

家用轻工

署名人: 初学良

S0960511020017

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

参与人: 韩小静

S0960111080446

0755-82026710

hanxiaojing@cjis.cn

6-12个月目标价: 19元

当前股价: 14.11元

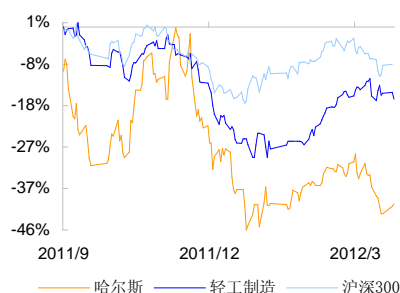
评级调整: 首次评级

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2285.78 |
| 总股本(百万) | 91 |
| 流通股本(百万) | 22 |
| 流通市值(亿) | 4 |
| EPS | 0.56 |
| 每股净资产(元) | 6.1 |
| 资产负债率 | 17.43% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|---------|--------|-------|--------|
| 哈尔斯 | -14.33 | -1.03 | -11.71 |
| 轻工制造 | -7.03 | 14.15 | -11.94 |
| 沪深300指数 | -5.37 | 10.69 | -2.38 |



相关报告

哈尔斯

002615

推荐

产能快速扩张的国内龙头企业

哈尔斯是国内不锈钢真空保温器皿的龙头企业,公司利用长期的ODM、OEM经验,建立自主品牌。“十二五”期间,国家经济转型带来的消费升级将会促进国内不锈钢真空保温器皿市场的发展。值此之际,公司利用公开募集资金,大幅扩大产能,业绩有望随之稳步提升。

投资要点:

- **主营不锈钢真空保温器皿,外销占比60%左右。**哈尔斯是国内不锈钢真空保温器皿的龙头企业之一。公司60%左右的收入来自于与国际知名品牌(如膳魔师)的ODM、OEM合作。其余收入主要是自主品牌的国内销售。
- **国外市场发展较为成熟,国内市场空间较大。**在欧美、日本等发达地区,不锈钢真空保温器皿的使用已经较为广泛。2008年末,上述地区的人均保有量0.37~0.65只,发源地日本的家庭平均保有量甚至达到4只,而截至2010年末,国内人均保有量仅为0.22只左右,市场潜在空间较大。
- **国内集中度低,自主品牌竞争逐步加强。**我国目前是不锈钢真空保温器皿的生产大国,产量接近全国的70%左右。国内企业目前主要还是通过ODM、OEM方式与国际知名品牌合作。随着国内消费潜力逐步被挖掘,国内企业的自主品牌销售比重将逐渐提高。
- **注重国内营销,产能扩张助业绩成长。**公司的优势在于研发设计能力出众,国内营销渠道铺设广泛。利用此次IPO,公司进一步在全国重点地区设立营销办事处以及品牌形象专柜。募投项目完成后,公司产能大幅扩张71.43%,我们认为国外市场的稳定增长,以及国内市场的不断开拓将会保证公司产能消化,助推业绩成长。
- **投资建议:**预计2011-2013年,公司EPS分别为0.56元、0.76元、0.95元,目前股价对应2012年20倍PE,首次给予推荐评级。

风险提示:经济下滑超预期导致国内消费需求被压制

主要财务指标

| 单位:百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 422 | 520 | 646 | 862 |
| 收入同比(%) | 51% | 23% | 24% | 34% |
| 归属母公司净利润 | 42 | 51 | 70 | 87 |
| 净利润同比(%) | 37% | 20% | 37% | 24% |
| 毛利率(%) | 27.1% | 24.5% | 25.9% | 25.1% |
| ROE(%) | 30.0% | 8.7% | 10.7% | 11.7% |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.56 | 0.76 | 0.95 |
| P/E | 33.44 | 27.88 | 20.33 | 16.36 |
| P/B | 10.04 | 2.43 | 2.17 | 1.92 |
| EV/EBITDA | 27 | 24 | 18 | 14 |

资料来源:中投证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 一、哈尔斯：国内不锈钢真空保温器皿龙头企业 | 3 |
| 1.1 公司基本情况介绍 | 3 |
| 1.2 不锈钢价格扰动影响公司盈利能力，但未来成长主要依赖产量规模扩张 | 4 |
| 二、行业发展及竞争结构 | 6 |
| 2.1 替代传统玻璃器皿，中国消费市场逐步打开 | 6 |
| 2.2 国内竞争较为激烈，行业集中度低 | 8 |
| 2.3 行业核心竞争力分析 | 9 |
| 三、公司成长性分析 | 10 |
| 3.1 公司成长路径 | 10 |
| 3.1.1 成长的核心：产能扩张，募投项目解决产能瓶颈 | 10 |
| 3.1.2 产能扩张的市场支撑——巩固扩大 ODM、OEM 业务，加强国内市场开拓 | 10 |
| 3.1.3 募投项目盈利情况 | 11 |
| 3.2 盈利预测及投资建议 | 11 |
| 3.2.1 盈利预测基本假设 | 11 |
| 3.2.2 投资建议 | 12 |
| 图 1：哈尔斯股权结构 | 3 |
| 图 2：2011 年上半年公司收入构成 | 4 |
| 图 3：2008-2011H1 公司销售区域构成 | 4 |
| 图 4：2007-2011 公司收入及利润变化情况 | 5 |
| 图 5：2008-2011H1 公司产量（万只）情况 | 5 |
| 图 6：公司盈利情况及同期不锈钢卷板采购价格 | 6 |
| 图 7：不锈钢真空保温器皿应用领域 | 6 |
| 图 8：2007-2010 年全球不锈钢销售情况 | 7 |
| 图 9：2005-2010 国产不锈钢真空器皿外销、内销情况 | 7 |
| 图 10：“十二五”期间，国内不锈钢真空保温器皿人均保有量预测 | 8 |
| 图 11：2009 年国内前五大企业市场份额 | 8 |
| 图 12：国内消费市场主要高端品牌 | 9 |
| 图 13：国内消费市场主要中端自主品牌 | 9 |
| 图 14：国内消费市场主要中端自主品牌 | 10 |
| 表 1：哈尔斯（002615）基本数据 | 3 |
| 表 2：募投项目产品构成 | 10 |
| 表 3：募投项目盈利情况 | 11 |
| 表 4：销量预测（万只） | 11 |
| 表 5：单位成本（元/只） | 11 |
| 表 6：产品均价（元/只） | 11 |
| 表 7：产品毛利率 | 12 |
| 表 8：产品单位毛利 | 12 |

一、哈尔斯：国内不锈钢真空保温器皿龙头企业

1.1 公司基本情况介绍

公司简介：浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司主要从事日用不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产与销售，主要产品包括保温杯、保温瓶、保温壶等不锈钢真空保温器皿以及部分不锈钢非真空器皿。根据中国日用杂品工业协会统计，2008、2009年公司连续位居我国不锈钢真空保温器皿行业销售收入第二名。与国内同行相比，公司的优势在于产销规模大、生产制造技术精良、研发设计能力突出、国内营销网络覆盖面广。

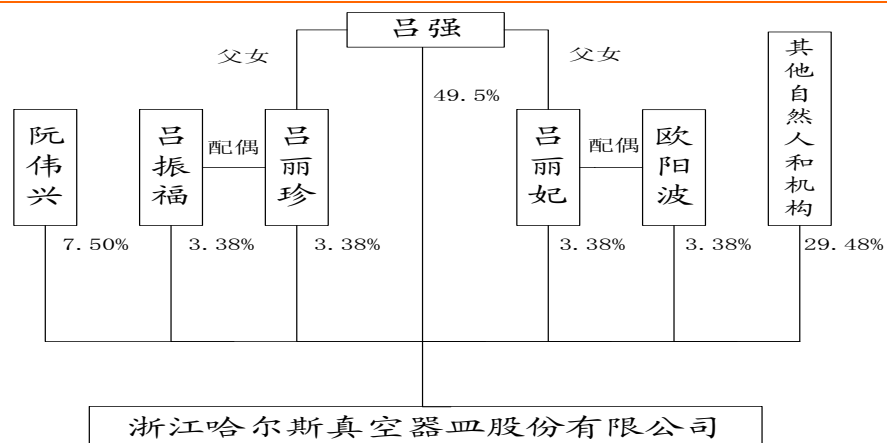
表 1：哈尔斯（002615）基本数据

| | |
|------------------------|----------|
| 首次上市流通日期 | 2011.9.9 |
| 发行价（元/股） | 18 |
| 总股本（万股） | 9120 |
| 流通股本（万股） | 2280 |
| 以下为 2011 年前三季度关键财务指标数据 | |
| 总资产（亿元） | 7.41 |
| 资产负债率 | 27.05% |
| 营业收入（亿元） | 3.52 |
| 毛利率 | 25.58% |
| 净利率 | 10.19% |
| ROE-摊薄 | 6.62% |

资料来源：公司公告 中投证券研究所

股权结构：民营家族企业。吕强是公司的实际控制人、董事长，持股比例达 49.5%，吕强本人与其亲属合计持有公司 63.02%的股权比例，是典型的家族企业。公司第二大股东阮伟兴是财务投资人。

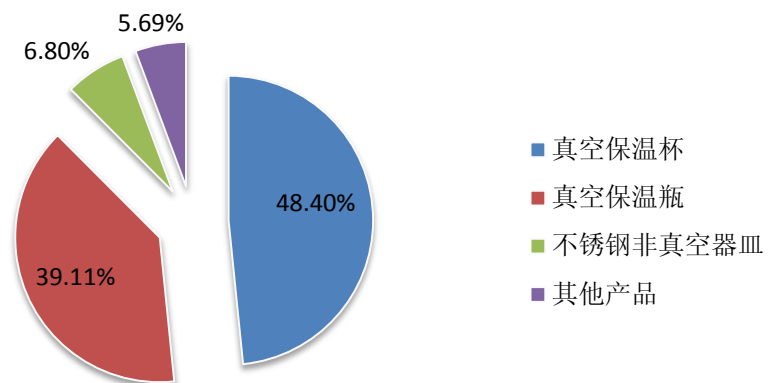
图 1：哈尔斯股权结构



资料来源：公司公告 中投证券研究所

主营业务：不锈钢真空保温器皿的生产和销售。以 2011 年上半年经营情况为例，公司主营业务收入 2.22 亿元，其中真空保温杯和保温瓶贡献率 87.51%。

图 2: 2011 年上半年公司收入构成

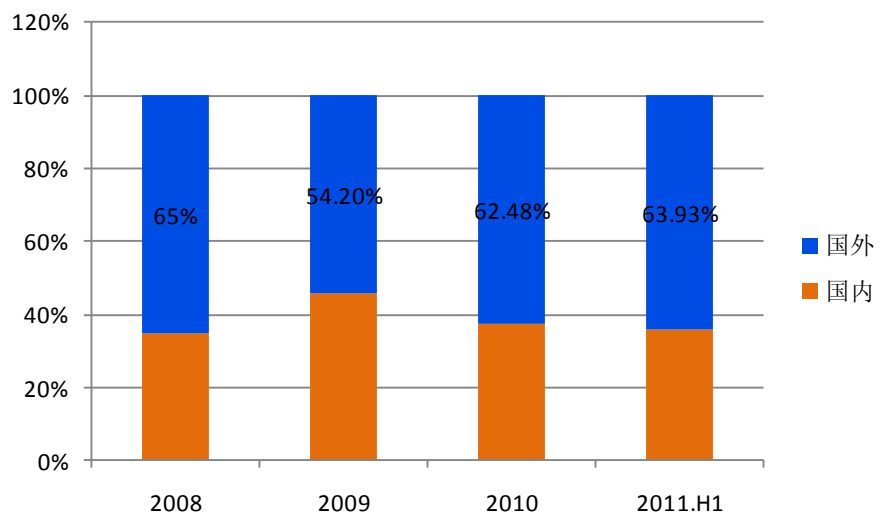


资料来源: 公司公告 中投证券研究所

公司盈利模式: 60%国外 ODM+OEM, 40%国内自主品牌销售。

在国际市场上, 公司采取 ODM、OEM 相结合的业务模式, 与膳魔师集团、PMI 公司、SKATER 公司等国家国际知名品牌商建立较为稳定的合作关系。在国内市场上, 公司主要采取经销模式销售自主品牌产品, 在全国拥有 88 家经销商、3000 多个销售终端。

图 3: 2008-2011H1 公司销售区域构成



资料来源: 公司公告 中投证券研究所

1.2 不锈钢价格扰动影响公司盈利能力, 但未来成长主要依赖产量规模扩张。

成长性: 2011 年公司实现营业收入 5.2 亿元, 同比增长 23.13%, 2007 年至今 CAGR 为 21.01%; 实现归属于母公司所有者净利润 0.51 亿元, 同比增长 21.29%, 2007 年至今 CAGR 为 37.06%。

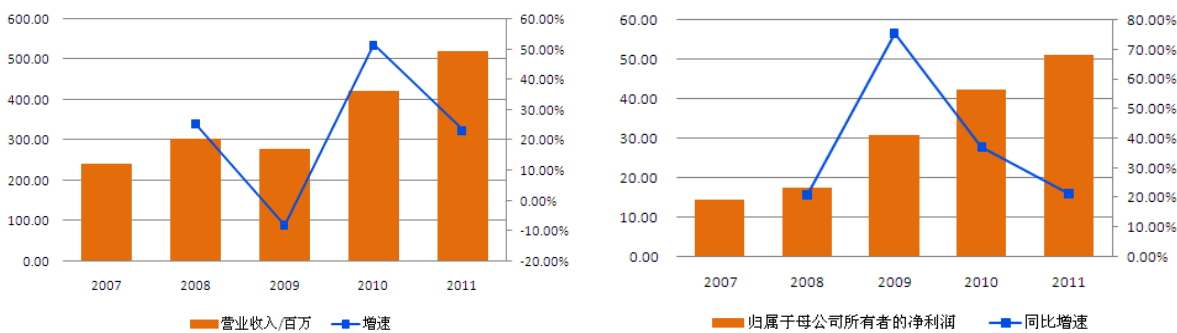
不锈钢价格与公司产品盈利能力负相关。09 年不锈钢价格大幅下跌, 而公司产品

由于带有消费属性，价格下跌幅度相对较小，导致毛利率大幅提升。2010 年开始不锈钢价格逐步恢复，公司毛利率及单位毛利额随之下滑。

不锈钢价格不出现类似 09 年大幅波动的前提下，公司业绩增长主要靠产量增加。2009 年，公司不锈钢卷板的采购价格下跌 27.78%，带动单位毛利同比增加 2.2 元/只，增幅 41.50%。盈利能力的上升保证公司在产量同比下滑的情况下，净利润大幅增加。2010、2011 年，不锈钢价格上涨，单位毛利下滑，公司凭借内生生产量扩张确保了净利润依然每年保持增长。

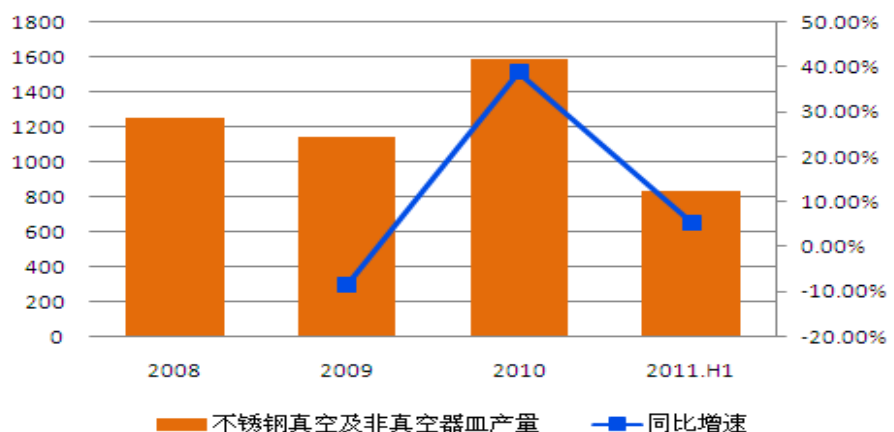
对公司成长模式的看法：我们认为，不锈钢价格走势非公司可控因素，未来不锈钢价格出现 09 年似的暴跌概率不大，2012 年更可能的是相比 2011 年略微下调，2013 年开始，随着经济增速可能的逐步回暖，不锈钢价格随之稳步提高，急涨急跌的可能性都不大。因此，未来不锈钢价格扰动应该不是公司业绩影响的关键因素。公司未来成长的主要驱动力是产量规模的扩张。

图 4：2007-2011 公司收入及利润变化情况



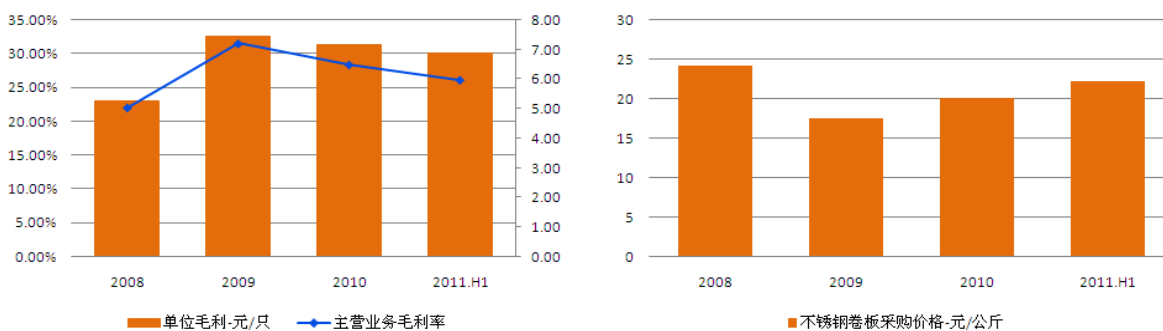
资料来源：公司公告 中投证券研究所

图 5：2008-2011H1 公司产量（万只）情况



资料来源：公司公告 中投证券研究所

图 6: 公司盈利情况及同期不锈钢卷板采购价格



资料来源: 公司公告 中投证券研究所

二、行业发展及竞争结构

2.1 替代传统玻璃器皿，中国消费市场逐步打开。

不锈钢真空保温器皿——替代传统玻璃保温容器的新兴消费品。不锈钢真空保温技术发明于 20 世纪 70 年代，利用真空绝热原理，阻断容器内外热传递，以长时间保持容器内的温度。与传统玻璃保温容器相比，其优点在于健康卫生、安全便捷、节能环保、外观时尚。

图 7: 不锈钢真空保温器皿应用领域



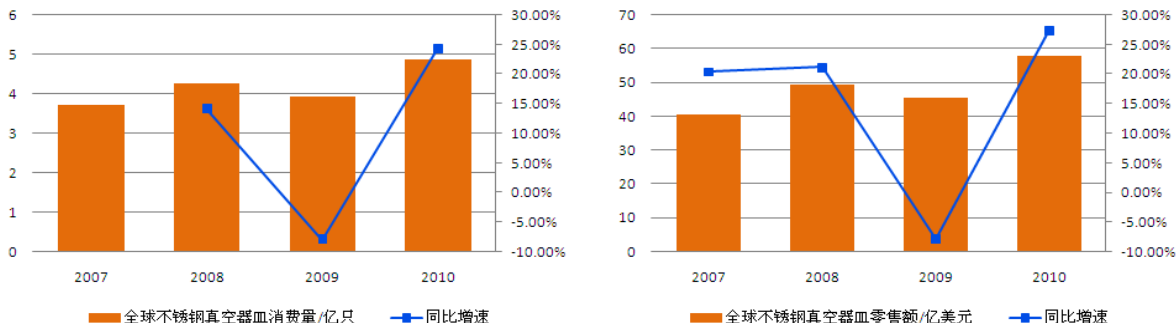
资料来源: 公司公告 中投证券研究所

消费升级推动不锈钢真空保温器皿市场发展。相比不锈钢真空保温器皿的各种优点，我们认为，居民消费升级是促进其市场规模不断扩张的核心力量。在欧美、日韩等发达国家和地区，不锈钢真空保温器皿为人们普遍使用的日用消费品。在国内，不锈钢真空保温器皿的消费也主要集中在北京、上海、广东等经济发达地区，2009 年上述三个地区的零售量占全国的 40.71%。

制造在国内，消费在国外。由于劳动力、土地等成本原因，不锈钢真空器皿的生产已由发达国家向以中国为主的发展中国家转移。2010 年，我国不锈钢真空保温器皿行业产品销量达 3.4 亿只，占全球零售量的 69.53%。由于消费水平的差距，目前真空保温器皿的主要消费市场还是在发达国家。国产外销比例达 70% 以上。

OEM、ODM 为主，自主品牌为辅。由于主要消费市场在国外，且国外消费者已经形成了较为稳定的品牌消费习惯，因此，目前，国内企业主要还是以 OEM、ODM 为主。随着国内市场的逐步开发，自主品牌的消费有望逐步打开。

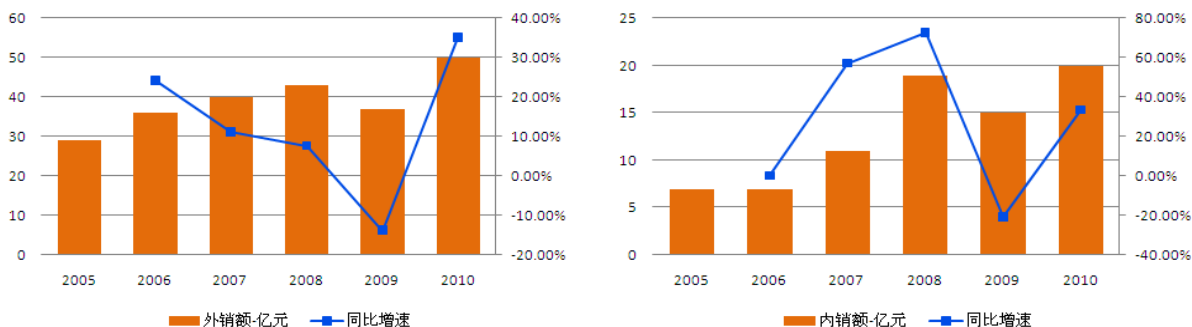
图 8：2007-2010 年全球不锈钢销售情况



资料来源：公司公告 中投证券研究所

注：销售额以零售价核算

图 9：2005-2010 国产不锈钢真空器皿外销、内销情况



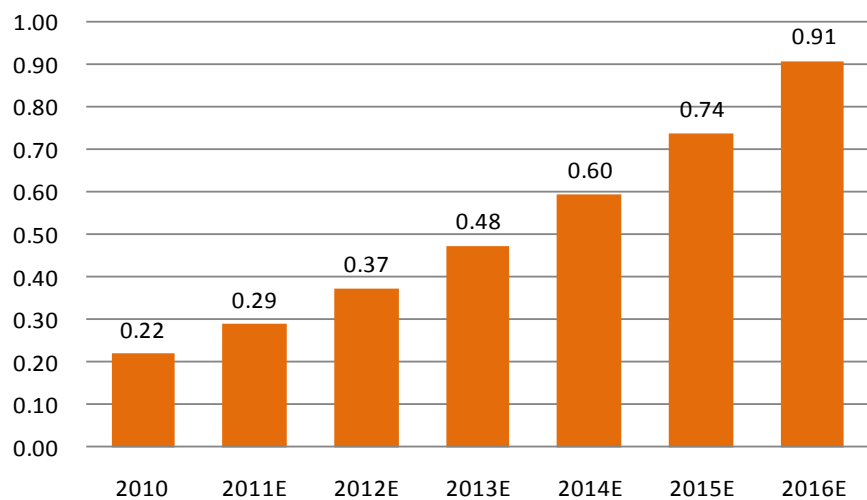
资料来源：公司公告 中投证券研究所

注：销售额以出厂价核算

中国市场消费潜力较大。2008 年末经济发达国家和地区的不锈钢真空保温器皿的人均拥有量达到了 0.37~0.65 只，发源地日本的家庭平均保有量达到 4 只。根据推算，截至 2010 年末，中国的人均保有量为 0.22 只左右，尚未达到 2008 年末发达国家和地区的下限水平。

“十二五”末国内消费有饱和风险。2010 年，国内市场消费量大约为 0.79 亿只，同比增速 33%左右。2005 年至 2010 年，国内消费量 CAGR 为 23.36%，我们假设 2011 年开始，国内消费年均增速 20%，国内人口年均增速 0.45%，则人均保有量在十二五末将接近 1 只，行业有饱和风险。

图 10: “十二五”期间，国内不锈钢真空保温器皿人均保有量预测

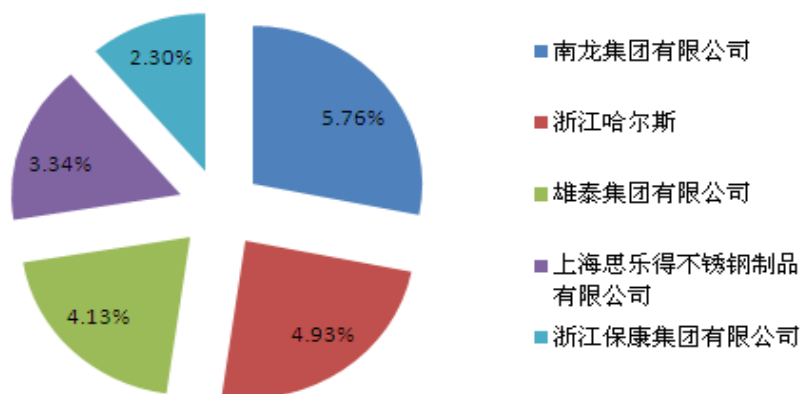


资料来源：中投证券研究所

2.2 国内竞争较为激烈，行业集中度低。

国内产业集中度低。我国目前拥有不锈钢真空保温器皿生产企业 500 余家，企业众多但规模普遍不大，行业集中度不高，2009 年国内排名前五家企业的市场份额 20.46%。

图 11: 2009 年国内前五大企业市场份额



资料来源：公司公告 中投证券研究所

竞争结构：目前国内不锈钢真空器皿的竞争关系有以下几个方面。

- 国内企业与国际企业。国内企业与国际企业的直接竞争不多。不锈钢真空保温器皿的国际市场几乎被国外品牌商垄断，中国自主品牌很少能够参与，国外品牌商往往在中国选取合作企业进行 ODM、OEM。
- 国内企业的 ODM、OEM 竞争。国内企业的竞争主要体现在 ODM、OEM 订单的争夺。国外品牌商对所选合作企业的考察标准不仅包括产品工艺、款式、质量等方面要求，还包括对企业管理、人员、设备、检测、安全、环保、社

会责任等方面的考察，并且会在后续的合作过程中对上述各项指标进行定期、不定期的考核。另一方面，相较于 OEM，ODM 企业由于具备研发设计能力，往往更容易获得订单。

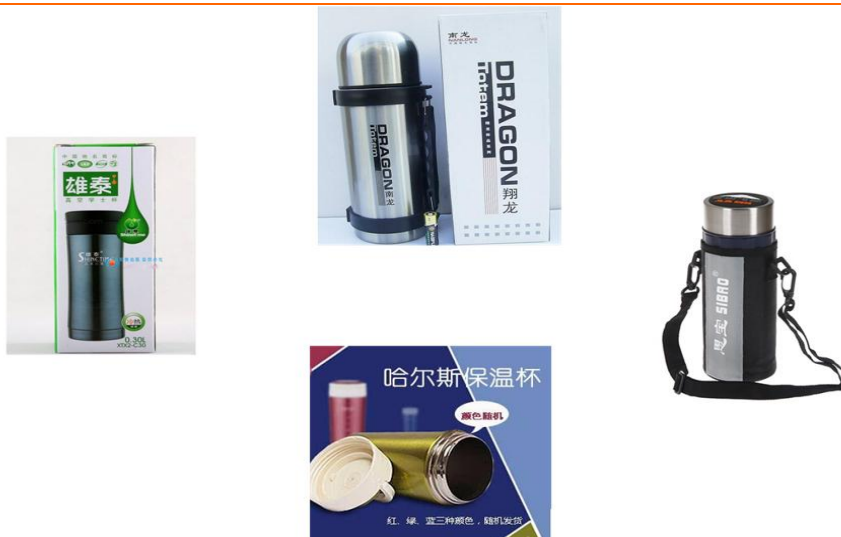
- 国内自主品牌的竞争。国内的消费市场中，国外品牌（膳魔师、阿拉丁、象印、虎牌等）由于价格较高，主要面向高端消费群体，占有率低，基本维持在 3% 左右。国内中低端市场主要是自主品牌（哈尔斯、翔龙、思宝、雄泰等）覆盖。自主品牌的竞争主要体现在产品质量、功能、款式以及销售渠道、成本控制方面。

图 12: 国内消费市场主要高端品牌



资料来源：公司公告 中投证券研究所

图 13: 国内消费市场主要中端自主品牌



资料来源：公司公告 中投证券研究所

2.3 行业核心竞争力分析

我们认为短期内，国内企业以 ODM、OEM 为主的模式不会得到根本改变。因此，目前企业的核心竞争力主要还是体现在产品制造技术、研发设计能力以及成本控制水平几个方面。未来随着国内消费市场的逐步打开，品牌建设、市场营销渠道对企业发展的重要性会逐步凸显。

三、公司成长性分析

3.1 公司成长路径

3.1.1 成长的核心：产能扩张，募投项目解决产能瓶颈

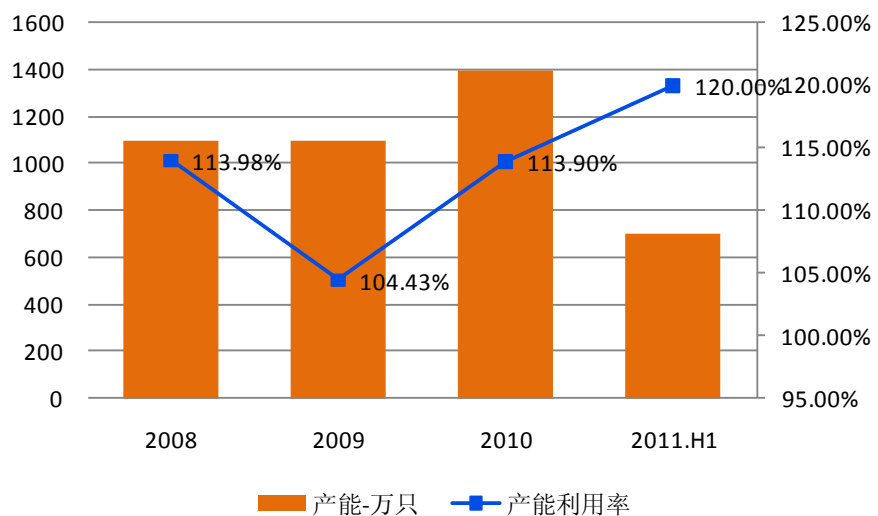
2008-2011年，公司产能利用率始终在100%以上，产能不足已经成为限制公司成长的重要因素。为解决此问题，2011年公司IPO募得资金3.64亿元，用于“年产1000万只不锈钢真空保温器皿项目”建设，项目建成后，公司产能将增加71.4%。

3.1.2 产能扩张的市场支撑——巩固扩大ODM、OEM业务，加强国内市场开拓

国外销售方面，公司将积极参与中国华东进出口商品交易会、中国出口商品交易会、芝加哥家庭用品博览会等国际性大型会展，同时新进入德国科隆的户外用品展、美国盐湖城的厨房用品展等展销活动，扩大公司ODM、OEM业务，重点发展ODM业务。另外通过不断嘉庆自主品牌的海外推广，重点开发尼日利亚、印度、伊朗、印尼等国家的销售市场。

营销方面，公司拟投入315万元新设营销办事处，实施对经销商的精细化管理，扩大销售；另一方面，公司为进一步开拓国内市场，将投入1200万元增设1000个品牌形象专柜，提高消费者对公司品牌的认知度。目前公司在全国3000多个销售终端（包括普通货架、品牌形象专柜），其中品牌形象专柜755个。

图 14：国内消费市场主要中端自主品牌



资料来源：公司公告 中投证券研究所

表 2：募投项目产品构成

| 产品名称 | 年产量（万只） |
|----------|---------|
| 子弹头真空保温杯 | 500 |
| 司驾型真空保温杯 | 100 |
| 镭金真空礼品杯 | 40 |
| 抗菌型真空杯 | 40 |
| 真空旅游壶 | 200 |

| | |
|-----------|----|
| 婴童专用真空奶瓶 | 40 |
| 感应式真空电热水壶 | 30 |
| 真空保温饭盒 | 30 |
| 真空焖烧壶 | 20 |

资料来源：公司公告 中投证券研究所

注：蓝色底纹部分为新增产品种类，附加值较高

3.1.3 募投项目盈利情况

根据公司招股书披露,公司募投项目预计将于 2012 年底投产,2013 年达产 50%,2014 年 80%,2015 年完全达产。

表 3: 募投项目盈利情况

| | |
|------------|--------|
| 年销售收入-万元 | 36400 |
| 折合产品均价-元/只 | 36.4 |
| 年税后利润-万元 | 3941 |
| 净利率 | 10.83% |

资料来源：公司公告 中投证券研究所

3.2 盈利预测及投资建议

3.2.1 盈利预测基本假设

表 4: 销量预测 (万只)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 不锈钢真空保温器皿 | 1001 | 1020 | 1360 | 1609 | 2092 | 2720 |
| 不锈钢非真空保温器皿 | 227 | 132 | 220 | 237 | 308 | 401 |
| 其他产品 | 57 | 147 | 170 | 340 | 442 | 575 |

资料来源：中投证券研究所

表 5: 单位成本 (元/只)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 不锈钢真空保温器皿 | 18.97 | 15.74 | 18.19 | 20.16 | 19.07 | 20.03 |
| 不锈钢非真空保温器皿 | 12.12 | 10.57 | 11.22 | 12.29 | 11.63 | 12.21 |
| 其他产品 | 9.49 | 7.09 | 9.53 | 5.81 | 5.50 | 5.77 |
| 备注：假设 2012 年不锈钢价格下跌 8%，2013 年上涨 5%，2012、2013 年人工成本分别上升 10% | | | | | | |

资料来源：中投证券研究所

表 6: 产品均价 (元/只)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 不锈钢真空保温器皿 | 24.82 | 23.35 | 25.76 | 27.43 | 26.40 | 27.30 |
| 不锈钢非真空保温器皿 | 14.45 | 13.71 | 14.28 | 14.99 | 14.36 | 14.91 |
| 其他产品 | 11.58 | 9.44 | 12.18 | 7.09 | 6.79 | 7.05 |
| 备注：根据历史数据，由于具备一定的消费属性，公司产品的价格变动幅度要小于成本波动幅度，原材料下跌的时候，公司产品的毛利率和单位毛利都会上升，相反，原材料价格上涨时，毛利率和单位毛利都会下降。 | | | | | | |

资料来源：中投证券研究所

表 7: 产品毛利率

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 不锈钢真空保温器皿 | 23.55% | 32.57% | 29.40% | 26.50% | 27.74% | 26.65% |
| 不锈钢非真空保温器皿 | 16.13% | 22.90% | 21.41% | 18.00% | 19.02% | 18.12% |
| 其他产品 | 18.05% | 24.86% | 21.72% | 18.00% | 19.02% | 18.12% |
| 综合 | 22.25% | 30.84% | 27.12% | 24.49% | 25.92% | 25.07% |

资料来源: 中投证券研究所

表 8: 产品单位毛利

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 不锈钢真空保温器皿 | 5.85 | 7.61 | 7.57 | 8.08 | 8.11 | 8.08 |
| 不锈钢非真空保温器皿 | 2.33 | 3.14 | 3.06 | 2.86 | 2.87 | 2.85 |
| 其他产品 | 2.09 | 2.35 | 2.65 | 1.53 | 1.54 | 1.53 |

资料来源: 中投证券研究所

3.2.2 投资建议

根据上述盈利预测假设, 预计 2011-2013 年, 公司 EPS 分别为 0.56 元、0.76 元、0.95 元, 年均复合增长率 31%。目前股价对应 2012 年 20 倍 PE, 首次给予推荐评级。

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 203 | 568 | 589 | 680 |
| 现金 | 65 | 379 | 363 | 373 |
| 应收账款 | 41 | 55 | 66 | 89 |
| 其他应收款 | 5 | 6 | 8 | 11 |
| 预付账款 | 22 | 31 | 36 | 50 |
| 存货 | 70 | 96 | 114 | 156 |
| 其他流动资产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动资产 | 92 | 137 | 203 | 226 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 66 | 102 | 169 | 192 |
| 无形资产 | 21 | 25 | 28 | 31 |
| 其他非流动资产 | 4 | 10 | 6 | 3 |
| 资产总计 | 295 | 705 | 791 | 905 |
| 流动负债 | 153 | 123 | 139 | 167 |
| 短期借款 | 24 | 20 | 20 | 20 |
| 应付账款 | 51 | 69 | 83 | 112 |
| 其他流动负债 | 77 | 34 | 37 | 34 |
| 非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 负债合计 | 154 | 124 | 140 | 167 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 68 | 91 | 91 | 91 |
| 资本公积 | 3 | 370 | 370 | 370 |
| 留存收益 | 70 | 120 | 190 | 277 |
| 归属母公司股东权益 | 141 | 582 | 651 | 738 |
| 负债和股东权益 | 295 | 705 | 791 | 905 |

现金流量表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 48 | 17 | 47 | 40 |
| 净利润 | 42 | 51 | 70 | 87 |
| 折旧摊销 | 0 | 4 | 7 | 10 |
| 财务费用 | 7 | -4 | -10 | -10 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 0 | -34 | -20 | -48 |
| 其他经营现金流 | -1 | 0 | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | -16 | -49 | -72 | -33 |
| 资本支出 | 15 | 46 | 70 | 30 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | -3 | -2 | -3 |
| 筹资活动现金流 | -8 | 347 | 9 | 3 |
| 短期借款 | 12 | -4 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -53 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 30 | 23 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -27 | 367 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 29 | -39 | 9 | 3 |
| 现金净增加额 | 23 | 314 | -16 | 10 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 422 | 520 | 646 | 862 |
| 营业成本 | 308 | 393 | 478 | 646 |
| 营业税金及附加 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 营业费用 | 27 | 32 | 45 | 58 |
| 管理费用 | 32 | 38 | 46 | 61 |
| 财务费用 | 7 | -4 | -10 | -10 |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 45 | 59 | 82 | 102 |
| 营业外收入 | 4 | 1 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 49 | 60 | 82 | 102 |
| 所得税 | 7 | 9 | 12 | 15 |
| 净利润 | 42 | 51 | 70 | 87 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 42 | 51 | 70 | 87 |
| EBITDA | 52 | 59 | 79 | 102 |
| EPS (元) | 0.62 | 0.56 | 0.76 | 0.95 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|--------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 51.5% | 23.1% | 24.2% | 33.5% |
| 营业利润 | 34.5% | 30.3% | 38.9% | 24.3% |
| 归属于母公司净利润 | 37.0% | 20.0% | 37.1% | 24.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 27.1% | 24.5% | 25.9% | 25.1% |
| 净利率 | 10.0% | 9.8% | 10.8% | 10.0% |
| ROE | 30.0% | 8.7% | 10.7% | 11.7% |
| ROIC | 29.9% | 20.2% | 19.5% | 20.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 52.2% | 17.5% | 17.7% | 18.5% |
| 净负债比率 | 48.33 | 16.19% | 14.26 | 11.94% |
| 流动比率 | 1.33 | 4.63 | 4.23 | 4.08 |
| 速动比率 | 0.88 | 3.84 | 3.41 | 3.15 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.60 | 1.04 | 0.86 | 1.02 |
| 应收账款周转率 | 11 | 10 | 10 | 11 |
| 应付账款周转率 | 6.94 | 6.51 | 6.30 | 6.62 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.46 | 0.56 | 0.76 | 0.95 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.53 | 0.18 | 0.52 | 0.43 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.55 | 6.38 | 7.14 | 8.09 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 33.44 | 27.88 | 20.33 | 16.36 |
| P/B | 10.04 | 2.43 | 2.17 | 1.92 |
| EV/EBITDA | 27 | 24 | 18 | 14 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

韩小静, 中投证券研究所钢铁行业研究助理, 复旦大学材料学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 宝钢股份、新兴铸管、河北钢铁、新钢股份、鄂尔多斯、方大炭素、攀钢钒钛、常宝股份、大成股份、新莱应材、四方达、黄河旋风、豫金刚石、大冶特钢、抚顺特钢、西宁特钢

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434