

雪人股份 (002639)
无评级/首次评级

领先的制冰设备制造行业龙头

----雪人股份(002639)新股定价报告

分析师

王轶铭
SAC 执业证书编号:S1000511060003
(0755) 8212 5086
wangyiming@mail.htlhsc.com.cn

肖群稀

SAC 执业证书编号:S1000511090010
(0755) 8212 5086
xiaoqunxi@mail.htlhsc.com.cn

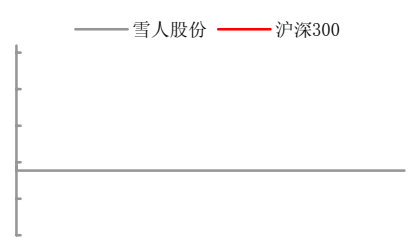
- **公司是制冰设备制造行业龙头企业。** 主营业务包括制冰系统、片冰机、冷水设备、冷冻、冷藏、空调、环保等相关制冷产品的设计、生产及销售。产品应用于核电、水利建筑施工、食品加工、零售、矿井升温、化工等行业。公司的系统设计技术和产品研发能力处于国际国内领先水平，综合市场占有率全国第一。
- **下游应用范围不断拓展，制冰设备行业快速成长。** 我国制冰设备行业属于朝阳产业，过去 10 年的 CAGR 为 20%。近年来，传统行业的深层制冷需求不断出现，新的具有制冷需求的行业领域不断扩张：国家能源战略推动冰蓄能技术的推广，煤矿采掘深度增加催生了冰冷降温技术的研发，食品卫生要求提高推动食品冷加工工艺推广、冷链物流全环节覆盖及冷冻干燥系统的需求等。预计未来 5 年，行业将保持年均 15-20% 的增速。
- **公司毛利率远远高于行业平均水平。** 雪人股份涉足的工业及部分高端商业制冰机领域具备较高的技术附加值，市场集中度较高，市场竞争主要为品牌竞争，价格弹性较小，利润率较高。公司在工业制冰设备领域处于绝对的领先地位，在高端商业制冰机领域享有较高的市场份额，过去三年的毛利率水平维持高位，预计公司未来 3 年的毛利率仍将在 40% 以上。
- **公司的核心竞争优势：** 公司是国家标准的起草者；系统设计技术国内领先、国际一流，技术创新及市场适应能力优势明显；公司“SNOWKEY”品牌在国内已经具有了很高的品牌认可度，积累了一大批优质客户。
- **募集资金项目提升公司竞争力。** 本次募投项目建成后，公司主导产品的产能大幅提高，节能产品的技术研发能力和生产能力得到加强，将新增年收入 4.3 亿元，税后利润 9803 万元。
- **股价合理区间为 18.15-23.52 元/股。** 我们预测公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.55、0.84 和 1.02 元。给予 2011、2012 年 33 倍的发行市盈率，对应的合理价格区间为 18.15~23.52 元。
- **风险因素：** 1) 外需下降的风险；2) 汇率风险；3) 所得税率上调的风险。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	120
流通 A 股 (百万股)	0
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	0
流通 A 股市值 (百万元)	

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	266	312	421	530
(+/-%)	33.3%	17.1%	35.1%	25.9%
归属母公司净利润(百万元)	80	89	134	164
(+/-%)	13.7%	10.7%	51.3%	22.2%
EPS(元)	0.50	0.55	0.84	1.02

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

一、领先的工商业制冰设备龙头	4
1.1 公司股权结构	4
1.2 主营业务构成	5
二、快速成长的工商业制冰设备行业	7
2.1 行业规模保持较快增长	7
2.2 下游应用领域广阔，制冰设备市场需求持续增长	8
2.3 进出口市场分析：外需回落、进口替代显现	10
2.4 竞争格局分析	11
三、公司的核心竞争力	13
3. 1 国家标准的起草者	13
3. 2 系统设计和技术创新优势	13
3. 3 国内细分市场竞争优势明显	14
3. 4 品牌优势	14
四、募投资金项目分析	15
五、盈利预测	16
六、估值及询价建议	17
风险提示	17

图表目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司产品-制冰系统	5
图 3: 公司产品-片冰机	5
图 4: 公司产品-管冰机	5
图 5: 公司产品-冷水设备	5
图 6: 近三年及一期公司主营业务及毛利变化	6
图 7: 雪人股份主营业务产品构成变化	6
图 8: 雪人股份主营业务地区构成变化	6
图 9: 雪人股份主营业务产品毛利率变化	7
图 10: 雪人股份主营业务地区毛利率变化	7
图 11: 制冰设备行业产业链	7
图 12: 核电累计装机容量 (单位: GW)	8
图 13: “十二五”水利投资增速稳定 (单位: 亿元)	8
图 14: 鲜、冷藏肉产量增速保持在 20%以上	9
图 15: 冷冻水产品产量增速维持在 20%	9
图 16: 国内大型超市零售额持续增长 (十亿元)	10
图 17: 国内中资超市和主要外资超市新增门店数量	10
表格 1: 发行前后股本变化情况	4
表格 2: 制冰企业参与全球竞争	11
表格 3: 我国制冰设备企业分类	12
表格 4: 国内制冰设备行业竞争态势	12
表格 5: 雪人股份技术优势	13
表格 6: 雪人股份在主要的应用领域市场占有率名列第一	14
表格 7: 雪人股份部分合作客户举例	14
表格 8: 募集资金项目	15
表格 9: 技术研发中心建设项目主要研发方向	16
表格 10: 盈利预测	16
表格 11: A 股创业板上市公司估值对比	17

一、领先的工商业制冰设备龙头

1.1 公司股权结构

福建雪人股份有限公司系由原“长乐市雪人制冷设备有限公司”整体变更设立。雪人有限成立于 2000 年 3 月 9 日，公司整体承继了雪人有限的全部资产和业务。

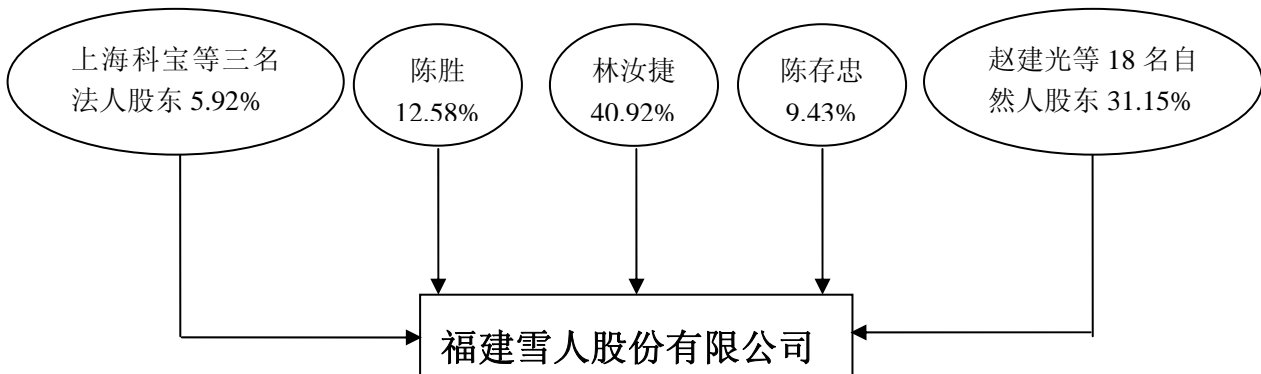
本次发行前公司总股本为 12,000 万股，本次拟发行 4,000 万股，占发行后总股本的比例为 25.00%，本次发行完成后，总股本为 16000 万股。按 2010 年底财务数据计算，公司发行前每股净资产为 2.59 元。

表格 1：发行前后股本变化情况

股东姓名/名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数	占比	持股数	占比
一、有限售条件的股份				
林汝捷 1	4,910.40	40.92%	4,910.40	30.69%
陈胜	1,509.60	12.58%	1,509.60	9.44%
陈存忠	1,131.60	9.43%	1,131.60	7.07%
赵建光	477.6	3.98%	477.6	2.99%
林诚明	368.4	3.07%	368.4	0.023
陈亮	300	2.50%	300	1.88%
上海科宝股权投资有限公司	288	2.40%	288	1.80%
张家港中科汇鑫创业投资有限责任公司	230.4	1.92%	230.4	1.44%
北京德道教育科技有限公司	192	1.60%	192	1.20%
其他 15 个人	25.9	21.6%	25.9	16.2%
二、本次发行流通股				
社会公众股东	-	-	4,000	25.00%
合计	12,000	100%	16,000	100%

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

图 1： 公司股权结构



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

1.2 主营业务构成

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、储冰、送冰设备及系统的研发、生产及销售，以及冷水设备、冷冻、冷藏、空调、环保等相关制冷产品的设计、生产及销售。公司的系统设计技术、核心部件生产技术、工艺水平和研发能力均处于国际国内领先水平，综合市场占有率全国第一。在工业制冰设备制造领域处于绝对的领先地位，在高端商业制冰机领域公司享有较高的市场份额，在零售等行业细分市场中名列前茅，产品品牌在国际上也享有较高声誉。

图 2： 公司产品-制冰系统



图 3： 公司产品-片冰机



图 4： 公司产品-管冰机



图 5： 公司产品-冷水设备



资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所

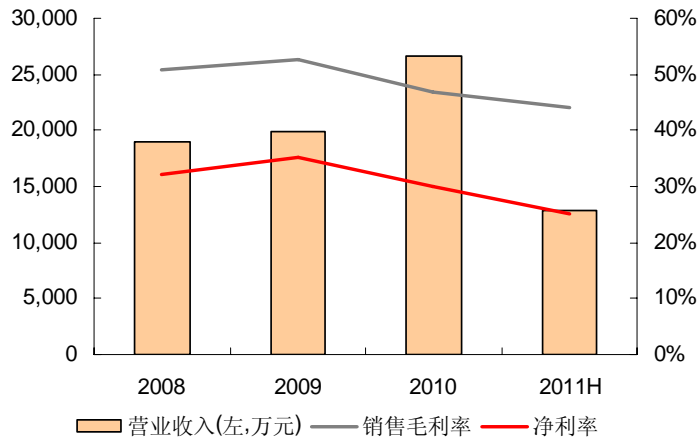
近三年，公司主营业务在稳定增长。2010年，公司实现主营业务收入 2.6 亿元，净利润 8004 万元，同比分别增长 33.27%和 13.67%；净利率为 30.1%，毛利率高达 46.8%，不仅远远超过制冰设备行业平均水平，也远高于 A 股其他的制冷设备行业上市公司。

近三年，公司毛利率维持在 40-50%的高位，主要原因在于：公司不仅仅是一家设备生产商，更是一家系统提供商，公司集中在毛利较高的工业及高端商业制冰机市场，80%的产品都属于非标产品，要根据不同的工况提供不同的设计方案，体现了比较高

的技术附加值，保证了公司较高的毛利率水平。另一方面公司外销毛利率一直稳定在高位，10年达到57.8%，毛利贡献50%左右。

近三年，公司毛利率水平呈现出缓慢下降的趋势，主要的原因公司新增食品加工行业订单：郑州思念食品、圣农食品、河南神火兴隆矿业的毛利率较低，导致公司内销的整体毛利率从08年的46.8%下降到10年的38.7%。但是由于食品加工业务下游空间巨大，扩大在食品加工业务的份额有利于提升公司的收入规模。

图6： 近三年及一期公司主营业务及毛利变化

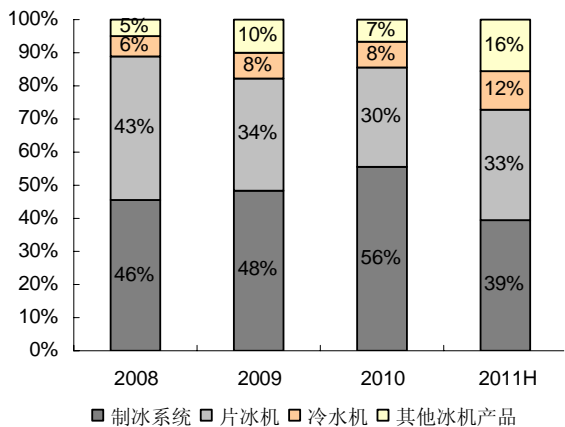


资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

公司主营业务收入主要来自制冰系统、片冰机。2010年，制冰系统、片冰机的销售收入占主营业务收入的89%，毛利润占总量的88.6%，毛利率分别53%和39%。

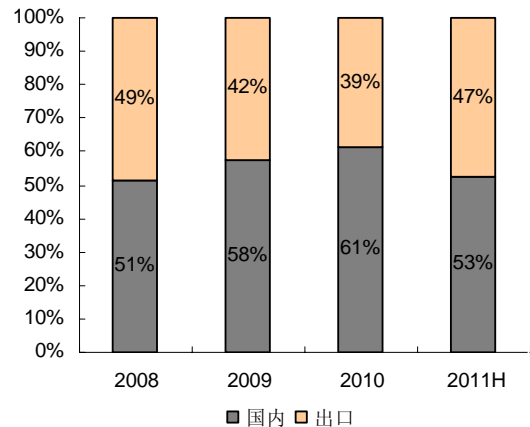
公司主要产品出口到30余个国家和地区，其中70%以上的收入来自于亚洲地区。2010年，公司出口业务收入1.00亿元，占全国总出口额的20.70%，出口份额名列第一。2010年公司出口业务收入占公司营业收入的39%，毛利率为58%。近年来，随着公司国内业务的不断增长，公司出口业务占比呈现出下降的趋势；毛利率小幅下降，但依然维持在50%以上的高水平。

图7： 雪人股份主营业务产品构成变化



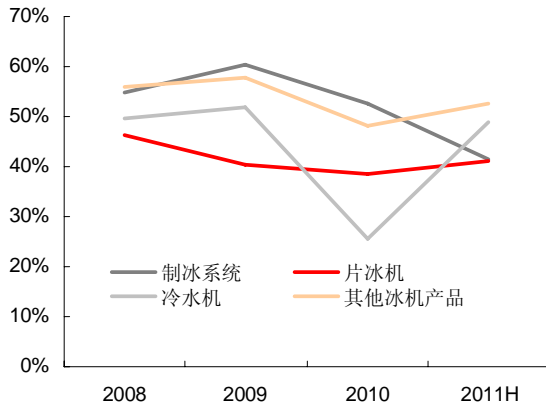
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

图8： 雪人股份主营业务地区构成变化



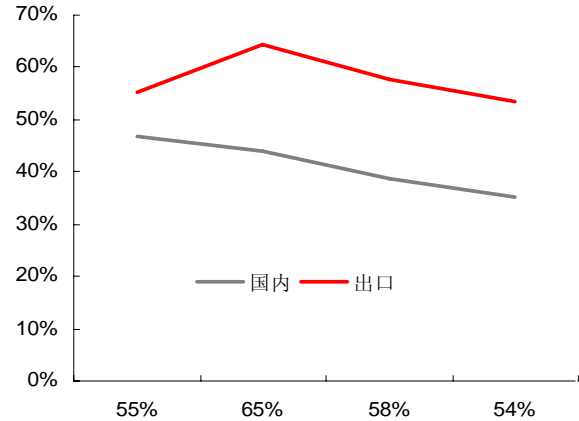
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

图 9： 雪人股份主营业务产品毛利率变化



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

图 10： 雪人股份主营业务地区毛利率变化



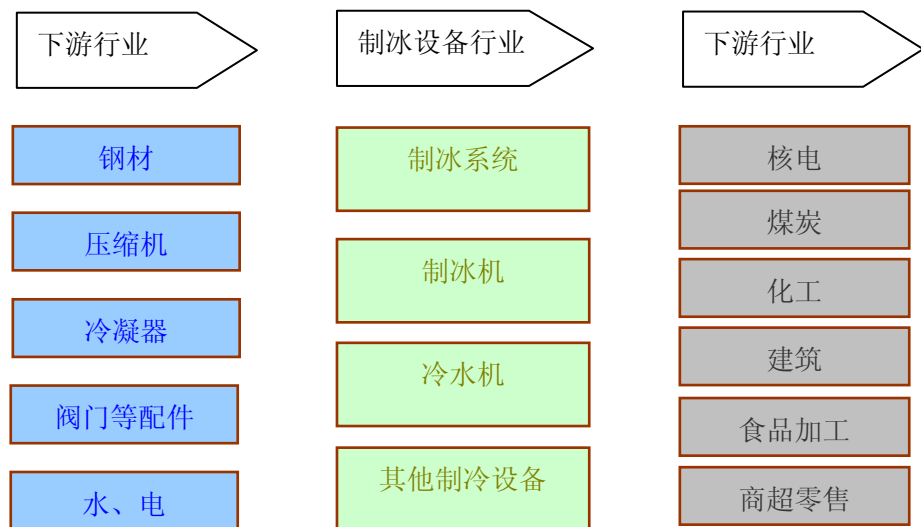
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

二、快速成长的工商业制冰设备行业

2.1 行业规模保持较快增长

“十二五”期间，工商业制冰设备行业有望维持 15-20% 的快速增长。国际（不包含中国大陆）工商业制冰设备市场总量约为 150-180 亿元人民币，近几年，全球需求量处于增长趋势，根据各国及地区的经济、工业技术、环境等情况各不相同，增长率 5%-20% 不等。据不完全统计，2009 年国内工商业制冰设备市场需求量超过 20 亿元人民币，其中工业制冰设备需求量约为 12 亿元人民币，商业制冰机需求量约为 8 亿元人民币。过去 10 年，行业的复合平均增长率保持在 20% 左右。随着经济不断发展，新的制冷需求不断出现，制冰设备的市场多样性不断扩张，我们预计“十二五”期间，工商业制冰设备行业还将维持 15-20% 的增速。

图 11： 制冰设备行业产业链



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

2.2 下游应用领域广阔，制冰设备市场需求持续增长

工商业制冰设备制造行业下游主要应用领域包括：混凝土冷却、矿井降温、精细化工、食品加工、商超零售、人工冰雪、食用冰等。近年来，随着经济不断发展，新的制冷需求不断出现，制冰设备的市场多样性不断扩张，市场更新速率不断加快，如国家能源战略推动冰蓄能技术的推广，煤矿采掘深度增加催生了冰冷降温技术的研发，食品卫生要求提高推动了食品冷加工工艺推广、冷链物流全环节覆盖及冷冻干燥系统的需求等等。下游应用范围的扩张随着行业技术水平和研发投入的提高仍将持续推进。

2.4.1 混凝土冷却领域

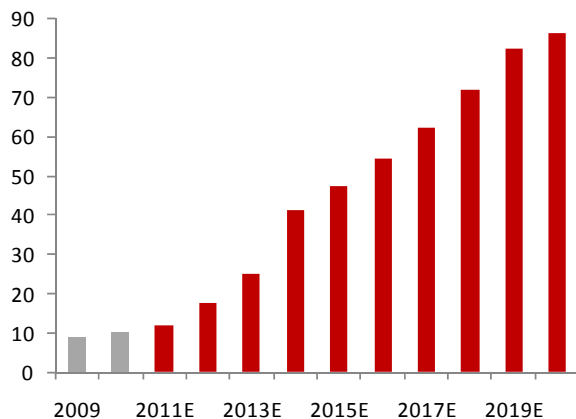
在混凝土搅拌降温领域，制冰设备主要应用于水利、水电、高铁及桥梁、高层建筑等大型建筑物的建设，一般民用建筑也开始重视混凝土内部水化热和室外温度的温差的减小。制冰设备用于混凝土搅拌降温，能消除温度应力，防止砼体出现温度裂缝。

按照 2007 年的《核电中长期规划（2005-2020 年）》，到 2020 年核电装机容量达到 4000 万千瓦。2013-2015 年，是“十二五”规划中核电新装机容量集中爆发的 3 年，分别将有 8、8、10 台核电发电机组投产运行。每台机组需要 2000-3000 万投资到制冰设备用于混凝土浇筑，未来 2 年核电领域的制冰设备需求为 2-3 亿人民币。

水利发展是“十二五”国家重点专项规划之一，是今后一个时期加快水利改革发展的重要依据。水利部表示，“十二五”期间，水利建设投资将达到 1.8 万亿元，未来 10 年，投资 4 万亿元，年均投资达 3600 亿元。2011 年 1-9 月，我国完成水利固定资产投资 2600 亿元。大规模水利建设已经全面开展，制冰设备行业将受益于水利建设。

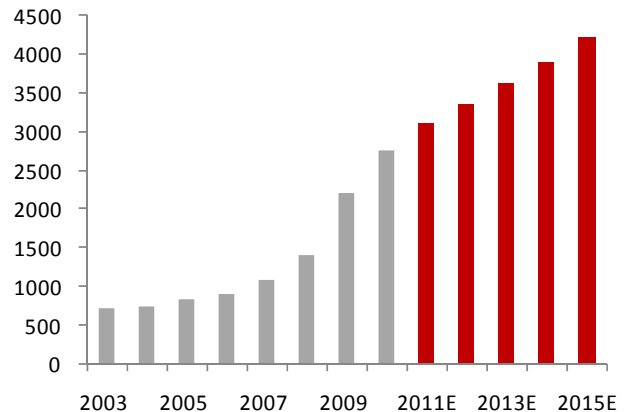
在民用高层建筑领域，大型的房地产企业开始逐渐采用制冰机进行混凝土降温。我们认为，随着国家对建筑工程质量要求的提高，未来在民用高层建筑领域，采取制冰设备用作混凝土降温有着广阔的市场空间。

图 12： 核电累计装机容量（单位：GW）



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

图 13： “十二五”水利投资增速稳定（单位：亿元）



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

2.4.2 矿井降温领域

煤矿开采深度逐年增加，煤矿深井降温技术正成为保障矿井安全的重要方式。随着社会的发展和煤炭资源开发的日益加强，矿井的开采深度不断增大。我国煤矿 1980 年平均开采深度为 288m，到 1995 年已达 428m，目前的开采深度平均每年以 8~12m

的速度增加。开采深度的逐步增加，地温随之升高，截止 2008 年 7 月，我国煤矿存在在高温的矿井有 180 余对，高温热害影响着越来越多的矿井。2005 年起实施的新《煤矿安全规程》规定，生产矿井采掘工作面空气温度不得超过 26℃，机电设备硐室的空气温度不得超过 30℃。煤矿深井降温技术正成为保障矿井安全的一个重要方式。

与传统降温系统相比，冰冷降温系统具有设备耐久，效率高等优点，未来市场空间巨大。我国于 2005 年起开始将冰冷降温系统用于矿井降温。与水冷降温系统相比，冰冷降温具有载冷剂输送冲击力小，设备耐久度高，制冷效率高等优点；与一般风冷系统相比，冰冷降温能够用于开采深度较深的矿井，载冷效率高，能够均匀实施温控。国内目前急需要进行实施矿井降温的矿井约 80 多家，冰冷却矿井降温市场规模将达 15-20 亿元。

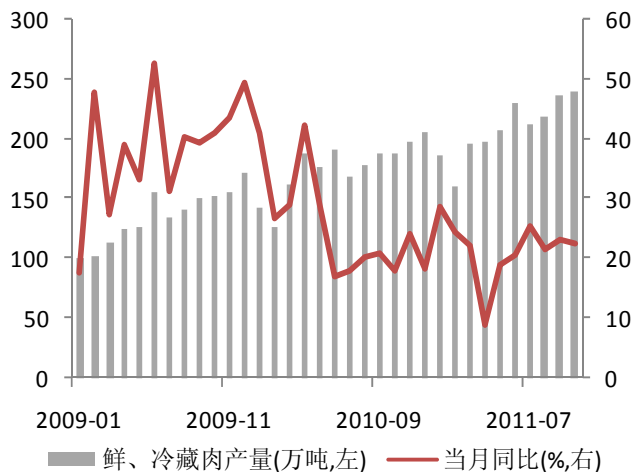
2.4.3 冷链物流领域

“十二五”期间，冷链设备行业年均增长将达 20% 以上。“十二五”期间，国家要求加快发展设施农业和农产品加工业、流通业，促进农业生产经营专业化，标准化，规模化，集约化。2010 年 7 月，发改委下发了《农产品冷链物流发展规划》，农产品冷冻冷藏、冷链将迎来一个发展的黄金时段。公司产品主要涉及冷链物流产业链上的冷冻食品加工和终端超市零售领域。

1) 食品加工领域

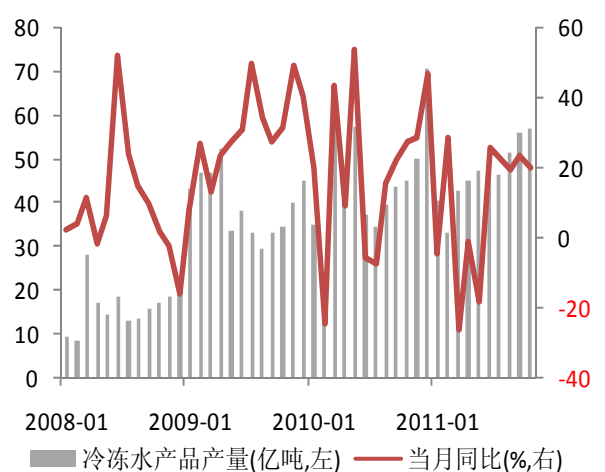
在食品加工领域，冰冷加工是畜禽屠宰及食品预冷、肉制品加工、水产品加工的主要手段。2010 年以来，受到瘦肉精和猪价高企等因素的影响，我国鲜、冷藏肉以及冷冻水产品的产量增速有所下降，但是目前仍保持了 20% 以上的增长，预计未来几年，还将维持 20% 以上的增长速度。随着人民生活水平的提高，食品卫生与加工保鲜问题越来越受到人们关注，国家对食品卫生安全的要求越来越严格，我们认为用于食品加工领域的制冰设备的投资增速也将在 20% 以上。

图 14：鲜、冷藏肉产量增速保持在 20% 以上



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

图 15：冷冻水产品产量增速维持在 20%

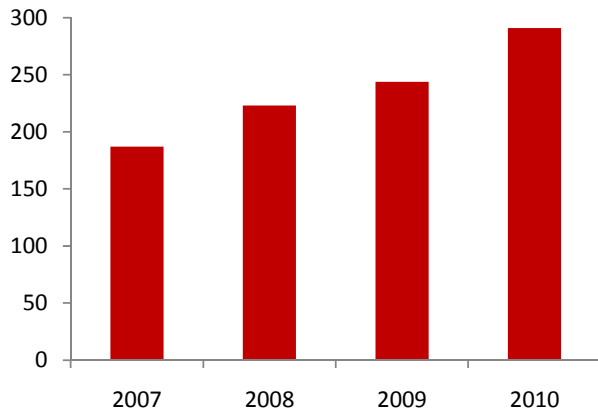


资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

2) 零售超市领域

2005-2009年，中国零售超市门店数量持续增长，销售额年均复合增长率达16.2%。一般而言，只要有水产品陈列的超市，基本上都需要配备制冰机，进行集中制冰，用于超市及卖场里的生鲜产品的保鲜。制冰机的需求将随着零售超市门店数量的持续扩张而增长。预计未来五年，增速有望保持在15%左右。

图 16: 国内大型超市零售额持续增长 (十亿元)



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

图 17: 国内中资超市和主要外资超市新增门店数量

	2006	2007	2008	2009
中资超市	2142	4119	2815	4000
欧尚	3	5	12	4
家乐福	22	19	17	18
沃尔玛	15	29	19	51
乐购	6	8	7	17
麦德龙	6	4	1	4
大润发	7	16	16	20

资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

2.4.4 冰蓄能领域

近年来随着现代工业的建设和人民生活水平的提高，空调的用电需求量越来越大，大中城市空调的用电量已占其高峰用电量的40-50%，使得电力系统峰谷负荷差加大，电网效率下降，局部电网不得不实行拉闸限电。冰蓄能技术的直接产品就是冰蓄冷中央空调，冰蓄冷中央空调正是利用夜间耗电制冰、白天融冰制冷的技术，起到移峰填谷的作用，有利于降低建筑的用电成本。

2011年1月1日，由国家发改委、工信部、财政部、国资委、电监会、国家能源局等六部门共同制定的《电力需求侧管理办法》正式开始执行，以后3万平方米以上的建筑都要有蓄能设备，这对于冰蓄能市场来说，此政策将撬动市场甚至直接改变其未来走势。2009年，我国冰蓄冷空调市场需求量15亿元左右，“十二五”期间冰蓄能市场价值可能上千亿。

制冰设备还广泛应用于化工、医疗、航空航天、节能环保等领域，并且随着技术的不断发展，应用领域还在不断拓展，制冰设备行业需求空间十分广阔。

2.3 进出口市场分析：外需回落、进口替代显现

本土化趋势明显，进口替代显现。我国制冰机市场中，进口率约为15%，加上我国境内建厂的外资或合资企业产品，国外品牌制冰机市场占有率约为30%-40%。近几年，随着本土制冰机的快速崛起，我国自主品牌的制冰机产品在质量、性能等方面已经基本能够替代进口，制冰机市场本土化趋势已十分明显。中低端商业及家用制冰机市场由原来的进口产品为主已经逐渐转为内资企业与外国企业、中外合资企业分庭抗礼的

竞争格局；工业制冰机及高端商业制冰机用户也越来越趋向理性，不再单纯的认可进口品牌的制冰机，而是更多地考虑产品的质量、性能和服务等，这样对于具有自主核心技术、成本优势以及地缘优势的国内企业形成了优良的成长环境。

外需回落，国内制冰机行业分化。我国制冰设备制造企业主要面向西亚、东南亚、南美洲、南欧、东欧、非洲等地区，出口产品主要应用于建筑、远洋捕捞、食品加工、食用冰等领域。全球金融危机以来，国际经贸环境变动较为剧烈，各主要经济体的经济增速放缓，一些国家保护主义抬头，对进口商品采用关税或非关税壁垒以保护本国工业，在一定程度上增加了国内制冰机行业的不确定性因素。尤其是以出口为主的OEM企业，受到的影响最大，而具备核心技术和规模优势的企业受到的影响相对较小。对于国内优势企业来说，这是一个加快行业并购整合、抢占国际国内市场份额的绝佳机会！

表格 2：制冰企业参与全球竞争

地区	市场概况	主要供应商	公司竞争地位
亚洲市场	基础建设、自动化革新的需求较多，有较大需求。技术水平较低的制冰需求以自产制冰机为主，技术水平较高的制冰需求则以进口制冰机为主。	德国KTI、 雪人股份 、美国NorthStar、法国Geneglance、意大利Scotsman、德国HOMANN、印度KILOSKAR、日本Hoshizaki、日本Iceman	在西亚、东南亚、南亚等市场中享有较高的品牌声誉和市场份额。
欧洲	本土先进制冰设备制造企业较多，基础建设较为成熟，商业、家用制冰机需求量较大，一般制冰机需求以自产制冰机为主，进口量相对较低。	美国NorthStar、法国Geneglance、意大利Scotsman、德国MAJA、德国ZIEGRA、丹麦Buus	已经成功打入欧洲市场。
非洲	基础建设需求较大，对工业制冰机需求量较大。由于本土设备制造业水平较低，一般制冰机需求以进口制冰机为主。	美国NorthStar、法国Geneglance、意大利Scotsman	正在开拓非洲市场
南美洲	对于工业、商业制冰机均有较大需求。南美推行本土设备制造业保护主义，进口关税普遍较高，一般在制冰设备技术水平要求较高及自身产能不能满足制冰需求的情况下，才进口制冰机。	巴西MEBRAFE、美国NorthStar、美国Howe 雪人股份	未来拟在巴西扩建办事处
北美洲	以商业、家用制冰机需求量较大。北美洲国家制冰设备设计生产技术较为先进，一般制冰机需求以自产为主，进口认证门槛较高，进口量极少。	美国Turbo、加拿大Sunwell、美国Manitowoc、美国NorthStar	正在申请UL认证，将进一步开拓北美市场。
大洋洲	制冰机需求量相对较低。以进口为主。	美国NorthStar、法国Geneglance、日本Hoshizaki、日本Iceman、 雪人股份	有一定的市场占有率

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

2.4 竞争格局分析

目前国内制冰设备制造企业有 150 余家，其中营业收入上亿元的企业有 5 家，90% 以上的企业都是收入在 1000 万以下的小型企业，未形成规模经济，行业市场集中度低，2010 年，雪人股份行业综合市场占有率 6.61%，名列第一。

表格 3：我国制冰设备企业分类

类别	特征描述	企业数量占比
第1类	具有一定的核心技术、拥有自主品牌、具有自主知识产权，设计研发能力较强，具有一定出口规模。	5%
第2类	制冰设备制造企业主要从事为其他大型制冷企业做 OEM 代工，不具有自主品牌及自主知识产权，该类企业数量较多，但规模普遍较小。	95%
第3类	制冰设备制造企业不进行生产，仅外购其他冷源厂商与其他制冰机厂商生产的设备进行简单集成。	

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

高端产品与低端产品竞争态势两极分化明显。家用与中低端商业制冰机技术水平要求相对较低，其生产企业规模较小、数量众多，市场集中度偏低，目前尚缺乏较为明确的行业规范，竞争态势呈现为价格竞争；工业制冰机及部分高端商业制冰机技术水平要求较高，要求制冰设备制造企业具有较高的生产工艺水平、设计创新能力以及系统设计能力，工业制冰机领域的市场集中度较高，竞争主要集中在企业规模、品牌影响力、系统创新设计能力以及售后服务等对企业综合水平要求较高的方面。

表格 4：国内制冰设备行业竞争态势

制冰机按产品用途分类	产品特征	国内主要竞争品牌	技术水平	主要应用领域	竞争格局	市场集中度
工业制冰设备	制冰量大，需要相应的制冷系统进行配套；且由于使用要求存在较大的差异，往往需要非标产品、制冷和相应循环水、电控系统设计、工厂预制、现场组装	德国KTI 美国NorthStar 法国Geneglace 雪人股份 深圳兄弟 重庆冰人 宁波格兰特 马尼托瓦	具备较高的技术附加值	食品加工保鲜 冷链物流 矿井降温 混凝土降温 反应釜降温 冰蓄能	市场竞争主要为品牌竞争，价格弹性较小，利润率较高	高
高端商业制冰设备	制冰量小，大多以工厂制作完成的成型产品	美国Stocksman 雪人股份 星崎冷热 上海因纽特 广东星星 青岛澳润 黄石东贝	技术要求较低	零售商超 远洋捕捞 人工冰雪 酒店餐饮 医疗冷冻 酒店餐饮 零售商超	竞争激烈，主要依靠价格竞争，产品单价低，利润率相对较低	低

资料来源：华泰联合证券研究所

三、公司的核心竞争力

3.1 国家标准的起草者

雪人股份成立了由国家标准化委员会批准的全国冷冻空调标准化技术委员会所属的制冰机工作组，受商务部授权负责起草相应的行业标准。公司先后负责制冰及储冰送冰系统（包括片冰机、管冰机、板冰机和自动储冰送冰系统等）领域的国家标准制修订工作，以及起草“船用片冰制冰机、管冰制冰机、板冰制冰机”等国内贸易行业标准。我国食用冰机在卫生标准方面缺乏相应标准，自动化水平、材料选择及密封水平多数均不符合国际通用的 HACCP 认证要求，公司未来三年还将参与我国食用冰机领域行业标准的制修订工作。

3.2 系统设计和技术创新优势

系统设计技术国内领先、国际一流。公司多年专注于从事工业制冰设备及制冰系统的研发、生产和销售，积累了丰富的系统设计经验，掌握了系统中制冷、机械、电气等关键环节的核心技术以及系统组成模块的协调运行技术，是公司毛利率水平高于国内制冷设备行业、实现出口和进口替代的主要原因。例如：公司在三门核电、浙江百合化工、孙村煤矿等项目中，成功完成了混凝土入模温度 15℃、动态称重误差 ±1%、单套制冰系统气送 50 个输送点、国内首套矿井冰冷降温系统等技术难度大、适用性和创新性水平要求高的系统设计项目。

技术创新及市场适应能力优势。制冰系统属于非标产品，需要根据客户所处的环境、工况及工程条件的差异来适当调整产品的设计与配置，这就要求制冰设备企业具有较高程度的技术创新与市场适应能力。公司自设立以来，新产品、新技术的研发均围绕行业市场开拓与国内外市场开拓同步进行，平均 6 个月研发 1 种新产品，平均 13 个月产生 1 项系统实践案例创新成果。

表格 5：雪人股份技术优势

技术类型	技术范围	技术优势
地区性设计 技术优势	国内	系统配套能力强，拥有多种制冰设备、冷水设备的生产设计技术，片冰机、板冰机、管冰机、流体输送设备、无防冻剂 0.5℃ 冷水机、螺旋空冷器等产品技术水平与质量达到国际水平，在国内处于领先地位。
	国外	同行业的非标产品已经成为公司的标准产品，如澳大利亚标准、土耳其标准、荷兰标准、非洲标准及西亚标准。
应用领域设计 技术优势	混凝土降温	冷量与冰水输送精确计量准确，冰称重精度高，入模温度控制能力强，输送扬程高，冷量损失控制能力强，自动化水平高。
	冰冷却矿井降温	制冷量与冷量损失控制能力强，系统自动纠错保护、防爆、防堵、监控、输送压强控制，融冰与换热技术高。
	化工反应釜降温	流体输送设备具有长距离、高扬程、快速度、多终端的技术优势。
	食品冷加工	系统自动化水平高，具有全产品配套生产能力。选材卫生，表面处理细致，符合 HACCP 认证要求。冰水用量比例控制能力强，能够为客户有效控制系统集成成本。
	零售商超	轻质材料、选材卫生，集成成本较低，稳定性较高。

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

3. 3 国内细分市场竞争优势明显

由于工业及高端商业制冰设备行业具有较高的技术壁垒及资金壁垒，包括外资和中外合资企业在内，我国在技术与规模均达到相应生产条件的制冰设备制造企业不足 10 家。雪人股份与国外竞争企业相比，技术设计能力达到国外领先水平，相对低廉的人工成本使得公司产品在价格方面具备 10-40% 的优势，且由于高端制冰系统大都是非标产品，国外厂商在与国内企业进行系统设计沟通以及售后服务方面都不如雪人股份便利。与国内竞争企业相比，雪人股份在系统设计技术、配套能力、规模等方面具备较强的竞争优势。雪人股份在国内工商业制冰设备制造的主要的应用领域市场占有率名列第一，在贺电、并冷却矿井降温、化工领域的市场份额超过 50%。

表格 6：雪人股份在主要的应用领域市场占有率名列第一

序号	业务领域	主要竞争对手		市场占有率
		国内	国外	
1	核电	无	德国 KTI、美国 Scotsman、 法国 Geneglance	第一
2	冰冷却矿井降温	山东新雪、深圳兄弟、 宁波格兰特	无	第一
3	化工行业	南通瑞友、宁波格兰特、	无	第一
4	食品加工行业	深圳兄弟	美国 Scotsman	第二
5	商超零售业	深圳兄弟	美国马尼托瓦、美国 Scotsman	第一

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

3. 4 品牌优势

公司“SNOWKEY”品牌在国内制冰设备制造行业中已经具有了很高的品牌认可度，积累了一大批优质的客户，在国际市场上已与国外优势品牌制冰设备制造企业展开竞争。

表格 7：雪人股份部分合作客户举例

领域	客户
核电	  
矿井升温	  

食品加工



零售超市



国外客户



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

四、募投资金项目分析

公司本次拟发行人民币普通股 4000 万股，募集资金将投向高效节能制冰系统生产基地建设项目、技术研发中心建设项目。

表格 8：募集资金项目

项目名称	总投资额 (万元)	建设期 (年)	达产后每年新增收入 (万元)	达产后年利润总额 (万元)
高效节能制冰系统生产基地建设项目	38,000	2 年	40,370	13,070
技术研发中心建设项目	5,000	2 年	-	-
合计	43,000	-	-	-

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

高效节能制冰系统生产基地建设项目的主要建设内容是：采用先进的制冰系统设计理念和加工技术，建设高效节能制冰系统生产基地，新增制冰设备产能合计为 1,573 台/套，其中包括：制冰系统 43 套、工业制冰机 580 台、商业制冰机 850 台、冷水设备 100 套的生产能力。项目计划总投资为 38,000 万元，项目达产后，预计正常年份可实现新增销售收入 40,370 万元，达产后年利润总额 13,070 万元。

技术研发中心建设项目主要研发方向为新产品、新技术的开发与应用，努力提高制冰机加工水平，提高制冰机能效水平，研发环保制冷剂的应用，不断完善制冰机标准化体系等方向。

表格 9：技术研发中心建设项目主要研发方向

项目	内容
矿井降温	研发制冰系统在多种矿井工况下的应用，提高产品的适用性
流态冰机	研发流态冰机在替代冷水进行载冷方面的节能性
冷冻干燥系统	完成冷冻干燥系统的集成设计，有目的为客户研发冻干全自动流水线设备
冰蓄能	强化静态制冰技术，研发动态制冰技术在冰蓄能产品中的应用
余冷利用	研发 LNG 运输等载冷物质的余冷利用技术的适用性

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

五、盈利预测

我们对公司未来三年的主营业务收入及成本预测基于以下假设：

(1) 公司募集资金项目按原计划实施，在市场需求旺盛的条件下，公司三大系列产品的产量可能高于名义产能；

(2) 企业税率减按 15% 的税率缴纳企业所得税；

(3) 在募集资金到位后，公司的领先地位将得到巩固，但毛利率可能随着公司业务结构的调整出现小幅下降；

(4) 公司部分新产品正处在开拓市场阶段，预计公司营业费用率将维持或略有上升。

我们预测雪人股份 2011~2013 年的主营业务收入分别为 3.12 亿、4.21 亿和 5.30 亿，摊薄每股收益 (EPS) 0.55 元、0.84 元和 1.02 元。

表格 10：盈利预测

		2008	2009	2010	2011 E	2012E	2013 E
制冰机	销售收入	8650	9592	14393	17155	22580	29100
	YOY		10.9%	50.1%	19.2%	31.6%	28.9%
	毛利率	55.0%	60.3%	52.7%	45.2%	44.6%	44.4%
片冰机	销售收入	8149	6637	7679	8830	12380	16200
	YOY		-18.6%	15.7%	15.0%	40.2%	30.9%
	毛利率	46.3%	40.5%	38.6%	40.5%	40.3%	40.8%
冷水机	销售收入	1110	1627	2009	2455	3050	4125
	YOY		46.5%	23.5%	22.2%	24.2%	35.2%
	毛利率	49.7%	51.8%	25.7%	47.2%	46.9%	47.7%
其他产品	销售收入	967	1927	1764	2715	4090	3590
	YOY		99.3%	-8.5%	53.9%	50.6%	32.2%
	毛利率	55.9%	57.9%	48.1%	51.6%	51.6%	51.0%
合计	销售收入	18876	19783	26596	31155	42100	53015
	YOY		4.8%	34.4%	17.1%	35.1%	25.9%
	毛利率	51.0%	52.6%	46.8%	44.6%	44.2%	44.0%

资料来源：华泰联合证券研究所

六、估值及询价建议

A 股中小板、创业板上市的机械设备行业上市公司 2011、2012 年的平均 PE 为 38.59、27.67 倍。制冷设备行业上市公司 2011、2012 年的平均 PE 为 27.48、20.03 倍。考虑到 A 股市场新股发行溢价，我们给予公司 2011、2012 年 33 倍的发行市盈率，预计公司上市后的合理价值区间为 18.0-23.0 元。

表格 11：A 股机械类上市公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价	EPS 2010	EPS 2011E	EPS 2012E	PE 当前	PE 2011E	PE 2012E	PB 当前
中小板及创业板上市公司									
300203	聚光科技	18	0.40	0.49	0.68	45.7	36.6	26.8	5.2
002248	华东数控	15.69	0.37	0.41	0.59	112.7	38.7	26.5	3.9
002520	日发数码	35.05	1.03	1.07	1.29	37.7	33.5	26.6	4.6
002611	东方精工	19.95	0.42	0.54	0.78	42.2	36.5	26.3	3.9
300090	盛运股份	11.25	0.48	0.31	0.45	53.0	34.5	25.0	3.1
002278	神开股份	12.18	0.36	0.33	0.42	39.2	37.1	28.9	2.8
300161	华中数控	20.86	0.66	0.52	0.63	53.0	43.4	33.2	2.4
300159	新研股份	34.03	1.70	0.86	1.19	46.0	39.9	28.5	3.5
300123	太阳鸟	17.98	0.45	0.44	0.70	65.0	41.8	27.4	3.1
002353	杰瑞股份	74	2.51	1.85	2.77	44.8	39.6	27.2	7.0
300228	富瑞特装	45.15	0.91	1.06	1.64	47.6	43.0	28.0	5.0
	平均	-	0.84	0.71	1.01	53.35	38.59	27.67	4.05
制冷设备行业上市公司									
300257	开山股份	65.1	1.90	2.25	3.36	34.9	29.0	19.7	3.4
600481	双良节能	10.2	0.29	0.34	0.54	34.7	30.0	18.8	4.0
000530	大冷股份	10.64	0.29	0.41	0.47	35.2	25.9	22.7	2.1
002158	汉钟精机	18.47	0.76	0.75	0.96	27.9	24.1	18.5	5.6
000811	烟台冰轮	13.6	0.54	0.47	0.66	30.8	28.5	20.5	4.7
	平均	-	0.75	0.84	1.20	32.70	27.48	20.03	3.96

资料来源：WIND、华泰联合证券研究所。数据截至日：2011 年 11 月 14 日。

风险提示

1) 国内经济下滑的幅度超过我们的预期。2) 出口市场受经济危机的影响超过我们的预期。3) 汇率风险：公司出口销售收入的结算币种主要为美元和欧元。若人民币持续升值，将导致公司产品出口成本上升，减少成本优势，削弱公司外销产品竞争力，从而对公司的经营业绩产生一定的影响。4) 所得税政策风险：目前，公司的高新技术企业认定时限为 2010 年，如果公司不能维持较强的自主研发能力，不再符合高新技术企业认定条件，公司存在不能继续享受高新技术企业税收优惠政策的风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	262	1069	833	1065	营业收入	266	312	421	530
现金	55	704	472	626	营业成本	141	173	236	296
应收账款	42	93	126	159	营业税金及附加	1	2	2	3
其他应收款	2	4	6	7	营业费用	10	12	17	21
预付账款	27	81	59	59	管理费用	19	22	33	40
存货	120	173	153	192	财务费用	4	-0	-24	-23
其他流动资产	16	13	17	22	资产减值损失	-0	1	1	1
非流动资产	153	375	741	704	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	84	323	699	666	营业利润	91	102	157	192
无形资产	32	32	32	32	营业外收入	3	2	0	0
其他非流动	36	19	10	6	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	415	1443	1574	1769	利润总额	94	104	157	192
流动负债	102	123	120	151	所得税	14	15	23	28
短期借款	30	0	0	0	净利润	80	89	134	164
应付账款	23	52	35	44	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	50	71	85	106	归属母公司净	80	89	134	164
非流动负债	-102	-78	-87	-89	EBITDA	94	112	160	206
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.55	0.84	1.02
其他非流动	-102	-78	-87	-89					
负债合计	0	45	33	61					
少数股东权	0	0	0	0					
股本	120	160	160	160					
资本公积	76	956	956	956					
留存收益	115	204	338	502					
归属母公司	311	1320	1454	1617					
负债和股东	415	1443	1574	1769					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现	53	-8	137	131
净利润	80	89	134	164
折旧摊销	0	10	27	37
财务费用	4	-0	-24	-23
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变	0	-106	-0	-47
其他经营现	-31	-1	0	0
投资活动现	-51	-232	-394	0
资本支出	52	232	394	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现	1	0	0	0
筹资活动现	-21	890	24	23
短期借款	0	-30	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增	0	880	0	0
其他筹资现	-21	0	24	23
现金净增加	-20	650	-232	154

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.3%	17.1%	35.1%	25.9%
营业利润	13.1%	12.4%	54.2%	22.2%
归属母公司净	13.7%	10.7%	51.3%	22.2%
获利能力				
毛利率(%)	46.8%	44.6%	44.0%	44.2%
净利率(%)	30.1%	28.4%	31.8%	30.9%
ROE(%)	25.7%	6.7%	9.2%	10.1%
ROIC(%)	28.0%	14.1%	11.6%	14.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	0.0%	3.1%	2.1%	3.5%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.56	8.68	6.95	7.07
速动比率	1.39	7.27	5.67	5.79
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.34	0.28	0.32
应收账款周转	6	5	4	4
应付账款周转	8.21	4.64	5.41	7.42
每股指标(元)				
每股收益(最新)	0.50	0.55	0.84	1.02
每股经营现金	0.33	-0.05	0.85	0.82
每股净资产(最)	1.94	8.25	9.08	10.11
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司