

专用设备

大冷股份 (000530.SH) / 11.95 元

改革重塑新大冷

独到见解

公司是具有安全边际的国企改革标的，老国企改善空间大，管理层动力十足。

投资要点

1. 借力国企改革东风，公司治理理顺，长期向上趋势确立。

限制性股票方案推出后，日方、国资委、管理层的利益协调一致，公司治理问题破局。管理层转向专注公司经营和发展。

大股东层面，松下收购三洋的磨合期已过，对于冰山集团和大冷股份的定位已经清晰，战略方向明确，与大股东的合作将逐步强化。

2. 公司行业龙头地位稳固，改善空间大。

大冷股份仍然是冷链行业的龙头企业，市场份额、品牌、技术、产业链布局仍处于行业前列，地位稳固。公司参股控股公司众多，存在整合的可能性；公司资产负债率较低，存在加杠杆的空间；管理理顺后，经营效率提升空间较大。

3. 冷链行业受益消费升级有望持续稳健成长。

我们判断冷链行业有望保持 10-15% 增速持续稳健增长 10 年以上。消费升级是行业增长的核心驱动力。社会对于食品安全的日益重视有利于具有品牌技术和产业链整合能力的龙头企业，大冷股份有望持续受益。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2014 年、2015 年和 2016 年的净利润分别为 1.16 亿元、1.52 亿元和 2.61 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.43 元和 0.75 元，对应估值分别为 37 倍、28 倍和 16 倍。给予强烈推荐的投资评级，目标价 17.14 元，对应 60 亿元市值。

风险提示：

1、国企改革政策进展不及预期；2、投资收益不确定性的风险。

主要财务指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万)	1536	1635	1699	2686
同比增速(%)	0.90%	6.45%	3.91%	58.09%
净利润(百万)	159	122	158	267
同比增速(%)	26.19%	-23.27%	29.51%	68.99%
每股盈利(元)	0.44	0.33	0.43	0.75
市盈率(倍)	27.16	36.21	27.79	15.93

证券分析师： 李佳
 执业编号： S0360514110001
 Email: lijia@hcq.com
 证券分析师： 何思源
 Email: hesiyuan@hcq.com
 研究助理： 鲁佩
 Email: lupei@hcq.com

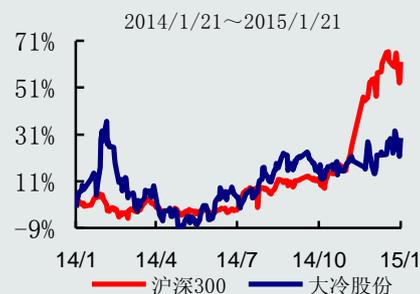
投资评级

投资评级： 强推
 评级变动： 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	35001
流通 A 股/B 股(万股)	21579/0
资产负债率(%)	33.8
每股净资产(元)	5.62
市盈率(倍)	36.79
市净率(倍)	2.17
12 个月内最高/最低价	13.13/8.44

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、借力国企改革东风，公司治理拐点显现.....	4
（一）股权激励破解治理难题.....	4
（二）松下收购三洋：制冷行业龙头面临新的发展机遇。.....	6
二、公司有改善有较大的空间.....	7
（一）、治理问题或是母公司收入增长乏力的主因。.....	7
（二）、财务报表存在较大改善空间.....	8
二、冷链行业持续稳定成长.....	9
（一）城镇化和消费升级双轮驱动，或许是三十年.....	9
1、城镇化和消费升级双轮驱动，或许是三十年.....	10
2、消费升级：重视质量和食品安全.....	11
3、国家政策大力扶持.....	12
（二）我国冷链现状：发展严重滞后，未来空间广阔。.....	14
1、我国冷链发展严重滞后.....	14
2、未来空间广阔，但预计行业保持平稳增长。.....	15
（三）冷库是冷链的核心环节，结构升级空间大。.....	16
三、盈利预测与投资建议.....	17
（一）投资收益预计维持稳定增长.....	17
（二）投资建议.....	17

图表目录

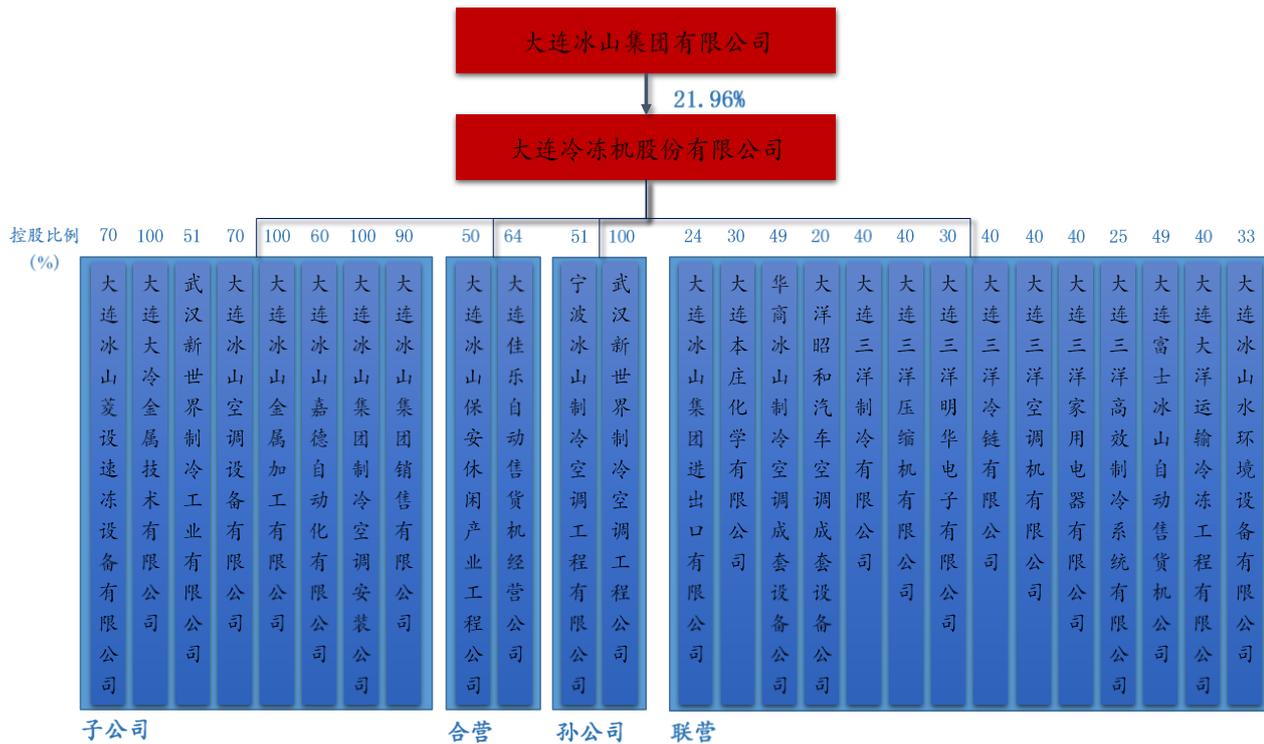
图表 1.	大冷股份股权结构图.....	4
图表 2.	大冷股份营业利润的构成：主营营业利润与投资收益 单位：万元	4
图表 3.	冰山集团股权结构图.....	5
图表 4.	限制性股票方案.....	5
图表 5.	大冷股份理论上的股权结构.....	6
图表 6.	冰山集团发展历程.....	6
图表 7.	冰山集团近几年收入（非合并报表收入）（单位：亿元）	7
图表 8.	松下收购三洋后对冰山集团的动作	7
图表 9.	大冷股份母公司历年收入及增速	8
图表 10.	烟台冰轮母公司历年收入及增速	8
图表 11.	可比上市公司净利率（%）	8
图表 12.	可比公司销售费用率.....	8
图表 13.	可比公司管理费用率.....	8
图表 14.	可比公司资产负债率.....	9
图表 15.	大冷股份每股未分配利润.....	9
图表 16.	大冷股份每股资本公积.....	9
图表 17.	冷链的产业链.....	10
图表 18.	冷链的产业链.....	10
图表 19.	中国城镇化率.....	11
图表 20.	消费者对食品安全关注持续上升	11
图表 21.	食品的安全温度.....	11
图表 22.	冷链相关国家政策.....	12
图表 23.	我国冷链流通率.....	14
图表 24.	我国同发达国家冷链流通率比较	14
图表 25.	我国农产品流通环节损耗率	14
图表 26.	发达国家农产品流通环节损耗率	14
图表 27.	我国城镇居民人均购买农产品消费量.....	15
图表 28.	农产品物流规划目标.....	15
图表 29.	十二五期间冷链运输量级同比数据	16
图表 30.	冷库的主要分类及应用领域.....	16
图表 31.	冷库按使用类型分类.....	17
图表 32.	大冷股份主要参股公司贡献投资收益（单位：万元）	17

一、借力国企改革东风，公司治理拐点显现

(一) 股权激励破解治理难题

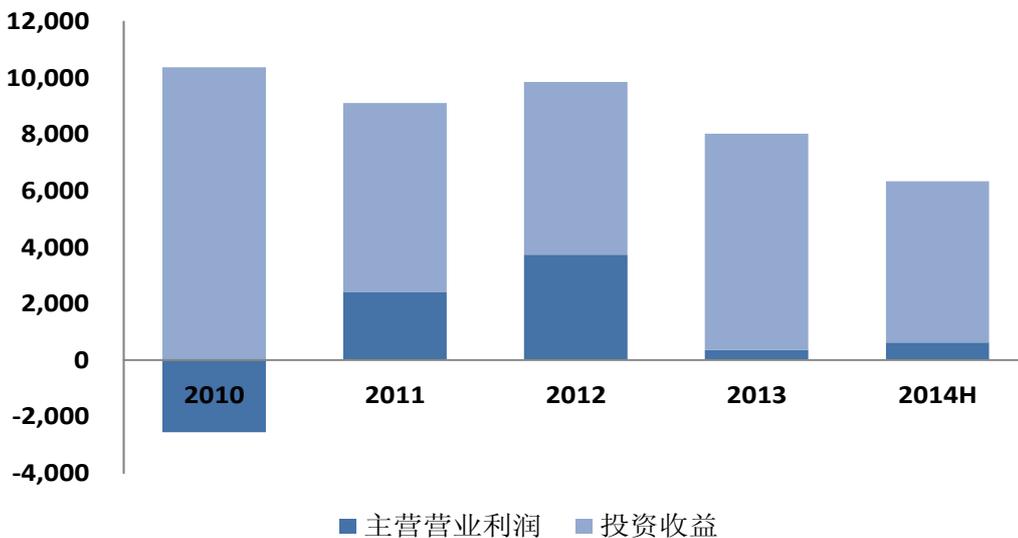
大冷股份总股本 3.5 亿，流通 A 股 2.15 亿股，流通 B 股 1.15 亿股。大连冰山集团是公司大股东，持有公司 A 股 22% 的股份。三洋电机株式会社持有 10% 的 B 股股份。近几年，大冷股份的营业利润主要来自与三洋电机为主参股合资公司企业群。因此从冰山集团层面去研究对于理解大冷股份变得十分重要。

图表1. 大冷股份股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

图表2. 大冷股份营业利润的构成：主营营业利润与投资收益 单位：万元

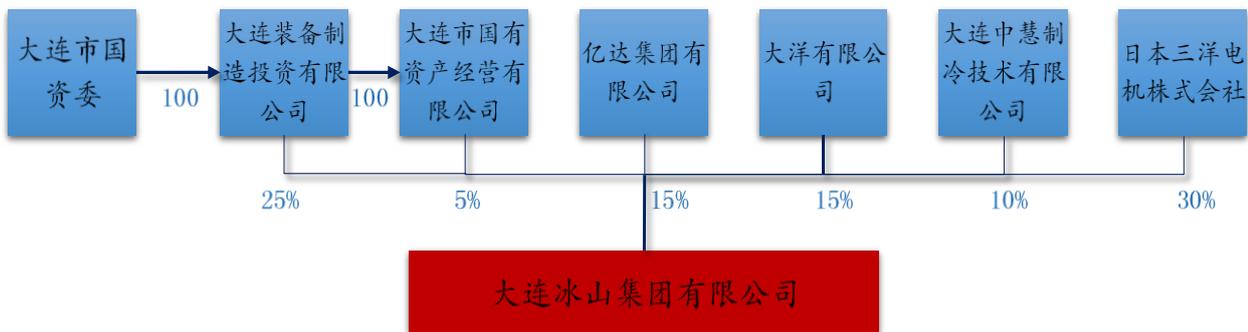


资料来源：公司公告，华创证券

2008 年股改后，冰山集团已经实现了混合所有制，成为中外合资的企业，股东背景已经实现了多元化。大连市国资委持有集团 30% 的股权，管理层通过大连中慧制冷有限公司持有集团 10% 的股权，日本三洋电机株式会社持有 30% 的股权，2008 年底三洋电机被松下要约收购。在集团层面，国资委同松下理论上存在相同的影响力，但也存在相互制衡的问题，由于沟通的因素，决策相对较慢。目前冰山集团的董事长由松下派人担任，总理由中方担任，集团总经理同时也是上市公司的董事长。

在目前的治理结构下，管理层的动力成为公司变化的关键因素。大股东显然看到了这个问题，接国企改革的东风，2014 年 12 月 10 日大冷股份推出了第一份限制性股权激励方案。我们认为公司已经找到了破解治理的问题有效方案，公司的管理改善的拐点明确显现，大冷股份这家百年老店有望焕发出新的光彩。

图表3. 冰山集团股权结构图



资料来源：公司公告，华创证券

公司公布限制性股票方案，拟向公司董事长等 41 名高管和中层授予 1015 万股，占总股份的 2.9%。授予价格为 5.56 元。行权条件为以 2014 年为基数，2015 年收入和利润的增长分别为 10% 和 10%；2016 年收入和利润的增长分别为 20% 和 25%，2017 年收入和利润的增长分别为 30% 和 40%。

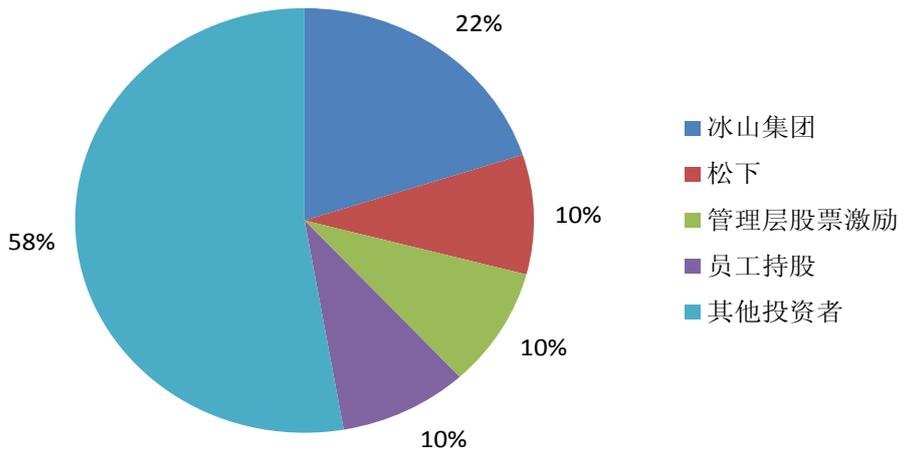
图表4. 限制性股票方案

姓名	职务	授予股票（万股）	占比	占总股本的比例
纪志坚	董事长	94.23	9.28%	0.27%
徐郡饶	董事	65.96	6.50%	0.19%
刘凯	董事、总经理	65.96	6.50%	0.19%
王志强	董事、副总经理	37.69	3.71%	0.11%
荣艳	财务总监	37.69	3.71%	0.11%
李文江	副总经理	37.69	3.71%	0.11%
宋文宝	董事会秘书	28.28	2.79%	0.08%
中层管理人员等（34人）		647.5	63.79%	1.85%
合计（41人）		1015	100.00%	2.90%

资料来源：公司公告，华创证券

从各地方国企改革实践看，股票激励方案可以做多期且上限可以做到总股本的 10%；员工持股计划可以与股票激励方案并行推进，上限也能做到总股本的 10%。这样管理层和员工理论上可以合计持有 20% 的上市公司的股票。我们假设未来 3-5 年随着公司后续激励方案的推出以及 B 股的问题得到解决，管理层和公司员工达到理论的上限，员工的利益和公司的利益将高度一致，困扰公司的治理问题将得到有效的解决。

图表5. 大冷股份理论上的股权结构



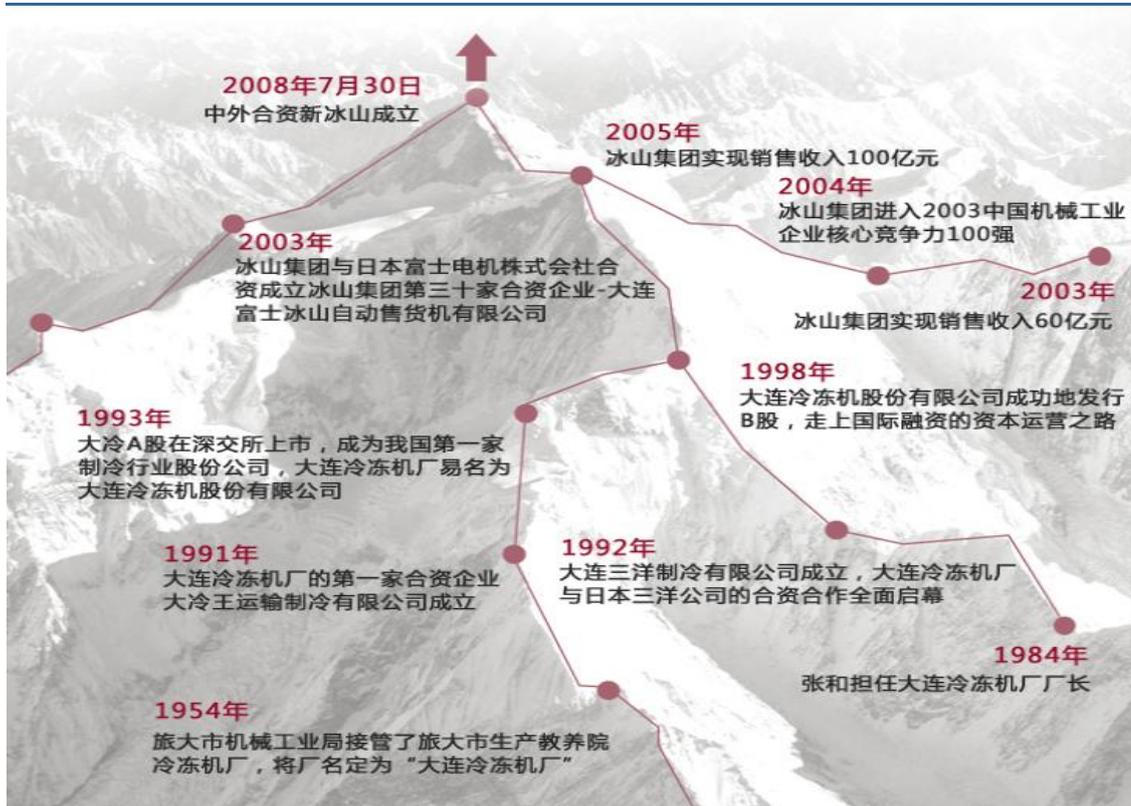
资料来源：公司公告，华创证券

(二) 松下收购三洋：制冷行业龙头面临新的发展机遇。

冰山集团大股东股权的演变是理解集团发展历程的重要线索，冰山集团的发展分为两个阶段三洋电机时代和松下时代两个阶段。

第一个阶段：快速成长。从1978年到2008年，冰山集团的总资产由2540元，发展到118亿元，增长了465倍；销售收入由2497万元，发展到120亿元，增长了481倍；利润由800万元，发展到5亿元（非权益口径），增长了63倍。企业始终保持了两位数的年平均发展速度，各项指标居中国工业制冷行业之首。我们分析和三洋电机为首的日方合作是集团收入快速增长的重要动力之一。

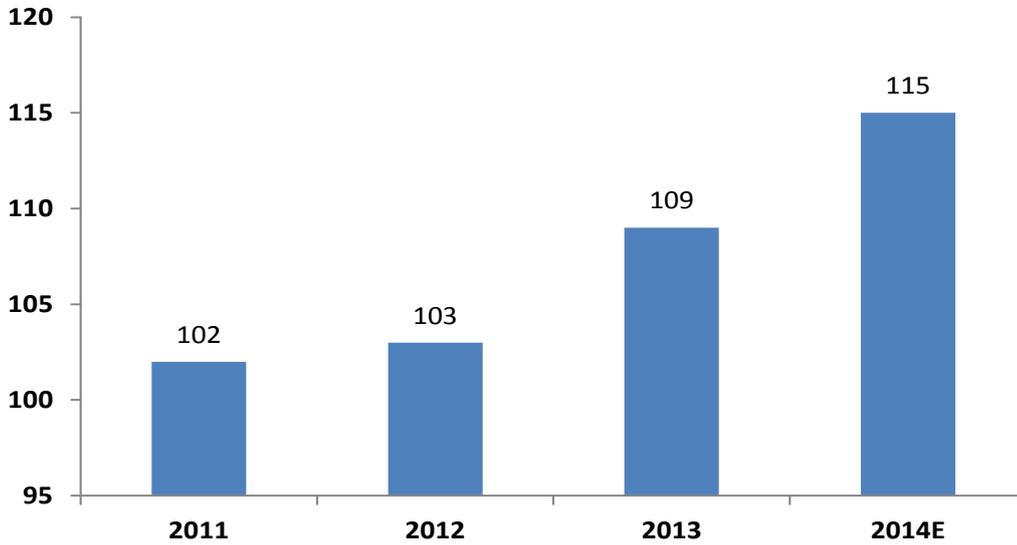
图表6. 冰山集团发展历程



资料来源：公司网站，华创证券

第二个阶段是 2008 年松下提出收购三洋收购至今，集团层面收入增长放缓。2008 年 12 月 18 日松下发起对三洋电机的收购，欧盟、中国等过陆续在 2009 年底通过反垄断调查，批准了松下对三洋电机的收购事宜。我们倾向于认为松下收购三洋后，企业文化的融合，新的战略制定和执行是要花费时间和精力。正如下图，在 2005 年集团收入达到 100 亿元以后，近十年的十年，集团收入增长明显放缓。

图表7. 冰山集团近几年收入（非合并报表收入）（单位：亿元）



资料来源：大连企业联合会，华创证券

在集团层面看，松下收购三洋的冲击基本结束。松下对于冰山集团及三洋系的整合从 2012 年逐步启动。一方面沿着产业链的逻辑调整结构梳理股权，另一方面逐步调整核心资产大冷股份的管理层。

图表8. 松下收购三洋后对冰山集团的动作

对象	时间	动作	注释
大连三洋空调机	2012 年 3 月 7 日	股权转让	三洋空调机并入三洋制冷
大冷股份	2013 年 2 月 5 日	董事会换届	肖永勤任董事长
菱重冰山制冷（大连）有限公司	2013 年 7 月 8 日	新设合资公司	大冷量涡旋机
大冷股份	2014 年 3 月 6 日	董事会调整	纪志坚任董事长
大连冰山集团销售有限公司	2014 年 8 月 21 日	股权转让	冰山集团转让股权给大冷股份
大连冰山金属加工有限公司	2014 年 10 月 23 日	股权转让	关联方转让股权给大冷股份
冰山技术服务（大连）有限公司	2014 年 10 月 23 日	新设立	大冷股份占 60%股份
大冷股份	2014 年 12 月 10 日	限制性股票	激励 41 位高管

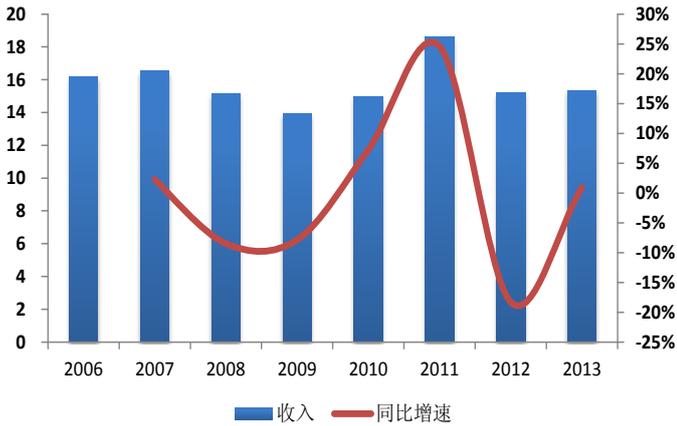
资料来源：公司公告，华创证券

二、公司有改善有较大的空间

（一）、治理问题或是母公司收入增长乏力的主因。

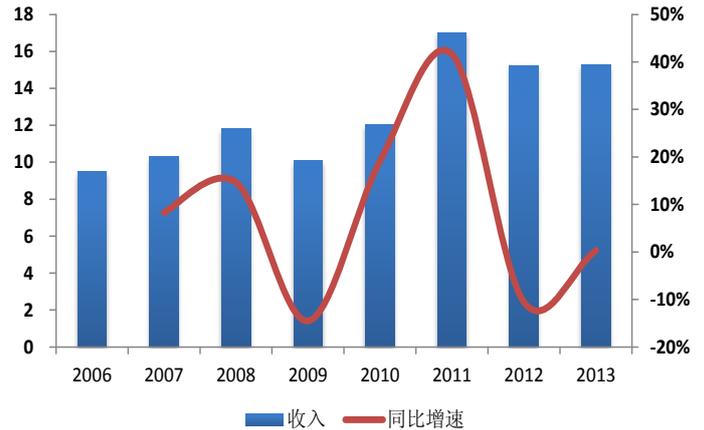
2006 年大冷股份母公司的收入大致是烟台冰轮的一倍左右，到 2013 年两家的收入基本持平。考虑到大冷股份的行业领先地位，我们倾向于认为治理问题是公司被烟台冰轮追上的主要因素。

图表9. 大冷股份母公司历年收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表10. 烟台冰轮母公司历年收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

(二)、财务报表存在较大改善空间

冷链行业主要是大冷股份、烟台冰轮、汉钟精机和雪人股份四家上市公司业务相对接近。我们看到大冷股份和烟台冰轮的盈利能力和管理优秀的汉钟精机比有较大的差距。

图表11. 可比上市公司净利率 (%)

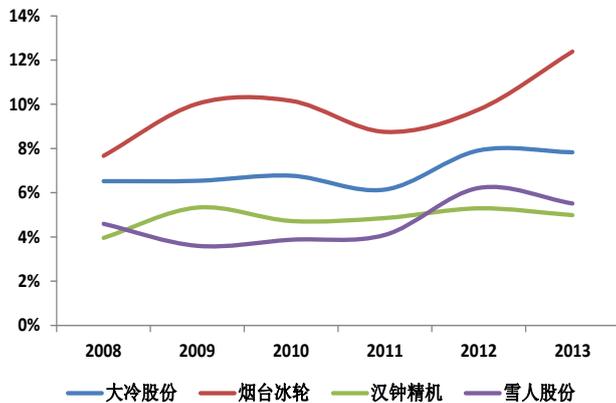
公司	2008	2009	2010	2011	2012	2013
大冷股份	2.6	1.3	2.1	2.2	3.8	4.6
烟台冰轮	-1.9	0.5	2.9	4.5	1.9	3.9
汉钟精机	14.0	18.0	19.5	16.6	15.2	17.6
雪人股份	32.4	35.3	30.1	28.2	24.0	11.3

资料来源: 公司年报, 华创证券

注释: 由于大冷股份和烟台冰轮利润的主要来源是投资收益, 我们简单用净利润减去投资收益得到与公司主营创造的净利润, 然后再与营业收入进行比较, 得到母公司的净利率。

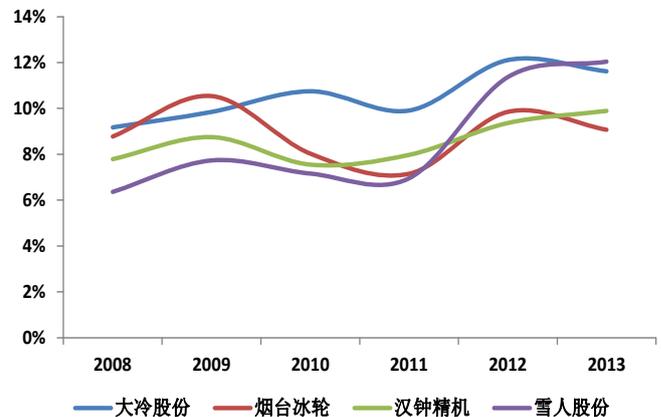
我们看到, 大冷股份的销售费用率显著高于汉钟精机和雪人股份, 销售制度的不同只能部分解释。虽然烟台冰轮的销售费用率要高于大冷股份, 但管理费用率远低于大冷股份。雪人股份管理费用率上升主要是新产品研发投入增加的缘故。大冷股份在控费降本方面还有较大的空间。

图表12. 可比公司销售费用率



资料来源: 华创证券

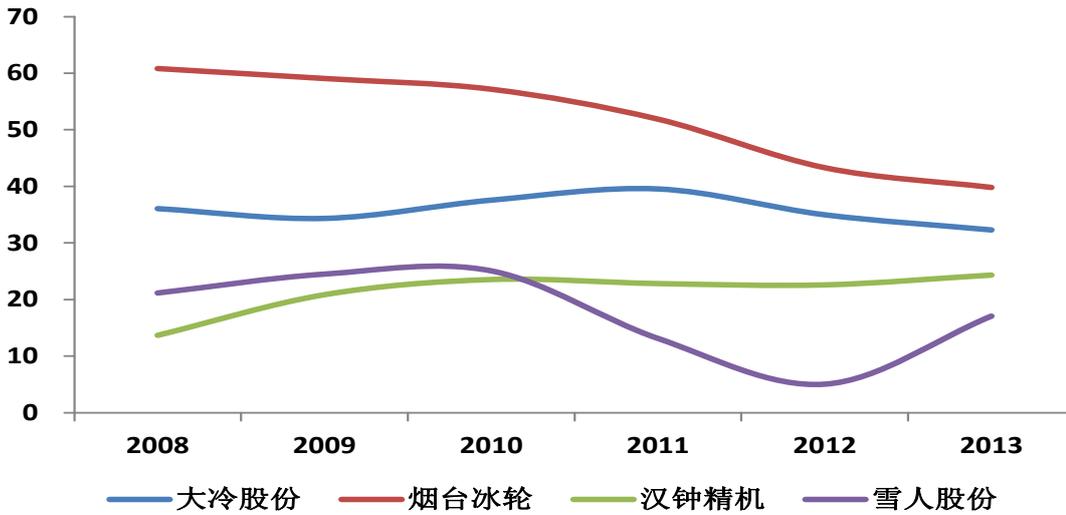
图表13. 可比公司管理费用率



资料来源: 华创证券

大冷股份资产负债率维持在 30%左右，存在一定加杠杆的空间。

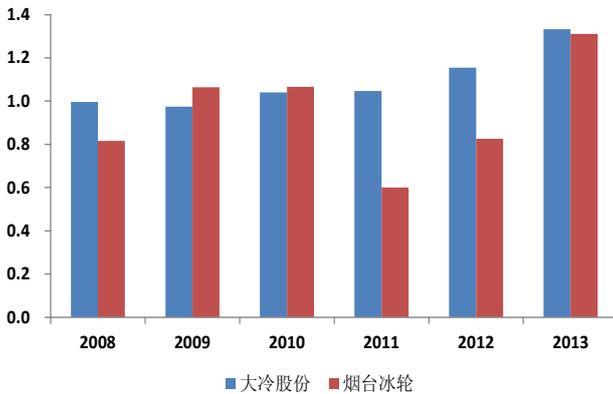
图表14. 可比公司资产负债率



资料来源：公司公告，华创证券

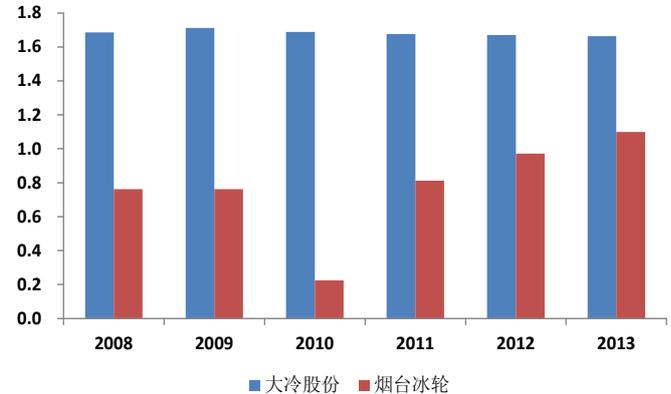
大冷股份 2013 年年末每股未分配利润高达 1.33 元每股，每股资本公积金 1.67 元，公司未来存在一定的送配的可能性。

图表15. 大冷股份每股未分配利润



资料来源：华创证券

图表16. 大冷股份每股资本公积



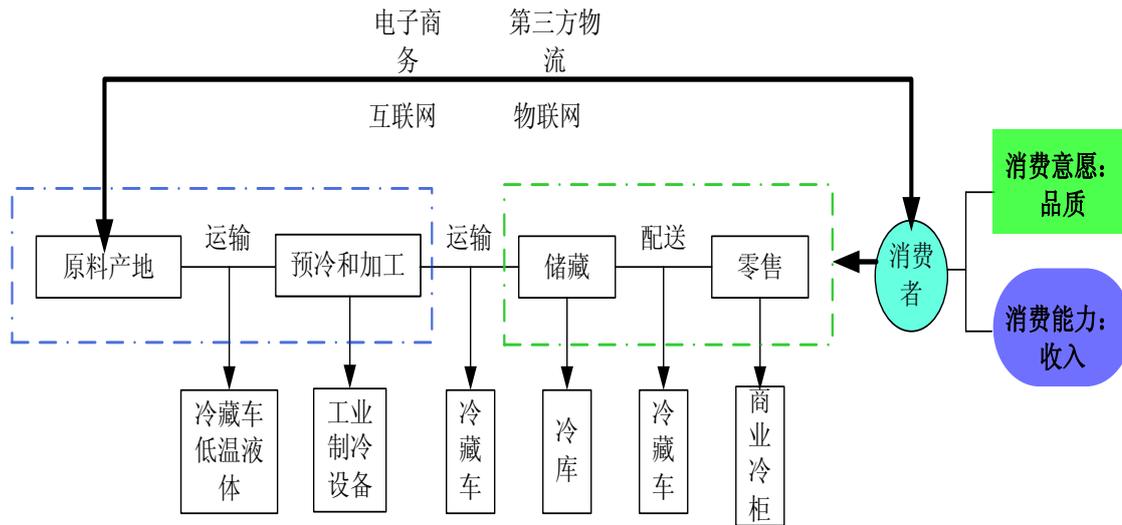
资料来源：华创证券

二、冷链行业持续稳定成长

(一) 城镇化和消费升级双轮驱动，或许是三十年

冷链更强调保证产品质量和减少消耗，减少农产品的流通环节是质量控制和减少损耗的关键。传统的冷链物流往往要么从生产者向下整合物流链条，要么从零售终端如大型批发市场或超市向上整合物流链条，进而达到减少物流环节和加强成本控制的目的。互联网技术和物联网技术使得消费者到生产者之直接联系有望实现，为冷链物流提供了一个全新的商业模式。冷链需求的核心驱动力来自于需求端消费者消费能力的提升，在消费者对品质要求不断提高沿着产业链传导。从设备的角度看，整个冷链发展最终体现在三个方面，冷藏运输设备、冷库以及工业制冷设备。

图表17. 冷链的产业链

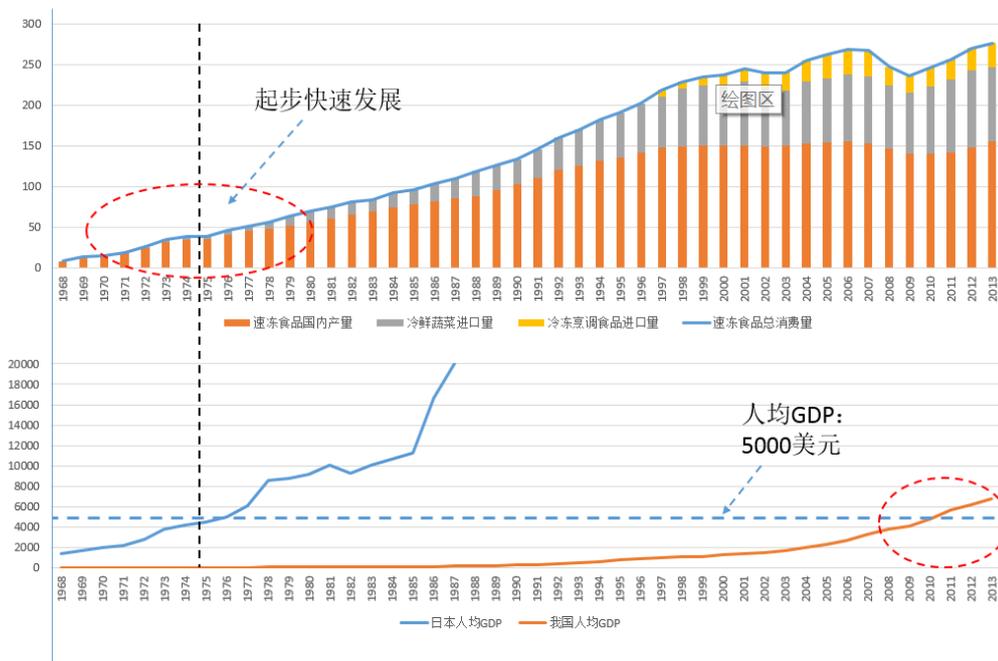


资料来源: 公司公告, 华创证券

1、城镇化和消费升级双轮驱动，或许是三十年

随着的发展和消费水平的提高，人们对冷鲜食品安全性和质量的要求越来越高，对冷链物流的有效需求也随之增长。美日本人均 GDP 和城市化率在 70 年代初达到 3000 美元和 50% 的临界点，速冻食品产业在 70 年代初到 90 年代末这 30 年间的复合增长率达到 12%。分别经历 30 年的高速增长期后，日本速冻食品得消费量增长基本停滞，冷链建设宣告完成。

图表18. 冷链的产业链

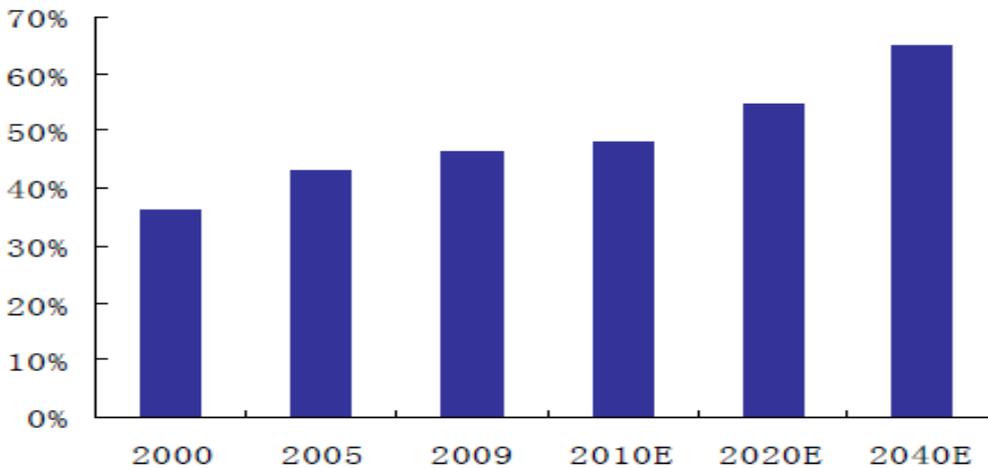


资料来源: 公司公告, 华创证券

1978 年我国的城镇化率仅为 18%，而目前这一数字达到了 47%。未来 30 年，我国的城镇化率还将进一步提高到 70% 左右，也就意味着还将有 3 亿人口进入城市。城镇化对冷鲜需求的拉动至少体现在两个方面，1) 人们改变自己自足的农耕生产方式，从自己生产转向对外

购买，对生鲜食品的需求会出现增长。同时，由于生活中心渐渐远离农产品生产地，增加冷链物流的需求。 2) 从农村转向城市生活水平的提高。

图表19. 中国城镇化率



资料来源: CEIC, 华创证券

2、消费升级：重视质量和食品安全

食品消费分为三个阶段，第一阶段从数量的角度，居民能够买到且买得起生活所需的食品；第二阶段从质量的角度，要求食品营养全面、结构合理、卫生健康；第三个阶段是从发展的角度，要求食品重视生态环境的保护和资源利用的可持续性。目前我国食品消费正从第一阶段向第二阶段升级，部分发达地区已经由原来的第二阶段向第三阶段升级。近年来，消费者对食品关注度持续上升。

图表20. 消费者对食品安全关注持续上升

问题	2009年	2008年	2007年
经济因素及消费者需求	1	4	11
食品安全	2	2	8
企业责任	3	1	5
消费者健康及营养	7	3	1

资料来源: 中国冷链物流发展报告 2010, 华创证券

流通环节食品变质关键在于温度，制冷设备的广泛使用能显著降低食品安全事故的发生。对食品安全和品质的重视，要求冷链在食品运输增加。

图表21. 食品的安全温度

食品	微生物	生长最低温度 (°C)
猪肉	细菌	-4
牛肉	霉菌、酵母菌、细菌	-1~1.6
羊肉	霉菌、酵母菌、细菌	-5~-1
火腿	细菌	1~2
腊肠	细菌	5
熏肉	细菌	-10~-5
鱼贝类	细菌	-4~-7

草莓	霉菌、酵母菌、细菌	-6.5~-0.3
乳	细菌	-1~0
冰淇淋	细菌	-10~-3
大豆	霉菌	-6.7
豌豆	霉菌、酵母菌	-4~-6.7
苹果	霉菌	0
葡萄汁	酵母菌	0
浓桔汁	酵母菌	-10

资料来源：华创证券

3、国家政策大力扶持

国家在政策上一直采取大力扶持的态度。2011年提出《十二五农产品冷链物流发展规划》，2013年制定了冷链物流的行业标准。

图表22. 冷链相关国家政策

时间	机构	文件	要点
2004	国务院	《关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》	要通过“加快建设以冷藏和低温仓储运输为主的农产品冷链系统”来加快农产品的流通；2007年中央一号文件再次强调要积极发展以鲜活农产品冷藏和低温仓储、运输为主的冷链物流系统。
2005	商务部等	《商务部、财政部、税务总局关于开展农产品连锁经营试点的通知》	对试点企业建设的冷藏和低温仓储、运输为主的农产品冷链系统，可以实行加速折旧的办法进行财政支持；2006年商务部安排5亿资金，启动了“双百市场工程”用于扶持100家大型农产品批发市场和100家大型农产品流通企业的建设和改造。
2006	发改委，联合农业部、科技部	《全国食品工业“十一五”发展纲要》	指出“十一五”期间食品工业要重点发展速冻小包装、冷冻调理水产食品，大力发展冷却肉、分割肉和熟肉制品、扩大低温制品、功能性肉制品的生产；重点发展低温脱水蔬菜、速冻蔬菜等；鼓励企业建设包括预冷、分拣、包装、储运的现代冷链物流体系。
2007	国务院	《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》	积极发展以鲜活农产品冷藏和低温仓储、运输为主的冷链物流系统
2008	商务部	《关于加快我国流通领域现代物流发展的指导意见》	将“加强冷链物流体系建设，保障生鲜食品消费安全”作为今后的重点工作之一。工作内容有：加强我国生鲜食品冷链物流的整体规划，制订有利于冷链物流发展的相关法规、标准和制度，建立冷链物流业绩评价指标、冷链物流环境的监控办法等。满足冷链物流不断发展的需求。加强基础设施的建设，鼓励和支持多家企业联合建立生鲜配送中心，推动产地配送中心的建设；鼓励第三方物流企业强化低温冷链系统建设，实现冷链物流配送的专业化、规模化、组织化。
2009	国务院	《物流业调整和振兴规划》	进一步加强农副产品批发市场建设，完善鲜活农产品储藏、加工、运输和配送等冷链物流设施，提高鲜活农产品冷藏运输比例支持发展农资和农村消费品物流配送中心。

2010	国务院	《关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	发展农产品大市场大流通。加大力度建设粮棉油糖等大宗农产品仓储设施，完善鲜活农产品冷链物流体系，支持大型涉农企业投资建设农产品物流设施
2010	发改委	《农产品冷链物流规划》	规划期限是 2010-2015 年。制定了我国“十二五”农产品冷链物流发展的目标、主要任务、重点工程及保障措施，并明确要严格冷链监管体系，扶植大型冷链企业，在税收、土地审批、冷链配送、车辆管制、水电费用等方面给予企业政策支持。 规划的目标之一是到 2015 年，在全国范围内，由政府扶持新建和改扩建冷库库容 1000 万吨，在“十二五”末期极大地缓解我国冷藏基础设施不足的问题。
2008	商务部	《关于加快我国流通领域现代物流发展的指导意见》	将“加强冷链物流体系建设，保障生鲜食品消费安全”作为今后的重点工作之一。工作内容有：加强我国生鲜食品冷链物流的整体规划，制订有利于冷链物流发展的相关法规、标准和制度，建立冷链物流业绩评价指标、冷链物流环境的监控办法等。满足冷链物流不断发展的需求。加强基础设施的建设，鼓励和支持多家企业联合建立生鲜配送中心，推动产地配送中心的建设；鼓励第三方物流企业强化低温冷链系统建设，实现冷链物流配送的专业化、规模化、组织化。
2009	国务院	《物流业调整和振兴规划》	进一步加强农副产品批发市场建设，完善鲜活农产品储藏、加工、运输和配送等冷链物流设施，提高鲜活农产品冷藏运输比例支持发展农资和农村消费品物流配送中心。
2010	国务院	《关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	发展农产品大市场大流通。加大力度建设粮棉油糖等大宗农产品仓储设施，完善鲜活农产品冷链物流体系，支持大型涉农企业投资建设农产品物流设施
2011	发改委	《十二五农产品冷链物流发展规划》	到 2015 年，要建成一批效率高、规模大、技术新的跨区域冷链物流配送中心，冷链物流核心技术得到广泛推广，形成一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心冷链物流企业，初步建成布局合理、设施先进、上下游衔接、功能完善、管理规范、标准健全的农产品冷链物流服务体系。
2012	国家标准化管理委员会、中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会	《冷链物流分类与基本要求》	发布国家冷链物流标准
2014	发改委批准立项、中国物流与采购联合会提出	《餐饮冷链物流服务规范》	提出了餐饮冷链服务的基本条件、服务质量、温度控制、包装、储存、装卸搬运、运输配送、交接的主要评价指标，
2014	国务院	《关于全面深化农村改革，加快推进农业现代化的若干意见》	提出加快发展大宗农产品现代化仓储物流设备，完善鲜活农产品冷链物流体系

2014	国务院	国务院《物流业中长期发展规划》(2014-2020)	到2020年,基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代化物流服务体系。全社会物流总费用与国内生产总值的比率从18%下降到16%左右。提出了多式联运、物流园区、农产品物流、制造业物流、供应链管理等12项物流重点工程。
------	-----	----------------------------	--

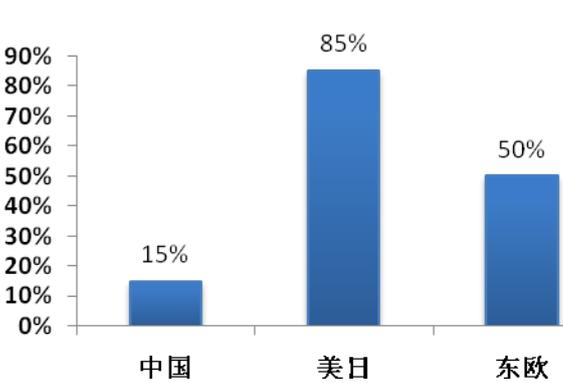
资料来源: 华创证券

(二) 我国冷链现状: 发展严重滞后, 未来空间广阔。

1、我国冷链发展严重滞后

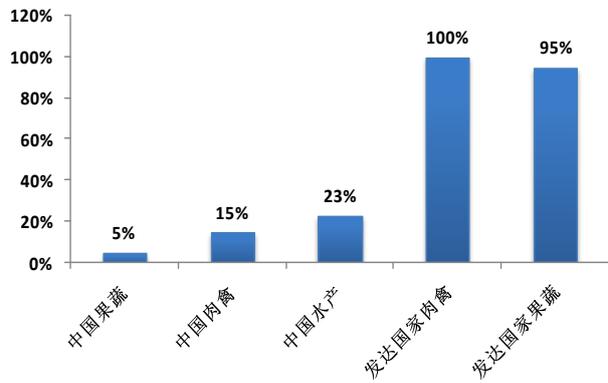
我国冷链发展水平十分落后, 并且发展速度缓慢。目前我国综合冷链流通率仅为19%, 其中果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别为5%、15%、23%。而美、日等发达国家的冷链流通率达到85%, 其中欧、美、加、日等发达国家肉禽冷链流通率已经达到100%, 蔬菜、水果冷链流通率也达95%以上。与发达国家相比, 我国冷链流通率明显较低。

图表23. 我国冷链流通率



资料来源: 华创证券

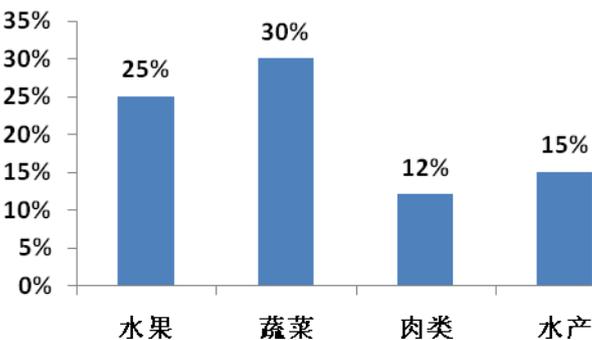
图表24. 我国同发达国家冷链流通率比较



资料来源: 华创证券

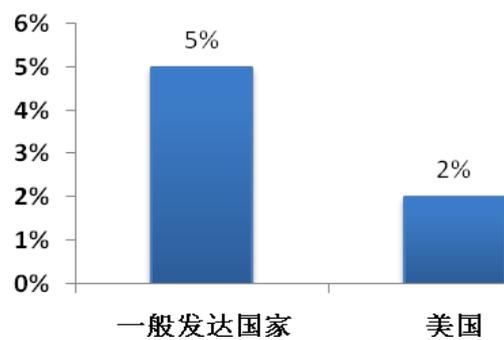
我国冷链体系整体上的落后导致我国冷鲜产品中, 果蔬、肉类、水产品流通中的腐损率分别达到20-30%、12%、15%。仅果蔬一类每年损失就达到1000亿元以上, 而发达国家农产品的腐损率低于5%, 大幅好于我国水平。

图表25. 我国农产品流通环节损耗率



资料来源: 华创证券

图表26. 发达国家农产品流通环节损耗率



资料来源: 华创证券

2、未来空间广阔，但预计行业保持平稳增长。

一方面，我国是农产品生产大国，人口基数决定也是消费大国。而极低的冷链发展水平决定了有着巨大的发展空间。另一方面，我国居民食品的消费，尤其是肉、水产品等消费在 2000 年以后进入了稳定增长期，消费结构较为稳定。因此对于冷链的拉动主要来自于冷链物流率的提升。

图表27. 我国城镇居民人均购买农产品消费量

表格表头	猪肉	家禽	水产品	鲜蛋	鲜奶	水果(瓜果)
1985	16.70	3.26	7.08	6.84		
1990	18.46	3.42	7.71	7.25	4.63	41.11
1992	17.70	5.08	8.19	9.45		
1993	17.40	3.80	8.04	8.86		
1994	17.14	4.13	8.53	9.68		
1995	17.26	3.97	9.50	9.74	4.63	44.97
1996	17.07	4.00	9.25	9.64		
1997	15.34	4.94	9.30	11.13		
1998	15.88	4.65	9.84	10.76		
1999	16.91	4.92	10.34	10.92	7.88	54.21
2000	16.73	5.44	11.74	11.21	9.96	57.49
2001	15.95	5.30	10.33	10.41	12.00	60.00
2002	20.28	9.24	13.20	10.56	15.72	56.52
2003	20.43	9.20	13.35	11.19	18.62	57.79
2004	19.19	6.37	12.48	10.35	18.83	56.45
2005	20.15	8.97	12.55	10.40	17.92	56.69
2006	20.00	8.34	12.95	10.41	18.32	60.17
2007	18.21	9.66	14.20	10.33	17.75	59.54
2008	19.26	8.00	11.90	10.74	15.19	54.48
2009	20.50	10.47	12.20	10.57	14.91	56.55
2010	20.73	10.21	15.21	10.00	13.98	54.23
2011	20.63	10.59	14.62	10.12	13.70	52.02
2012	21.23	10.75	15.19	10.52	13.95	56.05

资料来源：国家统计局，华创证券

根据中国冷链物流发展报告的测算，预计到 2015 年，我国冷链运输量将达到 3.57 亿吨。五年的复合增长率为 15% 左右。

其核心假设：

- 1、肉类、水果、蔬菜、水产品保持稳定增长，按前五年复合增长率增长。
- 2、冷链运输率达到“十二五”规划的目标。

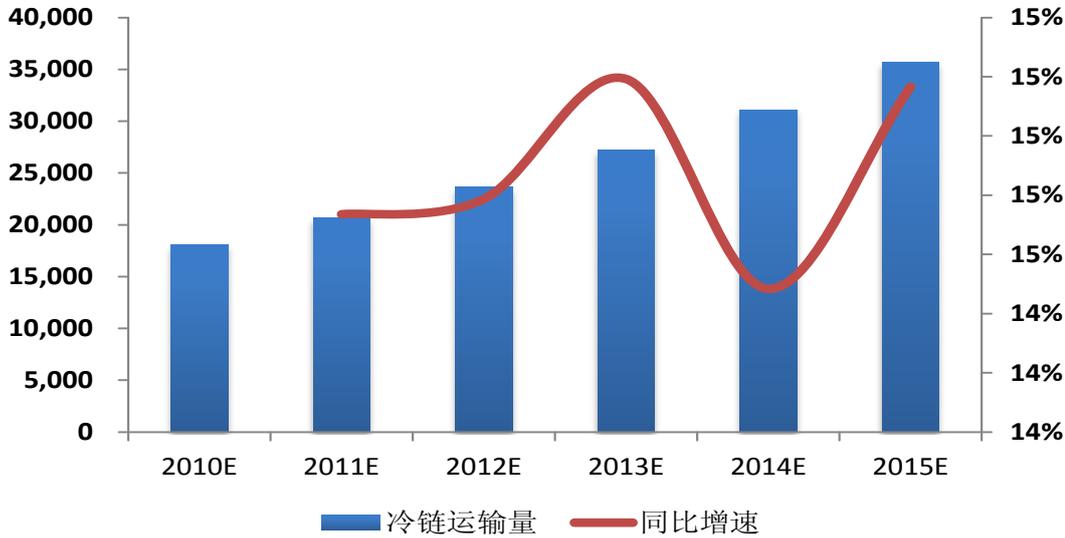
图表28. 农产品物流规划目标

2009	果蔬	肉类	水产品
冷链流通率	5%	15%	23%
冷藏运输率	15%	30%	40%
流通环节腐损率	20-30%	12%	15%
2015	果蔬	肉类	水产品

冷链流通率	20%	30%	36%
冷藏运输率	30%	50%	65%
流通环节腐损率	15%	8%	10%

资料来源：发改委，华创证

图表29. 十二五期间冷链运输量级同比数据



资料来源：中国冷链发展报告，华创证券

（三）冷库是冷链的核心环节，结构升级空间大。

我国冷库经过 50 年多年的发展，经历了从几立方米小型室内库到几万立方米大型室外库，从普通冷库过度到多品种、多规格气调冷库的过程。

图表30. 冷库的主要分类及应用领域

冷库种类	冷库温度	冷库用途
保鲜库	8℃~10℃	水果、蔬菜、花卉、乳制品，酒类，巧克力、黄油、鲜鸡蛋、保鲜肉等保鲜。
冷藏库	-10℃~-20℃	冻鱼、冻肉、冻家禽、冰蛋等冷藏。
冻结库	-20℃~-35℃	鲜鱼、鲜肉、米面制品冻结 冰淇淋、血液制品，化工原料等低温贮存
气调库	8℃~0℃	水果、蔬菜、药材、种子、较长时间贮存
其他非标准冷库	10℃~-60℃	适用于电子、冶金、生物制药、化工、汽车建材航空航天，等行业的工艺性冷冻超低温试验冷处理

资料来源：华创证券

2009 年，我国目前拥有各种类型的冷库 6137 万平方米，库容 860 万吨。具体的看以冷却物冷库为主，其中冷结物冷库（含冰库）3217.43 万立方米，冷却物冷库（含气调库）2909.71 万立方米。而美国冷库的库容为 7074 万平方米，单纯从总量说差距并不明显，但结构不合理，我国的冷库中自用冷库以厂商自建为主，公用冷库主要是国家的储备库。市场型物流型偏少。主要以肉水产为主，果蔬、加工型和批发零售型较少。

大中型冷库逐步发展成为高端用户服务的冷链物流中心，冷库功能已从“低温仓储型”向“冷链物流配送”型发展。冷库的大型化和专业化有利于大冷、烟冷等国内冷链行业龙头企业。

图表31. 冷库按使用类型分类

类型	占比	类型	占比
公用冷库	88.08%	公共储存型	81.26%
		市场配套型	11.21%
		物流配送型	6.69%
		其他配套型	0.84%
自用冷库	11.92%	生产储存型	96.17%
		物流配送型	3.22%
		其他配套型	0.61%

资料来源：华创证券

三、盈利预测与投资建议

（一）投资收益预计维持稳定增长

公司的投资收益主要由三洋压缩机、松下冷链以及三洋制冷贡献。其中三洋压缩机收入主要来源于涡旋机。松下冷链是国内领先的商用制冷设备综合方案提供商，主要产品是冷冻冷藏陈列柜和展示柜等商用制冷设备；大连三洋制冷主要产品是溴化锂吸收式热泵。

总体来看，这些合资企业技术、品牌的优势较为明显，近年来贡献的投资收益较为稳定，我们预计 2014 年到 2016 年，每年贡献 1 亿元、1.2 亿元和 1.45 亿元。

图表32. 大冷股份主要参股公司贡献投资收益（单位：万元）

参股公司	持股比例	2012	2013H	2013	2014H
大连三洋压缩机有限公司	40.00%	4912	3396	6667	9204
京滨大洋冷暖工业(大连)有限公司	20.00%	1212	456	984	2080
松下冷链(大连)有限公司	40.00%	1576	454	768	818
大连三洋制冷有限公司	40.00%	722	17	500	532
大连富士山冰山自动售货机有限公司	49.00%	1100	279	721	2001
合计		9521	4603	9639	5618

资料来源：公司公告，华创证券

我们预计随着公司管理水平不断提升，2015 年起主营的盈利逐步恢复。不考虑外延并购等情况，我们预计公司 2014 年、2015 年和 2016 年的净利润分别为 1.16 亿元、1.52 亿元和 2.61 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.43 元和 0.75 元，对应估值分别为 37 倍、28 倍和 16 倍。

（二）投资建议

考虑公司持有国泰君安约 3010 万股，约占国泰君安总股本的 0.49%，简单按目前海通证券市值对比，预计此部分股票市值 10 亿元左右。目前公司市值在 35 亿元左右。按我们的预测，公司 2016 年主营的收入在 26 亿元左右，如果扣除国泰君安股票的市值，公司 2016 年 PS 仅 1 倍左右。我们认为公司的安全边际较高，向下的空间有限。给予公司强烈推荐的投资评级，对应目标价 17.14 元，对应市值 60 亿元。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1303	1556	1607	1828
现金	513	710	779	1007
应收账款	370	358	360	363
其它应收款	25	20	21	22
预付账款	26	34	31	30
存货	326	383	369	359
其他	44	51	48	48
非流动资产	1664	1580	1586	1574
长期投资	979	946	963	963
固定资产	395	411	418	411
无形资产	155	145	134	122
其他	135	78	71	79
资产总计	2967	3137	3193	3403
流动负债	892	989	945	942
短期借款	38	27	31	32
应付账款	465	462	455	460
其他	389	501	459	450
非流动负债	67	71	67	65
长期借款	0	-3	-5	-6
其他	67	75	72	71
负债合计	958	1061	1012	1007
少数股东权益	102	108	114	120
股本	350	350	350	350
资本公积金	582	582	582	582
留存收益	972	1036	1135	1344
归属母公司股东权益	1904	1968	2067	2276
负债和股东权益	2967	3137	3193	3403

现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	10	125	63	196
净利润	159	116	152	261
折旧摊销	40	43	47	51
财务费用	-6	3	12	20
投资损失	-89	-100	-120	-145
营运资金变动	-84	50	-30	3
其它	-11	13	2	5
投资活动现金流	19	142	68	105
资本支出	-51	-28	-37	-41
长期投资	22	61	-21	-6
其他	47	108	126	152
筹资活动现金流	-50	-70	-62	-73
短期借款	8	-11	5	1
长期借款	0	-3	-1	-2
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他	-55	-55	-65	-72
现金净增加额	-21	197	68	228

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1536	1635	1699	2686
营业成本	1167	1248	1266	1934
营业税金及附加	13	14	15	23
营业费用	120	129	133	188
管理费用	178	193	199	315
财务费用	-6	3	12	20
资产减值损失	19	20	21	33
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	89	100	120	145
营业利润	132	128	173	318
营业外收入	55	37	40	41
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	185	163	210	356
所得税	26	41	53	89
净利润	159	122	158	267
少数股东损益	6	6	6	6
归属母公司净利润	153	116	152	261
EBITDA	213	190	239	385
EPS 摊薄 (元)	0.44	0.33	0.43	0.75

主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	0.9%	6.5%	3.9%	58.1%
营业利润	14.3%	-3.0%	34.8%	83.3%
归属母公司净利润	30.6%	-24.2%	30.8%	72.2%
获利能力				
毛利率	24.0%	23.7%	25.5%	28.0%
净利率	10.4%	7.5%	9.3%	9.9%
ROE	7.8%	5.7%	7.1%	11.4%
ROIC	7.4%	5.4%	6.6%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	32.3%	33.8%	31.7%	29.6%
净负债比率	3.91%	2.19%	2.64%	2.56%
流动比率	1.46	1.57	1.70	1.94
速动比率	1.10	1.19	1.31	1.56
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.54	0.54	0.81
应收帐款周转率	4.25	4.49	4.73	7.43
应付帐款周转率	2.59	2.69	2.76	4.23
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.33	0.43	0.75
每股经营现金	0.03	0.36	0.18	0.56
每股净资产	5.44	5.62	5.91	6.50
估值比率				
P/E	27.89	36.79	28.12	16.33
P/B	2.24	2.17	2.06	1.87
EV/EBITDA	1.02	19.78	15.51	9.04

机械分析师介绍

李佳

机械行业首席分析师。伯明翰大学金融硕士，上海交通大学应用数学学士，4年证券分析行业经验。2012年新财富第6名，水晶球第5名、金牛第5名，2013年新财富第4名，水晶球第3名，金牛第3名，2014年第一财经第1名团队成员。

何思源

机械行业高级分析师。经济学硕士、理学学士。主要负责油气设备、船舶海工、军工、工程机械、冷链、农机等行业的研究；5年机械行业研究经验，3年买方机械军工研究经验。2014年9月加入华创证券研究所。

鲁佩

机械行业助理分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，中央财经大学经济学学士。2014年加入华创证券，从事机械行业研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
	林芷璇	机构销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hczq.com
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558