



国际化优势显著的制冰设备龙头

——雪人股份（002639）新股定价报告

2011年11月15日

建议申购

雪人股份

新股定价

摘要:

- 公司主要产品包括制冰系统、片冰机、冷水机、其他制冰设备及制冰系统辅助设备四大类，在食品加工、商超物流、远洋捕捞等行业的冷链建设领域，包括水利水电、核电、建筑工程等行业在内的混凝土降温领域，矿井降温等人工环境领域，蓄能调峰等节能环保领域，以及精细化工业反应釜降温、人工冰雪、食用冰、家用、制药医疗等领域广泛应用，市场规模远超过此前预计的20亿。
- **消费升级：冷链物流、食品加工需求增加。**随着人民生活水平的提高，我国食品卫生与加工保鲜问题越来越受到人们关注，特别是对食品加工企业，每一个生产环节工艺都有着严格的要求。冰冷加工成为畜禽屠宰及食品预冷、肉制品加工、水产品加工的主要手段。
- **工业升级：服务于大型混凝土降温。**大型混凝土建筑中应用冰降温的包括核电、桥梁、水利水电工程、超高层建筑等领域，在建筑行业制冰设备的主要作用是混凝土搅拌降温，消除温度应力，防止砼体出现温度裂缝。
- **竞争优势明显，市场占有率高。**公司在国内制冰机市场的市场综合占有率名列第一，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也享有较高的市场份额，在零售等行业细分市场中名列前茅。根据《中国制冰机行业研究》，公司在国内同行业企业中资产规模、销售额、净利润、资产收益率水平均名列前茅。
- 公司IPO计划公开发行股票数量不超过4,000万股，占发行后总股本的比例不超过25.00%。募集资金的主要用途为投资高效节能制冰系统生产基地建设项目及技术研发中心建设项目。
- 公司2011-13年EPS分别为0.60、0.79、1.06元，按照11年30-35倍的估值，对应公司的询价区间应为18-21元。

财务指标预测

指标	10A	11E	12E	13E
营业收入(百万元)	265.96	300.00	401.00	572.00
增长率(%)	33.27%	12.80%	33.67%	42.64%
净利润(百万元)	80.05	95.54	127.05	170.01
增长率(%)	13.67%	19.35%	32.99%	33.81%
每股收益(元)	0.500	0.597	0.794	1.063

分析师：王明德

010-66554006

wangmd@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480511100001

联系人：史成波

机械行业分析师

010-66554022

shicb@dxzq.net.cn

上市首日定价区间

发行上市资料

总股本(万股)	16000
发行量(万股)	4000
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	国都证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.59
净资产收益率(%)	28.56%
资产负债率(%)	25.06%

主要股东和持股比例

林汝捷	40.92%
陈胜	12.58%
陈存忠	9.43%

目 录

1. 领先的制冰设备和系统提供商.....	4
1.1 基本情况介绍	4
1.2 公司股权结构	5
2. 制冰设备行业增长迅速，前景广阔	5
2.1 消费升级：冷链物流、食品加工需求增加	5
2.2 工业升级：服务于大型混凝土降温	7
2.3 能源安全：矿井降温和核电建设降温必须得到保障	8
2.4 冰蓄能：冰蓄冷空调市场即将爆发	8
3. 公司在制冰设备领域跻身世界水平	9
3.1 公司技术先进、品牌认知度高	9
3.2 竞争优势明显，市场占有率高	10
3.3 海外市场广阔，海外认知度高	11
4. 募投项目分析.....	12
5. 风险提示.....	13
6. 盈利预测.....	13

表格目录

表 1: 对本行业具有影响的发展规划内容	6
表 2: 2006-2009 年中资超市及主要外资超市新增门店情况	6
表 3: 农产品流通腐损率	7
表 4: 制冰设备国内主要竞争对手	10
表 5: 公司国内市场占有率（单位：万元）	11
表 6: 公司募投项目分析	12
表 7: 盈利预测	13

插图目录

图 1: 公司主要产品	4
图 2: 各项业务收入情况	4
图 3: 各项业务毛利率	4
图 4: 公司股权结构图	5
图 5: 水产品生产量	5
图 6: 肉类生产量	5
图 7: 商品混凝土产量	7
图 8: 房地产当月新开工面积同比增速	7

图 9: 公司产品研发及市场开发历程.....	9
图 10: 公司外销占比超过 40%.....	12
图 11: 2011 年上半年区域销售情况	12

1. 领先的制冰设备和系统提供商

1.1 基本情况介绍

公司主要产品包括制冰系统、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，在食品加工、商超物流、远洋捕捞等行业的冷链建设领域，包括水利水电、核电、建筑工程等行业在内的混凝土降温领域，矿井降温等人工环境领域，蓄能调峰等节能环保领域，以及精细化工行业反应釜降温、人工冰雪、食用冰、家用、制药医疗等领域广泛应用。

制冰系统属于制冷系统、机械系统及电气系统等三大系统的系统设计集成，完整的制冰系统一般由制冰机、冷水设备、自动储冰库、输送冰系统、控制系统、称重系统等设备组成，根据客户需求和实际情况的不同将各系统进行有机设计并集成，增加或减少辅助设备。制冰机、冷水设备可以单独作为产品生产。

图 1：公司主要产品

制冰系统	片冰机	冷水机
<ul style="list-style-type: none"> ● 制冰机 ● 冷水设备 ● 自动储冰库 ● 输送冰设备 ● 称重系统 <p>主要用于：混凝土冷却、矿井降温、冰蓄冷中央空调、冷链物流、食品加工、食用冰或冰镇、人工造雪等</p>	<p>主要用于：</p> <p>核电、煤炭采掘、水利水电、食品加工、化工、冷链物流、建筑、零售商超、远洋捕捞、制药医疗等行业的混凝土冷却、矿井降温、冷链物流、食品冷加工、食品保鲜、商超陈列</p>	<p>主要用于：</p> <p>广泛应用于食品加工、精细化工、冷链物流、核电、水利水电、建筑、制药医疗等工业制冷领域。</p>

资料来源：公司招股说明书

2008-2010 年，公司收入由 1.9 亿元上升至 2.7 亿元，归属母公司净利润由 6,148 万元上升至 8,005 万元。

图 2：各项业务收入情况

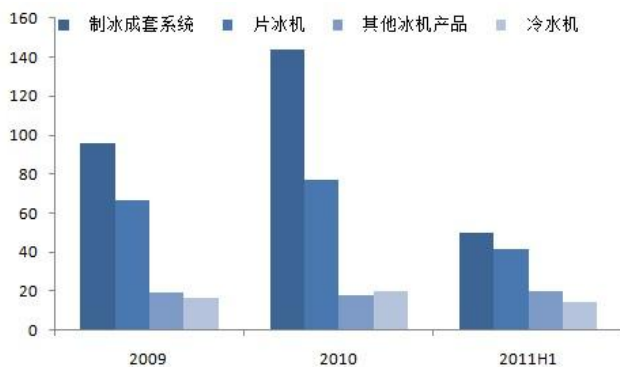
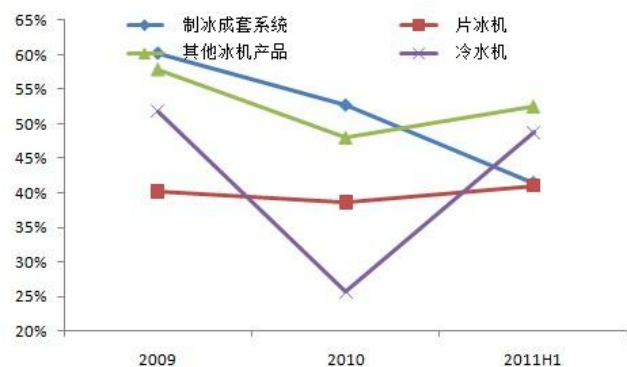


图 3：各项业务毛利率



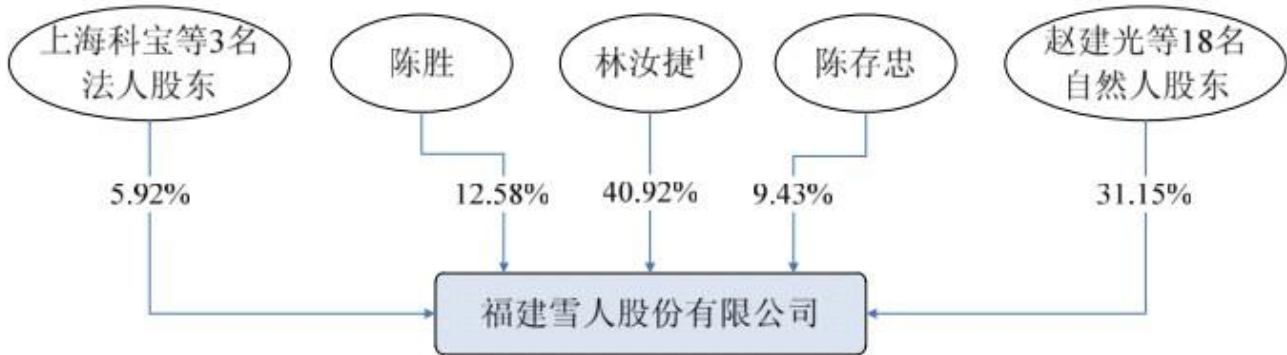
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

1.2 公司股权结构

公司实际控制人林汝捷直接持有公司 4,910.4 万股，占发行前总股份比例分别为 40.92%，本次发行后持股比例为 30.69%。本次 IPO 公司计划发行流通股 4,000 万股。

图 4：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

2. 制冰设备行业增长迅速，前景广阔

制冰设备制造行业涉及的下游行业较多，由于目前我国国民经济增速整体较快，固定资产投资也逐年增加，本行业下游企业的发展状况良好，其中能源、环保、节能、水利水电、物流、零售以及农业产品加工等行业具有较强产业政策支持的行业快速发展，将对本行业起到较大的促进作用。

2.1 消费升级：冷链物流、食品加工需求增加

随着人民生活水平的提高，对食品卫生的要求也越来越严格。我国食品卫生与加工保鲜问题越来越受到人们关注，特别是对食品加工企业，每一个生产环节工艺都有着严格的要求。冰冷加工成为畜禽屠宰及食品预冷、肉制品加工、水产品加工的主要手段。

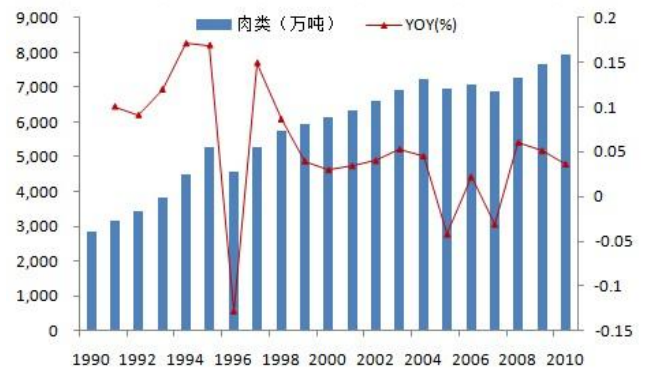
制冰系统和设备在食品行业主要运用于畜禽屠宰及食品预冷、肉制品及水产品加工、零售（超市）行业等等，制冰系统在各种易腐蚀食品的冷链建设中均有广泛应用。

图 5：水产品生产量

图 6：肉类生产量



资料来源: WIND, 东兴证券研究所



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

表 1: 对本行业具有影响的发展规划内容

项目	重点开发方向
超低温冷冻冷藏设备	远洋捕捞船用超低温急冻冷藏设备和冷链设备。
畜禽屠宰加工	牲畜真空采血、电刺激、畜禽热汽隧道式湿烫及连续自动去毛(羽)、多工位扒皮设备、滚揉机和高速灌肠机等肉类深加工设备, 实现我国畜禽屠宰加工装备的成套化、国产化。
果蔬加工	果蔬预冷和配送设备、果蔬分级包装设备、净菜加工与储运设备、冷打浆设备、大型果汁浓缩设备、柑橘半果榨汁设备。

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

近年来, 随着屠宰、肉制品及水产品行业的稳步增长, 以及国家对食品品质要求的提高, 加快了行业对冰需求, 促使了制冰机在屠宰、肉制品及水产品行业应用的发展。制冰制冷设备在食品加工行业的应用市场潜力巨大。

制冰机主要用于超市行业里各大超市及卖场里的生鲜产品的保鲜, 目前在超市行业中应用的制冰机主要为片冰机。我国超市近几年门店数量增长速度较快, 对制冰设备制造行业具有很大的促进作用。2009 年新增 4,000 个超市, 假设每增加一个超市配 1 台制冰机, 按均价 4 万元估算, 超市行业制冰机需求金额约 1.6 亿元人民币, 未来五年有望保持 15% 增长速度。

表 2: 2006-2009 年中资超市及主要外资超市新增门店情况

超市	2006	2007	2008	2009	2009 年总数
中资超市	2142	4119	2815	4000	32000
欧尚	3	5	12	4	35
家乐福	22	19	17	18	157
沃尔玛	15	29	19	51	175
乐购	6	8	7	17	74
麦德龙	6	4	1	4	42
易初莲花	10	1	1		
大润发	7	16	16	20	123

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

在食品运输环节，果蔬、肉类、水产品流通腐损率分别达到 20%-30%、12%、15%，仅果蔬一类每年损失就达到 1000 亿元以上。《农产品冷链物流发展规划》指出到“十二五”末，果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别提高到 20%、30%、36%以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65%左右，产品腐损率分别降至 15%、8%、10%。

表 3：农产品流通腐损率

	果蔬	肉类	水产品
2010 流通腐损率	20-30%	12%	15%
2015E 流通腐损率	30%	50%	65%

资料来源：农产品冷链物流发展规划，东兴证券研究所

2.2 工业升级：服务于大型混凝土降温

在混凝土固化过程中，由于混凝土的体积较大，大量的水化热和固化热聚积在混凝土内部而不易散发，导致内部温度急剧上升，而混凝土表面散热较快，使得混凝土结构内外出现较大的温差，使混凝土表面产生一定的温度应力。在温度应力超过混凝土抗裂能力时，混凝土会出现温度裂缝。混凝土的厚度越大，产生的温度越高。经过冷却后能大大降低混凝土内部的温度，从而降低应力，提升建筑质量。大型混凝土建筑中应用冰降温的包括核电、桥梁、水利水电工程、超高层建筑物等领域。在建筑行业制冰设备的主要作用是混凝土搅拌降温，消除温度应力，防止砼体出现温度裂缝。

以水坝建设为例，世界各地建造大型水坝和高层建筑基础大体积的浇注需要采用温控混凝土。在养护期间，水化热使混凝土的温度升高 25℃，导致混凝土体积增大，而养护过后，混凝土温度下降，体积减小，这一过程通常会造成水坝出现裂缝。因此混凝土的初始浇注温度应该很低，以保证养护期间混凝土的最高温度不能超过设计单位的限定温度。虽然不同的国家，不同的工地对混凝土浇注温度的要求不同，从 7℃ 到最高达 15℃。但是每个工程都需要配置完善的混凝土制冷系统。而其中加片冰是最有效的预冷方式，每 10kg 片冰可降低一立方混凝土温度大约 1.2℃ ~ 1.4℃ 左右。

我国商品混凝土产量近年来保持 20% 以上的快速增长，其中 30% 用于基础设施、25% 用于房地产，15% 用于公共事业。随着公共建筑的、超大建筑的增加，对建筑质量的要求在不断提升，对制冰的需求将不断增长。

图 7：商品混凝土产量



图 8：房地产当月新开工面积同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

资料来源：WIND，东兴证券研究所

2.3 能源安全：矿井降温和核电建设降温必须得到保障

煤炭：煤炭工业是中国重要的基础能源产业，在中国能源供给结构中处于重要战略地位，是我国主要的能源消耗品种。但如果矿井温度较高，将严重影响了职工的身心健康和安全生产，并对机电设备造成损害，影响生产效率和施工安全。

据 2008 年国家煤安监局调查（2008）14 号《关于开展煤矿高温矿井摸底调查的通知》得知，截止 2008 年 7 月，我国煤矿存在高温的矿井有 180 余对，随着开采深度的不断增加，高温热害影响着越来越多的矿井。

国内目前急需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可达 10-20 亿元。在我国预测的煤炭资源总储量中，有 73.2% 的储量深埋超过 1,000 米，矿井降温将是一个长期性的问题。（瓦斯通风防灭火技术研究所：矿井降温技术的 50 年历程，《煤矿安全》，2003 年 9 月）

目前矿井降温方式主要有非人工制冷降温（改善通风、减少各种热源放热）、空气压缩制冷、人工制冷水降温，目前主要以人工制冷水为主。（矿井降温技术现状及问题探讨，《陕西煤炭》，2010 年 6 期）这给如雪人股份等这类已经开拓了煤矿行业的制冰设备制造带来良好的发展前景。

核电：目前，国内核电进入全新发展时期，按照 2007 年公布的《核电中长期发展规划（2005-2020 年）》，未来 5-10 年，中国新建核电机组将以每年 5-8 台的速度递增，成为世界核电发展的火车头。2015 年，我国核电装机容量将达 4,000 万千瓦，到 2020 年，则可能达到 8,000 万千瓦，占全国电力装机容量的 5%，发电量的 8%。总体而言，国家对核电发展的战略由“适度发展”到“推进发展”，再到现在的“积极发展”，在这样的背景下，作为核电建设辅助设备的制造企业，制冰设备制造将获得良好的发展机遇。

2.4 冰蓄能：冰蓄冷空调市场即将爆发

冰蓄冷技术的诞生，是人类能源开发与利用的又一场革命。冰蓄冷利用电网峰谷之间的差异来平衡电网使用效率，用户投入较低的费用，便保证白天的空调供冷需求。八十年代世界性的能源危机，冰蓄冷的节能优势才被世人所瞩目，而得到广泛的推广使用。作为一项成熟的技术，冰蓄冷在国外已经大规模运用 40 余年。例如，欧美国家从上世纪 60 年代就开始使用冰蓄冷技术，目前该项技术已被应用于 60% 以上的建筑上；日本有约 10 万个建筑物使用冰蓄冷技术；韩国政府强制要求 3,000 平方米以上的新建建筑物必须配有冰蓄冷技术。

截止到 2010 年年底，国内共有已完成的蓄冰项目 800 多个，主要分布在北京、上海、广东、浙江、江苏、湖北等地，一般是供冷时间较长，且峰谷电价差较大的区域应用较多。冰蓄冷依托于国家电价政策支持，各地区发展速度不同，在电价政策上的支持力度也不同，峰谷电价差大的地区，冰蓄冷在当地发展就比较迅速。

冰蓄冷空调市场尚未真正启动，主要原因是：1) 我国各地峰谷电价目前大多浮动在 3: 1~5: 1 之间，相比美国、日本等发达国家动辄达 10: 1 的差额费率还比较低；2) 冰蓄冷系统的一次性投资比常规空调大，3) 冰蓄冷空调的节能水平尚未达到合适。但随着供电形势日益紧张，未来我国各地峰谷电价差会向发达国家接轨，同时 2011 年 1 月 1 日正式执行的《电力需求侧管理办法》未来或将让冰蓄冷市场快速启动。

目前中国市场上主要有美国的 BAC、CALMAC、FAFCO、DUNHAM - BUSH、MaximICE 公司以及法国的 Cristopia 公司，国内专业从事生产的厂家还非常少，一些传统中央空调厂在原有基础上加入了冰蓄冷系统，但总体数量估计也不超过十家。

雪人公司的冰蓄冷项目主要有福建海峡国展中心，建筑面积 8 万多平米，投资 2,000 万元；北京某大厦 3-5 万平米，投资 500 万元。在这百亿级市场，公司未来发展可期。

3. 公司在制冰设备领域跻身世界水平

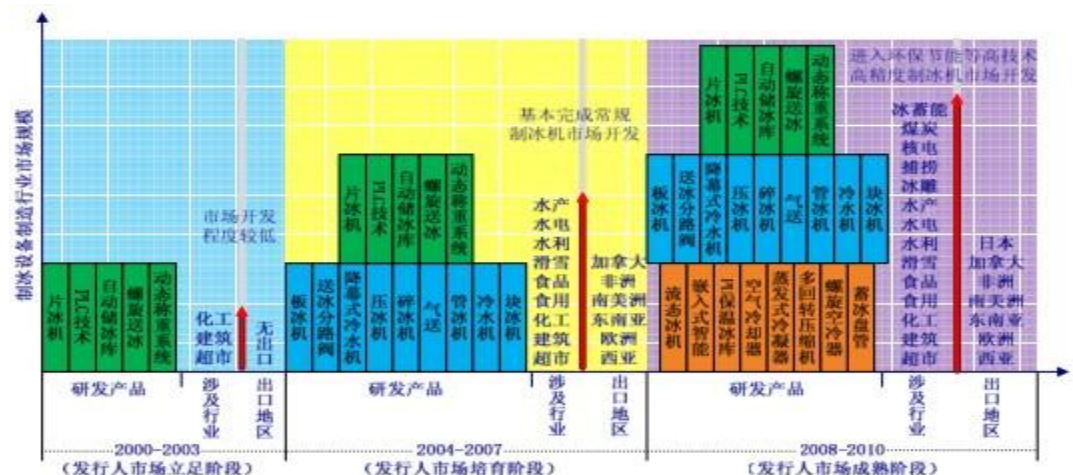
3.1 公司技术先进、品牌认知度高

公司自设立起，始终致力于工业及高端商业制冰机及制冰系统的研发、设计、制造和创新，拥有各式制冰设备的核心技术；并自行总结了多项国内先进的生产加工工艺。公司的核心技术达到国内领先、国际一流水平，是公司引领国内制冰设备行业发展方向、参与国际市场竞争的重要保证。

公司已获得循环内刮式片冰机、板冰机制冷控制装置、管冰机制冷控制装置、立式海水流态冰机、直接接触式生成二元冰的方法等 39 项专利技术。

随着公司研发成果的逐年增加，公司产品应用领域不断拓宽，核心产品在不断进入环保节能等高新技术、高精度工业制冰设备市场的同时，积极发掘传统行业的深层制冷需求，不断开拓新的具有制冷需求的行业领域，如自动化化工制冰系统、移动式冰雕制冰机、降幕式冷水机等产品，以保持公司在业内较高的行业动态敏感度和市场适应能力优势，公司的“SNOWKEY”品牌也因此得到了国内外市场较大程度的认可。

图 9：公司产品研发及市场开发历程



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

3.2 竞争优势明显，市场占有率高

公司在国内制冰机市场的市场综合占有率名列第一，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也享有较高的市场份额，在零售等行业细分市场中名列前茅。根据《中国制冰机行业研究》，公司在国内同行业企业中资产规模、销售额、净利润、资产收益率水平均名列前茅。

由于工业及高端商业制冰设备制造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仅有10余家，公司主要竞争对手为德国 KTI 等外国供应商以及思科茨曼（Scotsman）等外资或中外合资企业。其中，在冰冷却矿井降温市场中，公司市场占有率列行业第一；在化工行业中，公司市场占有率列行业第一；在食品加工行业（含商业制冰机）中，公司市场占有率列行业第二；在核电行业中，公司市场占有率列行业第一。

表 4：制冰设备国内主要竞争对手

竞争对手	主要产品	主要市场领域
德国 KTI	制冰机系统、储冰系统、耙冰系统等	核电、混凝土等
美国 Manitowoc	方形冰制冰机、片型冰制冰机、块状冰制冰机、制冰机零部件	酒吧、教育机构、医疗机构、旅馆、餐厅、特殊用途、超市等
意大利 Scotsman	方形冰制冰机、片型冰制冰机、块状冰制冰机	酒吧、咖啡厅、酒店、快餐店、饭店、油轮、迪厅、便利店、超市、医院、水产业、食品加工工业
日本 Iceman	片冰机、板冰机、制冰系统、制冰设备等	化工、建筑、食品加工、餐厅、旅馆、超市等
日本 HOSHIZAKI	制冰机、烹饪电解槽、膳食服务车等	酒店、宾馆、旅馆、餐厅、超市等
美国 NorthStar	方形冰制冰机、角形冰制冰机、块状冰制冰机、储冰箱、雪花冰制冰机等	酒店、宾馆、旅馆、餐厅、超市、食用冰、食品加工、捕捞、面包、零售、建筑、化工、娱乐等
法国 Geneglace	工业制冰机、商业制冰机、及其各种零部件	化工、建筑、食品、工业、餐厅、娱乐场所等
马尼托瓦（中国）餐饮设备有限公司	制冰机、冷藏箱、饮料机、餐饮用制冷设备及其相关零部件	便利店、餐饮、酒店、超市、医疗机构、学校、酒吧、特殊场所等
思科茨曼制冰系统上海有限公司	方冰、圆冰、雪花冰、鳞型冰等制冰机、储冰箱	酒吧、咖啡厅、酒店、快餐店、饭店、油轮、迪厅、便利店、超市、医院、水产业、食品加工工业
宁波格兰特制冷设备制造有限公司	商业制冰机、工业制冰机、自动化储冰系统	海洋渔业、食品加工、染料颜料、生物制药、科学实验等
冰人制冰系统设备（重庆）有限公司	片冰机、雪花冰制冰机、颗粒冰机、送冰系统、耙冰系统、制冰系统	渔业、屠宰及肉类初加工、冷冻食品加工设备、其他制冷设备、制冷空调设备
南通瑞友工贸有限公司	海水制冰机、壳管式制冰机、管冰机、片冰机、块冰机	水产品保鲜、远洋捕捞、肉类加工、化工冷却、水泥搅拌等
深圳市兄弟制冰系统有限公司	片冰机、管冰机、制冰系统	水产和肉食加工、家禽屠宰、皮革制造、超级市场、化工染料、矿井、混凝土建筑、医疗设备、

远洋捕捞，人工滑雪场等

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

表 5：公司国内市场占有率（单位：万元）

项目	2010 年	2009 年
内销主营业务收入	15,856.73	11,378.05
市场总量	240,000	200,000
市场占有率	6.61%	5.69%

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

3.3 海外市场广阔，海外认知度高

我国制冰设备制造企业在各地区国际市场中的市场份额相对较小，公司是少数几家能够在国际市场上向欧洲、美国、日本等国际优势品牌制冰设备制造企业竞争，并在部分地区占据了相当规模市场份额的中国企业之一。目前，公司 SNOWKEY 品牌在国际市场中已享有一定的知名度，在西亚、东南亚、南美洲等地具有一定程度的市场占有率，甚至在制冰设备制造技术水平较高的欧洲也赢得一定的市场份额。2008-2010 年出口主营业务收入分别占当期全国制冰机产品出口额的 20.58%、20.00% 及 20.70%。

公司产品在亚洲、南美洲、非洲、欧洲等地享有较高的品牌知名度和美誉度，公司在上述地区建有办事处或签有经销商。公司未来三年将加大力度开发国际市场，以收购国际营销网络、开办国外办事处、积极寻找经销商等方式，全面进军国际市场，开展国际化经营。公司未来拟扩张的地理市场主要为欧洲、南美洲和北美洲等地区。

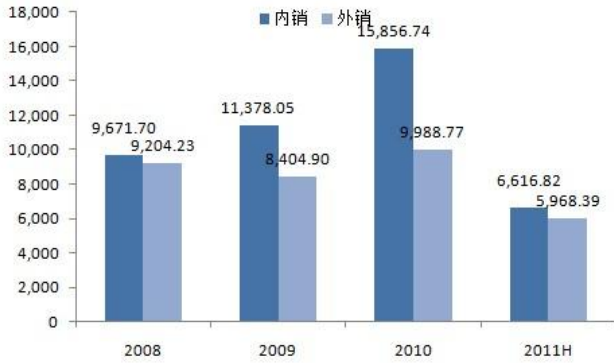
08-11 年上半年，公司出口收入占比 48.76%、42.49%、38.65%、47.43%，亚洲是主要出口目的地，11 年上半年公司出口至亚洲区域的收入 5,472 万元，占收入比例达到 43.50%，体现了公司在亚洲市场强大的竞争力。

亚洲地区对制冰机的需求量较大，并以进口为主，西亚地区制造业发展程度较低，关税壁垒较低，东南亚地区由于马来西亚、新加坡、印度尼西亚等国家当地制冰系统集成企业给与了一定政策性保护，因此进口制冰机与当地制冰机分享市场。亚洲市场上主要供应商为德国 KTI、中国雪人股份、法国 Geneglace、意大利 Scostman、美国 NorthStar、日本 Iceman 等。

欧洲市场以当地制冰机供应商为主，法国 Geneglace、意大利 Scostman、德国 MAJA、德国 ZIEGRA 等主要制冰机生产企业占据较大部分的市场份额，雪人股份等新兴企业在近年也开始进入欧洲市场。

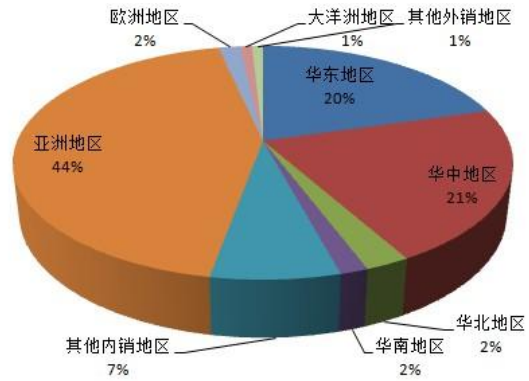
南美洲市场，主要以进口制冰机为主，由于巴西对其国内制造企业有鼓励性政策，巴西 MEBRAFE 与 FRIGOSTRELLA 等企业占据了巴西本国的一定市场份额。由于地缘优势，美国 NorthStar、VOGT、Howe 等供应商占据大部分的市场份额，意大利 Scotsman、雪人股份等区域外的企业也逐渐占据一席之地。

图 10: 公司外销占比超过 40%



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图 11: 2011 年上半年区域销售情况



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

4. 募投项目分析

公司 IPO 计划公开发行股票数量不超过 4000 万股, 占发行后总股本的比例不超过 25.00%。募集资金的主要用途为投资高效节能制冰系统生产基地建设项目及技术研发中心建设项目。

表 6: 公司募投项目分析

序号	项目名称	项目收益			财务评价指标		项目备案编号
		总投资	达产后 年收入	达产后年 利润总额	内部收 益率	投资回收 期(年)	
1	高效节能制冰系统生产基地建设项目	38,000	40,370	13,070.23	28.47%	5.33	闽发改备 [2010]K00035 号
2	技术研发中心建设项目	5,000					闽发改备 [2010]K00034 号
	合计	43,000					

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

生产基地建设项目: 公司 2010 年度制冰设备产能合计为 1,340 台/套; 本次募集资金投资项目新增制冰设备产能合计为 1,573 台/套; 达产后制冰设备产能合计为 2,913 台/套。其中: 生产制冰系统 43 套, 生产工业制冰机 580 台/套, 高端商业制冰机 850 台, 冷水机 100 台/套, 将大幅缓解公司产能不足的压力, 进一步提高市场占有率和盈利能力。

研发中心项目: 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, 主要研发内容如下:

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。

5. 风险提示

1、作为目前公司主要细分领域的建筑市场，建筑行业面临基础设施建设投资减少，房地产投资放缓等风险，将影响公司的制冰系统销售；

2、公司出口占了收入的 40%以上，如果海外市场需求放缓，对公司影响较大；

6. 盈利预测

公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.60、0.79、1.06 元，按照 11 年 30-35 倍的估值，对应公司的询价区间应为 18-21 元。

表 7：盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	199.57	265.96	300.00	401.00	572.00
主营收入增长率	5.08%	33.27%	12.80%	33.67%	42.64%
EBITDA（百万元）	83.92	100.91	115.59	143.98	194.02
EBITDA 增长率	11.34%	20.24%	14.55%	24.55%	34.76%
净利润（百万元）	70.42	80.05	95.54	127.05	170.01
净利润增长率	14.55%	13.67%	19.35%	32.99%	33.81%
ROE	28.22%	25.75%	8.58%	10.52%	12.75%
EPS（元）	0.440	0.500	0.597	0.794	1.063

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

史成波

工学学士，经济学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。