

投资品 - 机械

工商业制冰设备领域的领先企业

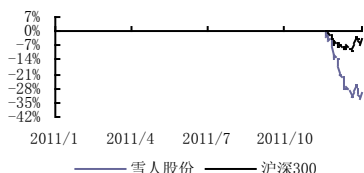
——雪人股份（002639）深度研究报告

2012 年 1 月 18 日

评级： 增持

市场数据	2012 年 1 月 18 日
当前价格(元)	12.61
52 周价格区间(元)	12.34-18.56
总市值(百万)	2017.60
流通市值(百万)	403.52
总股本(百万股)	160.00
流通股(百万股)	32.00
日均成交额(百万)	32.24
近一月换手(%)	63.62%
第一大股东	林汝捷
公司网址	http://www.snowkey.com/

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
雪人股份	-22.87%	/	/
沪深 300	1.34%	-6.56%	-18.65%

赵晓闯

执业证书号: S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 赵晓闯, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	266	295	374	517
收入同比	33%	11%	27%	38%
净利润(百万元)	80	89	112	147
净利润同比	14%	11%	26%	31%
毛利率	46.8%	45.4%	44.3%	43.3%
ROE	25.7%	7.7%	8.9%	10.4%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.56	0.70	0.92

- 制冰设备下游应用领域发展前景广阔。**随着食品加工、商超物流、水利水电、工程建筑、化工、核电以及节能环保等领域投资的持续增长, 我国制冰设备的需求量预计在近年内仍将保持 20% 以上的增长率, 下游应用将不断扩展。
- 公司在国际市场上具备一定竞争力。**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的企业之一, 凭借先进的系统设计技术、灵活的销售模式、较强的成本优势及地缘优势在西亚、东南亚、南亚等亚洲市场中享有较高的品牌声誉和较高的市场占有率; 同时公司凭借较高的品牌认知度在欧洲及大洋洲也有一定市场规模, 并正在积极扩张美洲及非洲市场。公司主营业务收入中出口收入占比 2008、2009、2010 及 1H2011 分别为 48%、42%、38% 和 46%, 出口额占全国制冰设备出口额约为 20%。
- 公司在国内市场占有率第一。**公司在 2009 年及 2010 年国内市场占有率分别为 5.69% 及 6.61%, 位居第一。其中, 在冰冷却矿井降温市场、化工行业、核电行业及商超零售行业, 市场占有率第一, 在食品加工行业中, 公司市场占有率行业第二。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预测 2011-2013 年公司实现的摊薄后 EPS 分别为 0.56、0.70 和 0.92 元, 按照 1 月 18 日 12.61 元收盘价, 公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 22.7 和 18.0 倍, 稍高于制冷设备相关公司平均值; 考虑到工商业制冰设备细分行业发展前景广阔, 公司作为龙头企业, 技术品牌领先, 创新拓展能力较强, 产品盈利能相对较高, 估值相对合理, 我们给予公司“增持”的投资评级。
- 风险提示:** 公司出口占比较高, 人民币升值影响公司出口竞争力以及全球经济波动影响海外需求; 行业竞争加剧, 公司盈利能力下降; 纵向区域市场开拓及横向行业领域开拓进展不利。

公司概况

工商领域制冷设备及系统公司。公司主营业务包括制冰、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。主要产品为制冰系统、片冰机、冷水机；管冰机、板冰机、块冰机、冰蓄能设备等其他制冰设备；自动储冰库、送冰系统、PU保温冰库及螺旋空冷器等制冰系统辅助设备。公司产品应用于各类工商领域，建筑领域如混凝土冷却控温，化工领域如反应釜降温，能源领域如核岛、水坝及煤矿降温，以及远洋捕捞、食品加工、零售商超等领域。

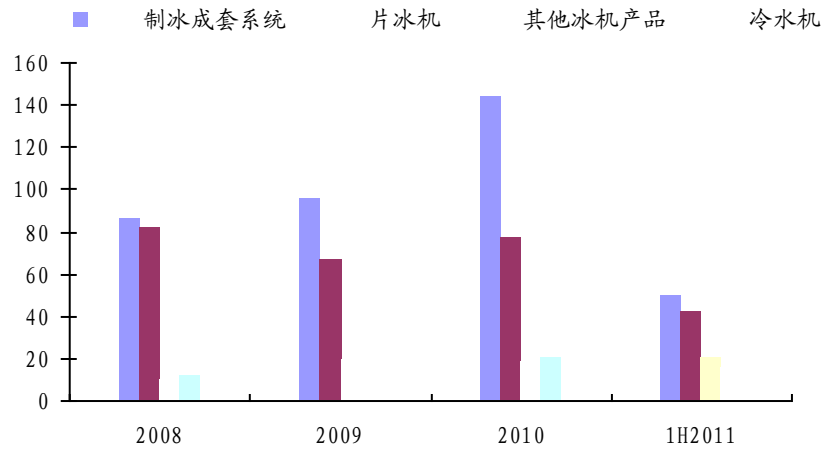
Figure 1 公司主要产品类别及用途

主要产品类别	主要用途
制冰系统	主要用于强化食品卫生、防脱脂、速冻预冷，水产品及农产品保鲜、远洋捕捞及冷链建设，矿井降温、防尘、工作面喷淋，水坝、核岛、高层及超高层建筑用混凝土的冷却控温，化工反应釜降温，冰蓄冷中央空调，食用冰生产，滑雪场造雪，冰雕制冰等；
片冰机	以片冰机及相应的制冷系统、机械系统及电气系统组成制冰系统；片冰机可以直接作为产品销售，主要用于远洋捕捞、冷链物流、食品保鲜、商超陈列等用途；
冷水机	用于出水温度要求极低的（ $0.5^{\circ}\text{C}^{-1^{\circ}\text{C}}$ ）的系统及对水质卫生要求较高的系统等，如食品加工过程中的食品漂洗、降温用水，是发行人冷水机产品的主要品种；用于出水温度要求极低（ $0.5^{\circ}\text{C}^{-1^{\circ}\text{C}}$ ）的冰水系统，如混凝土搅拌过程降温用冷水等；
其他制冰设备	管冰机：主要用于食用、冷链物流、食品加工； 板冰机：用于工业降温、冷链物流及食用冰； 块冰机：用于港口、冷库等的冷链物流、冰雕等； 冰蓄能设备：用于办公楼、体育馆、影剧院、音乐厅、计算机房、恒温化学品品仓库、现代农业产业化种植工厂、制药车间、无菌实验室等的中央空调
制冰系统辅助设备	PU保温冰库：用于制冰系统冰库用隔热板、食品保鲜，药品、茶叶、种子的保温、冷冻食品冷藏、食品、工业冷冻及超低温试验冷处理； 蒸发式冷凝器：用于制冷剂降温液化； 压冰机：用于将碎冰压成块状冰； 螺旋空冷器：矿井冰冷却降温系统换热装置；

资料来源：雪人股份招股书、世纪证券研究所

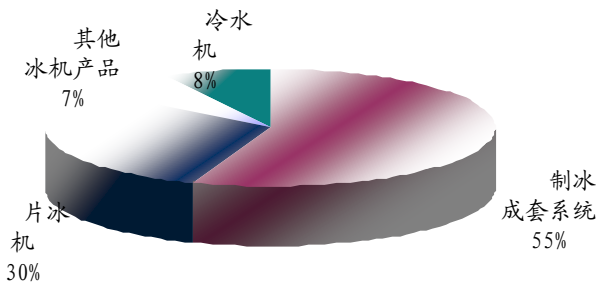
制冰成套系统是公司主要收入及利润来源。公司营业收入保持较快增长，2009、2010及2011年上半年营业收入增速分别达5.08%、33.27%和34.49%。制冰成套系统及片冰机是公司主要收入来源，占比80%以上；尤其制冰成套系统业务是公司主要收入及利润来源，2010年其收入及毛利占比分别达55%和64%。制冰成套系统属于非标产品，需要根据客户所处的环境、工况及工程条件的差异进行设计与配置，公司凭借较高程度的技术创新与市场适应能力，在工业及高端商业制冰系统领域具备较强竞争力。

Figure 2 2008-1H2011年公司主营业务收入(单位:百万元)



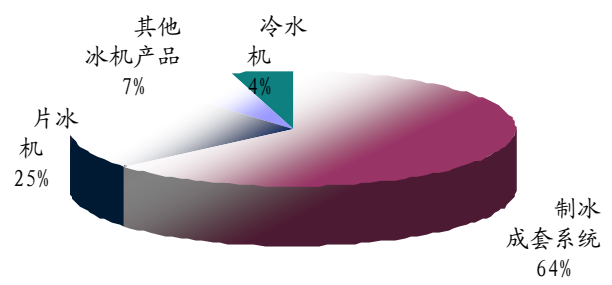
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 2010年公司主营业务收入构成



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 2010年公司主营业务毛利构成



数据来源: wind、世纪证券研究所

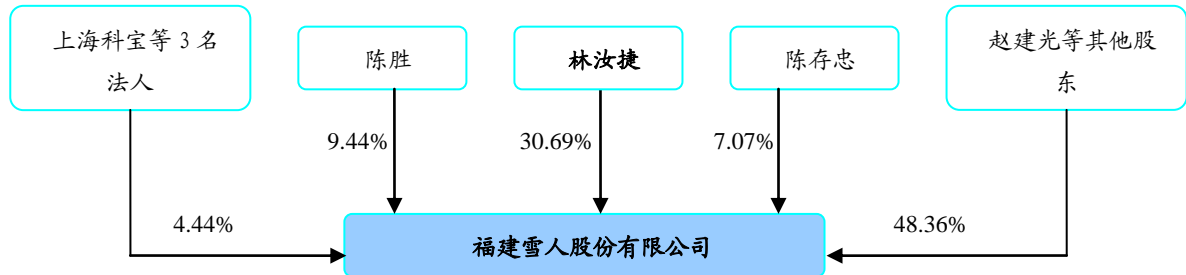
经营模式。

多领域技术横向发展模式: 公司凭借一定的产品设计能力与技术研发能力, 采取多领域技术横向发展的经营模式, 不断的创新设计尽可能的开拓业务领域及市场范围, 以较高的品牌来占领大多数制冰领域, 并抵御单品种市场的偏好变化风险与需求变动风险。

采购: 基础原材料采购主要为钢材采购, 由于钢材的价格波动较大, 公司采取“低价余量备料, 高价以产定购”的模式进行采购; 而设备原材料采购主要为压缩机、冷凝器、制冷阀件等冷源设备, 公司采取标准设备“安全库存量”结合非标设备“以产定购”的采购模式。**生产:** 除铸造件、冷源设备、阀件等设备或零件采取外协、外购形式取得外, 制冰机主体及辅助设备均由公司自行生产; 主要产品制冰成套系统采用按订单生产, 进行单套量身定制生产。**营销:** 公司国内市场销售模式是以自营销为主, 向经销商销售为辅, 以行业开拓为主; 国际市场销售模式是以向经销商销售为主, 自营销为辅, 以地区开拓为主。

控股股东。公司的控股股东为林汝捷，上市前其持有公司 40.9% 的股份，上市后持有公司 30.69% 的股份，为公司实际控制人；其兼任股份公司的董事长及总经理。

Figure 5 公司实际控制人控股结构



资料来源: wind、世纪证券研究所

制冰设备应用前景广阔

制冰设备制造行业市场一般按用途分类，分为工业制冰机、商业制冰机及家用制冰机。其中商业制冰机又可按照终端用户和使用途径分为高端商业制冰机和中低端商业制冰机两类。

Figure 6 我国制冰机市场情况

制冰设备按用途分	中国主要供应商	雪人股份定位
工业制冰机: 是指用于大型工程生产线的制冰机及系统。	雪人股份、深圳兄弟、重庆冰人、宁波格兰特、德国KTI、美国NorthStar、法国Geneglance	公司工业制冰机主要应用于食品加工保鲜、冷链物流、矿井降温、混凝土降温、反应釜降温、冰蓄能等领域；公司凭借先进系统设计技术及制冷技术，在工业制冰机市场中领先于国内同行业其他企业，市场占有率第一。
商业制冰机: 商业企业用于生产线下工序、中型独立运行的制冰机及系统。 其中： 高端商业制冰机 主要应用于零售商超、远洋捕捞、生物实验、人工冰雪等； 中低端商业制冰机 主要应用于酒店餐饮、医疗冷冻等。	马尼托瓦、雪人股份、广东星星、青岛澳润、黄石东贝、上海因纽特、上海久景、思科茨曼、星崎冷热	公司只涉足高端商业制冰机领域及需要经系统设计的部分娱乐行业。 公司高端商业制冰机产品主要用于商超陈列、食品加工、远洋捕捞、滑雪场及冰雕等领域；凭借产品稳定性和适用性具备一定竞争力。
家用制冰机: 小型独立工作的制冰机，主要应用于一般家庭和小冷饮门店等。		公司不涉足家用制冰机市场。

资料来源: 雪人股份招股书、世纪证券研究所

我国制冰设备下游需求不断增大。随着我国现代化工业水平提高、经济水平稳定增长、制冰制冷设备应用领域延伸及下游行业发展，制冰

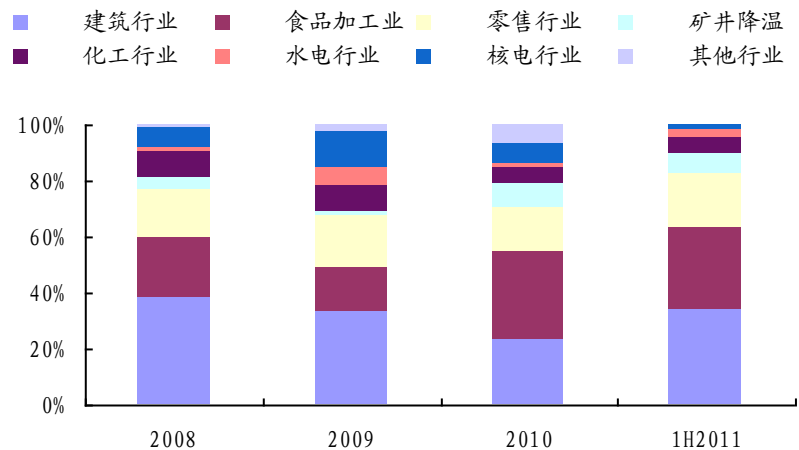
设备制造行业市场始终维持快速增长趋势。尤其是工业制冰机的需求增长较快，主要原因是我国食品加工、煤炭采掘、水利水电、环保行业、食品加工、精细化工、冷链物流、核电、建筑等行业的不断发展以及制冰设备应用领域的不断扩展，对工程质量及自动化水平要求不断提高，工业制冰机的需求不断增大。随着人类生产、生活对冰需求量的快速增加及冰的应用领域的不断扩展，制冰机还将在生物菌养殖、果蔬急冻、冷冻干燥等商业领域以及海水淡化、冰蓄能技术等领域进一步扩大市场应用空间。

Figure 7 制冰机应用领域

应用领域	应用行业	具体应用
食品保鲜	水产、零售	1、远洋捕捞：制冰机置于捕捞船上，将冰与水产品混置于储藏舱内；2、长途运输：制冰机置于码头或加工厂将冰与水产品混置于运输货箱内；3、陈列：制冰机置于超市，将冰与水产品混置于超市陈列柜
食品降温	食品加工	1、屠宰：家禽屠宰后加热煮熟后，迅速通过冰水混合物进行快速降温处理，以保证食物新鲜；2、加工：香肠火腿等肉类深加工过程中，需通过冰水混合物降温，以调节肉类滚揉和碾拌过程中产生的温度，防止肉类细菌滋生加快、肉的颜色变暗、脱脂等，以提高卫生标准，保证产品质量；3、农产品及蔬菜收获加工：对冷冻蔬菜进行冷冻前期降温，防止迅速冷冻上海蔬菜新鲜度；
化工降温	生物医药、化工	1、生物医药化学反应釜降温；2、染料化工化学反应釜降温；
建筑降温	水利、核电、水电、建筑	在水利、核电、高速公路、桥梁、高层建筑等混凝土搅拌工程中能有效合理的控制混凝土的教主温度，使混凝土分子结构适合建筑用途要求。
载冷	矿业	井下降温：制冰机置于井外，将冰送入井中，降低井下温度；冰融化后的冷水喷淋挖掘面，起到降温、防尘的作用。
娱乐	娱乐	冰雕；滑冰、滑雪场造冰等。
食用	餐饮	在奶茶店、酒吧、夜总会、快餐店等休闲饮食场所可生产食用冰。

资料来源：北京制冷协会《我国工商用制冰机行业现状分析及发展趋势》、世纪证券研究所

Figure 8 雪人股份制冷设备产品下游需求比例

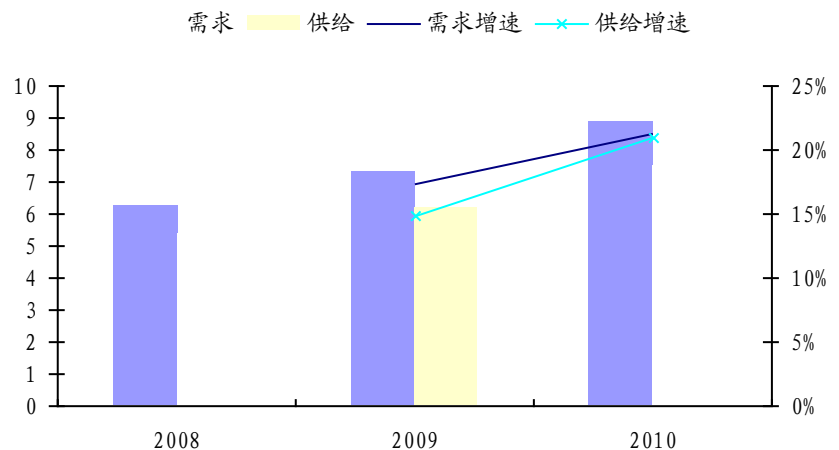


数据来源：雪人股份招股书、世纪证券研究所

根据北京制冷协会《我国工商用制冰机行业现状分析及发展趋势》：据 2009 年不完全统计，全球市场工商业制冰机及制冰系统市场容量约

为170-200亿元人民币，主要市场份额掌握在进入市场较早的美国、德国、日本、意大利、法国等发达国家的品牌制冰设备制造企业中；中国国内市场需求量超过20亿元人民币，其中工商业领域12亿，商业及家用领域8亿；随着食品加工、商超物流、水利水电、工程建设、化工、核电以及节能环保等领域投资的持续增长，我国制冰系统设备的需求量预计在近年内仍将保持超过20%的增长率。

Figure 9 近几年我国制冰机市场供需状况（万台）



数据来源：慧聪邓白氏《中国制冰机行业研究》、世纪证券研究所

行业竞争格局及公司竞争优势

全球制冰机市场中欧美企业仍占据主导地位。

目前全球市场工商业制冰机及制冰系统市场容量约为200多亿元人民币，主要市场份额掌握在进入市场较早的美国、德国、日本、意大利、法国等发达国家的品牌制冰设备制造企业中。全球在制冰设备领域展开竞争的主要厂家为德国 KTI、美国 Manitowoc、意大利 Scotsman、日本 Iceman、日本 Hoshizaki、美国 NorthStar、法国 Geneglance、中国雪人股份等。

工业及高端商业制冰机的生产商主要分布于美国、德国、法国、意大利等欧美国家和日本等机械加工水平较为发达的国家。国际市场工业及高端商业制冰机的市场竞争主要依靠较高的品牌认可度，国外品牌制冰设备制造企业在其多年的设计生产经验，在各细分行业中均有几个强势品牌占据市场。

中低端商业及家用制冰机的生产商主要分布于美国、日本、中国、加拿大等生产起步较早或生产成本较低的国家。国际优势品牌制冰设备

制造企业的生产流程、服务标准、销售渠道较为成熟，价格控制能力较强，市场新进入者较难与其形成竞争。

Figure 10 制冰机行业国际市场主要竞争者情况

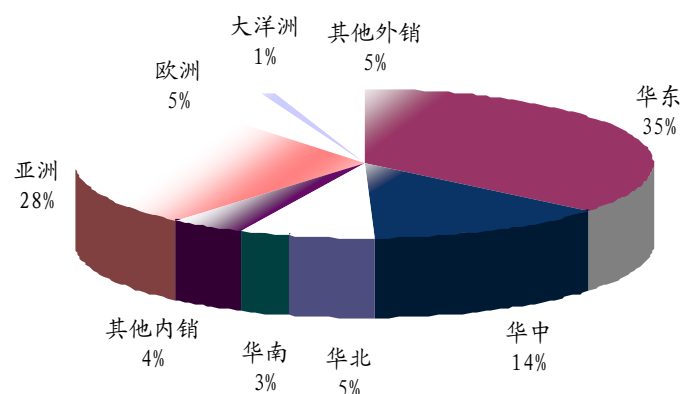
竞争对手	主要产品	主要市场领域
德国KTI	制冰机系统、储冰系统、耙冰系统等	核电、混凝土等
美国Manitowoc	方形冰制冰机、片型冰制冰机、块状冰制冰机、制冰机零部件	酒吧、教育机构、医疗机构、旅馆、餐厅、特殊用途、超市等
意大利Scotsman	方形冰制冰机、片型冰制冰机、块状冰制冰机	酒吧、咖啡厅、酒店、快餐店、饭店、油轮、迪厅、便利店、超市、医院、水产业、食品加工业等
日本Iceman	片冰机、板冰机、制冰系统、制冰设备等	化工、建筑、食品加工、餐厅、旅馆、超市等
日本HOSHIZAKI	制冰机、烹饪电解槽、膳食服务车等	酒店、宾馆、旅馆、餐厅、超市等
美国NorthStar	方形冰制冰机、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

数据来源：雪人股份招股书、世纪证券研究所

公司在国际市场上具备一定竞争力。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国内企业之一。公司凭借先进的系统设计技术、灵活的销售模式、较强的成本优势及地缘优势在西亚、东南亚、南亚等亚洲市场中享有较高的品牌声誉和较高的市场占有率；同时公司凭借较高的品牌认知度在欧洲及大洋洲也有一定市场规模，并正在积极扩张美洲及非洲市场。

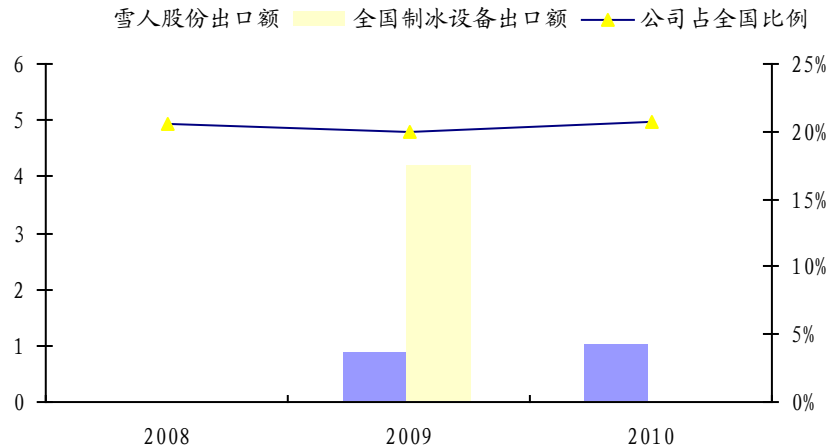
公司主营业务收入中出口收入占比 2008、2009、2010 及 1H2011 分别为 48%、42%、38%和 46%，公司出口额占全国制冰设备出口额约为 20%。

Figure 11 公司营业收入分地区情况（2010）



数据来源：雪人股份招股书、世纪证券研究所

Figure 12 公司制冰设备出口占全国出口约五分之一（亿元）



数据来源：雪人股份招股书、世纪证券研究所

公司在国内制冰设备市场中居领先地位。

国内高端制冰系统的本土供应商较少。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。

公司在国内综合市场占有率第一。公司在2009年及2010年国内市场占有率分别为5.69%及6.61%，位居第一。其中，在冰冷却矿井降温市场中，公司市场占有率行业第一；在化工行业中，公司市场占有率行业第一；在食品加工行业（含商业制冰机）中，公司市场占有率行业第二；在核电行业中，公司市场占有率行业第一。国内高端商业制冰机市场的竞争态势与工业制冰机市场相仿，行业集中度相对较高，品牌认可度是主要的竞争手段，国内外优势品牌如马尼托瓦 (Manitowoc) 和雪人股份等占据了主要市场份额，其中在商超零售业中，公司市场占有率行业第一。

近几年公司开拓了如冰蓄能、矿井降温、核电、水利水电等行业市场，研发了流态冰机、PU保温冰库等新产品，依靠自身积累逐渐扩大产能，有效的提高了市场占有率。公司储备项目丰富，在研项目如冷冻干燥系统、真空制冰机等项目成熟度较高，继续扩产计划已久，预计未来市场占有率将进一步提高。

Figure 13 制冰机行业国内市场主要竞争者情况

竞争对手	主要产品	主要市场领域
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

数据来源：雪人股份招股书、世纪证券研究所

公司竞争力主要在技术及品牌优势。

公司系国内较早进入工业制冰设备制造行业的企业，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，掌握了系统设计中制冷、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，成为公司获得国内市场领先优势、参与国际市场竞争的核心手段。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 57 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。

目前，公司的“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，在国际市场上已与国外优势品牌制冰设备制造展开竞争。

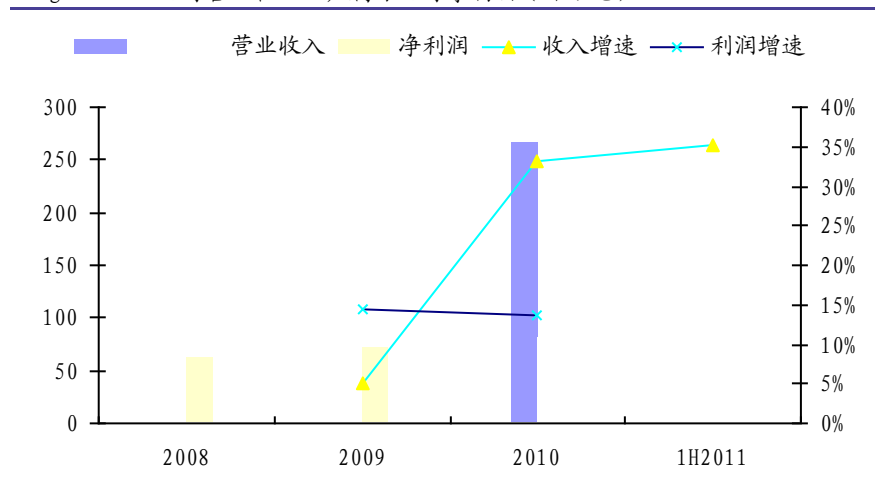
公司财务分析

成长能力分析

公司的成长驱动力主要来自于下游应用的不断扩张以及自身品牌

不断加强以持续保持领先地位。(1) 由于制冰设备性能的优劣是决定客户生产和经营效率的重要因素之一，因此客户在采购制冰设备时，主要关注于供应商的历史业绩、产品品牌，以及产品的稳定性、适用性等质量因素；公司继续保持并扩大公司的品牌影响力是巩固市场龙头地位、扩大市场份额的重要因素。(2) 工业及高端商业制冰设备产品的性能和质量优劣主要取决于关键生产技术和系统整体设计能力，公司对核心技术的掌控能力以及对新产品、新技术的持续开发能力是影响公司持续盈利能力的重要因素。(3) 公司通过不断开拓区域市场和行业市场，与国内外多家优质客户形成合作关系，树立良好的品牌效应，从而使得报告期内公司订单增长稳定；公司能否进一步深入挖掘现有市场、开拓国内外新市场和新产品的应用领域，将直接影响未来公司收入和利润的连续性和稳定性。(4) 本公司产品的出口占比较大，2008-2010年出口额占到公司营业收入分别为48.76%、42.49%和38.65%；国际经贸环境变动较为剧烈，欧美主要经济体的经济增速放缓，以及一些国家保护主义抬头和对进口商品采用关税或非关税壁垒以保护本国工业等因素都将带来出口的不确定影响。

Figure 14 公司营业收入及归属母公司净利润（百万元）



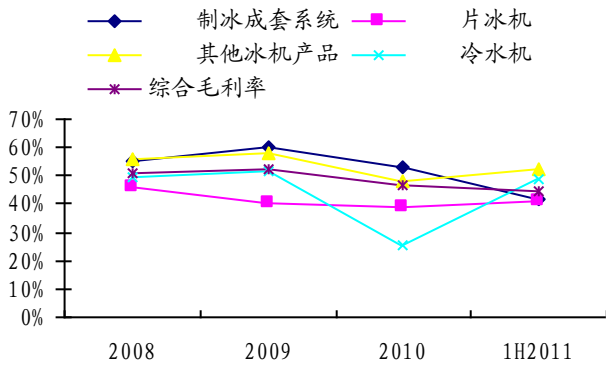
数据来源：wind、世纪证券研究所

盈利能力分析

我国制冰设备制造行业的利润率水平保持在20%-60%之间，其中：工业制冰机产品由于多为非标准化产品，对技术要求较高和创新性要求较高，行业利润率始终稳定于较高水平；商业及家用制冰机由于市场进入者不断增加，市场竞争加剧，行业利润率呈下降趋势，但整体毛利率仍处于高位；国际市场销售价格以国外品牌制冰设备制造企业为主导，国际市场中制冰机价格比国内市场平均高约20%-40%，公司出口产品的毛利率高于国内市场的毛利率。

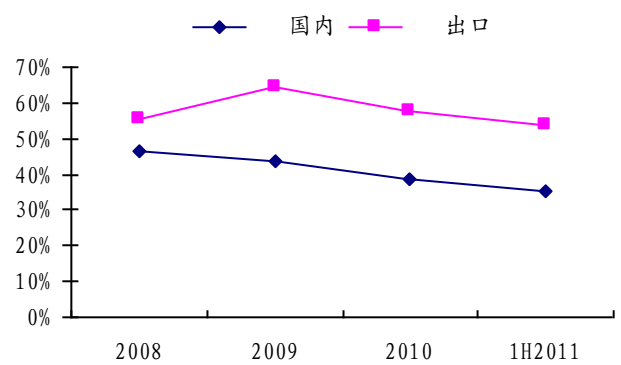
公司依靠系统设计能力毛利率保持高位。公司主要产品制冰成套系统等为非标产品，需要根据客户不同需求量身定做；公司凭借掌握关键生产技术和系统整体设计能力和对新产品、新技术的持续开发能力，获得较高毛利率。

Figure 15 公司毛利率保持高位



资料来源: wind、世纪证券研究所

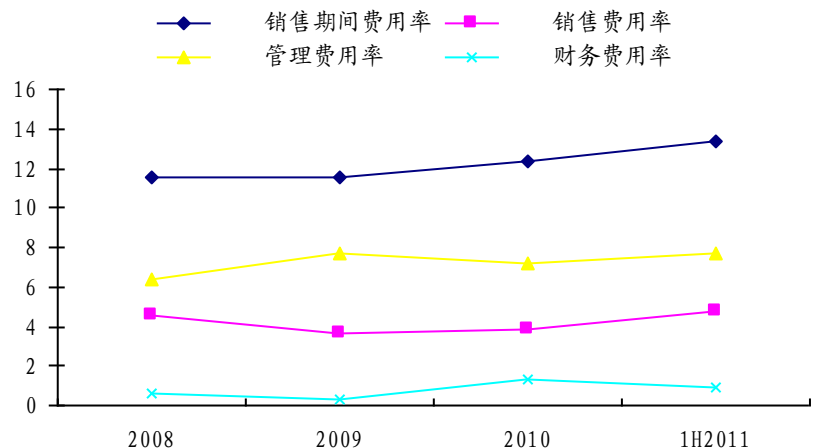
Figure 16 出口产品毛利率高于国内毛利率



资料来源: wind、世纪证券研究所

公司期间费用率稍有提升趋势。公司的期间费用率稍有升高趋势，主要是公司 2009 年管理费用率上升，主要因素包括：公司生产经营规模的扩大，管理人员人数增加和工资提高，无形资产、固定资产增加使得管理费用中折旧和摊销费增加，研发投入增加以及上市准备工作产生的审计费用等中介机构服务费增加等；2010 年销售费用率上升，主要是销售人员薪酬增加、参加大型制冰展的展览宣传费增加，以及制冰系统销量提升带来的质量保证期内维修配件费用增加所致。总体上，公司费用随生产经营规模增加，费用控制正常。

Figure 17 公司费用率 (%)

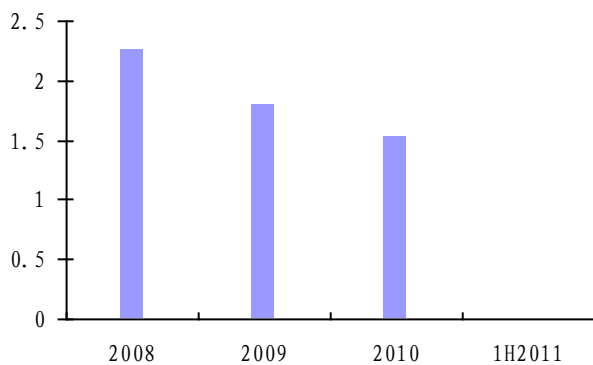


数据来源: wind、世纪证券研究所

营运能力分析

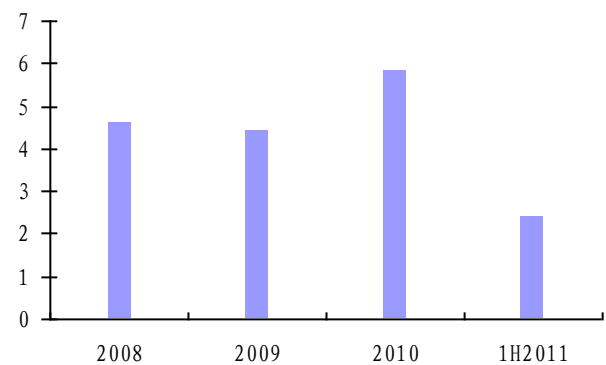
2008、2009、2010及1H2011，公司应收账款周转率分别为4.4次、4.2次、5.4次及2.4次，存货周转率分别为2.3次、1.8次、1.5次及0.6次。2008-2010，公司制定了完善的应收账款催收管理办法，加强了应收账款的催收力度，并适当收紧了客户信用政策，应收账款管理能力显著提高；由于公司大型制冰设备产量增加以及意向性订单增加和自产配件比例增加，致使在产品存货周转率有所下降；但公司总体上主要根据订单情况来安排非标产品的生产，基本不存在由于滞销导致库存积压的情况，公司存货总体质量良好。

Figure 18 公司存货周转率



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 19 公司应收账款周转率

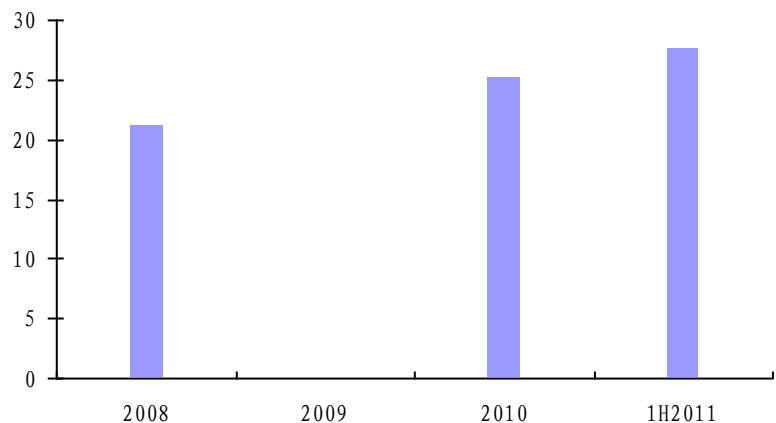


资料来源：wind、世纪证券研究所

偿债能力分析

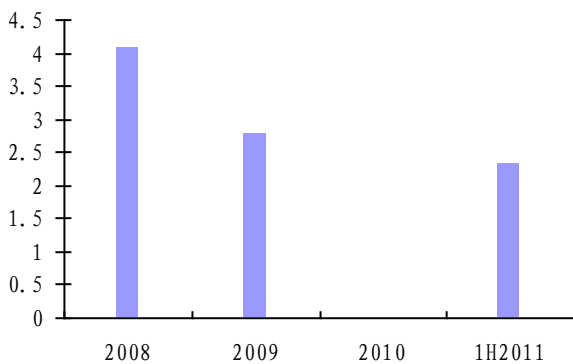
较低负债率，流动比率及速动比率高于同行。2008-1H2011，公司资产负债率分别为21%、24%、25%和28%，水平偏低情况下趋于合理；2008-1H2011，公司流动比率分别为4.1、2.8、2.6及2.3，速动比率分别为3.3、2.0、1.4及1.3，尽管公司短期偿债指标较有所下降，但流动资产和流动负债结构更加趋于合理，公司短期偿债能力较强。

Figure 20 公司资产负债率(%)



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 21 公司流动比率



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 22 公司速动比率



资料来源: wind、世纪证券研究所

募投项目提升产能，加强竞争力

公司募投资金主要用于投资高效节能制冰系统生产基地建设和技术研发中心建设两个项目，分别投资 3.8 亿元和 0.5 亿元。

高效节能制冰系统生产基地建设项目建设期为 2 年，第一年投资 17,175.5 万元，第二年投资 17,175.5 万元。竣工时间预计为 2012 年 7 月，2012 年 11 月至 2012 年 12 月为项目试生产阶段，2013 年本项目将正式投产。

正式投产后，本项目将新增产能制冰机、冷水机 1573 台/套（总产能合计达 2,913 台/套），蓄冰盘管 15 万冷吨小时，实现年销售收入 4.04 亿元，利润总额 1.31 亿元。

技术研发中心建设项目主要是为了配合高效节能制冰系统生产基地建设，提高研发水平，为公司可持续发展提供技术支撑，以提升企业的竞争能力。

主要研究内容包括：a、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；b、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；c、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；d、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；e、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。

Figure 23 公司募投项目情况

项目	总投资	投资进度 (亿元)		达产后年销售收入 (亿元)	达产后年营业利润 (亿元)	投资回收期 (年)
		第一年	第二年			
高效节能制冰系统生产基地建设项目	3.8	1.7	1.7	4.04	1.31	5.33
技术研发中心建设项目	0.5	0.25	0.25			
合计	4.3	1.95	1.95			

数据来源：雪人股份招股书、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

假设条件:

- 1) 制冰设备下游应用行业不断拓展, 公司国内及国外市场开拓进展顺利, 主导产品制冰制成套系统未来两年保持 30% 以上增长。
- 2) 基础原材料钢材及设备原材料价格稳定, 公司技术和品牌不断加强, 持续处于行业领先地位, 综合毛利率能维持在 40% 以上。
- 3) 15% 的所得税率优惠能在高新技术资质复核后得以继续享受; 各项费用得以控制, 保持相对稳定。

根据假设条件, 我们预测 2011-2013 年公司实现的营业收入分别为 2.95 亿元、3.74 亿元和 5.17 亿元; 实现的归属母公司净利润分别为 0.89 亿元、1.12 亿元和 1.47 亿元, 实现的摊薄后 EPS 分别为 0.56 元、0.70 元和 0.92 元。

Figure 24 营业收入预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制冰成套系统	86.5	95.92	143.93	158.32	205.82	288.15
增速		10.89%	50.05%	10%	30%	40%
片冰机	81.49	66.37	76.79	86.00	103.21	134.17
增速		-18.55%	15.70%	12%	20%	30%
其他冰机产品	9.67	19.27	17.64	26.46	37.04	55.57
增速		99.28%	-8.46%	50%	40%	50%
冷水机	11.1	16.27	20.09	24.11	27.72	38.81
增速		46.58%	23.48%	20%	15%	40%
主营业务收入	188.76	197.83	258.45	294.90	373.79	516.70
增速		4.81%	30.64%	14.10%	26.75%	38.23%

数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 25 毛利率预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制冰成套系统	54.97%	60.25%	52.70%	46.00%	45.00%	43.00%
片冰机	46.26%	40.20%	38.62%	41.00%	40.00%	40.00%
其他冰机产品	55.86%	57.90%	48.05%	53.00%	50.00%	50.00%
冷水机	49.71%	51.84%	25.69%	49.00%	48.00%	48.00%
主营综合毛利率	50.95%	52.60%	46.10%	45.42%	44.34%	43.35%

数据来源: wind、世纪证券研究所

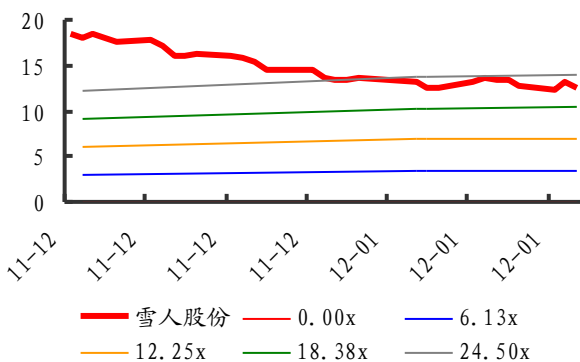
目前上市公司中没有与公司业务一致的可比公司,我们选择制冷设备行业相关公司对比。根据我们的盈利预测,按照1月18日12.61元收盘价,公司2011-2012年的动态市盈率分别为22.7和18.0倍,稍高于行业平均值;考虑到工商业制冰设备细分行业发展潜力较大,公司作为龙头企业,技术品牌领先,创新拓展能力较强,产品盈利能相对较高,估值相对合理,我们给予公司“增持”投资评级。

Figure 26 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	1月18日 收盘价 (元)	EPS (元)				PE		
				2010	2011E	2012E	2013E	2011	2012	2013
000530.SZ	大冷股份	3.5001	7.39	0.29	0.39	0.45	0.54	18.72	16.54	13.62
300257.SZ	开山股份	1.43	44.91	1.9	2.15	2.93	3.89	20.91	15.33	11.54
002158.SZ	汉钟精机	2.1807	10.9	0.76	0.71	0.88	1.14	15.31	12.45	9.58
002366.SZ	丹甫股份	1.335	9.56	0.47	0.54	0.75	0.95	17.70	12.75	10.06
000811.SZ	烟台冰轮	3.946	10.34	0.54	0.47	0.65	0.87	21.83	15.84	11.85
300263.SZ	隆华传热	0.8	24.43	0.85	0.98	1.43	2.06	24.93	17.08	11.86
002639.SZ	雪人股份	1.6	12.61	0.67	0.56	0.7	0.92	22.52	18.01	13.71
	平均							20.27	15.43	11.74

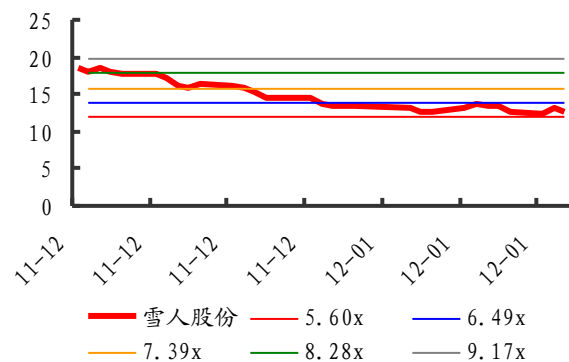
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 27 PE Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 28 PB Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

风险提示

- (1) 公司出口占比较高，人民币升值影响公司出口竞争力以及全球经济波动影响海外需求；
- (2) 行业竞争加剧，公司盈利能力下降；
- (3) 纵向区域市场开拓及横向行业领域开拓进展不利。

附：财务预测

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	993	1000	1123	营业收入	266	295	374	517
现金	55	765	708	715	营业成本	141	161	208	293
应收账款	42	59	75	103	营业税金及附加	1	1	2	3
其他应收款	2	6	7	10	营业费用	10	11	14	20
预付账款	27	32	42	59	管理费用	19	21	27	37
存货	120	113	146	205	财务费用	4	-4	-9	-9
其他流动资产	16	18	23	31	资产减值损失	-0	1	1	1
非流动资产	153	280	379	443	公允价值变动收益	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	175	272	345	营业利润	91	103	130	172
无形资产	32	32	32	32	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	36	73	74	66	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	415	1273	1379	1567	利润总额	94	104	132	173
流动负债	102	119	113	153	所得税	14	15	19	25
短期借款	30	0	0	0	净利润	80	89	112	147
应付账款	23	24	31	44	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	50	95	82	109	归属母公司净利润	80	89	112	147
非流动负债	-102	2	-60	-54	EBITDA	94	106	133	180
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.67	0.56	0.70	0.92
其他非流动负债	-102	2	-60	-54					
负债合计	0	121	53	99					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	120	160	160	160	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	76	788	788	788	成长能力				
留存收益	115	204	316	464	营业收入	33.3%	10.9%	26.8%	38.2%
归属母公司股东权益	311	1152	1265	1412	营业利润	13.1%	13.6%	26.5%	31.7%
负债和股东权益	415	1273	1379	1567	归属于母公司净利润	13.7%	11.1%	26.2%	31.4%
					获利能力				
					毛利率(%)	46.8%	45.4%	44.3%	43.3%
					净利率(%)	30.1%	30.2%	30.0%	28.5%
					ROE(%)	25.7%	7.7%	8.9%	10.4%
					ROIC(%)	28.0%	22.6%	18.8%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	0.0%	9.5%	3.8%	6.3%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.56	8.33	8.86	7.34
					速动比率	1.39	7.38	7.57	6.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.35	0.28	0.35
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	8.21	6.89	7.52	7.79
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.50	0.56	0.70	0.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.65	0.34	0.49
					每股净资产(最新摊薄)	1.94	7.20	7.90	8.83
					估值比率				
					P/E	25.21	22.68	17.97	13.68
					P/B	6.49	1.75	1.60	1.43
					EV/EBITDA	21	19	15	11

数据来源：天软、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.