

雪人股份 (002639.SZ)

制冷空调设备行业

评级: 买入 首次评级

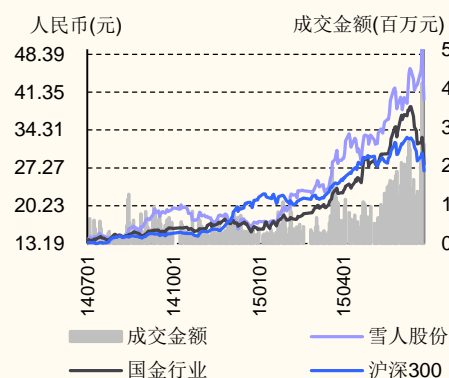
公司研究

市场价格(人民币): 38.30元
 目标价格(人民币): 60.00-60.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	120.78
总市值(百万元)	7,660.00
年内股价最高最低(元)	49.30/13.32
沪深300指数	4253.02
深证成指	13650.82



战略转型制冷压缩机步入正轨，螺杆膨胀发电业务起步

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.270	-0.051	0.375	0.662	0.806
每股净资产(元)	7.28	7.21	7.48	8.05	8.75
每股经营性现金流(元)	0.12	-0.20	0.92	1.12	1.81
市盈率(倍)	46.71	-339.57	106.49	60.34	49.60
行业优化市盈率(倍)	34.53	33.96	65.81	65.81	65.81
净利润增长率(%)	-37.26%	-118.87%	N/A	76.49%	21.64%
净资产收益率(%)	3.71%	-0.71%	5.01%	8.23%	9.20%
总股本(百万股)	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司传统主业制冷产品系列成熟完善:** 经过十多年的发展, 公司已经是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一, 在制冰设备及制冰系统领域已经具有较强的竞争力。公司制冰系统产品在冷链物流、冰储能、速冻设备、食品加工等领域已经拥有了较为成熟的技术和完善的渠道。
- **实施战略转型, 制冷压缩机投产运行, 螺杆膨胀发电业务起步:** 公司先后通过与瑞典 SRM 公司进行技术合作及收购莱富康压缩机资产等方式, 掌握了具有先进水平的工商业中高端压缩机设计生产技术。随着产能逐渐释放, 制冷压缩机收入有望大幅增长, 根据最新公布的 2015 年一季报, 公司实现营收 1.69 亿元, 同比增长 219%, 转型成果已开始在经营业绩上显现。同时, 螺杆膨胀发电业务也已起步。
- **北京申办 2022 年冬奥会结果临近, 有望长期拉动降雪制冰设备需求:** 2022 年冬奥会的举办城市将于今年 7 月 31 日正式确定, 我国下半年申报冬奥会成功可能性极大。预期 2022 年冬奥会的前期投入将产生约 20-30 亿元降雪制冰机设备需求, 雪人是国内降雪机龙头企业, 项目招标优势明显。
- **自贸区与一带一路政策促进福建经济, 利好区内企业发展:** “一带一路”愿景与行动中, 福建省被定位为“21 世纪海上丝绸之路核心区”。公司长期积极布局中东和东南亚市场迎合未来“一带一路”出口。福建自贸区优惠政策中有关创新两岸冷链物流市场合作机制的规划, 对公司形成利好。

投资建议

- 公司压缩机业务年内踏入发展正轨, 将为公司贡献较高收入, 有望成为公司第一大业务; 同时, 我们认为下半年北京申办冬奥会成功是大概率事件, 有利于拉动公司降雪制冰设备需求。我们给予公司“买入”评级, 6 个月目标价 60 元。

估值

- 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 9.57 亿元、13.00 亿元、15.24 亿元, 分别同比增长 126.6%、35.8%、17.2%; 归母净利润 60 百万元、106 百万元、129 百万元; EPS 分别为 0.38/0.66/0.81 元, 对应 PE 分别为 101/58/47 倍。

风险

- 制冰设备需求下降、压缩机产品市场竞争加剧。

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司介绍	4
1.1、公司简介	4
1.2、业务概述	4
1.3、经营分析	4
2、行业环境	7
2.1、我国冷链物流产业孕育巨大商机	7
2.2、螺杆压缩机应用领域广泛	8
3、公司看点	10
3.1、公司制冰设备业务成熟稳健	10
3.2、实施战略转型，制冷压缩机投产运行，螺杆膨胀发电机业务起步	10
3.3、北京申办 2022 冬奥会或将促进我国降雪制冰设备订单爆发	13
3.4、自贸区与一带一路政策促进福建经济，利好区内企业发展	14
4、盈利预测	16
4.1、盈利预测	16
4.2、投资建议	16

图表目录

图表 1：公司发展大事记	4
图表 2：近年公司营业收入有所增长	5
图表 3：近年公司净利润持续下滑	5
图表 4：公司主营构成情况	5
图表 5：2014 年公司各项产品收入占比	5
图表 6：公司毛利率略有下降	6
图表 7：公司盈利能力下滑幅度较大	6
图表 8：冷链物流产业孕育巨大商机	7
图表 9：冷链物流相关市场	7
图表 10：国内冷库建设蓬勃发展	7
图表 11：螺杆式压缩机主要应用领域	8
图表 12：近年来我国螺杆制冷压缩机（组）销量	8
图表 13：国内制冷压缩机需求预测	8
图表 14：国内螺杆制冷压缩机主要品牌	9
图表 15：公司制冷产品体系成熟完善	10
图表 16：制冰设备应用领域广泛	10
图表 17：雪人压缩机业务发展历程	11
图表 18：雪人股份持有瑞典 OPCON AB 公司 17% 股权	12

图表 19: 公司部分制冷压缩机产品.....	12
图表 20: 公司制冷压缩机项目投资规划.....	13
图表 21: 雪人股份意向收购标的业务简介.....	13
图表 22: 北京申办 2022 年冬奥会标识.....	14
图表 23: 雪人股份人工滑雪场系统.....	14
图表 24: 福建自贸区范围.....	15
图表 25: 公司主营业务收入拆分——按产品分类预测.....	17

1、公司介绍

1.1、公司简介

- 福建雪人股份有限公司创建于 2000 年 3 月。2011 年 12 月在中国深圳证券交易所上市，注册资本 1.6 亿元，是一家以压缩机为核心，集工业、商业冷冻、冷藏及成套制冷制冰系统的研发、设计、制造、销售、工程安装、售后服务于一体的高新技术企业。公司总部位于中国福建省闽江口工业区，现有滨海、里仁 2 个厂区。

1.2、业务概述

- 传统主业制冰设备国内领先，转型成功涉入压缩机生产制造领域。在全球制冰设备制造行业，雪人股份的市场综合占有率名列第一。公司积极进行国内外并购，掌握了高端压缩机设计制造的核心技术。通过入股世界螺杆压缩机鼻祖企业瑞典 OPCON AB 公司、并购国际知名的意大利 RefComp（莱富康）压缩机资产，公司现拥有开启式/半封闭螺杆压缩机及活塞式压缩机 2 个品牌（瑞典 SRM、意大利 RefComp），成为世界知名压缩机制造企业。

图表 1：公司发展大事记



来源：公司网站，国金证券研究所

1.3、经营分析

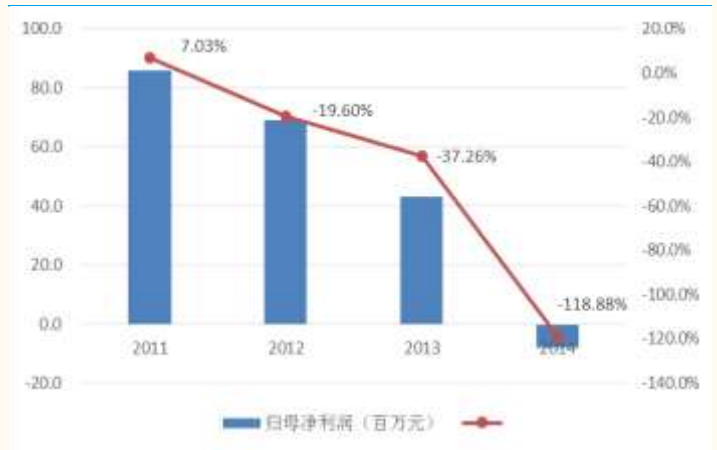
- 公司近年营业收入有所增长，净利润持续下降。2011-2014 年公司营业总收入从 3.04 亿元增长到 4.22 亿元，年均复合增速 11.6%。但此期间，公司净利润逐年下降，2011 年净利润 8,568 万，到 2014 年降至-816 万元。公司近年来利润下滑一方面是由于国内经济增速放缓导致需求不足，使得行业竞争加剧，公司折旧大幅增加；另一方面，为实现战略转型，研发投入和管理费用增加，减少了公司的利润水平。
- 2014 年公司发展经历了较大的困难，但也成功实现了战略转型。通过合作与并购方式，掌握了压缩机核心技术，“压缩机（组）项目”于 2014 年 9 月正式投产，实现销售收入 2,429 万元。随着项目推进、产能逐渐释放，压缩机收入有望大幅增长，2015 年将是公司业绩反转的起始点。根据最新公布的 2015 年一季报，公司实现营收 1.69 亿元，同比增长 219%，实现净利润 642 万元，同比增长 310%，转型成果已开始经营业绩上显现。

图表 2：近年公司营业收入有所增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：近年公司净利润持续下滑



来源：wind，国金证券研究所

- 传统主业制冰成套系统收入稳定，2014 年后压缩机产品将成主角。2013 年之前，公司收入 80%以上来自制冰制冷设备，其中制冰成套系统约占一半份额，且近年来收入稳定。2014 年后，公司实现了战略转型，压缩机业务实现销售收入 2,429 万，占公司营业总收入的 5.75%。未来随着压缩机业务产能的释放与市场的打开，其业务收入和占比都将有显著提升。

图表 4：公司主营构成情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2014 年公司各项产品收入占比



来源：wind，国金证券研究所

- 毛利率略有下降，盈利能力大幅下滑。近年来，由于制冰机行业市场需求乏力，价格竞争进一步加剧，导致公司毛利率有所下降，主营产品制冰成套系统毛利率保持在 30%左右；新产品压缩机业务 2014 年毛利率 28%，未来凭借规模效应及技术优势，毛利水平将进一步提升。公司盈利能力的下滑一方面是由于市场竞争加剧、产品毛利率下降，另一方面则是由于公司正处于战略转型时期，压缩机（组）方面的研发投入及管理费用的增加，减少了公司的利润水平，使得 ROE 及销售净利率大幅下滑。未来公司战略转型的完成、压缩机业务的展开，将有助于公司盈利能力的回升。

图表 6: 公司毛利率略有下降



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 公司盈利能力下滑幅度较大



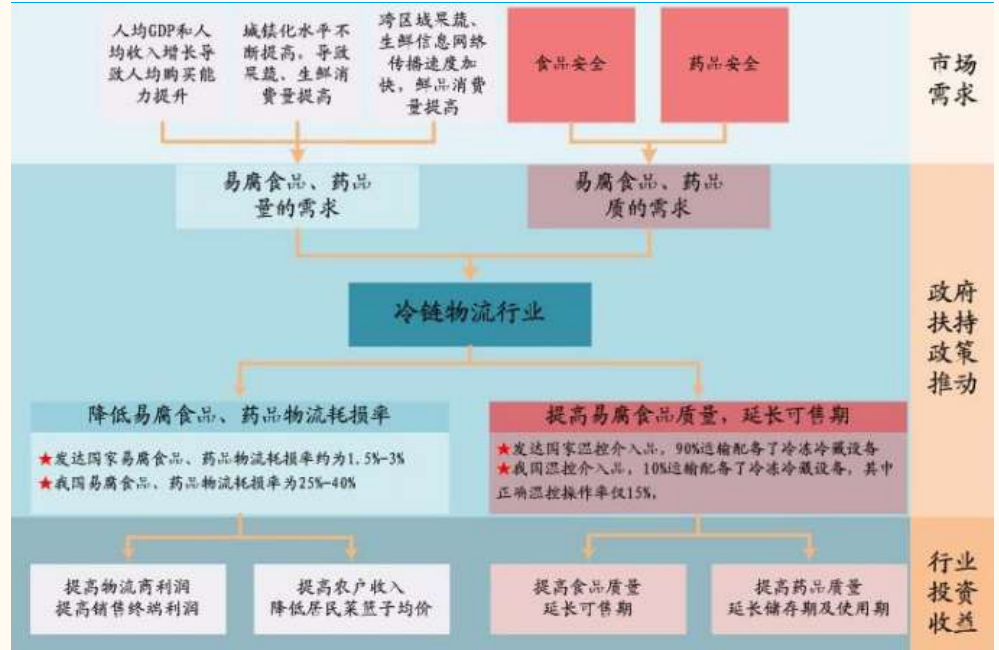
来源: wind, 国金证券研究所

2、行业环境

2.1、我国冷链物流产业孕育巨大商机

- 随着我国国民经济的快速发展，国内城镇化范围不断扩大，居民人均收入水平、消费能力不断提高，国民的食品安全及药品安全意识在不断增强，国内消费者对果蔬生鲜农产品、速冻及运输温控质量也提出了更高的要求。我国现有冷链物流产业已初具规模，但仍存在不足。在庞大的市场需求背景下，我国的冷链物流产业蕴含着重大的发展机遇，为冷冻冷藏设备设计生产企业和温控物流系统提供及维护企业提供了巨大的商机。

图表 8：冷链物流产业孕育巨大商机



来源：公司公告，国金证券研究所

- 冷链物流行业增长迅速，预计 2017 年市场规模将达 4,700 亿元。受益于国家有关部门对冷链行业的支持引导，以及我国农产品、生鲜产品持续增长的良好态势，2010 年以来我国冷库建设呈现蓬勃发展态势，2011 年新增冷库容量 396 万吨，2012 年新增 299 万吨，冷库总容量达到 1575 万吨，年均复合增长 33.8%。另据罗兰贝格报告预测，受宏观政策和市场需求推动，中国冷链物流行业未来将保持年均 25% 的高速增长，2017 年市场规模将达 4,700 亿元。

图表 9：冷链物流相关市场



来源：国金证券研究所

图表 10：国内冷库建设蓬勃发展



来源：中国物流技术协会，国金证券研究所

2.2、螺杆压缩机应用领域广泛

- 螺杆式压缩机广泛应用于冷冻、冷藏、空调和化工工艺等制冷装置。压缩机技术是制冷及空调领域的核心技术，掌握压缩机技术也就是占据了制冷及空调领域的制高点。螺杆式压缩机技术是一种新型压缩机技术，具有体积小、重量轻、运转平稳、易损件少等优点，代表了未来一段时期制冷压缩机行业的发展方向。此外，以其为主机的螺杆式热泵从 20 世纪 70 年代初便开始用于采暖空调方面，工业节能领域亦采用螺杆式热泵作热回收。

图表 11：螺杆式压缩机主要应用领域



来源：国金证券研究所

- 国内螺杆制冷压缩机行业多年来发展比较稳定，在基础建设、化工、医药、农牧渔等行业有着一定的刚性需求。2012 年，国内螺杆制冷压缩机（组）销量 68,598 台，同比增长 18.13%。随着我国制冷行业的迅速发展，农业、食品、物流、核电以及节能领域投资增长，将刺激我国制冷压缩机行业的发展，预计 2015-2017 年我国制冷压缩机市场需求量年增速将至少保持 15%。

图表 12：近年来我国螺杆制冷压缩机（组）销量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：国内制冷压缩机需求预测



来源：公司公告，国金证券研究所

- 螺杆制冷压缩机是高效节能制冷压缩机组的核心部件，对开发设计和生产技术的要求极高。我国螺杆制冷压缩机市场上，外资品牌占据国内大部分

市场，国内很多下游用户对外资品牌的偏好性高，除了原装进口外，国际上著名螺杆制冷压缩机企业在中国以合资、独资等方式在中国建厂。

图表 14：国内螺杆制冷压缩机主要品牌

区域	企业名称
中国境内	上海汉钟精机股份有限公司
	复盛实业（上海）有限公司
	中意莱富康压缩机（上海）有限公司
	烟台冰轮集团有限公司
	大连冷冻机股份有限公司

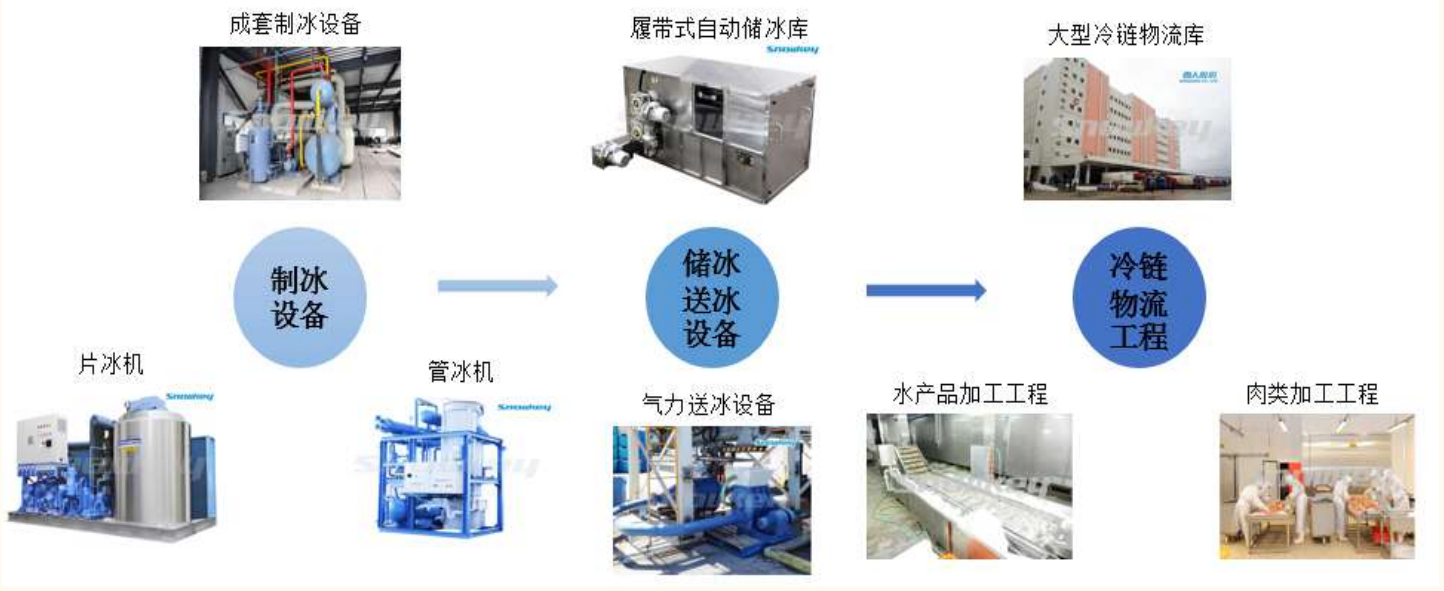
来源：公司公告，国金证券研究所

3、公司看点

3.1、公司制冰设备业务成熟稳健

- 公司传统主业制冷产品系列成熟完善。公司传统主营业务为制冰、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 etc 等四大类。

图表 15：公司制冷产品体系成熟完善



来源：公司网站，国金证券研究所

- 经过十多年的发展，公司已经是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一，在制冰设备及制冰系统领域具有较强的竞争力。公司制冰系统产品在冷链物流、冰储能、速冻设备、食品加工等领域已经拥有了较为成熟的技术和完善的渠道。制冰系统被广泛应用于各种工商业领域，包括混凝土冷却、矿井降温、冷链物流、食品加工、人工造雪等。

图表 16：制冰设备应用领域广泛

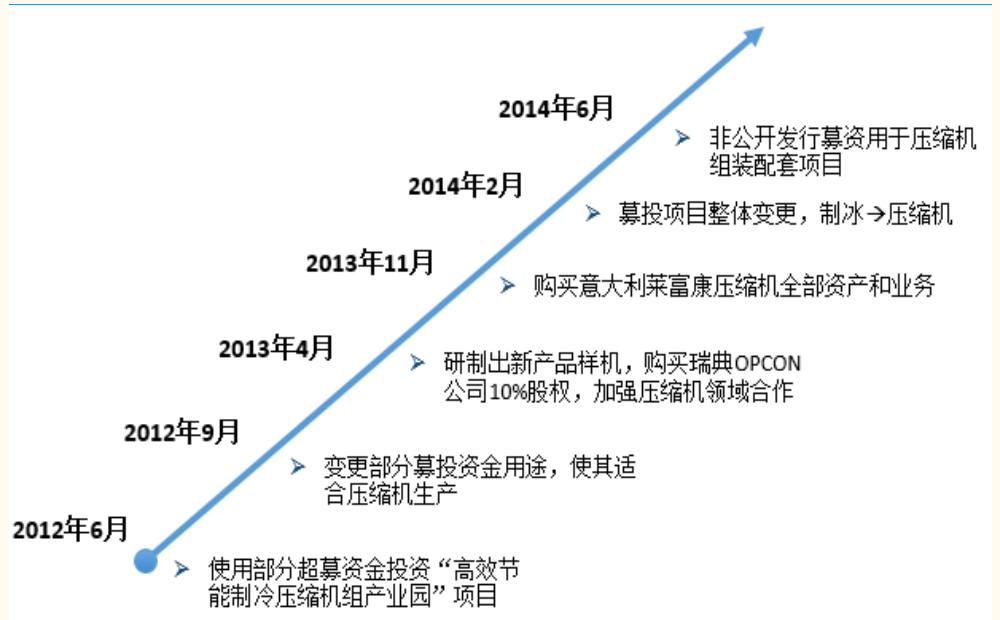


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2、实施战略转型，制冷压缩机投产运行，螺杆膨胀发电机业务起步

- 自 2012 年以来，公司先后通过与瑞典 SRM 公司进行技术合作及收购莱富康压缩机资产等方式，掌握了具有先进水平的工商业中高端压缩机设计生产技术。公司自上市以来即开始从事压缩机研发工作，近年来通过积极进行资本运作，公司已获得中高端压缩机生产技术、生产许可、品牌和销售渠道。目前公司的开启式螺杆压缩机、半封闭式螺杆压缩机及活塞压缩机已经开始组织生产销售。“高效节能制冷压缩机（组）项目”于 2014 年 9 月投产运行，完全达产后将作为公司重要的利润增长点。

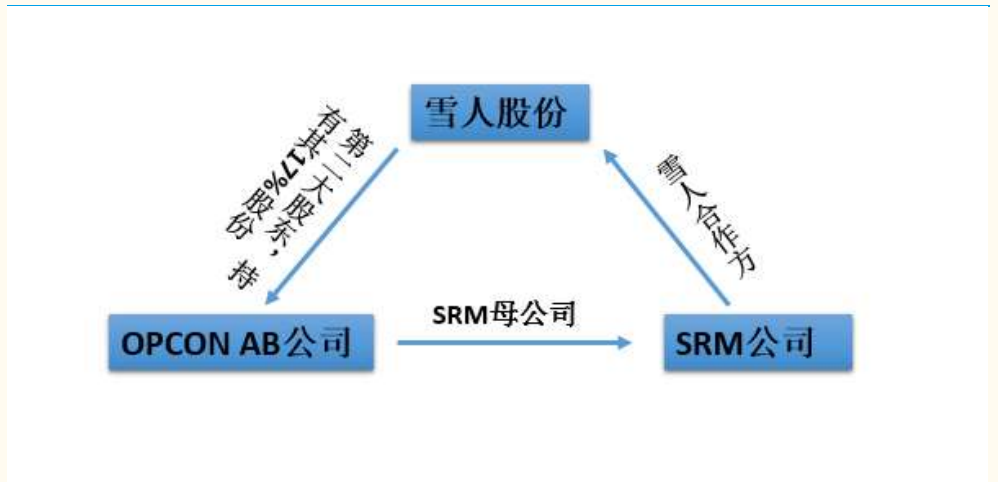
图表 17：雪人压缩机业务发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司从制冷压缩机业务起步。制冷压缩机是公司制冰设备的重要部件，掌握先进压缩机生产技术是公司完善产业链的重要一环。2012 年 6 月，公司发布公告计划投资 5.5 亿元，建设“高效节能制冷压缩机组产业园”项目。项目采用国际合作形式，与瑞典 SRM 公司合作，共同研究开发可适用于天然工质及各种环保制冷剂的新型螺杆制冷压缩机。SRM 公司总部位于瑞典，致力于研究和开发螺杆压缩机，技术水平在全球范围处于领先地位，为全世界许多知名螺杆压缩机厂商提供技术。
- 收购瑞典 OPCON AB 公司部分股权加强合作。2013 年 4 月和 2014 年 2 月公司先后两次合计耗资 4153 万元人民币，取得 OPCON AB 公司 17.21% 股权，成为其第二大股东。OPCON AB 子公司 SRM 公司为雪人螺杆制冷压缩机项目合作方。投资参股 OPCON AB 有助于保持与其长期战略合作关系，公司通过充分利用 SRM 强大的研发能力，快速进入高端制冷压缩机设备领域，加快实现产业升级与转型。

图表 18: 雪人股份持有瑞典 OPCON AB 公司 17% 股权



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **收购意大利莱富康压缩机业务获得品牌和销售渠道。**2013 年 11 月雪人宣布以 1,600 万欧元购买意大利莱富康及上海莱富康有关螺杆压缩机及活塞压缩机业务的相关资产。意大利莱富康公司成立 1991 年, 主营业务为生产和销售空调用及制冷用螺杆压缩机及活塞压缩机。交易完成后, 雪人将获得压缩机领先技术、高端品牌、市场认知度和营销渠道, 有助于其压缩机产品尽快投放市场, 增强制冷设备的核心竞争力。
- **募投项目整体变更, 优先发展先进压缩机技术。**压缩机技术是制冷及空调领域的核心技术, 只有掌握压缩机技术的企业才能占据制冷及空调领域的制高点。2014 年 2 月公司发布公告拟将“高效节能制冰系统生产基地建设项目”整体调整变更为“高效节能制冷压缩机组产业园”项目, 总投资由 5.5 亿元增加至 6.75 亿元。
- **压缩机项目投产运行, 2014 年实现销售收入 2,429 万。**2014 年 9 月, 公司“高效节能制冷压缩机(组)项目”完成工程建设、设备安装调试及试生产等前期工作, 开始正式投产运行。2014 年公司压缩机业务实现销售收入 2,429 万, 占当年公司营业总收入的 5.75%。

图表 19: 公司部分制冷压缩机产品



来源: 公司网站, 国金证券研究所

- **压缩机产品价值深度挖潜, 募资建设“冷冻冷藏压缩冷凝机组组装及配套项目”。**2014 年 6 月公司拟通过非公开发行股票募资 4.3 亿元, 主要用于“冷冻冷藏压缩冷凝机组组装及配套项目”。项目建成后, 公司将具备冷冻冷藏压缩冷凝机组组装及配套能力。届时公司将与渠道商直接进行合作, 向其提供压缩冷凝机组整套产品, 从而大幅增强渠道商供应能力和对客户的技术支持力度。同时, 公司将积极向上游开拓产

业链条，进一步挖掘压缩机产品的利润，大幅提升公司的市场竞争力与盈利能力。

图表 20：公司制冷压缩机项目投资规划

项目名称	总投资	建设时间	预计达产后产能	预计达产后经济效益
高效节能制冷压缩机（组）	6.75亿元	预计2014年10月竣工	形成3条高效节能制冷压缩机生产线，达到新增48800套制冷压缩机生产规模	年均营业收入12.8亿元，净利润2.06亿元，总投资收益率39.27%
冷冻冷藏压缩冷凝机组组装及配套项目	2.9亿元	建设周期2年	年产16900套冷冻冷藏压缩冷凝机组组装及配套项目	年均营业收入8.7亿元，净利润7921万元

来源：公司公告，国金证券研究所

- **拓展节能产品新领域，开展螺杆发电机业务。**2014年9月公司发布公告，拟与瑞典OPCON AB公司共同投资设立福建欧普康能源技术有限公司，从事螺杆膨胀发电机业务。螺杆膨胀发电机符合国家节能减排政策导向，适用于钢铁、化工、建材等行业的余热回收和地热、光热发电等新能源领域，市场前景广阔。
- OPCON AB 是全球螺杆膨胀发电机技术的创始者，技术水平全球领先，雪人与其合作设立合资公司能够迅速掌握先进的螺杆膨胀发电机技术，快速进入螺杆膨胀发电机市场，为公司创造新的业务领域和利润增长点。目前，公司螺杆膨胀发电机已签订两个国企冶金项目订单，公司正在积极寻找首个 ORC（有机朗肯循环）示范机项目，推进与中节能的合作谈判，从而打开未来想象空间。
- **与瑞典OPCON公司签署《谅解备忘录》收购相关优质资产。**今年5月15日，公司与OPCON公司签署《谅解备忘录》，目的是最终从OPCON收购与雪人业务相关的优质资产，收购意向主要包括其核心的两家子公司SRM和OES的100%股权。初步确定购买总金额为不超过4亿瑞典克朗（约合人民币2.99亿元）。此次意向收购完成后，雪人将完成以压缩机为核心，以工业冷冻、商业冷藏及节能环保、新能源领域高端装备为发展方向的战略布局。

图表 21：雪人股份意向收购标的业务简介

收购对象	业务领域	技术优势
SRM	螺杆压缩机技术发明者	<ul style="list-style-type: none"> 在螺杆压缩机的研发制造方面积累了丰富的经验，技术水平在全球范围内处于绝对领先地位； 不仅为全球工业冷冻、商业制冷行业的众多知名螺杆压缩机厂商提供先进技术； 同时为石油、化工行业以及航空航天、特殊应用领域等提供专业、高标准的压缩机技术及产品。
OES	螺杆膨胀发电机技术创始者	<ul style="list-style-type: none"> 致力于螺杆膨胀发电机在特殊领域的运用以及低品位废气余热利用的研究与开发； 其拥有的“OpconPowerbox”技术在全球范围内处于领先地位。

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3、北京申办 2022 冬奥会或将促进我国降雪制冰设备订单爆发

- **北京申办 2022 年冬奥会结果临近，有望长期拉动降雪制冰设备需求。**2014年10月2日，随着挪威首都奥斯陆正式退出申办2022年冬奥会，中国北京和哈萨克斯坦阿拉木图成为仅有的两个候选城市。北京已成功举办过2008年夏季奥运会，相较于阿拉木图，北京在举办经验、场馆建设、交通、安保等方面都有优势。2022年冬奥会的举办城市将于今年7月31日正式确定，我国下半年申报冬奥会成功可能性极大。预期2022年冬奥会的前期投入将产生约20-30亿元降雪制冰机设备需求，值得重点期待。

图表 22：北京申办 2022 年冬奥会标识



来源：国金证券研究所

- 雪人股份降雪制冰设备项目招标优势明显。雪人是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一，也是国内降雪机龙头企业，产品系列中包含人工降雪系统（应用人造滑雪场）、雪花制冰系统（应用人造滑雪场）、人工冰雪系统（应用人造滑雪场），项目招标优势明显。

图表 23：雪人股份人工滑雪场系统



来源：公司网站，国金证券研究所

3.4、自贸区与一带一路政策促进福建经济，利好区内企业发展

- 今年 3 月发布的“一带一路”愿景与行动中，福建省被定位为“21 世纪海上丝绸之路核心区”，要充分发挥福建平潭等开放合作区作用，深化与港澳台合作。同月，中央政治局审议通过了广东、天津、福建自由贸易试验区总体方案，区内要在构建开放型经济新体制等方面率先挖掘改革潜力，破解改革难题。福建自贸区总面积 118 平方公里，包括福州、平潭、厦门三地，主要发展对台湾地区 and 东盟贸易。
- 公司长期积极布局中东和东南亚市场，迎合未来“一带一路”出口。福建自贸区优惠政策中有关创新两岸冷链物流市场合作机制的规划，对公司形成直接利好。

图表 24：福建自贸区范围



来源：国金证券研究所

4、盈利预测

4.1、盈利预测

- 我们预测公司 2015-2017 年的主营业务收入分别为 9.57 亿元、13.00 亿元、15.24 亿元，分别同比增长 126.6%、35.8%、17.2%；归母净利润 60 百万元、106 百万元、129 百万元；EPS 分别为 0.38/0.66/0.81 元，对应 PE 分别为 101/58/47 倍。

4.2、投资建议

- 公司压缩机业务年内踏入发展正轨，将为公司贡献较高收入，有望成为公司第一大业务；同时，我们认为下半年北京申办冬奥会成功是大概率事件，有利于拉动公司降雪制冰设备需求。我们给予公司“买入”评级，6 个月目标价 60 元。

图表 25: 公司主营业务收入拆分——按产品分类预测

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
制冰产品						
销售收入 (百万元)	279.73	301.34	255.96	275.00	300.00	328.00
增长率 (YOY)	-4.83%	7.73%	-15.06%	7.44%	9.09%	9.33%
毛利率	37.22%	34.60%	27.32%	29.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	175.62	197.08	186.02	195.25	210.00	229.60
增长率 (YOY)	8.66%	12.22%	-5.61%	4.96%	7.55%	9.33%
毛利 (百万元)	104.11	104.26	69.94	79.75	90.00	98.40
增长率 (YOY)	-21.30%	0.14%	-32.92%	14.03%	12.85%	9.33%
占总销售额比重	97.64%	78.14%	60.61%	28.74%	23.08%	21.52%
占主营业务利润比重	98.31%	85.22%	68.29%	28.69%	22.17%	20.56%
中央空调系统						
销售收入 (百万元)		72.78	118.53	145.00	168.00	190.00
增长率 (YOY)			62.86%	22.33%	15.86%	13.10%
毛利率		14.60%	14.86%	15.00%	15.50%	15.50%
销售成本 (百万元)		62.15	100.92	123.25	141.96	160.55
增长率 (YOY)			62.36%	22.13%	15.18%	13.10%
毛利 (百万元)		10.63	17.61	21.75	26.04	29.45
增长率 (YOY)			65.76%	23.48%	19.72%	13.10%
占总销售额比重		18.87%	28.07%	15.15%	12.92%	12.47%
占主营业务利润比重		8.69%	17.20%	7.82%	6.41%	6.15%
压缩机 (组)						
销售收入 (百万元)			24.29	512.00	806.00	979.00
增长率 (YOY)				2007.86%	57.42%	21.46%
毛利率			28.14%	33.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)			17.45	343.04	523.90	636.35
增长率 (YOY)				1865.31%	52.72%	21.46%
毛利 (百万元)			6.84	168.96	282.10	342.65
增长率 (YOY)				2371.91%	66.96%	21.46%
占总销售额比重			5.75%	53.50%	62.00%	64.24%
占主营业务利润比重			6.67%	60.79%	69.49%	71.59%
其他						
销售收入 (百万元)	6.75	11.52	23.54	25.00	26.00	27.00
增长率 (YOY)	-32.16%	70.67%	104.34%	6.20%	4.00%	3.85%
毛利率	26.52%	64.67%	34.07%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	4.96	4.07	15.52	17.50	18.20	18.90
增长率 (YOY)	29.50%	-17.94%	281.33%	12.76%	4.00%	3.85%
毛利 (百万元)	1.79	7.45	8.02	7.50	7.80	8.10
增长率 (YOY)	-70.75%	316.20%	7.65%	-6.48%	4.00%	3.85%
占总销售额比重	2.36%	2.99%	5.57%	2.61%	2.00%	1.77%
占主营业务利润比重	1.69%	6.09%	7.83%	2.70%	1.92%	1.69%
销售总收入 (百万元)	286.48	385.64	422.32	957.00	1300.00	1524.00
销售总成本 (百万元)	180.58	263.30	319.91	679.04	894.06	1045.40
毛利 (百万元)	105.90	122.34	102.41	277.96	405.94	478.60
平均毛利率	36.97%	31.72%	24.25%	29.04%	31.23%	31.40%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	286	386	422	957	1,300	1,524	货币资金	471	243	126	150	160	160
增长率		34.6%	9.5%	126.6%	35.8%	17.2%	应收款项	123	202	203	372	506	551
主营业务成本	-181	-263	-320	-679	-894	-1,045	存货	118	129	278	335	392	430
%销售收入	63.0%	68.3%	75.7%	71.0%	68.8%	68.6%	其他流动资产	121	74	105	156	199	229
毛利	106	122	102	278	406	479	流动资产	832	648	711	1,014	1,257	1,370
%销售收入	37.0%	31.7%	24.3%	29.0%	31.2%	31.4%	%总资产	68.7%	45.3%	38.1%	43.2%	45.9%	45.9%
营业税金及附加	-2	-4	-2	-5	-8	-9	长期投资	0	16	31	31	31	31
%销售收入	0.8%	0.9%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	314	631	754	894	1,009	1,120
营业费用	-18	-21	-33	-57	-78	-91	%总资产	26.0%	44.1%	40.4%	38.1%	36.8%	37.5%
%销售收入	6.2%	5.5%	7.9%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	63	93	315	359	395	415
管理费用	-33	-46	-69	-115	-156	-183	非流动资产	379	782	1,154	1,332	1,483	1,614
%销售收入	11.4%	12.0%	16.4%	12.0%	12.0%	12.0%	%总资产	31.3%	54.7%	61.9%	56.8%	54.1%	54.1%
息税前利润 (EBIT)	53	51	-2	100	164	195	资产总计	1,212	1,430	1,865	2,346	2,740	2,985
%销售收入	18.5%	13.2%	n.a	10.5%	12.6%	12.8%	短期借款	0	83	278	399	509	495
财务费用	17	1	-9	-26	-34	-37	应付款项	46	87	228	461	625	745
%销售收入	-5.9%	-0.3%	2.2%	2.7%	2.6%	2.4%	其他流动负债	12	16	18	65	81	92
资产减值损失	-2	-5	-2	-6	-7	-8	流动负债	58	186	525	925	1,215	1,332
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	49	111	131	136	141
投资收益	0	0	1	0	0	0	其他长期负债	3	9	8	17	18	19
%税前利润	0.0%	0.0%	-5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	61	244	643	1,072	1,368	1,492
营业利润	68	48	-12	69	123	150	普通股股东权益	1,149	1,165	1,154	1,198	1,288	1,400
营业利润率	23.6%	12.3%	n.a	7.2%	9.4%	9.8%	少数股东权益	1	21	68	76	84	93
营业外收支	13	3	3	3	3	3	负债股东权益合计	1,212	1,430	1,865	2,346	2,740	2,985
税前利润	80	51	-10	72	126	153	比率分析						
利润率	28.1%	13.2%	n.a	7.5%	9.7%	10.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-12	-7	1	-11	-19	-23	每股指标						
所得税率	14.5%	14.4%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.431	0.270	-0.051	0.375	0.662	0.806
净利润	69	44	-9	61	107	130	每股净资产	7.183	7.282	7.210	7.485	8.047	8.753
少数股东损益	0	0	-1	1	1	1	每股经营现金净流	0.360	0.124	-0.204	0.917	1.115	1.809
归属于母公司的净利润	69	43	-8	60	106	129	每股股利	0.000	0.000	0.130	0.100	0.100	0.100
净利率	24.0%	11.2%	n.a	6.3%	8.2%	8.5%	回报率						
							净资产收益率	5.99%	3.71%	-0.71%	5.01%	8.23%	9.20%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.69%	3.02%	-0.44%	2.56%	3.87%	4.32%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	3.94%	3.32%	-0.11%	4.74%	6.92%	7.79%
净利润	69	44	-9	61	107	130	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-5.72%	34.62%	9.51%	126.60%	35.84%	17.23%
非现金支出	13	17	28	75	90	103	EBIT 增长率	-48.46%	-3.80%	-103.91%	-5129.39%	63.43%	18.88%
非经营收益	0	0	11	26	35	38	净利润增长率	-19.60%	-37.26%	-118.87%	N/A	76.49%	21.64%
营运资金变动	-24	-40	-64	-15	-53	18	总资产增长率	-1.29%	18.03%	30.45%	25.76%	16.79%	8.95%
经营活动现金净流	58	20	-33	147	178	290	资产管理能力						
资本开支	-250	-314	-235	-244	-230	-224	应收账款周转天数	112.7	134.9	146.0	110.0	110.0	100.0
投资	0	-39	-67	0	0	0	存货周转天数	236.2	171.0	232.1	180.0	160.0	150.0
其他	0	0	1	0	0	0	应付账款周转天数	35.5	37.5	64.0	70.0	75.0	80.0
投资活动现金净流	-250	-353	-301	-244	-230	-224	固定资产周转天数	145.7	138.2	619.3	317.3	256.6	233.1
股权募资	2	1	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-94	120	242	150	115	-9	净负债/股东权益	-40.90%	-9.40%	21.66%	30.02%	35.53%	31.99%
其他	-26	-20	-24	-28	-54	-57	EBIT 利息保障倍数	-3.1	-44.0	-0.2	3.9	4.8	5.2
筹资活动现金净流	-118	101	217	122	62	-66	资产负债率	5.03%	17.06%	34.94%	46.09%	50.26%	50.27%
现金净流量	-310	-232	-117	24	10	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD