

雪人股份 (002639.SZ)

制冷空调设备行业

评级: 买入 维持评级

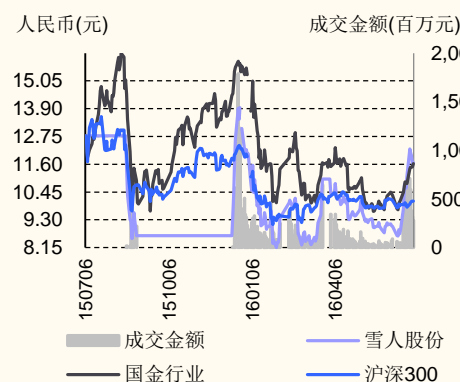
公司点评

市场价格(人民币): 11.67元  
 目标价格(人民币): 14.00-16.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	375.07
总市值(百万元)	7,276.37
年内股价最高最低(元)	13.94/8.15
沪深300指数	3154.20
深证成指	10458.43



## 相关报告

1. 《收购佳运油气，切入天然气产业压缩机市场-雪人股份公司点评》，2015.12.16
2. 《制冷设备稳健增长，压缩机业务明显放量-雪人股份业绩点评》，2015.8.31

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004  
 (8610)66216932  
 xucaihua@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

## 掌握燃料电池压缩机核心技术，员工持股及并购完成助力业绩释放

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.051	0.028	0.144	0.203	0.278
每股净资产(元)	7.16	2.64	2.79	2.99	3.27
每股经营性现金流(元)	-0.20	-0.15	-0.10	0.04	0.20
市盈率(倍)	-339.57	435.82	74.53	53.03	38.66
行业优化市盈率(倍)	33.96	53.73	44.36	44.36	44.36
净利润增长率(%)	N/A	N/A	422.10%	40.53%	37.17%
净资产收益率(%)	-0.71%	1.05%	5.18%	6.78%	8.51%
总股本(百万股)	160.00	600.00	600.00	600.00	600.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资要点

- **收购瑞典 OPCON 核心子公司掌握燃料电池压缩机技术。**公司目前持有 OPCON 公司 17.01% 股权，去年 10 月公司参与的并购基金上海兴雪康投资合伙企业以 4 亿瑞典克朗（约 3 亿人民币）对价完成了对 OPCON 公司两大核心子公司 SRM 和 OES 100% 股权的收购，公司已与上海兴雪康签署回购协议。SRM 是世界螺杆压缩机的鼻祖，OES 是全球螺杆膨胀发电机技术的创始者，OPCON AUTOROTOR 燃料电池压缩机及其系统的相关技术、品牌及研发人员也由 SRM 和 OES 拥有。公司未来可借助这一技术平台发展燃料电池部件产业。
- **依靠技术研发及长期经验积累建立燃料电池系统行业壁垒。**OPCON 公司是双螺杆形式燃料电池压缩机的开发者，其研发的燃料电池压缩机及燃料电池系统可适应高压和极端的车辆情况，拥有知名的 AUTOROTOR 品牌。OPCON 目前已开发 12 个型号的燃料电池系统，为加拿大 Ballard 以及克莱斯勒、奔驰、通用、沃尔沃等众多汽车生产商提供过燃料电池系统。燃料电池压缩机及其系统需要较长期的经验积累才能实现可靠运行并得到广泛运用，具有较高的行业壁垒。OPCON 自 1992 年开始研发燃料电池，至今有着丰富的经验，为欧洲洁净城市运输（CUTE）提供的燃料电池巴士累计已经运行超过 300 万公里，其可靠性得到了验证。
- **员工持股计划完成，增发收购佳运油气增厚今年业绩。**公司一期员工持股计划已于 6 月 17 日完成，总计购买公司股票 805.4 万股，成交均价 8.94 元/股，锁定期 12 个月。公司通过收购佳运油气切入天然气技术服务领域，同时扩大压缩机产品应用；佳运油气自 2016 年 5 月并表，2016 年中期业绩符合预期；2016-2018 年利润承诺分别为 3889 万、4472 万、5142 万元。员工持股计划和增发收购的完成将有助于公司业绩的释放。

## 盈利预测

- 我们预测 2016-2018 公司营业收入 11.85/15.38/18.65 亿元，分别同比增长 85%/30%/21%；归母净利润 87/122/167 百万元，分别同比增长 422%/41%/37%；EPS 分别为 0.14/0.20/0.28 元；PE 分别为 74/53/38 倍。

### 投资建议

- 我们认为公司通过收购国外优质公司 OPCON 掌握了燃料电池压缩机核心技术，员工持股计划和增发收购的完成有助业绩的释放。我们维持公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 14-16 元。

### 风险提示

- 并购佳运油气的整合风险，燃料电池新业务拓展风险。

图表 1: 公司分产品收入拆分

项 目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>制冰产品</b>					
销售收入 (百万元)	255.96	355.54	390.00	425.00	460.00
增长率 (YOY)	-15.06%	38.90%	9.69%	8.97%	8.24%
毛利率	27.32%	31.67%	31.50%	31.50%	31.00%
销售成本 (百万元)	186.02	242.94	267.15	291.13	317.40
增长率 (YOY)	-5.61%	30.60%	9.97%	8.97%	9.03%
毛利 (百万元)	69.94	112.60	122.85	133.88	142.60
增长率 (YOY)	-32.92%	60.99%	9.10%	8.97%	6.52%
占总销售额比重	60.61%	55.44%	32.91%	27.63%	24.66%
占主营业务利润比重	68.29%	61.36%	36.15%	30.53%	27.29%
<b>中央空调系统</b>					
销售收入 (百万元)	118.53	113.07	135.00	158.00	185.00
增长率 (YOY)	62.86%	-4.61%	19.40%	17.04%	17.09%
毛利率	14.86%	15.46%	15.40%	15.40%	15.00%
销售成本 (百万元)	100.92	95.59	114.21	133.67	157.25
增长率 (YOY)	62.36%	-5.28%	19.48%	17.04%	17.64%
毛利 (百万元)	17.61	17.48	20.79	24.33	27.75
增长率 (YOY)	65.76%	-0.75%	18.93%	17.04%	14.05%
占总销售额比重	28.07%	17.63%	11.39%	10.27%	9.92%
占主营业务利润比重	17.20%	9.53%	6.12%	5.55%	5.31%
<b>压缩机</b>					
销售收入 (百万元)	24.29	121.18	330.00	540.00	720.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	398.89%	172.32%	63.64%	33.33%
毛利率	28.14%	27.96%	28.00%	28.00%	27.50%
销售成本 (百万元)	17.45	87.30	237.60	388.80	522.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	400.14%	172.17%	63.64%	34.26%
毛利 (百万元)	6.84	33.88	92.40	151.20	198.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	395.70%	172.71%	63.64%	30.95%
占总销售额比重	5.75%	18.89%	27.85%	35.11%	38.61%
占主营业务利润比重	6.67%	18.46%	27.19%	34.48%	37.89%
<b>佳运油气</b>					
销售收入 (百万元)			270.00	350.00	430.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	29.63%	22.86%
毛利率			30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)			189.00	245.00	301.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	29.63%	22.86%
毛利 (百万元)			81.00	105.00	129.00
增长率 (YOY)			#DIV/0!	29.63%	22.86%
占总销售额比重			22.78%	22.76%	23.06%
占主营业务利润比重			23.83%	23.95%	24.69%
<b>其他</b>					
销售收入 (百万元)	23.54	51.57	60.00	65.00	70.00
增长率 (YOY)	104.34%	119.07%	16.35%	8.33%	7.69%
毛利率	34.07%	37.90%	38.00%	37.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	15.52	32.02	37.20	40.95	44.80
增长率 (YOY)	281.33%	106.35%	16.16%	10.08%	9.40%
毛利 (百万元)	8.02	19.55	22.80	24.05	25.20
增长率 (YOY)	7.65%	143.70%	16.65%	5.48%	4.78%
占总销售额比重	5.57%	8.04%	5.06%	4.23%	3.75%
占主营业务利润比重	7.83%	10.65%	6.71%	5.49%	4.82%
销售总收入 (百万元)	422.32	641.36	1185.00	1538.00	1865.00
销售总成本 (百万元)	319.91	457.85	845.16	1099.54	1342.45
毛利 (百万元)	102.41	183.51	339.84	438.46	522.55
平均毛利率	24.25%	28.61%	28.68%	28.51%	28.02%

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>主营业务收入</b>	<b>386</b>	<b>422</b>	<b>641</b>	<b>1,185</b>	<b>1,538</b>	<b>1,865</b>	货币资金	243	126	291	250	270	290	
增长率		9.5%	51.9%	84.8%	29.8%	21.3%	应收款项	202	203	256	515	647	759	
<b>主营业务成本</b>	<b>-263</b>	<b>-320</b>	<b>-458</b>	<b>-845</b>	<b>-1,100</b>	<b>-1,342</b>	存货	129	278	365	556	693	809	
%销售收入	68.3%	75.7%	71.4%	71.3%	71.5%	72.0%	其他流动资产	74	105	210	165	203	239	
<b>毛利</b>	<b>122</b>	<b>102</b>	<b>184</b>	<b>340</b>	<b>438</b>	<b>523</b>	流动资产	648	711	1,122	1,485	1,813	2,098	
%销售收入	31.7%	24.3%	28.6%	28.7%	28.5%	28.0%	%总资产	45.3%	38.1%	44.9%	51.7%	55.8%	58.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	长期投资	16	31	111	111	111	111	
%销售收入	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	固定资产	631	754	864	924	970	995	
<b>营业费用</b>	<b>-21</b>	<b>-33</b>	<b>-45</b>	<b>-71</b>	<b>-92</b>	<b>-103</b>	%总资产	44.1%	40.4%	34.6%	32.2%	29.9%	27.9%	
%销售收入	5.5%	7.9%	7.0%	6.0%	6.0%	5.5%	无形资产	93	315	355	309	312	315	
<b>管理费用</b>	<b>-46</b>	<b>-69</b>	<b>-99</b>	<b>-142</b>	<b>-169</b>	<b>-187</b>	非流动资产	782	1,154	1,377	1,386	1,435	1,462	
%销售收入	12.0%	16.4%	15.5%	12.0%	11.0%	10.0%	%总资产	54.7%	61.9%	55.1%	48.3%	44.2%	41.1%	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>51</b>	<b>-2</b>	<b>36</b>	<b>121</b>	<b>169</b>	<b>223</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,430</b>	<b>1,865</b>	<b>2,499</b>	<b>2,871</b>	<b>3,248</b>	<b>3,560</b>	
%销售收入	13.2%	n.a	5.6%	10.2%	11.0%	12.0%	短期借款	83	278	583	702	846	886	
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>-9</b>	<b>-22</b>	<b>-35</b>	<b>-45</b>	<b>-50</b>	应付款项	87	228	184	335	435	528	
%销售收入	-0.3%	2.2%	3.5%	3.0%	2.9%	2.7%	其他流动负债	16	18	21	37	47	57	
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	186	525	788	1,073	1,328	1,471	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	49	111	30	30	30	31	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	其他长期负债	9	16	28	25	25	25	
%税前利润	0.0%	-5.9%	21.5%	4.2%	3.7%	3.2%	<b>负债</b>	<b>244</b>	<b>652</b>	<b>846</b>	<b>1,128</b>	<b>1,383</b>	<b>1,528</b>	
<b>营业利润</b>	<b>48</b>	<b>-12</b>	<b>11</b>	<b>90</b>	<b>130</b>	<b>179</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,165</b>	<b>1,145</b>	<b>1,583</b>	<b>1,672</b>	<b>1,794</b>	<b>1,960</b>	
营业利润率	12.3%	n.a	1.6%	7.6%	8.4%	9.6%	少数股东权益	21	68	70	71	71	72	
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,430</b>	<b>1,865</b>	<b>2,499</b>	<b>2,871</b>	<b>3,248</b>	<b>3,560</b>	
<b>税前利润</b>	<b>51</b>	<b>-10</b>	<b>16</b>	<b>96</b>	<b>136</b>	<b>186</b>	<b>比率分析</b>		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	13.2%	n.a	2.5%	8.1%	8.8%	10.0%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-7</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	每股收益	0.270	-0.051	0.028	0.144	0.203	0.278	
所得税率	14.4%	n.a	7.9%	9.0%	10.0%	10.0%	每股净资产	7.282	7.159	2.638	2.787	2.989	3.267	
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>-9</b>	<b>15</b>	<b>87</b>	<b>122</b>	<b>167</b>	每股经营现金净流	0.124	-0.204	-0.154	-0.103	0.041	0.204	
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	每股股利	0.000	0.000	0.130	0.000	0.000	0.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>43</b>	<b>-8</b>	<b>17</b>	<b>87</b>	<b>122</b>	<b>167</b>	<b>回报率</b>							
净利率	11.2%	n.a	2.6%	7.3%	7.9%	8.9%	净资产收益率	3.71%	-0.71%	1.05%	5.18%	6.78%	8.51%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.02%	-0.44%	0.66%	3.01%	3.74%	4.69%	
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	3.32%	-0.11%	1.47%	4.42%	5.54%	6.79%	
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>-9</b>	<b>15</b>	<b>87</b>	<b>122</b>	<b>167</b>	<b>增长率</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	34.62%	9.51%	51.87%	84.76%	29.79%	21.26%	
<b>非现金支出</b>	<b>17</b>	<b>28</b>	<b>65</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	EBIT 增长率	-3.80%	-103.91%	#####	232.96%	40.37%	31.84%	
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	净利润增长率	-37.26%	N/A	N/A	422.10%	40.53%	37.17%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-40</b>	<b>-64</b>	<b>-196</b>	<b>-236</b>	<b>-197</b>	<b>-161</b>	总资产增长率	18.03%	30.45%	33.98%	14.90%	13.13%	9.60%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>20</b>	<b>-33</b>	<b>-93</b>	<b>-62</b>	<b>24</b>	<b>122</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-314</b>	<b>-235</b>	<b>-157</b>	<b>-60</b>	<b>-104</b>	<b>-93</b>	应收账款周转天数	134.9	146.0	112.5	140.0	135.0	130.0	
投资	-39	-67	-194	0	0	0	存货周转天数	171.0	232.1	256.5	240.0	230.0	220.0	
其他	0	1	1	4	5	6	应付账款周转天数	37.5	64.0	63.4	65.0	65.0	65.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-353</b>	<b>-301</b>	<b>-350</b>	<b>-56</b>	<b>-99</b>	<b>-87</b>	固定资产周转天数	138.2	619.3	464.0	251.0	192.6	155.7	
<b>股权募资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>418</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>120</b>	<b>242</b>	<b>225</b>	<b>117</b>	<b>145</b>	<b>41</b>	净负债/股东权益	-9.40%	21.66%	19.49%	27.66%	32.53%	30.88%	
<b>其他</b>	<b>-20</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-41</b>	<b>-50</b>	<b>-56</b>	EBIT 利息保障倍数	-44.0	-0.2	1.6	3.4	3.8	4.4	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>101</b>	<b>217</b>	<b>612</b>	<b>76</b>	<b>95</b>	<b>-15</b>	资产负债率	17.06%	34.94%	33.84%	39.30%	42.59%	42.91%	
<b>现金净流量</b>	<b>-232</b>	<b>-117</b>	<b>169</b>	<b>-41</b>	<b>20</b>	<b>20</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-02	买入	38.30	60.00~60.00
2	2015-08-31	买入	28.80	60.00~60.00
3	2015-12-16	买入	9.50	16.00~16.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD