

积聚多重概念，主营新年添彩

——烟台冰轮（000811.SZ）调研报告

要点：

- 烟台冰轮是烟台冰轮集团控股的公司，实质控股股东则为烟台市国资局。烟台冰轮的看点主要为其主营业务及其控股公司的投资收益，其主营业务为工业制冷领域的系统设备提供，而其贡献利润的参股公司业务集中于节能减排概念，是公司的主要看点。
- 冰轮股份是国内老牌的工业制冷设备集成供应商。上市公司的主营业务主要包括商业制冷和工业制冷领域。去年发改委公布了《农产品冷链物流发展规划》中计划刺激冷链物流行业。2011 年开始，公司的商冷业务复合增速可望达到 25%，景气上升过程将非常显著。
- 烟台荏原空调设备有限公司是烟台冰轮与日本荏原制作所合资的公司。国内当前的吸收式制冷行业，龙头企业被江苏双良、湖南远大、烟台荏原等企业占据，竞争比较激烈。我们认为烟台荏原最近 3 年的复合增速大致应在 15% 左右。
- 参股的顿汉布什是中广核旗下的唯一空调设备提供商。2010 年，顿汉布什中标中广核电站项目离心机订单，合同总金额超过 3500 万元。在当前核电事业大发展的情况下，顿汉布什的核电项目有望进一步发展。顿汉布什的另一端业务在于动车、高铁、地铁建设的空调设备。2011 年至 2015 年仍然是我国高铁以及城市地铁建设的高峰区间，我们认为顿汉布什今后 3 年仍会保持符合增速 30% 以上的高增长。
- 烟台现代重工是冰轮股份与韩国现代重工合资成立的公司，其业务主要为循环流化床以及余热锅炉等项目的承揽。由于韩方的优势，今年公司在海外业务拓展上取得了很大的成效，我们认为现代重工 2010 年全年业绩增速在 200% 附近，2011 年实现 50% 的业绩增速。
- 公司股价在过去的 1 年当中已经实现了翻倍的成长，买方关注的程度已经比较高，新晋资金的号召力将来源于基本面的超预期。我们认为公司的股价已经基本体现了 2010 年参股公司业绩的超好表现，对公司主营业务未来受益于冷链物流行业的程度还没有充分体现。当前公司股价分别对应 2011/2012 年 25.5 和 20 倍的 PE。鉴于公司流通股本较小，年报业绩以及 2011 年上半年业绩可能有亮点以及政策支持等因素，给予公司推荐的投资评级。阶段性的投资机会来源于价值超跌或主营业务、冰轮重工的超预期。
- 风险提示：政策力度低于预期导致公司业务业绩不振；红塔创新在二级市场继续减持股权。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期 2011 年 01 月 04 日

分析师

宋绍峰 FRM, CIIA

☎ 010-88366060-8869

✉ songsf@cgws.com

执业证书编号：S1070210030003

投资评级：推荐（首次）

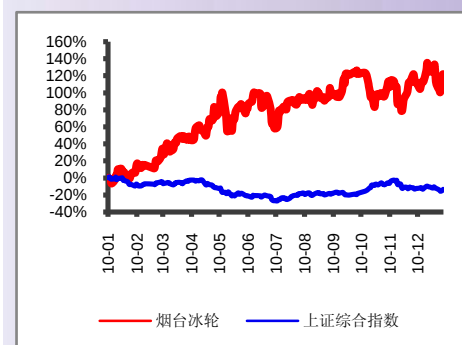
市场数据：

目前股价	19.6
总市值（亿元）	34.3
流通市值（亿元）	22.9
总股本（万股）	17537.7
流通股本（万股）	11729.1
12 个月最高/最低	27.8/12.45

公司盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入	116038	139246	174057
(+/-%)	15.0%	20.0%	25.0%
净利润	9819	13438	16941
(+/-%)	18.1%	36.9%	26.1%
摊薄 EPS	0.56	0.77	0.97
PE	34.9	25.5	20.2

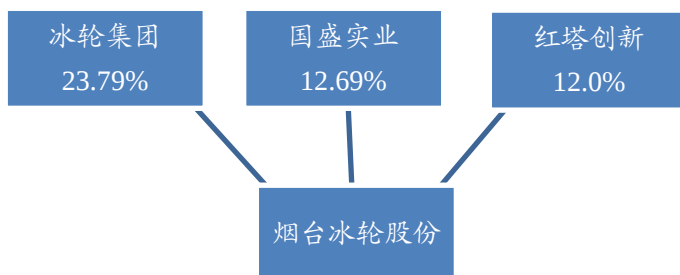
公司股价表现图



相关报告

1、公司业务的分析框架

图 1：烟台冰轮的主要股东股权结构

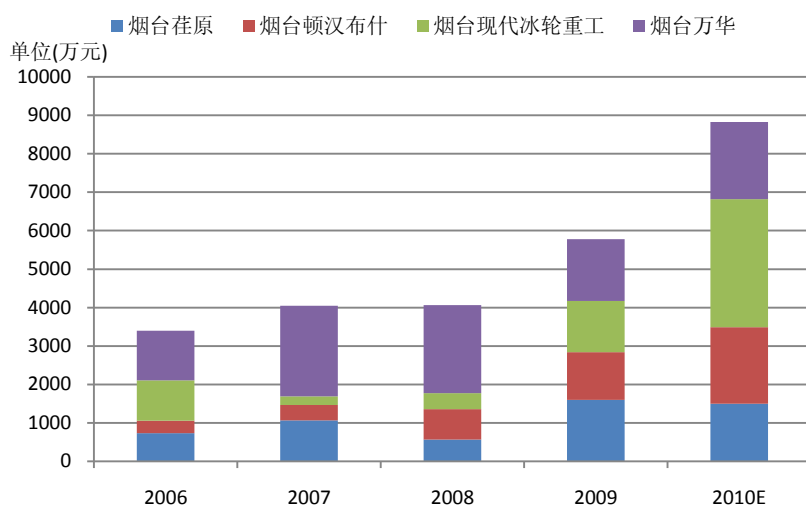


资料来源：公司 2010 年三季报

2010 年的最后一天，在大雪之下，我们对烟台冰轮进行了实地调研。

烟台冰轮是烟台冰轮集团控股的公司。冰轮集团是拥有 55 年历史的老牌工业制冷国企，在业界享有盛誉，其核心资产已经挂在烟台冰轮股份旗下，而实质控股股东则为烟台市国资局。烟台国盛实业原为烟台制冷空调实业有限公司，参股冰轮意图为长期股权投资，短期内没有减持意图；而红塔创新则为红塔集团旗下的股权投资公司，持有意图为投资盈利，持有股权比例从 2008 年报公布的 16.09% 下降到目前的 12%，我们估计其减持动作可能还会持续。烟台冰轮的看点主要为其主营业务及其控股公司的投资收益，其主营业务为工业制冷领域的系统设备提供，而其贡献利润的参股公司为烟台顿汉布什、烟台荏原空调、现代重工和烟台万华等四家公司，这些参股公司的收入费用不体现在合并财务报表之中（与 GAAP 不同），但 09 年的净利润占合并报表的净利润 7 成以上，且集中于节能减排概念，是公司业务的主要看点之一。

图 2：烟台冰轮的主要参股公司投资收益



资料来源：公司 06-09 年年报，长城证券研究所



2、烟台冰轮各项业务的分解

2.1 冰轮股份

这部分业务即上市公司自身的业务。烟台冰轮是国内老牌的工业制冷设备集成供应商，与大冷股份同是国内冷库行业的龙头企业。上市公司的业务主要包括商业制冷和工业制冷领域，虽然公司具备较强的螺杆式压缩机生产能力，但着重提供制冷的系统性设备而非单一的压缩机，因此产品放量具有滞后性和局限性，在 2010 年的收入增长体现不如业务相似的汉钟精机来得好。

商业制冷一般包括像大型超市、农副产品的冷冻等等，与国外同类公司相比，冰轮的优势在于中小型冷库，在这个领域国外竞争者的参与程度并不高，原因在于国内客户的熟悉程度以及项目盈利并不是很高。冰轮曾经在国内众多农产加工领域的冷库建设工程留下了丰碑的足迹，去年（2010 年）8 月与福建圣农顺利签下的 1 亿元的冷库建设工程是迄今为止行业内最大单笔工程合同。虽然冷库行业在发达国家是一个夕阳行业，但在我国还非常有看点，其利好因素之一在于国内的农牧业和食品业还有非常大的上升空间（想想 2010 年上了多少农牧类和食品加工类的新股吧），新鲜蔬菜水果以及禽蛋鱼肉等食品的供应升级在收入分配改革和收入提升的大背景之下是确定性事件。而去年发改委公布了《农产品冷链物流发展规划》中计划到 2015 年我国冷库总容量在当前 900 万吨的容量下再增加 1000 万吨。我们认为 2011 年开始，公司的商冷业务将持续放量，业绩复合增速可望达到 25%，景气上升过程将非常显著，且刺激股价的有关政策在 2011 年有望继续出台。

最近几年公司的工业制冷业务也开始有起色，公司承揽的标杆性工程包括河南中硅的光伏太阳能冷却项目以及天方药业的复叠式制冷项目。公司的项目承揽水平较强，最近几年的目标是“占据小的细分市场”。但我们认为，工冷业务的确定性不是很强，也没有在细分领域形成持续性优势，新订单和业务的情况需要持续跟踪。

综合而言，我们认为冰轮股份的主营业务将保持 25%左右的增长水平，这个增长水平将略高于冷链行业的平均增速，业务刺激的主要来在冷链行业的快速发展。自 2009 年开始，公司正在迎来最好的发展周期。

我个人一些关注的小问题，自问自答，自娱自乐。

Q: 合同能源管理对公司业务有什么刺激？

A: 这不是一个新概念，其实 10 年之前就有了。合同能源的大面积开展最利好的是节能测量、系统性优化的公司。对于冰轮这样的承揽项目类公司而言，好处在于项目承揽有了更大的包容性，增加了客户来源（节能收益可以返还，因此节能前收益要求可以减少）。

Q: 公司的业务是否有季节性？

A: 每年的 2、3 季度是旺季，1 季度是淡季，淡季很淡，旺季很旺。



Q: 冷库建完了, 公司后续的增长是不是就完了?

A: 一个冷库的使用周期一般是 15 年。烟台冰轮确实在 80、90 年代那一批冷库大建设中建了很多, 但很多冷库到了期限, 也该拆除或者升级了。公司自身的发展目标是从建设商到服务商, 如果经营方式得当, 在 2015 年如期到来的冷库大建设期之后公司的收入应该还可以。

图 3: 主营业务收入

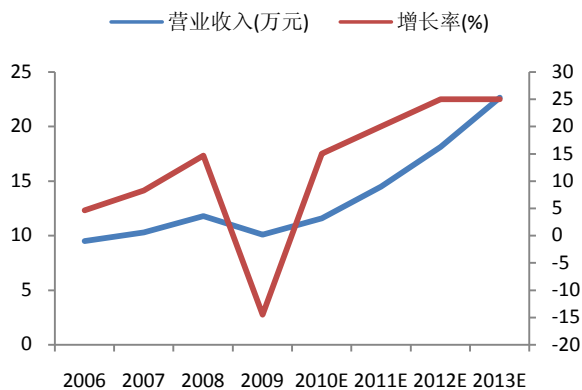
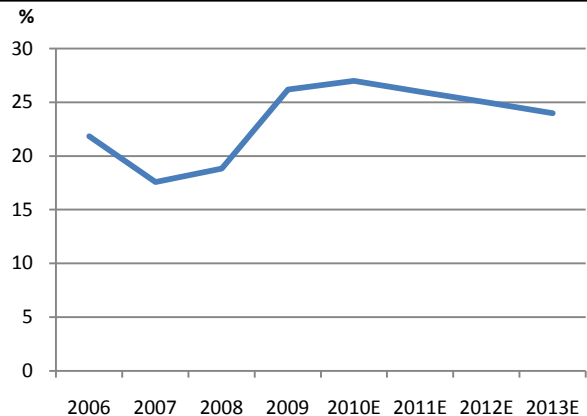


图 4: 毛利率情况



数据来源: wind, 长城证券研究所

2.2 烟台荏原空调（参股 40%）

烟台荏原空调设备有限公司是烟台冰轮与日本荏原制作所合资的公司。荏原制作所是全球最大的泵生产企业之一, 也是世界的溴冷机巨头公司, 其专业水平处于国际一流。烟台荏原的经营范围包括溴冷机、商用水冷机、冷却塔等。对于国内当前的吸收式制冷行业, 龙头企业被江苏双良、湖南远大、烟台荏原等企业占据, 竞争比较激烈, 尤其是双良的技术营销优势都较为明显。烟台荏原虽然有日本的技术支持作为后盾, 但在国内的优势并不很强。而日方在最近几年的技术开发路线较为保守, 使得烟台荏原的技术并没有太大更新。处于专业的态度我们认为溴冷机的直燃式热效率并不比电制冷或者热泵要好, 而且还面临管路腐蚀等诸多不便因素, 只是应用在工业高温废水这样的特殊场合才具备经济效应。溴冷机最近几年的发展势头并不是太好, 我们认为烟台荏原最近 3 年的复合增速大致应在 15% 左右。

2.3 顿汉布什（参股 45%）

美国的顿汉布什成立于 1894 年, 是国际上著名的制冷巨头, 创造了螺杆式空调系统, 与约克、开立、特灵等大厂商齐名。公司的全封闭式螺杆压缩机是其专利技术, 在一些场合之下例如核岛冷却是非常关键的。目前顿汉布什已经成为中广核旗下的唯一空调设备提供商。2010 年, 顿汉布什中标中广核电站项目离心机订单, 合同总金额超过 3500 万元。2008 年年初的时候, 顿汉布什中标中广核红沿河项目, 合同金额为 4000 万

元。在当前核电事业大发展的情况下，顿汗布什的核电项目有望进一步发展。而顿汗布什的另一端业务在于动车、高铁、地铁建设的空调设备，自 2000 年以来，已经成功中标北京、上海、广州、天津、成都等各地的地铁中央空调建设项目。2011 年至 2015 年仍然是我国高铁以及城市地铁建设的高峰区间，而合同能源管理以及建筑节能的普及将为公司带来一定的利好，我们认为顿汗布什今后 3 年仍会保持符合增速 30%以上的高增长。

2.4 烟台现代重工（参股 45%）

烟台现代重工是冰轮股份与韩国现代重工合资成立的公司。其业务主要为循环流化床以及余热锅炉等项目的承揽。循环流化床并不是一种新东西，其应用在钢铁、化工等领域已经有 30 年的历史，主要好处体在于脱硫脱硝的污染控制以及增加燃烧效率。国内能够承揽循环流化床业务的公司并不少，竞争比较激烈。而余热锅炉方面主要是利用余热发电发热，由于韩方的优势，今年公司在海外业务拓展上取得了很大的成效，尤其是在韩国、日本、中东等地接连取得大订单，订单类型主要为设备的改造和升级。去年烟台现代重工的业绩增长为 200%，根据中报公布的数据，2010 年上半年的成长再次接近 200%，由于工程按照项目进度进行结算，我们认为现代重工全年的业绩增速仍然在 200%附近。而 2011 年上半年的订单情况仍然比较饱满，我们预计 2011 年实现 50%的业绩增速也是非常有可能的，而处于工程项目改造的不可持续性，2012 年公司收入预计将稳定在 10 亿元左右，增长预计将逐步放缓。

2.5 烟台万华（持股 1.49%）

烟台万华的主营业务为 MDI。万华是 A 股市场中最近 10 年的老牌牛股，鉴于其产品的龙头特性，我们认为今后 3 年仍然具备 25%的业绩增速。

3、盈利预测与假设

根据以上的分析，我们对烟台冰轮参股公司的业务进行盈利预测，结果列于表 1 中。

表 1：烟台冰轮主要参股公司的投资收益预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
烟台荏原	567.12	1596.25	1500.00	1725.00	1983.75	2281.31
增长	-46.81%	181.47%	-6.03%	15.00%	15.00%	15.00%
烟台顿汉布什	792.60	1243.13	2113.32	2958.65	3994.18	5192.43
增长	99.91%	56.84%	70.00%	40.00%	35.00%	30.00%
烟台现代冰轮重工	415.91	1330.86	3992.58	5988.87	7785.53	10121.19
增长	84.52%	219.99%	200.00%	50.00%	30.00%	30.00%
烟台万华	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%
烟台卡贝欧换热器	136.57	177.55	213.06	255.67	306.81	368.17
增长		-5.85%	20%	20%	20%	20%
烟台哈特福德压缩机	145.06	217.64	261.17	339.52	441.37	573.79
增长	-44.62%	6.42%	20%	30%	30%	30%

数据来源: wind, 长城证券研究所

从烟台冰轮的股价中我们可以发现, 公司股价在过去的 1 年当中已经实现了翻倍的成长, 买方关注的程度已经比较高, 新晋资金的号召力将来源于基本面的超预期。我们认为公司的股价已经基本体现了 2010 年参股公司业绩的超好表现, 而市场中对公司主营业务 2011 年、2012 年受益于冷链物流行业的程度还没有充分体现, 公司股价将来源于政策阶段性的刺激。作为老牌国企, 公司的股权架构受制于地方国资局, 实施股权激励来促发公司机制变革实现大幅成长的可能性不大。按照我们的盈利预测, 当前公司股价分别对应 2011/2012 年 25.5 和 20 倍的 PE。鉴于公司流通股本较小, 年报业绩以及 2011 年上半年业绩可能有亮点以及政策支持等因素, 给予公司推荐的投资评级, 我们认为 2011 年 30 倍的 PE 是较为合适的。而公司阶段性的投资机会来源于价值超跌或主营业务、冰轮重工的超预期。

风险提示

政策力度低于预期导致公司业务业绩不振; 红塔创新在二级市场继续减持股权。

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	100903	116038	139246	174057	成长性				
营业成本	74456	84708	103042	130543	营业收入增长	-14.5%	15.0%	20.0%	25.0%
销售费用	10114	11604	13925	17406	营业成本增长	-22.3%	13.8%	21.6%	26.7%
管理费用	10634	11604	13925	17406	营业利润增长	228.8%	39.4%	60.5%	26.1%
财务费用	1951	1862	1532	1424	利润总额增长	164.6%	37.2%	57.4%	26.1%
投资净收益	6368	6368	10088	13778	净利润增长	129.1%	18.1%	36.9%	26.1%
营业利润	6658	9279	14890	18782	盈利能力				
营业外收支	666	766	919	1149	毛利率	26.2%	27.0%	26.0%	25.0%
利润总额	7324	10045	15810	19931	销售净利率	8.2%	8.5%	9.7%	9.7%
所得税	486	1507	2371	2990	ROE	12.9%	13.5%	15.6%	16.4%
少数股东损益	-1477	-1281	0	0	ROIC	8.4%	11.9%	12.2%	12.4%
净利润	8315	9819	13438	16941	营运效率				
资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	销售费用/营业收入	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
流动资产	71499	85741	113859	151819	管理费用/营业收入	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%
货币资金	12325	23285	38283	56563	财务费用/营业收入	1.9%	1.6%	1.1%	0.8%
应收账款	19461	20972	25166	31458	投资收益/营业利润	95.6%	68.6%	67.8%	73.4%
应收票据	1155	1138	1366	1707	所得税/利润总额	6.6%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	30002	32422	39440	49966	应收账款周转率	4.99	5.03	4.92	4.92
非流动资产	85549	84072	82742	81748	存货周转率	2.39	2.36	2.31	2.31
固定资产	38503	37759	37163	36903	流动资产周转率	1.28	1.16	1.05	1.00
资产总计	157047	169813	196601	233567	总资产周转率	0.62	0.63	0.65	0.68
流动负债	80186	84413	97763	117788	偿债能力				
短期借款	20916	20916	20916	20916	资产负债率	59.1%	57.1%	56.1%	55.8%
应付款项	31409	31465	38276	48491	流动比率	0.89	1.02	1.16	1.29
非流动负债	12570	12570	12570	12570	速动比率	0.52	0.63	0.76	0.86
长期借款	12000	12000	12000	12000	每股指标（元）				
负债合计	92756	96983	110333	130358	EPS	0.474	0.560	0.766	0.966
股东权益	64291	72830	86268	103209	每股净资产	3.67	4.15	4.92	5.88
股本	17538	17538	17538	17538	每股经营现金流	0.89	0.78	1.05	1.28
留存收益	40859	50679	64117	81058	每股经营现金/EPS	1.9	1.4	1.4	1.3
少数股东权益	5894	4613	4613	4613					
负债和权益总计	157047	169813	196601	233567					
现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	估值	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	15546	13734	18479	22457	PE	41.3	34.9	25.5	20.2
其中营运资本减少	-1778	692	230	344	PEG	1.54	1.11	0.98	-
投资活动现金流	1332	-2774	-3481	-4177	PB	5.3	4.7	4.0	3.3
其中资本支出	-2684	-3027	-3481	-4177	EV/EBITDA	39.24	31.97	31.00	29.88
融资活动现金流	-12144	0	0	0	EV/SALES	3.73	3.24	2.70	2.16
净现金总变化	4707	10961	14997	18280	EV/IC	7.16	7.36	7.42	7.36
					ROIC/WACC	0.77	1.09	1.12	1.13
					REP	9.31	6.77	6.64	6.51

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

宋绍峰: 07年毕业于清华大学热能工程系工程热物理专业, 获工学硕士学位, 持有FRM、CIIA等资格, 通过CFA 3级考试, 研究范围横跨数量化投资策略与个股研究

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>