

雪人股份(002639.SZ)

制冷空调设备行业

评级：买入 维持评级

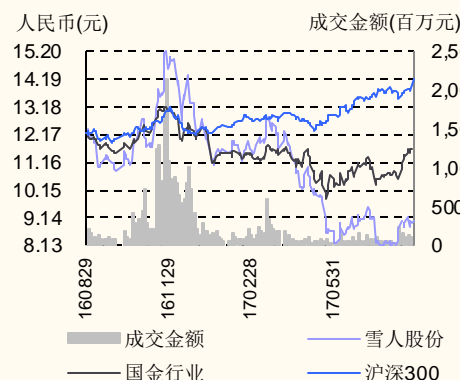
公司点评

市场价格(人民币): 9.04 元  
目标价格(人民币): 14.00-16.00 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) 438.34  
总市值(百万元) 6,093.62  
年内股价最高最低(元) 15.20/8.13  
沪深 300 指数 3842.71  
深证成指 10809.74



## 相关报告

1.《加大布局制冷产品与压缩机业务，增持计划体现长期发展信心-雪人...》，2016.9.22

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

卞晨晔 联系人  
biancy@gjzq.com.cn

## 营收增长盈利提升，加快布局氢能源领域

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.028	0.049	0.088	0.133	0.174
每股净资产(元)	2.64	3.37	3.78	3.92	4.09
每股经营性现金流(元)	-0.16	-0.01	0.36	0.22	0.26
市盈率(倍)	435.82	251.45	102.73	67.79	51.93
行业优化市盈率(倍)	23.53	23.53	23.53	23.53	23.53
净利润增长率(%)	-303.23%	99.41%	79.45%	51.54%	30.54%
净资产收益率(%)	1.05%	1.45%	2.33%	3.40%	4.26%
总股本(百万股)	600.00	674.07	674.07	674.07	674.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩概述

2017 上半年，公司实现营业收入 4.17 亿元，同比增长 17.87%，归属上市公司股东的净利润 1079.7 万元，同比增长 382%。

## 经营分析

- **压缩机业务发力及佳运油气并表，公司上半年收入增长盈利提升。**今年上半年营收同比增长 18%，归母净利润同比增长 382%，主要增长点在于两个子板块：一是压缩机及中央空调系统收入增长，二是子公司佳运油气纳入合并报表，油气技术服务收入大幅增长。从费用端来看，期间费用随着销售规模的扩大同比上升，其中销售费用 2926 万、同比增长 42.5%，主要系销售人员人工成本、运输成本增加及佳运油气并表所致；财务费用 1907 万、同比增长 116%，主要系利息支出及汇兑损益增加所致。分产品来看，油气技术服务产品实现营收 1.13 亿元，同比增长 184.12%；压缩机板块实现营收 1.09 亿元，同比增长 42.25%；中央空调系统实现营收 5694 万元，同比增长 33.49%；制冰产品实现营收 1.38 亿元，同比下降 28.9%。整体来看，公司产品下游回暖，全年经营业绩有望进一步提升。
- **制冰设备龙头地位稳定，加大在冰雪运动领域业务拓展。**公司在制冰设备行业市场份额稳定，产品主要用于冷链物流、商超、食品加工、化工、混凝土冷却等领域。随着北京 2022 年冬奥会临近，国内冰雪运动进入快速发展期，公司利用制冷技术优势，加大冰雪体育运动业务拓展。目前已完成了鸟巢冰壶馆、中华世纪坛滑冰馆等多个冰雪项目的建设。我们认为随着冷链物流需求的增长，以及冰雪项目建设的增加，公司制冰设备收入有望企稳回升。
- **压缩机渐成核心业务板块，高温热泵产品可替代燃煤锅炉。**公司通过收购瑞典 SRM 和意大利 RefComp，掌握了压缩机核心技术，成为国际制冷领域的高端设备制造商和系统解决方案供应商，上半年压缩机板块收入实现高速增长，逐步成为公司业绩快速增长的核心业务。在节能环保领域，公司研发的氨热泵机组已成功应用于德国施特劳宾能源站集中供暖项目，产品性能稳定，节能环保优势明显；公司高温热泵产品可完全替代锅炉，将在北方地区，尤其是京津冀地区重点开拓高温热泵机组产品。
- **掌握燃料电池压缩机技术，加快布局氢燃料电池领域。**报告期内，公司联合清华大学、宇通客车、安泰科技、上海交通大学等 12 家企业高校，以中国

船舶重工集团公司第七一二研究所为依托单位，承担的《快速动态响应燃料电池发动机研发项目》入选国家重点研发计划“新能源汽车”重点专项拟立项的 2017 年度项目公示清单。公司现已掌握燃料电池空气供应系统、氢气循环泵等核心技术，并加快在氢能源领域的技术研发和应用，报告期内与专业投资机构通过产业并购基金认购了加拿大氢燃料电池生产商 Hydrogenics 公司不超过 17.6% 股权，以抢占新技术制高点，完善氢能和燃料电池产业链。

### 盈利预测

- 我们预测 2017-2019 年公司营业收入 10.8/13.1/15.5 亿元，分别同比增长 34%/21%/18%；归母净利润 59/90/117 百万元，分别同比增长 79%/52%/31%；EPS 分别为 0.088/0.13/0.17 元，对应 PE 分别为 102/67/51 倍。

### 投资建议

- 我们认为公司是全球制冰设备行业的龙头企业，掌握压缩机核心技术；考虑到氢能和燃料电池领域的广阔发展前景，公司加快新能源领域的战略布局。维持公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 14~16 元。

### 风险提示

- 制冷设备需求不足、压缩机行业竞争加剧、氢燃料电池进展不达预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>422</b>	<b>641</b>	<b>811</b>	<b>1,083</b>	<b>1,308</b>	<b>1,545</b>
增长率		51.9%	26.5%	33.5%	20.8%	18.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>-320</b>	<b>-458</b>	<b>-578</b>	<b>-789</b>	<b>-955</b>	<b>-1,120</b>
<b>%销售收入</b>	<b>75.7%</b>	<b>71.4%</b>	<b>71.2%</b>	<b>72.9%</b>	<b>73.0%</b>	<b>72.5%</b>
<b>毛利</b>	<b>102</b>	<b>184</b>	<b>233</b>	<b>294</b>	<b>353</b>	<b>425</b>
<b>%销售收入</b>	<b>24.3%</b>	<b>28.6%</b>	<b>28.8%</b>	<b>27.1%</b>	<b>27.0%</b>	<b>27.5%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.1%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-33</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>	<b>-61</b>	<b>-73</b>	<b>-85</b>
<b>%销售收入</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.0%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.5%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-69</b>	<b>-99</b>	<b>-125</b>	<b>-146</b>	<b>-183</b>	<b>-216</b>
<b>%销售收入</b>	<b>16.4%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.4%</b>	<b>13.5%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.0%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-2</b>	<b>36</b>	<b>53</b>	<b>74</b>	<b>81</b>	<b>107</b>
<b>%销售收入</b>	<b>n.a</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.9%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-9</b>	<b>-22</b>	<b>-22</b>	<b>-17</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
<b>%销售收入</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
<b>%税前利润</b>	<b>-5.9%</b>	<b>21.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.7%</b>
<b>营业利润</b>	<b>-12</b>	<b>11</b>	<b>26</b>	<b>56</b>	<b>90</b>	<b>119</b>
<b>营业利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>5.2%</b>	<b>6.8%</b>	<b>7.7%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
<b>税前利润</b>	<b>-10</b>	<b>16</b>	<b>31</b>	<b>62</b>	<b>97</b>	<b>127</b>
<b>利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>5.7%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.2%</b>
<b>所得税</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>
<b>所得税率</b>	<b>n.a</b>	<b>7.9%</b>	<b>4.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>-9</b>	<b>15</b>	<b>30</b>	<b>56</b>	<b>87</b>	<b>114</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-8</b>	<b>17</b>	<b>33</b>	<b>59</b>	<b>90</b>	<b>117</b>
<b>净利率</b>	<b>n.a</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.1%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.6%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>-9</b>	<b>15</b>	<b>30</b>	<b>56</b>	<b>87</b>	<b>114</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>非现金支出</b>	<b>27</b>	<b>62</b>	<b>82</b>	<b>102</b>	<b>97</b>	<b>97</b>
<b>非经营收益</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-64</b>	<b>-196</b>	<b>-133</b>	<b>73</b>	<b>-32</b>	<b>-30</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-96</b>	<b>-6</b>	<b>239</b>	<b>149</b>	<b>176</b>
<b>资本开支</b>	<b>-235</b>	<b>-157</b>	<b>-313</b>	<b>463</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>
<b>投资</b>	<b>-67</b>	<b>-194</b>	<b>-227</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-301</b>	<b>-350</b>	<b>-540</b>	<b>464</b>	<b>-76</b>	<b>-74</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>418</b>	<b>445</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>242</b>	<b>225</b>	<b>56</b>	<b>-525</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-27</b>	<b>192</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>217</b>	<b>612</b>	<b>474</b>	<b>-333</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-119</b>	<b>166</b>	<b>-72</b>	<b>370</b>	<b>65</b>	<b>95</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>126</b>	<b>291</b>	<b>231</b>	<b>601</b>	<b>665</b>	<b>760</b>
<b>应收款项</b>	<b>203</b>	<b>256</b>	<b>436</b>	<b>371</b>	<b>413</b>	<b>488</b>
<b>存货</b>	<b>278</b>	<b>365</b>	<b>410</b>	<b>368</b>	<b>392</b>	<b>460</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>105</b>	<b>210</b>	<b>224</b>	<b>247</b>	<b>272</b>	<b>297</b>
<b>流动资产</b>	<b>711</b>	<b>1,122</b>	<b>1,302</b>	<b>1,587</b>	<b>1,743</b>	<b>2,005</b>
<b>%总资产</b>	<b>38.1%</b>	<b>44.9%</b>	<b>39.1%</b>	<b>51.9%</b>	<b>54.4%</b>	<b>58.0%</b>
<b>长期投资</b>	<b>31</b>	<b>111</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>
<b>固定资产</b>	<b>754</b>	<b>864</b>	<b>1,046</b>	<b>1,066</b>	<b>1,084</b>	<b>1,098</b>
<b>%总资产</b>	<b>40.4%</b>	<b>34.6%</b>	<b>31.4%</b>	<b>34.8%</b>	<b>33.8%</b>	<b>31.7%</b>
<b>无形资产</b>	<b>315</b>	<b>355</b>	<b>795</b>	<b>224</b>	<b>197</b>	<b>174</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,154</b>	<b>1,377</b>	<b>2,028</b>	<b>1,473</b>	<b>1,463</b>	<b>1,454</b>
<b>%总资产</b>	<b>61.9%</b>	<b>55.1%</b>	<b>60.9%</b>	<b>48.1%</b>	<b>45.6%</b>	<b>42.0%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,865</b>	<b>2,499</b>	<b>3,329</b>	<b>3,060</b>	<b>3,206</b>	<b>3,460</b>
<b>短期借款</b>	<b>278</b>	<b>583</b>	<b>551</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>应付款项</b>	<b>228</b>	<b>184</b>	<b>237</b>	<b>235</b>	<b>284</b>	<b>334</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>58</b>	<b>147</b>
<b>流动负债</b>	<b>525</b>	<b>788</b>	<b>843</b>	<b>308</b>	<b>368</b>	<b>506</b>
<b>长期贷款</b>	<b>111</b>	<b>30</b>	<b>117</b>	<b>117</b>	<b>117</b>	<b>118</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
<b>负债</b>	<b>652</b>	<b>846</b>	<b>990</b>	<b>447</b>	<b>507</b>	<b>646</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,145</b>	<b>1,583</b>	<b>2,274</b>	<b>2,550</b>	<b>2,640</b>	<b>2,757</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>68</b>	<b>70</b>	<b>66</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>57</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,865</b>	<b>2,499</b>	<b>3,329</b>	<b>3,060</b>	<b>3,206</b>	<b>3,460</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.051	0.028	0.049	0.088	0.133	0.174
每股净资产	7.159	2.638	3.373	3.783	3.916	4.090
每股经营现金净流	-0.216	-0.160	-0.009	0.355	0.221	0.261
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-0.71%	1.05%	1.45%	2.33%	3.40%	4.26%
总资产收益率	-0.44%	0.66%	0.99%	1.94%	2.80%	3.39%
投入资本收益率	-0.11%	1.47%	1.69%	2.44%	2.56%	3.26%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.51%	51.87%	26.47%	33.52%	20.78%	18.12%
EBIT增长率	N/A	-1914.0%	47.04%	38.40%	9.69%	32.42%
净利润增长率	-118.9%	-303.23%	99.41%	79.45%	51.54%	30.54%
总资产增长率	30.45%	33.98%	33.23%	-8.08%	4.78%	7.90%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	146.0	112.5	140.9	110.0	100.0	100.0
存货周转天数	232.1	256.5	244.9	170.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	64.0	63.4	78.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	619.3	464.0	377.3	272.6	222.2	184.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	21.66%	19.49%	18.68%	-17.56%	-19.39%	-21.94%
EBIT利息保障倍数	-0.2	1.6	2.4	4.4	-16.2	-16.2
资产负债率	34.94%	33.84%	29.72%	14.61%	15.80%	18.66%

**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	2	3	3	3
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	1.00	1.00	1.00	1.00

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。

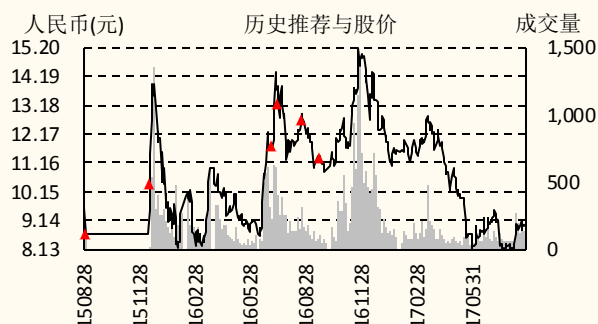
最终评分与平均投资建议对照：

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

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-31	买入	28.80	60.00~60.00
2	2015-12-16	买入	9.50	16.00~16.00
3	2016-07-04	买入	11.67	14.00~16.00
4	2016-07-15	买入	13.82	16.00~16.00
5	2016-08-22	买入	12.68	14.00~16.00
6	2016-09-22	买入	11.40	14.00~16.00

来源：国金证券研究所


**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 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。

**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为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。

本报告仅限于中国大陆使用。

**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