

2016年11月18日

公司研究•证券研究报告

# 雪人股份 ( 002639.SZ )

## 公司快报

### 联手新源动力，燃料电池领域布局加速

#### 投资要点

- ◆ **燃料电池领域的布局加速：**公司与新源动力公司签署了《战略合作框架协议》，在燃料电池的技术和应用方面开展合作，共同推进燃料电池技术及产业化进程。新能源领域为公司未来重点拓展方向，公司通过收购的瑞典OPCON公司，掌握了燃料电池空气循环系统，超低温气体压缩等核心技术。OPCON研发的双螺杆无油压缩机在燃料电池系统中得到验证，目前已经应用于燃料电池交通运输、燃料电池辅助电源组件和燃料电池实验室等方面，全球50%以上的燃料电池车辆均为其客户。新源动力为国内氢燃料电池电堆技术的先进企业，此次战略合作关系的建立，有助于发挥双方在各自领域的资源优势，加快公司在氢能及燃料电池等新能源领域的产业延伸和产业布局。
- ◆ **公司为制冷设备领域龙头，联手西姆科开拓冰雪业务：**工商业用制冰机为公司的传统产业，公司始终保持着行业龙头地位。今年9月公司与西姆科集团设立合资公司，公司出资102万元，占51%的注册资本。西姆科专业从事冰雪场馆项目的技术咨询，工程项目和设备安装以及体育活动的筹办。公司此次与西姆科设立合资公司，主要是为加大在冰雪体育运动和娱乐领域的业务拓展，重点方向是2022年的北京冬奥会的相关体育项目的规划设计及建设。
- ◆ **收购佳运油气 100%股权，显著增厚业绩：**佳运油气专注于天然气项目建设、生产运行专业技术服务。通过收购佳运油气，公司的压缩机产业链将进一步延伸至化工气体领域，市场空间进一步扩大。在佳运油气业绩并表的推动下，公司2016年前三季度营业收入实现7.08亿元，同比增长45.75%；净利润为1503.83万元，同比增长63.20%。
- ◆ **投资建议：**我们预测2016年至2018年每股收益分别为0.11、0.15和0.23元，给予增持-A建议，6个月目标价为15.5元，相当于2018年67倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**燃料电池产业发展不及预期；市场竞争不断加剧。

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	422.3	641.4	1,117.5	1,477.8	1,989.4
同比增长(%)	9.5%	51.9%	74.2%	32.2%	34.6%
营业利润(百万元)	-12.5	10.6	75.0	105.3	159.5
同比增长(%)	-126.2%	-184.8%	610.1%	40.5%	51.4%
净利润(百万元)	-8.2	16.6	72.8	101.8	156.5
同比增长(%)	-118.9%	-303.2%	338.9%	39.9%	53.7%
每股收益(元)	-0.01	0.02	0.11	0.15	0.23
PE	-1,140.5	561.2	127.8	91.4	59.5
PB	8.1	5.9	5.5	5.2	4.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

机械 | 其他专用机械 III

投资评级

**增持-A(首次)**

6个月目标价

15.5 元

股价(2016-11-17)

13.80 元

#### 交易数据

总市值 ( 百万元 )	9,302.20
流通市值 ( 百万元 )	5,176.01
总股本 ( 百万股 )	674.07
流通股本 ( 百万股 )	375.07
12 个月价格区间	7.69/14.75 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.71	12.8	73.29
绝对收益	23.21	12.2	55.12

#### 分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.cn  
021-20655610

#### 报告联系人

贺根

hegen@huajinsec.cn  
021-20655669

#### 相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	422.3	641.4	1,117.5	1,477.8	1,989.4	<b>年增长率</b>					
减: 营业成本	319.9	457.8	766.1	997.8	1,338.7	营业收入增长率	9.5%	51.9%	74.2%	32.2%	34.6%
营业税费	1.8	3.2	6.9	7.6	10.9	营业利润增长率	-126.2	-184.8	610.1%	40.5%	51.4%
销售费用	33.4	44.6	75.9	106.7	139.0	净利润增长率	-118.9	-303.2	338.9%	39.9%	53.7%
管理费用	69.2	99.5	163.7	229.3	302.9	EBITDA 增长率	-63.4%	317.1%	75.8%	22.6%	33.0%
财务费用	9.3	22.3	26.3	29.3	36.6	EBIT 增长率	-106.8	-1143.1	208.6%	32.9%	45.6%
资产减值损失	2.1	5.1	4.0	3.8	4.3	NOPLAT 增长率	-107.2	-1156.5	203.2%	33.0%	45.2%
加: 公允价值变动收益	0.4	-1.7	-1.0	0.2	0.2	投资资本增长率	35.4%	34.7%	28.6%	3.9%	18.3%
投资和汇兑收益	0.6	3.4	1.3	1.8	2.2	净资产增长率	2.3%	36.2%	6.4%	6.2%	7.3%
<b>营业利润</b>	-12.5	10.6	75.0	105.3	159.5						
加: 营业外净收支	2.9	5.5	3.9	4.1	4.5						
<b>利润总额</b>	-9.5	16.0	78.9	109.4	164.0						
减: 所得税	-0.9	1.3	7.5	10.3	15.8						
<b>净利润</b>	-8.2	16.6	72.8	101.8	156.5						
资产负债表						盈利能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率	24.3%	28.6%	31.5%	32.5%	32.7%
<b>货币资金</b>	125.5	291.5	89.4	118.2	159.2	营业利润率	-2.9%	1.6%	6.7%	7.1%	8.0%
交易性金融资产	0.4	-	0.1	0.2	0.1	净利润率	-1.9%	2.6%	6.5%	6.9%	7.9%
应收帐款	189.1	246.4	632.2	781.1	824.7	EBITDA/营业收入	5.1%	13.9%	14.0%	13.0%	12.9%
应收票据	13.5	9.3	49.2	27.1	65.4	EBIT/营业收入	-0.7%	5.1%	9.1%	9.1%	9.9%
预付帐款	73.7	70.0	286.8	108.3	416.2	偿债能力					
存货	278.3	365.1	557.8	733.3	1,008.7	资产负债率	34.9%	33.8%	41.2%	41.0%	48.2%
其他流动资产	30.7	139.9	62.4	77.7	93.3	负债权益比	53.7%	51.1%	70.2%	69.6%	93.2%
可供出售金融资产	31.5	80.4	42.5	51.5	58.1	流动比率	1.35	1.42	1.51	1.58	1.77
持有至到期投资	-	-	-	-	-	速动比率	0.82	0.96	1.01	0.95	1.08
长期股权投资	-	30.4	30.4	30.4	30.4	利息保障倍数	-0.34	1.47	3.85	4.59	5.36
投资性房地产	-	-	-	-	-	营运能力					
固定资产	716.5	815.4	800.0	789.0	777.0	固定资产周转天数	368	430	260	194	142
在建工程	37.7	49.0	66.7	81.8	84.3	流动营业资本周转天数	273	271	283	287	263
无形资产	213.8	230.2	218.6	207.0	195.3	流动资产周转天数	579	515	451	429	399
其他非流动资产	154.4	171.5	157.3	162.2	158.9	应收帐款周转天数	160	122	142	172	145
<b>资产总额</b>	1,865.2	2,498.9	2,993.4	3,167.8	3,871.6	存货周转天数	173	181	149	157	158
短期债务	234.1	514.1	613.7	620.7	667.1	总资产周转天数	1,404	1,225	885	750	637
应付帐款	115.8	113.1	197.7	268.6	343.9	投资资本周转天数	969	861	649	563	465
应付票据	27.5	15.3	68.2	42.9	97.1	费用率					
其他流动负债	147.5	145.2	230.5	237.9	338.9	销售费用率	7.9%	7.0%	6.8%	7.2%	7.0%
长期借款	110.6	30.4	106.7	109.2	398.5	管理费用率	16.4%	15.5%	14.6%	15.5%	15.2%
其他非流动负债	16.2	27.6	17.6	20.4	21.8	财务费用率	2.2%	3.5%	2.4%	2.0%	1.8%
<b>负债总额</b>	651.6	845.6	1,234.4	1,299.8	1,867.4	三费/营业收入	26.5%	25.9%	23.8%	24.7%	24.0%
少数股东权益	68.1	70.3	69.1	66.4	58.3	投资回报率					
股本	160.0	600.0	674.0	674.0	674.0	ROE	-0.7%	1.0%	4.3%	5.7%	8.0%
留存收益	993.5	985.5	1,016.0	1,127.5	1,271.9	ROA	-0.5%	0.6%	2.4%	3.1%	3.8%
<b>股东权益</b>	1,213.6	1,653.3	1,759.0	1,867.9	2,004.1	ROIC	-0.3%	2.3%	5.2%	5.4%	7.5%
现金流量表						分红指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	DPS(元)	0.00	0.01	0.01	-0.00	0.03
净利润	-8.7	14.8	72.8	101.8	156.5	分红比率	-39.2%	30.8%	6.1%	-0.8%	12.0%
加: 折旧和摊销	26.4	59.8	55.6	57.7	59.8	股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%
资产减值准备	2.1	5.1	-	-	-						
公允价值变动损失	-0.4	1.7	-1.0	0.2	0.2						
财务费用	13.3	28.9	26.3	29.3	36.6						
投资损失	-0.6	-3.4	-1.3	-1.8	-2.2						
少数股东损益	-0.5	-1.8	-1.3	-2.7	-8.3						
营运资金的变动	-100.2	-293.9	-498.2	-100.8	-448.0						
<b>经营活动产生现金流量</b>	-32.7	-92.6	-347.2	83.7	-205.5						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-301.5	-349.9	-7.4	-57.5	-42.9						
<b>融资活动产生现金流量</b>	217.4	611.9	152.5	2.6	289.3						
业绩和估值指标											
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	-0.01	0.02	0.11	0.15	0.23
						BVPS(元)	1.70	2.35	2.51	2.67	2.89
						PE(X)	-1,140.	561.2	127.8	91.4	59.5
						PB(X)	8.1	5.9	5.5	5.2	4.8
						P/FCF	-100.0	-43.7	-32.4	260.9	144.4
						P/S	22.0	14.5	8.3	6.3	4.7
						EV/EBITDA	110.8	94.8	62.9	51.2	39.6
						CAGR(%)	-325.2	115.7%	17.9%	-325.2	115.7%
						PEG	3.5	4.9	7.1	-0.3	0.5
						ROIC/WACC	-0.0	0.2	0.5	0.6	0.8

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)