

## 烟台冰轮（000811）投资价值分析报告

# 具备产业集群优势的节能减排龙头

### 投资要点

- ❖ **产业集群优势突出。**公司主营工商制冷空调设备制造、工程设计、安装调试、技术咨询服务等，已先后与美国顿汉布什、日本荏原、韩国现代重工、韩国三信、德国卡贝欧等国际知名公司合作，兴办合资企业，现已形成了一个强大的中外合资企业群，来自于联营合营企业的投资收益占归属母公司净利润的70%以上。公司战略规划向服务型制造企业转变，具备自主核心技术的完善产业链为其开拓合同能源管理创造了有利条件。
- ❖ **产品节能环保优势明显。**烟台荏原溴冷机业务行业排名第二，余热溴冷业务与双良股份相当，水源热泵业务发展良好；烟台顿汉布什是国内电制冷领先企业，在地铁、核电空调、水源热泵领域处于领先地位；现代冰轮重工的循环流化床锅炉、余热锅炉业务近年快速增长。我们认为，在国内节能减排的背景下，这些优势业务未来有望维持年均30%以上的增速。
- ❖ **核阀业务前景广阔。**烟台三信冰轮阀门有限公司是公司韩国三信株式会社合资设立的控股子公司，其产品定位于核电、火电、水电、造船、石化、冶金等特种高参数阀门，用于替代进口产品。公司是中国第一个取得ASME“N”“NPT”审核的阀门厂家。短期内，受国家标准中制造厂必须满五年生产经验的条款限制，公司无法向国内核电站配套核阀门。我们预计2010年有望大幅减亏，2012年始，核阀门业务将放量增长。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们预测公司2010-2012年EPS为0.71/0.92/1.17，净利润复合增长率额为27.9%，对应1倍PEG的目标价为25.8元，对应2010-2012年市盈率为36/28/22倍。
- ❖ **风险因素。**1) 产品同质化风险，即行业内各企业提供的产品和服务越来越趋向一致，导致差异竞争的可能性变小，压缩了企业利润。2) 原材料价格风险。

项目/年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,180	1,009	1,187	1,423	1,706
增长率YoY(%)	14.6	(14.5)	17.6	19.9	19.9
净利润(百万元)	36.3	83.2	125.1	160.8	204.3
增长率YoY(%)	(35.2)	129.1	50.4	28.6	27.1
每股收益(元)	0.21	0.47	0.71	0.92	1.17
市场一致预期EPS(元)	0.21	0.47	0.79	1.02	1.57
毛利率(%)	18.1	25.3	25.1	24.6	24.2
市盈率(x)	112.6	50.3	33.3	25.7	20.2
市净率(x)	6.8	6.5	5.5	4.5	3.7
净资产收益率(%)	6.0	12.9	16.6	17.6	18.3

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为2010年6月1日收盘价

增持（首次评级）

当前价：23.65

目标价：25.8 (+9%)

### 中信证券研究部

联系人：张帆

电话：021-68761738

邮件：fzhang@citics.com

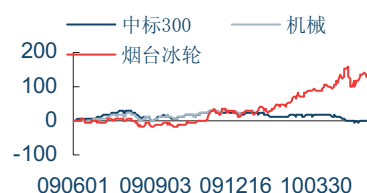
唐川, CFA

电话：021-68765291

邮件：tc@citics.com

执业证书编号：S1010209090205

### 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

### 主要数据

中标300指数	2320.90点
总股本/流通股本	175.38/133.65百万股
近12月最高/最低	26.90元/8.38元
近1月绝对涨幅	1.94%
近6月绝对涨幅	73.13%
今年以来绝对涨幅	77.02%
12个月日均成交额	60.97百万元

### 公司一览

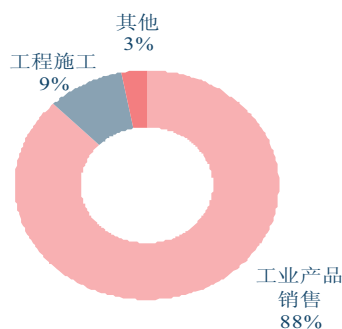
**沿革:** 公司是由烟台冷冻机总厂独家发起, 并于 1988 年设立的股份有限公司。公司是以制冷空调为主业, 涵盖铸件、密封材料、热电联产锅炉及电站阀门、塑料型材管材六大产业的大型工业企业。

**管理层简介:** 董事长于元波先生, 男, 55 岁, 大学本科学历, 高级经济师。富民兴鲁劳动奖章获得者。曾任烟台冷冻机总厂副厂长, 公司董事、总经理、董事长。总经理刘立新先生, 男, 56 岁, 大学本科学历, 高级会计师。全国先进财会工作者。

**股权结构:** 公司目前总股本 1.75 亿股, 流通股份 1.33 亿股。烟台冰轮集团有限公司 (持股 24%), 红塔创新投资股份有限公司 (持股 16%), 烟台国盛实业公司 (持股 13%) 是前三大股东。

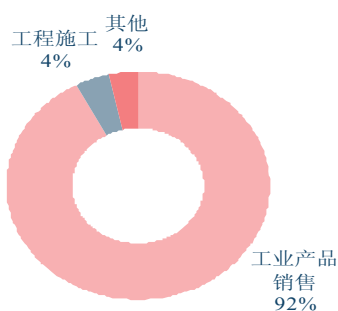
**融资历史与大小非情况:** 公司于 2000 年和 2002 年两次配股, 各融资 0.8 亿和 0.88 亿。公司有 0.42 亿股大非持股 (占总股本 24%) 将于 2011 年 6 月 1 日上市流通。

图 1: 烟台冰轮 09 年主营收入分解



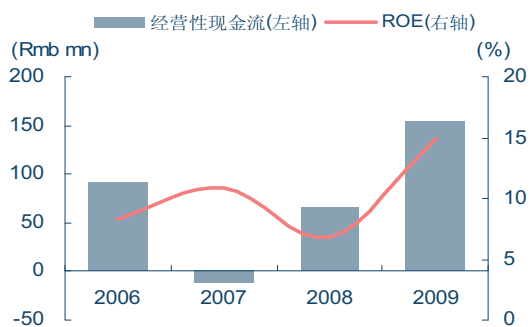
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 3: 烟台冰轮 09 年毛利分解



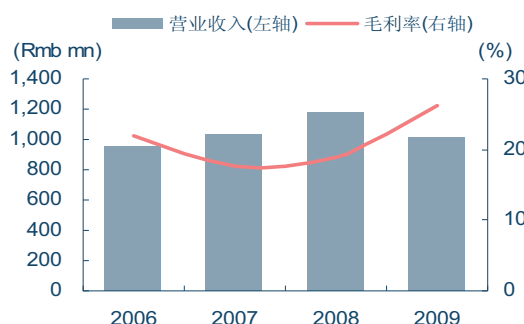
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 5: 烟台冰轮的现金流与盈利能力



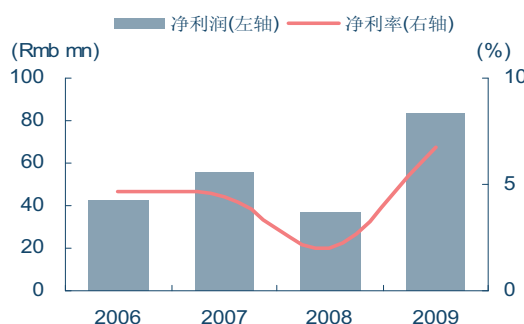
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 2: 烟台冰轮历史营运表现



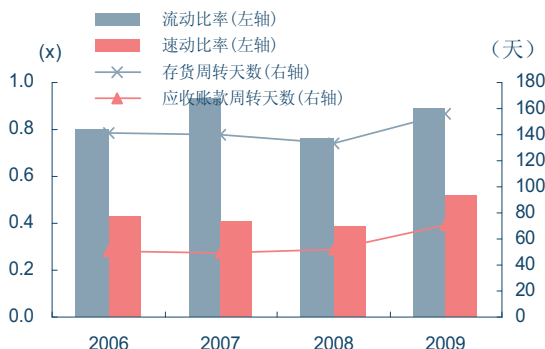
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 4: 烟台冰轮历史盈利表现



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

图 6: 烟台冰轮的营运效率



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部

利润表(百万元)	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业收入	1,029	1,180	1,009	1,187	1,423	1,706
毛利	175	214	256	298	351	413
营业与管理费用	177	206	233	243	283	329
财务费用	26	34	20	19	20	16
<b>营业利润</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>3</b>	<b>36</b>	<b>48</b>	<b>67</b>
投资收益	78	46	64	86	115	145
营业外收入(支出)	6	7	7	8	10	12
所得税	11	4	5	19	26	34
非常项目(包括)少数股东权益	10	13	15	15	15	15
<b>归属母公司股东的净利润</b>	<b>56</b>	<b>36</b>	<b>83</b>	<b>125</b>	<b>162</b>	<b>205</b>
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>
货币资金	44	69	126	254	386	557
应收账款	145	209	206	244	273	304
存货	363	347	300	329	412	517
其他流动资产	92	70	83	91	114	142
固定资产	428	406	385	379	371	362
长期投资	273	354	377	385	400	410
其他长期资产	97	100	94	100	105	110
<b>资产总计</b>	<b>1,441</b>	<b>1,554</b>	<b>1,570</b>	<b>1,783</b>	<b>2,060</b>	<b>2,402</b>
短期借款	190	369	209	374	366	359
应付账款	310	308	314	341	426	531
其他流动负债	190	233	279	264	303	341
长期负债	137	30	120	42	41	40
其他长期负债	4	5	6	6	7	8
<b>负债合计</b>	<b>831</b>	<b>945</b>	<b>928</b>	<b>1,027</b>	<b>1,142</b>	<b>1,279</b>
股本与资本公积	384	378	358	358	358	358
盈余公积及留存收益和少数股东权益	226	231	284	398	559	765
<b>股东权益合计</b>	<b>611</b>	<b>609</b>	<b>643</b>	<b>756</b>	<b>918</b>	<b>1,123</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>
<b>经营现金流</b>	<b>-31</b>	<b>55</b>	<b>181</b>	<b>59</b>	<b>139</b>	<b>159</b>
资本支出	-23	-16	-19	-33	-32	-30
其他投资现金流	7	-64	0	12	18	35
<b>自由现金流</b>	<b>-47</b>	<b>-24</b>	<b>161</b>	<b>38</b>	<b>125</b>	<b>164</b>
现金增资	-3	-38	-49	-12	0	-0
负债变化	-12	72	-70	87	-9	-8
其他融资现金流	2	2	0	0	1	1
<b>净现金流</b>	<b>-61</b>	<b>12</b>	<b>42</b>	<b>113</b>	<b>117</b>	<b>157</b>
<b>主要财务指标</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>
营业收入增长率(%)	8	15	-15	18	20	20
营业利润增长率(%)	N.A.	N.A.	178	144	24	23
净利润增长率(%)	32	-35	129	51	29	27
EPS增长率(%)	32	-35	129	51	29	27
毛利率(%)	17	18	25	25	25	24
营业利润率(%)	(0)	1	2	5	5	5
净利率(%)	4	2	7	9	10	11
ROE(%)	9	6	13	17	18	18
ROA(%)	4	2	5	7	8	9
净资产负债率(%)	58	61	59	58	55	53
净利息保障倍数(x)	3	2	5	7	8	10

## 免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
基准；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	中性 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招 商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中 信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852)22376409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852)21046580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址:	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			