

2017年08月11日
证券研究报告·调研报告

雪人股份(002639) 机械设备

增持(首次)

当前价: 8.33元

目标价: 9.55元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

深度布局燃料电池, 制冰龙头前景广阔

投资要点

- 投资逻辑:** 1) 国内制冰绝对龙头, 产品定位中高端, 下游冷链物流、冰雪项目打开制冰机业务天花板; 2) 公司通过外延式发展迅速获得压缩机技术制高点, 产能迅速扩张, 成为公司核心增长点; 3) 深度涉足燃料电池领域。电堆和空压系统占领氢燃料电池核心技术制高点, 未来发展空间巨大。
- 制冰龙头打开新发展空间。** 公司是制冰设备龙头, 已经形成了稳定的市场份额, 产品定位在中高端, 下游涉及包括化工、核电、水利水电、煤矿、食用冰及冰雪项目等, 产品在下游化工, 核电, 水利水电, 煤矿等领域市占率均为第一。在冷链物流以及冰雪项目高速发展的带动下, 公司制冰机业务得到新的增长点。
- 压缩机技术领先, 业绩快速增长。** 公司压缩机产品系列丰富, 跻身国际制冷领域的高端设备制造商和系统解决方案供应商。公司2014年压缩机业务正式开始投产, 与公司其他各项业务协同效应明显, 之后公司持续投入扩产, 该项业务营收从2014年的2400万增长至2016年的1.73亿, 未来还将保持高速增长, 同时随着规模效应逐步显现, 压缩机业毛利率也将稳步提升。
- 深度涉足氢燃料电池, 前景广阔。** 公司与专业投资机构共同对外投资参股加拿大氢燃料电池生产商 Hydrogenics 公司不超过 17.6% 的股权, 已于 2017 年 6 月 28 日完成交割。Hydrogenics 是世界领先的设计、制造、建设氢能系统的公司。我们坚定看好氢燃料电池领域未来发展, 公司在燃料电池中的核心技术电堆和空气压缩进气系统领域深度布局, 占领行业制高点, 卡位准确。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.12 元、0.18 元、0.26 元, 对应 PE 分别为 70 倍、47 倍、32 倍。公司作为制冰机业务绝对龙头, 压缩机业务表现出持续性高增长, 结合公司业绩增长情况, 并结合可比公司情况, 我们给予公司原主营业务 2017 年 55 倍 PE (对应 17~19 年复合增长率 73.62% 的 PEG 为 0.75), 对应市值 44.4 亿元; 同时对于燃料电池氢能业务, 结合目前包括一级市场估值情况及行业所处阶段, 给予其 20 亿估值; 对应总市值为 64.4 亿元, 对应目标价 9.55 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 下游冷链物流等行业增长不达预期; 燃料电池行业增速不达预期; 并购企业业绩实现或不及承诺。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	811.13	1281.39	1662.39	2118.18
增长率	26.47%	57.98%	29.73%	27.42%
归属母公司净利润(百万元)	33.05	80.72	119.47	172.97
增长率	99.41%	144.22%	48.00%	44.79%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.12	0.18	0.26
净资产收益率 ROE	1.27%	2.99%	4.25%	5.82%
PE	170	70	47	32
PB	2.40	2.32	2.23	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

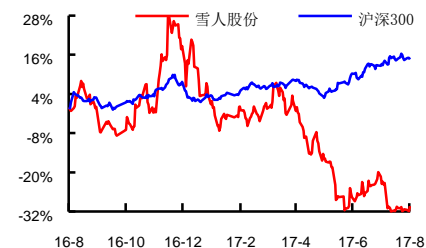
邮箱: gaiox@swsc.com.cn

联系人: 武雪原

电话: 010-57758579

邮箱: wuxuey@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.74
流通 A 股(亿股)	4.38
52 周内股价区间(元)	8.13-15.2
总市值(亿元)	56.15
总资产(亿元)	33.87
每股净资产(元)	3.38

相关研究

目 录

1 公司业绩高速增长	1
1.1 国内制冰机行业龙头企业	1
1.2 盈利能力进入快速增长阶段	1
2 传统制冰机设备产品行业领先，业绩增长稳定	3
3 压缩机业务快速发展，逐步成为公司核心增长点	4
4 产业爆发前景明朗，氢燃料电池加速布局	6
4.1 我国燃料电池发展迅速，市场前景广阔	6
4.2 全面布局燃料电池领域	8
5 盈利预测与投资建议	9
6 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司股权架构.....	1
图 2: 公司 2010 年以来营业收入及增速.....	2
图 3: 公司 2010 年以来归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司 2010 年以来毛利率, 三费率, 净利率变化.....	2
图 5: 公司 2016 年主营业务收入结构 (分产品)	3
图 6: 公司 2016 年主营业务毛利润结构 (分产品)	3
图 7: 公司 2016 年各主营业务毛利率水平 (分产品)	3
图 8: 公司主要制冰设备产品.....	4
图 9: 公司制冰设备应用领域.....	4
图 10: 公司压缩机业务布局进程.....	4
图 11: 我国制冷设备用压缩机进口数量及增速.....	5
图 12: 我国制冷设备用压缩机进口金额及增速.....	5
图 13: 2010~2015 年我国旋转压缩机销量.....	5
图 14: 2012~2015 年我国涡旋压缩机销量统计.....	5
图 15: 公司 2014~2017 年压缩机业务收入及增速.....	6
图 16: 公司 2014~2017 年压缩机业务毛利及增速.....	6
图 17: 2008-2015 年全球燃料电池各下游领域出货量 (千件)	7
图 18: 2010~2015 年中国燃料电池出货量.....	7
图 19: 燃料电池汽车动力系统示意图.....	8
图 20: 燃料电池进气系统示意图.....	8
图 21: 公司氢能燃料电池业务布局进程.....	9

表 目 录

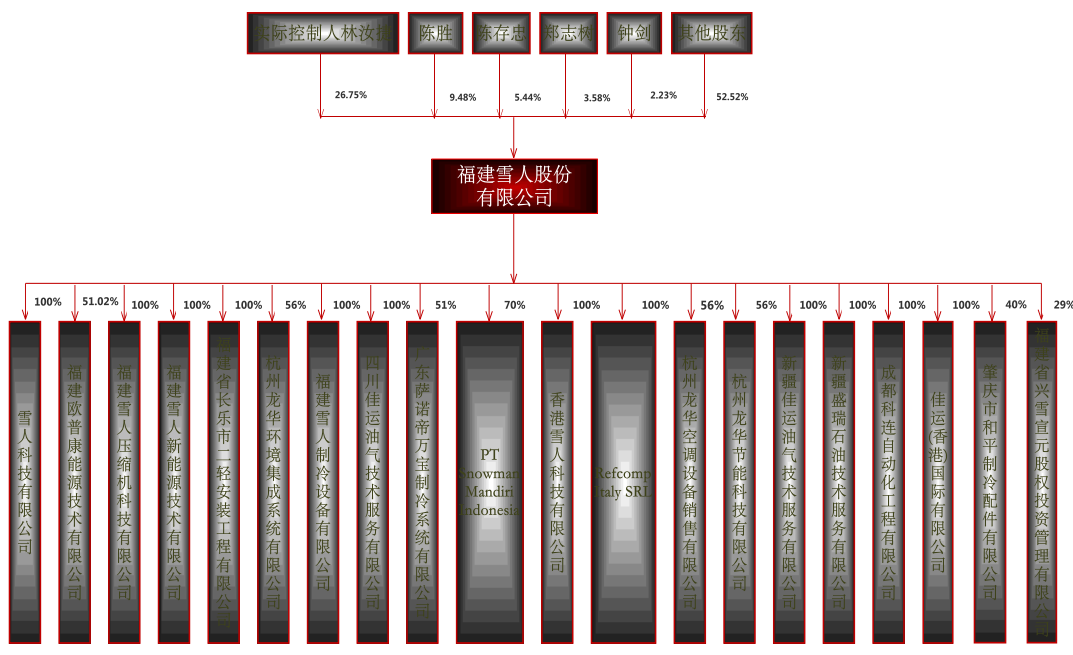
表 1: 公司 2017~2019 年营业收入预测 (单位: 百万元)	10
表 2: 可比公司对比.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

1 公司业绩高速增长

1.1 国内制冰机行业龙头企业

福建雪人股份有限公司成立于 2000 年，2011 年在深圳证券交易所挂牌上市。公司是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一。主营业务包括制冰产品、压缩机、油气技术服务及中央空调系统，同时公司通过产业基金方式积极战略布局氢能领域作为未来全新发展方向。公司股权结构清晰，实际控制人林汝捷先生拥有公司 26.75% 的股权。公司旗下控股子公司 18 家，联营公司 2 家。

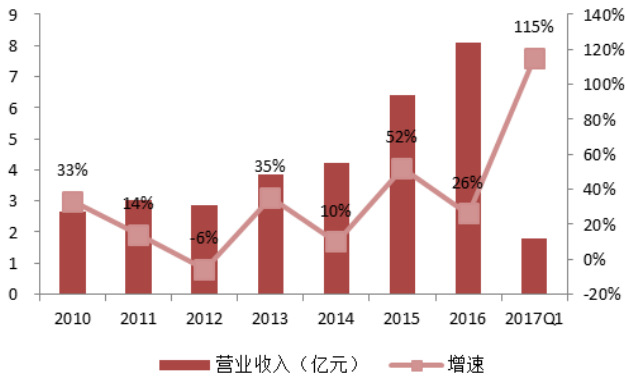
图 1：公司股权架构



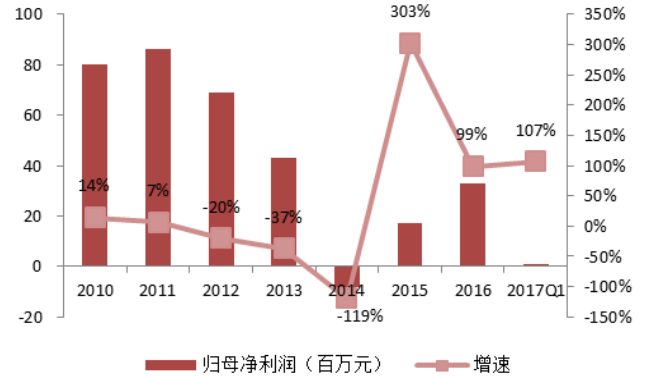
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 盈利能力进入快速增长阶段

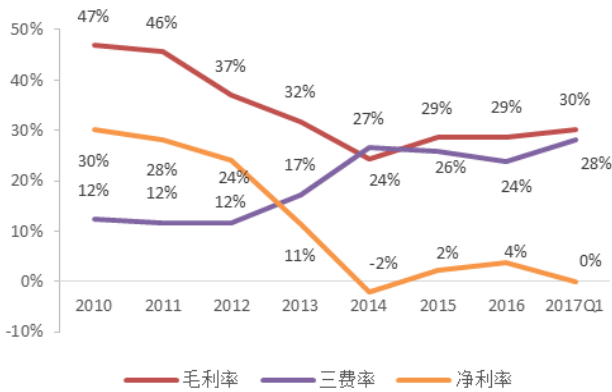
近年来公司营业收入总体上保持稳步增加，从 2010 年 2.26 亿元上升到 2016 年的 8.11 亿元，年复合增速达到 23.7%。利润端受下游行业周期影响，2012-2014 年净利润出现下滑，2014 出现亏损，但公司积极推进战略转型，通过外延并购和合作方式全球布局压缩机业务，逐步掌握压缩机核心技术，2015、2016 年业绩快速回升。2016 年公司实现营业收入 8.11 亿元，同比增速 26.47%，归母净利润 3305 万元，同比增长 99.4%。2017 年第一季度营收达到 1.8 亿元，较上年同期增长 115%，归母净利润 131 万元，较上年同期增长 107%。公司期间费用率 2012 年出现跳跃，主要的原因因为销售团队、渠道扩张引起的销售费用增加；压缩机业务开展导致的团队建设带来的管理费用增加。2014 年以来，期间费用率基本稳定在约 25% 左右的水平。

图 2: 公司 2010 年以来营业收入及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

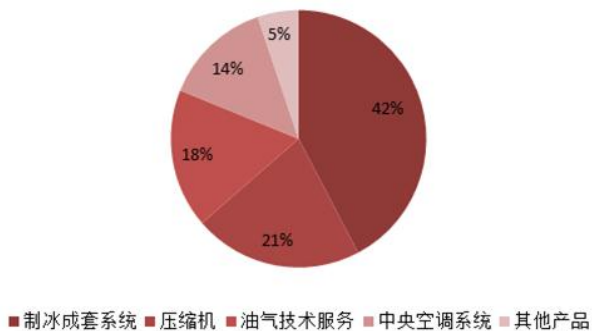
图 3: 公司 2010 年以来归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

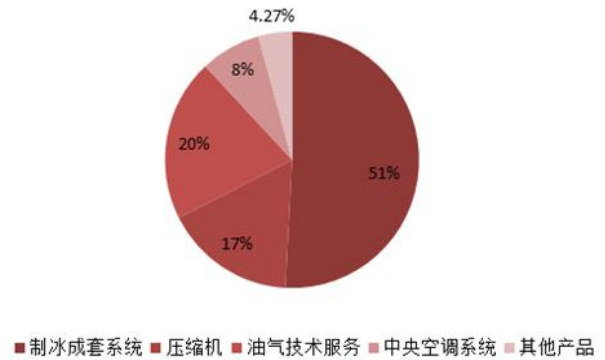
图 4: 公司 2010 年以来毛利率, 三费率, 净利率变化


数据来源: wind, 西南证券整理

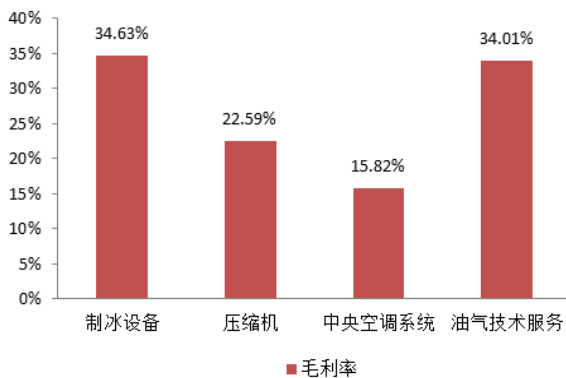
作为国内制冰行业的龙头企业,公司主要制冰成套系统产品 16 年营业收入为 3.43 亿元,同比下降 0.03%, 占总营收的 42%, 实现毛利润 1.2 亿元, 占总毛利的 52%, 毛利率水平为 34.7%, 较 15 年 31.74% 的水平有所提升。压缩机业务于 2014 年成功布局, 公司通过合作及并购方式掌握了压缩机的核心技术, 市场拓展迅速, 2016 年压缩机业务实现营收 1.73 亿元, 同比增长 42.98%, 实现毛利润 0.4 亿元。油气技术服务方面, 2016 年收购四川佳运技术有限公司, 并表后贡献新增收入 14605.7 万元, 占 16 年总营收的 18%, 合并新增利润 3073.5 万元, 占毛利润的 20%。公司各项主营业务的毛利率水平如图 7 所示。

图 5：公司 2016 年主营业务收入结构（分产品）


数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2016 年主营业务毛利润结构（分产品）


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司 2016 年各主营业务毛利率水平（分产品）


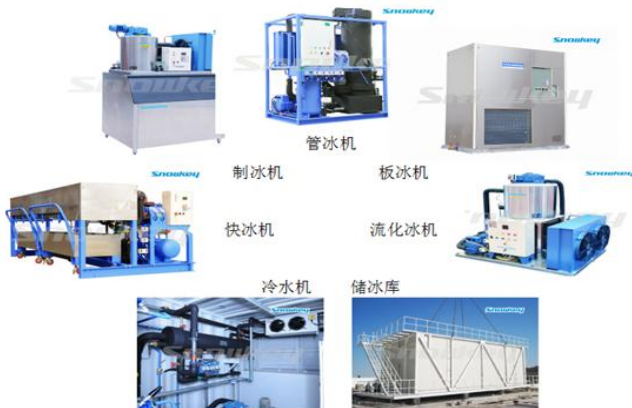
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 传统制冰机设备产品行业领先，业绩增长稳定

公司原有核心业务为制冰机设备，是国内制冰机行业的领导者，产品定位在中高端，专注在工业制冰机和高端商用制冰机市场，下游涉及包括化工、核电、水利水电、煤矿、食用冰及冰雪项目等，并且在化工、核电、水利水电、煤矿等领域市占率均为第一。

制冰产品线主要包括制冰系统、片冰机、冷水机、其他制冰设备及制冰系统辅助设备等四大类。依托公司制冰设备品牌、技术和质量优势，保持稳定增长的趋势，始终保持着行业龙头地位，业务增长稳定。在居民收入提升，消费升级的大背景下，对食用冰及冰雪运动娱乐需求提升、对食品及医药卫生的重视为原本相对固化的行业下游需求打开了新的天花板。公司占据高端制冰机的绝对技术高点，从能耗，效率，环保等多方面具有技术优势，在新领域以具有工业级别制冰规模及技术的的产品向民用领域拓展，机会显著。

图 8：公司主要制冰设备产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 9：公司制冰设备应用领域

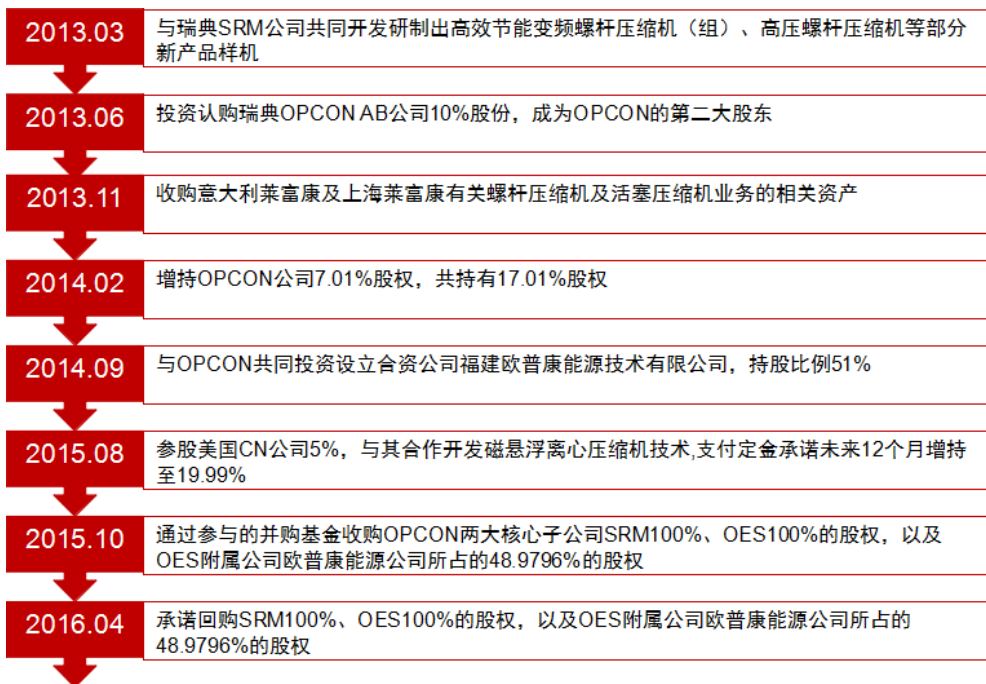


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 压缩机业务快速发展，逐步成为公司核心增长点

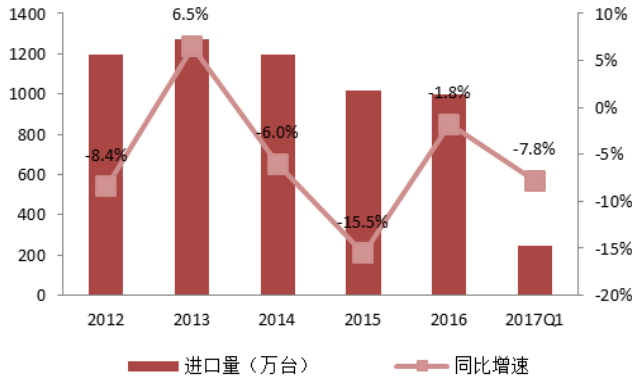
2013 年公司收购意大利知名压缩机品牌莱富康，2015 年收购了瑞典 opcon 旗下的全球知名压缩机品牌 SRM。压缩机产品系列丰富，跻身国际制冷领域的高端设备制造商和系统解决方案供应商。公司具备成熟的研发团队和技术储备，技术研发团队集合了美国、瑞典、意大利等经验丰富的研发人员参与，拥有强大的压缩机及其机组的开发和应用能力。公司产品丰富全面，技术水平领先于同行业，品牌知名度很高，并且获得 CE、欧盟认证，产品达到工业级压缩机标准，核心竞争力优势明显。

图 10：公司压缩机业务布局进程

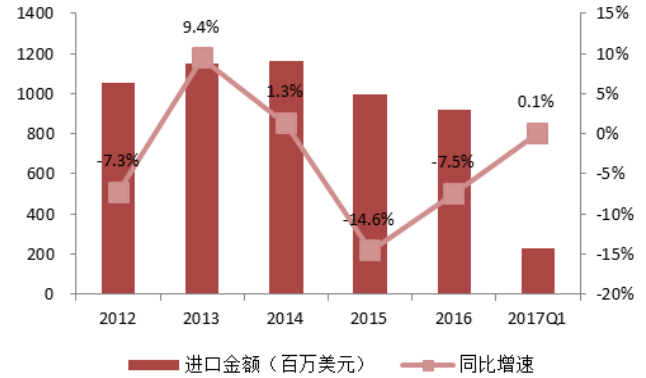


数据来源：公司公告，西南证券整理

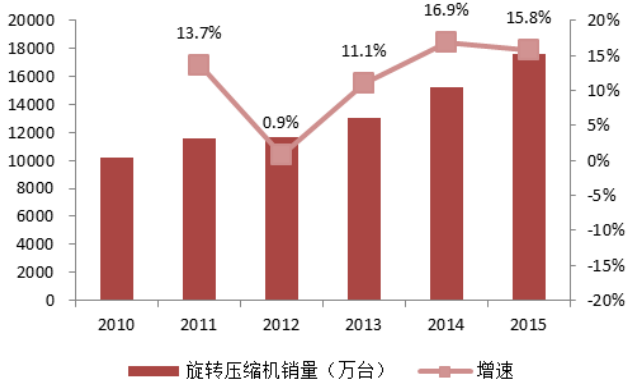
压缩机行业,目前国外主要厂商占据了全球一半以上的用户市场,控制着高端产品市场。国内市场上,存在产能过剩、企业集中程度较低、高端产品进口依赖度高等问题。公司从2014年正式进入压缩机市场,通过合作并购等手段实现快速发展,在此之后持续投入,预计从2017年起压缩机就将快速成为公司的核心业务。

图 11: 我国制冷设备用压缩机进口数量及增速


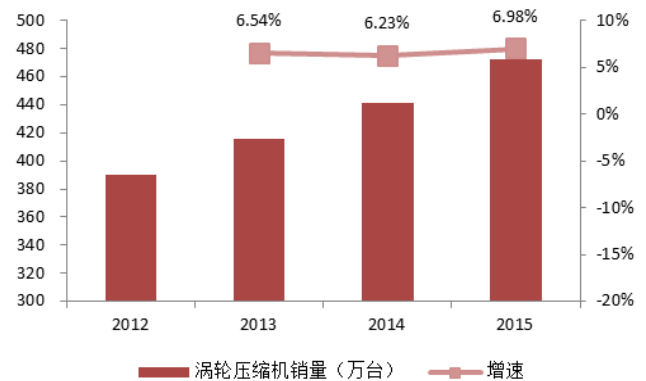
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 12: 我国制冷设备用压缩机进口金额及增速


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 13: 2010~2015 年我国旋转压缩机销量


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 14: 2012~2015 年我国涡旋压缩机销量统计


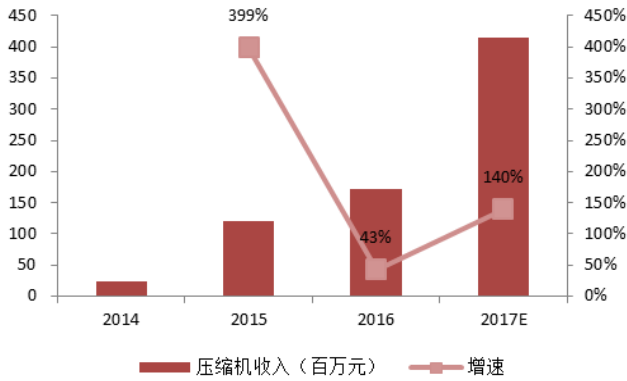
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

公司压缩机产品系统应用广泛,主要包括冷链物流、食品、石油化工、中央空调领域。一方面压缩机作为公司其他包括制冰机、中央空调、燃料电池等一系列产品的核心部件,公司拥有得天独厚的市场拓展优势;另一方面对于压缩机这一通用设备而言,丰富的下游需求有助于对冲下游周期性变化所带来的风险。

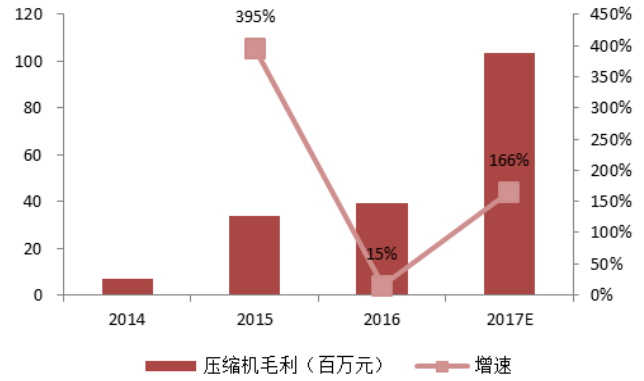
公司压缩机产品线齐全,效能高,能耗比非常低,与其他压缩机生产企业相比温度范围最广(-269度~120度)。螺杆压缩机市场竞争激烈,其中汉钟精机主要针对中高温领域(0-30度),应用于中央空调。而公司主要生产低温压缩机,旗下的莱富康与汉钟精机在半封闭螺杆压缩机市场存在直接竞争关系。公司以 SRM 工业级螺杆制冷压缩机技术为核心,通过与中科院合作建立中科雪人氨气压缩技术联合实验室,研发特殊气体压缩设备在超低温领域的应用,技术到达国际先进水平,产品已得到应用。

公司 2014 年压缩机业务正式开始投产,实现营业收入 0.24 亿元,2015 年营业收入 1.21 亿元,2016 年营业收入 1.73 亿元;毛利润分别为 700 万、3400 万、3900 万元,实现高速

增长。公司压缩机业务之前处于产量爬坡阶段，设计产能为 12 亿水平。2016 年压缩机产品毛利率水平仅为 22.5%，随着产能释放、生产规模扩大，规模效益将推动压缩机业务毛利率水平的提升，预计 2017~2019 年毛利率水平保持在 25%~28% 的水平。

图 15: 公司 2014~2017 年压缩机业务收入及增速


数据来源: wind, 西南证券

图 16: 公司 2014~2017 年压缩机业务毛利及增速


数据来源: wind 西南证券

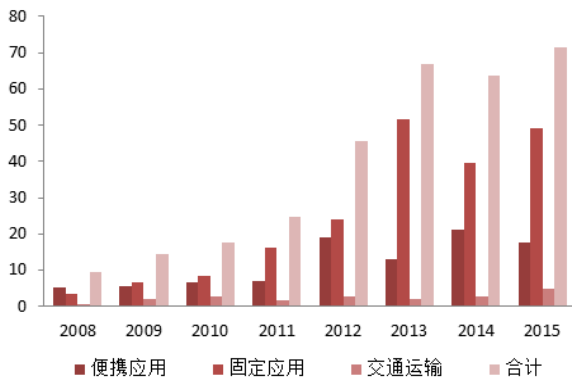
在产能逐步释放的阶段，公司压缩机产品销售增长进一步加快，预期 2017 年压缩机业务收入将达到约 4 亿水平，18 年有望突破 6 亿元。压缩机业务逐步成为公司核心业务，与公司其他业务的协同效应非常明显，压缩机业务收入高增速与不断提升的毛利率水平将共同促使压缩机业务迅速成为公司利润的核心增长点。

4 产业爆发前景明朗，氢燃料电池加速布局

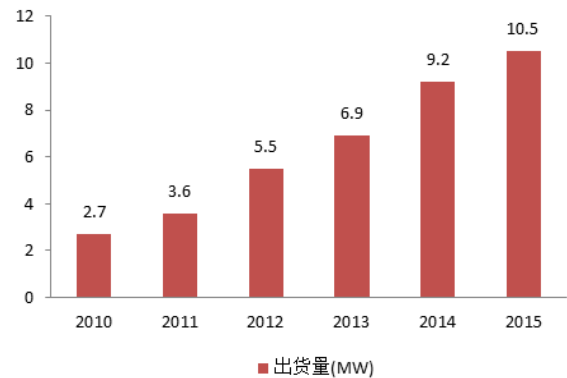
4.1 我国燃料电池发展迅速，市场前景广阔

燃料电池战略地位逐步提升。燃料电池作为最符合节能环保大趋势下的新型能源，我国及美国、日本、欧洲等国家（地区）都提出将其作为未来产业布局的重点，目前日本与美国是燃料电池发展较为领先的国家。近年，我国不断加大对燃料电池产业化的支持力度，创造了积极健康的发展环境。《能源技术革命重点创新行动路线图》、《中国制造 2025》等政策文件都提出将重点支持燃料电池产业。

燃料电池汽车作为燃料电池下游应用领域重点，2016 年底，国务院颁布《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出系统推进燃料电池汽车研发与产业化发展方向。并提出目标：到 2020 年，实现燃料电池汽车批量生产和规模化示范应用。2017 年 6 月，科技部长公开表示氢具有来源广泛、大规模稳定储存、持续供应、远距离运输、快速补充等特点，在未来车用能源中，氢燃料与电力将并存互补，共同支撑新能源汽车产业发展。在电动汽车产业快速发展的同时，燃料电池汽车的战略地位逐步明朗。国家相关政策对电动汽车补贴逐渐下降，而针对于燃料电动汽车的补贴保持在原本水平。

图 17: 2008-2015 年全球燃料电池各下游领域出货量 (千件)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 2010-2015 年中国燃料电池出货量


数据来源: wind, 西南证券整理

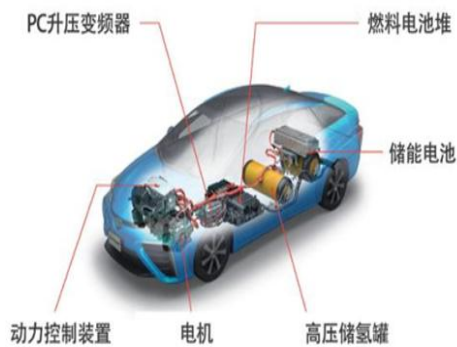
燃料电池汽车技术已逐步实现闭环。作为未来替代燃油汽车的新能源汽车，燃料电池汽车较于电动汽车具有以下优点：能源来源广泛，更加清洁环保；不受充电时间和行驶里程数的限制；能量转换效率高，节约能源等。

在产业化进程来看，现阶段锂电动车的商业化发展进程显著快于燃料电池汽车，但电动车的技术闭环仍没有完全形成，存在报废汽车回收、充电速度及续航里程等问题，不排除现阶段的产销量激增会造成在未来进入报废高峰期后形成相关问题。与此同时，国内企业也开始对燃料电池产业链条的各个环节展开布局。根据机构预测，中国是最有希望最早实现燃料电池汽车产业化发展的国家，2017 年国内有望实现上千台燃料电池汽车落地，这与过去多年积累的几十台燃料电池汽车存量市场相对比，是一个重大的行业拐点信号。同时，在基础设施领域，2017 年全国加氢站预计在国补、地补的共同作用下会新增至少 7 座。2016 年底，政府发布《节能与新能源汽车技术路线图》，提出我国氢燃料电池汽车的发展愿景：到 2030 年实现百万辆的氢燃料电池汽车上路行驶，到 2050 年与纯电动汽车技术共同实现汽车零排放。

燃料电池电堆占据整车核心价值体量。燃料电池动力系统成本目前在燃料汽车整车成本中占据主要部分，占比约为 50%。燃料电池动力系统的主要部件包括燃料电池电堆、高压储氢罐、电机、动力控制装置等，其中最核心的部分是电堆，在燃料电池系统中的占比约为 65%，是目前燃料电池实现技术发展、降低成本，从而实现产业化发展的关键。实际上随着国际核心电堆企业开始着手在中国建立生产线，电堆生产逐步实现规模上量，电堆成本有望下降速度很可能会超出预期。我们了解到，2017 年中国国内的电堆和系统集成生产能力将达到至少 6 万千瓦水平，以 30kw/套电堆合计，相当于至少 2000 台套电堆生产能力，而电堆及系统集成在我国的落地将意味着其成本的大幅下降，对于燃料电池产业化具有重大意义。

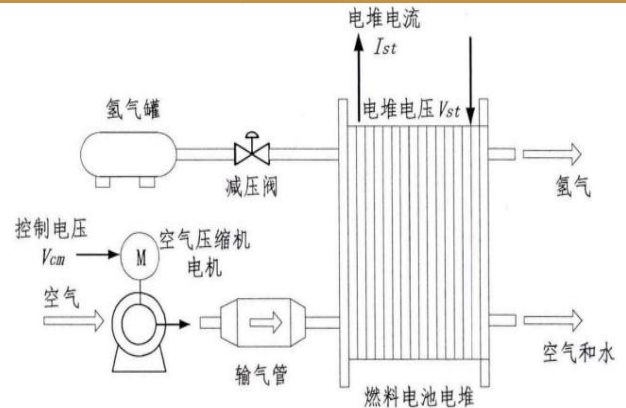
空气压缩机为燃料电池供气系统核心部件。空压机是车用燃料电池阴极供气系统的重要部件，成本占燃料电池系统的 7%。压缩机通过对进堆空气进行增压，可提高燃料电池的功率密度和效率，减小燃料电池系统的尺寸。但空压机的寄生功耗很大，约占燃料电池辅助功耗的 80%，其性能直接影响燃料电池系统的效率、紧凑性和水平衡特性。因此，在燃料电池系统研发中对于空气压缩机的技术开发十分重视。

图 19：燃料电池汽车动力系统示意图



数据来源：百度图片，西南证券研究整理

图 20：燃料电池进气系统示意图



数据来源：百度图片，西南证券研究整理

4.2 全面布局燃料电池领域

在政策及市场推动燃料电池产业爆发的前景下，公司凭借其在燃料电池核心部件压缩机领域的成熟的技术研发及快速发展，制定了清晰的战略规划：发展氢能燃料电池业务。

公司设立全资子公司上海雪人新能源技术有限公司、以自有资金 1800 万对外参股设立雪氢产业投资管理（平潭）有限公司。公司承诺回购 SRM、OES 以及 OES 附属公司欧普康能源公司，可以凭借其拥有燃料电池空气循环系统核心技术和品牌优势，加快公司在燃料电池及氢能源相关领域的发展。公司与专业投资机构共同对外投资参股加拿大氢燃料电池生产商 Hydrogenics 公司不超过 17.6% 的股权，已于 2017 年 6 月 28 日完成交割。Hydrogenics 是世界领先的设计、制造、建设氢能系统的加拿大公司，行业经验超过 60 年，尤其擅长中低压电堆技术和低温启动技术。本次股权合作有助于公司抢占新技术制高点、完善氢能和燃料电池产业链。结合公司过去与海外公司的合作经验，未来与 Hydrogenics 合资在国内建厂的可能性值得期待。此外，公司与新能源动力股份有限公司签署《战略合作框架协议》，双方就燃料电池的技术和应用方面展开合作；公司承担的《快速动态响应燃料电池发动机研发项目》入选国家重点研发计划“新能源汽车”重点专项拟立项公示清单。

通过设立子公司和资本运作，公司不断加强与国内外优质企业、机构的联系与合作，储备相关核心技术并且借助品牌优势，完善布局氢能和燃料电池产业链，加快公司在燃料电池及氢能源领域的发展进程，增强公司率先抢占国内市场的行业竞争力。从长期发展来看，公司在燃料电池中具有核心价值的电堆和空压机方向的深度布局为公司整体估值提供很大的弹性。

图 21：公司氢能燃料电池业务布局进程



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：在宏观经济逐步回暖的背景下，下游包括化工、基建等行业景气度不断提升，叠加冰雪项目和冷链物流等产业的发展，公司制冰机业务实现稳中有升的态势；

假设 2：公司压缩机业务经过过去外延式并购得到技术上的长足的进步，持续加大在这一领域的投资和销售力度，与公司其他业务的协同效应明显，下游景气度回升，订单饱满，公司压缩机业务在未来几年保持高增速，并迅速发展成为公司核心业务；

假设 3：在油价长期进入上升通道的背景下，油服行业走出周期底部，佳运油气业务稳步发展，可实现对赌业绩。

根据以上假设，预计制冰系统业务 2017~2019 年营收增速分别为 15%、10%和 10%；预计压缩机业务 2017~2019 年营收增速分别为 140%、70%和 50%；油气服务业务 2017~2019 年营收增速分别为 119%、15%、和 15%。

表 1: 公司 2017~2019 年营业收入预测 (单位: 百万元)

		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	营业收入	811.13	1,281.40	1,662.39	2,118.19
	增速	26.46%	57.98%	29.73%	27.42%
	成本	577.79	904.20	1,162.13	1,463.50
	毛利率	40.38%	29.44%	30.09%	30.91%
制冰成套系统	营业收入	343.43	394.94	434.44	477.88
	增速	-3.40%	15.00%	10.00%	10.00%
	成本	224.49	257.90	283.69	312.06
	毛利率	34.70%	34.70%	34.70%	34.70%
压缩机	营业收入	172.75	414.60	704.82	1057.23
	增速	42.53%	140.00%	70.00%	50.00%
	成本	133.73	310.95	507.47	740.06
	毛利率	22.50%	25.00%	28.00%	30.00%
油气技术服务	营业收入	141.80	310.00	356.50	409.98
	增速		118.62%	15.00%	15.00%
	成本	93.57	204.60	235.29	270.58
	毛利率	33.80%	34.00%	34.00%	34.00%
中央空调系统	营业收入	111.03	116.58	122.41	128.53
	增速	-1.83%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	93.46	97.67	102.56	107.68
	毛利率	16.22%	16.22%	16.22%	16.22%
其它产品	营业收入	42.12	45.27	44.22	44.57
	增速	-18.32%	7.48%	-2.32%	0.79%
	成本	32.54	33.08	33.12	33.11
	毛利率	21.43%	26.92%	25.09%	25.70%

数据来源: 西南证券

盈利预测与投资建议:

我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.12 元、0.18 元、0.26 元, 对应 PE 分别为 70 倍、47 倍、32 倍。公司作为制冰机业务绝对龙头, 压缩机业务表现出持续性高增长, 结合公司业绩增长情况, 并结合可比公司情况, 我们给予公司原主营业务 2017 年 55 倍 PE (对应 17~19 年复合增长率 73.62% 的 PEG 为 0.75), 对应市值 44.4 亿元; 同时对于燃料电池氢能业务, 结合目前包括一级市场估值情况及行业所处阶段, 给予其 20 亿估值; 对应总市值为 64.4 亿元, 对应目标价 9.55 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2：可比公司对比

代码	公司名称	市值 (亿)	价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
002158	汉钟精机	94.41	17.80	0.31	0.38	0.45	0.53	34	45	39	32
300435	中泰股份	33.49	13.68	0.23	0.33	0.40	0.46	52	41	34	30
平均值								-	43	37	31
002747	雪人股份	55.34	8.21	0.05	0.12	0.18	0.26	167	70	47	32

数据来源：wind，西南证券整理（可比公司 2017-19 年 EPS 取自 Wind 一致预期）

6 风险提示

- (1) 下游冷链物流等行业增长不达预期；
- (2) 燃料电池行业增速不达预期；
- (3) 并购企业业绩实现或不及承诺。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	811.13	1281.39	1662.39	2118.18	净利润	29.69	72.30	107.11	155.03
营业成本	577.79	904.20	1162.13	1463.50	折旧与摊销	80.86	127.56	127.56	127.56
营业税金及附加	9.84	12.51	17.55	21.80	财务费用	22.35	19.87	15.07	17.88
销售费用	45.32	80.36	98.57	129.21	资产减值损失	7.71	5.92	6.39	6.46
管理费用	124.91	190.10	258.24	324.49	经营营运资本变动	-160.47	-399.69	-358.70	-413.31
财务费用	22.35	19.87	15.07	17.88	其他	19.71	-7.87	-8.90	-8.65
资产减值损失	7.71	5.92	6.39	6.46	经营活动现金流净额	-0.15	-181.90	-111.47	-115.02
投资收益	1.33	2.04	1.80	1.88	资本支出	-630.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.51	-0.09	0.71	0.31	其他	90.02	1.95	2.51	2.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-540.25	1.95	2.51	2.19
营业利润	26.05	70.37	106.96	157.03	短期借款	5.52	96.69	160.23	180.23
其他非经营损益	5.03	5.30	5.14	5.23	长期借款	86.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	31.08	75.68	112.10	162.26	股权融资	668.63	0.00	0.00	0.00
所得税	1.38	3.37	4.99	7.23	支付股利	-5.10	-2.23	-5.72	-13.05
净利润	29.69	72.30	107.11	155.03	其他	-288.03	-42.51	-15.07	-17.88
少数股东损益	-3.36	-8.42	-12.36	-17.94	筹资活动现金流净额	467.60	51.95	139.44	149.30
归属母公司股东净利润	33.05	80.72	119.47	172.97	现金流量净额	-66.16	-128.01	30.48	36.46
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	230.52	102.51	132.99	169.45	成长能力				
应收和预付款项	548.42	777.81	1023.13	1311.52	销售收入增长率	26.47%	57.98%	29.73%	27.42%
存货	410.38	642.77	826.41	1040.98	营业利润增长率	146.65%	170.17%	51.99%	46.81%
其他流动资产	112.30	177.41	230.16	293.27	净利润增长率	101.13%	143.52%	48.14%	44.74%
长期股权投资	29.19	29.19	29.19	29.19	EBITDA 增长率	39.60%	68.50%	14.59%	21.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1046.16	948.21	850.27	752.33	毛利率	28.77%	29.44%	30.09%	30.91%
无形资产和开发支出	778.69	750.66	722.63	694.60	三费率	23.74%	22.66%	22.37%	22.26%
其他非流动资产	173.73	172.14	170.55	168.96	净利率	3.66%	5.64%	6.44%	7.32%
资产总计	3329.38	3600.70	3985.32	4460.29	ROE	1.27%	2.99%	4.25%	5.82%
短期借款	519.62	616.31	776.54	956.77	ROA	0.89%	2.01%	2.69%	3.48%
应付和预收款项	275.01	392.15	507.20	650.65	ROIC	2.04%	3.07%	3.76%	4.93%
长期借款	117.00	117.00	117.00	117.00	EBITDA/销售收入	15.94%	17.00%	15.01%	14.28%
其他负债	78.00	57.10	65.06	74.36	营运能力				
负债合计	989.64	1182.55	1465.79	1798.77	总资产周转率	0.28	0.37	0.44	0.50
股本	674.07	674.07	674.07	674.07	固定资产周转率	0.98	1.62	2.40	3.57
资本公积	1335.01	1335.01	1335.01	1335.01	应收账款周转率	2.59	2.70	2.60	2.54
留存收益	273.00	351.50	465.24	625.17	存货周转率	1.49	1.71	1.58	1.57
归属母公司股东权益	2273.75	2360.58	2474.32	2634.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.80%	—	—	—
少数股东权益	65.99	57.57	45.21	27.27	资本结构				
股东权益合计	2339.74	2418.15	2519.53	2661.51	资产负债率	29.72%	32.84%	36.78%	40.33%
负债和股东权益合计	3329.38	3600.70	3985.32	4460.29	带息债务/总负债	64.33%	62.01%	60.96%	59.69%
					流动比率	1.54	1.64	1.68	1.70
					速动比率	1.06	1.02	1.05	1.07
					股利支付率	15.43%	2.76%	4.79%	7.54%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.12	0.18	0.26
					每股净资产	3.47	3.59	3.74	3.95
					每股经营现金	0.00	-0.27	-0.17	-0.17
					每股股利	0.01	0.00	0.01	0.02
业绩和估值指标									
EBITDA	129.26	217.81	249.59	302.48					
PE	169.87	69.56	47.00	32.46					
PB	2.40	2.32	2.23	2.11					
PS	6.92	4.38	3.38	2.65					
EV/EBITDA	45.60	27.95	24.91	21.03					
股息率	0.09%	0.04%	0.10%	0.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn