标准、环境保护意识的提高和多式联运的成熟等因素影响，近年来物流运输中罐式集装箱的使用稳步上升，全球罐式集装箱市场总体稳中有升，其中制冷/加热罐式集装箱、气体罐式集装箱、近海罐式集装箱等非标准类罐式集装箱需求增长较快。

**图 31：公司罐式集装箱产能利用率及产销率维持高位**


资料来源：Wind，ITCO，东兴证券研究所

公司近年来罐式集装箱产能利用率维持较高水平，随着罐式集装箱市场不断扩大以及公司市场占有率的提高，公司现有产能无法满足现有市场需求。罐式集装箱行业具有较强的规模效应，产能提高有助于提升公司产品竞争力，并满足持续增长的全球罐式集装箱市场需求。

**表 1：公司罐式集装箱扩产项目经济效益情况**

指标名称	指标值
年平均销售收入（万元）	29,616.00

年平均利润总额（万元）	6,697.97
年平均上缴所得税（万元）	1,674.50
年平均税后利润（万元）	5,023.48
投资平均利润率	36.91%
投资平均利税率	37.86%
盈亏平衡点	22.96%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司上市前主要生产和销售标准罐式集装箱，虽然公司现有罐式集装箱生产线能够生产非标准类罐式集装箱，但由于公司现有产能利用率较高，公司没有足够产能生产非标准类罐式集装箱。

随着未来市场需求的扩大和公司市场占有率的进一步提高，公司有必要提高产能。本项目新增生产线将具有一定柔性，能够生产标准罐式集装箱和非标准类罐式集装箱。

公司 IPO 拟投资项目中的冷链装备扩产项目和罐式集装箱扩产项目将增加公司产能。项目达产后，公司速冻设备产能由 400 台/年增至 620 台/年，冷藏集装箱产能达 2,200 台/年，罐式集装箱产能由 4,000 台/年增至 7,300 台/年。

公司罐式集装箱扩产项目计算期为 10 年，其中建设期为 1 年，生产经营期为 9 年，其中正常生产年为 8 年。项目计算期第二年开始小批量投产，生产负荷为 60%，第三年生产负荷为 80%，第四年开始满负荷生产。

我们认为，在罐式集装箱市场空间巨大且保持持续增长的良好态势下，公司新增产能能够被市场充分消化。公司募投项目投产后，公司罐式集装箱产能瓶颈将得到一定程度缓解，公司业绩有望得到明显提振。

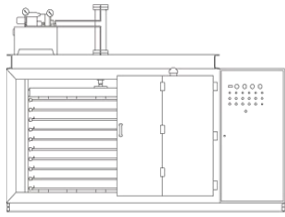
### 3. 消费升级助力冷链装备长期增长

冷冻设备是冷链装备的重要组成部分，是指制造低温环境的各类终端设备，主要用于农副产品、食品等产品的冷却冷冻和冷藏储运，其主要产品包括速冻设备、普通冻结设备、制冰设备和冷藏、冷冻柜等其它冷冻设备。

公司自成立以来一直专注冷冻的生产研发和销售，目前公司可以提供包括平板系列速冻装置、螺旋系列速冻装置、隧道系列速冻装置、流态化速冻装置、往返式纸箱冻结装置、制冷机组、速冻库与组合冷库、水产品加工生产线、各种食品加工设备与机械以及相关成套工程服务等。

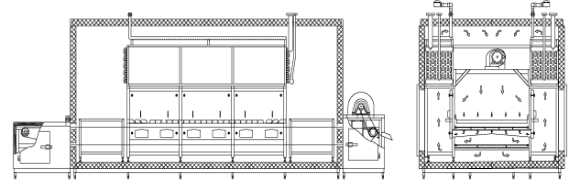
公司速冻设备被广泛应用于水产类、肉禽类、米面类、烘焙类、果蔬类、冰淇淋和各类方便食品的冷冻加工、及冷链物流等行业。

图 32：公司平板系列冻结设备示例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 33：公司隧道系列冻结设备示例

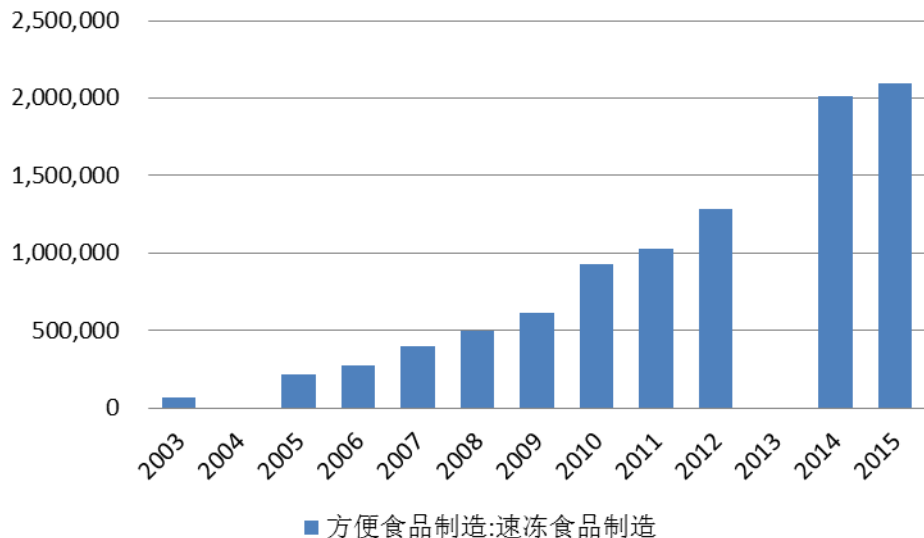


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着人们生活节奏的加快和生活水平的提高，人们对易于保存的生鲜冷冻食品的需求持续快速上升，进而拉升了冷冻设备的市场需求。尤其是随着社会专业化分工的进一步完善，冷冻设备行业下游农副产品、食品加工等行业集中度提高，对具有大功率、快速化、高效能、占地面积少、适用范围广等特点的新型高效节能的大容量冷却冷冻装置的需求逐渐增加。

据统计，我国目前速冻食品的人均消费量在 10 公斤左右，与欧美国家相比仍有较大差距（美国速冻食品人均消费量在 60 公斤左右）。目前全球速冻食品年产量超过 1 亿吨，品种超过 3500 多个，根据中商产业研究院预测未来十年世界速冻食品的消费量将占全部食品的 60%以上，速冻设备未来市场空间有望快速扩张。

图 34：速冻食品固定资产投资完成额增长迅猛



资料来源：Wind，东兴证券研究所

冷冻设备行业总体竞争较为充分，市场化程度高，市场集中度较低，行业内不同细分产品因其对技术、工艺、质量、资金投入等存在较大差异而使得其竞争格局有所差异。中高端的冷冻设备一般为非标准化设计，对企业工艺设计水平、技术研发能力、质量控制手段、及时供货能力等要求更高，因此企业进入该领域的壁垒较高，市场集中度相对较高，竞争格局较为稳定。低端冷冻设备市场集中度较低，竞争比较激烈，同质化产品较多，价格竞争格局明显。

目前国内速冻设备厂商大致分为三类。第一类是瑞典 FRIGOSCANDIA、加拿大 AERO FREEZER 等品牌，主要专注于高端产品；第二类是以南通四方、烟台冰轮、大连冰山、深圳德捷力等国内领先的企业；第三类为国内其他中小型企业生产的速冻设备产品，多属于中低端产品。

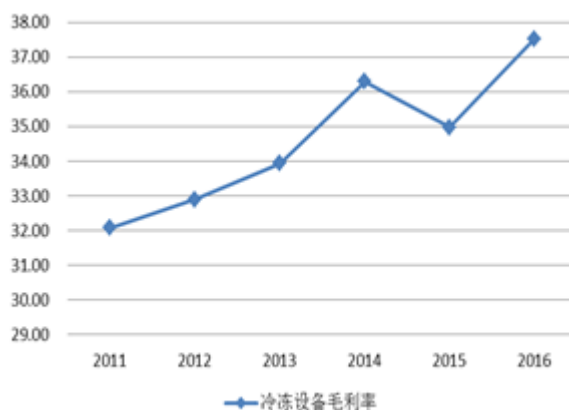
根据中国制冷学会资料统计，2012年至2014年我国速冻设备市场需求量分别为10.6亿元、13.3亿元、15.9亿元。受国家产业政策的大力支持、消费者对冷冻食品需求的快速增长以及冷冻设备应用领域的不断延伸等有利因素影响，冷冻设备市场需求总体保持稳定增长。

图 35：公司冷冻设备收入及增长情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 36：公司冷冻设备毛利率提升明显（单位：%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从冷冻设备业务增长情况来看，公司近年来冷冻设备总体保持稳健，2017年上半年公司冷冻设备出现明显复苏，公司加快推出大型连续式醒发装置以替代进口设备，目前已形成销售。2017年上半年公司冷冻设备实现销售12,329.54万元，同比增长29.42%。

单击此处输入文字。

#### 4. 盈利预测与投资评级

随着海运市场复苏和罐式集装箱需求持续增长，我们预计公司业绩增长将步入快车道。考虑到下游复苏程度和公司产能扩张力度，我们预计公司2017年-2019年罐式集装箱销售收入分别为6.6亿元、8.25亿元、11亿元，综合毛利率假定为28%。

随着速冻设备业务复苏和公司募投项目速冻设备、冷藏集装箱产能扩张，我们预计公

司 2017 年-2019 年速冻设备销售收入分别为 2.62 亿元、3.38 亿元、4.48 亿元，综合毛利率假定为 38%。

表 2：四方冷链营业收入与盈利预测表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	737.37	675.79	957.40	1,198.60	1,583.80
罐式集装箱	473.44	426.69	660.00	825.00	1,100.00
速冻设备	237.00	215.09	262.40	338.60	448.80
其他	26.93	34.02	35.00	35.00	35.00
营业收入增速	-10.73%	-8.35%	41.67%	25.19%	32.14%
罐式集装箱	-16.49%	-9.87%	54.68%	25.00%	33.33%
速冻设备	1.66%	-9.25%	22.00%	29.04%	32.55%
其他	3.82%	26.31%	2.88%	0.00%	0.00%
毛利率	28.62%	31.89%	31.70%	31.49%	32.92%
罐式集装箱	24.11%	26.97%	28.00%	28.00%	28.00%
速冻设备	34.97%	37.53%	38%	38%	38%
其他	52.01%	57.91%	57.91%	57.91%	57.91%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所（注：表中数据仍按公司年报披露的营业收入分项目进行预测）

我们预计公司 2017 年-2019 年实现营业收入分别为 9.57 亿元、11.98 亿元和 15.83 亿元，同比增长率分别为 41.67%、25.19%和 32.14%；实现归母净利润分别为 1.60 亿元、2.21 亿元和 2.66 亿元，同比增长率分别为 29.02%、37.87%和 20.54%；EPS 分别为 0.76 元、1.05 元和 1.26 元，对应 PE 分别为 36.5X、26.5X 和 21.9X。考虑公司 2017-2019 年归母净利润年均复合增速为 29.56%，给予公司 30 倍合理估值，结合公司 2019 年 EPS 为 1.26 元，6 个月目标价 37.8 元，具有 36%以上上涨空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 3：可比公司估值对照表

公司	股价 (元)	市值 (亿)	EPS (元)			归母净利润增速			PE			PB
			16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E	
四方冷链	27.79	58.4	0.67	0.76	1.05	-1.01%	29.02%	37.87%	41.4	36.5	26.5	4.3
中集集团	18.41	548.6	0.14	0.89	1.11	-72.66%	389.1%	24.86%	101.7	20.8	16.65	1.8
胜狮货柜	1.8	36.6	-0.16	0.13	0.19	-2082%	178.2%	53.76%	-9.44	12.01	7.79	1.0

资料来源：Wind 一致预测，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

- ◆ 上游原材料价格大幅波动；

- ◆ 全球贸易及海运市场增长不及预期;
- ◆ 冷链设备行业下游需求不及预期。

**表 4: 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
<b>流动资产合计</b>	657	1340	1692	2177	2873	<b>营业收入</b>	737	676	957	1199	1584
货币资金	277	870	1171	1534	2027	<b>营业成本</b>	526	460	659	819	1085
应收账款	88	82	115	144	191	营业税金及附加	3	5	10	12	16
其他应收款	2	2	3	4	5	营业费用	27	25	38	48	63
预付款项	15	17	17	17	17	管理费用	55	57	86	108	143
存货	270	364	379	471	624	财务费用	-7	-11	38	16	28
其他流动资产	1	4	4	4	4	资产减值损失	1.80	0.10	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	204	201	300	321	338	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	107.54	113.93	133.47	166.91	198.49	<b>营业利润</b>	131	140	126	196	249
无形资产	53	75	144	136	129	营业外收入	17.54	4.87	60.00	60.00	60.00
其他非流动资产	33	0	0	0	0	营业外支出	0.19	0.80	0.30	0.40	0.50
<b>资产总计</b>	861	1542	1992	2499	3211	<b>利润总额</b>	148	144	186	256	309
<b>流动负债合计</b>	143	231	562	902	1415	所得税	22	19	25	35	42
短期借款	0	0	190	342	601	<b>净利润</b>	126	124	161	221	267
应付账款	17	32	38	47	62	少数股东损益	0	0	1	1	1
预收款项	97	167	310	490	728	归属母公司净利润	126	124	160	220	266
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	193	220	187	241	310
<b>非流动负债合计</b>	2	0	0	0	0	<b>BPS (元)</b>	0.81	0.67	0.76	1.05	1.26
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	145	231	562	902	1415	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	1	2	3	营业收入增长	-10.73%	-8.35%	41.67%	25.19%	32.14%
实收资本 (或股	155	207	210	210	210	营业利润增长	-13.06%	6.96%	-9.90%	55.89%	26.83%
资本公积	69	486	486	486	486	归属于母公司净利	28.46%	37.85%	28.46%	37.85%	20.64%
未分配利润	466	585	673	794	940	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	716	1310	1430	1595	1794	毛利率 (%)	28.62%	31.89%	31.14%	31.70%	31.49%
<b>负债和所有者权</b>	861	1542	1992	2499	3211	净利率 (%)	17.05%	18.41%	16.77%	18.47%	16.85%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	7.50%	14.60%	8.07%	8.03%	8.82%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	17.56%	9.50%	11.18%	13.82%	14.82%
<b>经营活动现金流</b>	172	134	311	333	378	<b>运营能力</b>					
净利润	126	124	161	221	267	总资产周转率	0.89	0.56	0.54	0.53	0.55
折旧摊销	68.52	91.37	0.00	29.11	32.50	应收账款周转率	11	8	10	9	9
财务费用	-7	-11	38	16	28	应付账款周转率	35.00	27.54	27.50	28.19	28.92
应收账款减少	0	0	-34	-29	-46	<b>每股指标 (元)</b>					
预收帐款增加	0	0	144	180	238	每股收益 (最新摊	0.81	0.67	0.76	1.05	1.26
<b>投资活动现金流</b>	-80	-16	-45	-50	-50	每股净现金流 (最新	0.38	2.84	1.69	1.73	2.35
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.62	6.34	6.80	7.59	8.53
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	P/E	34.31	41.48	36.55	26.51	21.98
<b>筹资活动现金流</b>	-33	469	89	81	165	P/B	6.02	4.39	4.09	3.66	3.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	20.95	22.19	26.05	19.28	14.27
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	52	3	0	0						
资本公积增加	0	417	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	59	587	355	364	493						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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。

## 研究助理简介

### 樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。