



东莞证券

DONGGUAN SECURITIES

机械行业

国内制冰设备及制冰系统龙头企业

雪人股份（002639）新股报告

合理价格：13.3-14.8 元

风险评级：一般风险

2011 年 11 月 14 日

投资要点：

- ◇ **公司基本情况：**公司是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商，主营业务包括制冰、储冰、送水设备及系统的研发、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。产品主要包括制冰系统、片冰机、冷水机等制冰设备、自动储冰库、送冰系统、螺旋空冷器等制冰系统辅助设备。
- ◇ **行业背景：**制冰下游应用广泛，包括食品加工、冷链物流、核电、建筑、制药医疗等，应用领域广泛，涉及行业众多。09年国内工商业制冰机市场总需求量超过20亿元人民币，其中工业用制冰机及系统约12亿，商业制冰机需求约8亿人民币。随着科技进步、环保及安全生产、对生活品质的提升，制冰设备应用范围有望继续增长，预计需求量近年内仍将保持20%的增长，另外，新兴流态冰机、冷冻干燥系统等设备成熟，将进一步扩大制冰设备市场。
- ◇ **竞争优势：**公司自设立起，始终致力于制冰设备关键生产技术的研发，拥有片冰机、蒸发器、送冰分路阀、降幕式冷水机等关键设备的自主研发能力，掌握了螺旋刮冰刀、冰水分离技术等制冰设备的关键生产技术。积极扩张新兴应用领域，拥有冰储能装置、真空制冰机、大型流态冰机等潜力较大的储备项目。
- ◇ **募集资金用途：**募投资金主要用于投向高效节能制冰系统生产基地建设项目和技术研发中心项目。募投项目的建设期为两年，项目完成后，公司新增制冰设备产能1573台/套，达产后制冰设备产能合计为2913台/套。
- ◇ **估值情况：**预测公司2011、2012、2013年EPS分别为0.53元、0.69元和0.87元，给予公司2011年25-28倍市盈率，对应价格为13.3-14.8元。

公司主要财务指标预测表

单位（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	265.96	300.54	378.68	477.13
同比%	33.27%	13.00%	26.00%	26.00%
归属母公司净利润	80.05	84.17	111.05	139.89
同比%	13.67%	5.15%	31.94%	25.97%
毛利率%	46.84%	44.50%	45.00%	45.00%
ROE%	28.00%	11.00%	13.00%	15.00%
每股收益(元)	0.50	0.53	0.69	0.87
每股净资产(元)	1.79	4.78	5.34	5.83

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

莫景成

SAC 执业证书编号：

S0340510120005

电话：0769-22119441

邮箱：mjc@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	-
申购日期	2011-11-18
发行股份（万股）	4000
IPO 后总股本(万股)	16000
发行市盈率（倍）	-
申购上限（股）	-
上限资金（万元）	-

估值与投资建议

※ 公司的募投项目主要包括：

1) 高效节能制冰系统生产基地，项目计划建设周期为2年，项目完成后公司新增制冰设备产能1573台/套，其中生产制冰系统43台/套，工业制冰机580台/套，高端商业制冰机850台/套，冷水机100台/套，将大幅缓解公司产能不足的压力，进一步提高市场占有率。

2) 技术研发中心建设项目，主要方向为新产品、新技术的开发与应用，提高制冰机加工水平。提高制冰机能效水平，研发环保制冷剂的应用，不断完善制冰机标准化体系等。

※ 公司2010年制冰设备产能为1340台/套（其中制冰系统35套），募投项目建设周期为2年，达产后制冰设备产能合计为2913台/套（制冰系统78套，制冰机2680台/套）。

※ 随着产能的增长，公司毛利率将有所下降，人工成本和原材料波动也对毛利率造成一定影响。

具体分业务预测如下：

表 1：分业务预测结果

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
制冰成套系统						
收入（万元）	8649.78	9591.75	14393.45	15832.80	20582.63	26757.42
增长率（%）		11%	50%	10%	30%	30%
毛利率（%）	54.97%	60.25%	52.70%	45.00%	48.00%	48.00%
毛利（万元）	4754.78	5779.03	7585.35	7124.76	9879.66	12843.56
片冰机						
收入（万元）	8148.81	6637.01	7679.08	8600.57	10320.68	12384.82
增长率（%）		-19%	16%	12%	20%	20%
毛利率（%）	46.26%	40.20%	38.62%	41.00%	38.00%	38.00%
毛利（万元）	3769.64	2668.08	2965.66	3526.23	3921.86	4706.23
冷水机						
收入（万元）	1110.28	1626.72	2008.68	2410.42	2892.50	3471.00
增长率（%）		47%	23%	20%	20%	20%
毛利率（%）	49.71%	51.84%	25.69%	48.00%	45.00%	45.00%
毛利（万元）	551.92	843.29	516.03	1157.00	1301.62	1561.95
其他冰机产品						
收入（万元）	967.06	1927.47	1764.30	2470.02	3211.03	4174.33
增长率（%）		99%	-8%	40%	30%	30%
毛利率（%）	55.86%	57.90%	48.05%	52.57%	48.00%	48.00%
毛利（万元）	540.20	1116.01	847.75	1298.49	1541.29	2003.68
合计收入（万元）	18,875.9	19,783.0	25,845.5	29,313.8	37,006.8	46,787.6
增长率（%）		4.81%	30.65%	13.42%	26.24%	26.43%
合计毛利（万元）	9,616.5	10,406.4	11,914.8	13,106.5	16,644.4	21,115.4
综合毛利率（%）	50.95%	52.60%	46.10%	44.71%	44.98%	45.13%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

我们预计2011-2013年营收增长率为13%、26%、26%；2011年毛利为44.5%，随着产能扩大，12年-13年毛利率下降至45%左右。预测得到公司2011-13年的收入分别为3.01亿、3.79亿和4.77亿元；归属于母公司的净利润分别为8417万、1.11亿和1.40亿元，对应EPS分别为0.53元、0.69元和0.87元。预测如下表：

表 2：利润预测表

科目(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	199.57	265.96	300.54	378.68	477.13
营业总成本	119.49	175.25	205.22	252.63	318.05
营业成本	94.47	141.38	166.80	208.27	262.42
营业税金及附加	0.84	1.29	1.35	1.70	2.15
销售费用	7.18	10.30	13.52	15.15	19.09
管理费用	15.43	19.04	22.54	26.51	33.40
财务费用	0.53	3.61	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.05	-0.37	1.00	1.00	1.00
其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	80.08	90.78	95.32	126.05	159.08
加 营业外收入	2.59	3.20	4.00	5.00	6.00
减 营业外支出	0.08	0.11	0.30	0.40	0.50
利润总额	82.58	93.86	99.02	130.65	164.58
减 所得税	12.16	13.82	14.85	19.60	24.69
实际所得税率	14.72%	14.72%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	70.42	80.05	84.17	111.05	139.89
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	70.42	80.05	84.17	111.05	139.89
最新总股本(万股)	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
基本每股收益(元)	0.44	0.50	0.53	0.69	0.87

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

相对估值法

我们选取业务与公司类似的制冷设备上市公司于公司进行比较，从2011年的估值看到，估值水平在25-30倍之间，其中以制造压缩机为主的创业板公司开山股份估值最高位30倍，平均估值为28倍，综合考虑公司已经为国内最大的制冷设备制造商后续成长，我们选择25-28倍市盈率区间来进行相对估值，对应价格为13.3-14.8元。

表 3：可比公司估值

代码	简称	收盘价	总股本	EPS			PE		
		2011/11/13	(百万)	2011	2012	2013	2011	2012	2013
002158.SZ	汉钟精机	18.47	218.07	0.74	0.93	1.16	24.96	19.86	15.92

300257.SZ	开山股份	65.10	143.00	2.14	2.91	3.77	30.42	22.37	17.27
000811.SZ	烟台冰轮	13.60	394.60	0.47	0.68	0.91	28.94	20.00	14.95
000530.SZ	大冷股份	10.64	350.01	0.41	0.43	0.52	25.95	24.74	20.46
行业平均							27.57	21.74	17.15

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

投资建议

预测公司2011、2012、2013年EPS分别为0.53元、0.69元和0.87元。我们选取业务与公司类似的制冷设备上市公司于公司进行比较，从2011年的估值看到，估值水平在25-30倍之间，其中以制造压缩机为主的创业板公司开山股份估值最高位30倍，平均估值为28倍，综合考虑公司已经为国内最大的制冷设备制造商后续成长，我们选择25-28倍市盈率区间来进行相对估值，对应价格为13.3-14.8元。

风险因素

- （1）宏观经济波动，导致行业景气度下降；
- （2）行业竞争加剧，导致毛利率下降。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430