



资本货物/工业

雪人股份 (002639)

## 业绩低于预期 压缩机产销步入批量化阶段

### ——2014 年业绩预告点评

	黄琨 (分析师)	吕娟 (分析师)	王浩 (分析师)
	021-38674935	021-38676139	0755-23976068
	huangkun010844@gtjas.co	lvjuan@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com
证书编号	S0880513080005	S0880511010047	S0880513090004

#### 本报告导读:

公告预计 2014 年修正业绩为亏损 700 万元-900 万元, 低于预期, 鉴于螺杆膨胀机示范项目即将落地和制冷产业链布局完善, 上调目标价至 30 元, 增持。

#### 投资要点:

**结论:** 公告预计 2014 年修正业绩低于预期, 归于市场推广和压缩机生产前期投入费用加大, 判断 2015 年传统制冰机保持稳健, 压缩机将进入批量化生产销售, 螺杆膨胀机也将得到大规模推广应用, 下调 2014-16 年 EPS 至 -0.05 (-0.06)、0.51 (-0.00)、0.81 (+0.01) 元, 鉴于螺杆膨胀机示范项目即将落地和产业链布局完善的原因, 参考行业平均 30 倍 PE 估值给溢价, 给予 2015 年 59 倍 PE, 上调目标价至 30 元, 维持增持评级。

**压缩机推广和生产前期投入费用加大, 业绩低于预期:** 公司公告 2014 年修正业绩为亏损 700 万元 - 900 万元, 其中四季度亏损 600-800 万元, 业绩低于预期, 主要归于三点: 1、四季度公司市场推广力度大于预期, 销售费用大幅增长; 2、压缩机生产销售力度加大, 前期投入费用较预期有较大增长; 3、计提钢材存货跌价准备; 鉴于公司压缩机已经进入了批量化生产销售阶段, 判断 2015 年一季度公司业绩将进入环比大幅增长期。

**压缩机和螺杆膨胀发电机将助推公司进入爆发式增长周期:** 传统制冰机市场需求稳定, 竞争加剧导致利润率下降, 预计 2015 年将保持平稳, 利润将回归到约 3000 万元水平; 莱富康和 SRM 压缩机产能布局基本完成, 目前莱富康单月产销量已经上升到 200 台左右, 预计 2015 年上半年上升到 500 台/月, 加上 SRM 压缩机, 全年销售收入有望达到 3 亿元; 螺杆膨胀发电机推广顺利, 目前已经接洽的项目有 20 多个, 判断首个示范项目在农历年前将得到落实, 预计 2015 年收入有望达到 1 亿元。

**风险提示:** 螺杆膨胀发电机示范项目推迟。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	286	386	430	730	1,097
(+/-)%	-5.7%	34.6%	11.4%	69.9%	50.2%
经营利润 (EB T)	51	46	-1	111	173
(+/-)%	-49.2%	-8.8%	-102.6%	9062.7%	56.2%
净利润	69	43	-8	81	130
(+/-)%	-19.6%	-37.3%	-119.6%	-1058.7%	59.4%
每股净收益 (元)	0.43	0.27	-0.05	0.51	0.81
每股股利 (元)	0.12	0.30	(0.01)	0.10	0.16

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	21.4%	15.2%	5.5%	22.0%	21.8%
净资产收益率 (%)	6.0%	3.7%	-0.8%	6.8%	9.9%
投入资本回报率 (%)	7.5%	4.5%	-0.1%	6.0%	8.3%
EV/EBITDA	48.8	51.0	126.1	18.6	12.5
市盈率	45.5	72.6	-369.7	38.6	24.2
股息率 (%)	0.6%	1.5%	-0.05%	0.52%	0.83%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.00**

上次预测: 21.00

当前价格: 19.60

2015.01.30

#### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.30-20.98
总市值 (百万元)	3,136
总股本/流通 A 股 (百万股)	160/160
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1.99
日均成交值 (百万元)	35.41

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,165
每股净资产	7.28
市净率	2.7
净负债率	15.15%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.05	-0.02
Q2	0.12	0.04
Q3	0.08	-0.02
Q4	0.03	(0.06)
全年	0.27	(0.05)

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	3%	62%
相对指数	11%	-36%	14%

#### 相关报告

《业绩符合预期 螺杆膨胀发电机示范项目将提升估值》2014.10.29

《定增方案去除结构化安排提升市场信心》2014.09.28

《传统制冰下滑较大 四季度业绩将缓慢回升》2014.08.24

《进军螺杆膨胀发电机领域 打开新的成长空间》2014.07.08

《定增解决产能瓶颈 彰显大股东对公司发展

模型更新时间: 2015.01.30

**股票研究**

工业  
资本货物

**雪人股份 (002639)**

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **30.00**

上次预测: 21.00

**当前价格:** 19.60

公司网址

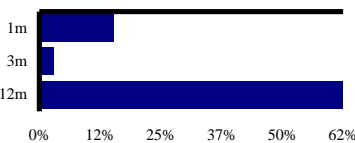
www.snowkey.com

公司简介

公司是中国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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

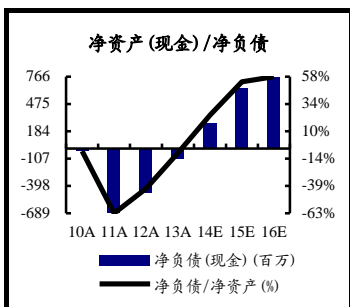
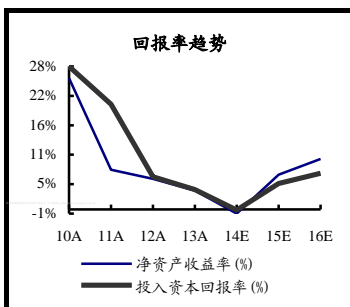
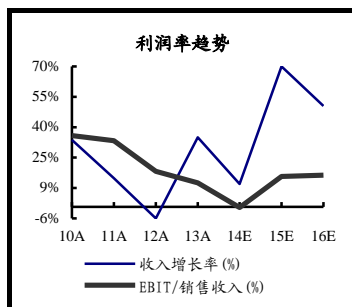
11.30-20.98

市值 (百万)

3,136

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>							
营业收入	266	304	286	386	430	730	1,097
营业成本	141	165	181	263	309	485	715
税金及附加	1	2	2	4	4	7	10
营业费用	10	12	18	21	34	44	75
管理费用	19	21	33	46	83	80	121
EBIT	94	100	51	46	-1	111	173
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	4	2	-17	-1	13	15	21
营业利润	91	98	68	48	-14	95	152
所得税	14	15	12	7	-1	14	22
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	1
净利润	80	86	69	43	-8	81	130
<b>资产负债表</b>							
货币资金、交易性金融资产	55	783	471	243	200	220	230
其他流动资产	208	251	362	404	497	807	1,176
长期投资	0	0	0	16	8	9	10
固定资产合计	119	193	314	631	957	1,158	1,093
无形及其他资产	33	40	40	87	47	50	53
资产合计	415	1,267	1,212	1,430	1,709	2,245	2,561
流动负债	102	114	58	186	495	917	1,119
长期负债	2	52	3	58	85	115	115
股东权益	311	1,101	1,151	1,186	1,129	1,213	1,327
投入资本(IC)	287	413	681	1,027	1,395	1,854	2,088
<b>现金流量表</b>							
NOPLAT	80	85	43	40	(1)	95	148
折旧与摊销	0	8	10	12	25	50	66
流动资金增量	33	50	128	5	89	267	309
资本支出	17	74	121	316	350	250	0
自由现金流	130	217	302	374	463	662	523
经营现金流	53	47	58	20	(26)	(109)	(79)
投资现金流	(51)	(84)	(250)	(353)	(293)	(254)	(4)
融资现金流	(21)	771	(119)	100	276	383	93
现金流净增加额	(19)	734	(311)	(234)	(43)	20	10
<b>财务指标</b>							
<b>成长性</b>							
收入增长率	33.3%	14.3%	-5.7%	34.6%	11.4%	69.9%	50.2%
EBIT 增长率	16.9%	6.0%	-49.2%	-8.8%	-102.6%	9062.7%	56.2%
净利润增长率	13.7%	7.0%	-19.6%	-37.3%	-119.6%	-1058.7%	59.4%
利润率							
毛利率	46.8%	45.6%	37.0%	31.7%	28.2%	33.5%	34.8%
EBIT 率	35.5%	32.9%	17.7%	12.0%	-0.3%	15.2%	15.8%
净利润率	30.1%	28.2%	24.0%	11.2%	-2.0%	11.1%	11.8%
<b>收益率</b>							
净资产收益率(ROE)	25.7%	7.8%	6.0%	3.7%	-0.8%	6.8%	9.9%
总资产收益率(ROA)	19.3%	6.8%	5.7%	3.0%	-0.5%	3.6%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	28.0%	20.6%	6.4%	3.9%	-0.1%	5.1%	7.1%
<b>运营能力</b>							
存货周转天数	235	256	233	169	179	167	168
应收账款周转天数	62	89	145	143	156	128	135
总资产周转天数	512	1010	1579	1250	1334	988	800
净利润现金含量	0.66	0.55	0.84	0.46	3.10	(1.34)	(0.61)
资本支出/收入	6.25%	24.44%	42.22%	82.07%	81.48%	34.25%	0.00%
<b>偿债能力</b>							
资产负债率	25.1%	13.1%	5.0%	17.1%	33.9%	46.0%	48.2%
净负债率	-7.9%	-62.6%	-40.9%	-9.4%	23.8%	53.2%	57.7%
<b>估值比率</b>							
PE	29.4	36.6	45.5	72.6	(369.7)	38.6	24.2
PB	10.1	2.8	2.7	2.7	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	31.7	27.6	48.8	51.0	126.1	18.6	12.5
P/S	11.79	10.32	10.95	8.13	7.30	4.30	2.86
股息率	0.0%	0.7%	0.6%	1.5%	-0.1%	0.5%	0.8%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		