

## 2021 三季报点评：高质量的三季报，静待盈利能力持续提升

买入（维持）

2021 年 10 月 27 日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002  
18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号：S0600520070005  
18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,044	4,839	5,876	7,167
同比（%）	5.8%	19.68%	21.41%	21.98%
归母净利润（百万元）	223	342	438	548
同比（%）	-51.1%	53.53%	28.14%	25.17%
每股收益（元/股）	0.30	0.46	0.59	0.73
P/E（倍）	42.23	27.51	21.47	17.15

### 投资要点

- **事件：**公司公告三季报，前三季度实现收入 38.96 亿元，同比增长 38.65%；归母净利润 2.32 亿元，同比增长 32.53%；扣非后归母净利润为 1.87 亿元，同比增长 32.23%。
- **一、高质量的三季报，毛利率企稳标志着盈利能力有望触底回升。**根据公司公告，Q3 收入为 15.46 亿元，同比增长 28.06%；归母净利润为 1.01 亿元，同比增长 32.69%；扣非后归母净利润为 0.88 亿元，同比增长 60.28%，毛利率为 20.92%，相比 Q2 基本持平。我们分析认为，Q3 毛利率和净利率意味着原材料价格对公司的冲击在 Q3 基本稳定，未来随着原材料价格逐步回落至稳定，公司的盈利能力大概率要持续提升。
- **二、多因素提升冷链物流景气度，公司龙头地位愈加彰显。**1) 2019 年我国冷链物流产业链的市场规模超过 3000 亿元/年，仍在快速发展（2017-2019 年 CAGR 为 15.3%），但是相比国外先进水平，仍存在较大差距。2) 政策层面，1 号文件再度强调冷链物流建设，“十四五”冷链物流发展规划出台在即；需求层面，城镇化率提升+消费水平升级+生鲜电商需求增长+医药冷链发展，加速行业空间释放；技术层面，安全和环保标准的提升、新技术的加速推广应用，为行业快速发展提供持续动力，多重利好因素提振和催化下，行业景气度有望持续提升，我们预计到 2025 年，我国冷链物流市场总规模约为 9154 亿元，相比 2019 年提升 169.95%。3) 中高端制冷设备方面，公司核心竞争优势明显，在大型冷冻冷藏设备领域，2017 年之后，公司与竞争对手逐渐拉开差距，2017-2020 年，公司制冷设备业务收入相比冰山冷热收入分别高 143.44%、157.34%、172.00%、190.48%，基本形成一家独大的市场竞争格局。
- **碳捕集、利用与封存（CCUS），石化领域多个示范项目已落地。**1) 实现双碳目标已经上升至国家战略高度，CCUS 作为后端减碳的一种途径，具有减排潜力更大、有望实现零排放甚至负排放、更具工业前景（强化采油技术）等优点，且更适合于我国“富煤贫油少气”的资源禀赋。2) CCUS 的核心是二氧化碳的压缩和分离，公司本身靠压缩和分离技术起家，且压缩机组主要以二氧化碳冷媒为主，因此公司的碳捕集技术较为成熟，在手多个 CCUS 项目，广泛运用于石化、火电等行业。3) 我们分别测算公司在强化采油、火电领域的订单空间，仅一个长庆油田对应订单空间为 40 亿元，电力行业的设备订单空间为 314 亿元，双碳目标下公司碳捕集业务有望快速发展，更多优质项目落地值得期待。
- **估值及盈利预测：**基于冷链物流行业的高景气度，公司作为行业龙头，我们维持预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.46、0.59、0.73 元，对应 PE 分别为 27、21、17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格、行业竞争加剧、冷链物流行业发展不达预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.60
一年最低/最高价	5.98/15.08
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	9397.35

### 基础数据

每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	46.06
总股本(百万股)	745.84
流通 A 股(百万股)	745.82

### 相关研究

- 1、《冰轮环境 (000811)：2021 半年报点评：新老业务景气度提升，看好下半年业绩》2021-08-29
- 2、《冰轮环境 (000811)：氢能产业政策持续落地，压缩设备龙头有望率先获益》2021-07-23
- 3、《冰轮环境 (000811)：冰轮环境：气温控制领域龙头，碳捕集和氢能设备业务打开成长空间》2021-07-14

## 【事件】

公司公告三季报，前三季度实现收入 38.96 亿元，同比增长 38.65%；归母净利润 2.32 亿元，同比增长 32.53%；扣非后归母净利润为 1.87 亿元，同比增长 32.23%。

### 一、高质量的三季报，毛利率企稳标志着盈利能力有望触底回升

根据公司公告，Q3 收入为 15.46 亿元，同比增长 28.06%；归母净利润为 1.01 亿元，同比增长 32.69%；扣非后归母净利润为 0.88 亿元，同比增长 60.28%，毛利率为 20.92%，相比 Q2 基本持平。我们分析认为，Q3 毛利率和净利率的表现，意味着原材料价格对公司的冲击在 Q3 基本稳定，未来随着原材料价格逐步回落至稳定，公司的盈利能力大概率要持续提升。

### 二、多因素提升冷链物流景气度，公司龙头地位愈加彰显

1) 2019 年我国冷链物流产业链的市场规模超过 3000 亿元/年，仍在快速发展（2017-2019 年 CAGR 为 15.3%），但是相比国外先进水平，仍存在较大差距。2) 政策层面，1 号文件再度强调冷链物流建设，“十四五”冷链物流发展规划出台在即；需求层面，城镇化率提升+消费水平升级+生鲜电商需求增长+医药冷链发展，加速行业空间释放；技术层面，安全和环保标准的提升、新技术的加速推广应用，为行业快速发展提供持续动力，多重利好因素提振和催化下，行业景气度有望持续提升，我们预计到 2025 年，我国冷链物流市场总规模约为 9154 亿元，相比 2019 年提升 169.95%。3) 中高端制冷设备方面，公司核心竞争优势明显，在大型冷冻冷藏设备领域，2017 年之后，公司与竞争对手逐渐拉开差距，2017-2020 年，公司制冷设备业务收入相比冰山冷热收入分别高 143.44%、157.34%、172.00%、190.48%，基本形成一家独大的市场竞争格局。（详情请见我们外发的深度报告《冰轮环境：气温控制领域龙头，碳捕集和氢能源设备业务打开成长空间》）。

### 三、碳捕集、利用与封存，石化领域多个示范项目已落地

1) 实现双碳目标已经上升至国家战略高度，碳捕集、利用和封存技术（CCUS）作为后端减碳的一种途径，具有减排潜力更大、有望实现零排放甚至是负排放、更具工业前景（强化采油技术）等优点，且更适合于我国“富煤贫油少气”的资源禀赋。2) CCUS

的核心是二氧化碳的压缩和分离，公司本身靠压缩和分离技术起家，且压缩机组主要以二氧化碳冷媒为主，因此公司的碳捕集技术较为成熟，在手多个 CCUS 项目，广泛运用于石油化工、燃煤电厂等行业。3) 我们分别测算公司在强化采油、燃煤电厂领域的订单空间，仅一个长庆油田对应公司订单空间为 40 亿元，电力行业的设备订单空间为 314 亿元，双碳目标下公司碳捕集业务有望快速发展，更多优质项目落地值得期待。

#### 四、氢能产业政策持续落地，压缩设备龙头有望率先获益

根据中国氢能联盟的预测，到 2030 年，中国氢气需求量将达到 3500 万吨，在终端能源体系中占比为 5%；到 2050 年，需求量将达到 6000 万吨（相当于 2020 年的 292.68%），在终端能源体系中占比为 10%，可减排约 7 亿吨二氧化碳，产业链产值达到 12 万亿元/年。其中，交通运输领域用氢 2458 万吨，约占该领域用能的 19%，相当于减少 8357 万吨原油或者 1000 亿立方米天然气；工业领域用氢 3370 万吨、建筑及其他领域用氢 110 万吨，相当于减少 1.7 亿吨标煤。全国加氢站达到 10000 座以上，燃料电池车产量达到 500 万辆/年，固定式发电装置 2 万台套/年，燃料电池系统产能 550 万台套/年。

**公司提前布局，燃料电池空压机和氢气循环泵已获认证。**2019 年 6 月，公司公告全资设立山东冰轮海卓氢能技术研究院有限公司，立足于公司冷热一体化系统研发及制造优势，联合多家在氢能产业技术研究方面有突出优势的高校和科研院所，开展氢能产业重大装备及共性关键技术研究，孵化氢能科技成果产业化应用。2021 年 6 月，公司公告，联合中科院物化所、西安交大、烟台东德实业研制的喷油螺杆氢气输送压缩机、燃料电池空气压缩机、燃料电池氢气循环泵、高压加氢压缩机产品通过了中国通用机械工业协会的科学技术成果鉴定。鉴定意见为，公司研发的喷油螺杆氢气输送压缩机、燃料电池氢气循环泵，填补了国内空白，产品整体性能达到国际先进水平；研发的燃料电池空气压缩机的主要性能指标、高压加氢压缩机的整体性能达到国际先进水平。此前公司研发的氢液化领域新型高效氢气螺杆压缩机被国家能源局遴选为第一批能源领域首台（套）重大技术装备项目。

**政府和企业均明确规划加速发展加氢站，公司加氢压缩机订单落地可期。**政府端，江苏、山东、上海、广东等省份和城市均出台政策，明确规划加速发展加氢站。1) 2019 年 8 月，江苏省发布《江苏省氢燃料汽车行动规划》，至 2025 年，基本建立完整的氢燃料电池汽车产业体系，力争全省整车产量突破 1 万辆，建设加氢站 50 座以上。2) 2020 年 7 月，山东省发布《山东省氢能产业中长期发展规划（2020-2030 年）》，2023 年到 2025 年，累计推广燃料电池汽车 10000 辆，累计建成加氢站 100 座。3) 2020 年 11 月，上海市印发了《上海市燃料电池汽车产业创新发展实施计划》，到 2023 年，规划加氢站接近 100 座并建成运行超过 30 座、形成产出规模约 1000 亿元、推广燃料电池汽车接近 10000 辆。4) 广东省日前公布的 2021 年重点建设项目计划中，涉及氢能产业的 5 个项目合计

投资超 600 亿元，省内包括佛山、广州、深圳、茂名等多个城市均已制定出台了氢能规划。企业端，中石化、中石油、国家能源集团等大型能源龙头均布局和推动加氢站建设。

1) 中国石化规划，到 2025 年，利用原有 3 万座加油站、870 座加气站的布局优势，建设 1000 座加氢站或油氢合建站，5000 座充换电站，7000 座分布式光伏发电站点，致力于打造成为中国第一氢能公司。截至 2021 年 5 月，中国石化已在广东、上海、浙江、广西、贵州等 13 个省市建成投运 20 个加氢站。2) 2021 年 2 月，中国石油合资建设的太子城服务区加氢站正式投入使用，年内还有 3 座加氢站（崇礼北油氢合建站、福田加氢站、北京金龙油氢合建站）投运，未来中国石油还将在全国范围投运 50 座加氢站。3) 2019 年 11 月，国家能源集团旗下首个加氢站——如皋加氢站国内首台 70MPa 加氢机调试成功，该站设计日加氢能力 1000Kg，固定储氢能力 600Kg，是国内加氢能力最大的加氢站；全天候 24 小时持续运营，能有效满足各类氢燃料电池车的快速连续加氢需求。

根据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》，国内建设一座日加氢能力 500kg、加注压力为 35MPa 的加氢站需要投资 1500 万元，其中压缩机占比为 30%，对应 450 万元，按照我们前文中的测算，到 2025、2035 年分别建设加氢站 200、1500 座计算，对应压缩机市场空间分别为 9.0、67.5 亿元。我们在前文中已经介绍，公司的喷油螺杆氢气输送压缩机、高压加氢压缩机产品通过了中国通用机械工业协会的科学技术成果鉴定，产品整体性能达到国际先进水平，因此，在加氢站快速发展的趋势下，公司的加氢压缩机业务订单落地可期。

## 盈利预测

基于冷链物流行业的高景气度，公司作为行业龙头，我们维持预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.46、0.59、0.73 元，对应 PE 分别为 27、21、17 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

1) 原材料价格上涨对毛利率形成冲击，竞争加剧使得产品价格下降，冷链物流行业发展不达预期；

2) 行业竞争加剧，价格战使得公司的碳捕捉订单毛利率下降，碳中和相关政策实施和推进不达预期，公司在手订单执行进度不达预期，示范项目效果不达预期使得后续订单减少；

3) 燃料电池行业发展不达预期，竞争加剧使得公司燃料电池空压机业务毛利率下降，加氢站推行进度不达预期，公司在手订单执行进度不达预期。

冰轮环境三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,590</b>	<b>6,055</b>	<b>5,392</b>	<b>7,893</b>	<b>营业收入</b>	<b>4,044</b>	<b>4,839</b>	<b>5,876</b>	<b>7,167</b>
现金	1,440	1,741	1,179	2,187	减:营业成本	2,976	3,600	4,361	5,318
应收账款	1,052	1,900	1,685	2,687	营业税金及附加	33	26	26	39
存货	715	1,095	1,044	1,597	营业费用	438	461	560	683
其他流动资产	1,383	1,318	1,484	1,422	管理费用	411	357	427	504
<b>非流动资产</b>	<b>3,596</b>	<b>3,512</b>	<b>3,787</b>	<b>3,947</b>	研发费用	175	170	200	251
长期股权投资	319	343	370	396	财务费用	45	3	9	6
固定资产	938	1,112	1,311	1,541	资产减值损失	19	16	27	33
在建工程	182	151	136	133	加:投资净收益	70	0	0	0
无形资产	177	137	98	59	其他收益	51	0	0	0
其他非流动资产	1,981	1,768	1,872	1,818	资产处置收益	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8,186</b>	<b>9,566</b>	<b>9,179</b>	<b>11,840</b>	<b>营业利润</b>	<b>261</b>	<b>409</b>	<b>520</b>	<b>651</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,135</b>	<b>4,300</b>	<b>3,544</b>	<b>5,766</b>	加:营业外净收支	2	1	1	2
短期借款	413	399	406	403	<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>410</b>	<b>521</b>	<b>653</b>
应付账款	1,389	2,151	2,034	3,131	减:所得税费用	31	52	66	81
其他流动负债	1,333	1,750	1,104	2,232	少数股东损益	10	16	18	24
<b>非流动负债</b>	<b>573</b>	<b>467</b>	<b>446</b>	<b>386</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>223</b>	<b>342</b>	<b>438</b>	<b>548</b>
长期借款	291	223	189	136	EBIT	264	396	509	632
其他非流动负债	282	244	257	251	EBITDA	365	521	664	822
<b>负债合计</b>	<b>3,708</b>	<b>4,767</b>	<b>3,990</b>	<b>6,152</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	181	197	215	240	每股收益(元)	0.30	0.46	0.59	0.73
归属母公司股东权益	4,297	4,601	4,974	5,448	每股净资产(元)	5.76	5.61	6.11	6.74
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,186</b>	<b>9,566</b>	<b>9,179</b>	<b>11,840</b>	发行在外股份(百万股)	746	746	746	746
					ROIC(%)	13.6%	20.4%	18.1%	29.1%
					ROE(%)	5.2%	7.5%	8.8%	10.1%
					毛利率(%)	26.4%	25.6%	25.8%	25.8%
					销售净利率(%)	5.5%	7.1%	7.5%	7.6%
					资产负债率(%)	45.3%	49.8%	43.5%	52.0%
					收入增长率(%)	5.8%	19.7%	21.4%	22.0%
					净利润增长率(%)	-51.1%	53.5%	28.1%	25.2%
					P/E	42.23	27.51	21.47	17.15
					P/B	2.19	2.25	2.06	1.87
					EV/EBITDA	23.01	15.15	12.71	9.02

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>