

大冷股份

改革促活力，转型中国第一制冷服务商

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖大冷股份公司（000530）给予推荐评级，目标价 13.50 元，对应 2017 年 P/E 44x。理由如下：

- ▶ **主业受益冷链需求旺盛，公司作为龙头企业竞争能力强、市场份额高，未来 3 年冷链业绩 CAGR 有望达到 28%。**冷链设备行业受益于低基数和政策刺激需求开始回暖。公司竞争能力强，在“最后一公里”设备环节，超市、便利店陈列柜市场占有率约 40%，自动售货机市场占有率约 60%；在冷库环节，公司与烟台冰轮是最大的两家企业。
- ▶ **公司转型拓市场，公司正在从设备商转型制冷整体服务提供商。**一方面，终端客户安全需求和能源管理服务需求日益增长；另一方面公司从“最先一公里”到“最后一公里”，实现了产业链全覆盖，能够为客户提供产业链优化及综合解决方案。目前，公司已开启制冷服务转型之路，售后服务业务大幅增长。未来，公司将结合线上和线下共同打造“互联网+冷热”业务，想要成为中国第一制冷综合服务商。
- ▶ **改革促活力，打造新大冷。**1) 大股东冰山集团是国企混改的先锋，公司相继实现了集团员工持股和二期股权激励，员工利益高度绑定，新的管理层上任激发公司发展动力。2) 公司是冰山集团唯一上市平台，资产注入预期较强。3) 公司在制冷行业与世界龙头企业深度合作，投资参股、控股众多优质企业，投资整合能力较强。

我们与市场的最大不同？在冷链设备行业复苏的背景下，公司作为国企改革优秀典范，各方利益诉求一致，业绩高增长概率较大。

潜在催化剂：业绩超预期，集团资产注入，外延扩张提速。

盈利预测与估值

预计公司 16~18 年 EPS 分别为 0.26 元、0.31 元、0.38 元，CAGR 为 21%。公司搬迁后，市中心旧厂房土地价值保守预计约 6 亿，同时公司持有国泰君安股权价值约 6 亿。我们首次覆盖公司给予“推荐”评级，2017 年目标 P/E 36x，对应股权价值约 68 亿元，考虑旧厂房和国泰君安股权价值，公司合理市值约 80 亿元，我们给予公司 A 股目标价 13.5 元，对应 2017 P/E 44x。考虑 A/B 股折价，B 股目标价 7.2 港币，对应 2017 P/E 21x。

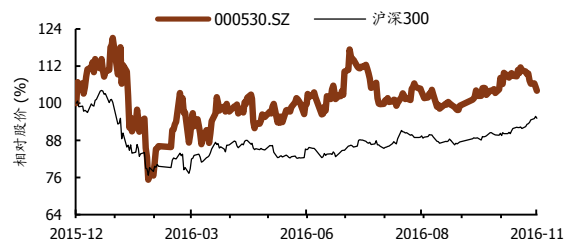
风险

冷链行业发展低于预期，外延扩张低于预期。

首次覆盖推荐

股票代码	000530.SZ	200530.SZ
评级	* 推荐	* 推荐
最新收盘价	人民币 11.00	港币 6.01
目标价	人民币 13.50	港币 7.20

52 周最高价/最低价	人民币 12.83~7.71	港币 6.56~5.08
总市值(亿)	人民币 56	港币 63
30 日日均成交额(百万)	人民币 77.45	港币 1.28
发行股数(百万)	599	599
其中：自由流通股(%)	60	29
30 日日均成交量(百万股)	6.88	0.21
主营行业		机械



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	1,426	1,608	1,802	2,001
增速	-7.2%	12.8%	12.1%	11.1%
归属母公司净利润	115	130	155	188
增速	-24.6%	12.6%	19.6%	20.7%
每股净利润	0.19	0.22	0.26	0.31
每股净资产	3.45	4.53	5.70	5.90
每股股利	0.17	0.17	0.12	0.14
每股经营现金流	0.05	-0.08	0.14	0.16
市盈率	57.1	50.7	42.4	35.1
市净率	3.2	2.4	1.9	1.9
EV/EBITDA	39.2	36.3	27.7	22.2
股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%
平均总资产收益率	3.8%	3.6%	3.5%	3.8%
平均净资产收益率	5.7%	5.4%	5.1%	5.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

史成波

贾乃鑫

分析师

联系人

chengbo.shi@cicc.com.cn

naixin.jia@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513080001

SAC 执证编号：S0080114120008

SFC CE Ref: BEB246



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	1,426	1,608	1,802	2,001	营业收入	-7.2%	12.8%	12.1%	11.1%
营业成本	1,087	1,310	1,479	1,631	营业利润	-17.4%	18.5%	22.3%	21.2%
营业税金及附加	12	13	14	16	EBITDA	-27.4%	12.5%	21.1%	26.5%
营业费用	123	80	86	92	净利润	-24.6%	12.6%	19.6%	20.7%
管理费用	186	187	213	252	盈利能力				
财务费用	-6	0	-7	-12	毛利率	23.8%	18.5%	17.9%	18.5%
其他	19	17	18	19	营业利润率	7.7%	8.1%	8.8%	9.6%
营业利润	109	130	158	192	EBITDA 利润率	11.2%	11.1%	12.0%	13.7%
营业外收支	119	135	166	196	净利润率	8.1%	8.1%	8.6%	9.4%
利润总额	124	136	165	199	偿债能力				
所得税	9	5	8	10	流动比率	1.43	1.09	1.47	1.37
少数股东损益	-1	1	1	1	速动比率	1.09	0.88	1.25	1.15
归属母公司净利润	115	130	155	188	现金比率	0.54	0.20	0.52	0.41
EBITDA	159	179	217	274	资产负债率	32.4%	33.5%	29.4%	30.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	509	245	662	583	回报率分析				
应收账款及票据	488	766	846	940	总资产收益率	3.8%	3.6%	3.5%	3.8%
预付款项	19	44	59	75	净资产收益率	5.7%	5.4%	5.1%	5.4%
存货	315	259	284	313	每股指标				
其他流动资产	7	17	16	16	每股净利润 (元)	0.19	0.22	0.26	0.31
流动资产合计	1,338	1,331	1,867	1,928	每股净资产 (元)	3.45	4.53	5.70	5.90
固定资产及在建工程	1,540	2,565	2,797	3,014	每股股利 (元)	0.17	0.17	0.12	0.14
无形资产及其他长期资产	177	187	171	155	每股经营现金流 (元)	0.05	-0.08	0.14	0.16
非流动资产合计	1,716	2,752	2,968	3,169	估值分析				
资产合计	3,054	4,082	4,835	5,097	市盈率	57.1	50.7	42.4	35.1
短期借款	60	83	0	0	市净率	3.2	2.4	1.9	1.9
应付账款及票据	681	994	1,092	1,195	EV/EBITDA	39.2	36.3	27.7	22.2
其他流动负债	197	139	175	215	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%
流动负债合计	937	1,216	1,267	1,409					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	53	153	153	153					
负债合计	990	1,369	1,420	1,562					
股东权益合计	2,064	2,714	3,415	3,534					
少数股东权益	97	66	68	69					
负债及股东权益合计	3,054	4,082	4,835	5,097					
现金流量表									
净利润	115	131	157	189					
折旧和摊销	42	44	59	88					
营运资本变动	11	-13	39	33					
其他	-86	-111	-140	-168					
经营活动现金流	28	-51	81	98					
投资活动现金流入	68	67	-167	19					
投资活动现金流出	64	303	300	100					
投资活动现金流	4	-236	-133	-119					
股权融资	0	60	606	0					
银行借款	68	129	-83	0					
其他	11	33	0	0					
筹资活动现金流	-59	33	469	-58					
汇率变动对现金的影响	0	587	0	0					
现金净增加额	-27	-254	417	-79					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

大连冷冻机股份有限公司是中国最大的工业制冷设备生产企业，主要业务是冷热产业链上的设备生产销售和系统集成。公司围绕冷热技术，形成了工业制冷制热、中央空调、食品冷冻冷藏、零部件与工程贸易与服务五大事业群，代表了我国制冷技术的发展水平。



目录

大冷股份：冷链设备行业的老树新花	4
公司是国内第一家冷链设备上市公司	4
老树新芽：国企改革激发公司活力	5
冰山集团唯一上市平台：潜在资产注入预期	6
资本运作加速：三个层次的外延	7
主业受益冷链业务需求旺盛	9
冷链行业：全新冷链业态催生公司增长潜力	9
竞争格局：大冷与烟冰寡头竞争	11
公司业态升级：转型服务供应商引领行业变革	11
盈利预测、估值和风险提示	16
盈利预测	16
估值和投资建议	18
风险提示	18

图表

图表 1：三大产品种类	4
图表 2：围绕五大事业领域，提供解决方案	4
图表 3：公司发展历程	5
图表 4：大冷股份营业收入	6
图表 5：公司治理重大变化时间点	6
图表 6：大冷股份股权结构及关联公司业务情况	7
图表 7：新董事长上任后公司资本运作加速	8
图表 8：大冷股份收入增长	8
图表 9：大冷股份净利润增长	8
图表 10：大冷股份 2018E 年收入结构	8
图表 11：大冷股份 2018E 年净利润结构	8
图表 12：冷库和冷藏车市场预测	9
图表 13：冷链物流市场保持快速增长	9
图表 14：易腐食品需求逐年提高	10
图表 15：我国易腐食品冷链流通率较低	10
图表 16：人均冷库容量和冷藏车数量低于美、日等发达国家	10
图表 17：冷库设备占比 29%	11
图表 18：核心设备双寡头格局明显（2015 市场份额）	11
图表 19：我国服务市场发展潜力巨大	12
图表 20：公司拥有完整冷链产业链	12
图表 21：亚洲在全球速冻设备市场规模中所占比例最大	13
图表 22：目前国内速冻设备三大梯队	13
图表 23：超市和便利店营业面积	14
图表 24：“最后一公里”设备示意图	14
图表 25：公司服务前置示意图	15
图表 26：大冷股份收入拆分表	16
图表 27：大冷股份主要财务信息	17
图表 28：可比公司估值	18
图表 29：公司历史 P/E 和 P/B Band	18



大冷股份：冷链设备行业的老树新花

公司是国内第一家冷链设备上市公司

业务简介

公司是我国最大的工业制冷设备生产企业，致力于发展工业制冷、食品冷冻冷藏、中央及商用空调、制冷部件以及工程服务事业，覆盖了制冷产业链的关键领域，拥有国内最完备的冷热产业链，代表了我国的制冷技术发展水平。

三大产品种类：工业制冷、农产品深加工、中央空调。主要产品包括活塞式、螺杆式制冷压缩机及机组、制冷机组辅机产品、冷风机、速冻机等。

五大应用领域：工业制冷、食品冷冻冷藏、空调、制冷配件、工程贸易和服务。公司将围绕五大事业领域，提供系列综合解决方案及专项解决方案。其中，工业制冷占比 30% 左右，食品冷冻冷藏占比 40% 左右，其他三大块各 10% 左右。公司未来发展重点将放在食品冷冻冷藏、工程贸易和服务两大领域。

图表 1：三大产品种类



资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 2：围绕五大事业领域，提供解决方案



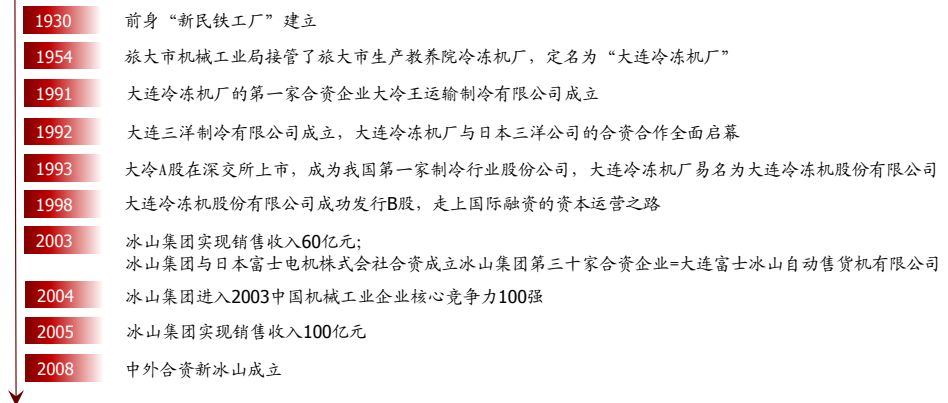
资料来源：公司官网，中金公司研究部



发展历程

公司是我国第一家制冷行业上市企业。大连冰山集团有限公司的前身是始建于 1930 年的原大连冷冻机厂。80 年来,尤其是改革开放以来,冰山集团历经改革、改组、改制、兼并、联合、重组,由一个中型企业发展成为具有多元化投资主体的混合所有制企业集团。冰山集团下属一个上市公司,十一个内资公司,二十三个合资公司。总资产超过 100 亿元,员工总计 12000 人。1993 年,大冷 A 股在深交所上市,成为我国第一家制冷行业股份公司。

图表 3: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 中金公司研究部

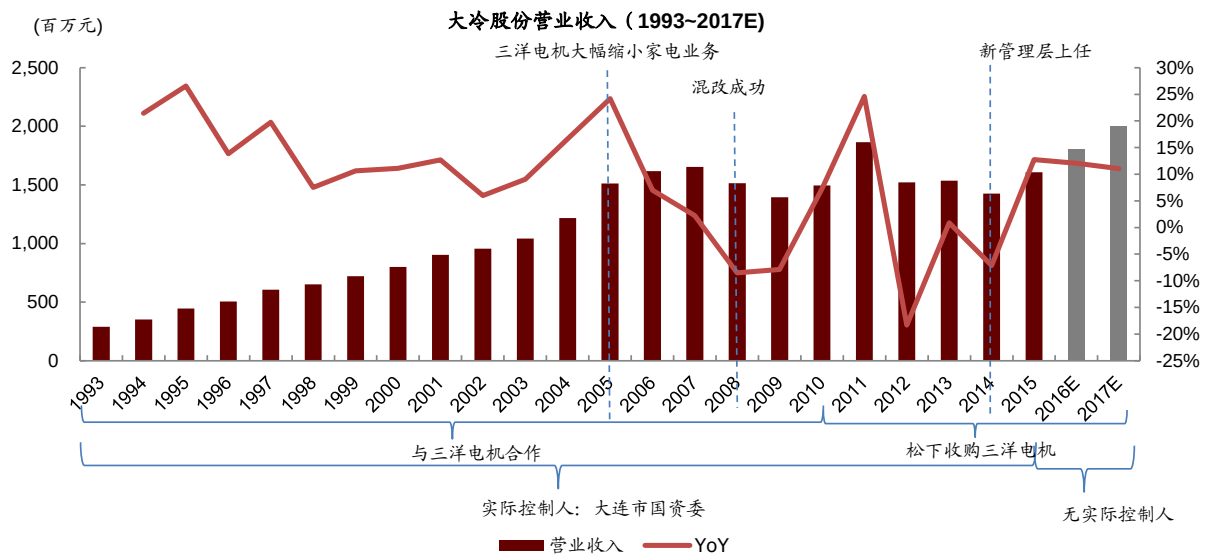
老树新芽: 国企改革激发公司活力

国企改革前: 1) 公司自 1993 年成立以来,营业收入持续增长,2005 年突破 100 亿元,期间复合增长率为 14.8%。2) 2005 年之后,由于三洋电机宣布大幅缩减白色家电业务,并于 2007 年开始正式分拆旗下资产,公司营业收入有所下滑。2008 年,控股股东冰山集团混合所有制改革成功,三洋电机持有冰山集团 30% 股权;但同年松下发起对三洋电机的收购,2010 年正式将三洋完全子公司化,大冷股份与松下的磨合需要时间,同样造成公司业务发展停滞。

国企改革后: 2014 年,公司新任管理层上任。2015 年,公司宣布无实际控制人。公司虽无实际控制人,但管理层话语权较强,公司经营决策效率明显加快。公司第一大股东冰山集团持股 20.38%,是公司的控股股东,拥有对公司的控制权,但是冰山集团无实际控制人,因此公司亦无实际控制人。此前,冰山集团实际控制人为大连市国资委,重大经营决策需要国资委审批,效率较低。目前,公司无实际控制人,公司董事长同时兼任冰山集团董事长,员工持股平台同时控制冰山集团 20.2% 股权,管理层话语权较强,公司经营决策速度明显加快。2016 年,再度实施限制性股票激励计划。



图表4：大冷股份营业收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表5：公司治理重大变化时间点

时间	事件
2014.3	纪志坚任董事长
2014.12	推出一期股权激励
2015.4	公告公司无实际控制人
2016.8	推出二期股权激励

资料来源：公司资料，中金公司研究部

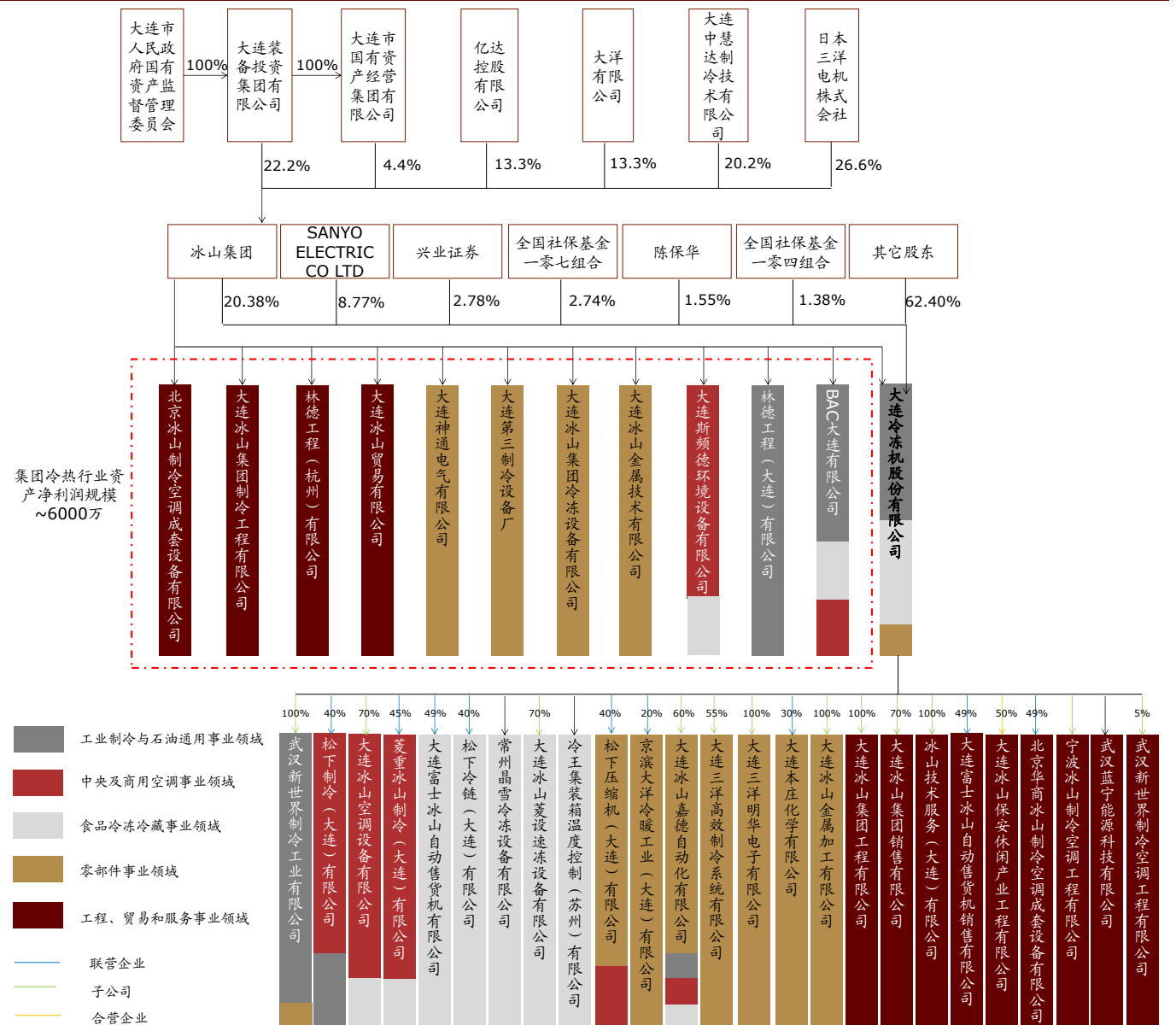
- ▶ **短期股权激励打造利益共同体。**公司通过大冷股份一期、二期的股权激励打造利益共同体。公司一期股权激励41人，主要面向中层干部。二期股权激励覆盖118人，将公司技术骨干、营销骨干两个重要团队纳入股权激励中，且激励力度与一期相同。公司股权激励解锁要求公司2016~2018年扣非后业绩在2015年基础上分别增长10%、30%和60%。
- ▶ **长期员工持股打造事业共同体。**冰山集团股东大连中慧达是集团管理层持股平台，平台员工人数覆盖163人，其中70%是大冷股份股权激励对象。中慧达持有冰山集团20.2%股权，员工通过持有集团资产间接持有上市公司股份，实现中长期事业捆绑。

冰山集团唯一上市平台：潜在资产注入预期

公司第一大股东为冰山集团，冰山集团无实际控制人。大连市国资委合计持有冰山集团股权26.6%，三洋电机持有集团股权26.6%，集团管理层持股平台中慧达持有集团股权20.2%。目前公司经营权掌握在集团管理层手中，大冷股份董事长兼任冰山集团董事长，大连市国资委不参与公司日常运营。集团收入规模超过100亿元，非上市公司部分的净利润约6000万元，存在潜在冷热行业相关资产注入的预期。



图表 6：大冷股份股权结构及关联公司业务情况



集团公司中还有冰山制冷空调成套设备有限公司、林德工程（杭州）有限公司、大连神通电气有限公司等制冷业务资产，预计非上市资产的利润规模约 7000 万元。在集团公司股权关系理顺后，未来择优注入上市公司是大概率事件。

资本运作加速：三个层次的外延

公司具有丰富的投资经验。公司制冷空调设备收入占营业收入的 98.97%（2015 年），但利润来源中大部分来自于投资收益。公司拥有丰富的联营、合营经验，在制冷、冷链设备行业广泛涉及核心零部件、工业制冷、中央及商用空调、工程服务等领域，与全球行业龙头企业三洋、松下、三菱、林德等保持较好的合作关系。未来有能力、有资源能够投资参股、控股更多的冷链行业企业。

资本运作加速，三个层次实现外延。公司管理层利益与公司高度绑定，三个层次的外延资源有助于公司实现扩张：1) 公司合作伙伴资源。公司利润主要来源于投资收益，合作伙伴均是世界领先企业，外延标的丰富。例如，公司 2015 年收购三洋高效 30% 股权，



将三洋高效由权益法核算转变为控股子公司并表。2) 控股股东一体化运营资源丰富。公司第一大股东冰山集团未来定位是战略投资平台, 与冷热相关的资产预计都会整合至上市公司中。我们预计该块资产利润规模在 6000 万左右。3) 整合行业产能, 实现协同发展。例如, 公司 2015 年参股冷库库板龙头企业常州晶雪 29.2% 股权, 实现产业协同。

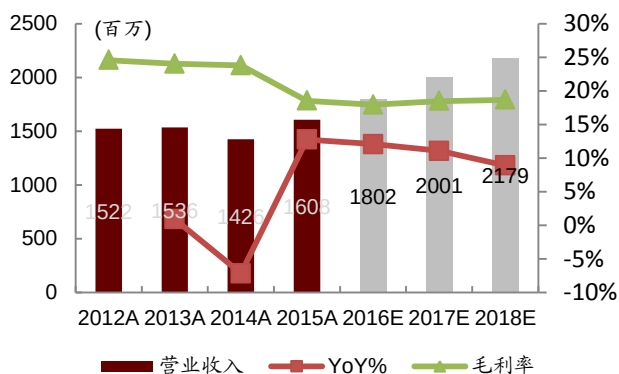
图表 7: 新董事长上任后公司资本运作加速

时间	事件	影响
2014.8	受让冰山销售 10% 股权	持有冰山销售 100% 股权
2014.10	设立冰山技术服务公司	开始拓展服务业务独立运营
2014.10	受让冰山金属加工 35.75% 股权	持有冰山金属加工 100% 股权
2015.6	非公开发行 A 股	搬迁新厂房, 再造新大冷
2015.7	受让三洋高效 30% 股权	持有三洋高效 55% 股权, 纳入合并报表
2015.7	受让常州晶雪 29.2% 股权	实现库板业务协同
2015.9	受让武新制冷 49% 股权	持有武新制冷 100% 股权
2015.9	受让冰山技术服务 40% 股权	持有冰山技术服务 100% 股权
2016.3	受让三洋明华 70% 股权	持有三洋明华 100% 股权, 纳入合并报表
2016.4	设立合资公司松下冷机, 占股 20%	整合松下系氟冷链资源, 避免内部竞争
2016.8	增资富士冰山	提升自动售货机产能由 5 万台/年至 10 万台/年

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

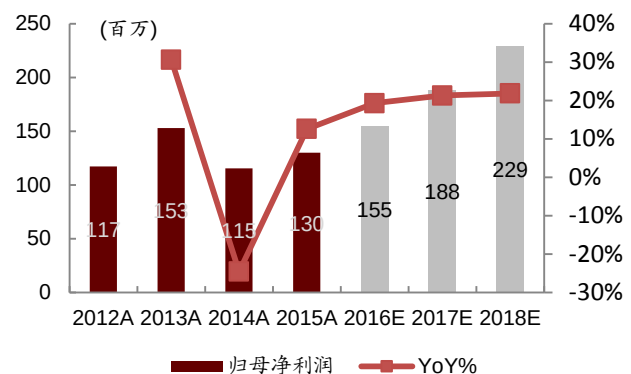
改革给公司带来活力, 我们预计到 2018 年, 不考虑外延并购预期, 公司的收入达到 21.79 亿元, 净利润 2.29 亿元, CAGR 11%、21%。

图表 8: 大冷股份收入增长



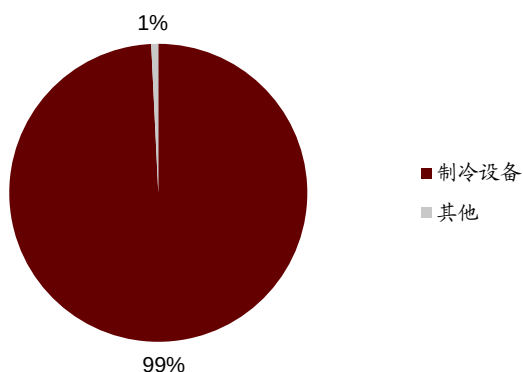
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 9: 大冷股份净利润增长



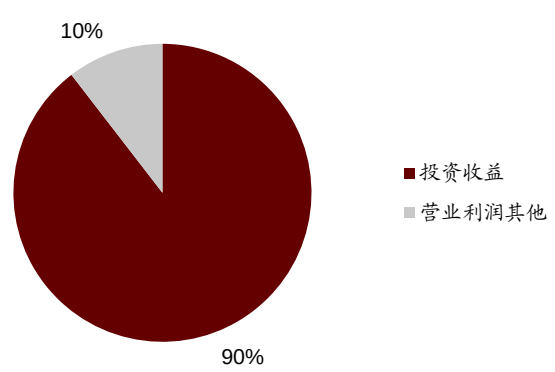
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 10: 大冷股份 2018E 年收入结构



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 11: 大冷股份 2018E 年净利润结构



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



主业受益冷链业务需求旺盛

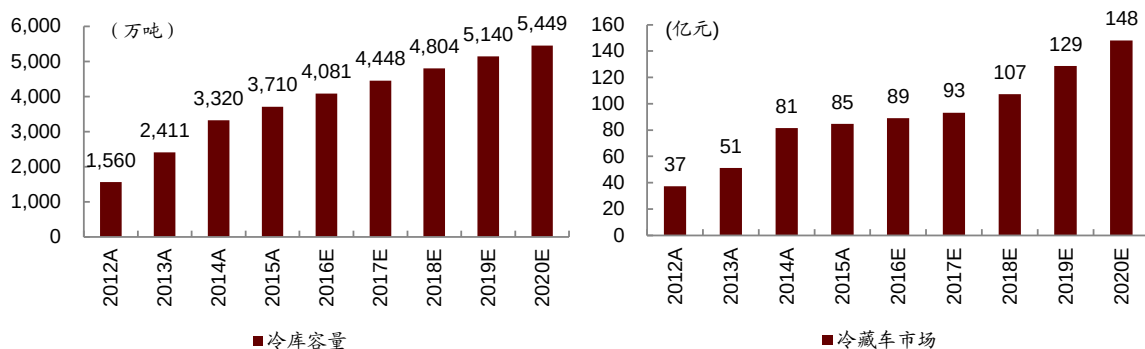
冷链行业: 全新冷链业态催生公司增长潜力

主要冷链设备业务需求强劲

冷库: 2016 年冷库总容量有望超过 1 亿立方米, 当年冷库市场 200 亿元, 其中制冷设备约 60 亿元。预计未来 5 年冷库市场规模平均 200 亿元/年, 自动化程度较高的立体冷库或是投资方向。

冷藏车: 2015 年冷藏车保有量 9.34 万辆, 市场规模超过 80 亿元/年。预计到 2020 年市场规模达到 150 亿元/年, CAGR11.8%。

图表 12: 冷库和冷藏车市场预测

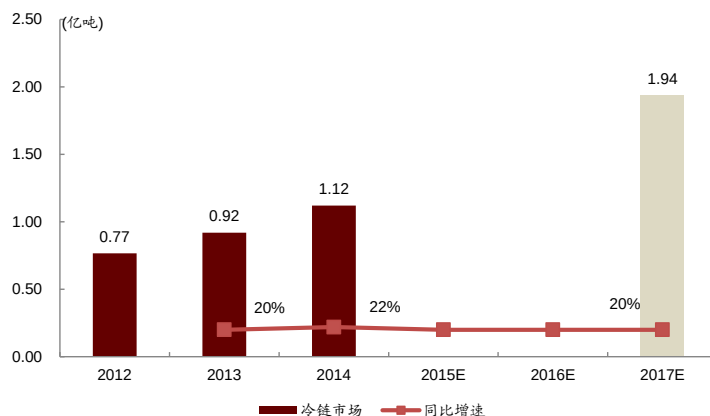


资料来源: 冷链委, 中集集团, 中金公司研究部

增长动力: 消费升级和政策支持

消费升级: 随着我国居民收入和城市化水平不断提升, 消费者肉制品、水产品、蛋类、乳类等易腐食品消费量不断提升, 也对食品安全、品质和健康需求越来越高。**从流通量来看,**我们预计冷链物流行业未来 3~5 年 CAGR20%+。2014 年冷链规模超过 1.12 亿吨, 同比增长 22%。未来 3~5 年仍将保持快速增长。**从市场规模来看,**根据冷链委的不完全统计, 我国冷链物流市场存量为 2000 亿元, 罗兰贝格预测, 2017 年我国冷链物流服务市场将达 4700 亿元, 将拉动相关的装备与基础设施也快速增长。

图表 13: 冷链物流市场保持快速增长



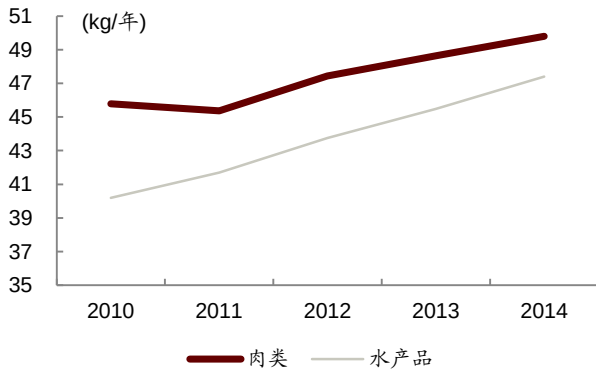
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



其中，我国肉类、水产品等人均占有量仍在逐年提升，2014年我国肉类人均占有量 50kg/年，与美国、澳大利亚等超过 100kg/年水平相比仍有差距。易腐食品的消费量为人均 243 千克，发达国家水平 340 千克，也有相当大的差距。

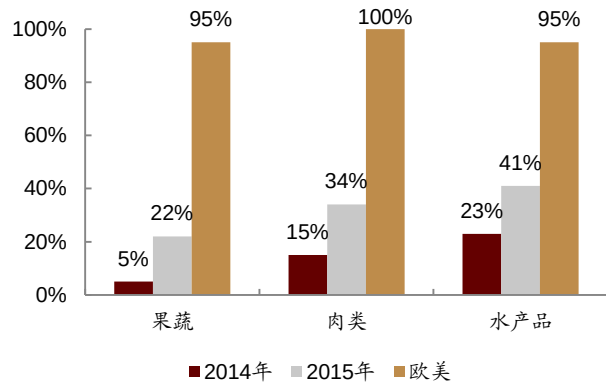
此外，我国易腐食品冷链流通率远远低于欧美发达国家，2015 年我国果蔬、肉类和水产品的冷链流通率分别为 22%、34%和 41%，远低于欧美发达国家 95%左右的水平。随着城市化水平的提升和消费升级，预计冷链物流的需求将持续增长。

图表 14：易腐食品需求逐年提高



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 15：我国易腐食品冷链流通率较低

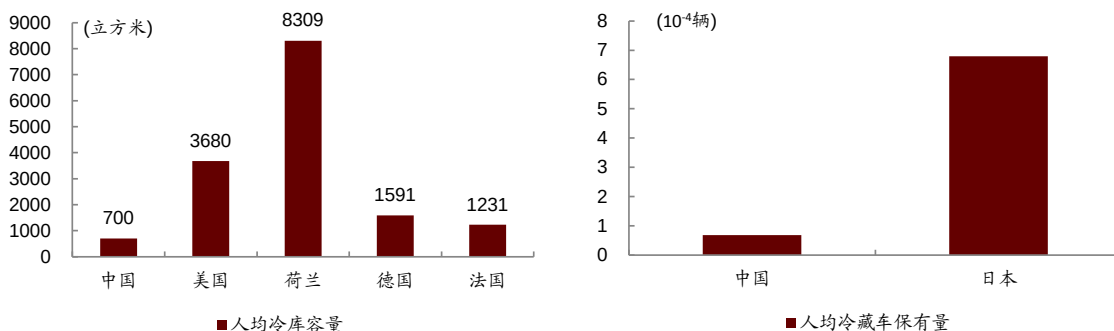


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

国际比较：冷链基础设施投资继续加大，冷链设备需求保持稳健增长。

- **预冷设备：**潜在空间大，我国预冷保鲜率仅为 30%，远低于欧美 95%。供需两端高度分散，难以形成较大规模的龙头企业。产品形态上，现阶段并未有规模商业化的装备需求出现。
- **冷库：**进入平稳增长阶段，未来自动化冷库发展潜力较大。截至 2015 年 10 月 1 日，美国冷库总容量共计 41.7 亿立方英尺，折合约 11800 万立方米，中国 2015 年冷库总容量为 9275 立方米。美国人均冷库容量约为 0.368 立方米，中国 0.07 立方米，美国是中国的 5 倍左右。
- **冷藏车：**预计未来 5 年 CAGR10.5%，未来有望向轻型、多温、电动发展。2015 年冷藏车保有量 9.34 万辆，仅相当于美国或者欧洲一年的增长量，人均仅为日本的 1/10；市场规模超过 80 亿元/年。预计到 2020 年市场规模达到 150 亿元/年，CAGR11.8%。但制冷技术成熟，市场竞争激烈，标准化产品难以盈利。
- **“最后一公里”冷链装备：**潜在市场需求大，装备种类与功能较为丰富（包括配送冷藏车、冷/冰柜、冷藏保温箱、冷藏自提柜等），毛利率较高。

图表 16：人均冷库容量和冷藏车数量低于美、日等发达国家



资料来源：冷链委，中集集团，中金公司研究部



政策支持：西部省份冷链物流投资有资金补贴。根据《财政部 商务部关于中央财政支持冷链物流发展的工作通知》，2016 年 6 月，国家商务部对 2016 年冷链物流发展中央财政支持省市评审结果进行了公示，重点偏向西部冷链建设落后地区进行补贴。预计山东、河南、重庆、宁波、新疆、河北、广东、四川、青海、宁夏这 10 个省市将获得数亿元中央财政资金支持。

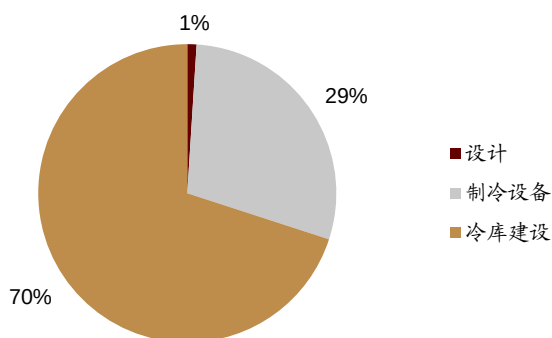
竞争格局：大冷与烟冰寡头竞争

冷库设备已实现双寡头垄断。冷库成本构成一般分为设计、制冷设备、土建库和保温三部分，其中设计占市场规模的 1%，制冷设备占比 29%，其余主要是冷库建设等成本。其中制冷设备企业目前的竞争者主要是大冷股份和烟台冰轮，二者市场份额相当，以系统集成为主要业务模式，在市场上呈现双寡头格局。其余市场主要是地方中小型冷库企业，竞争分散。

核心零部件压缩机集中度逐步提升。烟台冰轮和大冷股份压缩机均为自制，而其他中小冷库企业由于规模较小需要外购冷冻压缩机。2015 年压缩机组市场空间约 16 亿元，除烟台冰轮、大冷股份外的其他企业预计需要采购约 7 亿元的压缩机。汉钟精机 2015 年压缩机收入约 1.5 亿元，市场占有率超过 20%，其他主要市场参与者包括比泽尔、台湾复盛等。

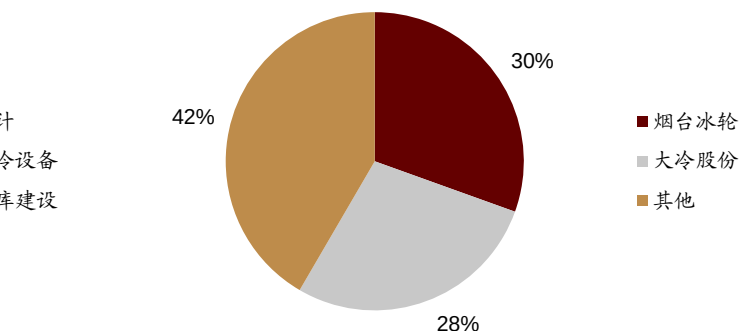
大冷、烟冰下游应用差异化竞争。与大冷股份的全覆盖产业链相比，烟台冰轮侧重于速冻设备、冷冻冷藏加工车间、加工库、冷库等大功率系统，聚焦于冷链的中上游。而大冷在全产业链的关键节点设备，包括产地预冷装置、冷藏运输车、中转批发冷库、超市陈列柜、自动售货机等均有侧重，尤其在“最后一公里”的设备和服务中如冷柜、自动售货机具有绝对优势。

图表 17：冷库设备占比 29%



资料来源：中集集团，中金公司研究部

图表 18：核心设备双寡头格局明显（2015 市场份额）



资料来源：公司资料，中金公司研究部

公司的核心竞争力在于技术和全产业链覆盖。公司在工业制冷方面拥有核心技术。工业制冷的综合解决方案是行业的主要技术门槛。船用螺杆压缩机组、开启螺杆式制冷压缩机、开启活塞式制冷压缩机、容积式制冷压缩冷凝机组等技术均为国内领先水平。此外，公司在冷热行业实现全产业链覆盖，在冷链行业公司实现了从“最初一公里”、流通运输、“最后一公里”全方位的覆盖。

公司业态升级：转型服务供应商引领行业变革

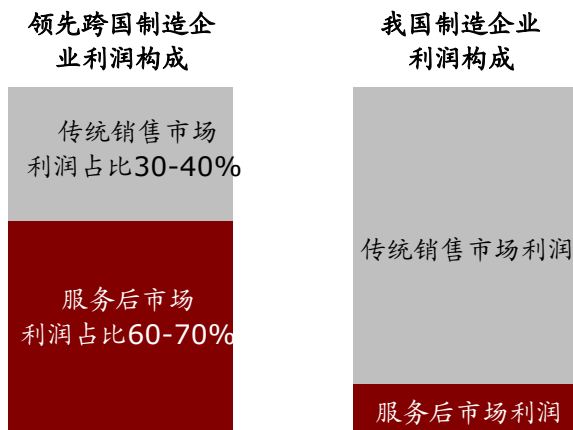
终端客户安全和能源管理服务需求日益增长

与领先跨国企业的利润构成相比，我国制造企业的服务后市场利润占比很小，几乎是无规模化运营企业、无成熟的综合服务模式、无行业服务标准的“三无现状”。而服务后市



场有设备托管、合同能源管理、安全节能改造等高附加值类服务，将成为公司业务的新蓝海。

图表 19：我国服务市场发展潜力巨大



资料来源：公司资料，中金公司研究部

公司转型服务供应商具有领先优势

从“最先一公里”到“最后一公里”，公司实现了产业链全覆盖。公司核心竞争力体现在公司拥有行业最完整的冷热产业链，尤其是食品冷链。食品冷链的关键节点设备，包括产地预冷装置、冷藏运输车、中转批发冷库、超市陈列柜、自动售货机等，均为公司及联营公司的重点产品，并获得市场认可。公司将通过产业链条优化及综合解决方案完善，进一步强化上述竞争优势。

图表 20：公司拥有完整冷链产业链



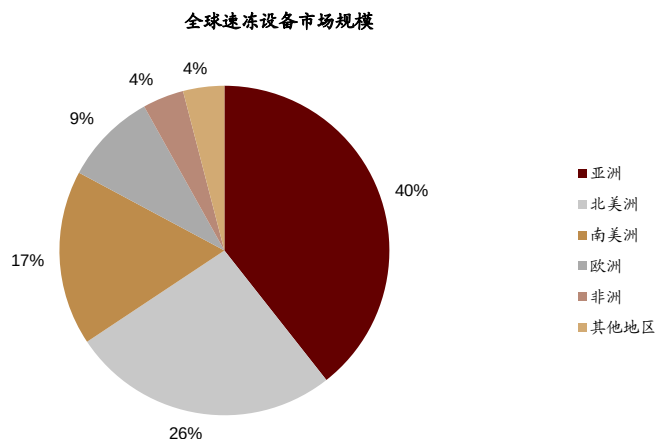
资料来源：公司官网，中金公司研究部



1) “最先一公里”依靠速冻技术抢占市场。公司在最先一公里阶段优势较为突出的是速冻设备，业务主体主要是冰山菱设和常州晶雪。冰山菱设是我国为数不多的大型专业生产速冻机的企业，技术处于世界领先水平，预计公司将依靠速冻设备拓展最先一公里市场。

- **速冻设备需求量较大。**现今，世界速冻食品年产量已超过 1 亿吨，品种超过 3500 多个，并且据中国制冷学会预测，未来 10 年世界速冻食品的消费量将占全部食品的 60% 以上，以此带动了全球速冻设备市场容量快速扩张。目前全球速冻设备市场规模最大的是亚洲市场，亚洲市场是全球发展速度最快和最具发展潜力的速冻食品消费生产集中地，速冻设备市场需求广泛，市场需求占据全球总规模达到 40%；其次是北美市场，市场约为全球规模的 26%，北美洲是全球速冻设备最成熟的市场，产品多为高端设备。

图表 21：亚洲在全球速冻设备市场规模中所占比例最大



资料来源：中国制冷学会，中金公司研究部

- **公司速冻设备行业领先。**目前，国内生产速冻设备的厂家众多，设备性能、价格也不尽相同。已生产的速冻设备有 3 大类 12 个品种，如螺旋式、流态化式、隧道网带式 and 隧道钢带式冻结装置，平板、吹风平板和不锈钢带式接触式冻结装置以及沉浸式冻结装置。对比产品技术和质量都有保障的一二类产品，国外高端速冻设备产品制造精度高，产品开发较好，但市场价格较高，品种单一，与国内产品相比竞争力较低，在国内市场销量很少。

图表 22：目前国内速冻设备三大梯队

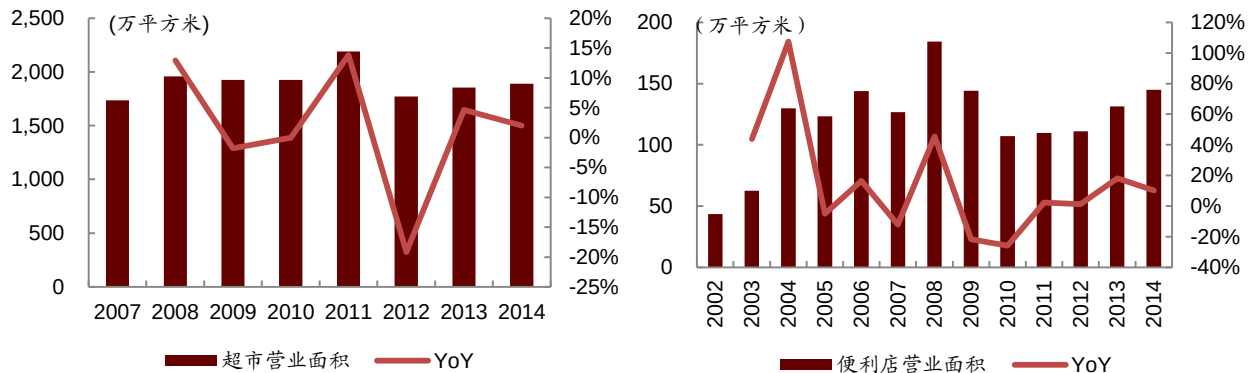


资料来源：中国制冷学会，中金公司研究部



2) “最后一公里”公司具有绝对优势。“最后一公里”潜在市场需求大, 装备种类与功能较为丰富(包括配送冷藏车、冷/冰柜、冷藏保温箱、冷藏自提柜等), 毛利率较高。近年来, 超市营业面积增速约为 2%, 但便利店增长迅速, 增速在 10%以上, 能够为冷柜的销量带来支持。公司目前最后一公里业务主体是松下冷链和富士冰山, 松下冷链主要生产陈列柜、富士冰山主要生产自动售货机。

图表 23: 超市和便利店营业面积



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

- 超市、商场、便利店等自选购物场所使用的陈列冷柜市场占有率达到 40%以上。公司的联营公司松下冷链研发了冷藏生鲜配送自提柜、小型低温物流箱、方玻璃陈列柜、高能效变频商用冷柜等满足市场需求、引领市场潮流的新产品。推出智能化便利店、智能化生鲜配送等填补行业空白的综合解决方案。顺应需求变化, 积极拓展细分蓝海市场。携手正大集团仓储式会员店, 打造高端零售新业态。联手邻里家便利店, 打造小而美顾客体验。生鲜配送、生物医药等新事业积极培育、快速推广。松下冷链每年的营业收入约为 17 亿, 净利润每年 2000~3000 万。2018 年营业收入目标为 27~28 亿。

图表 24: “最后一公里”设备示意图



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

- 自动售货机的市场占有率为 60%。2013 年, 公司参股公司大连富士冰山自动售货机公司开发了大型自动售货机, 申报实用新型技术专利 20 项。2014 年围绕售货机支付手段多样化完善了产品系列化, 研发的 CO2 冷媒冷热饮料自动售货机通过可口可乐全球认证。2016 年, 大连富士冰山全面实现产品智能化升级, 非现金支付方式及远程控制系统成为标配, 销售收入及净利润继续大幅增长。小型智能机、白酒机等新机种投放市场。自动售货机的销售也由运营商转向与饮料商合作的更大的市场, 如农夫山泉和娃哈哈等。自 2003 年成立以来, 自动售货机销售量累计突破 10 万台。公司增资后, 富士冰山自动售货机 5 万台产能提高到了 10 万台。



公司已经踏上转型之路

子公司“冰山服务”开启制冷服务转型之路。2014 年，公司与关联公司“冰山国贸”共同出资设立冰山技术服务（大连）有限公司。主要从事制冷空调成套设备技术咨询、维修、维保服务；节能安全技术开发、咨询、推广服务；合同能源管理；制冷设备租赁；机电设备零部件销售。公司持有冰山服务 60% 股权，冰山国贸持有冰山服务 40% 股权。2015 年，冰山国贸将其所持冰山服务 40% 股权全部转让给公司。2015 年，服务平台正式投入运营，服务品质提升、服务市场拓展、服务网络构建初见成效，配件收入及维保收入大幅增长，开创了冷热行业服务新模式。

线上和线下共同打造“互联网+冷热”。1) 线上平台运用冰山物联网云平台打造服务前置。通过远程监控及大数据分析，实现故障预判，变被动服务为主动服务。通过线下专业服务与线上专业分析的深度融合，提供精准服务。2) 线下资源整合实现规模经济。公司线下售后服务积累有几十年的优质客户资源，具备完善的售后服务网络 and 专业的售后服务技术团队。未来通过整合母公司、武新制冷、联营公司等冷热产业链售后服务业务，有望实现规模经济。

图表 25：公司服务前置示意图



资料来源：公司资料，中金公司研究部



盈利预测、估值和风险提示

盈利预测

预计公司 2016~18 年的收入分别为 **18.02、20.01、21.79** 亿元,分别同比增长 **12.1%、11.1%、8.9%**;净利润分别为 **1.55 亿元、1.88 亿元、2.29 亿元**,分别同比增长 **19.6%、20.7%、21.8%**。预计公司 2016~18 年对应 EPS 为 **0.26 元、0.31 元、0.38 元**。

图表 26: 大冷股份收入拆分表

人民币 百万	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
制冷设备							
收入	1,500	1,517	1,406	1,591	1,785	1,984	2,162
成本	1,126	1,149	1,065	1,300	1,464	1,616	1,757
毛利	375	368	340	291	321	368	405
毛利率 (%)	24.98%	24.25%	24.22%	18.32%	18.00%	18.54%	18.73%
收入增速 YoY (%)	-18.22%	1.13%	-7.35%	13.17%	12.19%	11.17%	8.97%
其他							
收入	22	18	20	17	17	17	17
成本	23	18	21	10	15	15	15
毛利	-1	1	-1	6	2	2	2
毛利率 (%)	-4.45%	3.83%	-6.66%	37.62%	10.00%	10.00%	10.00%
收入增速 YoY (%)		-14.68%	7.91%	-16.92%	0.00%	0.00%	0.00%
总收入							
收入	1,521.98	1,535.71	1,425.72	1,607.52	1,801.50	2,000.87	2,178.95
成本	1,148.15	1,167.00	1,086.55	1,309.84	1,478.55	1,631.32	1,772.37
毛利	373.83	368.71	339.17	297.68	322.95	369.55	406.57
毛利率 (%)	24.56%	24.01%	23.79%	18.52%	17.93%	18.47%	18.66%
收入增速 YoY (%)		0.90%	-7.16%	12.75%	12.07%	11.07%	8.90%
合并报表收入	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
工业制冷							
大冷母公司	877	901	832	541	558	586	632
武新制冷			271	159	144	158	174
中央空调							
冰山空调				18	16	17	18
冷链物流							
冰山菱设				30	83	87	91
零部件							
冰山金属加工				48	0	0	0
大连尼维斯冷暖			131	113	101	106	112
嘉德自动化				42	44	49	53
三洋明华			113	69	73	76	80
工程服务							
冰山技术服务				90	108	140	183
冰山销售				20	21	22	23
冰山工程				569	586	615	664
并表收入				1,470	1,660	1,856	2,030
其他				121	125	128	132
合并报表				1,591	1,785	1,984	2,162
重要联营公司投资收益	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
中央空调							
松下压缩机				65	68	71	75
松下制冷				9	9	9	10
冷链物流							
松下冷链				9	14	20	27
富士冰山				29	34	41	50
常州晶雪				8	18	19	20
零部件							
京滨大洋				16	17	18	18
合计				135	160	179	200
其他				-9	0	10	10
投资收益				126	160	189	210

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 27: 大冷股份主要财务信息

损益表 (人民币百万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,522	1,536	1,426	1,608	1,802	2,001	2,179
营业成本	1,148	1,167	1,087	1,310	1,479	1,631	1,772
营业税金及附加	10	13	12	13	14	16	17
销售费用	120	120	123	80	86	92	96
管理费用	184	178	186	187	213	252	261
财务费用	-4	-6	-6	0	-7	-12	-12
资产减值准备	15	19	19	17	18	19	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	68	89	104	129	160	189	210
营业利润	116	132	109	130	158	192	235
营业外收入	18	55	15	7	8	8	9
营业外支出	0	3	1	1	1	1	1
利润总额	133	185	124	136	165	199	242
所得税	7	26	9	5	8	10	12
少数股东权益	9	6	-1	1	1	1	1
归属于母公司所有者净利润	117	153	115	130	155	188	229
现金流量表							
经营活动现金流净额	-67	8	28	-51	81	98	155
投资活动现金流净额	-41	19	4	-236	-133	-119	-30
融资活动现金流净额	-48	-50	-59	33	469	-58	-72
资产负债表							
货币资金	532	513	509	245	662	583	636
应收款项	352	370	439	671	740	822	895
预付帐款	31	26	19	44	59	75	93
存货	399	326	315	259	284	313	340
流动资产合计	1,382	1,303	1,338	1,331	1,867	1,928	2,109
长期股权投资	963	979	1,039	1,220	1,380	1,569	1,779
固定资产	405	395	414	450	407	819	733
在建工程	1	68	19	137	437	54	48
无形资产	166	155	154	158	143	127	111
非流动资产合计	1,556	1,664	1,716	2,752	2,968	3,169	3,272
资产总计	2,937	2,967	3,054	4,082	4,835	5,097	5,380
短期借款	30	38	60	83	0	0	0
应付款项	437	465	511	660	729	804	874
预收帐款	288	177	138	70	106	147	190
流动负债合计	954	892	937	1,216	1,267	1,409	1,548
长期借款	0	0	0	0	0	0	0
长期负债合计	73	67	53	153	153	153	153
负债总计	1,027	958	990	1,369	1,420	1,562	1,701
归属于母公司所有者权益合计	1,809	1,907	1,967	2,648	3,347	3,465	3,609
少数股东权益	101	102	97	66	68	69	70
负债和权益	2,937	2,967	3,054	4,082	4,835	5,097	5,380
财务指标							
毛利率	24.6%	24.0%	23.8%	18.5%	17.9%	18.5%	18.7%
息税前利润率	4.5%	4.6%	2.1%	1.9%	1.3%	1.3%	2.3%
净利润率	7.7%	10.0%	8.1%	8.1%	8.6%	9.4%	10.5%
净资产收益率	6.1%	7.6%	5.6%	4.8%	4.6%	5.3%	6.2%
总资产收益率	4.0%	5.2%	3.8%	3.2%	3.2%	3.7%	4.2%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



估值和投资建议

公司当前股价对应 2016/17 年的 P/E 分别为 42.4x/35.1x。公司搬迁后,市中心旧厂房土地价值保守预计约 6 亿,同时公司持有国泰君安股权价值约 6 亿。

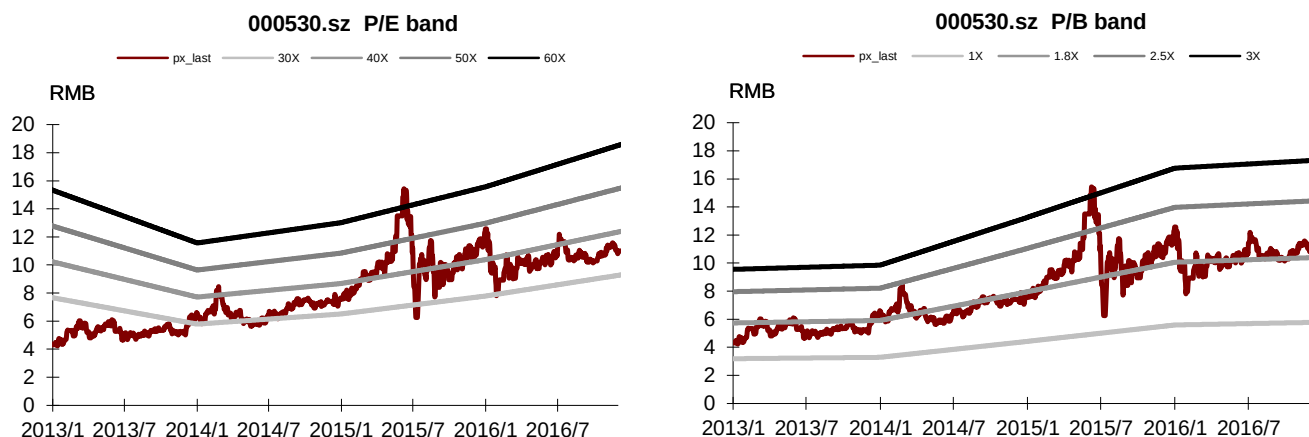
考虑公司行业龙头地位,我们首次覆盖给予“推荐”评级,2017 年目标 P/E 36x,对应股权价值约 68 亿元,考虑旧厂房和国泰君安股权价值,公司合理市值约 80 亿元。我们给予公司 A 股目标价 13.5 元,对应 2017 P/E 44x。考虑 A/B 股折价, B 股目标价 7.2 港币,对应 2017 P/E 21x。

图表 28: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (Rmb/HK\$ mn)	收盘价 (Rmb/HK\$)	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
600481.SH	双良节能*	11,506	7.10	0.22	0.14	0.16	32.3	49.9	43.4	5.4	6.5	6.0
300263.SZ	隆华节能*	7,154	8.11	0.20	0.15	0.17	40.6	52.6	47.1	3.0	2.8	2.7
300257.SZ	开山股份*	14,311	16.68	0.21	0.19	0.19	79.4	86.0	85.7	4.3	4.0	3.9
000811.SZ	烟台冰轮*	6,483	14.89	0.71	0.70	0.73	21.0	21.4	20.5	3.3	2.9	2.6
000530.SZ	大冷股份*	6,588	11.00	0.22	0.26	0.31	50.0	42.4	35.1	2.5	2.0	1.9
002639.SZ	雪人股份	10,050	14.91	0.02	0.12	0.18	n.a.	124.3	82.8	6.3	5.5	5.3
002158.SZ	汉钟精机	6,057	11.42	0.30	0.34	0.41	38.1	33.6	27.9	3.3	3.1	2.9
002665.SZ	首航节能	17,977	9.12	0.09	0.12	0.33	101.3	76.0	27.6	6.6	4.0	2.9
Average							47.2	57.2	40.6	4.3	3.8	3.5
Median							39.4	49.9	35.1	3.3	3.1	2.9

资料来源: 万得资讯, 公司公告, 中金公司研究部, *为中金公司预测, 其余为万得一致预期

图表 29: 公司历史 P/E 和 P/B Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

风险提示

- 1、冷链行业发展低于预期。
- 2、外延扩张低于预期。
- 3、厂房价值重估和国泰君安股权价值低于预期。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

