

2016年07月15日

公司研究

评级：买入（维持）

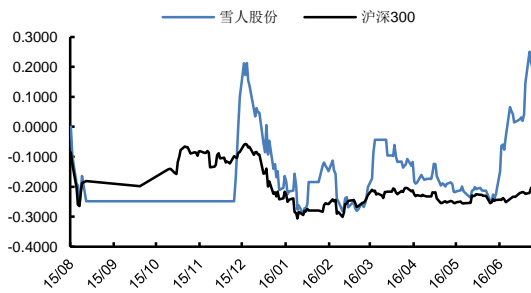
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：司马湫 S0350115080001
021-68591581 simq@ghzq.com.cn

加码氢燃料电池业务，未来成长空间巨大

——雪人股份（002639）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
雪人股份	59.8	38.2	-63.9
沪深300	6.9	0.5	-22.2

市场数据 2016/07/14

当前价格（元）	13.82
52周价格区间（元）	7.68 - 14.74
总市值（百万）	9315.69
流通市值（百万）	5183.52
总股本（万股）	67407.28
流通股（万股）	37507.35
日均成交额（百万）	161.93
近一月换手（%）	201.16

相关报告

《雪人股份（002639）调研报告：燃料电池空压机稀缺标的》——2016-06-30

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

7月14日晚，公司发布公告，为整合国内外新能源领域的优质资源，加快公司在新能源领域的产业和战略布局，进一步研究和拓展以氢能源为核心的新能源技术解决方案和市场空间，公司拟设立全资子公司——上海雪人氢能源技术有限公司（暂定名，最终以工商登记机关核定为准），注册资本10,000万元。

投资要点：

■ 加码氢燃料电池业务，凭借OPCON在燃料电池领域的先发优势，未来成长空间巨大。氢燃料作为能源最大的优势就是无污染、效率高、可循环利用，从而成为全球未来新能源发展的方向，也是燃料电池汽车主要能源发展方向之一。国家发改委、国家能源局印发《能源技术革命创新行动计划（2016-2030）》，重点部署了氢能与燃料电池技术创新等15项任务。国家工信部、财政部等四部委联合下发的《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》中也明确了燃料电池汽车的推广应用补助标准，为燃料电池汽车的发展进一步明确了政策方向。

拟设立全资子公司的经营范围主要是：氢燃料电池空气循环系统及其各零部件的研发、生产和销售；氢燃料电池动力系统研发、生产和销售；制氢、储氢、加氢及氢能相关动力和储能系统的研发、生产和销售；氢燃料电池、储能后备电源和新能源汽车及零部件，制氢、储氢及加氢系统的咨询及投资；新能源汽车及零部件的研发、咨询、生产和销售；其他可再生能源及制氢系统的咨询及投资等。

此次投资设立氢能源技术公司，正是公司把握当前燃料电池应用市场启动及氢能源发展的机遇，借助OPCON拥有燃料电池空气循环系统核心技术和品牌的先发优势，充分整合国内外燃料电池及氢能源领域的技术、人才、市场等资源，从而加快公司在燃料电池及氢能源相关领域的布局，加强公司在压缩机领域以及新能源领域的核心竞争力，对公司未来发展具有积极意义和推动作用。

■ 燃料电池空气循环系统核心供应商。目前公司持有OPCON AB公司17.01%的股权。2015年10月，公司参股的并购基金——上海兴雪康投资合伙企业收购了OPCON业务核心两大子公司SRM和OES 100%股权，公司已与上海兴雪康签署回购协议。OPCON AUTOROTOR燃料电池压缩机及其系统的相关技术、品牌及研发人员也由SRM和OES

拥有。

OPCON 自 1992 年开始研发燃料电池，同年获得首个来自 Ballard 的燃料电池压缩机订单，拥有十几年的技术储备。例如，2006 年 OPCON 为欧洲洁净城市运输（CUTE）提供的燃料电池巴士累计已经运行超过 300 万公里，累积运行时间超过 10 万小时，为超过 500 万乘客提供服务。OPCON 燃料电池空气循环系统拥有涡轮和螺杆两大技术。相比于内燃机车而言，燃料电池车需要供气系统，螺杆压缩机压比大且效率较高，而且进入车厂壁垒十分高。OPCON 目前开发了十二个系列的产品，可以满足货车、大巴、乘用车的配套需求。OPCON 是巴拉德的供货商，拥有 20 多个大巴客户、数百台轿车产品正在测试，已进入全球主要汽车制造商的采购体系：奔驰、丰田、通用、本田、克莱斯勒、尼桑、印度塔塔、沃尔沃、雷诺、宝腾汽车。OPCON 持有美国 APG 公司部分股权，APG 公司拥有成熟的涡轮压缩机技术，为客户提供燃料电池技术。

- **参股 5%美国 Concepts NREC（未来持股比例有望增至 20%），拥有燃料电池用涡轮空气压缩机、离心压缩机、超临界二氧化碳发电等先进技术，雪人参股是为了将其在民用领域实现产业化，大力推动其压缩机技术的发展和延伸。**
- **维持公司“买入”评级。**由于燃料电池产业化加速，公司具有领先的核心技术和品牌的先发优势，将显著受益，上调公司 2016-2018 年 EPS 为 0.13、0.31 和 0.46 元（摊薄后）。看好公司不断将技术进行产业化，随着产业化进度加快，未来将迎来快速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：燃料电池行业发展不达预期；新业务拓展不达预期；行业竞争加剧的风险。**

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	641	1400	2635	3676
增长率(%)	51.9%	118.3%	88.2%	39.5%
净利润（百万元）	17	91	210	310
增长率(%)	-303.2%	447.0%	131.3%	47.7%
摊薄每股收益（元）	0.03	0.13	0.31	0.46
ROE(%)	1.0%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 雪人股份盈利预测表

证券代码:	002639.SZ				股价:	13.82	投资评级:	买入	日期:	2016/07/14
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	1%	15%	16%	17%	EPS	0.03	0.13	0.31	0.46	
毛利率	29%	31%	33%	33%	BVPS	2.64	2.91	2.66	2.29	
期间费率	26%	24%	24%	24%	估值					
销售净利率	3%	6%	8%	8%	P/E	432.9	88.9	38.4	26.0	
成长能力					P/B	4.5	4.1	4.5	5.2	
收入增长率	52%	118%	88%	40%	P/S	11.2	5.8	3.1	2.2	
利润增长率	-303%	447%	131%	48%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.26	0.44	0.61	0.73	营业收入	641	1400	2635	3676	
应收账款周转率	2.51	2.43	2.61	2.81	营业成本	458	962	1776	2467	
存货周转率	1.25	1.30	1.46	1.59	营业税金及附加	3	6	11	15	
偿债能力					销售费用	45	98	184	257	
资产负债率	34%	36%	57%	68%	管理费用	99	210	395	551	
流动比	1.42	1.66	1.23	1.09	财务费用	22	29	43	52	
速动比	0.96	0.97	0.72	0.63	其他费用/(-收入)	(3)	(2)	(2)	(2)	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	11	94	223	332	
现金及现金等价物	291	56	59	62	营业外净收支	5	5	5	5	
应收款项	256	575	1011	1309	利润总额	16	99	228	337	
存货净额	365	742	1224	1564	所得税费用	1	8	18	27	
其他流动资产	210	420	659	735	净利润	15	91	210	310	
流动资产合计	1122	1794	2953	3670	少数股东损益	(2)	0	0	1	
固定资产	815	797	781	766	归属于母公司净利润	17	91	210	310	
在建工程	49	69	89	109	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
无形资产及其他	230	230	217	204	经营活动现金流	(93)	(429)	161	440	
长期股权投资	30	30	30	30	净利润	15	91	210	310	
资产总计	2499	3172	4322	5032	少数股东权益	(2)	0	0	1	
短期借款	514	514	814	1014	折旧摊销	56	91	89	87	
应付款项	102	212	489	816	公允价值变动	(2)	0	0	0	
预收帐款	55	115	505	705	营运资金变动	(160)	(611)	(139)	42	
其他流动负债	116	242	592	823	投资活动现金流	(350)	(93)	(93)	(92)	
流动负债合计	788	1084	2400	3357	资本支出	(110)	(93)	(93)	(92)	
长期借款及应付债券	30	30	30	30	长期投资	(30)	0	0	0	
其他长期负债	28	28	28	28	其他	(209)	0	0	0	
长期负债合计	58	58	58	58	筹资活动现金流	612	287	(78)	(358)	
负债合计	846	1142	2458	3415	债务融资	200	0	300	200	
股本	600	674	674	674	权益融资	418	450	0	0	
股东权益	1653	2031	1864	1616	其它	(6)	(163)	(378)	(558)	
负债和股东权益总计	2499	3172	4322	5032	现金净增加额	169	(235)	(9)	(10)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。