

## 通用机械

# 雪人股份 (002639.SZ) / 18.62 元

## 技术领先，压缩机与膨胀机业务有望爆发

**事项**

目前位置建议买入雪人股份 (002639.SZ)，预计公司 15-16 年净利润 1.5 亿元和 2 亿元，考虑定增后的股本，对应 EPS 0.75 和 1 元，给予公司 15X40PE，目标价 30 元。

**主要观点**

1. 螺杆压缩机占到整体压缩机销量的 50%，市场空间大，囿于技术，高端市场为外资垄断。公司通过与全球螺杆压缩机鼻祖 SRM 的合作，在高端的大型螺杆压缩机上实现了技术全球领先，同时收购意大利莱富康获得其成熟的技术、品牌与渠道资源，切入中央空调领域，在压缩机上的布局已经完成且产能从 14 年 9 月开始释放，有望在中高端领域实现进口替代，压缩机业务进入爆发期。
2. 公司通过两次认购新股成为 SRM 母公司 OPCON AB 的第二大股东 (17.21%，与第一大仅相差 0.3%)，OPCON 具备数十年的螺杆膨胀机生产销售经验，低温发电技术全球领先且项目经验丰富，依托技术优势，公司正积极参与低温余热发电项目的招标，低温余热发电有望成为公司另一业绩增长点。
3. 公司原有制冰机业务主要跟宏观经济环境有关，在经济增长平稳的背景下，预计公司的制冰机业务也将保持稳定，维持在近几年收入规模 3 亿、利润 5000 万的水平。制冰机业务将为其其他业务发展提供稳定的现金流与销售渠道支持。

**风险提示**

1. 公司压缩机销售不达预期。
2. 公司制冰机业务竞争加剧，毛利率下滑。

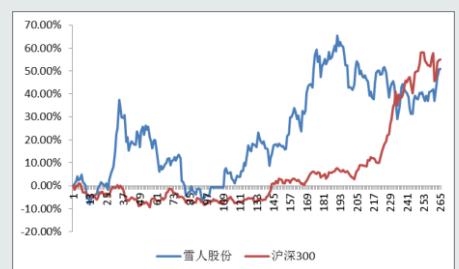
证券分析师： 华中炜  
 执业编号： S0360512040001  
 Tel: 66500896  
 Email: huazhongwei@hczq.com  
 联系人： 徐远航  
 Tel: 021-31217179  
 Email: xuyuanhang@hczq.com

**投资评级**

投资评级： 强推  
 评级变动： 首次评级

**公司基本数据**

总股本(万股)	16000
流通 A 股/B 股(万股)	16000
资产负债率(%)	31.64
每股净资产(元)	7.28
市盈率(倍)	
市净率(倍)	2.56
12 个月内最高/最低价	20.98/8.60

**市场表现对比图(近 12 个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

## 目 录

一、公司介绍.....	3
二、研究逻辑.....	3
(一) 压缩机技术领先推动进口替代, 业务进入收获期 .....	3
1、囿于技术水平, 高端市场为外资主导, 进口替代迎来机遇 .....	3
2、通过合作与收购, 雪人占据了技术的制高点 .....	4
(二) 膨胀机技术领先, 低温余热发电有望成为另一业绩增长点 .....	4
(三) 制冰机业务保持稳定, 为其他业务发展提供稳定的现金流与渠道支持 .....	4

## 图表目录

图表 1 2014H1 公司主营收入构成.....	3
图表 2 2014H1 公司主营利润构成.....	3

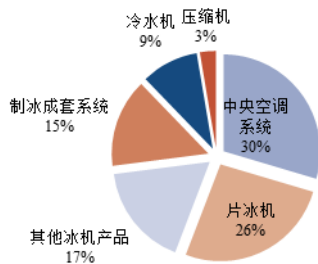
## 一、公司介绍

公司 2011 年底上市，主营工业及高端商用制冰设备、成套制冰系统的研发、设计、制造、销售、工程安装及售后服务。产品包括片冰机、板冰机、管冰机等制冰机及制冰成套系统。

2012-2013 年开始公司向制冷的其他领域拓展，以压缩机装备作为公司产业升级的方向：1)2012 年 6 月，公司公告投资 5.5 亿元建设高效节能制冷压缩机产业园，年产压缩机 6000 套；2)2013 年 6 月公司投资 3300 万元获得杭州龙华 51% 的控股权，进入中央空调销售与安装领域；3)13 年与螺杆压缩机设计鼻祖瑞典 SRM 公司合作，开发大型螺杆制冷压缩机，认购其母公司 OPCON AB 17.21% 股权，成为其第二大股东，深化合作；4) 13 年 11 月，1600 万欧元(折合人民币约 13120 万元)的价格购买意大利莱富康及上海莱富康有关螺杆压缩机及活塞压缩机业务的相关资产。通过收购与合作，公司完成了在压缩机领域的战略布局。

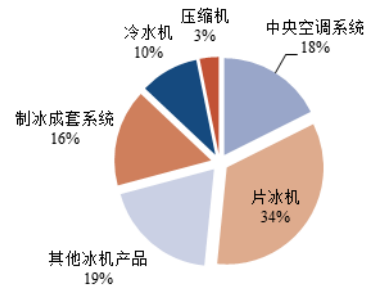
2014 年中报，制冰机业务与中央空调业务分别占到公司主营业务的 67% 和 33%，主营利润的 80% 和 20%。

图表 1 2014H1 公司主营收入构成



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 2014H1 公司主营利润构成



资料来源：公司公告，华创证券

## 二、研究逻辑

### (一) 压缩机技术领先推动进口替代，业务进入收获期

#### 1、囿于技术水平，高端市场为外资主导，进口替代迎来机遇

螺杆压缩机市场空间大，增速快。螺杆压缩机具有可靠性好、使用寿命长、操作维护简单、动力平衡性好、能效比高等优势，已经取代活塞式成为压缩机的主流机型。根据制冷工业协会的统计，螺杆压缩机占整个制冷压缩机销量的 50%，2011 年销售规模 32 亿元，过去 10 年复合增速在 20% 以上。囿于技术水平，高端市场为外资主导，进口替代迎来机遇。

- 国内品牌国内市场上，高端的大型螺杆压缩机市场由外资品牌主导，包括开立、约克、日立、麦克维尔、莱富康、前川等，国内品牌由于在技术的落后，能效、稳定性与外资品牌存在差距，主要集中在中低端的小型螺杆压缩机领域。
- 另一方面，随着国产品牌中央空调认可度的提高，以格力、美的为首的国产品牌市场份额逐年提升，2012 年市场份额达到 32%，相对 2011 提升 3.2%。
- 国产品牌多以性价比优势竞争且普遍不具备螺杆制冷压缩机的生产能力，随着进口替代的加速，必将寻求成本更低的国产压缩机配套，将给国产压缩机厂商带来机遇。

## 2、通过合作与收购，雪人占据了技术的制高点

公司的压缩机布局分为两部分，依托 SRM 技术的，生产大型螺杆压缩机，主要定位在工业制冷、商业制冷领域，如冷库、冷藏车船、冷藏集装箱等等；收购莱富康，进军小型螺杆压缩机，定位在民用，切入到中央空调压缩机领域。

- 瑞典 SRM 是双螺杆压缩机型线设计的鼻祖，SRM 型双螺杆机组市占率 95%，其设计技术水平在全球范围内处于绝对领先地位，为众多外资螺杆压缩机厂商提供技术合作。
- 雪人通过入股 OPCON 以及和 SRM 合作，开发最先进线性螺杆压缩机，比目前的螺杆式压缩机节能约 15-20%，同类产品定价比外资品牌低 20%，有望实现在高端大型机领域的进口替代。
- 莱富康的产品主要是氟利昂螺杆制冷压缩机和往复机，与汉钟精机、比泽尔、复盛处于第一梯队，产品用于民用的中央空调，市场份额领先，具备成熟的品牌和销售渠道。
- 雪人通过收购莱富康的相关资产，不仅可以利用雪人先进的管理经验帮助莱富康降低制造成本提高竞争力，同时还借助莱富康已有的技术、品牌、渠道快速切入中央空调领域。

在完成业务布局后，公司也进行了产能扩张，压缩机业务进入爆发期。随着公司产能的投放，我们未来几年压缩机的销量与收入规模将逐年提升，成为新的业绩增长点，预计公司 15 年压缩机销量在 3000 台以上。

- 公司压缩机项目年产能为 6000 台，14 年 9 月已正式投产，预计 14 年产能负荷 35%，15 年产能负荷 85%，16 年达产。
- 压缩机国内以雪人品牌依托的现有网络进行销售，目前已经成为海尔、吉荣、美的、盾安、申菱等的供货商，国外借助莱富康的网络进行扩张，以 SRM 或者莱富康品牌销售。

### （二）膨胀机技术领先，低温余热发电有望成为另一业绩增长点

我国工业低温余热资源丰富，特别是在钢铁、有色、化工、水泥、建材、石化等高耗能行业，余热资源约占其燃料消耗总量的 17%-67%，但余热利用率较低。随着国家对节能环保的重视以及企业出于节约成本的需求，低温余热资源利用成为主要关注点。低温余热发电的核心是螺杆膨胀机技术，近几年，国内螺杆膨胀技术的突破和产业化项目的落地，低温余热螺杆膨胀发电在经济性和环保性上逐步得到用户的认可，市场空间在千亿以上。

OPCON 具备数十年的螺杆膨胀机生产销售经验，技术全球领先且拥有丰富的项目经验，其代表性的“PowerBox”技术利用 55 度的热水即可实现发电，适用范围超过国内竞争对手。雪人通过入股 OPCON 成为其第二大股东，深化与 OPCON 的合作，利用其先进技术，全面展开工业制冷、废气余热回收及朗肯循环发电等领域的技术与开发，进军低温余热发电领域。依托技术优势及 OPCON 的项目经验，公司正积极参与低温余热发电项目的招标，通过示范项目打开市场，低温余热发电有望成为公司另一业绩增长点。

### （三）制冰机业务保持稳定，为其他业务发展提供稳定的现金流与渠道支持

公司是国内制冷设备龙头企业，在核电、矿井降温、化工、食品加工、商超零售等行业制冰设备的市场占有率名列第一，在核电、冰冷却矿井降温、化工领域的市场份额超过 50%，“雪人”品牌已经成为国内制冰机的第一品牌。

制冰业务的下游应用广泛，市场主要跟宏观经济环境有关，在经济增长平稳的背景下，预计公司的制冰机业务也将保持稳定，维持在近几年收入规模 3 亿、利润 5000 万的水平。

制冰机业务将为其业务发展提供稳定的现金流与销售渠道支持。

## 中小盘组分析师介绍

**徐远航：**中小盘组高级分析师，毕业于上海财经大学，拥有经济学硕士学位，4 年研究经验曾经入职国泰基金、国金证券，2013 年新财富中小盘第一团队成员，擅长在一级和二级市场研究和发掘能源、TMT、博彩等产业链投资机会，2014 年 10 月加入华创证券。

**闵东旭：**中小盘组分析师，毕业于上海交通大学和上海财经大学，拥有工学学士和经济学硕士学位，2 年研究经验，曾入职国金证券任汽车行业分析师，对于新能源汽车、汽车电子、车联网等产业链有深入研究，2014 年 12 月加入华创证券。

**于潇：**中小盘组分析师，毕业于英国斯特林大学，拥有会计学学士和金融学硕士学位，1 年研究经验，对于油气行业有深入研究。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
	林芷璇	机构销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hczq.com
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hczq.com

# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

## 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

## 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A

邮编:100033

传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元

邮编:518038

传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座

邮编:200122

传真:021-50583558