

|  |  |
| --- | --- |
| **雪人股份（002639）** | **通用设备/机械设备** |

**发布时间：2016-02-24**

|  |
| --- |
| 证券研究报告/ 公司研究报告 |
| **传统主业稳步增长，全面布局压缩机业务** |

|  |  |
| --- | --- |
|  | **增持** |
| 上次评级 | 初次评级 |

**报告摘要：**

**公司将以压缩机业务为中心，全面延伸产品方向。**公司目前主营业务是为制冰成套系统，未来将以螺杆压缩机产品为中心，延伸到冷链物流设备的仓储、冷藏、新能源和节能环保设备等。

**公司传统主业制冰成套系统收入稳定。**受益于食品加工、核电、零

售超市等行业的快速发展，预计未来公司传统主业制冰成套系统将保持稳定增速。

**延伸螺杆制冷压缩机产业链，提升核心竞争力。**未来螺杆制冷压缩

机市场空间较大，市场规模将快速成长，雪人公司将压缩机装备作为未来核心产业。公司通过资本运作和合作研发的方式与螺杆压缩机鼻祖瑞典 OPCON AB 公司深度合作，通过不断并购国外企业获得核心技术和渠道优势，未来将全面延伸螺杆压缩机业务。

**收购佳运油气，有望切入油气设备。**公司 2015 年末公告，将收购佳

运油气，佳运油气 2016 年、2017 年和 2018 年扣非后归属母公司净

利润分别不低于 3889 万元、4472 万元和 5142 万元。公司通过整合产业链上下游，以佳运油气为支点切入天然气产业市场，扩大压缩机销售规模。

**投资建议与评级：**预计公司 2015~2017 年的收入为 6.36 亿元，11.40

亿元和 13.83 亿元，净利润为 0.16 亿元、1.02 亿元和 1.54 亿元，假设佳运油气 2016 年可以合并半年报表，根据业绩承诺 2016~2017 年贡献净利润为 0.19 亿元和 0.45 亿元，则备考 EPS 为 0.03 元、0.19 元、0.32 元，市盈率为 382.50 倍、52.56 倍、31.98 倍。考虑到未来公司在国内公司中技术领先，中小市值，给予“增持评级”。

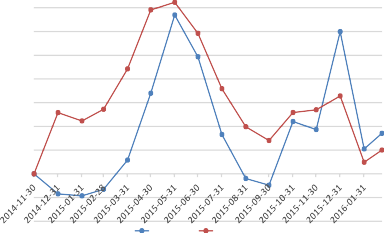
**风险提示：**螺杆压缩机项目建设进度低于预期；螺杆制冷压缩机市

场开拓不利；原材料价格、人工成本上涨；冷链发展低于预期。

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  |  |  |
| **财务摘要（百万元）** | **2013A** | **2014A** | **2015E** | **2016E** | **2017E** |
| **营业总收入（百万）** | **386** | **422** | **636** | **1140** | **1383** |
| **同比%** | **34.62%** | **9.51%** | **50.56%** | **79.23%** | **21.39%** |
| **归属母公司净利润（百** | **43** | **-8** | **16** | **102** | **154** |
| **同比%** | **-37.26%** | **-119.57%** | **293.45%** | **522.28%** | **51.03%** |
| **每股净收益（元）** | **0.27** | **-0.05** | **0.03** | **0.17** | **0.26** |
| **市盈率** | **141.45** | **—** | **373.69** | **60.05** | **39.76** |
| **市净率** | **5.25** | **5.34** | **3.80** | **2.96** | **2.76** |
| **净资产收益率(ROE)** | **3.71%** | **-0.71%** | **1.02%** | **4.94%** | **6.94%** |
| **股息收益率** | **0.00%** | **0.12%** | **0.00%** | **0.00%** | **0.00%** |
| **总股本** | **160** | **160** | **600** | **600** | **600** |

|  |  |
| --- | --- |
| **证券分析师：高鹏** | |
| 执业证书编号： S0550515110004 | |
| (021)20361113 | [gaop@nesc.cn](mailto:gaop@nesc.cn) |

|  |  |
| --- | --- |
| 股票数据 | 2016-2-22 |
| 收盘价（元） | 10.19 |
| 12 个月股价区间（元） | 5.23~16.52 |
| 总市值（百万元） | 5928 |
| 总股本（百万股） | 600.00 |
| A 股（百万股） | 600.00 |
| B 股/H 股（百万股） | 0 |
| 日均成交量（百万股） | 0.2 |



|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 涨跌幅（%） | 1M | 3M | 12M |
| 绝对收益 | 5.96% | -24.97% | 48.43% |
| 相对收益 | 7.07% | 39.78% | -20.17% |

相关报告

|  |
| --- |
| 历史收益率曲线 |
| **80%**  **70%**  **60%**  **50%**  **40%**  **30%**  **20%**  **10%**  **0%**  **-10%**  **-20%**  **应流股份 沪深300** |

**目 录**

1. [公司概况 3](#_TOC_250010)
   1. [公司介绍 3](#_TOC_250009)
   2. [公司业务分析 3](#_TOC_250008)
2. [公司主营制冷业务稳步增长 4](#_TOC_250007)
3. [公司战略转型，全面布局螺杆压缩机业务 5](#_TOC_250006)
   1. [螺杆压缩机市场概述 5](#_TOC_250005)
   2. [多点开花，全面布局螺杆压缩机业务 6](#_TOC_250004)
4. [外延收购佳运油气，产业链进一步拓展 8](#_TOC_250003)
5. [公司有望受益“一带一路”和北京冬奥会 8](#_TOC_250002)
6. [投资建议及盈利预测 9](#_TOC_250001)
7. [风险提示 10](#_TOC_250000)

# 公司概况

## 公司介绍

公司是国内最大的制冰设备及制冰系统生产商和供应商之一。主营业务包括制

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。

|  |
| --- |
| **图 1：公司股权结构** |
|  |
| 数据来源：公司公告 东北证券 |

## 公司业务分析

公司近年营业收入稳步增长，净利润持续下降。营业收入每年的平均增速约

10%~20%左右，公司近年来利润逐年下滑较为严重主要是由于国内经济增速放缓导致需求不足，行业竞争加剧，同时为了转型需要，研发投入和管理费用增加，降低了公司的利润率。

2015 年是公司业绩出现反转的一年。通过不断合作与并购的方式，公司掌握了

压缩机的核心技术，“高效节能制冷压缩机（组）项目”于 2014 年 9 月开始试运

行，当年就实现销售收入 2429 万元。根据 2015 年 3 季报显示，公司实现营收 4.86 亿元，同比增长 78.99%，实现净利润 921.49 万元，同比增长 670.37%，可以看出经营业绩上显现了公司战略转型的成果，压缩机业务的展开将有助于公司盈利能力的回升。

**营业收入（万元）**

**同比(%)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图 2：公司收入与增速** |  | **图 3：公司净利润与增速** |
| **60000 90**  **80**  **50000 70**  **40000 60**  **50**  **30000 40**  **30**  **20000 20**  **10000 10**  **0**  **0 -10**  **2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015Q3** |  | **10000 800**  **700**  **8000 600**  **6000 500**  **400**  **4000 300**  **200**  **2000 100**  **0 0**  **2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015Q3 -100**  **-2000 -200**  **归属母公司股东的净利润（万元） 同比(%)** |
|  |  |  |
|  |  |  |
| 数据来源：Wind 东北证券 |  | 数据来源：Wind 东北证券 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图 4：公司毛利率与净利率** |  | **图 5：公司收入的构成** |
|  |  |  |
| **60**  **50**  **40**  **30**  **20**  **10**  **0**  **2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015Q3**  **-10**  **销售毛利率(%) 销售净利率(%)** |  | **制冰成套系统（万元） 中央空调系统（万元）** |
|  |  |  |
|  |  |  |
| 数据来源：Wind 东北证券 |  | 数据来源：Wind 东北证券 |

**压缩机（万元） 容器产品（万元）**

**公司未来的发展方向：**公司将来会以压缩机产品为中心，逐渐延伸到制冷设备如冷链物流的仓储、冷藏等成套核心设备、新能源和节能环保设备如余热发电设备

等。公司 2015 年收购佳运油气，由于油气行业开采大量采用螺杆压缩机，公司有望以佳运油气作为渠道和平台，将压缩机技术切入油气设备行业。

# 公司主营制冷业务稳步增长

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。公司传统主营业务包括制冰、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。

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **图 6：制冰系统收入情况** |  |  | **图 7：制冰系统的毛利率** |
| **制冰成套设备收入（亿元）**  **3.10**  **3.00**  **2.90**  **2.80**  **2.70**  **2.60**  **2.50**  **2.40**  **2.30**  **2010 2011 2012 2013 2014**  **制冰成套设备收入（亿元）** |  |  | **制冰系统毛利率**  **60%**  **50%**  **40%**  **30%**  **20%**  **10%**  **0%**  **2010 2011 2012 2013 2014** |
|  |  |  |  |
| 数据来源：Wind 东北证券 |  |  | 数据来源：Wind 东北证券 |

公司的传统主业制冰成套系统一直以来收入稳定。2011 年日本核电事故发生后，国内核电站运营商全面升级设备的安全性能，影响了公司的交货速度，2012 年核电业务收入大幅减少。但是公司通过积极开拓管冰机和速冻机等新产品投入市场平缓业绩压力，目前来看，整个制冰成套系统增速较为平稳。在公司战略转型后， 压缩机产品成为主角，随着压缩机业务产能的释放与市场的打开，压缩机产品带来的收入将明显的提高。我们预计未来冷链物流、核电重启与超市制冰机等因素将拉动公司制冰业务发展。

### 消费升级，冷冻鲜食需求大

随着国内生活水平的提高，民众消费升级，对于肉禽蛋、水产品、乳制品、冷饮等易腐蚀食品，以及反季节蔬菜水果消费量显著提高，国内消费食品占比发生较大变化，尤其是在全球采购的大环境下，食品生鲜的国外采购需求增长迅速，给冷链物流提出了新的需求。未来消费升级的诉求将带动冷链行业持续发展，从而拉动对制冰设备的需求。

### 乘核电重启，制冰设备有望爆发

在核电行业，制冰设备主要应用于混凝土搅拌降温，能消除温度应力，防止砼体出现温度裂缝。随着三代核电技术的成熟和环保、稳增长压力的增加，2014 年被暂停了一年的核电审批在 2015 年逐步放开，标志性的事件是 2015 年 2 月红沿河 5、

6 号机组建设获得国务院审批。我们预计今明两年核电产业有望进入高速发展阶段。

《能源发展战略行动计划 2014-2020》指出，2020 年我国核电装机容量约 5800 万千瓦，在建容量预计突破 3000 万千瓦。根据中电联统计，2014 年国内核电机组装机容量为 2025 万千瓦，在建容量约为 2850 万千瓦，距离《计划》8800 万千瓦在

运在建总量缺口为 3925 万千瓦（约 40 台核电机组）。根据单台机组投资约 150 亿

元计算，未来 5 年核电行业规模约 6000 亿元。

|  |
| --- |
| **图 8：核电设备产业链结构图** |
|  |
| 数据来源：互联网 东北证券 |

### 零售超市制冰机需求拉动制冰设备增长

零售超市是制冰机的主要客户来源，对于有水产品、肉制品的超市来说，基本都需要一台制冰机。目前一线城市逐渐趋于饱和，未来的主要消费来源是二三线城市。同时随着生鲜超市的逐渐红火，生鲜超市也是公司的主要的客户来源。

我们认为公司传统制冰机业务将实现稳定增长，主要由于下游的食品加工行业发展较快，核电审批逐步恢复生产，对用于混凝土搅拌降温的制冷设备需求较大， 同时随着“一带一路”兴起，公司的海外项目将逐渐增多。

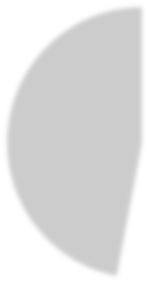
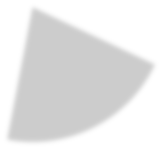
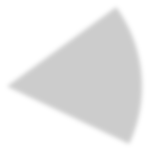
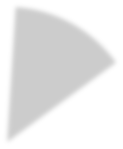
# 公司战略转型，全面布局螺杆压缩机业务

## 螺杆压缩机市场概述

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，代表了未来制冷压缩机行业的发展方向，主要用于大中型冷水机组、工业冷冻及商业制冷领域。

|  |  |
| --- | --- |
| **图 9：螺杆式压缩机占比最高** | **图 10：高端市场被外资垄断** |
| **活塞式**  **1% 涡旋式**  **14%**  **螺杆式 溴化锂吸收式**  **47% 17%**  **离心式**  **21%** |  |
| 数据来源：公司公告 东北证券 | 数据来源：艾肯制冷空调网 东北证券 |

在我国的螺杆制冷压缩机市场上，外资品牌如比泽尔、开利、约克、日立、莱富康、前川等公司占据绝大部分的高端市场份额，中低端市场国产品牌较多，国内的企业有汉钟精机、复盛实业、中意莱富康、烟台冰轮、大冷股份和武汉冷冻机厂等公司生产螺杆制冷压缩机。螺杆制冷压缩机整个行业市场规模约 30 亿元，我们预计随着冷链物流的大发展， 2015~2017 年国内螺杆制冷压缩机市场的需求量增速至少 20%。



## 多点开花，全面布局螺杆压缩机业务

### 与瑞典 SRM 公司合作和收购莱富康压缩机业务进军中高端压缩机市场

公司通过资本运作，已经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。通过收购莱富康相关螺杆压缩机及活塞压缩机业务的相关资产有助于公司获得高端品牌、市场认知度和营销渠道。

### 收购瑞典 OPCOM AB 公司部分股权加强合作

公司耗资 4153 万元人民币，取得 OPCOM AB 公司 17.12%的股权，成为其第二大股东。OPCOM AB 公司的子公司 SRM 公司为雪人公司的合作方，参股 OPCOM AB 有望加强和 SRM 公司在压缩机领域的战略合作关系。

### 设立欧普康能源技术有限公司，开展螺杆发电机业务

2014 年 9 月公司发布公告，和瑞典 OPCOM AB 公司共同投资设立欧普康能源技术有限公司，从事螺杆膨胀发电机业务，可以应用于余热回收等新能源领域。

### 和 OPCON 公司签署《谅解备忘录》收购核心子公司

2015 年 5 月 15 日，公司与 OPCON 签署《谅解备忘录》，收购 OPCON 核心子公司 SRM 和 OES 的全部股权，此次收购完成后，雪人将获得压缩机核心技术， 在工业制冷，节能环保和新能源领域获得发展的平台。

|  |  |
| --- | --- |
|  | **图 11：公司战略转型步伐** |
|  | 2015年5月和  2014年9月公告 瑞典OPCON公与瑞典OPCON 司签署《谅解  2014年2月购买 AB公司合资建 备忘录》，拟  瑞典OPCON公 立欧普康能源 收购SRM和司7.21%的股权 技术有限公司 OES股权  2013年11月  收购意大利莱富康  2013年4月  购买瑞典  OPCON公  司10%股权 |
|  | 数据来源：公司公告 东北证券 |

总体来看，公司通过两条线布局压缩机业务。



### 1、 多方布局制冷压缩机项目，深度挖掘产品价值

**资本运作助力制冷压缩机研发：**通过和 OPCON AB 的子公司 SRM 深度合作，

同时全资收购意大利莱富康公司进军制冷压缩机业务。

**加码制冷压缩机募投项目：**公司 2012 年 6 月公告投资 5.5 亿元建设“高效节能制冷压缩机组产业园”，和 SRM 公司合作研究新型螺杆制冷压缩机。2014 年 2 月公司公告变更将“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。

**制冷压缩机价值深度挖掘：**2014 年 6 月公司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”。预计 2016 年 6 月项目建成

后，公司将具备冷冻冷藏压缩冷凝机组组装及配套能力，达产后增加营业收入 8.7

亿元，净利润 7921 万元。

**制冷压缩机项目开花结果：**2014 年 9 月，公司“高效节能制冷压缩机（组）项目”开始试运行，当年实现收入 2429 万元，占公司营业总收入的 5.75%，预计全面达产后将增加营业收入 12.8 亿元，净利润 2.06 亿元。

### 2、 共建欧普康能源技术公司，开展螺杆发电业务

2014 年 9 月公司发布公告，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，产品适用于余热回收等新能源领域。我们认为公司螺杆发电业务的业绩放量催化剂是国家相关政策措施如发电补贴，购买机组补贴逐渐落地。

我们通过研究 OPCON AB 公司，可以发现雪人是最有可能成为中国的 OPCON AB 公司的企业。OPCON AB 总部在瑞士，主要从事压缩机技术和环境与能源业务两大方面。目前在瑞典、德国和英国拥有三个工业基地，业务覆盖欧洲、美国、拉丁美洲和亚洲地区。OPCON AB 最初是螺杆压缩机设计和引擎点火系统全球领先发动机点火系统，变压器和电子组件业务全球领先。后来 OPCON 逐渐开始战略转型， 发展能源和环境技术领域，通过一系列的战略并购壮大了公司的力量。目前公司已经成为了以余热回收和生物能源为主的可再生能源业务国际化经营平台，集中精力

推进 OPCON 螺杆膨胀机的产业化。OPCON AB 的核心公司，SRM 专注于压缩机型线设计，OES 专注于螺杆膨胀发电业务。

和 OPCON AB 一样，雪人也是通过以收购兼并的方式不断吸收和消化国外的

先进经验，快速获得技术优势，抢占技术制高点。尤其目前雪人和 OPCON AB 签订了《**谅解备忘录**》，有望收购 OPCON AB 的核心公司 SRM 和 OES，我们认为一旦收购成功，雪人将跻身国际螺杆压缩机行业的前列。

# 外延收购佳运油气，产业链进一步拓展

2015 年 12 月公司发布公告，拟以 9.57 元/股发行 2743 万股，并支付现金 2.64 亿元，购买佳运油气 100%股权，交易对价 5.25 亿元；同时拟募集配套资金总额不超过 5.25 亿元。

佳运油气 2016 年、2017 年和 2018 年扣非后归属母公司净利润分别不低于 3889

万元、4472 万元和 5142 万元，三年累计承诺净利润合计不低于 13503 万元。

天然气开采需要大量使用压缩机进行增压，以佳运油气为支点切入天然气产业市场，可以扩大压缩机的市场空间。佳运油气主要从事天然气项目建设、生产运营等专业技术服务，拥有包括天然气压缩机维护在内的专业技术服务团队。客户来自塔里木盆地、四川盆地等国内主要天然气田和非洲、中东等天然气资源丰富的地区。我们认为公司通过此次并购，可以有效切入天然气系统内的下游厂商，为公司压缩机业务的全面发展奠定了基础。

# 公司有望受益“一带一路”和北京冬奥会

### “一带一路”促进公司业务出口

2012 年之前公司国外收入占比增长较快，完成了伊朗塔里干水坝项目、卡塔尔

机场、巴基斯坦上斯瓦特引水工程、多哈机场等多个国外项目。公司海外收入 2012 年达到顶峰，随后一路下滑。未来随着“一带一路”政策的兴起，公司有望进一步加强与东南亚国家的合作，积极开拓市场。

|  |  |
| --- | --- |
| **图 12：公司国外收入占比** | **图 13：雪人股份人工滑雪场系统** |
| **国外市场收入占比**  **50%**  **45%**  **40%**  **35%**  **30%**  **25%**  **20%**  **15%**  **10%**  **5%**  **0%**  **2010 2011 2012 2013 2014 2015H1** |  |
|  |  |
| 数据来源：公司官网 东北证券 | 数据来源：公司官网 东北证券 |

### 冬奥会或将促进我国降雪制冰设备订单爆发

2015 年 7 月 31 日，北京以 44-40 击败对手哈萨克斯坦阿拉木图，赢得 2022 年

第二十四届冬季奥林匹克运动会的举办权。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，雪人股份作为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，项目招标优势明显，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）。

# 投资建议及盈利预测

**关键假设**

我们对公司未来三年的主营业务收入及成本预测基于以下假设：

传统制冰机业务收入将稳定增长，在食品加工行业、核电行业以及海外市场将继续保持较好的发展，需求稳定，公司 2015~2017 年收入增速 7.00%，10.00%和10.00%，毛利率逐渐下降。

中央空调业务未来业绩将逐渐放缓，预计公司中央空调业务 2015~2017 年收入增速 20.00%，20.00%和 12.00%，毛利率保持在 15%左右。

公司的压缩机业务 2016 年后将逐步达产，由于此项业务需求较为旺盛，我们预计公司的压缩机业务 2015~2017 年收入增速 700.00%，230.00%和 30.00%，毛利率 30%，33%和 35%。

公司的其他业务增速下降增长速度，毛利率维持在 25%左右。**表 9：分项业务盈利预测**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **单位：万元** | **2013A** | **2014A** | **2015E** | **2016E** | **2017E** |
| **营业收入** | **38564.33** | **42232.35** | **63585.64** | **113964.42** | **138342.27** |
| **制冰产品** | 30134.00 | 25596.00 | 27387.72 | 30126.49 | 33139.14 |
| **中央空调系统** | 7278.00 | 11853.00 | 14223.60 | 17068.32 | 19116.52 |
| **压缩机** |  | 2429.00 | 19432.00 | 64125.60 | 83363.28 |
| **其他** | 1152.00 | 2354.00 | 2542.32 | 2644.01 | 2723.33 |
| **营业成本** | **26329.24** | **31990.22** | **47595.26** | **82084.24** | **97701.65** |
| **制冰产品** | 19708.00 | 18602.00 | 19993.04 | 22594.87 | 25185.75 |
| **中央空调系统** | 6215.00 | 10092.00 | 12118.51 | 14542.21 | 16287.27 |
| **压缩机** |  | 1745.00 | 13602.40 | 42964.15 | 54186.13 |
| **其他** | 407.00 | 1552.00 | 1881.32 | 1983.01 | 2042.50 |
| **业务收入增速** | **34.62%** | **9.51%** | **50.56%** | **79.23%** | **21.39%** |
| **制冰产品** | 7.73% | -15.06% | 7.00% | 10.00% | 10.00% |
| **中央空调系统** |  | 62.86% | 20.00% | 20.00% | 12.00% |
| **压缩机** |  |  | 700.00% | 230.00% | 30.00% |
| **其他** | 70.67% | 104.34% | 8.00% | 4.00% | 3.00% |
| **综合毛利率** | **31.73%** | **24.25%** | **25.15%** | **27.97%** | **29.38%** |
| **制冰产品** | 34.60% | 27.32% | 27.00% | 25.00% | 24.00% |
| **中央空调系统** | 14.61% | 14.86% | 14.80% | 14.80% | 14.80% |
| **压缩机** |  | 28.16% | 30.00% | 33.00% | 35.00% |
| **其他** | 64.67% | 34.07% | 26.00% | 25.00% | 25.00% |

数据来源：Wind 东北证券

### 相对估值比较:

### 表 10：相似公司估值

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **代码** | **可比公司** | **最新收**  **盘价** | EPS | | | PE | | |
| **2015E** | **2016E** | **2017E** | **2015E** | **2016E** | **2017E** |
|  |  | **相似公司平均 PE** | |  |  | **41.15** | **31.88** | **23.80** |
| **000811.SZ** | **烟台冰轮** | **11.58** | **0.65** | **0.68** | **0.71** | **17.69** | **17.03** | **16.42** |
| **000530.SZ** | **大冷股份** | **16.20** | **0.39** | **0.53** | **0.64** | **41.69** | **30.80** | **25.19** |
| **002158.SZ** | **汉钟精机** | **17.80** | **0.58** | **0.73** | **0.89** | **30.50** | **24.39** | **19.94** |
| **300257.SZ** | **开山股份** | **17.33** | **0.23** | **0.31** | **0.52** | **74.73** | **55.28** | **33.64** |

数据来源：Wind 东北证券

预计公司 2015~2017 年的收入为 6.36 亿元，11.40 亿元和 13.83 亿元，净利润为 0.16 亿元、1.02 亿元和 1.54 亿元，假设佳运油气 2016 年可以合并半年报表，根据业绩承诺 2016~2017 年贡献净利润为 0.19 亿元和 0.45 亿元，则备考 EPS 为 0.03 元、0.19 元、0.32 元，市盈率为 382.50 倍、52.56 倍、31.98 倍。考虑到未来公司在国内公司中技术领先，中小市值，给予“增持评级”。

# 风险提示

螺杆压缩机项目建设进度低于预期；螺杆制冷压缩机市场开拓不利；原材料价格、人工成本上涨；冷链发展低于预期

### 附表：财务报表预测摘要及指标

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **财务与估值指标** | **2014** | **2015E** | **2016E** | **2017E** |
| **每股指标** | |  |  | |
| 每股收益（元） | -0.05 | 0.03 | 0.17 | 0.26 |
| 每股净资产（元） | 7.21 | 2.68 | 3.44 | 3.69 |
| 每股经营性现金流量（元） | -0.20 | 0.04 | -0.16 | 0.22 |
| **成长性指标** |  |  |  |  |
| 营业收入增长率 | 9.51% | 50.56% | 79.23% | 21.39% |
| 净利润增长率 | -119.57% | 293.45% | 522.28% | 51.03% |
| **盈利能力指标** |  |  |  |  |
| 毛利率 | 24.25% | 25.15% | 27.97% | 29.38% |
| 净利润率 | -2.00% | 2.57% | 8.93% | 11.12% |
| **运营效率指标** |  |  |  |  |
| 应收账款周转率（次） | 146.03 | 142.33 | 143.56 | 143.15 |
| 存货周转率（次） | 232.09 | 211.73 | 218.52 | 216.26 |
| **偿债能力指标** |  |  |  |  |
| 资产负债率 | 34.77% | 31.02% | 31.68% | 35.23% |
| 流动比率 | 1.35 | 1.05 | 1.38 | 1.27 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.46 | 0.61 | 0.57 |
| **费用率指标** |  |  |  |  |
| 销售费用率 | 7.91% | 6.00% | 5.00% | 5.00% |
| 管理费用率 | 16.39% | 13.00% | 11.00% | 10.00% |
| 财务费用率 | 2.20% | 2.00% | 1.00% | 1.00% |
| **分红指标** |  |  |  |  |
| 分红比例 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 股息收益率 | 0.12% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| **估值指标** |  |  |  |  |
| P/E（倍） | — | 382.50 | 52.56 | 31.98 |
| P/B（倍） | 5.34 | 3.80 | 2.96 | 2.76 |
| P/S（倍） | 3.86 | 9.62 | 5.36 | 4.42 |
| 净资产收益率 | -0.71% | 1.02% | 4.94% | 6.94% |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **资产负债表（百万元）** | **2014** | **2015E** | **2016E** | **2017E** |
| 货币资金 | 126 | 0 | 0 | 0 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 167 | 248 | 448 | 543 |
| 存货 | 278 | 276 | 491 | 579 |
| 其他流动资产 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 711 | 678 | 1211 | 1445 |
| 可供出售金融资产 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 长期投资净额 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 固定资产 | 717 | 1107 | 1558 | 1989 |
| 无形资产 | 214 | 326 | 458 | 580 |
| 商誉 | 17 | 13 | 15 | 14 |
| **非流动资产合计** | 1154 | 1328 | 1551 | 1738 |
| **资产总计** | 1865 | 2006 | 2762 | 3183 |
| 短期借款 | 234 | 366 | 357 | 525 |
| 应付款项 | 72 | 72 | 131 | 153 |
| 预收款项 | 85 | 102 | 198 | 234 |
| 一年内到期的非流动负债 | 44 | 0 | 0 | 0 |
| **流动负债合计** | 525 | 646 | 880 | 1137 |
| 长期借款 | 111 | 111 | 111 | 111 |
| 其他长期负债 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| **长期负债合计** | 127 | 111 | 111 | 111 |
| **负债合计** | 652 | 756 | 991 | 1247 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 1145 | 1611 | 2062 | 2216 |
| 少数股东权益 | 68 | 71 | 74 | 77 |
| **负债和股东权益总计** | 1865 | 2438 | 3127 | 3541 |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **现金流量表（百万元）** | **2014** | **2015E** | **2016E** | **2017E** |
| **净利润** | -9 | 19 | 105 | 157 |
| 资产减值准备 | 2 | 4 | 6 | 7 |
| 折旧及摊销 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 运营资本变动 | -64 | -60 | -290 | -145 |
| 其他 | 0 | 30 | 0 | 0 |
| 经营活动净现金流量 | -33 | 25 | -96 | 133 |
| 投资活动净现金流量 | -301 | -243 | -307 | -301 |
| 融资活动净现金流量 | 217 | 92 | 402 | 167 |
| **企业自由现金流** | **-233** | **-298** | **-476** | **-270** |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **利润表（百万元）** | **2014** | **2015E** | **2016E** | **2017E** |
| **营业收入** | 422 | 636 | 1140 | 1383 |
| 营业成本 | 320 | 476 | 821 | 977 |
| 营业税金及附加 | 2 | 3 | 5 | 6 |
| 资产减值损失 | 2 | 4 | 6 | 7 |
| 销售费用 | 33 | 38 | 57 | 69 |
| 管理费用 | 69 | 83 | 125 | 138 |
| 财务费用 | 9 | 13 | 11 | 14 |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | -13 | 20 | 114 | 172 |
| 营业外收支净额 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| **利润总额** | -10 | 22 | 116 | 174 |
| 所得税 | -1 | 2 | 12 | 17 |
| 净利润 | -9 | 19 | 105 | 157 |
| **归属于母公司净利润** | **-8** | **16** | **102** | **154** |
| 少数股东损益 | -1 | 3 | 3 | 3 |

资料来源：东北证券

**高鹏：机械行业研究员，上海航天技术研究院控制科学与工程硕士，主要研究领域： 能源设备、特种设备、自动化设备等。**

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本

公司不会因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。本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交 易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登

记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 股票投资评级说明 | 买入 | 未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。 |
| 增持 | 未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。 |
| 中性 | 未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。 |
| 减持 | 在未来6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至15%之间。 |
| 卖出 | 未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。 |
| 行业投资评级  说明 | 优于大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。 |
| 同步大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。 |
| 落后大势 | 未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。 |

### 东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市自由大路1138号 邮编：130021

电话：4006000686

传真：(0431)5680032

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

中国上海市浦东新区源深路305号

邮编：200135

电话：(021)20361009 传真：(021)20361159

中国北京市西城区锦什坊街28号

恒奥中心D座

邮编：100033

电话：(010)63210866 传真：(010)63210867

### 销售支持

冯志远

电话：(021)20361158 手机：13301663766

朱一清

电话：(021) 20361105

手机：18601607177

朱登科

电话：(021)20361101 手机：15802115568