



东兴证券
DONGXING SECURITIES

有望成为制冷压缩机和螺杆膨胀发电市场的领军者

——雪人股份（002639）调研快报

2015 年 01 月 14 日

推荐/维持

雪人股份

调研快报

关注 1：制冰机业务有望底部回升

制冰机下游应用范围广，受经济增长放缓及市场竞争加剧等影响，公司制冰机业务收入下滑、毛利率下降。公司已完成制冰机业务的事部改制工作，形成以利润为核心的绩效考核制度，加强了风险管控，销售主要面向优质大客户。在经济面好转且核电重启的背景下，预计 15 年公司国内业务将有所恢复。此外，公司大力开拓海外市场，预计 14 年海外业务的占比已达到 60%，对国内市场的下滑起了缓冲作用。公司制冰机在海外有很强的知名度，凭借高性价比和快速响应的服务在海外拥有极高的声誉，我们认为公司未来海外业务仍具备增长潜力。

关注 2：占据制冷压缩机技术制高点，步入收获期

我国冷库库容约 2000 多万吨，但存量冷库绝大多数是老旧冷库，现代化冷库不多，中国未来冷库需求仍然庞大，尤其是采用全新建造理念和模式的标准化、模块化、智能化冷库发展前景广阔。此外，从冷链存储到物流的各个环节仍存在很大的不足和改善空间。公司对中国冷链行业的问题和机遇有深刻的认识，将把制冷压缩机打造成公司的核心业务，产品覆盖冷链物流的各个环节，为冷链行业提供整体解决方案。

从发展趋势看，由于螺杆压缩机具有结构简单、运行可靠、能效比高、易损件少和操作调节方便等优势，正逐步替代活塞式压缩机。过去国内螺杆压缩机市场主要被是德国比泽尔、意大利莱富康、台湾复盛和汉钟精机所主导。公司目前已拥有全球压缩机技术领军企业瑞典 SRM 公司的先进技术，并拥有国内国际市场认可度较高的莱富康压缩机品牌和技术，形成以压缩机为核心、以工业冷冻、商业制冷和冷链物流产品系统应用为主要发展方向的战略目标。其中，瑞典 OPCON 下属全资子公司 SRM 是双螺杆压缩机设计的鼻祖，其研发设计的螺杆压缩机在全球范围内处于绝对领先水平，为许多世界知名的螺杆压缩机厂商提供了技术输出，公司与 SRM 的合作定位为生产开启式螺杆压缩机及机组，应用于工业冷冻。收购的莱富康的半封闭式螺杆压缩机和半封闭式活塞压缩机则可应用于中央空调、商业制冷和冷链物流等领域。公司已对上述产品的核心技术进行了消化吸收，技术上已经占据了国内制冷压缩机行业的制高点。

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514040001

交易数据

52 周股价区间（元）	16.88-11.32
总市值（亿元）	27.01
流通市值（亿元）	22.35
总股本/流通 A 股（万股）	16000/13238
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.36

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

公司制冷压缩机项目规划产能庞大，根据规划，16 年达产后，可实现年均销售收入 12.8 亿元，净利润 2.06 亿元。此外，公司当前增发实施的冷冻冷藏压缩机机组项目将发挥公司的集成优势，为冷冻冷藏行业提供整体解决方案。两个项目为公司未来三五年的高速增长提供强大的动力。

公司的压缩机项目已于 14 年 9 月投产，预计 14 年销售 1000 余台，收入超过 3000 万。虽然该项目短期因投资规模大造成折旧、费用高企，影响了 14 年业绩，但却为未来的成长打下了坚实的基础。预计从 15 年开始，公司压缩机业务步入收获期，业绩也将快速增长。

关注 3：低温余热发电市场启动，公司螺杆膨胀发电项目有望落地并加速推广

从政策上来看，14 年底的《中美气候变化联合声明》和《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》表达了新一届政府加大节能减排力度的决心。对高能耗产业能源消费总量控制约束将倒逼钢铁、有色、化工、石化等行业加强节能减排，其中工业余热利用将是重要手段。由于高温余热挖掘的比较充分，但余热资源更丰富的低温余热未获有效利用。随着近年来国内几家开拓者对市场的培育和推广，且技术日趋成熟，低温余热发电被越来越多的客户所认可。

OPCON 是全球螺杆膨胀发电机技术的创始者，技术水平在全球范围内处于领先地位，且项目经验丰富。其拥有全球唯一的无油系统专利，产品工艺水平高、运行噪音低，代表性的产品是 Opcon Powebox ORC 和 WST 系统。公司通过参股 OPCON 公司 17.21% 成为其第二大股东，双方合资成立了欧普康能源技术公司，雪人持股 51%。双方的合作有助于公司快速掌握世界领先的螺杆膨胀发电机技术，并迅速切入螺杆膨胀发电机市场。公司已购买 OPCON 生产的 2 台设备，预计很快可以到厂并作为展品并向客户推广。公司目前以钢铁、化工为主要目标市场，由于长乐人开办的钢铁企业遍布全国各地，公司作为长乐市的明星企业具有明显的客户资源优势。公司正积极参与螺杆膨胀发电项目招标，示范项目落地可期。凭借技术和客户资源优势，公司有望成为低温余热发电市场上的领军企业之一，分享千亿低温余热发电市场。

结论：

公司传统主业制冰机业务正底部回升；倾力打造的制冷压缩机板块将为公司未来三五年的高速增长提供强大的动力；凭借技术和客户资源优势，公司有望成为螺杆膨胀发电行业的领军企业之一，分享千亿低温余热发电市场。我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.01 元、0.46 元、0.83 元，对应 2015-2016 年的动态市盈率分别为 38 倍、21 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表				单位: 百万元		利润表		单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产合计	832	648	824	1,247	1,718	营业收入	286	386	402	725	1,091	
货币资金	471	243	402	653	872	营业成本	181	263	298	481	700	
应收账款	115	171	176	238	359	营业税金及附加	2	4	1	1	1	
其他应收款	2	17	18	32	48	营业费用	18	21	36	58	87	
预付款项	121	57	57	57	57	管理费用	33	46	60	87	131	
存货	118	129	143	231	336	财务费用	-17	-1	6	10	10	
其他流动资产	0	17	17	17	17	资产减值损失	2	5	2	2	2	
非流动资产合计	379	782	960	988	943	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0	
固定资产	114	146	590	718	733	营业利润	68	48	-1	86	159	
无形资产	38	37	35	34	33	营业外收入	13	4	4	4	4	
其他非流动资产	0	37	0	0	0	营业外支出	1	1	1	1	1	
资产总计	1,212	1,430	1,783	2,235	2,660	利润总额	80	51	2	89	162	
流动负债合计	58	186	1,013	1,456	1,763	所得税	12	7	0	13	24	
短期借款	0	83	910	1,310	1,569	净利润	69	44	2	76	139	
应付账款	14	40	57	92	134	少数股东损益	0	0	0	2	5	
预收款项	19	30	30	30	30	归属母公司净利润	69	43	2	74	134	
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	61	59	62	169	256	
非流动负债合计	3	58	58	58	58	EPS (元)	0.43	0.27	0.01	0.46	0.83	
长期借款	0	49	49	49	49	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	61	244	1,071	1,514	1,820	成长能力	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
少数股东权益	1	21	21	23	28	营业收入增长	-5.72%	34.62%	4.36%	80.15%	50.41%	
实收资本 (或股	160	160	160	160	160	营业利润增长	-30.97%	-29.82%	-101.84%	-	85.66%	
资本公积	762	754	550	550	550	归属于母公司净利润	-19.60%	-37.26%	-95.79%	-	80.94%	
未分配利润	184	203	204	257	352	获利能力						
归属母公司股东	1,149	1,165	963	1,022	1,129	毛利率 (%)	36.96%	31.73%	26.02%	33.61%	35.78%	
负债和所有者权	1,212	1,430	2,055	2,559	2,977	净利率 (%)	23.99%	11.29%	0.45%	10.46%	12.71%	
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)	5.69%	3.02%	0.10%	3.30%	5.02%	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	5.99%	3.71%	0.19%	7.22%	11.84%	
经营活动现金流	58	20	-57	77	99	偿债能力						
净利润	69	44	2	76	139	资产负债率 (%)	5%	17%	52%	59%	61%	
折旧摊销	10	12	57	73	87	流动比率	14.36	3.48	0.81	0.86	0.97	
财务费用	-17	-1	6	10	10	速动比率	12.32	2.79	0.67	0.70	0.78	
应收账款减少	-11	-56	-6	-62	-120	营运能力						
预收帐款增加	0	10	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.29	0.23	0.31	0.39	
投资活动现金流	-250	-353	-400	-202	-102	应收账款周转率	2.62	2.71	2.32	3.50	3.65	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.29	14.25	8.28	9.71	9.62	
长期股权投资减	0	-16	16	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.27	0.01	0.46	0.83	
筹资活动现金流	-119	100	125	375	223	每股净现金流 (最新	-1.95	-1.46	-2.08	1.56	1.37	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	7.18	7.28	6.02	6.39	7.05	
长期借款增加	-50	49	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	40.40	64.33	1527.55	37.64	20.80	
资本公积增加	0	-8	-204	0	0	P/B	2.42	2.39	2.89	2.72	2.46	
现金净增加额	-311	-234	-332	250	220	EV/EBITDA	37.71	45.59	53.57	20.61	13.76	

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 6 年行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

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。