

N哈尔斯 (002615.SZ) 家庭用具与器皿行业

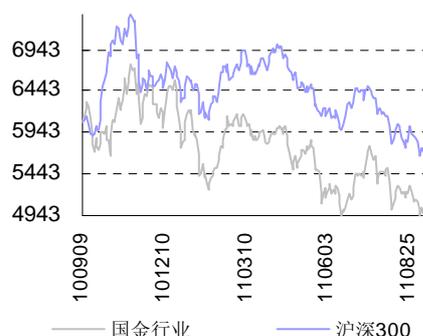
新股研究

上市定价(人民币): 18.00元
目标价格(人民币): 19.91-22.30元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	18.00
发行A股数量(百万股)	22.80
总股本(百万股)	91.20
国金家庭用具与器皿指数	4951.11
沪深300指数	2756.11
中小板指数	6275.03



哈尔斯: 不锈钢真空保温器皿领导企业

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.820	0.619	0.628	0.796	0.950
每股净资产(元)	2.92	2.06	5.13	5.83	6.77
每股经营性现金流(元)	0.97	0.70	0.47	0.78	0.96
市盈率(倍)	N/A	N/A	28.67	22.60	18.96
行业优化市盈率(倍)	29.54	48.26	35.94	35.94	35.94
净利润增长率(%)	59.28%	35.82%	35.27%	26.86%	19.24%
净资产收益率(%)	28.08%	30.03%	12.25%	13.67%	14.02%
总股本(百万股)	38.00	68.40	91.20	91.20	91.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 哈尔斯主要从事日用不锈钢真空保温器皿的研发、设计、生产和销售, 产品主要为保温杯、保温瓶等, 是国内第二大生产商。公司的内销业务比重约为 35-45%, 以销售自主品牌“哈尔斯”产品为主; 出口以 ODM 和 OEM 为主, 和国际知名品牌商有良好合作关系。
- 近三年一期, 公司营业收入分别为 3.04、2.79、4.22 和 2.31 亿元, 09 年和 10 年同比增速分别为 -8.2% (主要受金融危机的影响)、51.5%。毛利率分别为 22%、31%、27% 和 25%, 主要是受原材料价格变化和内外销比例变动的的影响。净利率分别为 5.8%、11.1%、10.0% 和 10.1%。
- 目前我国保温杯产量已经占到世界总产量的 70%, 未来产能继续转移的空间较小。我国保温杯出口量主要取决于国外经济周期, 口红效应较弱。同时, OEM 和 ODM 决定了国内厂商的议价能力有限。另外, 哈尔斯发力建设自有品牌后, 外国品牌商可能出于减少竞争的考虑, 减少订单。
- 不锈钢真空器皿的优点是保温保冷、便携性好, 但是较难清洁消毒, 内容物能见度差, 因此不锈钢保温杯在天气寒冷地区和户外、自驾领域的发展前景较好。国内不锈钢保温杯的需求很可能出现南北不均的情形, 影响到整体保有量的提高。我们认为未来行业内销量增速将随基数扩大而下降。
- 行业集中度低, 前 5 大厂商的市场份额之和仅 20.5%。分散的份额削弱了企业对上下游的议价能力, 导致毛利率受原材料价格上涨影响大。国内高端市场份额被国外知名品牌垄断, 大约占整体市场的 3%。国内厂商在细节上尚存在提高空间。
- 公司的营销网络较发达, 与国内大型卖场、连锁超市均有良好合作关系, 有助于快速推广新品, 这对新进入企业是一道壁垒。未来公司谋求进入高端百货, 提高产品的售价和毛利率, 但是销售费用率也会随之上升。但是公司防范山寨品的能力较弱。
- 预计 2011-2013 年公司销售收入分别为 5.17、6.30 和 7.47 亿元, 同比增速 22.5%、21.9% 和 18.5%。净利润分别为 5725、7263、和 8660 万元, 同比增速 35.3%、26.9% 和 19.2%。EPS 为 0.63、0.80 和 0.95 元。考虑行业和公司成长性, 12 个月合理估值 25-28x12PE, 即 19.91-22.30 元。
- 风险提示: 出口订单减少, 原材料价格上涨, 高端百货铺货不达预期, 销售费用增长过快。

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

内容目录

国内不锈钢真空保温器皿领导企业	3
收入外销高于内销（自主品牌），收入增速内销高于外销	3
聘请职业经理人淡化了家族企业色彩	4
行业增速内外有别，毛利率受原材料价格影响大	4
内销增速高于外销	4
国内市场以国产品牌为主，份额高度分散	6
公司优势：营销网络较发达	7
营销网络较发达；但抵御山寨产品的能力较弱	7
公司竞争力的波特五力分析	7
未来销售费用率可能上升	8
募投项目	9
盈利预测与估值	9
风险提示	11
附录：三张报表及预测摘要	12

图表目录

图表 1：哈尔斯销售收入结构	3
图表 2：收入外销高于内销，收入增速内销高于外销	3
图表 3：公司毛利率受原材料价格影响，波动较大	3
图表 4：哈尔斯发行后股权结构	4
图表 5：聘请职业经理人淡化了家族企业色彩	4
图表 6：保温杯产能全球转移空间有限	5
图表 7：我国出口量受外部经济周期影响大	5
图表 8：不锈钢的优点主要有保温保冷、不易碎、便携	5
图表 9：我国不锈钢真空器皿销量增长在 20%以上	6
图表 10：2009 年保温杯国内市场份额高度分散（按销售收入计算）	6
图表 11：哈尔斯的主营业务成本构成	7
图表 12：毛利率受到原材料价格变动的的影响非常大	7
图表 13：波特五力分析	8
图表 14：公司销售费用率随内销比重而变化	9
图表 15：募投项目一览	9
图表 16：不锈钢真空保温器皿营业收入预测	10
图表 17：公司总销售收入及毛利率预测	11

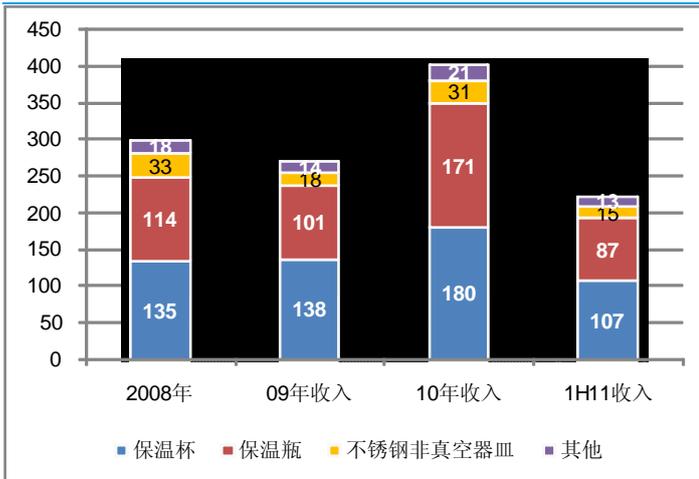
国内不锈钢真空保温器皿领导企业

- 哈尔斯主要从事日用不锈钢真空保温器皿的研发、设计、生产和销售，主要产品包括保温杯、保温瓶等，是国内第二大生产商。公司也生产一些不锈钢非真空器皿如不锈钢汽车杯等，占营业收入比重不足 10%。

收入外销高于内销（自主品牌），收入增速内销高于外销

- 公司的内销业务比重约为 35-45%，以销售自主品牌“哈尔斯”产品为主。外销业务以 ODM 和 OEM 为主，和国际知名品牌商如日本膳魔师、PMI 公司、Skater 公司等有良好的合作关系。

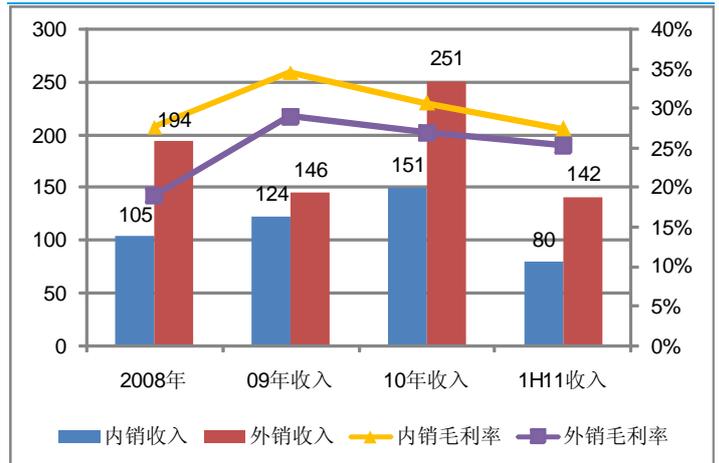
图表1: 哈尔斯销售收入结构



单位：百万元

来源：招股书，国金证券研究所

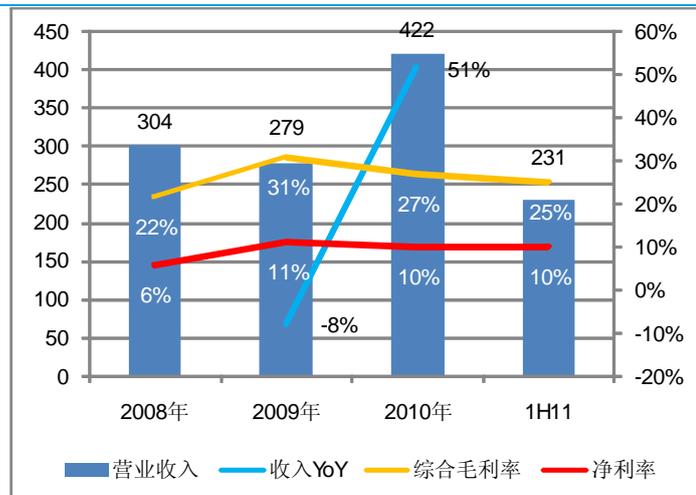
图表2: 收入外销高于内销，收入增速内销高于外销



单位：百万元

- 近三年一期，公司营业收入分别为 3.04、2.79、4.22 和 2.31 亿元，09 年和 10 年同比增速分别为 -8.24%、51.5%，主要受 2009 年金融危机的影响。毛利率分别为 22%、31%、27%和 25%，受原材料价格变化和内外销比例变动影响较大。净利率分别为 5.8%、11.1%、10.0%和 10.1%。

图表3: 公司毛利率受原材料价格影响，波动较大



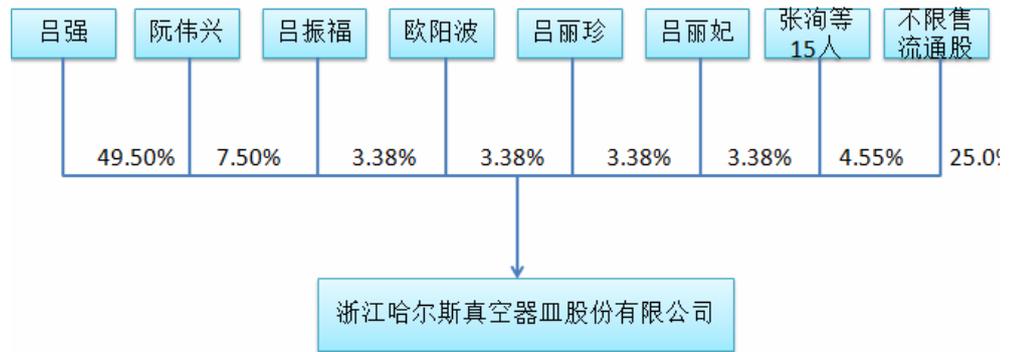
单位：百万元

来源：招股书，国金证券研究所

聘请职业经理人淡化了家族企业色彩

- 发行后，公司控股股东吕强持有公司 49.5% 股份，两个女儿和女婿分别持有 3.38% 股份，合计持股 63.0%。
- 虽然大股东持股比例高，但是公司从 2003 年即开始聘请职业经理人，现任总经理和副总经理的薪酬均较高，淡化了家族企业色彩。

图表4: 哈尔斯发行后股权结构



来源：招股书，国金证券研究所

图表5: 聘请职业经理人淡化了家族企业色彩

姓名	职务	薪酬（万元）	领薪单位
吕强	董事长	44.3	本公司
张洵	董事、总经理	80	本公司
潘子南	董事、副总经理	70	本公司
雷雨	副总经理	40	本公司
凌永华	副总经理、董事会秘书	24	本公司

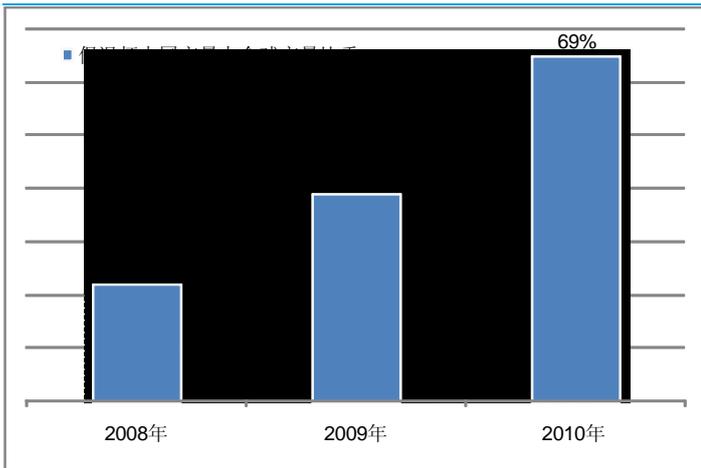
来源：招股书，国金证券研究所

行业增速内外有别，毛利率受原材料价格影响大

内销增速高于外销

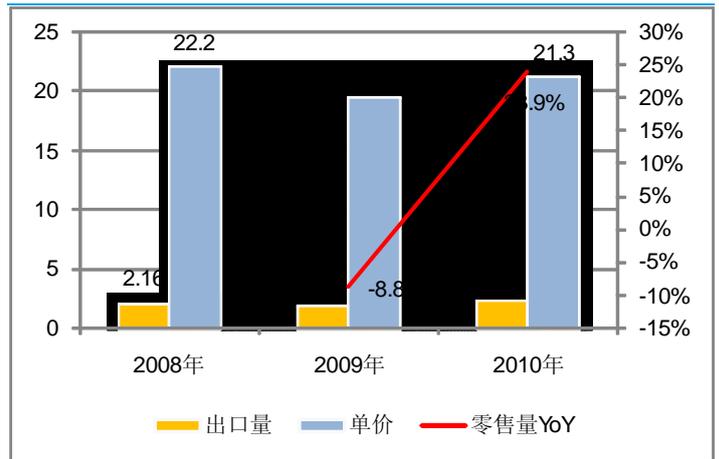
- 我国保温杯出口量主要受到外部经济周期的影响，毛利率提升有限。
 - 目前，我国生产的保温杯总量已经占到世界总量的 70% 左右，未来产能继续转移的空间较小。
 - 我国保温杯出口量主要取决于国外经济周期，当经济萧条时出口量明显下降。这一点从公司 09 年营业收入下降即可得到印证。
 - 我国保温杯出口业务基本为 OEM 和 ODM，议价能力弱，毛利率容易受到原材料价格上涨的挤压。
 - 另外，哈尔斯发力建设自有品牌后，外国品牌商很可能出于减少竞争的考虑，减少给公司的订单。

图表6: 保温杯产能全球转移空间有限



来源: 招股书, 国金证券研究所

图表7: 我国出口量受外部经济周期影响大



单位: 亿只, 元

- 分析国内需求, 我们认为, 不锈钢保温杯在天气寒冷地区和户外、自驾领域的发展前景较好。未来行业内销量的增速将随着基数扩大呈下降趋势。
 - 不锈钢真空器皿的应用领域很广, 包括家居、办公、学校、户外、自驾、礼品等多个领域。目前我国的人均保温杯保有量为 0.12, 而日本则达到 0.37。
 - 生活中常用的杯子主要有不锈钢材质、塑料材质、玻璃材质和陶瓷材质。我们总结了四种材质的优缺点, 认为不锈钢真空器皿的主要优点在于能够保温保冷、不易碎、便携性好, 但是较难清洁消毒, 内容物能见度较差。
 - 根据这些特点, 我们认为**不锈钢真空器皿在天气寒冷地区和户外、自驾领域的发展前景较好**。国内不锈钢保温杯的需求很可能出现南北不均的情形, 影响到整体保有量的提高。

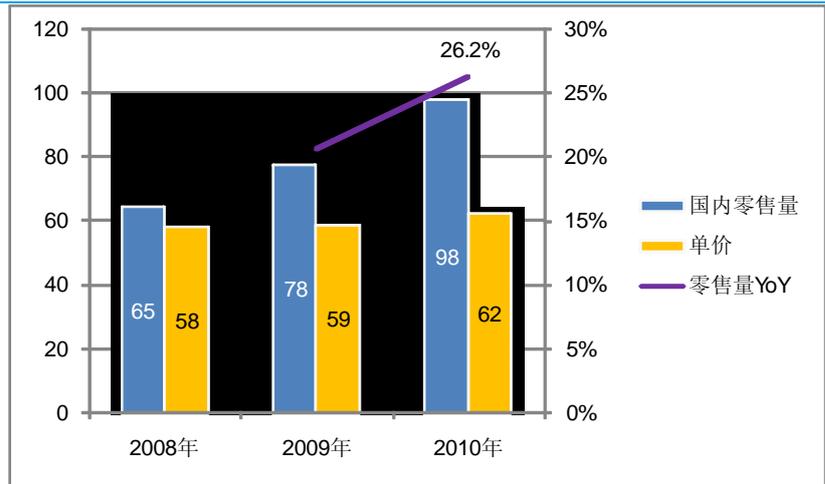
图表8: 不锈钢的优点主要有保温保冷、不易碎、便携

特点比较	不锈钢真空器皿	塑料器皿	玻璃器皿	陶瓷器皿
能否保温保冷	是	否	否	否
是否易碎	否	否	是	是
重量	较重	轻	较重	重
便携性	好	好	差	差
易清洁消毒	否	否	是	是
内容物能见度	差	好	好	差
可加热性	否	是	是	否

来源: 国金证券研究所

- 近年来, 我国不锈钢真空器皿的行业销售量增速在 20%以上。我们认为, 未来行业内销量的增速将随着基数扩大呈下降趋势。

图表9: 我国不锈钢真空器皿销量增长在 20%以上



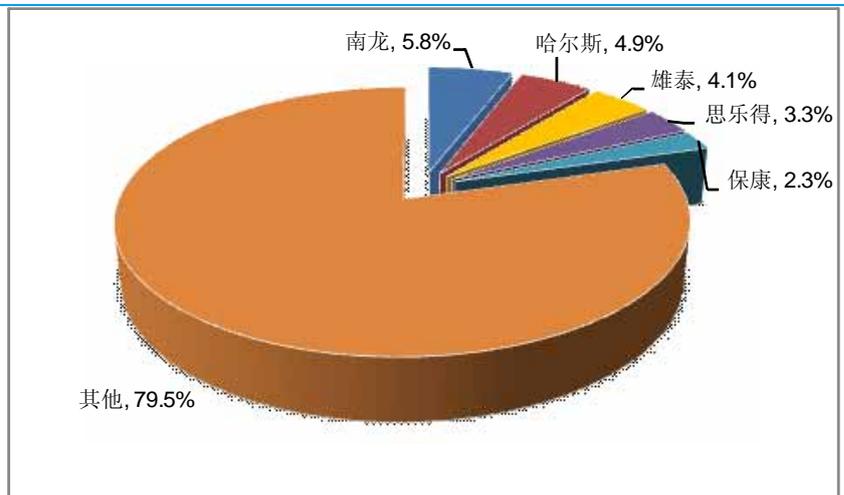
单位: 百万只, 元

来源: 招股书, 国金证券研究所

国内市场以国产品牌为主, 份额高度分散

- 目前我国有 500 多家保温杯生产商。从整体市场来看, 我国保温杯市场上以国产品牌为主, 市场份额高度分散。2009 年, 市场份额最高的 5 个品牌的市占率之和仅为 20.5%。市场份额过低的原因主要是技术门槛比较低, 规模效应不明显。

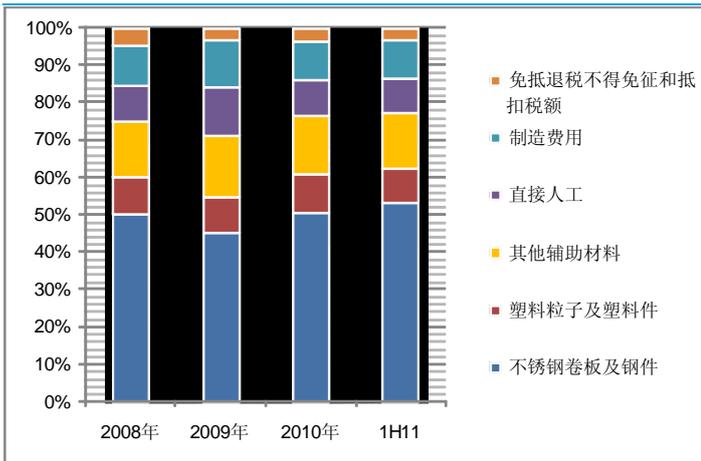
图表10: 2009 年保温杯国内市场份额高度分散 (按销售收入计算)



来源: 招股书, 国金证券研究所

- 国内高端市场被国外知名品牌如膳魔师、象印、虎牌等把持, 总份额约为 3% 的市场份额。售价方面, 国际名牌产品售价大幅高于国产品牌。原因在于国产品牌和国外名牌在产品设计的细节方面存在一定差距。
- 高度分散的竞争格局削弱了企业对上下游的议价能力, 难以转嫁成本压力, 因此企业的毛利率受到原材料价格变动的影 响非常大 (见下图)。公司的主营业务成本以不锈钢卷板及钢件、塑料粒子及塑料件为主。

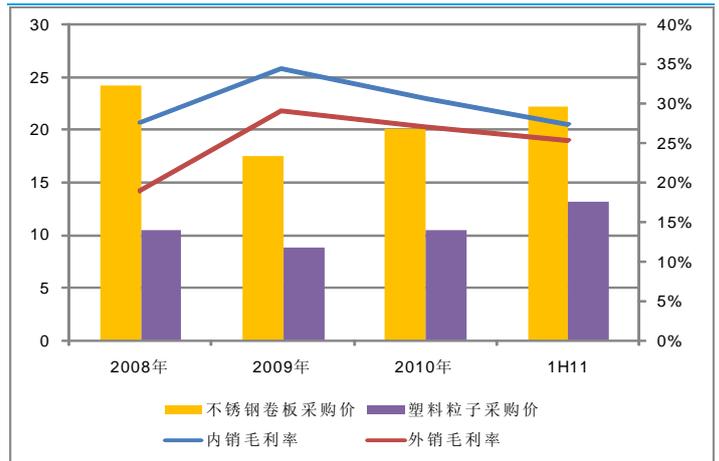
图表11: 哈尔斯的主营业务成本构成



单位: 百万元

来源: 招股书, 国金证券研究所

图表12: 毛利率受到原材料价格变动的的影响非常大



单位: 元/千克

公司优势: 营销网络较发达

营销网络较发达; 但抵御山寨产品的能力较弱

- 哈尔斯在全国拥有 88 家经销商, 3000 多个销售终端, 包括 755 个品牌形象专柜。公司的经销商管理较成熟, 重点关注其营销理念、销售渠道和诚信度, 定期互访、定期培训, 将经销商管理体系化、制度化。
- 同时, 公司与沃尔玛、家乐福、大润发、乐购、欧尚、卜蜂莲花、世纪联华等大型卖场和连锁超市建立了合作关系, 有助于快速推广产品。对于新进入者来说, 这也形成了一道壁垒。
- 未来公司计划进入高端百货, 最快今年 11 月能够完成。如能顺利达成目标, 可提高产品毛利率 5-6 个百分点。另外, 公司还计划建立 1000 个品牌形象专柜。
- 公司所持有的专利全部为实用新型专利和外观设计专利, 没有发明专利, 不利于公司打击山寨产品。

公司竞争力的波特五力分析

- 图表 13。

图表13: 波特五力分析

竞争程度

高端市场被国外著名品牌所垄断，占比约3%。
国内市场份额高度分散，前5大生产商的市场份额之和仅为20.5%。
竞争程度较为激烈。

产品替代

不锈钢保温杯在保温保冷、便携性方面具有优势，但是清洁难、内容物可见度低。因此在寒冷地区、户外、自驾等领域的应用较难替代，而家居、办公等领域较易被替代。

产品需求方

下游主要是终端消费者，由于市场份额分散，国产品牌号召力较弱，厂商的议价能力比较有限。

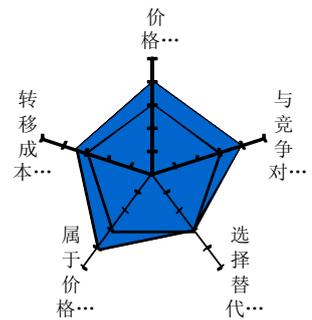
供应商

由于市场集中度低，保温杯生产商对上游的议价能力较弱。

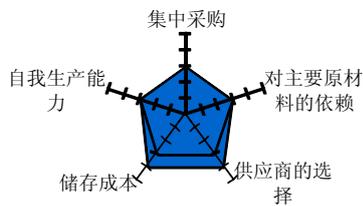
公司竞争力分析结论

由于需求较易被替代，市场集中度低，规模优势不明显，因此公司的毛利率易受挤压。同时，行业的进入壁垒偏低。但是公司对渠道有较好的掌控。

定价能力



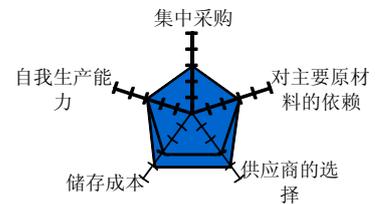
供应商



新竞争对手

保温杯生产的技术和资金壁垒均较低，产品较容易被模仿。
公司的规模优势不明显。

新竞争对手

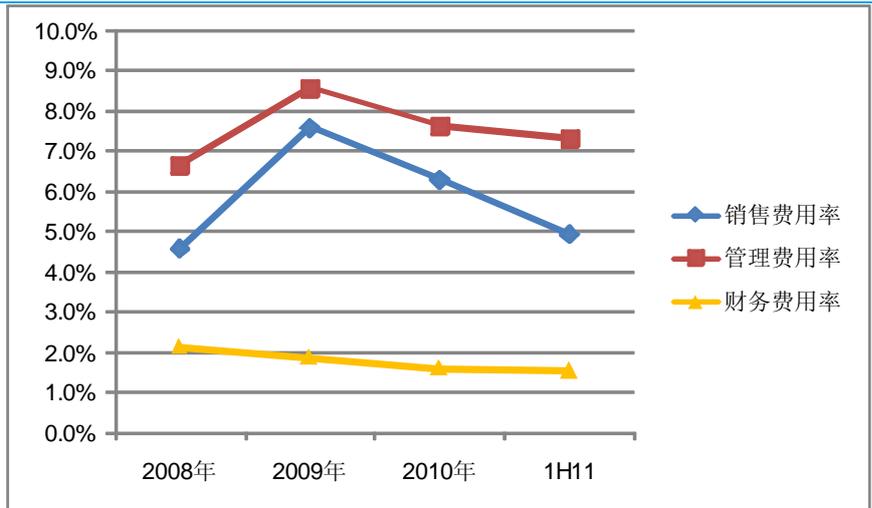


来源：国金证券研究所

未来销售费用率可能上升

- 2009年，公司在出口受到冲击的情况下着力发展内销市场，销售费用率明显上升。未来随着公司进入高端百货、增加品牌形象展示专柜，销售费用率可能上升。

图表14: 公司销售费用率随内销比重而变化



来源: 招股书, 国金证券研究所

募投项目

- 公司募投项目主要为年产 1000 万只不锈钢真空保温器皿, 投资额 18329 万元。公司计划第一年达成 50%, 第二年达产 80%, 第三年达产 100%。
- 同时, 公司计划投入 625 万元和 238 万元购买和安装研发检测设备、系统设计管理软件, 投入 1200 万元和 315 万元用于增设 1000 个品牌形象专柜和新设营销办事处。
- 募投项目有助于扩大公司产能, 加强营销建设, 但也会带来销售费用的上升。

图表15: 募投项目一览

项目名称	投资额	建设期
年产 1000 万只不锈钢真空保温器皿项目	18,329	15 个月
其中包括: 购置安装研发检测设备	625	
购置安装系统设计管理软件	238	
增设品牌形象专柜 1000 个	1,200	
新设营销办事处	315	

单位: 万元

来源: 招股书, 国金证券研究所

盈利预测与估值

- 我们分别测算公司的不锈钢真空保温器皿的出口和内销收入, 加总后即为公司不锈钢真空保温器皿的营业总收入, 然后加上不锈钢非真空器皿和其他产品即为公司总销售收入。
- 预测 2011-2013 年, 公司的销售收入分别为 5.17、6.30 和 7.47 亿元, 同比增速为 22.5%、21.9%和 18.5%。净利润分别为 5725、7263、和 8660 万元, 同比增速 35.27%、26.86%和 19.24%。EPS 为 0.63、0.80 和 0.95 元。
- 考虑行业和公司的成长性, 我们认为公司 12 个月合理估值为 25X12PE-28X12PE, 对应股价 19.91-22.30 元。

图表16: 不锈钢真空保温器皿营业收入预测

不锈钢真空保温器皿		2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E	预测逻辑
外销	数量		5287	8404	9581	10683	11751	10年增速高有09年基数低的原因,未来出口受经济环境影响较大,且哈尔斯自建品牌可能影响出口订单。
	YoY			59.0%	14.0%	11.5%	10.0%	
	单价	26.22	24.23	26.32	28	30	31	单价随成本上涨
	YoY		-8%	8.6%	8.0%	5.0%	3.0%	
	销售收入		128	221	272	319	361	
	YoY			72.7%	23.1%	16.0%	13.3%	
内销	国内市场容量(千万台)	6.45	7.78	9.82	12.08	14.49	17.10	
	YoY		20.6%	26.2%	23%	20%	18%	内销市场增长快于国际市场,但行业增速随基数增加而减慢
	哈尔斯份额		6.3%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%	份额稳中有升
	数量		4916	5198	6643	8117	9749	
	YoY			5.7%	27.8%	22.2%	20.1%	
	单价	22.9	22.40	24.85	27	29	31	
	YoY		-2%	10.9%	10.0%	7.0%	5.0%	公司向高端百货铺货,单价可较快增长
	销售收入		110	129	182	237	299	
	YoY			17.3%	40.0%	29.7%	27.4%	
	销量合计		10203	13602	16224	18800	21500	
YoY			33%	19.3%	15.9%	14.4%		
平均单价		23.4	25.8	28.0	29.6	30.7		
YoY			10%	9.4%	5.8%	5.3%		
销售收入合计		238	350	454	556	661		
YoY			47.1%	29.6%	22.5%	18.8%		

单位: 千台, 元, 百万元

来源: 国金证券研究所

图表17: 公司总销售收入及毛利率预测

项 目	2008	2009	2010	1H11	2011E	2012E	2013E
不锈钢真空器皿							
平均售价 (元/件)	24.82	23.35	25.76	26.83	27.98	29.59	30.73
增长率 (YOY)		-5.92%	10.32%		8.62%	5.75%	3.85%
销售数量 (千件)	10,011.40	10,203.00	13,602.30	7,230.70	16,224.25	18,799.65	21,500.00
增长率 (YOY)		1.91%	33.32%		19.28%	15.87%	14.36%
销售收入 (百万元)	248.48	238.24	350.40	194.00	453.97	556.30	660.71
增长率 (YOY)		-4.12%	47.08%		29.56%	22.54%	18.77%
毛利率	23.56%	32.57%	29.41%	27.13%	27.50%	27.80%	28.10%
销售成本 (百万元)	189.95	160.65	247.36	141.36	329.13	401.65	475.05
增长率 (YOY)		-15.43%	53.98%		33.06%	22.03%	18.28%
毛利 (百万元)	58.53	77.59	103.04	52.64	124.84	154.65	185.66
增长率 (YOY)		32.56%	32.79%		21.16%	23.88%	20.05%
占总销售额比重	86.34%	88.19%	87.07%	87.51%	87.77%	88.21%	88.43%
占主营业务利润比重	89.10%	91.10%	90.19%	90.98%	91.22%	91.55%	91.75%
不锈钢非真空器皿							
平均售价 (元/件)	14.45	13.71	14.28	14.74	15.30	15.76	16.15
增长率 (YOY)		-5.12%	4.16%		3.80%	3.00%	2.50%
销售数量 (千件)	2,265.10	1,316.10	2,196.60	1,022.80	2,400.00	2,688.00	3,010.56
增长率 (YOY)		-41.90%	66.90%		9.26%	12.00%	12.00%
销售收入 (百万元)	32.73	18.04	31.37	15.08	36.72	42.36	48.63
增长率 (YOY)		-44.87%	73.84%		17.06%	15.36%	14.80%
毛利率	16.13%	22.90%	21.41%	17.64%	18.00%	18.20%	18.30%
销售成本 (百万元)	27.45	13.91	24.65	12.42	30.11	34.65	39.73
增长率 (YOY)		-49.32%	77.21%		22.14%	15.08%	14.66%
毛利 (百万元)	5.28	4.13	6.72	2.66	6.61	7.71	8.90
增长率 (YOY)		-21.74%	62.50%		-1.57%	16.64%	15.43%
占总销售额比重	11.37%	6.68%	7.79%	6.80%	7.10%	6.72%	6.51%
占主营业务利润比重	8.04%	4.85%	5.88%	4.60%	4.83%	4.56%	4.40%
其他产品							
平均售价 (元/件)	11.58	9.44	12.18	7.14	7.80	8.19	8.52
增长率 (YOY)		-18.48%	29.03%		9.24%	5.00%	4.00%
销售数量 (千件)	569.50	1,468.00	1,695.70	1,766.40	3,400.00	3,910.00	4,437.85
增长率 (YOY)		157.77%	15.51%		100.51%	15.00%	13.50%
销售收入 (百万元)	6.59	13.86	20.65	12.61	26.52	32.02	37.80
增长率 (YOY)		110.13%	49.04%		28.40%	20.75%	18.04%
毛利率	28.51%	24.87%	21.72%	20.31%	20.40%	20.50%	20.60%
销售成本 (百万元)	4.71	10.41	16.17	10.05	21.11	25.46	30.01
增长率 (YOY)		120.84%	55.28%		30.57%	20.60%	17.89%
毛利 (百万元)	1.88	3.45	4.49	2.56	5.41	6.56	7.79
增长率 (YOY)		83.28%	30.18%		20.59%	21.34%	18.62%
占总销售额比重	2.29%	5.13%	5.13%	5.69%	5.13%	5.08%	5.06%
占主营业务利润比重	2.86%	4.05%	3.93%	4.43%	3.95%	3.89%	3.85%
销售总收入 (百万元)	287.81	270.14	402.42	221.69	517.21	630.68	747.14
销售总成本 (百万元)	222.11	184.97	288.18	163.83	380.35	461.76	544.79
毛利 (百万元)	65.69	85.17	114.24	57.86	136.86	168.92	202.34
平均毛利率	22.83%	31.53%	28.39%	26.10%	26.46%	26.78%	27.08%

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 出口订单减少的风险。

- 原材料价格上涨的风险。
- 高端百货渠道铺货不达预期的风险。
- 销售费用增长过快的风险。

附录：三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	304	279	422	517	631	747
增长率		-8.2%	51.5%	22.5%	21.9%	18.5%
主营业务成本	-238	-193	-308	-380	-462	-545
%销售收入	78.3%	69.2%	72.9%	73.5%	73.2%	72.9%
毛利	66	86	115	137	169	202
%销售收入	21.7%	30.8%	27.1%	26.5%	26.8%	27.1%
营业税金及附加	-2	-1	-3	-3	-3	-4
%销售收入	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-14	-21	-27	-32	-41	-51
%销售收入	4.6%	7.6%	6.3%	6.2%	6.5%	6.8%
管理费用	-18	-24	-32	-39	-46	-53
%销售收入	5.9%	8.6%	7.7%	7.5%	7.3%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	32	39	53	64	79	94
%销售收入	10.4%	14.1%	12.5%	12.3%	12.5%	12.6%
财务费用	-7	-6	-7	2	5	6
%销售收入	2.2%	2.3%	1.6%	-0.4%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-1	1	1	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	1	1
%税前利润	0.6%	0.0%	n.a	1.5%	1.2%	1.0%
营业利润	25	34	45	66	84	101
营业利润率	8.3%	12.1%	10.7%	12.8%	13.4%	13.5%
营业外收支	1	2	4	1	1	1
税前利润	26	36	49	67	85	102
利润率	8.6%	12.9%	11.6%	13.0%	13.5%	13.6%
所得税	-6	-5	-7	-10	-13	-15
所得税率	24.8%	13.7%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	20	31	42	57	73	87
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	20	31	42	57	73	87
净利率	6.4%	11.2%	10.0%	11.1%	11.5%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	0	0	42	57	73	87
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	9	11	15	18
非经营收益	1	-1	5	-2	-2	-2
营运资金变动	0	0	-8	-24	-14	-15
经营活动现金净流	1	-1	48	43	71	88
资本开支	-20	-27	-15	-78	-44	-29
投资	7	0	0	-1	0	0
其他	0	-3	-1	1	1	1
投资活动现金净流	-13	-30	-16	-78	-43	-28
股权募资	0	0	0	269	-9	0
债权募资	-10	2	9	-76	0	1
其他	-21	-5	-18	-1	0	0
筹资活动现金净流	-32	-3	-9	193	-9	1
现金净流量	-43	-34	23	158	20	60

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	37	40	65	223	243	303
应收款项	32	37	47	55	67	80
存货	43	55	70	78	95	112
其他流动资产	12	19	22	33	40	46
流动资产	124	150	203	389	445	541
%总资产	64.1%	64.3%	68.9%	70.8%	70.0%	72.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	59	61	70	106	120	122
%总资产	30.6%	26.1%	23.6%	19.3%	18.9%	16.4%
无形资产	9	22	21	51	68	79
非流动资产	69	83	92	160	190	203
%总资产	35.9%	35.7%	31.1%	29.2%	30.0%	27.3%
资产总计	193	234	295	550	635	744
短期借款	50	12	74	0	0	0
应付款项	36	45	62	62	79	96
其他流动负债	14	12	16	20	25	29
流动负债	99	70	153	82	104	125
长期贷款	13	53	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	1	0	0	0
负债	113	123	154	82	104	126
普通股股东权益	81	111	141	467	531	618
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	194	234	295	550	635	744

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.515	0.820	0.619	0.628	0.796	0.950
每股净资产	2.128	2.920	2.060	5.126	5.825	6.775
每股经营现金净流	1.365	0.972	0.703	0.468	0.783	0.961
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.19%	28.08%	30.03%	12.25%	13.67%	14.02%
总资产收益率	10.10%	13.33%	14.35%	10.42%	11.44%	11.64%
投入资本收益率	16.51%	19.31%	21.24%	11.58%	12.60%	12.96%
增长率						
主营业务收入增长率	25.28%	-8.24%	51.48%	22.50%	21.94%	18.47%
EBIT增长率	22.26%	24.68%	34.48%	20.24%	23.65%	19.87%
净利润增长率	35.76%	59.28%	35.82%	35.27%	26.86%	19.24%
总资产增长率	-8.16%	20.58%	26.19%	86.37%	15.52%	17.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.8	42.6	32.3	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	85.2	92.4	73.6	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	43.6	57.8	52.6	45.0	48.0	50.0
固定资产周转天数	70.9	79.9	57.2	71.9	66.8	57.3
偿债能力						
净负债/股东权益	31.79%	22.82%	6.35%	-47.76%	-45.80%	-48.97%
EBIT利息保障倍数	4.8	6.2	7.8	-29.3	-16.4	-16.8
资产负债率	58.27%	52.52%	52.21%	14.94%	16.32%	16.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B