

借行业发展契机，享节能环保溢价

研究结论：

- **冷链发展规划拉动公司主业持续高增长。**减少浪费就是最大的节能环保，因此，我国出台了冷链发展规划，目标到 2015 年冷库容量在 880 万吨的基础上增加 1000 万吨，行业面临前所未有的发展机遇。公司是我国制冷空调领域的领军企业，必将充分受惠于行业的高增长，我们预计公司主业未来三年年均增速有望超过 20%。

- **公司主业具备拓展节能环保领域潜力。**公司的螺杆压缩机具备向地源热泵、海水源热泵、工业流程能量回收、冰蓄冷电网调峰等节能环保领域拓展的潜力。节能环保大幅拓展了公司主业的下游应用领域，打开公司主业未来五年的成长空间。

- **分享节能环保盛宴，实现投资收益大幅增长。**节能环保将是我国“十二五”的一个重要核心，公司三大主要参股公司的主导产品均涉足节能环保装备领域，未来五年均将在我国节能环保产业的迅速膨胀中飞速发展，进而给公司带来持续高增长的丰厚回报。

- 烟台现代冰轮重工（参股 45%）主营流化床锅炉和余热锅炉，直接受惠于我国的节能环保大趋势，未来三年年均增速有望达到 50%以上。

- 烟台顿汉布什工业（参股 45%）主营中央空调，在核电、高铁和城轨地铁及其周边商圈等大规模建设的拉动下，未来三年年均增速有望达到 30%以上。

- 烟台荏原空调设备（参股 40%）主营大型溴化锂机，在工业流程能量回收，以及合同能源管理产业大发展等的拉动下，未来三年年均增速有望达到 25%以上。

● **风险因素：**

宏观经济波动影响的不确定性，以及钢材、铜等原材料价格波动影响的不确定性。

● **催化剂：**

“十二五”规划及其相关节能环保扶植政策的推出。

● **估值与投资评级：**

冷链产业发展规划拉动下的主业高速增长与节能环保驱动出来的丰厚投资收益回报，是公司持续高增长的主要驱动因素，我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 40.21%。鉴于公司的节能环保溢价和投资收益占比较大的折价效应，我们给予公司股价 0.8PEG 和 32.17 倍 PE 估值水平，对应 2011 预测 EPS 的股价是 24.75 元，目前股价低估，首次评级买入。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

胡耀文

机械行业研究助理

8621-63325888-6103

huyaowen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060048

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 11 月 26 日) 19.01 元

目标价格 24.75 元

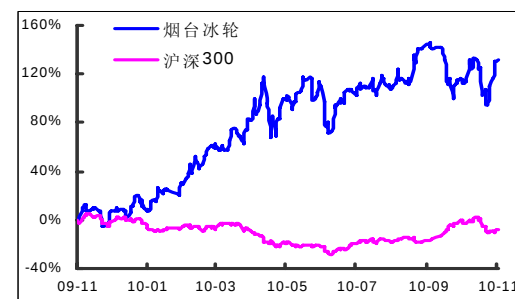
总股本/流通 A 股 (万股) 26306.49/26306.49

A 股市值 (百万元) 5000.86

国家/地区 中国

行业 专用机械制造业

报告日期 2010 年 11 月 29 日

行业表现

评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.80	11.82	116.97
相对表现 (%)	14.81	2.53	131.91

资料来源：WIND

公司财务分析				
(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1009.03	1160.38	1384.01	1710.60
税前利润	73.24	148.68	213.08	305.45
归属母公司净利润	83.15	147.20	202.43	281.02
EBITDA	95.95	119.48	143.54	184.00
每股收益(元)	0.47	0.56	0.77	1.07
净资产收益率	10.64%	18.28%	22.12%	25.89%
每股经营现金(元)	0.89	0.13	0.60	0.59
市盈率(X)	2.11	33.97	24.70	17.80
EV/EBITDA	3.95	43.44	35.29	26.63

资料来源：公司数据，东方证券研究所

目 录

一、行业背景	4
政策强力扶持冷链建设成为行业催化剂	4
行业有望演绎跨越式发展	4
公司“产品加工程”定位享受冷链建设巨大机遇	5
二、公司核心竞争力分析	5
公司治理机构稳定，风投战略退出无碍	5
公司的合资公司技术储备雄厚、涉猎领域广阔	6
三、增长驱动力分析	7
制冷产业链“十二五”还将持续高增长	7
投资收益是公司高速增长另一只引擎	8
四、盈利预测的不确定性	11
五、盈利预测与公司估值	11
预测假设	11
享受投资收益的高速成长	12

图表目录

表一：2015 年我国冷链目标.....	4
图一：今年全年制冷压缩机的需求旺盛	4
图二：环境污染治理投资力度逐年增大	5
表三：烟台冰轮集团的业务结构分析.....	5
表四：红塔创新已开始战略性推出.....	7
图三：下游行业投资增速走势.....	7
图四：通用机械产量及其增长情况.....	8
表五：2010 年我国在建核电工程一览	9
图五：节能环保设备产量及其增长情况	10
图四：节能环保设备产量及其增长情况	10
表五：分产品盈利预测	11
表六：权益法记入上市公司的长期股权投资	12
表七：估值比照分析	12

一、行业背景

政策强力扶持冷链建设成为行业催化剂

完整的冷链体系已经形成，行业的高速增长将得到强力保证。根据国家制冷协会报道，在《物流业调整和振兴规划》的背景下，国家发展改革委印发了《农产品冷链物流发展规划》（以下简称《规划》）。《规划》提出：到 2015 年，建成一批运转高效、规模化、现代化的跨区域冷链物流配送中心，培育一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心企业，冷链物流核心技术将得到广泛推广，并初步建成布局合理、设施装备先进、上下游衔接配套、功能完善、运行管理规范、技术标准体系健全的农产品冷链物流服务体系。依据规划，2015 年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别达到 20%、30%、36% 以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65% 左右，流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10% 以下。

表一：2015 年我国冷链目标

(%)	果蔬	肉类	水产品
冷链流通率	20	30	36
冷藏运输率	30	50	65
流通环节产品腐损率	15	8	10

资料来源：中国制冷网

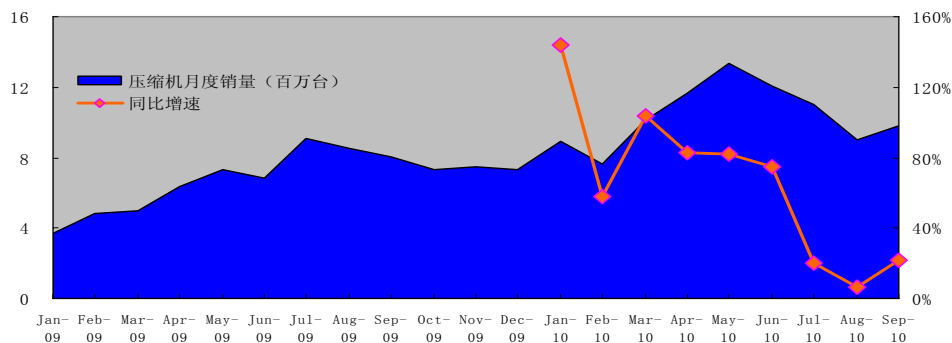
工程的大规模上将成为行业的最大催化剂。《规划》提出要实施八大重点工程：一是冷库建设工程，二是低温配送处理中心建设工程，三是冷链运输车辆及制冷设备工程，四是冷链物流企业培育工程，五是冷链物流全程监控与追溯系统工程，六是肉类和水产品冷链物流工程，七是果蔬冷链物流工程，八是冷链物流监管与查验体系工程。

融资的多元化提供完美的解决方案。《规划》还要求，中央和地方政府要加强协调、完善政策、整合资源、增加投入加强法律法规建设，支持农产品冷链物流健康发展。

行业有望演绎跨越式发展

据不完全统计，整个压缩机行业今年上半年出现超预期的旺销，下半年逐步退烧但是同比增速仍相对乐观。我们认为压缩机节能升级需求和新开工项目高位稳步推行都是支持明年上半年持续现有销售热度的强力支撑。

图一：今年全年制冷压缩机的需求旺盛

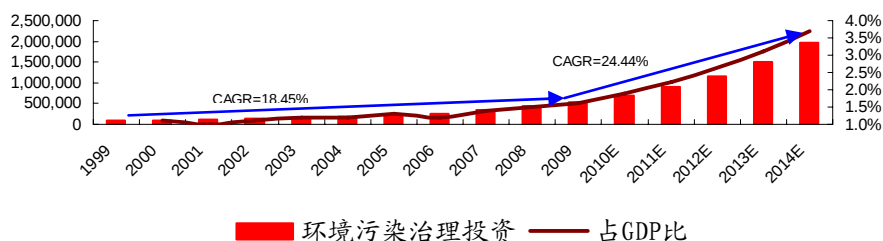


资料来源：CEIC

公司“产品加工程”定位享受冷链建设巨大机遇

制冷行业虽然归属于充分竞争市场，但核心技术国产化水平与国际同行差距明显，大部分企业处于低端的完全竞争市场。在“十一五”期间，上市公司涌现出一批掌握核心技术和竞争力的公司，其各自都呈现出不同的定位和发展空间。我们认为公司定位高端节能制冷产品并不断扩展工程总包业务，将有望直接受益节能环保政策的强力扶持。

图二：环境污染治理投资力度逐年增大



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

二、公司核心竞争力分析

公司治理机构稳定，风投战略退出无碍

实际控制人：冰轮集团创建于1956年，是以工业制冷成套设备、中央空调、铸件、密封材料、热电联产循环流化床锅炉、高参数阀门、塑料型材管材为主导产业的大型工业企业，到2007年底公司从业员工5000余人，总资产25亿元，年营业额24亿元，出口交货值5亿元，总部及三个工业园区占地面积150万平方米。本公司是冰轮集团的核心企业。

冰轮集团积极对外招商引资，加快推进企业国际化进程，先后与美国顿汉布什公司、日本荏原制作所、韩国现代重工业株式会社、韩国三信株式会社等国际知名公司合作，兴办合资企业已权益法体现在公司的合并报告之中。

表三：烟台冰轮集团的业务结构分析

冷冻冷藏及工业制冷成套设备系列产品	自主研发的新型高效螺杆压缩机代表了国内最高水平，处于市场主导地位
中央空调系列产品	合资引进了国际领先水平的立式全封闭螺杆式冷水机组、溴化锂吸收式制冷机等产品，在该领域处于行业先进水平；
铸件系列产品	年产铸件4万吨、精密铸件加工1.5万吨，是国内铸造行业最具竞争力的企业之一
密封材料产品	密封垫片市场占有率据国内同行首位，产品技术、质量水平达到国内领先水平
热电联产锅炉	与韩国现代重工业株式会社合资，生产节能、采用洁净燃烧技术的热电联产循环流化床锅炉和余热锅炉
高参数阀门	与韩国三信株式会社合资，生产填补国内空白、长期依靠进口的火电、核电等高端阀门（处于亏损改制转型阶段）
塑料型材管材产品	年产塑料型材2万吨、管材1万吨

资料来源：公司网站

公司的合资公司技术储备雄厚、涉猎领域广阔

◆ 烟台顿汉布什工业有限公司

顿汉布什烟台工厂是由美国顿汉布什和烟台冰轮集团合资建立，成立于 1995 年，主要生产中央空调使用的水冷机组、风冷机组、末端及商用机产品，目前已开发生产了近 30 种产品，充分满足市场的各种需要。美国顿汉布什作为制冷空调行业的知名国际品牌，具有悠久的历史，现代顿汉布什公司成立于上世纪五十年代，是由 C.A.DUNHAM 公司（成立于 1894 年）、BUSH 公司（成立于 1906 年）、BURUNER 公司（成立于 1906 年）经资源和技术整合而成。顿汉布什在空调用螺杆压缩机的研究发展和应用领域做出了卓越贡献，上世纪 60 年代世界上第一台适合制冷空调使用的双螺杆压缩机在顿汉布什下线，几十年来顿汉布什作为双螺杆机的先驱和技术倡导者，始终引领着螺杆压缩机技术的最新发展。顿汉布什螺杆压缩机以高效率和高稳定性著称于世，其螺杆技术被许多厂家效仿。

◆ 烟台荏原空调设备有限公司

烟台荏原空调设备有限公司创建于 1996 年，是由日本荏原制作所与烟台冰轮股份有限公司共同投资成立的合资企业，是日本荏原公司在海外建立的第一个制冷机工厂，作为面向国际市场的生产基地，是以工业制冷成套设备、溴化锂吸收式冷（温）水机组、离心机、螺杆式冷水（热泵）机组、冷却塔及真空热水机组为主导产业的大型工业企业。

公司每年约 50% 的产品返销日本，引进日本荏原近 600 项专利技术。烟台荏原公司主要生产和销售具有当今国际最先进技术水平的溴化锂吸收式冷（温）水机组、离心机、螺杆式冷水（热泵）机组、冷却塔及真空热水机组。

◆ 烟台冰轮重工有限公司

烟台现代冰轮重工有限公司主要从事用于发电和热电联产用循环流化床锅炉、燃气-蒸汽联合循环发电用余热锅炉（HRSG）及其配套设备的生产和销售，在石油焦燃烧技术上拥有突出优势，并可承揽集设计、制造、安装、调试及运行管理为一体的交钥匙工程。占地面积 15 万，拥有世界先进的整套自动化生产线，关键设备全部进口；现有员工 450 余人，其中工程技术人员 70 余人，持有各种上岗资质的人员约占员工总数的 50%。

烟台冰轮重工有限公司自 2004 年成立以来一直保持着蓬勃的发展趋势，在不到三年的时间里先后取得了中国 A 级锅炉生产许可证和 A2 级压力容器制造许可证、挪威船级社（DNV）ISO9001：2000 质量体系认证证书和 ISO14001：2004 环境管理体系认证证书；通过了美国机械工程师协会（ASME）的 A、S、U、PP 钢印认证、美国锅炉压力容器检验师协会“NBBI”授权的 R 钢印认证，获得了国内和国际产品制造的资格；实现了产品出口，充分显示了公司在锅炉领域中所具备的技术优势和竞争实力。

为顺应电力和环保事业的发展，烟台冰轮重工有限公司又投资新建了二期工程。二期工程主要以生产燃气-蒸汽联合循环发电用余热锅炉（HRSG）为主，设计产能达到 10 台/年，为实现公司的多元化发展目标迈出了新的步伐。

◆ 烟台万华股份有限公司

公司是国内 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）制造龙头企业，亚太地区最大的 MDI 制造企业。公司主要从事 MDI 为主的异氰酸酯系列产品、芳香多胺系列产品、热塑性聚氨酯弹性体系列产品

的研究开发、生产和销售，产品质量和单位消耗均达到国际先进水平。公司一如既往地肩负发展中国聚氨酯工业的历史使命，积极响应国家发展循环经济和创建节约型社会的号召，以产业报国为己任，实施国际化战略，致力于创建国际一流的化工新材料公司。

烟台国盛实业公司。前身为“烟台制冷空调实业有限公司”是公司长期股权投资机构，我们认为在短时期推出的可能性较低。

红塔创新投资股份有限公司。根据公司披露的信息，最近一年红塔创投在大宗平台陆续减持，截止到三季报持股数为 32,159,295 股占比由一年前的 15.62% 下降到 12.22%。我们为红塔全身而退短期造成一些股价的压力，但中期来看扩大了公司股本的流通性。

表四：红塔创新已开始战略性推出

	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
2010 三季报	红塔创新投资股份有限公司	32,159,295	12.22
2009 三季报	红塔创新投资股份有限公司	27,398,459	15.62

资料来源：东方证券研究所整理

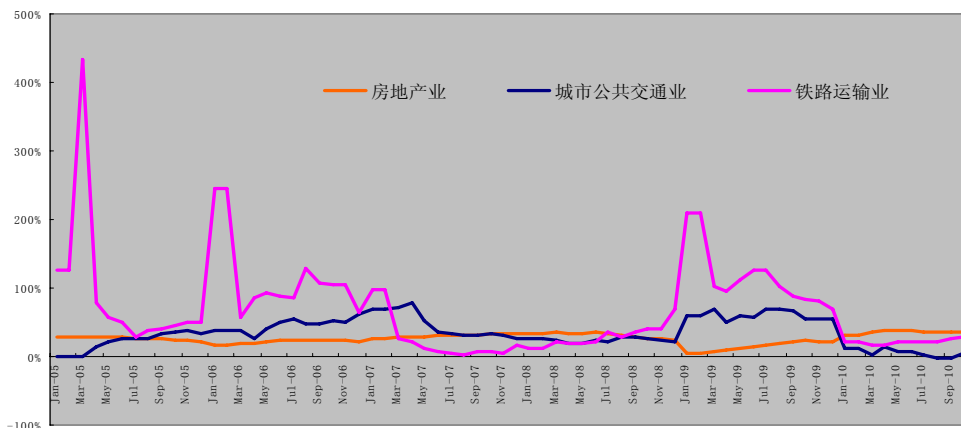
三、增长驱动力分析

公司是我国制冷空调领域的领军企业，必将充分受惠于行业的高增长，我们预计公司主业未来三年年均增速有望超过 20%。

制冷产业链“十二五”还将持续高增长

高铁的爆发力和轨道交通投资的持续性是公司制冷产业我们认为房地产、高铁和轨道交通的下游投资增速将在未来两年维持稳步增长，其中房地产有望稳步增长保持 15-20% 左右；相对来讲，铁路投资的超预期是大概率事件，。

图三：下游行业投资增速走势

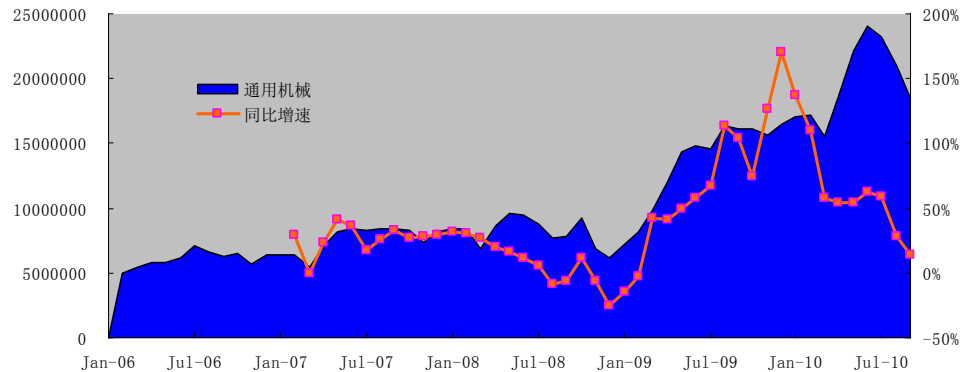


资料来源：CEIC；东方证券研究所

烟台冰轮从单机销售到工程总包再到维护保养的业务结构决定其在冷链建设和农业领域的运用都属于先行者。公司与圣农发展股份有限公司合作项目签约仪式在圣农发展总部举行。烟台冰轮于元波董事长和圣农发展傅光明董事长签订了合作协议，合作项目为圣农发展中肉鸡肉加工三、四厂制冷系统和库体保温系统的成套设计、设备制造、工程施工，合同总额 1 亿余元。

这是截至目前烟台冰轮承接的单笔合同金额最大的项目，也是国内食品加工领域单笔合同金额最大的项目。集团公司吴玉麒副总经理参加了签约仪式。圣农发展以肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工及销售为主营业务的上市公司，其生产水平在全国处于领先地位。第三、第四肉鸡加工厂双厂日加工肉鸡能力 40 万羽，年加工肉鸡能力 1.2 亿羽，是圣农打造百亿白羽肉鸡产业集群的重点配套工程。基于前期的良好合作和烟台冰轮可靠的制冷设备、完善的系统集成技术及高质量的服务，双方再度联姻。本次合同签约及高层会晤将进一步推动和扩大双方的广泛合作。

图四：通用机械产量及其增长情况



资料来源：CEIC；东方证券研究所

投资收益是公司高速增长另一只引擎

烟台现代冰轮重工（参股 45%）主营流化床锅炉和余热锅炉，直接受惠于我国的节能环保大趋势，未来三年年均增速有望达到 50%以上。

烟台现代冰轮重工有限公司主要从事用于发电和热电联产用循环流化床锅炉、燃气-蒸汽联合循环发电余热锅炉（HRSG）及其配套设备的生产和销售，在石油焦燃烧技术上拥有突出优势，并可承揽集设计、制造、安装、调试及运行管理为一体的交钥匙工程，更值得注意的是公司跟随现代重工集团参与全球招标，与科威特电厂 4 个多亿电站余热锅炉订单充分证明其行业口碑。

（石油焦又名生焦，是以原油蒸馏后的重油或其它重油经延迟焦化工艺而生成的，故称之为延迟石油焦，简称石油焦。石油焦是炼油过程中的副产物，它的质量受原油性质的影响，基本属于先天性的。数量也取决于原油一次加工能力和炼油企业二次加工装置配套状况，以产定销就成了石油焦的主调。石油焦的主要用途是电解铝所用的预焙阳极和阳极糊、碳素行业生产增炭剂、石墨电极、冶炼工业硅以及随着原油变重、重质燃料油市场缩小以及环保对汽油、柴油质量要求的提高，焦化已成为重要的渣油加工手段，随之而来的是越来越多的石油焦投放到市场。）

烟台顿汉布什工业（参股 45%）主营中央空调，在核电、高铁和城轨地铁及其周边商圈等大规模建设的拉动下，未来三年年均增速有望达到 30%以上。

2010 年夏季伊始，顿汉布什捷报频传，近期又成功中标中广核电站项目离心机订单。该项目共使用顿汉布什离心机 24 台，合同总金额超过 3500 万元。福建宁德核电有限公司拟建设四台百万千瓦级的压水堆核电站机组，称为宁德项目。厂址位于福建省福鼎市秦屿镇。阳江核电有

限公司拟建设六台百万千瓦级的压水堆核电站机组，称为阳江项目。厂址位于广东省阳江市东平镇。广西防城港核电有限公司拟建设四台百万千瓦级的压水堆核电站机组，称为防城港项目。厂址位于广西防城港市光坡镇。中广核工程有限公司作为宁德核电厂一期工程、阳江核电厂一期工程项目、防城港核电厂一期工程的总承包方，负责这几个项目的招投标工作。

强大的研发实力积极参与核电大建设。 顿汉布什积极响应国家节能减排的号召，发挥自身技术优势，研发出多种满足市场需求的产品。自顿汉布什离心机在国内下线以来，连续创造多个大项目业绩，如：内蒙古联邦制药、沈阳奥体中心、龙之梦亿元定单等。核电站对制冷机组的技术极为严苛，2007 年顿汉布什首次携手核电，为其提供了 60 余台水冷、风冷核级冷水螺杆机组，此次顿汉布什为宁德、阳江、防城港核电站提供的 24 台离心核岛制冷机组，标志着顿汉布什离心机在市场上得到充分的认可，也证明了顿汉布什的离心机技术的先进性和稳定性。

表五：2010 年我国在建核电工程一览

	田湾二期	福清	山东海阳一期	红沿河	宁德	秦山二期扩建	岭澳二期
总投资额（亿）	140	220	400	250	520	160	600
设备国产化率	70%	75%	43%	75%	70%	55%	70%
	台山一期	方家山	石岛湾一期	三门核电	阳江	昌江核电一期	
总投资额（亿）	490	260	300	500	700	700	
设备国产化率	50%	80%	75%	60-70%	60%	70%	

资料来源：中国核能协会；东方证券研究所

成功中标西安航空发动机集团项目，打开航空市场空间。 西安航空发动机集团，是中国大型航空发动机制造基地和国家千家大型企业集团之一，主要为生产飞机用发动机，是一家军工企业。顿汉布什本次中标 310 生产车间的空调系统设备为离心机组及末端产品，合同金额 400 多万。

在轨道交通领域，顿汉布什接二连三中标，产品在制冷空调行业一直占有优势的地位。近期再次中标北京地铁 6 号线。 北京地铁 6 号线西起五路站东至通州东小营，自西向东的轨道交通干线长达 41.74 公里，和目前北京市各条正在运营的地铁线路以及正在建设的线路相比，6 号线堪称最长。顿汉布什此次中标的是所有北京地铁 6 号线 28 个站的所有主机设备，设备数量近百台，合同金额 3000 多万元。

到目前为止顿汉布什在世界范围内仍有几十项专利，而且多数为开创性专利，如立式全封结构、滑阀卸载机构、蒸气喷射、液体喷射等等。 顿汉布什经过百年发展，目前在世界上许多国家设有研发中心和生产基地，如美国哈里逊堡研发中心、美国哈特福德压缩机制造厂、英国工厂、马来西亚工厂、俄罗斯工厂等等，伴随着顿汉布什在世界范围内设立工厂其售后服务网络也遍布世界各地，在美洲、欧洲、亚洲、非洲均设有顿汉布什的售后服务网络。

烟台荏原空调设备（参股 40%）主营大型溴化锂机，在工业流程能量回收，以及合同能源管理产业大发展等的拉动下，未来三年年均增速有望达到 25%以上。

在溴化锂吸收式制冷机中，水作为制冷剂用来产生冷效应，溴化锂溶液作为吸收剂，用来吸收产生冷效应后的制冷剂蒸汽。因此，水和溴化锂溶液组成制冷机中的工质对。双效溴化锂制冷机，

一般形式为三筒式。主要部件由：高压发生器、低压发生器、冷凝器、吸收器、蒸发器、高温换热器、低温换热器、冷凝水回热器、冷剂水冷却器及发生器泵、吸收器泵、蒸发器泵和电气控制系统等组成。制冷原理为：吸收器中的稀溶液，由发生器泵分两路输送至高温换热器和低温换热器，进入高温换热器的稀溶液被高压发生器流出的高温浓溶液加热升温后，进入高压发生器。而进入低温换热器的稀溶液，被从低压发生器流出的浓溶液加热升温后，再经凝水回热器继续升温，然后进入低压发生器。

图五：节能环保设备产量及其增长情况

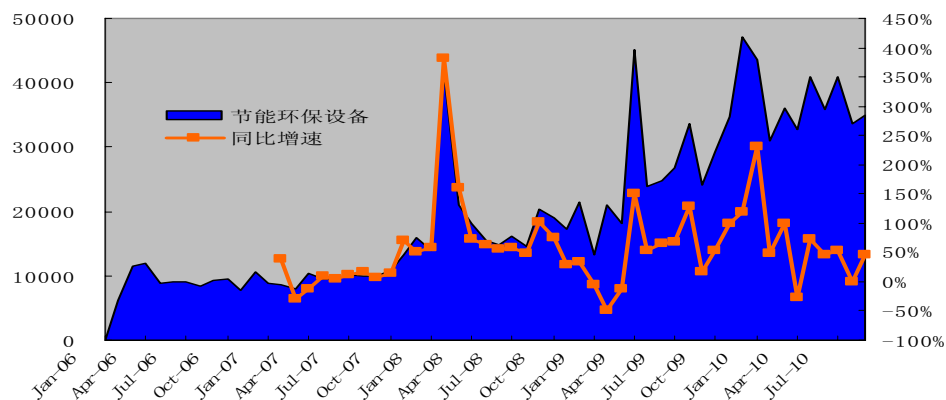


1. 工场废热水的有效利用
2. 节能高效 (cop 值达 0.75)
3. 采用两段式吸收蒸发循环
4. 采用新型高效传热管
5. 采用新型高效板式换热器
6. 采用高智能化控制盘
7. 采用环保型缓蚀剂——钼酸锂

资料来源：CEIC；东方证券研究所

西部地区相关政策的出台一定程度上证实了节能减排已进入实质推行阶段。内蒙古自治区乌海市今年将依靠科技进步和科技创新作为污染减排的重要手段。在税收、贴息、补助资金等方面制定出台优惠政策，积极引进、推广节能减排关键性技术和工程项目。针对电力、焦化、建材等行业余热资源集中、总量大、利用途径多的现状，今年，乌海市将在全市范围内推广使用余热利用技术。积极发展循环经济和低碳经济，引进、支持光伏发电、低浓度瓦斯发电、余热发电等项目建设。所有工业企业一律不再审批燃煤锅炉。

图四：节能环保设备产量及其增长情况



资料来源：CEIC；东方证券研究所

四、盈利预测的不确定性

流动性紧缩带来货币及信贷政策的不确定性。公司行业与房地产和基建固定资产投资密切相关，过度的流动性收缩和信贷收紧有可能对公司的产品需求带来不确定性。我们认为其属于小概率事件但不排除可能。

房地产和基建本身受政策调控及其他非可控因素干扰的不确定性。2010 年政策调控居民商品房市场的力度空前，各地的限购令和地产税的预期一直给房地产市场长期健康发展带来很多阻碍。我们不排除房地产新政陆续出台影响房地产供应的可能性，这将有可能在短期内对公司产品的销售产生影响，长期来看制冷产品市场需求稳定对其他因素的敏感度低。

“十二五”规划冷链建设的预期兑现的不确定性。现有的规划纲要文件并没有细则作为支撑，纲要性文件的执行力和推进的力度都具有不确定性。我们认为在节能环保的大背景喜爱行业大发展是大概率事件。

五、盈利预测与公司估值

预测假设：

“十二五”前两年，我国固定资产投资增速保持稳定增长 15-25%之间，流动性保持适中水平，信贷额度明年 6-7 万亿元，与市场预期相仿。

制冷产业链的下游房地产、铁公基项目持续稳步推进，即房地产投资增速保持在 5-10%左右；基建项目则在 15-25%的平均增长速度。

国家加大对效率低下制冷设备的更新需求给予适当的财政支持，特别是整个冷链根据现有规划顺利实行。

公司现有的产品结构不发生结构性的变化，资本性开支维持在历史平均水平。

表五：分产品盈利预测

(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	102947.16	118023.79	100902.57	116037.96	138401.45	171060.40	219029.57
增长	8.29%	14.65%	-14.51%	15.00%	19.27%	23.60%	28.04%
制冷产品销售	86148.22	104433.86	86222.66	99156.06	118987.27	148734.09	193354.31
增长	9.96%	21.23%	-17.44%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%
工程施工	12746.43	8811.16	9309.66	10706.11	12312.02	14158.82	16282.65
增长	-3.20%	-30.87%	5.66%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	1655.66	2519.73	3049.76	3507.23	4033.31	4638.31	5334.06
增长	14.59%	52.19%	21.04%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	2396.85	2259.04	2320.49	2668.57	3068.85	3529.18	4058.56
增长	102947.16	118023.79	100902.57	116037.96	138401.45	171060.40	219029.57

资料来源：国家统计局

享受投资收益的高速成长

公司现有的合资企业的股权结构稳定，双方没有在技术交流和控制方面的对立状态。合资公司依照现有业务和规划稳步推进市场扩张和技术研发。

合资公司下游需求情景与宏观经济条件和主营业务假设相仿，国家对节能环保投入和政策扶持符合现有预期、相关高铁、城市轨道交通建设无明显大范围搁置现象发生。

表六：权益法记入上市公司的长期股权投资

(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
长期股权投资收益	4419.47	4381.42	6111.52	10344.81	14337.16	20058.47	28094.72
增长		-0.86%	39.49%	69.27%	38.59%	39.91%	40.06%
烟台荏原空调设备	1066.27	567.12	1596.25	1436.62	1580.28	2054.37	3081.55
增长		-46.81%	181.47%	-10.00%	10.00%	30.00%	50.00%
烟台顿汉布什工业	396.47	792.60	1243.13	2486.25	3729.38	5221.13	6787.47
增长		99.91%	56.84%	100.00%	50.00%	40.00%	30.00%
烟台万华聚氨酯	2362.06	2284.09	1606.49	2008.11	2510.14	3137.67	3922.09
增长		-3.30%	-29.67%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
烟台哈特福德压缩机	369.27	204.50	217.64	261.16	313.40	376.08	451.29
增长		-44.62%	6.42%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
山东华科光纤		-27.86	-19.41	-17.47	-15.72	-14.15	-12.73
烟台现代冰轮重工	225.41	415.91	1330.86	3992.59	5988.88	8983.32	13474.98
增长		84.52%	219.99%	200.00%	50.00%	50.00%	50.00%
烟台卡贝欧换热器		145.06	136.57	177.55	230.81	300.05	390.07
增长			-5.85%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告；东方证券预测

整个制冷产业链处于高速增长期，通用机械中子行业估值比较分析，公司的盈利能力即 ROE 水平和毛利率水平紧随汉钟精机其后，公司吸纳外来技术和创新能力都属业内一流，估值在该细分行业偏低。

表七：估值比照分析

(倍)	2009PE	E2010PE	E2011PE	2009PS	2009PB	总市值 (亿元)
全部 A 股	23.95	17.73	14.75	2.41	3.36	306582.10
节能环保指数	42.34	34.59	25.31	2.97	4.76	12207.31
汉钟精机	83.68	50.94	34.32	15.14	11.01	62.57
双良节能	44.91	43.24	30.17	4.30	7.58	159.51
华意压缩	34.19	43.13	25.68	0.92	5.59	29.83
大冷股份	53.64	35.54	25.33	3.02	2.50	42.18
盾安环境	62.69	51.62	43.14	4.41	5.30	100.54
烟台冰轮	60.14	33.97	24.70	4.96	8.56	50.01

资料来源：Wind；东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)						现金流量表 (人民币百万元)					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1009.0	1160.3	1384.0	1710.6	2190.3	税后利润	83.15	147.20	202.43	281.02	405.71
营业成本	744.56	855.03	1017.2	1256.0	1606.2	经常性现金支出	90.67	87.82	85.00	90.43	97.36
主营业务税金及附	8.72	9.00	11.03	13.70	17.42	非经常性现金支	(62.93)	(101.79)	(142.33)	(199.78)	(280.37)
销售费用	101.14	116.04	131.48	153.95	186.18	营运资金变动	59.34	(89.04)	18.72	(16.95)	(33.56)
管理费用	106.34	104.43	121.79	147.11	186.18	少数股东损益	(14.77)	(10.41)	(6.39)	0.00	0.00
财务费用	19.51	16.08	15.70	14.47	12.08	经营活动现金净	155.46	33.78	157.42	154.72	189.14
营业利润	28.76	59.80	86.80	125.31	182.23	资本开支	23.72	80.00	100.00	100.00	30.00
非经常性损益	44.49	88.88	126.28	180.14	258.76	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	73.24	148.68	213.08	305.45	440.99	投资活动现金净	13.32	24.75	42.54	102.79	253.82
所得税	4.86	11.89	17.05	24.44	35.28	贷款增加	(70.14)	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	68.38	136.79	196.04	281.02	405.71	支付股利利息	(48.58)	(22.98)	(25.30)	(40.63)	(43.26)
少数股东损益	(14.77)	(10.41)	(6.39)	0.00	0.00	其他融资	(73.14)	(22.18)	(46.63)	(50.89)	(63.17)
归属母公司净利润	83.15	147.20	202.43	281.02	405.71	筹资活动现金净	(121.71)	(45.16)	(71.93)	(91.52)	(106.43)
EPS (元/股)	0.47	0.56	0.77	1.07	1.54	现金净流量	47.07	13.37	128.03	165.99	336.53
						现金期初余额	68.86	123.25	136.62	264.64	430.63
资产负债表 (人民币百万元)						现金期末余额	115.93	136.62	264.64	430.63	767.16
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	比率分析					
货币资金	123.25	136.62	264.64	430.63	767.16		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
应收账款票据	226.59	265.26	306.12	383.55	490.49	增长能力					
存货	300.02	350.56	406.63	507.07	648.00	营收增长率(%)	-14.51	15.00%	19.27%	23.60%	28.04%
交易性金融资产	2.53	2.53	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.16%	24.53%	20.13%	28.19%	32.42%
流动资产合计	714.99	817.57	1052.3	1415.7	2025.1	EBIT 增长率(%)	142.75	57.21%	35.08%	36.37%	39.01%
长期投资	376.57	376.57	376.57	376.57	376.57	净利润增长率(%)	190.59	100.04	43.31%	43.35%	44.37%
固定资产	370.34	342.30	376.78	431.30	482.21	盈利能力					
在建工程	14.68	81.47	108.15	110.81	41.08	毛利率(%)	26.21%	26.31%	26.50%	26.57%	26.67%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	6.78%	11.79%	14.16%	16.43%	18.52%
非流动资产合计	855.49	884.48	940.30	991.96	967.77	EBITDA 利润率	9.51%	10.30%	10.37%	10.76%	11.12%
资产总计	1570.4	1702.0	1992.6	2407.7	2992.8	ROA(%)	4.35%	8.04%	9.84%	11.67%	13.56%
循环借款	209.16	209.16	209.16	209.16	209.16	ROE(%)	10.64%	18.28%	22.12%	25.89%	29.54%
应付账款	314.09	323.95	390.17	487.83	618.70	ROIC(%)	10.26%	11.75%	16.31%	19.90%	15.33%
预收账款	240.79	237.48	291.80	365.06	462.36	偿债能力					
其他应付款	(2.85)	(5.02)	(7.22)	(9.29)	(13.05)	资产负债率(%)	59.06%	56.05%	55.51%	54.92%	54.11%
流动负债合计	801.86	828.21	980.48	1196.6	1493.7	流动比率(倍)	0.89	0.99	1.07	1.18	1.36
非流动负债合计	125.70	125.70	125.70	125.70	125.70	速动比率(倍)	0.44	0.49	0.58	0.68	0.84
负债合计	927.56	953.91	1106.1	1322.3	1619.4	价值评估					
股本	175.38	263.06	263.06	263.06	263.06	P/B(倍)	5.71	7.15	5.92	4.79	3.76
资本公积	133.65	75.40	115.88	172.09	253.23	P/E(倍)	2.11	33.97	24.70	17.80	12.33
未分配利润	186.60	265.42	359.51	488.23	674.84	EV/收入(倍)	0.38	4.47	3.66	2.86	2.08
股东权益	642.91	748.13	886.43	1085.4	1373.4	EV/EBITDA(倍)	3.95	43.44	35.29	26.63	18.73
负债和股东权益	1570.4	1702.0	1992.6	2407.7	2992.8	EV/EBIT(倍)	7.85	68.41	49.42	35.05	23.48

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn