

雪人股份(002639)新股定价

“小池塘”里的大鲤鱼

制冷设备

定价区间
16.20-18.50 元

发布时间：2011 年 12 月 2 日

投资要点：

- **公司专注于制冰设备，海外收入近五成。**公司主营制冰、储冰、送冰设备及系统，产品分为制冰系统、片冰机、冷水机等三大类，其中制冰系统对收入和利润贡献最大。2011 年预计收入 3.1 亿，净利润 9000 万元，综合毛利率 45%。
- **建筑、食品、零售是三大下游行业，2012 年增速 20% 左右。**制冰机可应用在多个领域，其中，建筑（混凝土降温）、食品（冷加工、运输）、零售（冷藏）三大行业对制冰设备需求最大，合计超过 85%。
建筑：冷水设备主要在混凝土固化过程中起降温作用。我国混凝土产量增速在 2010 年后开始下降，预计 2012-2013 年下降至 20-25%。公司产品收入近 50% 来源于出口，产品主要集中在混凝土降温领域，出口市场集中在中东、巴西等发展中国家，未来空间较大。
食品：制冰设备主要用于大型冷库、货柜、捕捞船等，冷藏食品产量增加将提高制冰设备的需求，预期未来用于冷冻食品的制冰设备增速将超过 20%。
零售：超市食品冷冻区主要用的是片冰机。随着居民可支配收入增长，用于食品消费的绝对额将上升，将带动超市新开门店数量。预计 2012 年新开门店数量增速在 10-30%。
- **盈利预测与估值：**非募投项目—现有厂区扩建和里仁工业区都将于 2012 年投产，募投项目—高效节能制冰系统 2013 年达产 50%，2014 年全面达产，产能将翻番。预计公司 2011、2012 年 EPS 0.56 元、0.73 元，比较同行业上市公司，我们认为公司 11 年合理 PE 为 29 倍，参考近期中小板新上市公司，相对于公司两年 27% 的 CAGR，PE 可以达到 33 倍，合理价值区间在 16.20-18.50 元/股之间。
- **投资风险：**制冰机市场容量较小，如果不拓展新领域，成长空间有限。矿井用制冰机、冰蓄冷等产品具有局限性，市场前景不确定。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	26,596	33.3%	8,005	13.7%	0.67			
2011E	31,153	12.4%	8,996	12.4%	0.56			
2012E	40,482	29.9%	11,711	30.2%	0.73			
2013E	50,115	23.8%	14,558	24.3%	0.91			

发行数据	2010 年
发行前股本（万股）	12,000
发行数量（万股）	4,000
发行价格（元）	19.80
发行前 EPS（元）	0.72
发行后 EPS（元）	0.54
每股净资产（元）	2.59
发行日期	2011-11-18
上市日期	2011-12-5
主承销商	国都证券

分析师：黄海培
执业证书编号：S0550511080004
TEL: (8621)6337 7000-233
FAX: (8621)6337 3209
Email: huanghp@nesc.cn
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编：200002

内容目录

合理价值区间.....	3
相对估值法-同类上市公司比较：16.2 元/股.....	3
相对估值法-同板块新股比较：18.5 元/股	3
专注于制冰设备领域.....	4
主营制冰设备，海外收入近五成。	4
预计 2012 年下游行业整体需求增速在 20%左右	4
建筑、食品、零售是三大下游行业	4
混凝土需求增速稳步下降.....	5
鲜、冷藏肉产量增速趋于 20%左右.....	5
超市新增门店数量增速波动较大	6
盈利预测	7
2012 年非募投项目投产，2013 年募投项目将使产能翻番	7

合理价值区间

相对估值法-同类上市公司比较：16.20 元/股

公司主要产品为制冰设备，我们选取了 5 家制冷设备生产企业作为比较对象。截至 11 月 14 日，此 5 家上市公司对应 2011 年平均 PE 为 29 倍，2012 年 PE 为 22 倍。结合行业发展前景、公司竞争力和未来成长性，我们认为公司 2011 年合理 PE 为 29X，我们预测雪人股份 2011-2013EPS 为 0.56、0.73、0.91 元，2011-2013 年净利润年均复合增长率 27%。对应全面摊薄 EPS0.56 元，股价为 16.20 元。

表 1：雪人股份可比上市公司

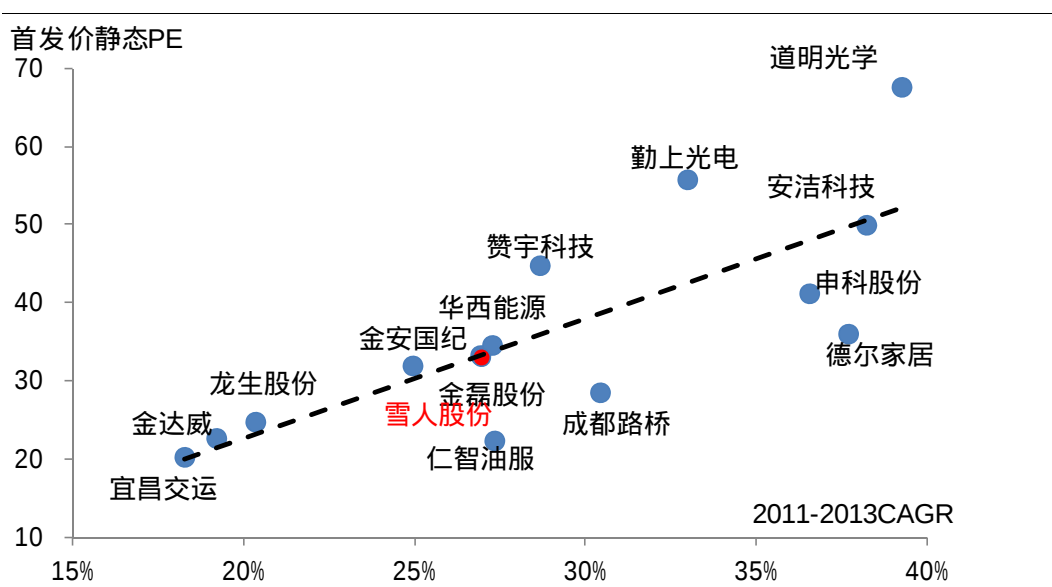
公司	主营业务	收盘价 11 月 15 日	总市值 (亿元)	EPS(全面摊薄)		PE		PB	PS	每股净资产	PEG
				11E	12E	11E	12E	11E	11E	11E	
大冷股份	制冷设备	10.73	38	0.41	0.47	26	23	2.1	2.1	5.3	0.6
烟台冰轮	制冷空调	13.95	54	0.48	0.66	29	21	4.8	3.4	8.4	0.9
汉钟精机	冷冻冷藏	19.72	43	0.77	1.00	25	20	6.0	4.8	4.1	1.2
丹甫股份	冷冻冷藏	12.96	17	0.54	0.75	24	17	2.4	2.5		1.9
依米康	制冷设备	23.51	19	0.57	0.85	41	28	4.2	8.8	4.8	0.9
平均值						29	22	3.9	4.3	5.7	1.1
雪人股份	制冰设备			0.56	0.73						

资料来源：WIND，东北证券

相对估值法-同板块新股比较：18.50 元/股

我们预测雪人股份 2011-2013EPS 为 0.56、0.73、0.91 元，2011-2013 年净利润年均复合增长率 27%。与近期在中小板上市的 14 家公司发行价静态 PE（2011）进行回归比较，发行价对应的静态 PE 可以给予 33 倍估值，EPS0.56 元对应股价 18.50 元。

图 1：发行价静态（2011）PE 与 2011-2013 净利润年均复合增长率



资料来源：WIND，东北证券

专注于制冰设备领域

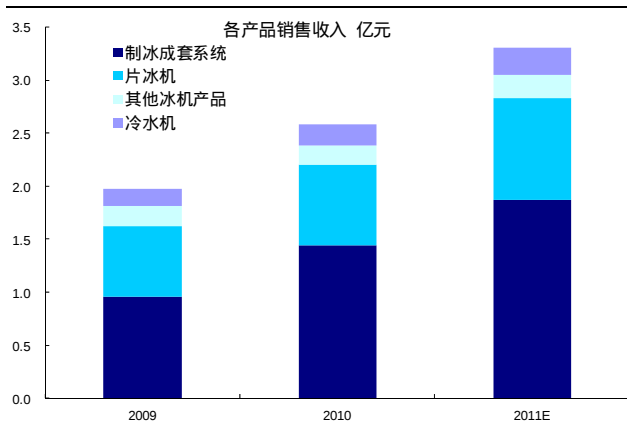
主营制冰设备，海外收入近五成。

公司主营制冰、储冰、送冰设备及系统，产品可分为制冰系统、片冰机、冷水机等三大类，其中制冰系统对收入和利润贡献最大。

产品主要应用于混凝土冷却、食品冷藏、矿井降温等领域。

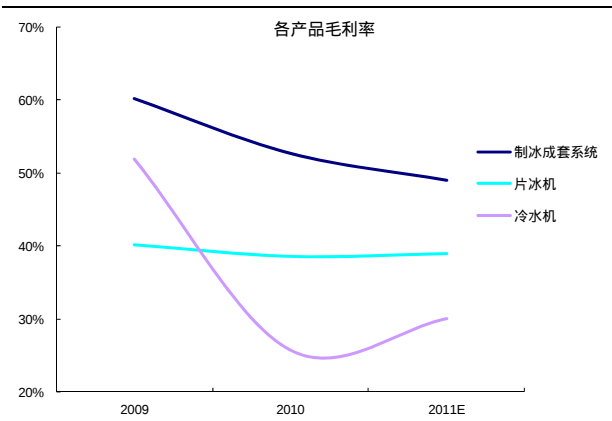
公司 2010 年收入 2.6 亿，净利润 8000 万，综合毛利率 45%。2011 年预计收入 3.1 亿，净利润 9000 万元。

图 2：2009-2011 年各产品收入



资料来源：公司公告，东北证券

图 3：2009-2011 年各产品毛利率



资料来源：公司公告，东北证券

公司产品出口份额近 50%，出口产品随国际市场定价，毛利率比内销产品高出 20 个百分点。

图 4：出口收入占比 (%)

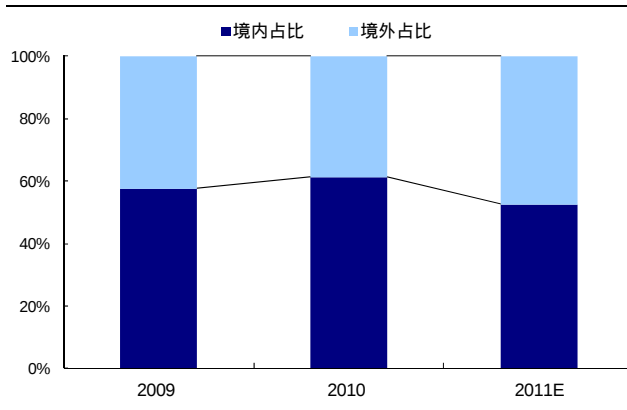
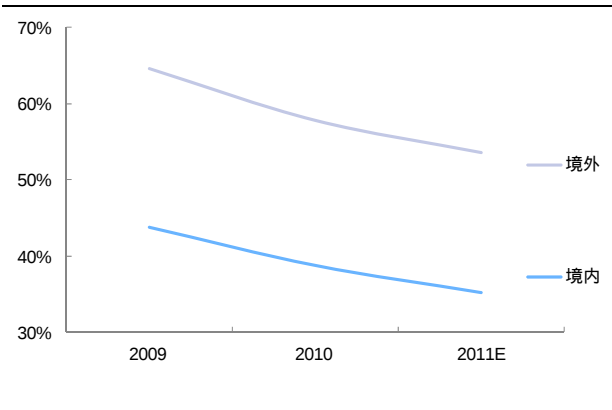


图 5：出口内销毛利率比较



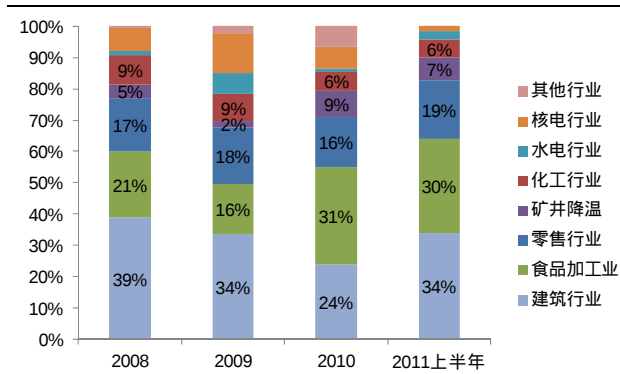
预计 2012 年下游行业整体需求增速在 20%左右

建筑、食品、零售是三大下游行业

据中国制冷学会 2009 年数据，全球制冰设备制冰机市场容量 150-180 亿元，中国市

场容量 20 亿元，其中工业制冰机 12 亿元，商业制冰机 8 亿元。制冰机可应用在多个领域，其中，建筑（混凝土降温）、食品（冷加工、运输）、零售（冷藏）三大行业对制冰设备需求最大，合计超过 85%。

图 6：制冰设备下游需求分部（%）



资料来源：公司公告，东北证券

图 7：下游固定资产投资



资料来源：WIND，东北证券

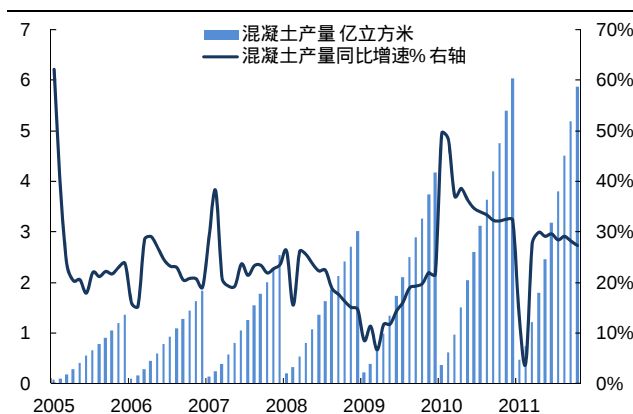
混凝土需求增速稳步下降

冷水设备主要在混凝土固化过程中起降温作用。混凝土凝固时降温不均匀，容易产生内部裂纹，影响建筑质量，而低温水通过管道进入混凝土内部降温，能有效加快内部降温速度。

我国混凝土产量增速在 2010 年后开始下降，预计 2012-2013 年下降至 20-25%。同样，对于用于混凝土降温的冷水机需求增速也将下降至 20% 左右。

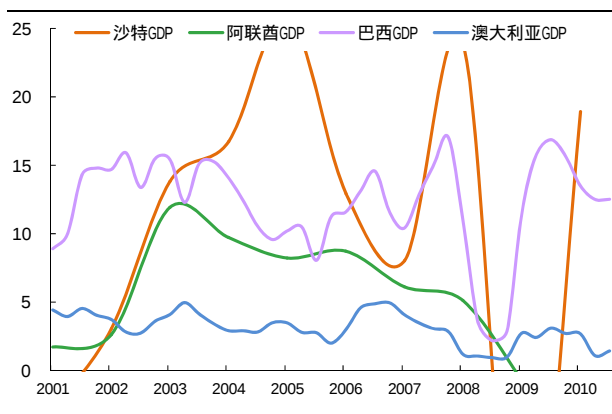
中国出口制冷设备规模约 5 亿元，雪人股份出口约 1 亿元，占 20%。出口地主要集中在沙特、阿联酋、巴西、澳大利亚等国家，且大都用在混凝土降温领域。从进口国 GDP 增速可以看出，巴西作为发展中国家，近几年增速较快，澳大利亚增速相对较慢。而沙特、阿联酋等石油国家，增速波动较大。

图 8：混凝土产量及增速



资料来源：WIND，东北证券

图 9：制冷设备进口国 GDP 增速



资料来源：WIND，东北证券

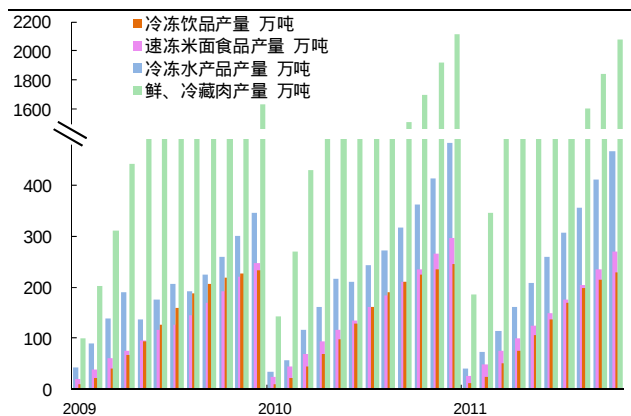
鲜、冷藏肉产量增速趋于 20% 左右

冷藏冷冻食品中，鲜、冷藏肉产量最大，年产量超过 2500 万吨，超过冷冻水产品、冷冻米面食品、冷冻饮料产量的总和（没有单独冷藏肉数据，由鲜、冷藏肉数据来代替）

判断变化趋势)。鲜、冷藏肉在食品消费中有着重要地位，近两年产量同比增速一直居高不下，目前仍有 22%。其他类冷冻食品产量增速波动较大，目前趋势向上，增速都在 20% 左右。

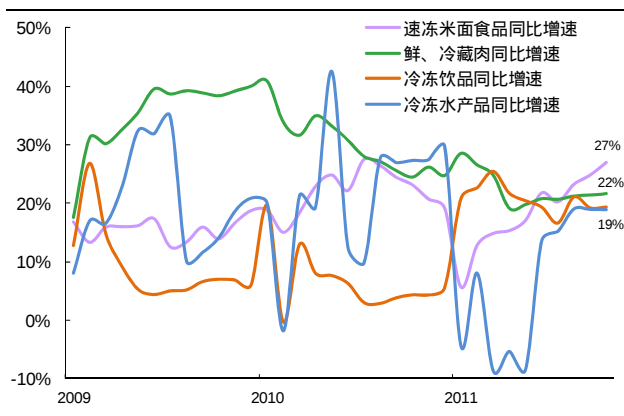
制冰设备主要用于大型冷库、货柜、捕捞船等，冷藏食品产量增加将提高制冰设备的需求，预期未来用于冷冻食品的制冰设备增速将超过 20%。

图 10：冷冻食品产量



资料来源：WIND，东北证券

图 11：冷冻食品产量增速



资料来源：WIND，东北证券

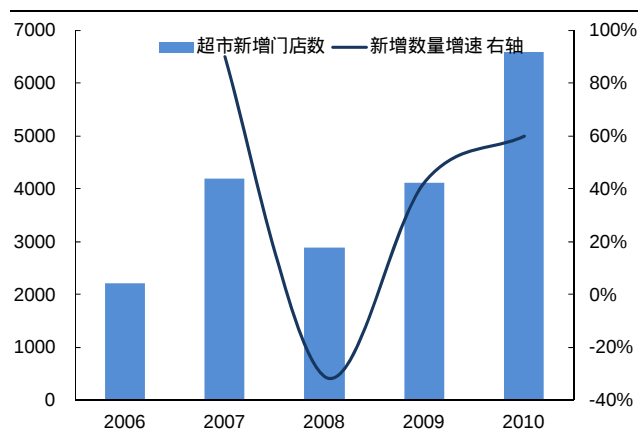
超市新增门店数量增速波动较大

超市中主要用的是片冰机，日产冰量 0.5-6 吨。一般超市冷冻区仅需一台制冰机，因此需求量与超市新增门店数量成正比。

近十年来，随着居民可支配收入上升，食品支出的绝对值也在上升。剔除价格因素，居民食品支出增速近三年来都保持在 4-10%。

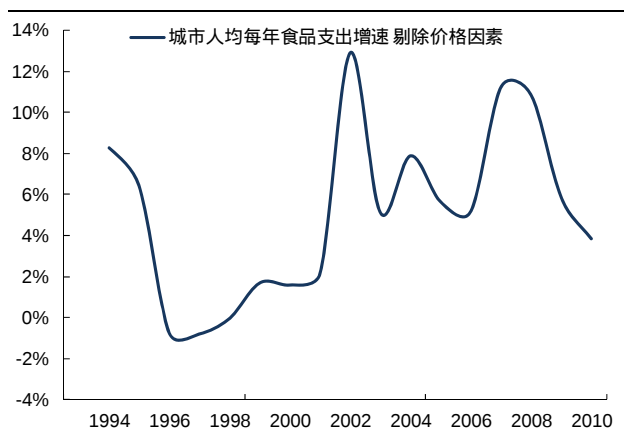
而超市门店数总数在 2010 年突破 3.8 万家，近三年增速 10-15%。但是从新增门店数量增速来看，波动很大，近两年增速到达 40-60%。预计 2012 年新开门店数量增速将回落至 10-30%。

图 12：中国超市新增门店数量及增速



资料来源：公司公告，东北证券

图 13：城市人均年食品支出增速（剔除价格因素）



资料来源：WIND，东北证券

盈利预测

2012 年非募投项目投产，2013 年募投项目将使产能翻番

公司现有产能：制冰系统 50 套，片冰机 1500 台，冷水机 50 台，其他产品（管冰机、块冰机）100 台。募投项目达产后，将新增产能：制冰系统 43 套，冷水机 100 台，制冰机（含片冰机、管冰机、块冰机）1430 台，其中工业用 580 台，商业用 850 台。

表 2：募投项目投资额及完工时间（万元）

募集资金使用项目	投资额	新增收入	新增利润总额	2013	2014
高效节能制冰系统建设项目	38000	40370	13000	达产 50%	达产 100%
研发中心建设项目	5000				
合计	43000				

资料来源：公司公告，东北证券

此外，非募投项目——现有厂区扩建项目和里仁工业区项目都将于 2012 年投产，公司产能瓶颈问题将得以缓解。

公司目前在手订单 2.3 亿，根据交货周期推算，制冰系统交货周期 6-8 个月，冷水机 3 个月，片冰机（管冰机、块冰机）1-2 个月，2012 全年可以达到 4 亿收入。2013 年募投项目达产 50%，收入增长到 5 亿，2014 年募投项目全面达产，收入接近 6 亿。

我们预测雪人股份 2011-2013EPS 为 0.56、0.73、0.91 元，2011-2013 年净利润年均复合增长率 27%。

表 3：各年分产品单价、销量、增速预测

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
制冰系统	收入（万元）	8650	9592	14393	12413	16640	20460	25315
	销量（套）	25	29	40	40	52	66	83
	收入增速		11%	50%	-14%	34%	23%	24%
	单价（万元/套）	346	331	360	310	320	310	305
片冰机	收入（万元）	8149	6637	7679	10435	13500	16000	18250
	销量（台）	1142	1060	1202	1338	1500	2000	2500
	收入增速		-19%	16%	36%	35%	19%	14%
	单价（万元/台）	7	6	6	8	9	8	7
冷水机	收入（万元）	1110	1627	2009	3679	4880	6490	8120
	销量（台）	15	24	34	63	80	110	140
	收入增速		47%	23%	83%	38%	33%	25%
	单价（万元/台）	74	68	59	59	61	59	58
其他产品	收入（万元）	967	1927	1764	4936	5460	7200	8000
	销量（台）	58	98	90	123	130	180	200
	收入增速		99%	-8%	180%	15%	32%	11%
	单价（万元/台）	17	20	20	40	42	40	40
	总收入（万元）	18876	19783	25846	31463	40480	50150	59685

资料来源：公司公告，东北证券

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	55	93	102	138	营业收入	266	312	405	501
应收款项	61	77	98	119	营业成本	141	170	221	274
存货净额	120	135	171	209	营业税金及附加	1	2	2	3
其他流动资产	27	31	40	50	销售费用	10	12	15	19
流动资产合计	262	336	412	516	管理费用	19	24	30	37
固定资产	119	184	252	321	财务费用	4	1	2	2
无形资产及其他	32	29	26	23	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	3	3	3
资产总计	415	550	691	860	营业利润	91	105	137	171
短期借款及交易性金融负债	30	60	61	62	营业外净收支	3	0	0	0
应付款项	38	45	58	71	利润总额	94	105	137	171
其他流动负债	35	41	53	64	所得税费用	14	16	20	25
流动负债合计	102	146	171	198	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	10	21	33	归属于母公司净利润	80	90	117	146
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	2	12	23	35					
负债合计	104	158	194	232					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	311	392	497	628					
负债和股东权益总计	415	550	691	860					

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	80	90	117	146
资产减值准备	(1)	7	3	3
折旧摊销	7	11	16	20
公允价值变动损失	(0)	0	0	0
财务费用	4	1	2	2
营运资本变动	(33)	(14)	(40)	(40)
其它	1	(7)	(3)	(3)
经营活动现金流	53	88	93	125
资本开支	(21)	(80)	(84)	(88)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(21)	(80)	(84)	(88)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	10	11	12
支付股利、利息	(21)	(9)	(12)	(15)
其它融资现金流	(7)	30	1	1
融资活动现金流	(48)	31	0	(1)
现金净变动	(17)	39	9	36
货币资金的期初余额	72	55	93	102
货币资金的期末余额	55	93	102	138
企业自由现金流	32	9	11	39
权益自由现金流	25	48	21	50

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.67	0.56	0.73	0.91
每股红利	0.17	0.06	0.07	0.09
每股净资产	2.59	2.45	3.11	3.93
ROIC	26%	24%	25%	25%
ROE	26%	23%	24%	23%
毛利率	47%	45%	45%	45%
EBIT Margin	35%	34%	34%	35%
EBITDA Margin	38%	38%	38%	39%
收入增长	33%	17%	30%	24%
净利润增长率	14%	12%	30%	24%
资产负债率	25%	29%	28%	27%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.0	1.3	1.2	1.2

资料来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。