

强烈推荐-A (维持)

烟台冰轮 000811.SZ

当前股价: 14.2 元

2016 年 12 月 14 日

明年业绩增长可期 回调是买入时机

基础数据

上证综指	3141
总股本 (万股)	43537
已上市流通股 (万股)	40324
总市值 (亿元)	62
流通市值 (亿元)	57
每股净资产 (MRQ)	5.1
ROE (TTM)	13.7
资产负债率	52.6%
主要股东	烟台冰轮集团
主要股东持股比例	29.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	33	-14
相对表现	-8	22	-8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《烟台冰轮 (000811) — 业绩落实 轨交概念还未被完全挖掘》 2016-10-26
- 2、《烟台冰轮 (000811) — 上半年扣非净利润大增 存在并购和国企改革预期》 2016-08-28
- 3、《烟台冰轮 (000811) — 三大板块发力 构筑业绩拐点 (冷链系列研究之一)》 2016-07-27

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

吴丹
wudan6@cmschina.com.cn

事件:

烟台冰轮 12 月 14 号公告与日本国株式会社荏原制作所 (日本荏原) 签订股权转让协议, 出让烟台荏原空调设备有限公司 (烟台荏原) 40% 股权, 转让价格为 3.2 亿元。

评论:

1、交易于明年年初完成, 贡献超 1 亿投资收益

公司于 8 月 26 号公告, 在产权交易市场公开挂牌出让所持有的烟台荏原 40% 的股权, 于 12 月 14 号公告与日本荏原 (烟台荏原原控股股东) 签订股权交易合同。本次交易为合资公司的原股东全资收回, 但实施尚须到政府商务主管部门办理变更备案手续, 到外商投资企业的登记管理机关办理股东变更登记, 基本于年后才能完成登记, 于明年一季度确认投资收益, 金额约为 1 亿元。

2、四季度订单延续上半年增长态势 全年扣非净利超 2 亿

目前烟台冰轮已实现全温控链布局, 主营包括低温板块的冷链业务、中温板块的空调业务以及高温板块的环保制热业务。经与公司沟通, 四季度母公司冷链订单同比增速超 20%, 顿汉布什订单同比增长 30% 以上, 华源泰盟经营正常, 联营企业全年 3700-3800 万投资收益基本落实。今年全年扣非净利超 2 亿预期不变。

3、展望明年收入增长 25% 扣非净利增长 25%-30%

展望明年, 保守估计明年收入增长 25% 以上, 扣非净利增长 25%-30%。今年母公司由亏扭盈, 上半年冷链订单同比增长 40%, 下半年冷链订单增长 20%-25%, 顿汉布什全年订单增速超 30%。明年收入基本与订单增速匹配, 同时, 由于经营改善, 期间费用率下降, 扣非净利增速超收入增速, 增长约为 25%-30%, 达 2.6 亿。另外本次出让烟台荏原投资收益 1 亿于明年确认, 全年净利约 4 亿元。

4、继续强烈推荐 回调建议买入!

我们认为, 烟台冰轮已从传统冷链龙头中脱颖而出, 实现全温控链布局优于竞争对手, 全年业绩符合或略超业绩。今年订单增长持续支撑明年业绩, 同时轨交概念尚未完全被市场认识, 增长具有可持续性。2017 年扣非净利 2.6 亿对应扣非 PE 仅 24 倍, 净利 4 亿对应 PE 仅为 15.1 倍, 明显低于同行业可比公司, 继续坚定看好, 合理估值 90 亿不变。近期股价有明显回调, 正是买入时机, 继续强烈推荐!

5、风险提示: 竞争加剧冷链产品毛利率下降, 环保制热业务扩展不达预期等。

表 1: 主要财务指标预测

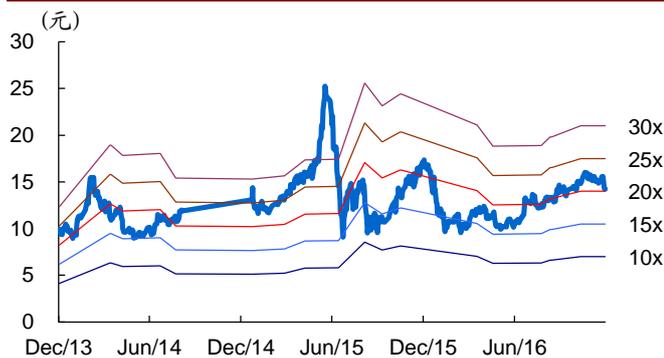
会计年度	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1528	1691	2869	3335	4178	5044
同比增长	0%	11%	70%	16%	25%	21%
营业利润(百万元)	264	250	374	321	513	481
同比增长	97%	-5%	49%	-14%	60%	-6%
净利润(百万元)	253	208	308	290	411	358
同比增长	79%	-18%	48%	-6%	42%	-13%
每股收益(元)	0.58	0.48	0.71	0.66	0.94	0.82
P/E(倍)	24.4	29.7	20.1	21.4	15.1	17.3
P/B(倍)	4.1	3.8	3.1	2.8	2.4	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示: 竞争加剧冷链产品毛利率下降, 环保制热业务扩展不达预期等等。

PE-PB Band

图 1: 烟台冰轮历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 烟台冰轮历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《烟台冰轮 (000811) — 业绩落实 轨交概念还未被完全挖掘》2016-10-26
- 2、《烟台冰轮 (000811) — 上半年扣非净利润大增 存在并购和国企改革预期》2016-08-28
- 3、《烟台冰轮 (000811) — 三大板块发力 构筑业绩拐点 (冷链系列研究之一)》2016-07-27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1319	2057	2005	2539	3258
现金	350	583	308	411	686
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	29	34	42	51
应收款项	392	743	852	1068	1289
其它应收款	18	35	40	51	61
存货	488	585	676	848	1026
其他	54	82	96	120	145
非流动资产	1597	2360	2246	2193	2146
长期股权投资	483	324	324	324	324
固定资产	297	607	576	549	525
无形资产	130	259	233	210	189
其他	687	1170	1113	1110	1108
资产总计	2917	4417	4251	4732	5404
流动负债	1123	2222	1721	1794	2127
短期借款	212	407	248	0	0
应付账款	391	573	662	830	1005
预收账款	351	379	437	549	664
其他	170	865	374	415	458
长期负债	81	113	163	163	163
长期借款	0	10	60	60	60
其他	81	103	103	103	103
负债合计	1204	2336	1885	1957	2290
股本	395	435	435	435	435
资本公积金	57	268	268	268	268
留存收益	859	1251	1518	1900	2217
少数股东权益	100	100	119	145	168
归属于母公司所有者权益	1612	1980	2248	2629	2946
负债及权益合计	2917	4417	4251	4732	5404

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	171	290	333	277	313
净利润	208	308	290	411	358
折旧摊销	50	90	111	103	97
财务费用	11	30	32	7	(3)
投资收益	(165)	(277)	(63)	(160)	(50)
营运资金变动	64	164	(55)	(112)	(114)
其它	4	(25)	20	29	26
投资活动现金流	95	271	3	(50)	(50)
资本支出	(38)	(109)	(50)	(50)	(50)
其他投资	133	379	53	0	0
筹资活动现金流	(127)	(504)	(611)	(124)	12
借款变动	135	(1003)	(620)	(248)	0
普通股增加	0	41	0	0	0
资本公积增加	(376)	211	(0)	0	0
股利分配	(44)	(44)	(22)	(29)	(41)
其他	159	290	31	153	53
现金净增加额	139	56	(275)	103	275

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1691	2869	3335	4178	5044
营业成本	1227	2049	2367	2971	3596
营业税金及附加	19	30	35	44	53
营业费用	173	348	334	418	504
管理费用	155	267	300	376	454
财务费用	10	30	32	7	(3)
资产减值损失	22	49	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	165	277	63	160	50
营业利润	250	374	321	513	481
营业外收入	12	22	100	50	50
营业外支出	4	8	8	8	8
利润总额	258	387	413	555	523
所得税	31	60	105	119	142
净利润	228	328	308	437	381
少数股东损益	20	20	18	26	23
归属于母公司净利润	208	308	290	411	358
EPS (元)	0.48	0.71	0.66	0.94	0.82

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	11%	70%	16%	25%	21%
营业利润	-5%	49%	-14%	60%	-6%
净利润	-18%	48%	-6%	42%	-13%
获利能力					
毛利率	27.4%	28.6%	29.0%	28.9%	28.7%
净利率	12.3%	10.7%	8.7%	9.8%	7.1%
ROE	12.9%	15.5%	12.9%	15.6%	12.1%
ROIC	9.0%	6.2%	9.2%	12.8%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	41.3%	52.9%	44.3%	41.4%	42.4%
净负债比率	7.3%	21.0%	7.3%	1.3%	1.1%
流动比率	1.2	0.9	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.1	3.8	3.8	3.9	3.8
应收帐款周转率	4.8	5.1	4.2	4.4	4.3
应付帐款周转率	3.7	4.3	3.8	4.0	3.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.48	0.71	0.66	0.94	0.82
每股经营现金	0.39	0.67	0.77	0.64	0.72
每股净资产	3.70	4.55	5.16	6.04	6.77
每股股利	0.10	0.05	0.07	0.09	0.08
估值比率					
PE	29.7	20.1	21.4	15.1	17.3
PB	3.8	3.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	28.6	18.5	18.5	13.7	14.9

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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。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 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

吴丹，北京大学西方经济学硕士。

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。