

冰轮环境（000811）2021 年年报点评

年报业绩中规中矩，盈利能力体现触底回升态势

买入（维持）

2022 年 04 月 01 日

证券分析师 刘博

执业证书：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,383	7,165	9,411	11,753
同比（%）	33.14	33.09	31.35	24.88
归属母公司净利润（百万元）	301	462	661	747
同比（%）	35.20	53.52	43.10	12.97
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.40	0.62	0.89	1.00
P/E（现价&最新股本摊薄）	27.49	17.91	12.51	11.08

■ **事件：**公司公告，2021 年实现收入 53.83 亿元，同比增长 33.14%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 35.20%；扣非后为 2.37 亿元，同比增长 62.60%。分红金额为 1.49 亿元，占比归母净利润为 49.57%。

■ **Q4 受到疫情影响收入增速有所放缓，利润增速逐季提升。**根据公司年报内容，2021 年实现收入 53.83 亿元，同比增长 33.14%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 35.20%；扣非后为 2.37 亿元，同比增长 62.60%。分红金额为 1.49 亿元，占比归母净利润为 49.57%。分季度来看，Q2、Q3、Q4 收入分别为 12.38、15.46、14.87 亿元，增速分别为 27.50%、28.06%、20.58%，我们推测 Q4 是疫情反复较为明显的一个季度，拖累公司收入增速。归母净利润方面，Q2、Q3、Q4 分别为 0.79、1.01、0.69 亿元，增速分别为-30.35%、32.69%、45.13%；扣非后为 0.60、0.88、0.50 亿元，增速分别为-41.41%、60.28%、993.83%，利润增速逐季抬升。

■ **毛利率体现触底回升态势，良好费用管控下 2022 年盈利能力提升可期。**2021 年受到疫情冲击、原材料价格上涨、人工费用上涨等多因素的影响，Q1、Q2、Q3 毛利率分别为 21.36%、20.95%、20.92%，相比 2020 年同期分别下降 4.59、8.52、5.93 个百分点，但是公司在下半年提价，Q4 毛利率为 24.32%，相比 2020 年同期提升 0.53 个百分点，盈利能力体现触底回升态势。2021 年全年来看，公司毛利率为 21.96%，相比 2020 年下降 4.45 个百分点，但是费用率相比 2020 年下降 5.52 个百分点，净利率水平提升 0.08 个百分点，体现了公司良好的费用管控能力，如果：1）公司毛利率触底回升的态势在 2022 年能够维持；2）费用管控能力在 2022 年能够维持，那么我们判断公司 2022 年的毛利率水平有望逐步向稳态水平 27%-30%回归，净利率水平回升可期。

■ **在手现金储备充足+存货大幅提升，为业绩释放保驾护航。**截至 2021 年年末，公司在手货币资金 16.60 亿元、交易性金融资产为 9.75 亿元，合计 26.35 亿元，在手子弹储备充足。存货为 11.48 亿元，同比增长 60.56%；其中原材料为 2.70 亿元，同比增长 54.29%；在产品为 2.41 亿元，同比增长 83.97%；库存商品为 4.16 亿元，同比增长 44.95%；合同履约成本为 2.03 亿元，同比增长 58.59%；发出商品为 0.46 亿元，同比增长 109.09%，在手现金储备充足+存货大幅提升，为业绩释放保驾护航。

■ **盈利预测与投资评级：**我们调整公司 2022-2023 年 EPS 预测从 0.59、0.73 元/股到 0.62、0.89 元/股，预计公司 2024 年 EPS 为 1.00 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE 为 18、13、11 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格、行业竞争加剧、冷链物流行业发展不达预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.09
一年最低/最高价	7.18/16.83
市净率(倍)	1.74
流通 A 股市值(百万元)	8,271.16
总市值(百万元)	8,271.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.38
资产负债率(%，LF)	49.76
总股本(百万股)	745.84
流通 A 股(百万股)	745.82

相关研究

《冰轮环境(000811): 2021 三季报点评: 高质量的三季报，静待盈利能力持续提升》

2021-10-27

《冰轮环境(000811): 2021 半年报点评: 新老业务景气度提升，看好下半年业绩》

2021-08-29

《冰轮环境(000811): 氢能产业政策持续落地，压缩设备龙头有望率先获益》

2021-07-23

事件

公司公告，2021 年实现收入 53.83 亿元，同比增长 33.14%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 35.20%；扣非后为 2.37 亿元，同比增长 62.60%。分红金额为 1.49 亿元，占比归母净利润为 49.57%。

Q4 受到疫情影响收入增速有所放缓，利润增速逐季提升

根据公司年报内容，2021 年实现收入 53.83 亿元，同比增长 33.14%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 35.20%；扣非后为 2.37 亿元，同比增长 62.60%。分红金额为 1.49 亿元，占比归母净利润为 49.57%。分季度来看，Q2、Q3、Q4 收入分别为 12.38、15.46、14.87 亿元，增速分别为 27.50%、28.06%、20.58%，我们推测 Q4 是疫情反复较为明显的一个季度，拖累公司收入增速。归母净利润方面，Q2、Q3、Q4 分别为 0.79、1.01、0.69 亿元，增速分别为-30.35%、32.69%、45.13%；扣非后为 0.60、0.88、0.50 亿元，增速分别为-41.41%、60.28%、993.83%，利润增速逐季抬升。

毛利率体现触底回升态势，良好费用管控下盈利能力提升可期

2021 年受到疫情冲击、原材料价格上涨、人工费用上涨等多因素的影响，Q1、Q2、Q3 毛利率分别为 21.36%、20.95%、20.92%，相比 2020 年同期分别下降 4.59、8.52、5.93 个百分点，但是公司在下半年提价，Q4 毛利率为 24.32%，相比 2020 年同期提升 0.53 个百分点，盈利能力体现触底回升态势。2021 年全年来看，公司毛利率为 21.96%，相比 2020 年下降 4.45 个百分点，但是费用率相比 2020 年下降 5.52 个百分点，净利率水平提升 0.08 个百分点，体现了公司良好的费用管控能力，如果：1）公司毛利率触底回升的态势在 2022 年能够维持；2）费用管控能力在 2022 年能够维持，那么我们判断公司 2022 年的毛利率水平有望逐步向稳态水平 27%-30%回归，净利率水平回升可期。

在手现金储备充足+存货大幅提升，为业绩释放保驾护航

截至 2021 年年末，公司在手货币资金 16.60 亿元、交易性金融资产为 9.75 亿元，合计 26.35 亿元，在手子弹储备充足。存货为 11.48 亿元，同比增长 60.56%；其中原材料为 2.70 亿元，同比增长 54.29%；在产品为 2.41 亿元，同比增长 83.97%；库存商品为 4.16 亿元，同比增长 44.95%；合同履约成本为 2.03 亿元，同比增长 58.59%；发出商品为 0.46 亿元，同比增长 109.09%，在手现金储备充足+存货大幅提升，为业绩释放保驾护航。

2021年年底以来冷链物流重磅政策持续落地，公司正处行业风口

根据新华社消息，中华全国供销合作总社发布《全国供销合作社“十四五”公共型农产品冷链物流发展专项规划》，明确“十四五”期间，全国供销合作社系统将建成 600 个县域产地农产品冷链物流中心、100 个农产品冷链物流枢纽基地、200 个城市销地农产品冷链物流中心。规划提出，“十四五”期间，全国供销合作社系统将构建以骨干网、省域网、区域网与信息平台为主架构的供销合作社公共型农产品冷链物流服务网络。到 2025 年，全系统冷链物流基础设施更加完善、服务能力显著增强、行业影响力明显提升，在国家冷链物流发展中发挥积极作用。

我们梳理 2020 年 12 月份以来冷链物流领域的政策：

1) 2021 年 12 月 12 日，国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划》，要求布局建设 100 个左右国家骨干冷链物流基地，建设一批产销冷链集配中心，聚焦产地“最先一公里”和城市“最后一公里”，补齐两端冷链物流设施短板，基本建成以国家骨干冷链物流基地为核心、产销冷链集配中心和两端冷链物流设施为支撑的三级冷链物流节点设施网络。

2) 2022 年 1 月 11 日，国家发改委印发《国家骨干冷链物流基地建设实施方案》，对“十四五”时期国家骨干冷链物流基地布局建设作出系统安排。

3) 2022 年，2 月 18 日，供销总社发布《全国供销合作社“十四五”公共型农产品冷链物流发展专项规划》。

中央层面重磅政策持续落地，冷链物流行业迎来重大发展机遇，公司作为冷链物流核心设备供应龙头，正处于行业风口。

估值及盈利预测

我们调整公司 2022-2023 年 EPS 预测从 0.59、0.73 元/股到 0.62、0.89 元/股，预计公司 2024 年 EPS 为 1.00 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE 为 18、13、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1) 原材料价格上涨对毛利率形成冲击，竞争加剧使得产品价格下降，冷链物流行业发展不达预期；2) 行业竞争加剧，价格战使得公司的碳捕捉订单毛利率下降，碳中和相关政策实施和推进不达预期，公司在手订单执行进度不达预期，示范项目效果不达预期使得后续订单减少；3) 燃料电池行业发展不达预期，竞争加剧使得公司燃料电池空压机业务毛利率下降，加氢站推行进度不达预期，公司在手订单执行进度不达预期。

冰轮环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,991	7,631	9,497	11,581	营业总收入	5,383	7,165	9,411	11,753
货币资金及交易性金融资产	2,635	3,234	3,886	4,437	营业成本(含金融类)	4,201	5,486	7,119	8,951
经营性应收款项	1,759	2,493	2,994	3,830	税金及附加	33	44	58	72
存货	1,148	1,421	1,828	2,446	销售费用	434	578	759	948
合同资产	309	295	580	676	管理费用	245	326	428	535
其他流动资产	140	189	209	191	研发费用	190	253	332	415
非流动资产	3,873	4,007	4,142	4,256	财务费用	23	34	16	32
长期股权投资	335	335	335	335	加:其他收益	49	28	28	28
固定资产及使用权资产	1,114	1,276	1,433	1,566	投资净收益	74	59	57	54
在建工程	74	55	41	31	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	179	170	161	153	减值损失	-41	0	-22	-22
商誉	810	810	810	810	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	349	532	762	861
其他非流动资产	1,354	1,354	1,354	1,354	营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	9,864	11,638	13,639	15,836	利润总额	347	532	762	861
流动负债	4,184	5,363	6,605	7,923	减:所得税	33	51	72	82
短期借款及一年内到期的非流动负债	575	575	575	575	净利润	314	482	689	779
经营性应付款项	2,037	3,027	3,387	4,340	减:少数股东损益	13	20	29	32
合同负债	830	759	1,477	1,769	归属母公司净利润	301	462	661	747
其他流动负债	742	1,002	1,166	1,239	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.40	0.62	0.89	1.00
非流动负债	724	724	724	724	EBIT	280	479	715	832
长期借款	389	389	389	389	EBITDA	432	579	822	944
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.96	23.44	24.35	23.84
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	5.59	6.45	7.02	6.35
其他非流动负债	318	318	318	318	收入增长率(%)	33.14	33.09	31.35	24.88
负债合计	4,908	6,087	7,329	8,648	归母净利润增长率(%)	35.20	53.52	43.10	12.97
归属母公司股东权益	4,756	5,293	6,035	6,871					
少数股东权益	200	220	249	281					
所有者权益合计	4,956	5,513	6,284	7,152					
负债和股东权益	9,864	11,638	13,639	15,836					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	460	675	757	622	每股净资产(元)	6.38	7.10	8.09	9.21
投资活动现金流	-416	-101	-104	-82	最新发行在外股份(百万股)	746	746	746	746
筹资活动现金流	-27	25	-1	12	ROIC(%)	4.48	6.97	9.41	9.78
现金净增加额	20	599	652	552	ROE-摊薄(%)	6.33	8.73	10.95	10.87
折旧和摊销	152	101	107	112	资产负债率(%)	49.76	52.30	53.74	54.61
资本开支	-196	-160	-160	-136	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.49	17.91	12.51	11.08
营运资本变动	84	-73	-118	-308	P/B (现价)	1.74	1.56	1.37	1.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

