

冰轮环境 (000811.SZ)

强烈推荐-A (维持)

Q1 毛利率继续承压，后续将迎盈利修复和新品放量

冰轮环境 2022Q1 营收 12.6 亿，同比+13%，归母净利润 0.5 亿元，同比-5%。因原材料价格继续上涨，毛利率承压，且 Q1 是传统淡季，损益基数小，个别利薄的项目结算产生扰动。冰轮 22 年动态 PE 为 18.1 倍，预计 22~24 年利润复合增速为 25.1%，估值仍具 39% 的上涨空间，继续维持“强烈推荐-A”评级。

- 冰轮环境发布 2022 年 Q1 季报，业绩略低于预期。实现营收 12.6 亿，同比增长 13%，实现归母净利润 0.5 亿，同比下滑 5%。公司毛利率为 21.1%，同比基本持平，但环比下滑 3.2%。净利率为 3.9%，同比下滑 0.2pct，环比下滑 1.1pct。从期间费用来看，销售费用得到控制，费用率下降，但管理费用同比增长 30.6%。财务费用也同比增长了 545 万元。
- 当季度毛利率受原材料影响依然明显，主要为 21 年底库存订单原材料价格上涨，销售价格未能及时应对。受大宗材料铜板和钢板价格上升因素的影响，公司 Q1 继续承受成本压力。此前，在 21 年前三季度，公司因原材料价格上涨，毛利率与 Q1 状况相近，而 Q4 进行产品提价后，当季毛利率提升至 24.3%。此外因锂价居高，子公司华源泰盟的溴化锂制冷剂价格大幅提高，影响毛利。
- 从行业角度看，今年以来，家用、商用的螺杆压缩机中小机组的销量增长呈现下滑态势，而冰轮主要提供冷库、冷链、工业厂区等场景下的中大型螺杆压缩机，景气度虽然也受影响，但整体影响不大。此外，冷链物流规划发布后，刺激了大型骨干级冷库的恒温压缩机需求，叠加油价高企，CCS 项目盈利性呈现带动 CO2 液化和增压机组的需求。Q1 本就是冰轮的传统淡季，损益基数小，个别利薄项目的结算对当季毛利率造成扰动，造成 Q1 业绩不及预期。然而从全年角度看，后续钢材价格上涨预期有所收敛，且公司要求销售部门报价依据当时原材料价格进行，不得与后续环节产生较大脱节，因此预计 Q2、Q3 等季度的毛利率将得到修复。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。拉长时间线来看，我们认为公司短期业绩增长仍有保障，长期多业务拓展空间大。22 年公司订单仍受益于全国物流冷链规划刺激，相关业务快速增长。此外，我们在先前的深度报告里预计，国内 CCUS 相关的压缩机、增压机组市场空间 20~25 的复合增长率 30%，而行业的氢能相关压缩机、空压机销量也有望在 2025 年翻 2 倍，CCUS+氢能有望为冰轮贡献第二增长曲线。冰轮 22 年动态 PE 为 18.1 倍，估计 22~24 年复合增长率为 25.1%，估值仍具 38.7% 的上行空间，继续维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：新业务拓展不及预期；原材料价格持续上涨；冷链建设不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4044	5383	6473	7619	9163
同比增长	6%	33%	20%	18%	20%
营业利润(百万元)	261	349	433	526	685
同比增长	-52%	34%	24%	21%	30%
归母净利润(百万元)	223	301	372	450	588
同比增长	-51%	35%	24%	21%	31%
每股收益(元)	0.30	0.40	0.50	0.60	0.79
PE	30.3	22.4	18.1	15.0	11.4
PB	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/机械

目标估值：12.50 元

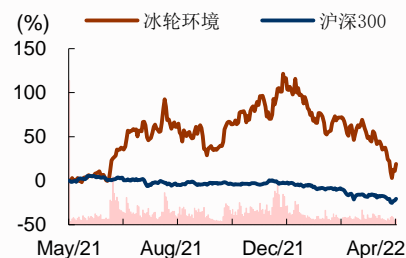
当前股价：9.03 元

基础数据

总股本(万股)	74584
已上市流通股(万股)	74582
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	67
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	6.4
资产负债率	47.5%
主要股东	烟台冰轮控股有限公司
主要股东持股比例	13.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24	-29	16
相对表现	-21	-11	38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《冰轮环境 (000811.SZ) 全年业绩稳健增长，CCUS+氢能业务布局渐成型》2022-04-01
- 《冰轮环境 (000811.SZ) 温控龙头低碳引领增长，冷热布局四季皆有花开》2022-01-14

刘荣 S1090511040001

liur@cmschina.com.cn

吴洋 研究助理

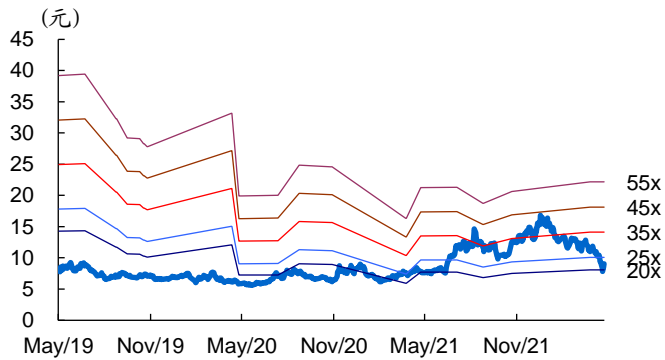
wuyang2@cmschina.com.cn

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业收入	1233	1113	1238	1546	1487	1258
营业成本	1235	1075	1184	1454	1454	1221
营业费用	97	106	94	118	115	112
管理费用	98	43	52	63	88	57
研发费用	73	39	38	38	75	43
财务费用	11	-2	8	4	13	4
投资收益	26	10	22	19	24	10
营业利润	59	59	93	123	74	62
归母净利润	47	52	79	101	69	50
主要比率						
毛利率	-0.1%	3.4%	4.4%	5.9%	2.2%	2.9%
营业费用率	7.9%	9.5%	7.6%	7.7%	7.7%	8.9%
管理费用率	7.9%	3.9%	4.2%	4.1%	5.9%	4.5%
研发费用率	5.9%	3.5%	3.1%	2.4%	5.1%	3.4%
财务费用率	0.9%	-0.2%	0.7%	0.3%	0.9%	0.3%
营业利润率	4.8%	5.3%	7.5%	8.0%	5.0%	4.9%
有效税率	11.4%	21.9%	12.9%	7.8%	-2.3%	20.9%
净利率	3.8%	4.7%	6.4%	6.6%	4.6%	4.0%
YoY						
收入	7.0%	76.0%	27.5%	28.1%	20.6%	13.0%
归属母公司净利润	-70.4%	-473.4%	-30.3%	32.7%	45.1%	-5.0%

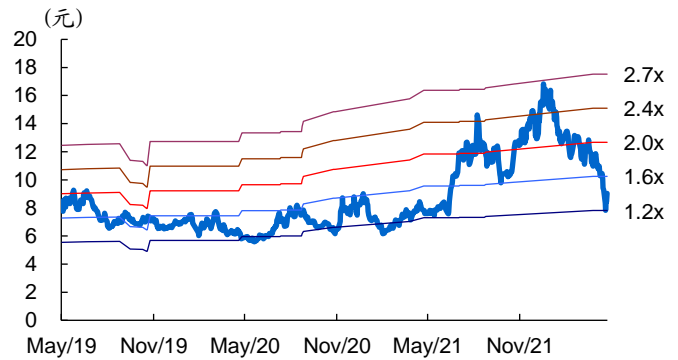
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 冰轮环境历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 冰轮环境历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4590	5991	6408	7323	8879
现金	1440	1660	1709	1980	2666
交易性投资	791	975	975	975	975
应收票据	23	221	266	313	376
应收款项	1030	1252	1264	1488	1789
其它应收款	82	0	0	0	0
存货	715	1148	1315	1534	1831
其他	509	735	880	1034	1242
非流动资产	3596	3873	3821	3878	3633
长期股权投资	319	335	335	335	335
固定资产	938	1084	1133	1280	1116
无形资产商誉	986	989	890	801	721
其他	1353	1465	1464	1463	1462
资产总计	8186	9864	10229	11201	12512
流动负债	3135	4184	4161	4782	5623
短期借款	413	527	0	0	0
应付账款	1389	2037	2392	2791	3331
预收账款	647	830	975	1137	1358
其他	686	789	794	854	934
长期负债	573	724	724	724	724
长期借款	291	389	389	389	389
其他	282	335	335	335	335
负债合计	3708	4908	4885	5506	6347
股本	746	746	746	746	746
资本公积金	464	457	457	457	457
留存收益	3087	3552	3924	4256	4700
少数股东权益	181	200	216	236	262
归属于母公司所有者权益	4297	4756	5128	5459	5903
负债及权益合计	8186	9864	10229	11201	12512

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	529	460	737	584	731
净利润	223	301	372	450	588
折旧摊销	101	152	251	248	259
财务费用	45	23	27	9	5
投资收益	(70)	(74)	(114)	(114)	(115)
营运资金变动	10	29	178	(72)	(94)
其它	221	30	23	63	87
投资活动现金流	(225)	(416)	(86)	(186)	105
资本支出	(187)	(204)	(200)	(300)	(10)
其他投资	(38)	(211)	114	114	115
筹资活动现金流	(71)	(27)	(602)	(128)	(149)
借款变动	109	(18)	(575)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(6)	0	0	0
股利分配	(149)	0	0	(119)	(144)
其他	(31)	(3)	(27)	(9)	(5)
现金净增加额	233	17	49	270	687

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4044	5383	6473	7619	9163
营业成本	2976	4201	4933	5755	6869
营业税金及附加	33	33	39	46	56
营业费用	438	434	647	762	916
管理费用	236	245	259	328	385
研发费用	175	190	207	267	321
财务费用	45	23	27	9	5
资产减值损失	(15)	(41)	(41)	(41)	(41)
公允价值变动收益	6	10	10	10	10
其他收益	51	49	30	30	31
投资收益	77	74	74	74	74
营业利润	261	349	433	526	685
营业外收入	5	1	1	1	6
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	263	347	431	524	688
所得税	31	33	43	54	74
少数股东损益	10	13	16	20	26
归属于母公司净利润	223	301	372	450	588

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	6%	33%	20%	18%	20%
营业利润	-52%	34%	24%	21%	30%
归母净利润	-51%	35%	24%	21%	31%
获利能力					
毛利率	26.4%	22.0%	23.8%	24.5%	25.0%
净利率	5.5%	5.6%	5.7%	5.9%	6.4%
ROE	5.2%	6.3%	7.3%	8.2%	10.0%
ROIC	4.7%	5.5%	7.1%	7.7%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	45.3%	49.8%	47.8%	49.2%	50.7%
净负债比率	11.1%	9.8%	3.8%	3.5%	3.1%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	4.2	4.5	4.0	4.0	4.1
应收账款周转率	3.3	4.3	4.3	4.6	4.6
应付账款周转率	2.1	2.5	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.30	0.40	0.50	0.60	0.79
每股经营净现金	0.71	0.62	0.99	0.78	0.98
每股净资产	5.76	6.38	6.87	7.32	7.91
每股股利	0.10	0.00	0.16	0.19	0.25
估值比率					
PE	30.3	22.4	18.1	15.0	11.4
PB	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	22.8	17.6	12.7	11.5	9.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

招商机械团队： 7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。