

烟台冰轮 (000811.SZ) 机械行业

稳健增长的冷链龙头

公司研究动态

◆冷链行业需求犹在，受益政策扶持，成长性大于周期性

公司本部以大中型冷冻、空调设备的研发制造以及制冷空调设备成套工程服务为主业，是国内冷链行业的龙头。在国家 2010 年出台的《农产品冷链物流规划》中，明确了十二五期间冷链物流较高的发展目标，并对冷库、冷藏车等设备及冷链流通率、冷藏运输率等指标均有明确的规划。

在经济景气程度下行，保增长为主要任务的大背景下，我们认为内需将是政府着重发展的一块内容。冷链行业受益政策扶持，其成长性大于周期性，是我们较为看好的一个子行业。

我们认为公司在冷链领域具备较好的竞争优势，包括 1、研发技术领先，占领高端市场；2、成本控制能力较强，产品利润率较高；3、参股公司盈利能力强，贡献利润显著。

◆参股公司是利润重要来源，其效益稳健增长

烟台荏原：溴冷机制热业务呈现爆发式增长。得益于余热利用市场的兴起，2011 年烟台荏原溴冷机制热业务出现了爆发式增长，收入预计达到 3 亿元，相比去年 3000 万的收入增长达到 10 倍。余热制热业务具有广阔的市场容量，我们预计溴冷机制热已经进入快速发展期。

烟台顿汉布什：地铁空调市场助推公司业务稳定增长。目前烟台顿汉布什在中央空调领域主要做高端市场，占据地铁空调市场 70% 的份额。根据各城市轨道交通发展规划，轨道交通总通车里程在 2015 年增加到 3000 公里，比 2011 年 1600 公里增长近一倍。我们预计公司将充分受益轨道交通发展所带来的空调设备需求的增加。

烟台现代冰轮重工：依靠强大外资背景，订单有保证。依靠其外资母公司韩国现代集团强大的技术实力和业务关系，现代冰轮重工的订单来源有一定保障，预计明年处于平稳发展期。

◆预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.47、0.64、0.90 元，给予“买入”评级

我们认为公司受益于农产品冷链物流发展规划和居民消费结构升级，本部销售增长稳健；受益于吸收式热泵市场的爆发式增长和中央空调市场稳健发展，参股公司增长强劲。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.47、0.64、0.90 元，给予“买入”评级。目标价 16 元，对应 2012 年 25 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,009	1,202	1,579	2,097	2,605
营业收入增长率	-14.51%	19.14%	31.34%	32.80%	24.22%
净利润(百万元)	83	141	184	251	357
净利润增长率	129.13%	69.37%	30.63%	36.50%	42.18%
EPS(元)	0.21	0.36	0.47	0.64	0.90
ROE(归属母公司)	14.24%	19.99%	22.01%	24.68%	27.93%
P/E	53	31	24	18	12

买入(首次)

当前价/目标价：11.24/16.00 元

目标期限：6 个月

分析师

陆洲

(执业证书编号：S0930511010007)

021-22169322

luzhou@ebcn.com

联系人

张齐嘉

021-22169325

zhangqj@ebcn.com

陈佳宁

021-22169162

chenjianing@ebcn.com

熊伟

021-22169156

xiongwei@ebcn.com

市场数据

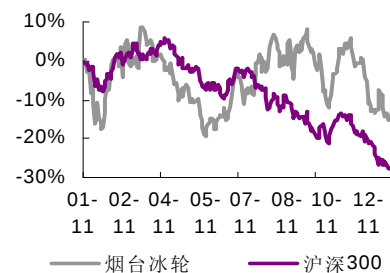
总股本(亿股)：3.95

总市值(亿元)：44.35

一年最低/最高(元)：10.84/22.50

近 3 月换手率：34.70%

股价表现(一年)



收益表现

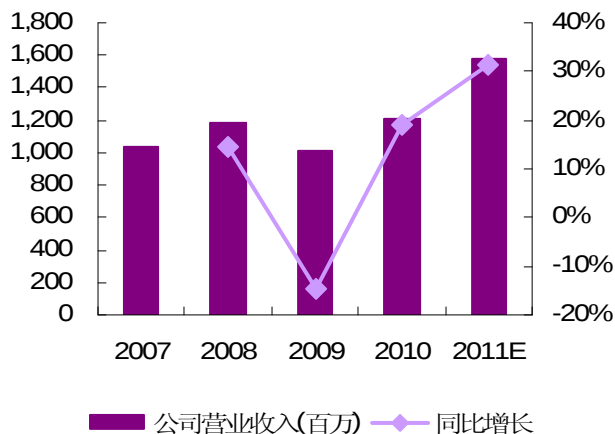
%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.03	-2.79	12.72
绝对	-10.08	-13.74	-13.80

相关研报

一、国内冷链行业龙头

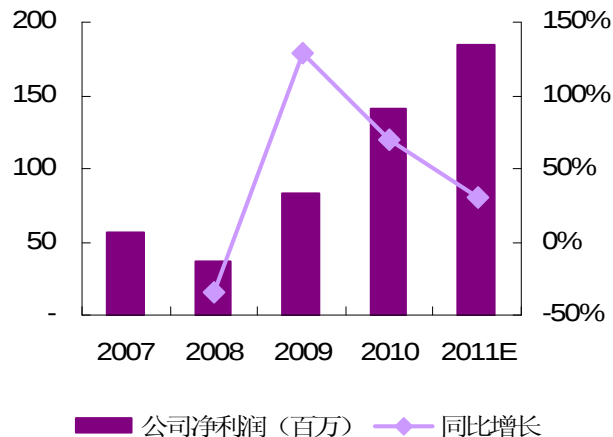
烟台冰轮股份有限公司（000811.SZ）是烟台冰轮集团有限公司下属核心企业，公司以大中型冷冻、空调设备的研发制造以及制冷空调设备成套工程服务为主业，是中国制冷空调业的领军企业。公司产品覆盖冷冻、冷藏、速冻、冻干、制冰、空调、保鲜、工艺冷却等8大系列，广泛应用于商业冷冻、工业冷冻和民用领域。公司2010年合并营业收入达到12亿，同比增长19.14%；净利润达到1.4亿，同比增长69.37%。

图表1：公司营业收入情况



资料来源：公司年报

图表2：公司净利润情况

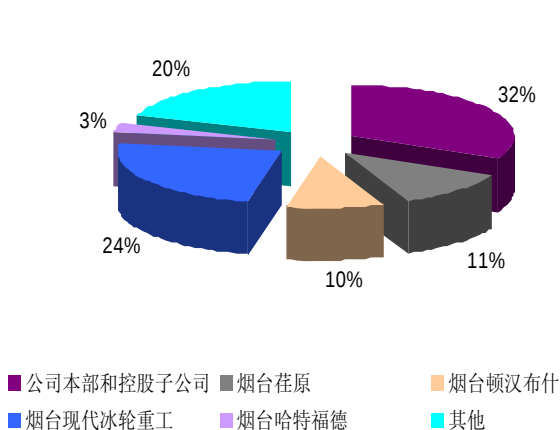


资料来源：公司年报

公司广泛参与国际合作，与外资企业合作成立了多个合资企业，其中较为知名的为分别与日本荏原、美国顿汉布什集团、韩国现代重工组建的烟台荏原、烟台顿汉布什和烟台现代冰轮重工。从业务覆盖面来看，这些合资企业经营范围主要以制冷设备和节能环保产品为主，产品涉及溴冷机、地铁空调、余热锅炉等。

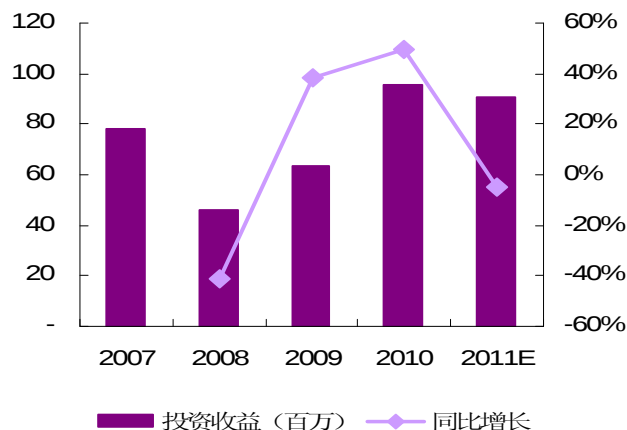
历年来，参股公司投资收益在公司的净利润中占有较大比例，2010年公司本部（含子公司）和上述3家参股公司对公司净利润的贡献比例分别为：32.2%、11.3%、9.7%、24.1%。

图表3：投资收益占公司利润比重较高（2010年）



资料来源：公司资料

图表4：参股公司投资收益情况



资料来源：公司年报

图表 5：2010 年主要参股公司情况一览

	公司本部和 控股子公司	参股公司				
		烟台荏原	烟台顿汉布什	烟台现代冰轮 重工	烟台哈特福德	其他
外方名称		日本荏原	顿汉布什集团	韩国现代重工	顿汉布什集团	
主营业务	制冷设备及其系统集成	溴化锂制冷机、水源热泵、吸收式热泵	地铁空调、核电空调、水源热泵	循环流化床锅炉、余热锅炉及配套设备	中央空调用压缩机	主要来自烟台万华投资收益
竞争者	约克、格拉索、大冷股份	双良节能、远大、三洋	大金、格力、美的	只接海外订单	主要为烟台顿汉布什供货	
持股比例		40%	45%	45%	45%	
2010 年净利润（百万元）	45.39					
2010 投资收益（百万元）		15.91	13.65	33.9	4.43	27.55
利润占比	32.2%	11.3%	9.7%	24.1%	3.1%	19.6%
EPS 贡献	0.17 元	0.06 元	0.05 元	0.13 元	0.02 元	0.11 元

注 1：由于从 2011 年第二季度开始，公司将烟台万华 1.49% 股权财务处理方式由投资收益计入可供出售金融资产，因此今年起烟台万华投资收益将有大幅下降。上表数据按 2010 年股本计算。

注 2：控股子公司：烟台轻型建材有限公司、烟台冰轮塑业有限公司、烟台冰轮压缩机有限公司、烟台冰轮铸造有限公司、烟台冰轮工程技术有限公司。

资料来源：公司年报

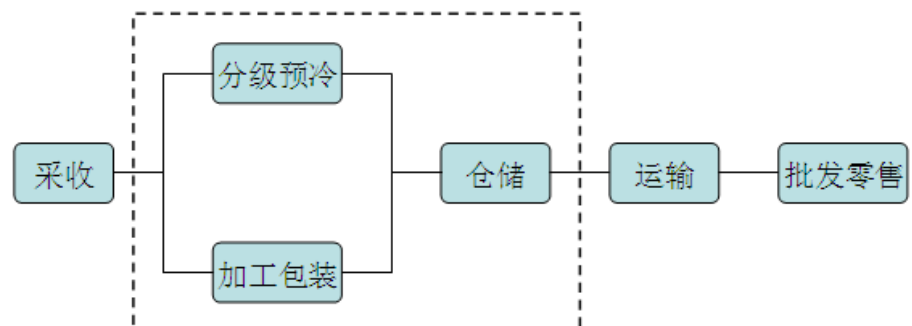
二、受益行业规划，订单增长迅速

2.1 母公司业务与冷链物流高度相关

冷链物流是指冷藏冷冻类产品在生产加工、贮藏运输、销售展示等各个环节中始终处于规定的低温环境下，以保证食品质量，减少食品损耗的一项系统工程。

公司本部 2010 年营业收入为 8.1 亿元左右，其中超过 70% 的业务与冷链相关。公司本部主要产品为制冷设备及其系统集成，在整个冷链产业链中处于中上游，涵盖预冷、加工和仓储环节。从设备大小来看，公司主要设备对应的是大型冷库，产品生产具有柔性、个性化制造的特点。

图表 6：公司业务集中在冷链物流的中上游



资料来源：光大证券研究所

2.2 农产品冷链物流规划和消费升级助推行业需求增长

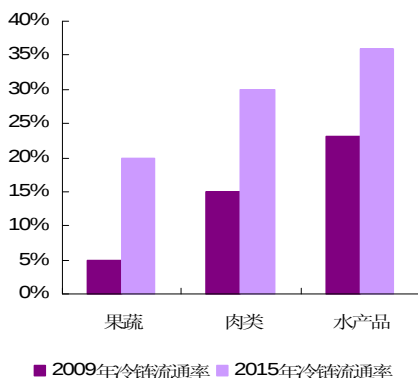
冷链物流中应用范围包含农产品、医药、化工等多个领域，其中90%以上的应用都发生在农产品领域，可以说农产品冷链物流规划对整个冷链物流产业具有深刻影响。

在2010年6月颁布的《农产品冷链物流发展规划》中，国务院明确了未来5年冷链物流领域的发展方向，提出了重点建设的8项工程，包括：冷库建设工程、低温配送处理中心建设工程、冷链运输车辆及制冷设备工程、冷链物流企业培育工程、冷链物流全程监控与追溯系统工程、肉类和水产品冷链物流工程、果蔬冷链物流工程和冷链物流监管与查验体系工程。

其中几项重要指标为：

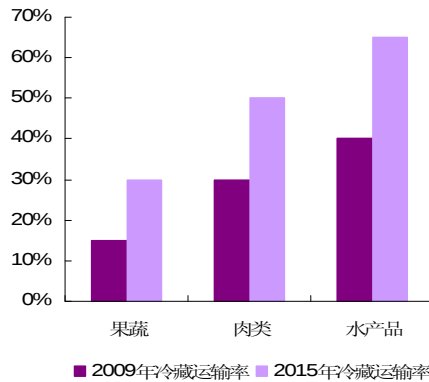
在农产品冷链比率方面，到2015年，果蔬、肉类、水产品冷链流通率将分别从2010年的5%、15%、23%提高到20%、30%、36%以上，冷藏运输率分别从15%、30%、40%提高到30%、50%、65%左右，流通节腐损率分别从20-30%、12%、15%降至15%、8%、10%以下。

图表 7：冷链流通率规划



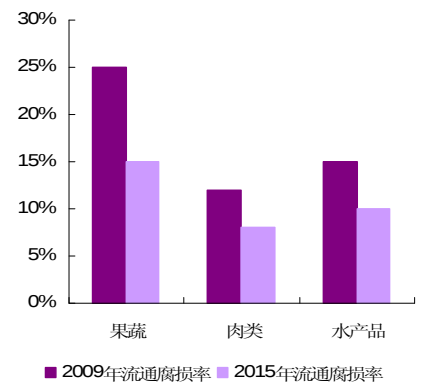
资料来源：农产品冷链物流发展规划

图表 8：冷藏运输率规划



资料来源：农产品冷链物流发展规划

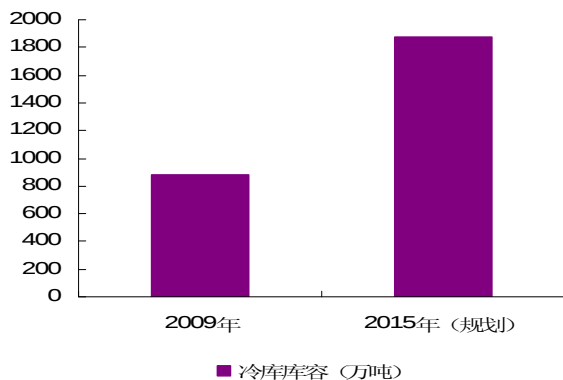
图表 9：流通腐损率规划



资料来源：农产品冷链物流发展规划

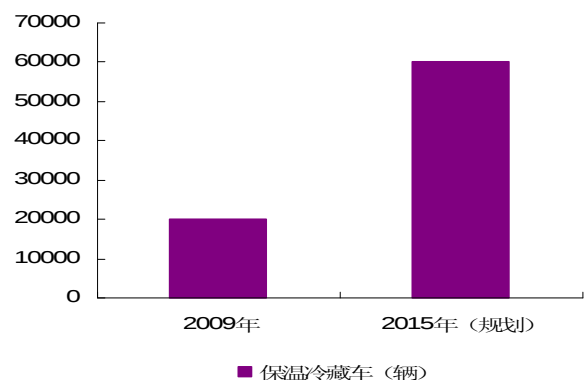
在冷库、冷藏车等冷链物流基本设施方面，2015年我国将增加冷库库容1000万吨，增加冷藏车4万辆。而2009年我国冷库总容量880万吨，冷藏车保有量约为2万台，据此计算，2010-2015年冷库库容、冷藏车的年均复合增长率将分别达到13.5%、20.1%。

图表10：冷库库容规划



资料来源：农产品冷链物流发展规划

图表11：保温冷藏车规划



资料来源：农产品冷链物流发展规划

冷链产业增长的驱动力一方面来自于政策刺激,另一方面也是居民消费水平和生活水平提高的必然结果。目前,我国人均冷冻冷藏食品消费量只有4千克左右,人居冷库容积只有0.01立方米。与发达国家国家人均冷冻冷藏食品消费量30千克,人均冷库容积0.15立方米的水平相比,差距较大。随着我国人均收入的迅速提高和消费能力的不断提高,对食品质量的要求也越来越高,促使冷链装备行业需求快速增长。

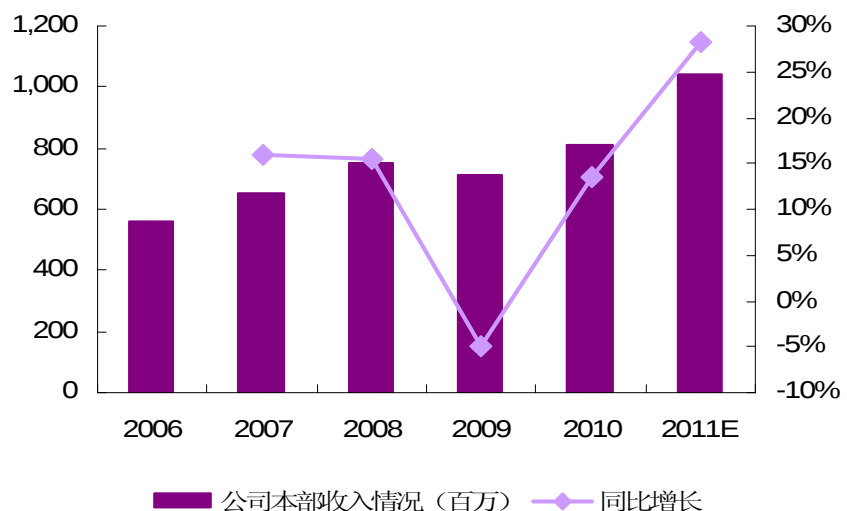
2.3 实力行业领先, 订单增长显著

公司是中国最大的自制螺杆制冷压缩机、活塞式压缩机及工业制冷成套设备的生产企业。公司是国内拥有冷源核心设备——制冷压缩机核心技术及应用系统整合能力的少数企业之一,拥有国内首家推出的最新冰蓄冷技术以及以螺杆制冷压缩机为主机的冷水机组、热泵机组等中央空调产品,国内同行业拥有自主知识产权最多,综合实力居国内同行业前列。

公司具有良好的业务拓展能力,下游客户广泛,2010年公司前5名客户销售额约1.36亿,仅占公司主营业务收入的11.6%。客户中拥有众多各自领域中的知名企业,如蒙牛、青岛啤酒、五粮液、雨润食品等。

与同行相比,公司的优势如下: 1、研发技术领先,占领高端市场; 2、成本控制能力较强,产品的利润率较高; 3、参股公司的盈利能力较强,面对的余热制热等市场增长迅速。

图表12: 公司本部收入情况



资料来源: 公司年报

公司今年本部订单同比增长40%以上,预计全年订单金额可达15亿。值得注意的是公司订单出现金额越来越大的趋势,并且以新增订单为主。在新订单中,公司与圣农集团签下了1亿元合同,且与雨润集团也开展战略合作。公司目前在进行厂房搬迁,在明年搬迁结束后,产能还有30%以上的提升,保障饱满订单的顺利完成。

公司本部2010年营业收入达到8.1亿,预计2011年本部收入总额超过10亿,同比增长超过28%。受益冷链行业规划和消费升级,我们预计公司本部业务能够保持在20%-30%左右的增长速度。

三、参股公司利润贡献显著

3.1 烟台荏原：低温余热利用设备龙头企业

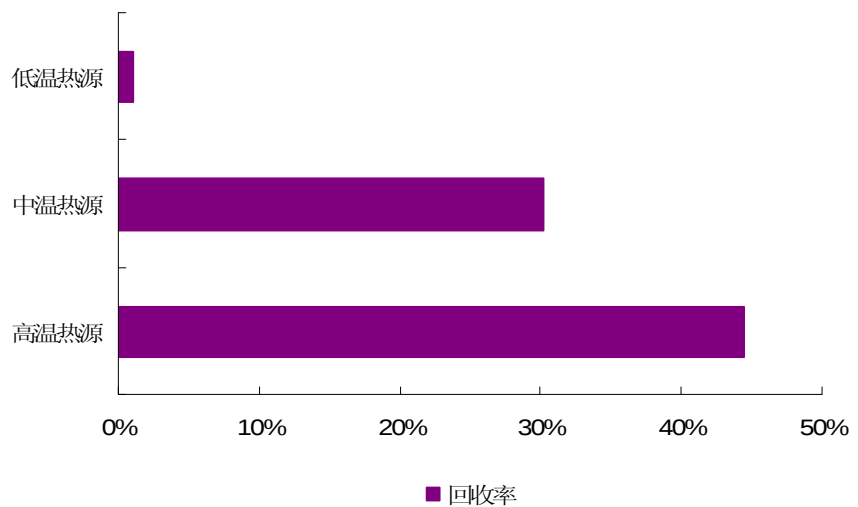
3.1.1 公司主要情况

烟台荏原是由日本荏原制作和烟台冰轮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。公司大股东日本荏原是全球第二大泵类产品制造企业，产品广泛应用于建筑、工业、农业等多个领域，其中在离心泵领域具有领先地位。烟台荏原当前定位于非电驱动及余热利用，主要产品为溴化锂吸收式制冷机、吸收式热泵等。

3.1.2 节能环保主题 促使余热利用市场兴起

节能环保是根本驱动因素。余热利用即回收生产工艺过程中排出的具有高与环境温度的物质所载有的热能，并加以重复利用的过程。我国是工业大国，余热资源十分丰富，其中钢铁企业作为回收余热最先进的行业，其余热利用率仅有25.8%。如果按照余热资源的品质统计，低温余热资源回收最低，不足1%。在资源日渐短缺和昂贵的时代背景下，发展节能环保设备是一个必然的选择。

图表13：我国钢铁企业余热回收情况

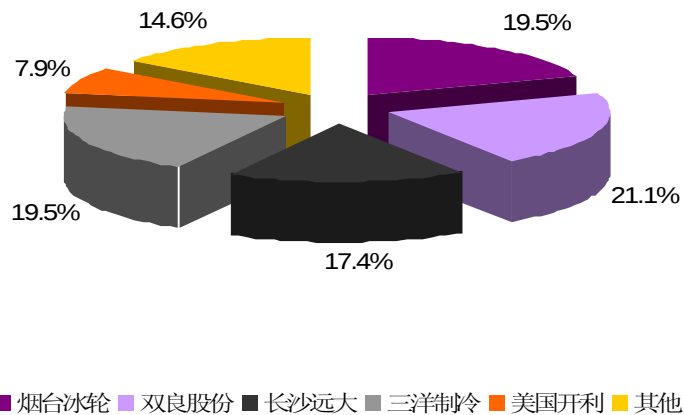


资料来源：中国钢铁工业协会

鼓励政策推动余热利用市场的发展。2010年国家发改委会同环保部等部门颁布《节能环保产业发展规划》，明确要求重点示范基于吸收式换热的新型热电联产集中供热技术。国家发改委发布的《当前国家鼓励发展的环保设备（产品）目录（2010年版）》中，列入了公司研制的蒸汽、热水型溴化锂吸收式冷水机组。另外，很多优惠政策也逐步跟进：对于能源管理公司，税收方面，免营业税，前三年免所得税，后三年所得税免一半；财政补贴方面，一个七八千万的项目，中央和地方补贴能达到一千万左右，补贴力度较大。

溴冷机是低温余热利用的首选设备。溴化锂吸收式制冷机以水为制冷剂，溴化锂水溶液为吸收剂，制取0℃以上的低温水。这种制冷机可以利用余热资源作为机组的动力，通过驱动机组达到制冷目的，适用于低温余热回收。溴冷机制热（热泵）的工作原理与制冷的原理没有本质区别，制冷通常要求余热热源温度在65℃以上，而制热对余热热源温度要求30℃即可。溴冷机属于非电驱动，相比电驱动制冷机在环保节能方面具有巨大优势。

图表14：溴冷机市场主要品牌市场份额



资料来源：中央空调资讯

3.1.3 余热制热业务呈现爆发式增长

溴化锂吸收式热泵机组是一种利用低品位热源，实现将热量从低温热源向高温热源泵送的循环系统。业务下游主要以热电、冶金、石油化工为主，用于回收工业余热，具有较高进入壁垒。

热电联产是余热利用的一个重点领域。目前我国供暖需求增加很快，热电厂做为城市集中供暖的主力，一是增加新的供热机组，二是对原有机组进行改造，增加供热能力。煤炭等价格的上涨及供电价格的限制使热电厂增加供热机组的成本的越来越大，因此，对原有机组进行改造，增加供热效率是众热电厂最关注的议题。

目前，我国热电厂热效率比较低，以某大型600MW的供热机组为例，在工质条件为蒸汽的情况下，热效率仅为36~40%，其中大部分损失即冷凝热。所谓冷凝热，即汽轮机做功产生的蒸汽冷却成水所释放的热量，目前，热电厂普遍的做法是冷凝热全部排入大气，这也是热电厂热效率低下的一个主要原因。

冷凝热是一种低品位热源，吸收式热泵则是利用这种余热的理想配套设备。随着节能环保主题的深化，余热利用正逐渐成为一种潮流。近两年来，越来越多的热电厂逐步引进了吸收式热泵机组来解决供热能力不足的窘境，市场潜在需求较大。

公司目前的热电客户有京能热电、承德电厂、邢台国泰热电厂等。2010年末公司生产的8台超大型溴化锂吸收式热泵机组交付京能热电使用，总供热能力达到160MW，是当时世界上最大的单体吸收式热泵机组。现在公司已能生产200MW以上的吸收式热泵，继续保持着国际领先地位。

余热制热市场空间广阔。在我国热电联产领域，余热利用尚处于初期阶段，市场开发度较低，未来增长空间很大。余热制热如果能够发展良好，能成为国家供暖结构中重要的一部分。根据下面的市场测算，我们预计吸收式热泵在热电联产领域的市场容量超过200亿。再加上在冶金化工等其他领域的应用，市场容量会更大。

图表15：热电联产领域吸收式热泵市场空间测算

年份	厂家	吸收式热泵供热能力 (MW)	合同金额 (万)	每 MW 平均价格 (万)
2011	杭州华电能源	300	7174	23.9
2011	邢台国泰热电厂	234	6000	25.6
2010	京能热电石景山热电厂	160	5000	31.3
2009	国阳新能第三热电厂	180	4800	26.7
	平均			26.9

测算过程：

假设：

- 不是所有热电厂都进行余热回收利用，我们在本测算过程中假设市场所有热电厂均采用余热回收，估计市场最大容量。
- 冷凝热占在发电机组能量损失的绝大部分，然而不是所有冷凝热都能回收，在供热工况下，可回收冷凝热约为发电耗热的0.7-1.3倍，我们以0.7倍估计。
- 暂不考虑热电厂机组装机总量的变化，以2010年全国热电厂供热机组装机总量13000万为基准进行计算。

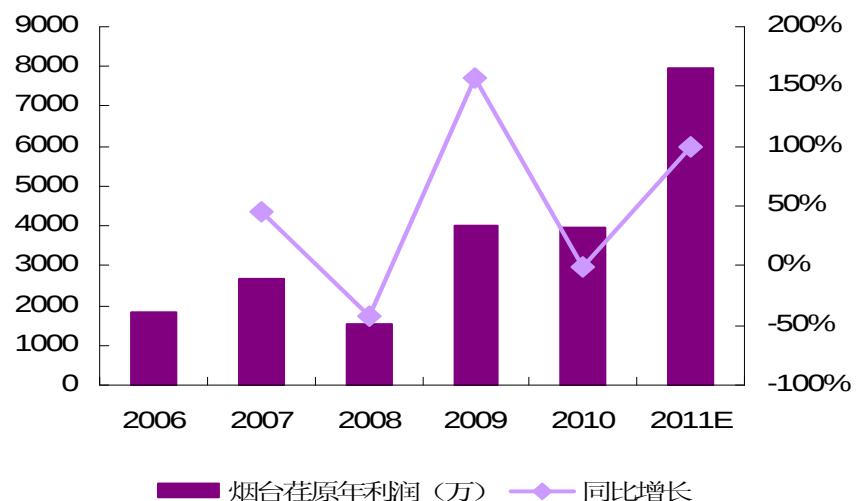
计算过程：

$$26.9 \text{ 万/MW} \times 13000 \text{ 万KW} \times 0.7 = 244.8 \text{ 亿}$$

资料来源：光大证券研究所测算

公司2011年溴冷机制热业务迎来了井喷式增长，2010年溴冷机制热业务收入为3000万元，今年则有望达到3个亿，同比增长可达到8-10倍。同时，公司的产品结构中，余热制热产品的比例也在逐渐上升，目前余热制热产品的比例已经接近50%，未来会进一步增加。

图表16：烟台荏原净利润及其增长情况



资料来源：公司年报

我们预计公司今年订单金额将超过10亿，收入可达8亿，预计2011年公司贡献母公司投资收益将接近3200万，同比增长100%。我们认为受益余热利用市场的兴起，公司在未来几年的业务将持续高速增长。

3.2 烟台顿汉布什：地铁空调领军企业

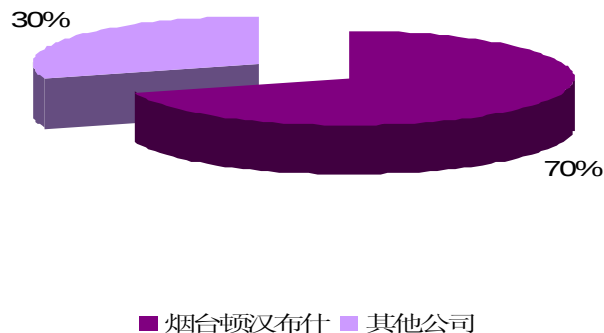
3.2.1 公司基本情况

烟台顿汉布什工业有限公司成立于1995年，由顿汉布什集团和烟台冰轮集

团共同出资成立。其大股东顿汉布什集团创建于1894年，致力于暖通空调及制冷方面的创新性方案，是空调螺杆压缩技术的创造者。时至今日，顿汉布什仍然是螺杆压缩技术的先导，公司拥有包括全封闭螺杆技术在内的48项世界专利，雄踞世界螺杆压缩机技术之巅。

烟台顿汉布什所有商品均按照顿汉布什的同一标准生产，技术与顿汉布什保持同步发展，而且产品更加适应国内市场需求。经过十几年的发展，公司在行业中取得了不俗的成绩，2008年公司获评“年度空调制冷十大品牌”，2011年获评“中国地源热泵十大领军品牌”。当前，公司在国内的主要经营产品有中央空调、地铁空调、电驱动热泵等。公司承揽了中国地铁中央空调系统项目70%的订单，并完成国家体育场（鸟巢）地源热泵系统、青岛卓亭广场风冷热泵系统、沈阳奥体中心水源热泵系统等多个经典项目，显示了公司强劲的技术能力和竞争优势。

图表17：烟台顿汉布什地铁空调市场份额



资料来源：公司网站

图表18：烟台顿汉布什中标地铁项目一览（部分）

序号	时间	项目
1	2011年11月	重庆地铁6号线以及北京地铁7号线和14号线项目，项目总额近6000万元
2	2011年4月	上海地铁11、13号线，提供百台水冷螺杆机组，合同总金额近3000万
3	2010年11月	北京地铁6号线中央空调项目，总金额3500多万
4	2009年7月	北京地铁15号线和天津地铁2、3号线
5	2008年12月	西安地铁二号线，设备金额3000多万
6	2007年12月	中标上海地铁、天津地铁、广州地铁和成都地铁项目，中标金额共计人民币6000余万元
7	2007年6月	作为设备总包方再次中标深圳地铁二号线，合同总价超过2000万
8	2006年11月	中标南京地铁二号线，合同总价超过2000万
9	2006年9月	中标深圳地铁1号标段续建工程，设备总金额1000多万元人民币
10	2006年之前	中标上海地铁项目、广州地铁项目、北京地铁项目

资料来源：公司网站

3.2.2 受益轨道交通发展 公司未来业务稳中有升

目前全国有28个城市有轨道交通运营或在建，其12个城市已有城市轨道交通运营线路。据国家发改委基础产业司数据，截止2011年底，中国地铁交通通车里程可达到1600公里，比去年增加200公里。目前在建的城市轨道交通

线路约1400公里，预计2015年末，地铁总通车里程可达3000公里。根据各城市的建设规划，预计到2020年，中国拥有轨道交通的城市将达到40个，地铁总开通里程将达到7000公里。

公司作为中国地铁中央空调系统的领军者，如果能保持当前70%的订单比例，公司将取得稳健增长的收益。我们具体的测算结果如下表所示。

图表19：地铁空调设备市场空间测算

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
地铁总里程（公里）	1600	1872	2190	2563	2998
每年新增里程（公里）		272	318	373	430
新增里程价值（亿元）		1224	1431	1679	1935
顿汉布什可获订单（亿元）		1.97	2.3	2.7	3.1

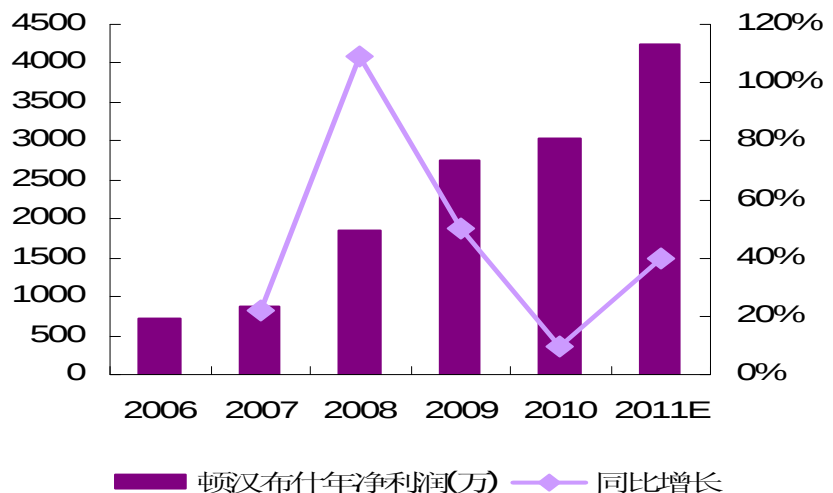
注1：地铁总里程基于2011年末里程数，年均复合增长率为7%

注2：地铁每公里的造价为4.5亿，制冷设备占总造价的0.23%。地铁每公里的造价因地质结构、施工难度等因素不尽相同，一般来说每公里造价约为4~5亿。在此我们以4.5亿估算。以北京6号线为例，全长约42公里，共计28个站点，总造价约189亿元。顿汉布什中标了所有主机约3500万元，开利包揽了末端设备的全部标段约840万，两者共计4340万元占总投资比例为0.23%。

注3：顿汉布什保持在地铁空调市场70%的订单比例。

资料来源：光大证券研究所测算

图表20：烟台顿汉布什净利润及其增长情况



资料来源：公司年报

我们预计2011年公司的订单总额预计为9亿，预计2011年公司贡献母公司投资收益超过1900万，同比增长40%。我们认为受益轨道交通高速发展带来的空调设备需求的增加，公司未来几年业绩将持续上升。

3.3 烟台现代冰轮重工：余热锅炉新军，订单有保障

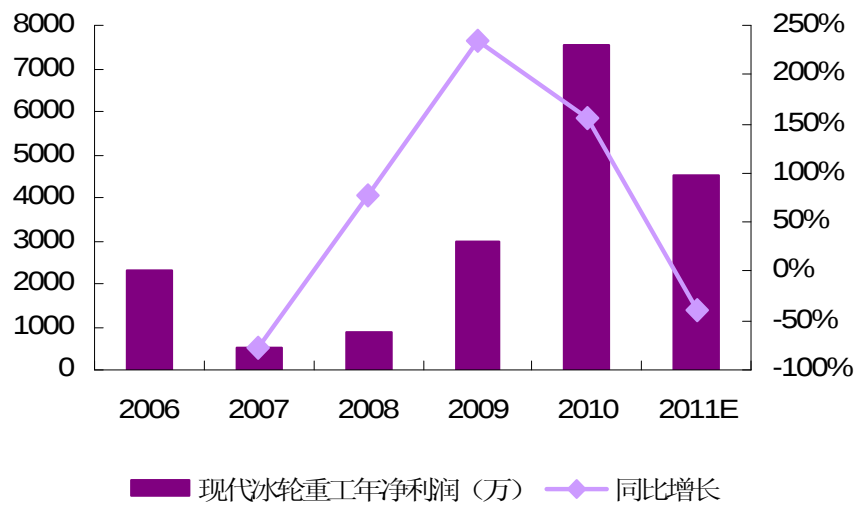
3.3.1 公司基本情况

烟台现代冰轮重工成立于2004年，是烟台冰轮集团和韩国现代重工业株式会社共同出资成立的合资公司。公司主要从事于发电和热电站用循环流化床锅炉、燃气-蒸汽联合循环发电用余热锅炉及其配套设备的生产和销售。

公司外资股东现代重工业株式会社是世界五百强企业韩国现代集团的核心公

司之一，业务覆盖造船、海洋工程、产业成套设备、电气电子系统等多个领域，其中造船和船用发动机两个业务的综合能力处于世界第一位。

图表21：现代冰轮重工净利润及其增长情况



资料来源：公司年报

3.3.2 余热锅炉前景良好，公司订单有保障

余热锅炉和溴冷机是目前余热利用的两种主要途径，溴冷机适用于低温余热回收，而余热锅炉在适用于高温余热，在工业上主要用于发电。其工作形式即利用燃气轮机的尾气热源，通过余热锅炉产生蒸汽以驱动发电机组，从而提高电厂的发电效率。余热锅炉属于节能环保领域，在政策上支持发展。

当前，现代冰轮重工的订单主要来自海外，借助其外资母公司韩国现代重工强大的技术实力和业务关系，公司近几年的订单情况十分良好，2007-2010年公司净利润增长迅速。但另一方面，公司主要依靠海外订单，与海外景气关联较大，世界经济的不确定性增加了公司的订单风险，且由于公司产能较低，公司业绩更易受产品毛利润的影响。

公司中报显示，现代冰轮重工在上半年遭遇了业绩下滑。主要原因是公司上半年订单出现断档，并且完工的产品的毛利润偏低。但公司7月又获得了价值9000万美元的订单，预计下半年业绩将出现明显改善。

公司现有2条生产线，今年又扩产了1条，产能将提升50%，预计明年下半年投产。公司当前满负荷生产能力大约对应7个亿产值，扩产后年收入可以达到10亿。

我们预计2011年现代冰轮重工贡献母公司投资收益为2000万左右，同比减小40%。但从长远看，我们认为公司余热锅炉前景良好，订单有保障。

四、盈利预测与投资建议

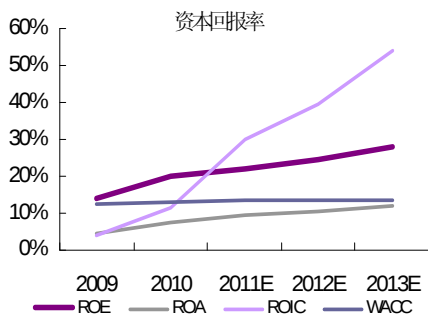
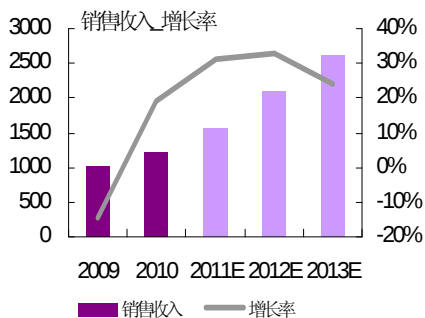
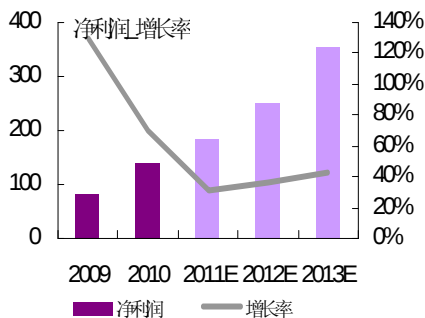
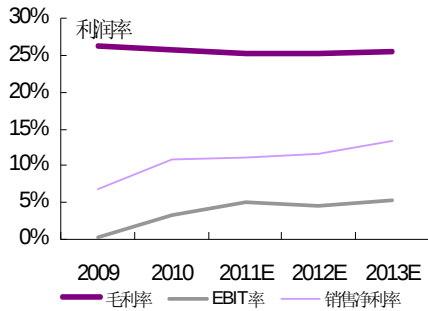
我们认为公司受益于农产品冷链物流发展规划和居民消费结构升级，本部销售增长稳健；此外受益于吸收式热泵市场的爆发式增长和轨道交通高速发展，参股公司增长强劲。下表为各参股公司贡献投资收益预测值。我们预计公司2011-2013年EPS为0.47、0.64、0.90元，给予“买入”评级。目标价16元，对应2012年25倍PE。

图表 22：各参股公司投资收益预测值

	2010	2011E	2012E	2013E
投资收益（百万元）	93.35	90.85	132.50	186.25
烟台荏原	15.91	31.82	57.28	85.91
烟台顿汉布什	13.65	19.11	25.80	33.54
烟台现代冰轮重工	33.90	20.34	30.51	39.66
烟台万华	22.53	7.21	0.00	0.00
烟台哈特福德	4.43	7.97	12.76	19.14
烟台卡贝欧换热器	2.93	4.40	6.15	8.00
合计		90.8	132.5	186.3
投资收益增速		-2.7%	45.8%	40.6%
烟台荏原		100.0%	80.0%	50.0%
烟台顿汉布什		40.0%	35.0%	30.0%
烟台现代冰轮重工		-40.0%	50.0%	30.0%
烟台万华		-68.0%	-100.0%	0.0%
烟台哈特福德		80.0%	60.0%	50.0%
烟台卡贝欧换热器		50.0%	40.0%	30.0%

注：由于从 2011 年第二季度开始，公司将烟台万华 1.49% 股权财务处理方式由投资收益计入可供出售金融资产，因此今年起烟台万华投资收益将有下降。

资料来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,009	1,202	1,579	2,097	2,605
营业成本	745	892	1,182	1,566	1,945
折旧和摊销	48	46	60	62	65
营业税费	9	8	12	16	19
销售费用	101	122	147	206	254
管理费用	106	97	144	193	229
财务费用	20	18	6	2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	64	95	91	132	186
营业利润	67	136	163	225	329
利润总额	73	140	186	258	372
少数股东损益	-15	-11	-10	-10	-10
归属母公司净利润	83.15	140.83	183.96	251.11	357.04

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,570	1,719	1,863	2,295	2,843
流动资产	715	853	960	1,338	1,808
货币资金	123	144	79	116	292
交易型金融资产	3	0	0	0	0
应收账款	195	204	281	377	458
应收票据	12	22	20	29	39
其他应收款	20	24	29	41	51
存货	300	383	464	648	813
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	377	431	477	543	636
固定资产	370	350	337	322	305
无形资产	84	63	60	57	54
总负债	928	983	1,006	1,266	1,563
无息负债	598	728	858	1,205	1,482
有息负债	329	255	148	61	81
股东权益	643	736	858	1,029	1,280
股本	175	263	395	395	395
公积金	232	172	190	216	251
未分配利润	187	281	262	418	643
少数股东权益	59	32	22	12	2

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	155	114	103	181	208
净利润	83	141	184	251	357
折旧摊销	48	46	60	62	65
净营运资金增加	-97	-2	63	19	41
其他	122	-71	-204	-151	-255
投资活动产生现金流	13	21	-4	16	43
净资本支出	24	10	50	50	50
长期投资变化	377	431	-45	-66	-93
其他资产变化	-387	-420	-9	32	86
融资活动现金流	-121	-121	-164	-160	-75
股本变化	0	88	132	0	0
债务净变化	-70	-75	-107	-87	20
无息负债变化	52	130	130	347	277
净现金流	47	14	-66	37	176

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-14.51%	19.14%	31.34%	32.80%	24.22%
净利润增长率	129.13%	69.37%	30.63%	36.50%	42.18%
EBITDA 增长率	152.47%	70.43%	32.98%	14.21%	30.31%
EBIT 增长率	-111.27%	1301.31%	34.49%	21.90%	47.43%
估值指标					
PE	53	31	24	18	12
PB	8	6	5	4	3
EV/EBITDA	28	27	30	25	18
EV/EBIT	88	47	53	42	26
EV/NOPLAT	94	51	26	19	12
EV/Sales	2	2	3	2	1
EV/IC	4	6	8	7	7
盈利能力 (%)					
毛利率	26.21%	25.82%	25.12%	25.29%	25.34%
EBITDA 率	5.01%	7.17%	8.74%	7.52%	7.88%
EBIT 率	0.29%	3.38%	4.95%	4.55%	5.40%
税前净利润率	7.26%	11.61%	11.81%	12.33%	14.28%
税后净利润率 (归属母公	8.24%	11.72%	11.65%	11.98%	13.71%
ROA	4.35%	7.58%	9.34%	10.51%	12.21%
ROE (归属母公司) (摊	14.24%	19.99%	22.01%	24.68%	27.93%
经营性 ROIC	4.02%	11.44%	29.84%	39.69%	54.23%
偿债能力					
流动比率	0.89	0.87	0.96	1.06	1.16
速动比率	0.52	0.48	0.50	0.55	0.64
归属母公司权益/有息债务	1.77	2.77	5.65	16.76	15.79
有形资产/有息债务	4.49	6.47	12.13	36.70	34.33
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.21	0.36	0.47	0.64	0.90
每股红利	0.08	0.13	0.18	0.24	0.35
每股经营现金流	0.39	0.29	0.26	0.46	0.53
每股自由现金流(FCFF)	0.43	0.30	0.31	0.57	0.75
每股净资产	1.48	1.79	2.12	2.58	3.24
每股销售收入	2.56	3.05	4.00	5.31	6.60

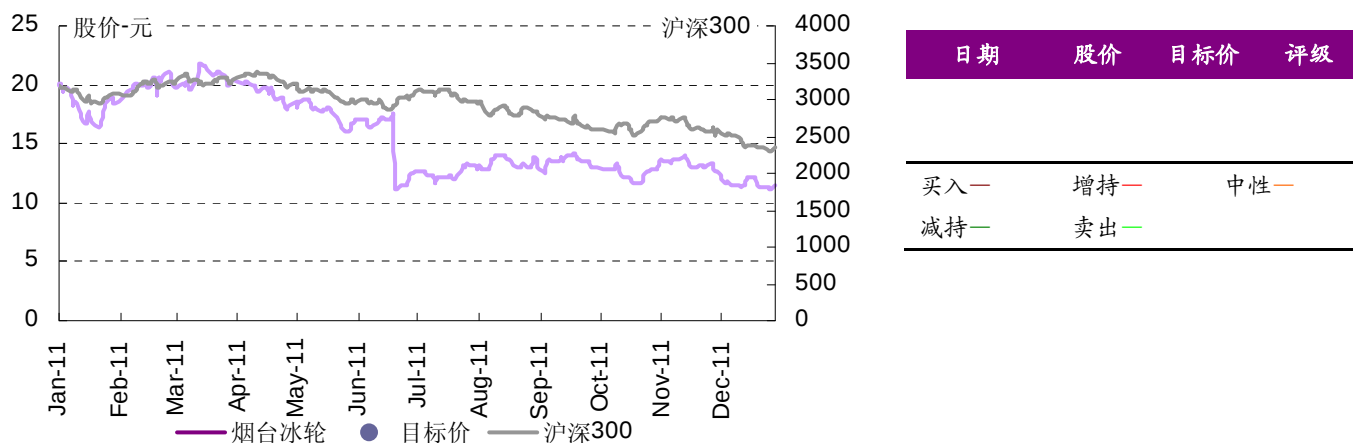
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

烟台冰轮（000811）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com