

烟台冰轮 (000811) \

——轨交与冷链齐飞，供热共环保一色

投资要点:

➤ **公司锐意创新，全力打造冷链设备、中央空调和余热回收三大产业**
 自收购顿汉布什完成之后，公司“低温”冷链设备与工程、“中温”中央空调和“高温”余热回收三大领域布局全面展开，三大产业齐发力，打造气温控制、节能环保领军企业。

➤ **冷链物流遇行业机遇期，冷链业务有望持续好转**

未来三到五年将是冷链物流政策窗口机遇期。冷链物流行业将迎来持续快速发展。公司冷链设备和工程业务将持续受益行业景气，订单回暖已经出现，后续将持续好转。公司在制冷压缩机、速冻设备和工程总包方面能力突出，受益冷链行业的景气度提升。

➤ **顿汉布什中央空调对未来业绩贡献大，受益轨交和核电产业快速发展**

公司于2015年7月收购冰轮(香港)，其旗下顿汉布什中央空调品牌拥有超过百年历史，雄踞世界螺杆式压缩机技术之巅。顿汉布什中央空调在国内轨交市场占有率较高，将充分受益轨交建设的快速发展。此外，顿汉布什还涉足核电领域，核电领域优势明显。

➤ **热能事业统筹管理，环保节能技高一筹**

公司控股子公司华泰泰盟节能设备有限公司以清华大学技术研发团队为依托，在基于吸收式换热的热电联产集中供热技术、烟气余热深度回收和工业余热回收技术方面行业领先。预计2016年净利可达5000万元，增长可靠。公司热能业务未来将专设事业部管理，充分发挥各组织协同效应。

➤ **维持“推荐”评级**

维持“推荐”评级。预计公司2016年至2018年EPS分别为0.57元、0.63元以及0.74元，对应当前股价PE分别为22.94倍、20.86倍以及17.70倍。按2017年合理PE30倍计算，目标价18.90元。

➤ **风险提示**

中央空调业务受宏观经济影响超出预期；汇兑风险；新业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1690.69	2869.03	2897.72	3335.27	3958.97
增长率(%)	10.66%	69.70%	1.00%	15.10%	18.70%
归母净利润(百万)	207.87	307.56	250.17	275.05	324.18
增长率(%)	-17.99%	47.96%	-18.66%	9.95%	17.86%
EPS(元/股)	0.48	0.71	0.57	0.63	0.74
市盈率(P/E)	27.60	18.66	22.94	20.86	17.70
市净率(P/B)	3.56	2.90	2.61	2.36	2.12

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	13.18元
目标价格:	18.90元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	435/395
流通A股市值(百万元)	5738
每股净资产(元)	4.47
资产负债率(%)	52.29
一年内最高/最低(元)	17.95/9.43

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号: S0590515090002

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

联系人 陈猛

电话: 0510-85607670

邮箱: chenmeng@glsc.com.cn

相关报告

2016/08/25 烟台冰轮 (000811.SZ) 中报点评: 二季度大幅增长, 长期看好需求发力

2016/07/21 烟台冰轮 (000811.SZ) 事件点评: 国务院部署互联网+物流, 冷链龙头大放异彩

2016/06/29 烟台冰轮 (000811.SZ) 调研纪要: 冷链装备、中央空调、余热回收三大产业齐头并进

正文目录

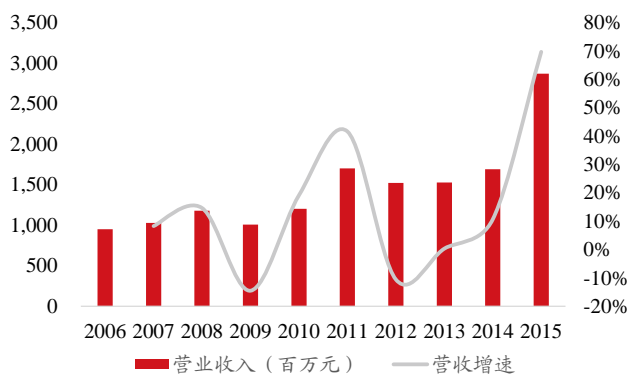
1. 公司锐意创新，全力打造冷链设备、中央空调和余热回收三大产业	3
2. 冷链物流遇行业机遇期，冷链业务受益明显	4
2.1. 冷链物流行业市场迎来黄金机遇期.....	4
2.2. 冷链保持稳健发展，受政策支持有望加速.....	6
2.3. 公司为冷链设备龙头，充分受益行业发展.....	8
3. 顿汉布什中央空调业务将保持快速增长	12
3.1. 国内中央空调市场进入调整期但细分市场增量将力挽狂澜.....	12
3.2. 顿汉布什：轨交中央空调的翘楚.....	13
4. 热能事业统筹管理，环保节能技高一筹	19
4.1. 华源泰盟余热回收前景看好.....	19
4.2. 热能统筹管理平台搭建，业务梳理加速高温业务发展.....	22
5. 盈利预测及估值分析	22
5.1. 盈利预测.....	22
5.2. 估值分析.....	23

1. 公司锐意创新，全力打造冷链设备、中央空调和余热回收三大产业

烟台冰轮实际由烟台国资委控股，成立于1989年，于1998年深圳交易所上市，致力于在气温控制领域为客户提供系统解决方案，主要从事低温冷冻设备、中央空调设备、环保制热设备及应用系统集成、工程成套服务。下游行业包括食品冷链、物流、石化、医药、能源、轨道交通等城市公用设施等行业。

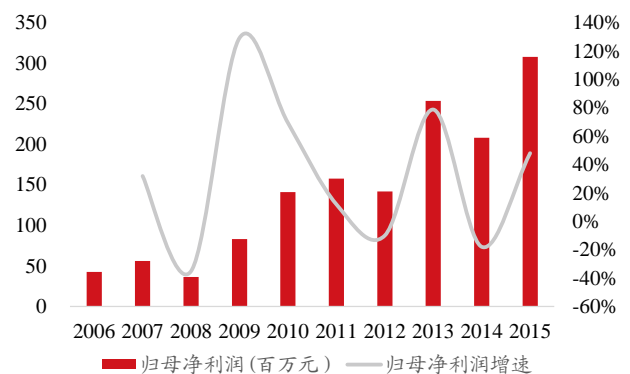
2015年，公司实现营业收入28.69亿元，同比增长69.70%，不考虑烟台冰轮（香港）公司并表因素影响，同比下降3.57%；归母净利润3.08亿元，同比增长47.96%，不考虑并表因素影响，同比增长15.12%。公司发展稳健，锐意创新，以螺杆压缩机自主知识产权为核心技术，依托自主技术创新，始终引领中国制冷空调行业的发展，创造了空调行业诸多“第一”。在NH₃/CO₂复叠制冷替代R22等制冷技术方面独占鳌头，最近，可用于超低温的液氮到超流氦温区大型低温制冷氨气螺杆压缩机亦研发成功，标志着公司在超低温领域又迈上一个新的台阶。

图表 1: 公司主营收入变化趋势



来源: Wind、国联证券研究所

图表 2: 公司归母净利润变化趋势



来源: Wind、国联证券研究所

图表 3: 公司部分代表性产品图例



制冷压缩机



食品速冻设备



中央空调冷水机组



余热回收专用机组

来源: 公司官网、国联证券研究所

公司在低温制冷设备主业基础上拓展在中央空调、余热回收领域的布局，三管齐下。公司以工商业冷冻冷藏、中央空调研发、制造及系统集成为主业，同时有制冷空调成套设备安装调试、工程设计、余热利用设备等业务。2014年10月公司控股北京华源泰盟节能设备有限公司，2016年6月收购青岛达能环保19.6%的股权，加之之前烟台冰轮现代重工余热锅炉业务，公司至此在余热回收领域布局全面展开。2015年公司收购烟台集团之冰轮香港100%股权，将顿汉布什中央空调纳入旗下，与原有联营企业烟台荏原形成协同效应，全面进军中央空调领域。顿汉布什中央空调中国轨交市场市占率较高。目前公司低温冷链设备、中央空调、余热回收三大业务齐头并进，产品充分受益轨交市场、冷链物流、节能供热的快速发展，正所谓“轨交与冷链齐飞，供热共节能一色”。

图表 4：烟台冰轮子（孙）公司图谱

序号	关联公司名称	参控关系	参股比例	主营业务
1	烟台冰轮集团（香港）有限公司	子公司	100%	中央空调设备制造
2	北京华源泰盟节能设备有限公司	子公司	60%	吸收式换热机组、余热回收专用机组、烟气余热回收机组等
3	烟台冰轮压缩机有限公司	子公司	100%	气体压缩机等
4	烟台顿汉布什工业有限公司	子公司	100%（直接54.26%）	螺杆式压缩机、螺杆式机组、离心式压缩机及制热通风等产品
5	烟台哈特福德压缩机有限公司	子公司	100%（直接54.26%）	全封闭螺杆式压缩机制造、销售
6	烟台冰轮铸造有限公司	子公司	70.11%	铸造、模具铸造加工
7	山东神舟制冷设备有限公司	子公司	51%	风/水冷水式冷凝机组、多机头并联机组、工业用低温冷盐冰机组等
8	烟台冰轮（越南）有限公司	子公司	100%	制冷设备的设计、生产、销售和安装
9	烟台冰轮工程技术有限公司	子公司	100%	螺杆（活塞）制冷压缩机的销售、冷库、钢结构、防腐工程的施工与设计
10	烟台冰轮制冷空调节能服务有限公司	子公司	100%	制冷空调设备、维修保养、节能改造、电力蓄能项目
11	山东鲁商冰轮建筑设计有限公司	子公司	80%	商业工程设计
12	烟台冰轮重型机件有限公司	子公司	100%（直接75%）	生产铸铁件
13	烟台荏原空调设备有限公司	联营企业	40%	溴化锂吸收式冷（温）水机组、离心机、螺杆式冷水（热泵）机组等
14	烟台卡贝欧换热器有限公司	联营企业	22.40%	壳式、板式换热器等
15	山东华商亿源制冷空调工程有限公司	联营企业	40%	制冷设备的研发与生产、冷库及制冷工程的设计与安装
16	烟台现代冰轮重工有限公司	联营企业	45%	用于发电和热电联产用循环流化床锅炉等

来源：公司公告、国联证券研究所

2. 冷链物流遇行业机遇期，冷链业务受益明显

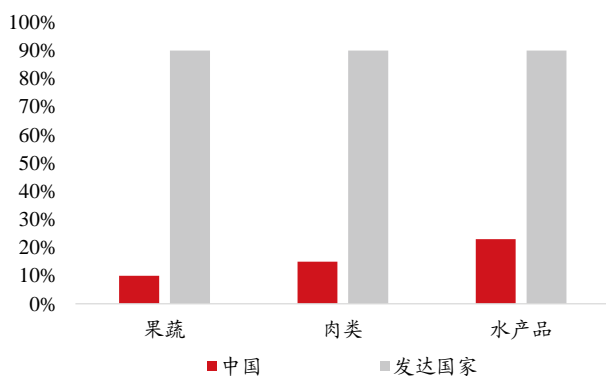
2.1. 冷链物流行业市场迎来黄金机遇期

➤ 冷链物流行业仍处在发展起步阶段，空间巨大

冷链物流泛指冷藏冷冻类物品在生产、贮藏运输、销售到消费前的各个环节中始终处于规定的低温环境下，以保证物品质量和性能的一项系统工程。它是随着制冷技术的发展和科学技术的进步建立起来的，是以冷冻工艺学为基础，以制冷技术为手段的低温物流过程。适用范围包括初级农产品，如蔬菜、水果、肉、禽、蛋、水产品 and 花卉产品等；加工食品，如速冻食品、禽、肉、水产等包装熟食、冰淇淋、奶制品和快餐原料等；特殊商品，如生物制品、药品和化工产品等。冷链物流的实施有利于减少农产品损耗、降低成本，从而间接地增加农产品产量和农业产值。

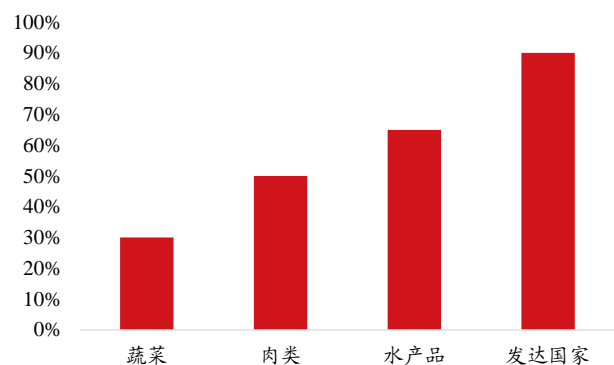
我国早期的冷链物流是以冷藏物流的形式出现的，始于上世纪 60 年代，主要运输的对象也较为有限，以畜禽产品和水产品为主，相较于国外发达国家冷链的发展，国内冷链的发展时间还很短，我国冷链仍处在起步阶段，体系不完善，腐损率较高。2015 年我国冷链流通率平均为 19%，远低于欧美、日本等发达国家的 90% 以上水平，其中果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别约为 10%、15% 和 23%；冷藏运输率分别仅为 30%、50%、65%；腐损率分别高达 15%、8%、10%，大幅高于欧美日等国的整体约 5% 的水平，仅果蔬一项每年损失达 1000 亿元以上。冷链物流空间较大，近年来增速超 25%，其中果蔬冷链物流和生鲜电商等将成为增长主力军。

图表 5: 2015 年冷链流通率对比



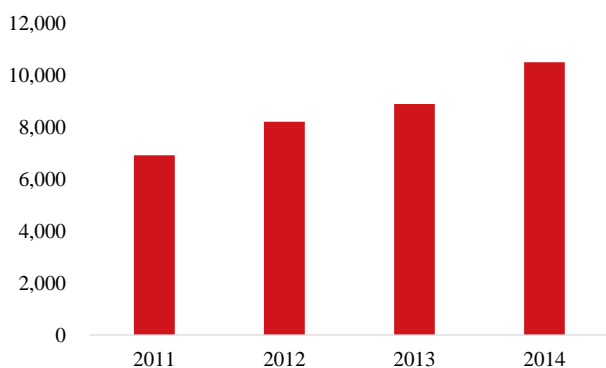
来源：智研数据整理、国联证券研究所

图表 6: 2015 年冷藏运输率对比



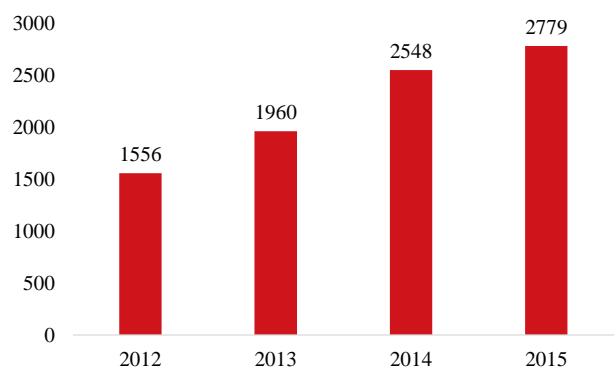
来源：智研数据整理、国联证券研究所

图表 7: 冷链物流市场规模 (单位: 万吨)



来源：知网、国联证券研究所

图表 8: 冷库保有量 (单位: 万吨)



来源：知网、国联证券研究所

食品冷链占冷链物流里面比重较高，农产品一直是最主要的品种。水产品 and 水果市场规模大，需求增长明显，其技术的成熟度持续提高，将会是冷链物流货品的明星种类；冰冻食品、乳制品和肉类规模虽然较小，但增长潜力较大；蔬菜、禽蛋等其他品类的增速则较低。此外，医药中，疫苗、血制品和诊断试剂将极具潜力。

食品冷链按流程来看，大致划分为四个阶段：(1) 冷冻加工：包括肉禽类、鱼类

和蛋类的冷却与冷冻；低温下的加工作业；果蔬的预冷；速冻食品和奶制品的低温加工等。（2）冷冻贮藏：包括食品的冷却储藏和冷冻储藏；果蔬等食品的气调贮藏等。（3）冷藏运输：包括食品的中长途运输和短途配送等物流环节的低温状态。（4）冷冻销售：食品进入批发零售环节的冷冻储藏和销售。各个环节对应的主要冷链设备和装置分别是：（1）冷却、冻结装置和速冻装置。（2）冷藏库、加工间、冷藏柜、冻结柜和家用冰箱。（3）铁路冷藏车、冷藏汽车、冷藏船和冷藏集装箱等。（4）冷藏和冷冻陈列柜、储藏库等。

图表 9：食品冷链物流流程



来源：国联证券研究所

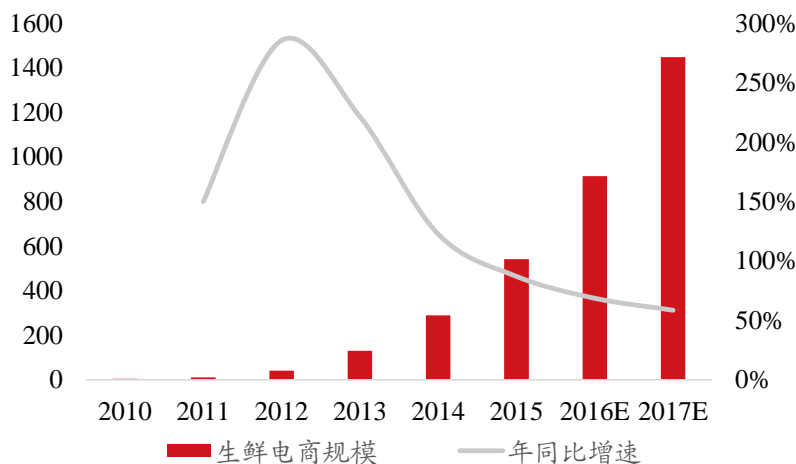
2.2. 冷链保持稳健发展，受政策支持有望加速

➤ 冷链物流受行业政策驱动，以民营资本为主导

政策是冷链行业发展的主要推动因素。我国冷链迄今为止经历过 2 次高潮发展期。2010 年发改委颁布《农产品冷链物流规划》，2013 年中央一号文件多项政策涉及冷链，工信部 13 年发布关于推进实施物流信息化工作的指导意见中也提出“提高冷链信息管理和质量保证水平，分别带来了两次大的资本投入。冷链明显属于政策驱动型行业、

民营大型资本是推动冷链发展的主要资金力量。其中生鲜电商是资本重点投资领域。2015 年生鲜电商市场规模达 542 亿元，较 2014 年大增 87%，据易观智库预计，2016 年规模将达 913 亿元，保持 68% 以上的高速增长，其中民营资本起着主导作用。2015 年，有 9 家生鲜电商处在第一梯队：我买网、顺丰优选、沱沱工社、飞牛网、本来生活、天天果园、易果、莆田和美味七七，其中大部分为民营资本。

图表 10：中国生鲜电商市场规模（单位：亿元）



来源：易观智库、国联证券研究所

► 行业政策不断，将掀起新一轮高潮

随着国家宏观调控，政策细分市场的倾斜，冷链物流相关法律法规和政策细则不断深化，2016年以来更是进入了一个政策密集期，有望掀起新一轮冷链物流热潮。而冷链物流标准和体系的不完善将在不久的将来迎来改观。2015年年底《国家标准化体系建设发展规划(2016-2020)》重点强调了冷链农产品安全标准化工程和现代物流标准化工程；2016年7月20日国务院部署发展互联网+物流，重点鼓励冷链物流，强调加速标准化健身。我们预计正在制定中的冷链物流强制性标准在不久的将来将出台，成为行业重要催化剂，冷链物流的发展也将提速。

图表 11：近年来冷链物流部分相关政策

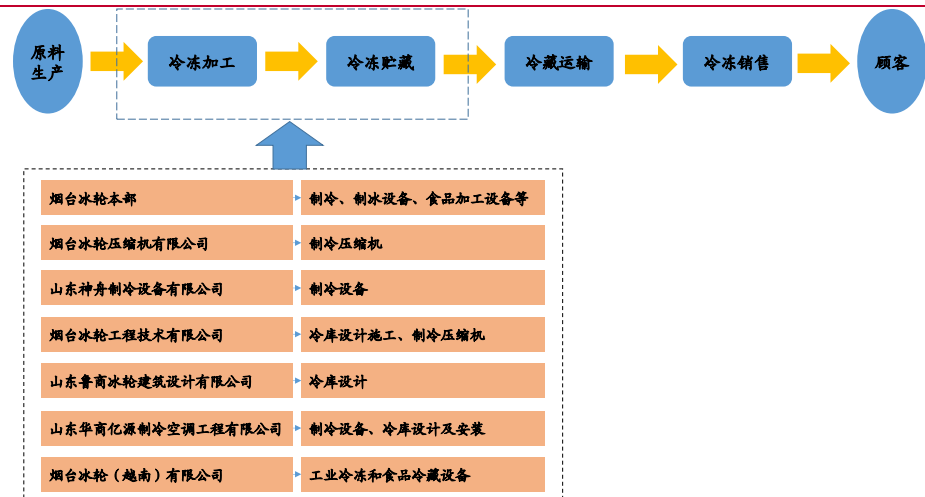
发布时间	政策	具体内容
2010.07.28	发改委发布《农产品冷链物流发展规划》	进一步提高肉类和水产品冷链物流水平，增强食品安全保障能力。2015年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别达到20%、30%、36%以上，冷藏运输率分别提高到30%、50%、65%左右，流通环节产品腐损率分别降至15%、8%、10%以下。
2012.01.28	《关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见》	加快发展鲜活农产品连锁配送物流中心，支持建立一体化冷链物流体系。
2013.01.11	《国务院办公厅关于印发降低流通费用提高流通效率综合工作方案的通知》	继续对鲜活农产品实施从生产到消费的全环节低税收政策，将免征蔬菜流通环节增值税政策扩大到部分鲜活肉蛋产品。2014年国家将继续实行生鲜农产品流通环节税费减免政策。
2013.01.31	《关于落实中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力若干意见有关政策措施分工的通知》	健全覆盖农产品收集、加工、运输、销售各环节的冷链物流体系。
2014.01.19	《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》	加快发展主产区大宗农产品现代化仓储物流设施，完善鲜活农产品冷链物流体系涉及多项冷链物流政策，并指出，生鲜农产品流通环节税费减免政策继续对鲜活农产品实施从生产到消费的全环节低税收政策，将免征蔬菜流通环节增值税政策扩大到部分鲜活肉蛋产品。2015年国家将继续实行生鲜农产品流通环节税费减免政策。
2015.02.01	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	确定了包括托盘标准应用推广、多式联运、冷链物流、物流信用、物流信息、电子商务物流、物流服务标准化试点、物流标准国际化培育以及物流标准化基础能力建设等重点开展的九项标准化工程。
2015.10.28	《物流标准化中长期发展规划(2015-2020年)》	重点强调冷链农产品安全标准化工程和现代物流标准化工程
2015.12.30	《国家标准化体系建设发展规划(2016-2020)》	销售冷藏、冷冻食用农产品的，应当配备与销售品种相适应的冷藏、冷冻设施，并符合保证食用农产品质量安全所需要的温度、湿度和环境等特殊要求。鼓励采用冷链、净菜上市、畜禽产品冷链上市等方式销售食用农产品。
2016.01.05	食药监局通过《食用农产品市场销售质量安全监督管理办法》	研究部署进一步加强农产品冷链流通标准体系建设和相关标准贯彻落实工作。
2016.01.20	商务部和国家标准委联合部署加快推进农产品冷链流通标准化工作	《意见》指出要加快构建跨区域冷链物流体系建设。
2016.01.27	《关于落实发展新理念加快农业现代化建设实现全面小康目标的意见》	通过创新物流业体制，完善相关政策，加强物流重要节点建设，支持第三方物流、多式联运等物流新模式发展、减轻税负、促进物流降本增效、助力实体经济稳增长。
2016.03.08	发改委：“十三五”期间推动现代物流加快发展	取缔一批不具备安全生产基本条件的非法违法企业，整改一批液氨使用存在隐患的企业，涉氨制冷企业整体安全管理水平得到较大提升。
2016.03.22	国务院关于督促涉氨制冷企业重大事故隐患整改加强安全监管工作的通知	要突破信息基础设施和冷链运输滞后“硬瓶颈”。
2016.04.06	国务院常务会议李克强总理再提发展冷链物流	支持流通企业，建设农产品流通全程冷链系统，重点加强全国重点农业产区冷库建设，同时王炳南表示今年商务部和国家发改委、国家标准委还要深入开展农产品冷链标准化工作。
2016.04.08	国务院政策例行吹风会上商务部部长助理王炳南表示加强冷链发展	构建物流信息互联共享体系，建立标准规范，加快建设综合运输和物流交易公共信息平台，提升仓储配送智能化水平。鼓励发展冷链物流。
2016.07.20	国务院常务会议部署互联网+物流，鼓励发展冷链物流	

来源：国联证券研究所

2.3. 公司为冷链设备龙头，充分受益行业发展

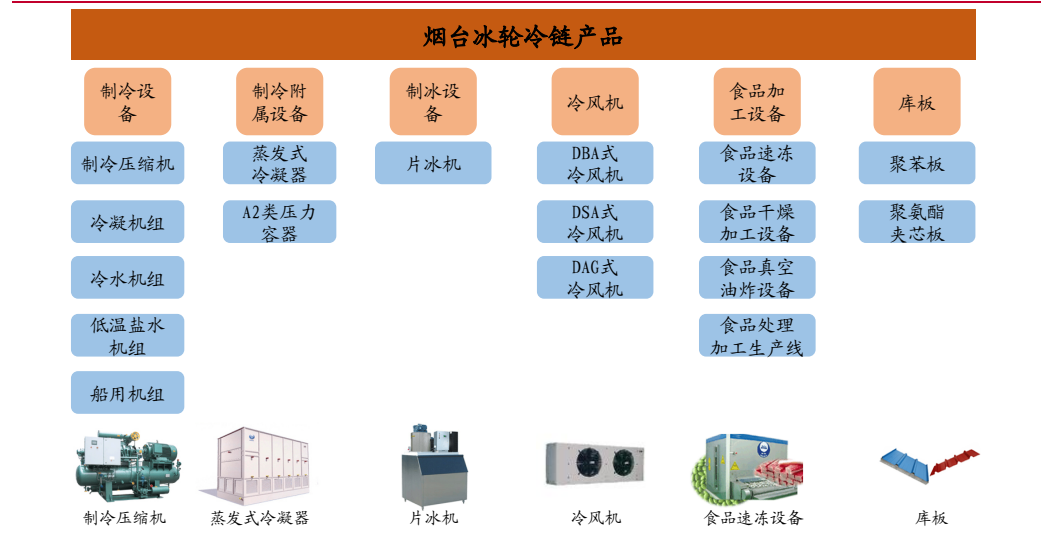
烟台冰轮始建于 1956 年，作为国内知名的冷冻冷藏、果蔬保鲜及食品深加工设备商，历经近 60 年的发展，已形成国际先进的核心技术，成为中国最大的冷冻冷藏设备的生产基地和出口基地。公司主要涉及冷链产业上游低温加工和低温贮藏两个阶段，主要产品包括制冷设备、制冷辅助设备、制冰设备、冷风机、食品加工设备、库板以及 EPC 工程总包服务。其中制冷压缩机、食品速冻设备和 EPC 工程总包是烟台冰轮最为耀眼的品种。烟台冰轮本部和子公司烟台冰轮压缩机有限公司、山东神舟制冷设备有限公司、烟台冰轮工程技术有限公司、烟台冰轮（越南）有限公司、山东鲁商冰轮建筑设计有限公司以及联营企业山东华商亿源制冷空调工程有限公司等，其中烟台冰轮工程技术有限公司、山东华商亿源制冷空调工程有限公司、山东鲁商冰轮建筑设计有限公司负责冷库工程建设及 EPC 工程总包。而越南工厂也正是公司注意到越南高温多雨、水产养殖业发达，对工业冷冻和食品冷藏设备需求旺盛这个巨大的潜力市场而设立的。

图表 12: 烟台冰轮涉及冷链业务的子公司



来源：公司官网、国联证券研究所

图表 13: 烟台冰轮冷链相关产品



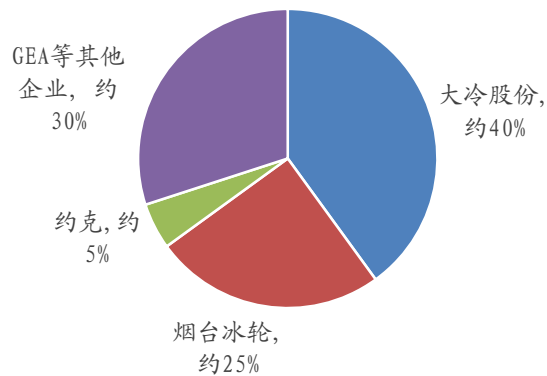
来源：公司官网、国联证券研究所

工业制冷螺杆压缩机行业寡头应变能力一流

烟台冰轮一直致力于“环保、节能、安全”的制冷技术的开发和应用，先后开发出新型高效螺杆制冷压缩机、单机双级螺杆制冷压缩机、节能型单冻机、二氧化碳制冷系统、自动化集成系统和低温复叠集成系统等产品，为冷链中冷冻和冷藏环节节约大量的运营成本。其中烟台冰轮的核心产品螺杆制冷压缩机，其各项性能指标均达到了当代国际先进水平。1973年中国自主研发的第一台螺杆制冷压缩机在烟台冰轮完成联合设计，奠定了烟台冰轮在大型螺杆式制冷压缩机领域的龙头地位。目前冷链设备中，公司在大型工业制冷压缩机国内市场中占有率达25%。

冷冻冷藏压缩机可以分为小型冷冻冷藏压缩机和大中型冷冻冷藏压缩机。小型重要应用在小制冷设备(如冷柜)和小型冷库中;大中型主要应用在大规模冷藏设备、冷库、低温/超低温冷冻(速冻)设备和工业制冷环境中。大型冷冻冷藏压缩机以螺杆式和开启式活塞压缩机为主。在欧美发达国家低温冷冻冷藏系统中，螺杆式正逐步取代传统的活塞式机型成为标准配置。大型螺杆式制冷压缩机行业是技术密集型行业，生产工艺相对复杂，加工精度要求高，产品和技术更新的难度较大，企业的持续发展既需要一定的研发实力和技术储备，也需要一定的实践经验积累，行业壁垒较高。目前国内主要生产厂家有大冷股份、烟台冰轮和约克，三者寡头垄断态势明显，共占有70%左右的市场份额，剩余30%为GEA等传统工业制冷企业瓜分。烟台冰轮以开启式螺杆压缩机为主，主攻系统配套项目，为客户提供全方位的解决方案。其主要螺杆产品范围集中在(250-1000)立方米排气量区间，而传统活塞式压缩机比例逐年下降，目前尚使用在船舶行业。

图表 14: 中国大型工业制冷螺杆压缩机市场分布情况



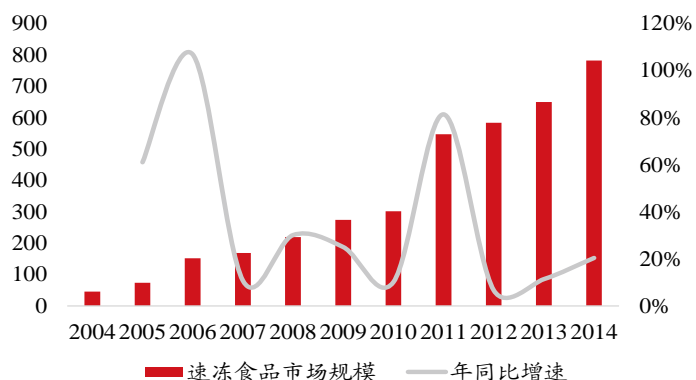
来源: 知网、国联证券研究所

各类涉氨事故发生后, 2015 年国内大批氨改氟项目上马。但因工业冷冻项目中, 氨仍被认为是最为合适的冷媒, 氨/二氧化碳复叠制冷技术上的突破仍是螺杆机生产企业的重中之重。烟台冰轮迅速调整系统结构, 推出了 NH₃/CO₂ 复叠制冷系统, 在过去两年中得到了业内的广泛认可。2014 年, 烟台冰轮收购山东神舟, 成为其控股股东, 以资本手段涉足并联机组。目前越来越多的并联机组系统取代传统氨系统, 向大型工业制冷方向发展成为趋势, 收购山东神舟后, 烟台冰轮在氨系统和氟系统两个解决方案方面均有布局, 弥补了不足, 在行业变革中反应迅速, 应变措施成效显著。

➤ 速冻设备国内市占率高达 20%

速冻食品又称为急冻食品, 是在-30℃以下的低温环境中使食品在 30 分钟之内通过其最大冰晶生成带, 中心温度达到-18℃, 并在-18℃以下的环境中贮藏和流通的方便食品。速冻食品按原料分为四大类: 速冻果蔬、速冻畜禽、速冻水产品和速冻调理食品。速冻食品已经成为我国发展最快的食品行业之一, 未来有望赢来 25-30 年的“黄金发展期”, 我国速冻食品工业虽起步较晚, 但是发展速度较快, 2008 年-2014 年复合增长率高达 23.62%, 未来随着城镇化率的提升和国民收入的提高, 仍将保持快速增长。据统计, 我国速冻食品的人均消费量在 10 公斤左右, 仅相当于发达国家的初始阶段, 与国外市场相比国内速冻食品还有将近 6 倍的发展空间。

图表 15: 我国速冻食品行业市场规模 (单位: 亿元)

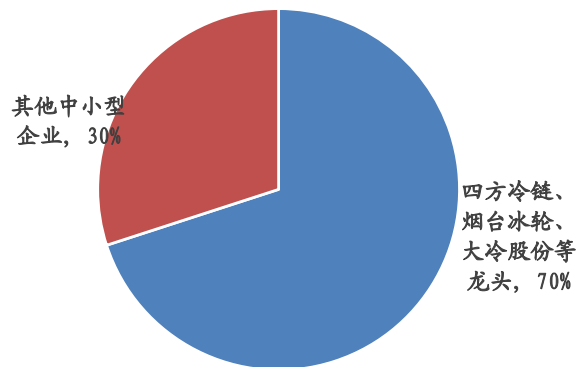


来源：中国产业信息网、国联证券研究所

国内生产的冻结设备大致可分为强烈鼓风式速冻设备、流化床式速冻设备、隧道式冻结设备、螺旋式速冻设备、接触式冻结设备及直接冻结设备六大类，其中前 4 种为采用空气强制循环式，接触式速冻属于板式热交换，直接冻结设备为液体制冷。烟台冰轮涉及产品包括流化床式速冻设备、隧道速冻设备和螺旋式速冻设备，主要为中高端产品。

中高端速冻设备作为非标产品，技术含量高，资金需求量大，行业进入壁垒较高，国内形成规模的速冻设备厂家仅数十家，占据了近 70% 的市场份额，行业里以烟台冰轮、南通四方冷链、大冷股份为龙头，烟台冰轮市占率达 20%；低端产品生产企业数量众多，规模小，竞争激烈。

图表 16：我国速冻设备市场分布情况



来源：知网、国联证券研究所

➤ 工程总包能力突出

公司子公司（或联营企业）中工程建设主体涉及到烟台冰轮工程技术有限公司、山东华商亿源制冷空调工程有限公司和山东鲁商冰轮建筑设计有限公司。其中，山东鲁商冰轮建筑设计有限公司拥有建筑工程甲级、住建部颁发的商物粮工程（冷冻冷藏工程、肉食品加工工程）甲级和压力管道 GC2 级设计资质，是国内仅有的几家商业工程甲级设计单位之一。商业工程甲级资质获得条件苛刻，在单位资历、技术水平、技术力量、技术装备、管理水平和社会声誉方面都有非常高的要求。其中资历方面，要求公司具备 20 年以上冷库工程设计经历，承担过 2 个以上 10000 吨以上、冻结能力 100 吨/日以上的设计任务，并已建成投产，设计质量优良，达到国内新案件水平；技术水平方面，要求公司在同行业中处于领先地位，能独立开展制冷专业基础工作和标准化工作，能承担和组织国家和部级标准、规范、定额的编制工作，能承担援外冷库工程设计，要求极高。

图表 17：商业工程甲级设计资质准入条件及获得单位

单位资历	20年以上冷库工程设计经历 承担过2个以上10000吨以上、冻结能力100吨/日以上设计任务，并已建成投产，设计质量优良，达到国内先进水平
技术水平	具有制冷专业技术专长，在同行中处于领先地位，能独立开展制冷专业基础工作和标准化工作 具有较强技术开发能力，能承担和组织国家和部级标准、规范、定额的编制工作 能承担援外冷库工程设计 对引进技术有较好的吸收、消化能力
技术力量	专业技术人员配备齐全，工程技术人员总数200人以上，其中高级工程师和工程师人数在100以上 具有大专以上学历，从事制冷工艺设计工程20年以上，主持过3个10000吨以上冷库工程设计的技术骨干工程师5人以上 具有同时承担2个10000吨以上的冷库工程，包括配套的冻结、屠宰等项目设计的能力
技术装备	配有电子计算机等先进计算设备 配有先进的晒图机、复印机等出版设备 配有较先进的测试设备
管理水平	具有较强的管理力量 设有较健全的技术资料、技术档案室技术情报机构 具有较完善的质量、技术、计划、财务等管理制度
社会信誉	所承担的设计任务在国内受到好评，享有较高的社会信誉 所设计的冷库工程曾获得过部级或省级以上的优秀设计奖

来源：商务部、国联证券研究所

从设计、施工到设备制造、安装、调试，公司都有对应的组织，一站式的工程总包能力突出。其中典型的案例有，烟台冰轮自主设计、制造和承建的山东爱通海丰国际冷藏物流有限公司 10000T 全自动冷库，是我国第一个全部使用螺杆制冷压缩机的自动化冷库，标志着中国自动化冷库自主设计建造技术的成熟；青岛鑫海丰食品-65℃复叠制冷项目由公司提供全套复叠制冷系统设计、设备制造、系统安装及调试，打破了此前此系统国内市场由进口设备垄断的局面，填补了公司在低温复叠制冷系统领域的空白；公司自主设计、制造并承建了意露（广州）自动化冷库、越南下龙水产的单体自动化系统，逐步将自动化系统技术打入国际市场；此外还包括洛阳中硅项目，以及国内最大的鸡屠宰、加工和物流综合项目—福建圣农项目等等，数不胜数。

冷链物流和工商业制冷的国际化加速了基础设备业的国产化进程，公司将肩负起民族企业的重任，为客户提供安全、环保、节能的产品，提供冷链和工商业制冷的一站式系统解决方案。

3. 顿汉布什中央空调业务将保持快速增长

2015 年公司收购冰轮（香港）100% 股权，其核心资产为顿汉布什中央空调业务，自此公司大力进军中央空调业务（原有联营企业烟台荏原从事溴化锂中央空调业务），且其体量与低温冷链业务不相伯仲。

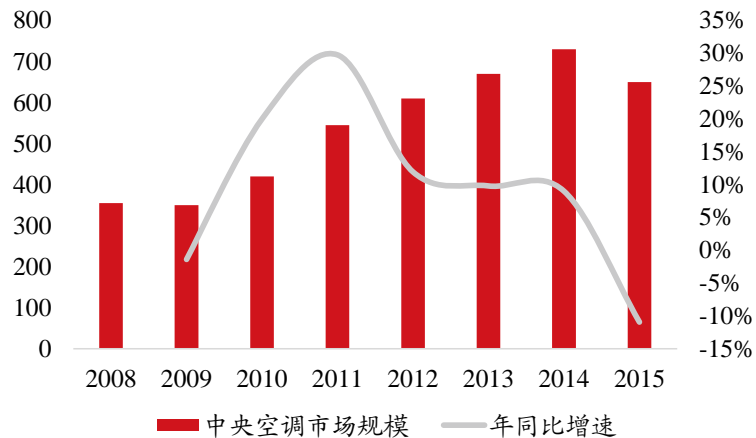
3.1. 国内中央空调市场进入调整期但细分市场增量将力挽狂澜

➤ 中央空调市场规模渐入稳定期

中央空调在欧美已历时百余年，而真正进入中国市场在 80 年代，随后国内中央空调市场随着中国经济尤其是商业地产的飞速发展进入高速增长，2003 年-2014 年 12

年间国内中央空调市场规模从 85 亿元增长至 730 亿元，复合增速高达 21.59%。2015 年随着房地产行业的大幅下滑，中央空调市场出现超过 10% 的负增长，行业进入调整期。2016 年房地产市场回暖，中央空调市场料将回稳。

图表 18: 国内中央空调市场规模变化趋势 (单位: 亿元)

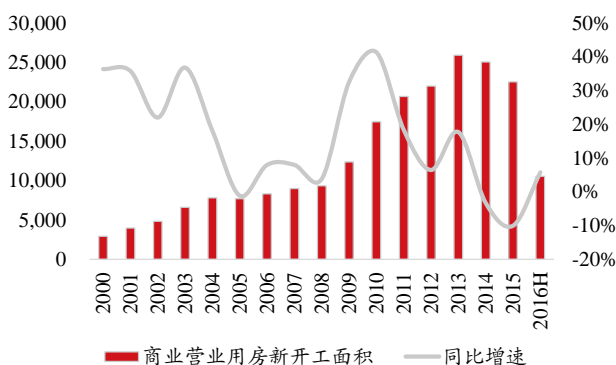


来源: 中国产业信息网、国联证券研究所

➤ 中央空调部分细分市场增量明确，2016 回稳大势所趋

2016 年以来商业营业用房和办公楼新开工面积均重新录得增长，分别增长 5.77% 和 16.50%，2016 年中央空调回稳几无悬念。从细分市场来看，轨道交通、医疗净化系统、教育系统以及农业空调等市场 2015 年并未出现明显萎缩，部分领域甚至仍有增长。与此同时，三四线城市的开发渐渐成为企业开发的重点，而把传统业务融入互联网也是企业正在尝试的方向之一，凡此种种，中央空调细分市场增量仍然存在并且坚挺，行业稳定可期。

图表 49: 商业营业用房新开工面积 (单位: 万平方米)



来源: Wind、国联证券研究所

图表 20: 办公楼新开工面积 (单位: 万平方米)



来源: Wind、国联证券研究所

3.2. 顿汉布什: 轨交中央空调的翘楚

➤ 中央空调市场竞争格局

中央空调系统是以集中的方式对空气进行温度调节、净化、湿度调节等处理，通常包括中央空调机组（主机）、空气处理末端设备、风管系统、水系统以及控制系统五大部分，其中主机部分技术壁垒较高，因此主机厂商是中央空调产业的绝对主导者。中央空调按主机类型分类包括冷水机组（离心机、风冷螺杆机、水冷螺杆机、溴化锂机组、水地源热泵机组、模块机）、冷媒变流量机组（变频多联机、数码涡旋机）、单元机及末端等；从产品应用领域来分，可以分为家用中央空调和商用中央空调。商用中央空调广泛应用于写字楼、商场、轨交、机场、医院等各类公共建筑及工业制冷场所，成为国内中央空调市场主导性力量；与此同时，随着居民消费能力的提高，多联机、单元机为主的家用中央空调需求也得到了快速的提升，占领了家用市场 95% 的市场份额。大型水机则以其制冷量优势始终主导者大型商用市场。目前来看商用中央空调市场规模约 480 亿元，家用中央空调约 180 亿元。

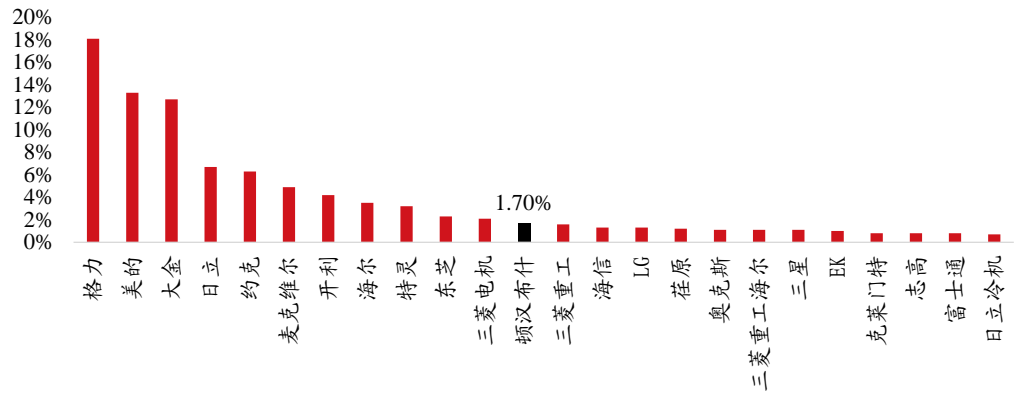
图表 21：中央空调市场分类及主要厂家

产品类型	主要厂家	市场特点
大型冷水机组	约克、特灵、开利、麦克维尔、顿汉布什等	制冷量大、能效比高，传统大型中央空调代表
溴化锂机组	远大、双良、荏原、松下（大连）等	主要用在工业领域
水地源热泵	克莱门特、美意、麦克维尔、顿汉布什等	小众市场
多联机	大金、海信日立、格力、美的等	日系主导
模块机	格力、美的、麦克维尔等	门槛低、竞争激烈
单元机	格力、美的、海尔、大金等	门槛低、渠道以赖、美的、格力双寡头垄断
末端	约克、开利、麦克维尔等	竞争分散、冷水机组配套
其他	申菱、约克、艾默生等	特种空调、小众市场

来源：国联证券研究所

大型冷水机组方面，欧美五大品牌约克、特灵、开利、麦克维尔和顿汉布什占据主导地位；溴化锂机组主要用在工业领域，由远大、双良、荏原和松下（大连）等主导；地源热泵属于小众市值，由克莱门特、美意、麦克维尔等公司主导；多联机方面由日系主导，大金、海信日立占头把交椅，格力、美的紧随其后；模块机竞争较为激烈，格力、美的、麦克维尔占据主导地位；单元机方面格力和美的呈现双寡头垄断趋势；末端主要为冷水机组配套设施，约克、开利、麦克维尔主导。此外还有部分特种空调小众市场，以申菱空调、艾默生空调为代表。顿汉布什业务涉及除溴化锂产品外的所有中央空调，以冷水机组为主，公司根据中央空调市场的变化情况，不断丰富产品结构，产品体系逐渐向变频多联机、水地源热泵机组等领域扩展。

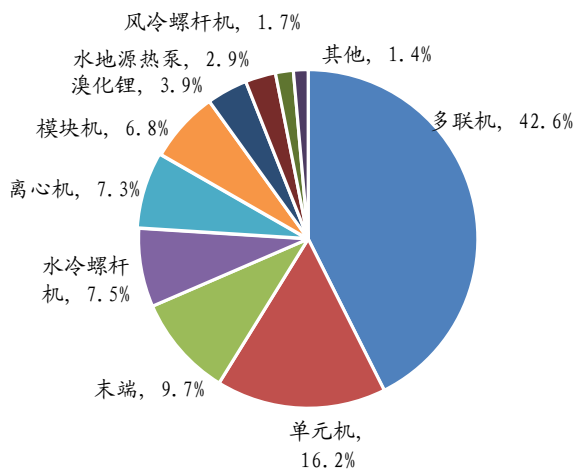
图表 22：中央空调市场主要厂家市场占有率分布



来源:《中央空调市场》、国联证券研究所

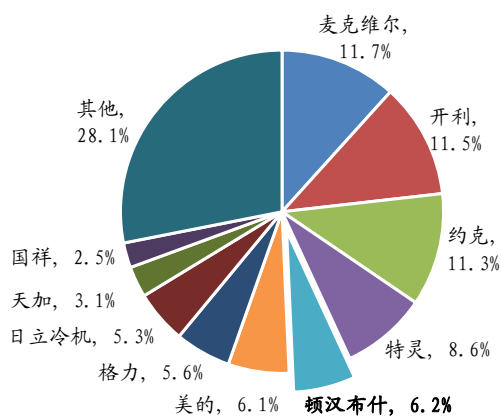
国内整个中央空调市场占有率方面,2015年笼统的来看,格力和美的分别以18.1%和13.3%的市场占有率排名一、二,其产品主要集中在多联机、模块机和单元机方面。顿汉布什重点在冷水机组方面,包括离心机组、水冷螺杆机组和风冷螺杆机组,三个细分领域市场占有率分别为4.5%、6.2%和9.4%,是欧美五大品牌之一。

图表 23: 中央空调九大类产品市占率情况 (2015)

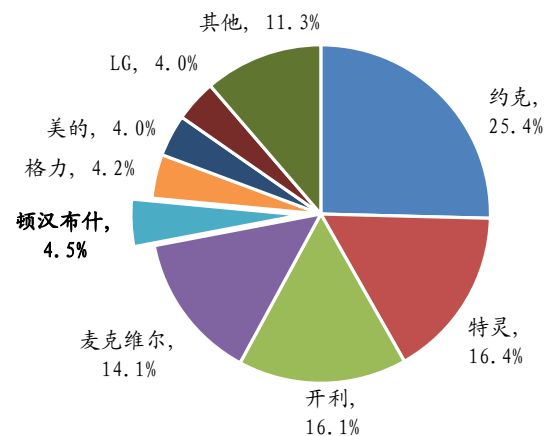


来源: 中央报告大厅、国联证券研究所

图表 25: 水冷螺杆机主要厂家市占率情况 (2015)

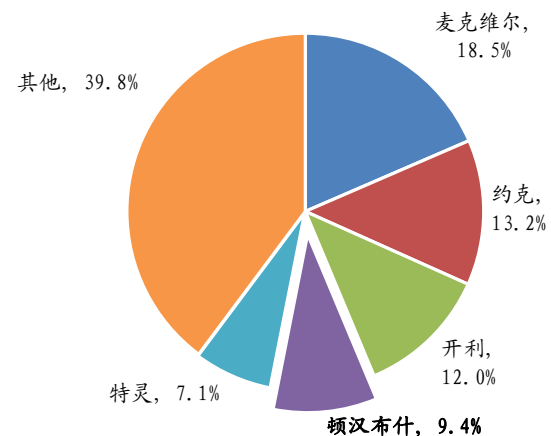


图表 54: 离心机组主要厂家市占率情况 (2015)



来源: 中央报告大厅、国联证券研究所

图表 66: 风冷螺杆机主要厂家市占率情况 (2015)



来源：中央报告大厅、国联证券研究所

来源：中央报告大厅、国联证券研究所

➤ 顿汉布什紧抓轨交细分市场，在行业艰难期逆势而上

在过去的 2015 年，中央空调市场规模经历了超过 10% 的下跌，但拥有自身核心细分市场的企业几乎都没有出现明显的下滑，顿汉布什表现尤其突出，轨道交通、核电领域、数据中心建设、医疗净化系统等诸多细分分子领域是顿汉布什发力的动力之所在。顿汉布什 2015 年实现归母净利润 6688 万元，较 2014 年增长 7.1%，业绩逆势坚挺，未来有望随着轨交、核电等行业的快速发展而腾飞。

城市轨交方面，“十三五”规划建设速度加快，顿汉布什是轨交车站中央空调领导者。根据中国城市轨道交通协会数据，2015 年末我国城市轨道交通运营总里程数为 3618 公里，车站总数为 2236 个，其中换乘车站 384 个，占比达 17.2%，每公里车站数约 0.62 个。近年来，发改委密集批复城市轨交项目，国家政策层出不穷，明显加码，力度空前。“十三五”期间已获批的 44 个城市的轨道交通规划总里程数达 4705 公里（统计截止时间为 2016 年 5 月，仍有正在审批的未计入）。我们预测到十三五末，我国城市轨道交通运营总里程数将超过 8000 公里，则期间共新增约 4400 公里，年平均新增约 880 公里，建设速度相比十二五期间翻倍增长。

图表 27：“十三五”期间已获批城市轨道交通规划

城市	规划长度（公里）	规划车站（座）	批复总投资额（亿元）
北京	417	97	2928.16
上海	251	157	2049.55
深圳	232	151	1733.67
重庆	203	109	827.03
青岛	291	132	1173.82
杭州	250	108	920.91
成都	212	162	1321.85
苏州	152	122	1059.93
东莞	165	36	507.89
合肥	170	145	620.01
其他	2362	1479	11144
合计	4705	2698	24286.82

来源：中国城市轨道交通协会、国联证券研究所

城轨站台数量方面，十二五期末，总体在运营线路站台密度为 0.62 座/公里，2015 年新增运营里程数 335 公里，站台数 259 座，密度为 0.77 座/公里，明显增多，我们给予“十三五”末期总体在运营线路平均密度 0.68 座/公里的预测，则届时站台数将达 5440 座，整个“十三五”期间增加 3204 座。随着城市轨道运营线路的增多，每新增一条线路，其新增换乘车站数量亦呈现递增的趋势。十二五末期总体已投运线路换乘站比例为 17.2%，2015 年末 41 个城市在建线路规划车站 2075 座，其中换乘车站 609 座，密度高达 29.3%。我们给予“十三五”末期总体已投运线路换乘站比例 23% 的预计，

则换乘车站将达 1251 座，整个“十三五”期间增加 867 座。

图表 28：“十三五”期间新增里程数、站台数和换乘车站数预测

时间	新增城市轨道交通运营里程数(公里)	年平均新增里程数(公里)	期末运营里程数(公里)	期末站台总数(座)	期末站台密度(座/公里)	期末换乘车站数量(座)	期末换乘车站比例	
十五	2001-2005	399	79.8	545				
十一五	2006-2010	885	177	1430				
十二五	2011-2015	2188	437.6	3618	2236	0.62	384	17.17%
十三五	2016-2020	约4400	约880	约8000	5440	0.68	1251	23.00%

来源：中国城市轨道交通协会、国联证券研究所

螺杆机是轨道交通领域的主要应用机型，在制冷和稳定性方面拥有强劲的优势。但是近年来，变频多联机和离心机也不断进入该领域，格力、美的、海尔等内资企业也都推出了相应的磁悬浮产品。目前国内轨交车站中央空调市场以欧美五大品牌（顿汉布什、克莱门特、特灵、麦克维尔和开利）与国产四大品牌（格力、美的、海尔和天加）为主。冷水机组、各类风机、组合空调机组、风机盘管机组、多联空调机组等都是轨道交通空气调节必备设备。“十三五”期间轨交的快速发展将促使车站空调出现翻倍以上的增长速度。

顿汉布什核心产品为立式全封闭集成冷水机组，集成度高、紧凑、可靠性高，特别适合地铁建设，2015 年顿汉布什凭借拳头产品 WCFX 水冷全封闭螺杆冷水机组，斩获了北京 8 号线 3 期、南宁地铁 1 号线 1 期、南京地铁 S3 号线、厦门轨道交通 1 号线、杭州地铁 2 号线 2 期工程、合肥地铁 2 号线等轨交大单。该机组采用专利立式全封闭双螺杆压缩机，代表了世界最先进水平，多机头单回路设计能保障机组高效运行，满负荷能效(COP)符合国家能效标准，大大节省地铁站运行费用；机组设有无级调节，可以很好实现瞬时客流调节，节能的同时满足能量需求。初次建设地铁的城市，如南宁、厦门，相当看中良好的质量和品牌，在这方面，顿汉布什具有优势。公司今年继续先后中标上海地铁 13 号线二期、三期、世博线、贵阳轨道交通 1 号线、广州地铁坑口综合体、南昌轨道交通 1 号线地铁配套 BT 工程等，订单不断。

图表 7:顿汉布什近年部分轨交中标项目概况

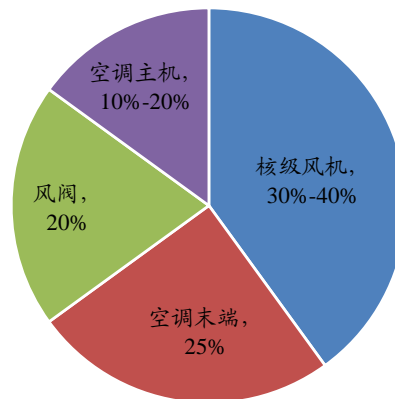
中标时间	中标线路	线路总长(km)	中标设备	中标金额(万)
2015	北京地铁8号线3期	20.30	WCFX水冷螺杆冷水机组24台	1000
2015	南宁地铁1号线1期	32.10	螺杆机组、VRF系统、水泵、冷却塔等	
2015	南京地铁S3号线	37.55	水冷全封闭螺杆冷水机组	
2015	厦门轨交1号线	45.52	57台冷水机组(含离心机、螺杆机)和888台空调末端	3200
2015	杭州地铁2号线2期	12.80	WCFX水冷全封闭螺杆冷水机组	
2015	合肥地铁2号线	27.76	WCFX水冷全封闭螺杆冷水机组、群控系统、冷凝管在线清洗装置和全程水	2500
2016	上海地铁13号线2期、3期、世博	21.60	WCFX水冷全封闭螺杆冷水机组	
2016	贵阳轨道交通1号线	34.00	42台WCFX水冷全封闭螺杆冷水机组	3200
2016	广州地铁坑口综合体	-	DCLC-H高效水冷离心式冷水机组、WCFX水冷全封闭螺杆冷水机组、AESX蒸发冷却式螺杆冷水机组、冷却塔和末端设备	千万级
2016	南昌轨道交通1号线地铁配套BT	-	DCLC-V变频水冷离心式冷水机组、ACXHP-HR高效风冷全封闭螺杆热泵机组、WCFX水冷全封闭螺杆冷水机组和末端设备	千万级

来源：公司官网、国联证券研究所

此外公司亦涉及高铁业务，公司产品在京沪高铁上已有使用，近期出台的《中长期铁路网规划》中明确提出中国 2025 年将建成高速铁路 3.8 万公里，目前为 1.9 万公里，十年翻倍，高铁增长稳健，公司亦受益。

顿汉布什冷水机组亦广泛应用于核电领域，受益核电扩容。尽管我国已成为全球最大核电市场，但 2014 年核电发电量仅占当年国内发电总量的 2.4%，而核发达国家法国全年 76.9% 的电力来自核电，我国核电行业发展空间较大。2015 年底已建成机组 27 台，在建机组 25 台。根据《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，预计“十三五”期间，我国将以每年 6-8 座的速度新建核电站。新核电项目的审批有望迎来新的高峰，在建在运机组容量提高至约 8800GW。2015 年底，我国在运行核电装机容量为 2962.6GW。这意味着我国核电发电规模将继续高速扩容，平均每年新增装机容量 6-8GW。按照第三代核电技术机组，每 GW 核电机组暖通 HVAC 设备规模在 1.5-2.0 亿元，其中空调主机占 10%-20%，空调末端占 25%，另外核级风机和风阀占 50%-60%，那么“十三五”期间，仅我国平均每年核电空调主机和末端总体市场规模就在 4.05-7.20 亿元左右。“十三五”期间增量远超以往 30 年！

图表 30: 核电站暖通系统各设备费用占比



来源：产业在线、国联证券研究所

顿汉布什是核电中央空调的领航者，2007 年进入核电领域。目前拥有上百台核岛用中央空调在运行，服役于红沿河、宁德、阳江等核电站，参与了核电制冷设备标准的编写。公司大部分机组用于核岛冷却，核岛属于核电站的核心部分，核岛制冷机是保障核电站安全的重要设备，必须要能适应各种复杂的工况，满足特殊工况下的制冷负荷及小热负荷输出，具有安全、可靠、易维护和寿命长等特点，代表了核电空调制冷设备的最高水平，其技术含量远高于常规岛制冷机。公司是核电站采购中央空调的首选厂家之一，未来随着核电新建机组的高速增加，公司核电相关中央空调业绩将大幅提升。

图表 8: 顿汉布什部分核电中央空调项目中标情况

中标时间	中标项目	项目投资	中标内容	中标金额
2016.06	白俄罗斯奥斯特罗维茨核电站1期	50亿美金	核电站冷却系统解决方案并供货10台DCLC离心式冷水机组	
2015.05	红沿河2期5-6号核岛制冷机	279亿元	为LOT150Ba标段提供了DEG离心式冷水机组; 为LOT150Bb标段提供核3级DEL冷水机组	近2000万
2011.08	山东海阳核电站1期	400亿元	WCFX主机、末端以及冷却塔	
2010.06	宁德核电站1期	520亿元		
	阳江核电站1期	750亿元	离心机共24台	超过3500万
	防城港核电站1期	250亿元		
2007-2009	红沿河核电站1期等项目	-	60余台水冷、风冷核级冷水螺杆机组	

来源: 公司官网、国联证券研究所

4. 热能事业统筹管理，环保节能技高一筹

4.1. 华源泰盟余热回收前景看好

公司 2014 年 10 月竞购华源泰盟 60% 股权, 完善了公司作为气温控制领域专家的高温段业务。华源泰盟以清华大学技术为依托, 始终专注于工业余热利用以及城市集中供热领域, 为用户提供一系列个性化、专业化、系统化的全方面解决方案。余热来源主要是热电厂、锅炉烟气和工业工艺过程, 回收热量主要用于发电、城市集中供热和对其他工艺过程加热等。公司产品和技术主要涉及热电厂、烟气、工业工艺过程余热回收, 主要用于城市集中供热和工程供热, 其中城市集中供热占大头。

我国余热可利用量大, 余热供暖需求量大, 政策支持力度明显。据统计, 我国工业耗能占全社会总能耗的 2/3, 但是能源利用效率低于 50%, 各行业的余热总资源约占其燃料消耗总量的 17%-67%, 可回收的余热资源占余热总资源的 60%, 余热可利用量巨大。截止目前, 我国工业余热利用相关规划和政策不断完善, “十一五”、“十二五”分别超额完成 20%、40% 大幅完成余热利用规划目标。规划到 2020 年, 计划完成工业余热开发利用量 2.4 亿吨标准煤、装机量 4500 万 KW、工业余热利用率达 50%! “十三五”期间推动工业余热利用从 2.0 阶段到 3.0 阶段迈进。下游需求方面, 城市集中供热是我国供暖的大头。2015 年 10 月, 国家发改委与住建部联合印发《余热暖民工程实施方案》, 方案显示, 2014 年我国北方地区城镇采暖面积达 120 亿平方米, 其中城镇集中供热面积 71 亿平方米; 采暖用能超过 1.8 亿吨标准煤, 其中燃煤占比约 90%。规划选址 150 个示范市, 探索建立余热供暖的经济模式, 到 2020 年, 通过实施余热暖民工程替代燃煤供暖面积 20 亿平方米以上, 减少使用供暖用原煤 5000 万吨以上。余热供暖需求量巨大。

公司主要核心技术为基于吸收式换热的热电联产集中供热技术、烟气余热深度回收技术和工业余热回收技术。公司产品包括吸收式大温差换热机组、余热回收专用机组、烟气余热深度回收机组、直燃增热型供热机组、热网增热型供热机组、烟气源增

热型供热机组、第二类吸收式热泵机组等。

图表 32: 华源泰盟主要产品和技術

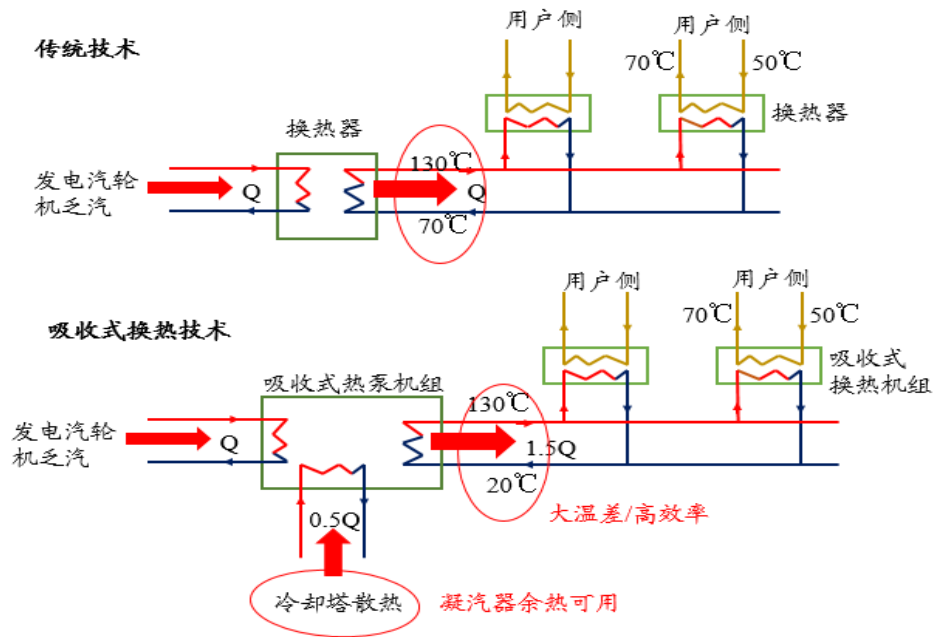


来源: 公司官网、国联证券研究所

基于吸收式换热的热电联产集中供热技术性能卓越。基于吸收式换热的热电联产集中供热技术完整的吸收循环由基于吸收循环的超大温差供热技术和基于吸收式循环的余热回收技术组成: 在首站增设余热回收专用机组回收凝气余热, 解决热源不足问题; 同时在城市换热站设置吸收式大温差机组替代原有的板式换热器, 用于降低一次网回水温度, 拉大一次网供回水温差, 解决热网输送能力不够问题。该技术充分回收电厂冷凝废热、增大热电厂供热能力。在热力站处采用吸收式换热机组, 利用一二次热网之间巨大的换热温差为驱动力, 是一次热网的回水温度由传统的 $130^{\circ}\text{C}/70^{\circ}\text{C}$ 变为 $130^{\circ}\text{C}/20^{\circ}\text{C}$, 大幅增加既有城市热网的输送能力。相对于传统热电联产集中供热系统, 该技术可提高热电厂供热能力 30% 以上, 降低超过 40% 的热电联产供热耗能, 并增加既有管网输送能力 80%。还可以利用夏季城市热网进行制冷, 提高设备利用率, 改善夏季城市建筑空调用电结构。

本技术不仅能大幅降低供热系统能耗和运行成本, 还能推动热电联产集中供热系统的进一步普及, 并为未来核电站实现远距离供热创造条件, 已经成为趋势。目前新增供热面积推广率超过 20%, 形成 20 万吨标准煤/年的节能能力。公司该项技术项目经验成熟, 在大同市第一热电厂余热利用工程、大唐国际云冈热电有限责任公司余热利用工程、大同煤矿集团大唐热电有限公司余热回收工程等数十个工程中都使用到该技术。

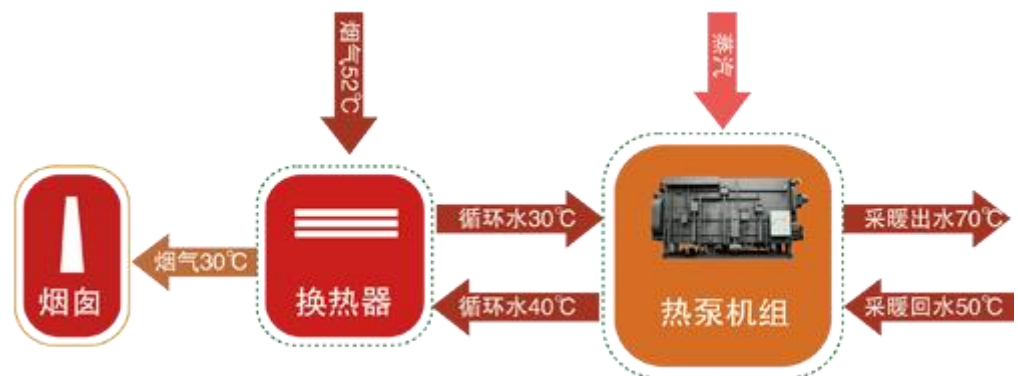
图表 33: 基于吸收式换热的热电联产集中供热技术与传统技术的差异



来源：国联证券研究所

烟气余热回收利用热泵技术提高回收效率，是节能环保一大利器。一般工业锅炉热效率为 60%-70%，排烟温度在 250°C-350°C 之间，大量余热未能充分利用，如果把这些烟气直接排放至空气中，不但导致气温升高，污染了环境，而且浪费了大量的能源。因此降低锅炉烟气温度，充分利用烟气余热成为节能环保一项重大课题。烟气余热回收热泵机组克服了烟气成分复杂、腐蚀性强等回收技术瓶颈问题，可达到节能、环保、节水等多重效果。燃煤锅炉排烟温度可降至 30°C 以下，提高燃煤锅炉效率 10% 以上，减少烟气中粉尘、氮氧化物、二氧化硫等污染物排放，消除白烟现象，夏季还可以用于制冷，是节能环保一大利器。

图表 34：烟气余热回收技术示意图



来源：公司官网、国联证券研究所

基于华源泰盟余热回收技术的优越性，以及节能环保大势所趋的判断，我们认为

其业务将保持快速增长。华源泰盟 2015 年营收 4.22 亿元，2016 年有望超过 5 亿元，净利润率在 10% 左右，净利有望达 5000 万元，为公司提供归母净利润 3000 万元。

4.2. 热能统筹管理平台搭建，业务梳理加速高温业务发展

公司在收购华源泰盟之后，于 2016 年 6 月再次收购高温段相关股权——青岛达能环保 19.6% 股权。青岛达能方面拥有五大电厂客户优势，在除渣、除尘、烟气深度余热利用系统领域拥有核心技术，未来有望进入资本市场。自此，公司涉及供热和余热回收领域的主体有烟台冰轮现代重工、华源泰盟和达能环保。其中，现代重工长期从事循环硫化床锅炉和余热锅炉，主要出口中东沙特、科威特等地；华源泰盟擅长大温差型热泵。公司供热及余热回收组织体系逐渐完备，公司计划单独设立热能事业平台，统筹下属单元的吸收式热泵、电热泵、氨高温热泵、空气源热泵、地源热泵和工业蓄能技术。事业部统筹安排热能相关业务，充分发挥各组织机构的协同效应，为公司开辟一个新的支柱产业。

5. 盈利预测及估值分析

5.1. 盈利预测

(1) 冷链业务：公司二季度开始订单明显回暖，2016 年除中央空调和余热回收业务外剩余低温业务整体给予 9% 的营收增长预计。

(2) 中央空调业务：顿汉布什 2015 年实现归母净利润 6688 万元，2016 年受益细分领域订单饱满，保守预计公司达成承诺利润 8291 万元，按净利率 6% 计算，预计营收将达 13.82 亿元。

(3) 供热及余热回收业务：华源泰盟方面，2016 年给予净利润达到 5000 万元的预测，根据以往净利率水平，给予净利润率 10% 的预测，营业收入达 5 亿元。

(4) 投资收益及营业外收入：2015 年公司出售万华化学股权获得税前投资收益 2.14 亿元，2016 年我们给予 0.1 亿元的预测；公司 2016 年上半年获得厂房搬迁收储补偿税后 8500 多万元，另外红塔创投股权分红收益 3000 多万元。联营企业中，烟台荏原主营溴化锂吸收式冷水机组，行业增长不明显，2015 年净利润 3675.14 万元，2016 年受日元升值影响，今年利润缩水，我们给予 1800 万元的假设，提供归母净利润约 700 万元（目前拟出让中）。现代重工 2015 年净利仅 715.08 万元，受亏损订单影响明显，2016 年预计营收增长 20% 以上，净利润恢复正常盈利水平，预计达 4000 万元，提供归母净利润 1800 万元。卡贝欧换热器有限公司 2015 年净利 3042.53 万元，规模小，增速快，我们给予净利 20% 的增速预测，2016 年净利约 3600 万元，公司股权占比 22.4%，获得投资收益约 800 万元。另外新收购的达能环保按照利润承诺 2016 年

为 3500 万元，我们认为能够达成，提供约 700 万元投资收益。因此联营企业及股权投资提供投资收益共计约 5000 万元。营业外净收入税后 1.2 亿元左右。

5.2. 估值分析

公司 2016 年至 2018 年最新摊薄每股收益分别为 0.57 元、0.63 元以及 0.74 元，按当前（2016 年 08 月 30 日）股价 13.18 元对应市盈率分别为 22.94 倍、20.86 倍以及 17.70 倍。参考可比公司大冷股份、雪人股份、四方冷链、汉钟精机等公司的估值，我们认为烟台冰轮估值偏低，按 2017 年合理 PE30 倍计算，目标价 18.90 元。维持“推荐”评级。

图表 35: 可比公司估值比较 (2016/08/30)

证券代码	公司名称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益预测 (元)			动态市盈率		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000530	大冷股份	10.87	55.50	0.28	0.36	0.43	38.82	30.19	25.28
002639	雪人股份	12.24	82.51	0.14	0.23	0.28	87.43	53.22	43.71
603339	四方冷链	44.36	91.74	0.64	0.74	0.89	69.31	59.95	49.84
002158	汉钟精机	12.02	63.75	0.37	0.46	0.53	32.49	26.13	22.68
000811	烟台冰轮	13.18	57.38	0.57	0.63	0.74	22.94	20.86	17.70

来源: Wind、国联证券研究所