

海伦钢琴 (300329.SZ) 文化用品与娱乐行业

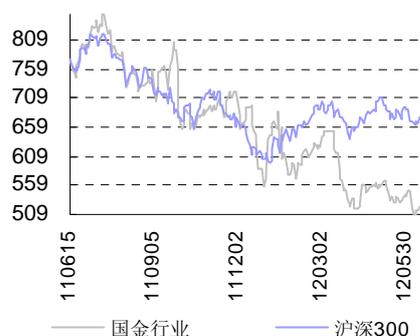
新股研究

上市定价(人民币): 21.00元
 目标价格(人民币): 15.95-19.14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)	21.00
发行A股数量(百万股)	16.77
总股本(百万股)	66.99
国金文化用品与娱乐指数	519.05
沪深300指数	2560.42



海伦钢琴: 国内主要民营钢琴生产商

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.676	0.713	0.638	0.848	1.076
每股净资产(元)	2.53	3.24	7.94	8.51	9.46
每股经营性现金流(元)	0.73	0.59	0.68	0.70	0.89
市盈率(倍)	N/A	N/A	32.91	24.76	19.52
行业优化市盈率(倍)	121.09	89.42	21.12	21.12	21.12
净利润增长率(%)	34.04%	5.47%	19.35%	32.90%	26.87%
净资产收益率(%)	26.75%	22.01%	8.03%	9.96%	11.37%
总股本(百万股)	50.22	50.22	66.99	66.99	66.99

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

- **海伦钢琴是我国主要民营钢琴生产商**, 年产钢琴 2 万余架。公司主营业务收入中七成来自自有品牌, 三成来自 ODM 生产。公司自有品牌主要供内销, ODM 主要与国外知名钢琴商合作供出口。公司产品中 90% 为立式钢琴。近年来, 公司立式钢琴的毛利率稳中有升, 三角钢琴的毛利率则因出口需求不振而下降。从价格看, **海伦的品牌定位略高于珠江钢琴和星海钢琴**。
- **我国不仅是全球最大钢琴生产国, 还是最大的钢琴消费国**, 其原因是钢琴寿命长达 50-100 年, 发达国家的更新消费量小, 而我国尚处于普及阶段, 消费量较大。目前我国城镇居民钢琴保有量为 2.6 架/百户, 远低于日本保有量 25 架/百户。分收入等级看, 我国收入最高的 10% 家庭的保有量为 7.6 架/百户, 表明排除不同国别的文化因素, 我国钢琴保有量仍有上升空间。因此, 我国钢琴行业在中期不会萎缩。近年来我国钢琴行业产量年增速约为 4%, **预计未来可维持 5% 的温和增长**。
- **公司竞争优势有:**
 - **拥有优秀的核心技术人员:** 总工程师曾兴华长期就职于北京钢琴厂及后来的北京星海, 曾负责与日本河合乐器的合作, 技术实力强、经验丰富、对质量要求严格, 保障了公司的技术水平和产品质量。同时公司邀请了美国、奥地利等国的专家来增强技术实力。
 - **大胆采用新技术, 技术特点鲜明:** 公司在研发中大量采用计算机等先进技术, 将研发周期从 2-3 年减少至 2-3 个月。截止 2011 年, 公司拥有 31 项专利, 其中发明专利 2 项。公司生产的钢琴富有欧洲古典钢琴风格, 比爵士钢琴更受中国钢琴老师的欢迎。
 - **渠道利润丰厚:** 公司给予经销商的利润空间为 60% 左右, 远高于行业平均水平 30-40%, 有助于公司铺设销售网络。
- **海伦钢琴与广州珠江、北京星海相比, 主要有三点不同:** (1) 体制上有民营和国企之别; (2) 成立历史较短、规模偏小; (3) 品牌定位略高, 但品牌影响力尚弱。这三点反映在财务指标上, 表现为负债率和财务费用率较高、销量增长较快、但盈利能力受到一定压制。
- **募投项目主要用于增加钢琴和机芯产能、扩建改造技术中心**, 其中机芯制造主要供公司自用, 有助于突破产能瓶颈, 并可保持公司的技术优势。

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

蔡益润 联系人
 (8621)61356501
 caiyr@gjzq.com.cn

- **盈利预测及投资建议：**预计 2012-2014 年公司销售收入为 3.43、4.11、4.99 亿元，同比增速 13.0%、20.1%和 21.2%；EPS 为 0.64、0.85、1.08 元，净利润同比增速 19.4%、32.9%和 26.9%。参考行业估值水平及公司成长性，给予 25-30×12EPS，对应目标价 15.95-19.14 元。发行价 21.00 元对应 39.3×11EPS/32.9×12EPS，给予“中性”评级。
- **风险提示：**产能释放低于预期，原材料成本大幅上升。

内容目录

海伦钢琴：国内主要民营钢琴生产商	4
我国钢琴产量将维持 5%温和增长	6
公司竞争优势：技术人员优秀，渠道利润丰厚	7
核心技术负责人优秀，国外专家壮大技术团队.....	7
公司大胆采用新技术，形成技术特点	8
渠道利润丰厚，助力公司发展	8
财务分析：基数小带来快增长，但盈利能力受品牌影响力压制	9
募投项目有助突破产能瓶颈.....	10
盈利预测及投资建议	11
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

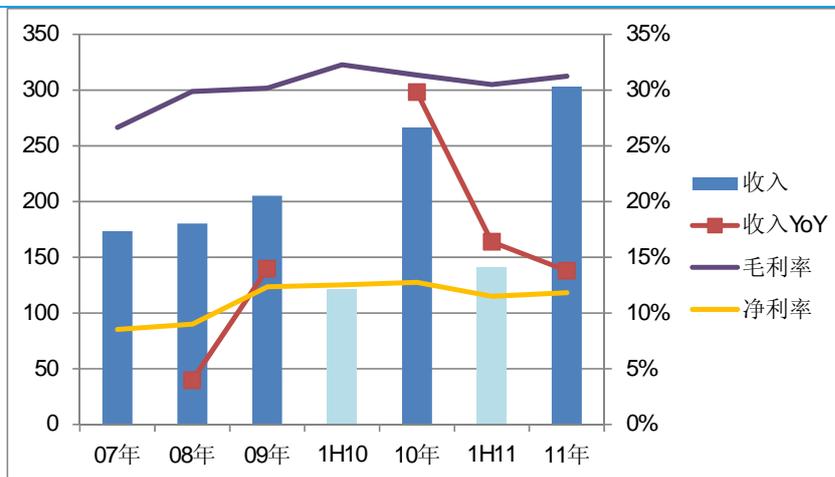
图表 1：海伦钢琴营业收入增速及盈利能力.....	4
图表 2：公司营业收入结构——以立式钢琴为主	4
图表 3：公司分产品毛利率——立式钢琴毛利率稳中有升	4
图表 4：公司分业务模式销量结构——自有品牌为主	5
图表 5：公司分业务模式的产品单价比较	5
图表 6：公司分地区主营收入比重——内销占比提高	5
图表 7：公司分地区毛利率比较	5
图表 8：发行前海伦钢琴股权结构	6
图表 9：2010 年世界钢琴产量分布	6
图表 10：我国钢琴消费量简单测算.....	6
图表 11：我国钢琴总产量平稳增长.....	7
图表 12：我国分收入等级的城镇居民钢琴保有量	7
图表 13：研发模式比较.....	8
图表 14：公司国内经销商分布	8
图表 15：海伦钢琴的资产负债率在 50-60%之间.....	9

图表 16: 海伦钢琴的流动比率和速动比率指标稍差	9
图表 17: 海伦钢琴的立式钢琴销量增速更快	9
图表 18: 海伦钢琴的单价增速无明显优势	9
图表 19: 海伦钢琴的毛利率略高于珠江钢琴	10
图表 20: 海伦钢琴的财务费用率较高	10
图表 21: 由于生产模式不同, 海伦钢琴的存货周转速度较快	10
图表 22: 募投项目一览	11
图表 23: 海伦钢琴可比公司估值及净利润增速一览	11
图表 24: 海伦钢琴主营业务收入分拆	13

海伦钢琴：国内主要民营钢琴生产商

- 海伦钢琴是我国主要民营钢琴生产商之一，年产钢琴 2 万余架，其中 90% 为立式钢琴。公司 2007-2011 年的收入增速波动较大，分别为 3.9%、14.0%、29.8% 和 13.8%（图表 1）。从价格来看，海伦的品牌定位略高于珠江钢琴和星海钢琴。

图表1：海伦钢琴营业收入增速及盈利能力

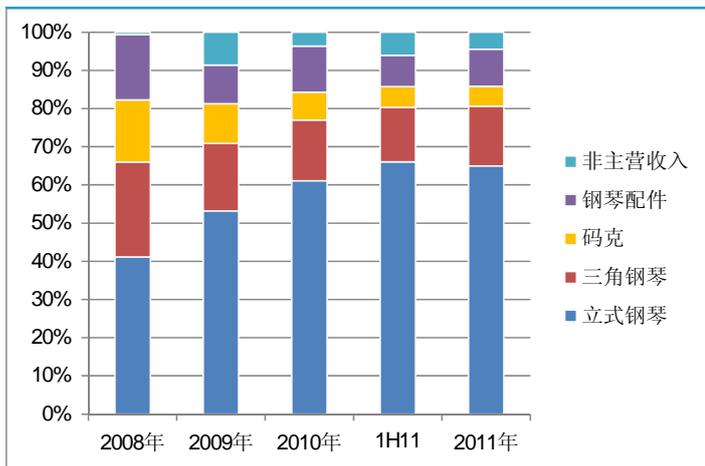


单位：百万元

来源：招股书，国金证券研究所

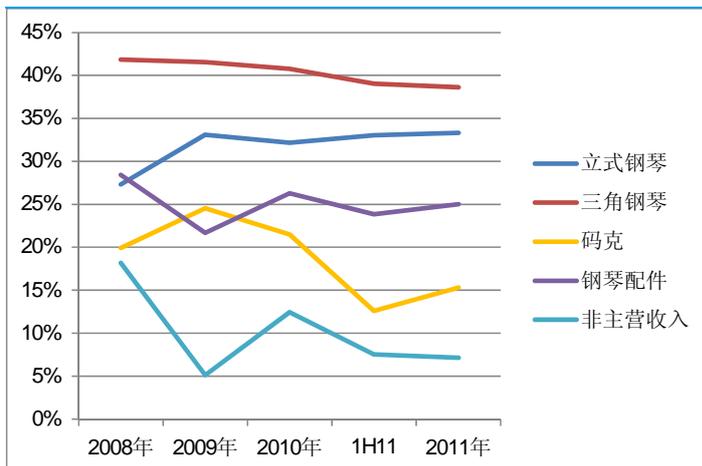
- 公司生产的钢琴以立式钢琴为主，占公司收入的比重逐年提高（图表 2），同时毛利率呈稳中有升的趋势（图表 3）。三角钢琴增速较慢，毛利率则因出口需求不振、小型三角钢琴占比提高较快而下降。其他业务的毛利率虽波动较大，因占收入比例较低，故对综合毛利率影响较小。

图表2：公司营业收入结构——以立式钢琴为主



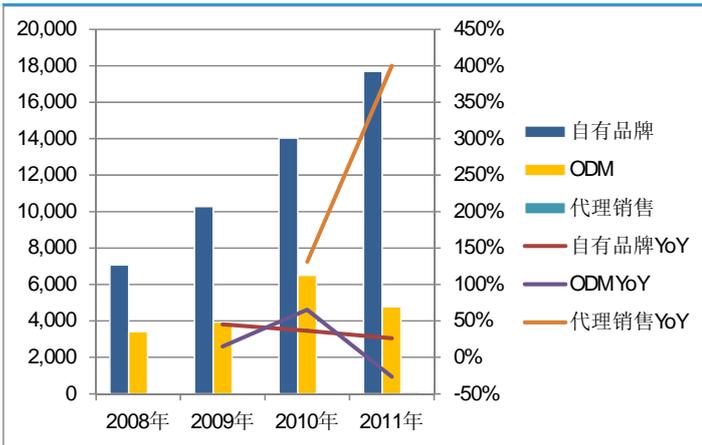
来源：招股书，国金证券研究所

图表3：公司分产品毛利率——立式钢琴毛利率稳中有升



- 公司以生产自有品牌钢琴为主，贡献七成主营业务收入，同时也从事 ODM 生产。公司的自有品牌钢琴主要在国内销售，ODM 产品则主要是与国外知名钢琴商合作，用于出口。由于国内钢琴需求比国外旺盛，因此自主品牌销售增速比 ODM 增速更稳定（图表 4）。无论自有品牌或是 ODM 钢琴，公司均采用卖断式销售模式。

图表4: 公司分业务模式销量结构——自有品牌为主

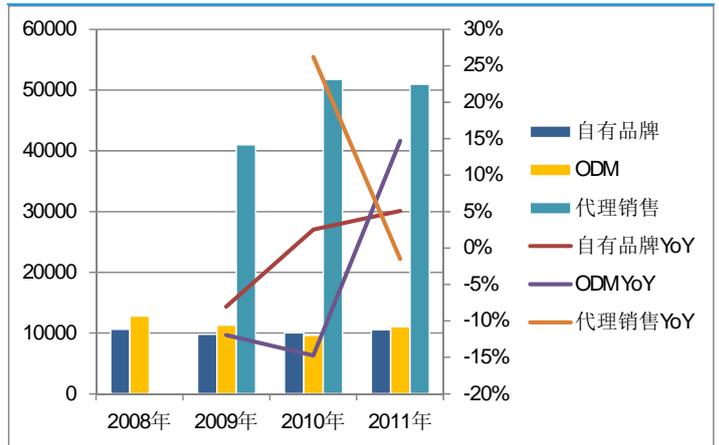


单位: 架

注: 2009-2011年代理销售钢琴数量分别为16、37和105架。

来源: 招股书, 国金证券研究所

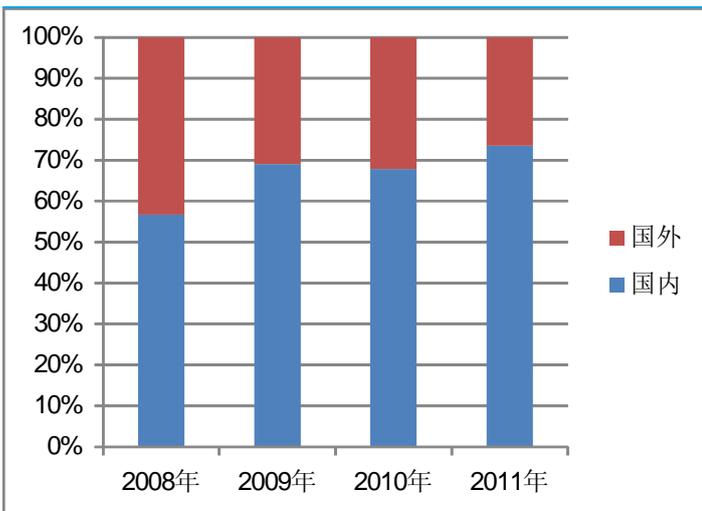
图表5: 公司分业务模式的产品单价比较



单位: 元/架

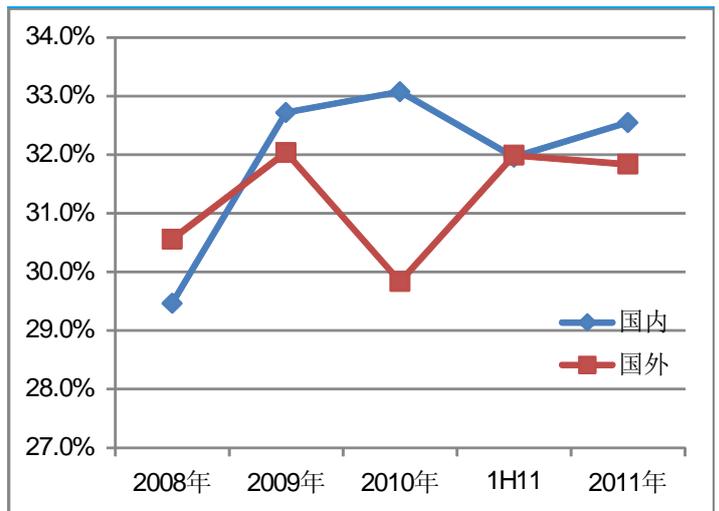
- 公司内销收入占主营业务收入的比重逐步提高, 2011年已达到74%。内销收入中, 有40%来自华东地区。除了2010年, 公司出口和内销钢琴的毛利率相差不大(图表7)。

图表6: 公司分地区主营收入比重——内销占比提高



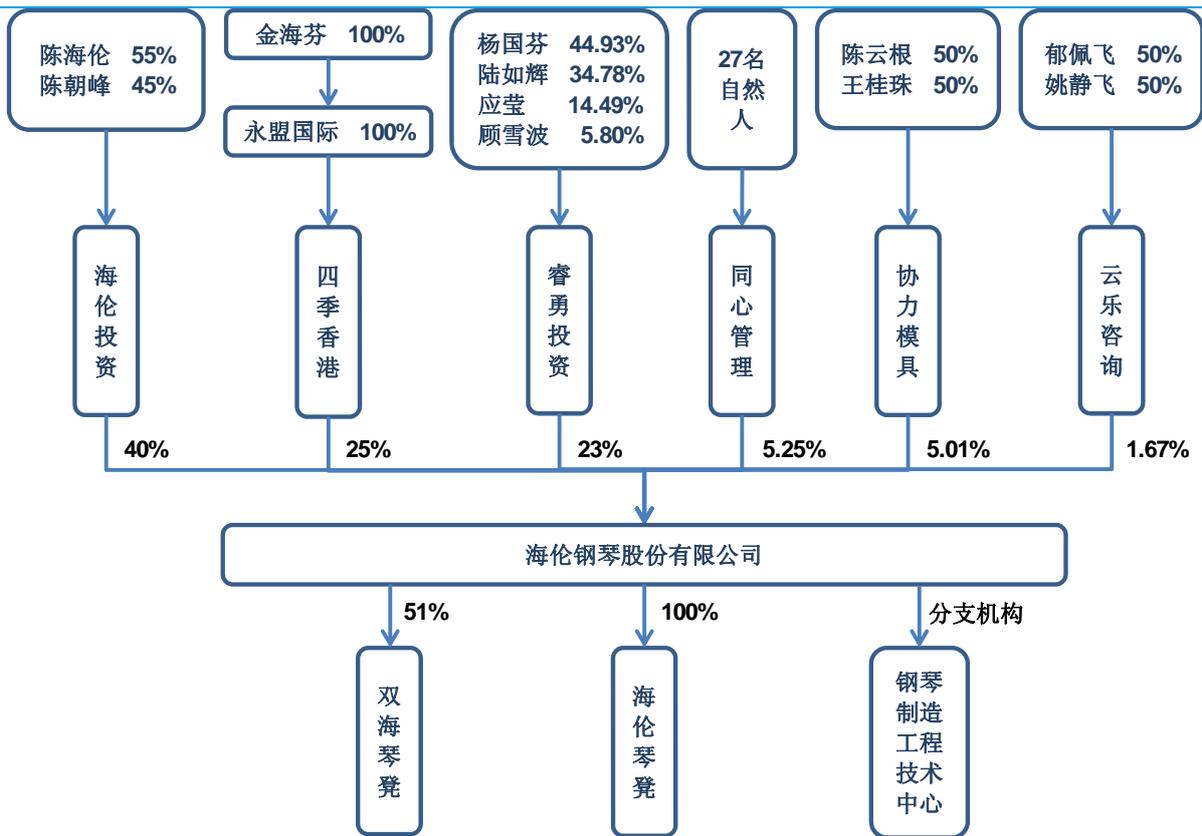
来源: 招股书, 国金证券研究所

图表7: 公司分地区毛利率比较



- 公司实际控制人为陈海伦、金海芬及陈朝峰三人, 合计持有公司发行前65%股份。公司的27名中高层管理人员及技术人员通过同心管理持有公司发行前5.25%股份(图表8)。

图表8: 发行前海伦钢琴股权结构

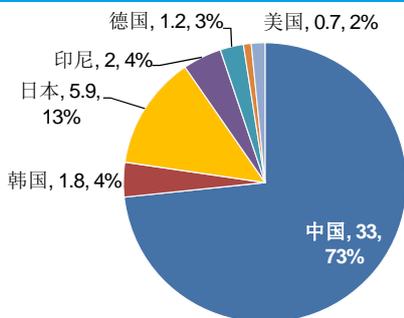


来源: 招股书, 国金证券研究所

我国钢琴产量将维持 5%温和增长

- 我国是全球最大的钢琴生产国, 每年生产全球 70%以上钢琴; 同时也是最大的钢琴消费国: 根据“产量-出口量+进口量”测算, 2010 年我国钢琴消费量为 36.6 万架, 同期美国钢琴消费量 4.4 万架, 日本 2 万架。原因是钢琴寿命长达 50-100 年, 更新速度慢, 发达国家已完成普及过程, 而我国正处在普及阶段, 因此消费量较大。长期来看, 钢琴消费量终将随着普及过程的结束而下降。

图表9: 2010 年世界钢琴产量分布



单位: 万架

来源: 中国乐器协会信息部, 国金证券研究所

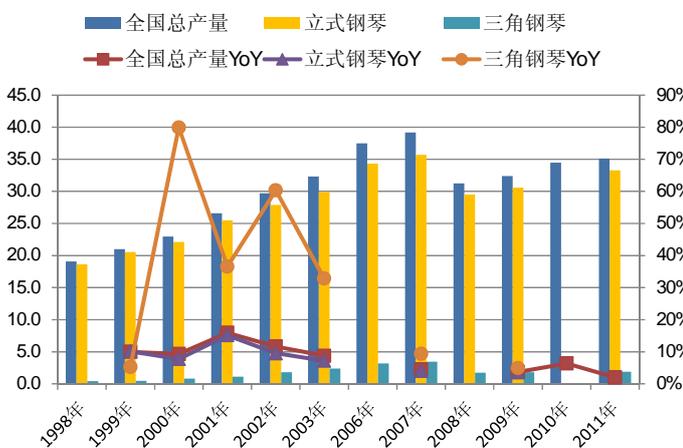
图表10: 我国钢琴消费量简单测算

年度	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
国内产量	39.2	31.2	32.4	35.9
进口量	2.5	3.4	4.7	6.7
出口量	10.6	6.9	6.1	5.9
国内钢琴消费量	31.0	27.8	31.0	36.6

单位: 万架

- 中期来看，由于我国钢琴保有量存在上升空间，我国钢琴行业仍将维持温和增长，增速约为 5%。
- 数据显示我国钢琴总产量已进入稳定增长，2008-2011 年平均增速为 4%（图表 11）（该统计口径为行业协会根据企业上报数据统计）。
- 我国城镇居民每百户钢琴保有量从 2000 年的 1.26 架稳步提升至 2010 年的 2.62 架，但距离发达国家水平仍有明显距离，如日本 2009 年每百户钢琴保有量达到 25.2 架。
- 同时，我国最高收入家庭中钢琴保有量达到 7.6 架/每百户，这表明排除不同国别的文化因素，我国钢琴保有量仍有提升空间。（图表 12 中的分类标准根据中国统计年鉴，将调查户按照每户人均可支配收入由低到高排序，按 10%、10%、20%、20%、20%、10%、10% 的比例依次分成：最低收入户、低收入户、中等偏下收入户、中等收入户、中等偏上收入户、高收入户、最高收入户等七组。）

图表11：我国钢琴总产量平稳增长

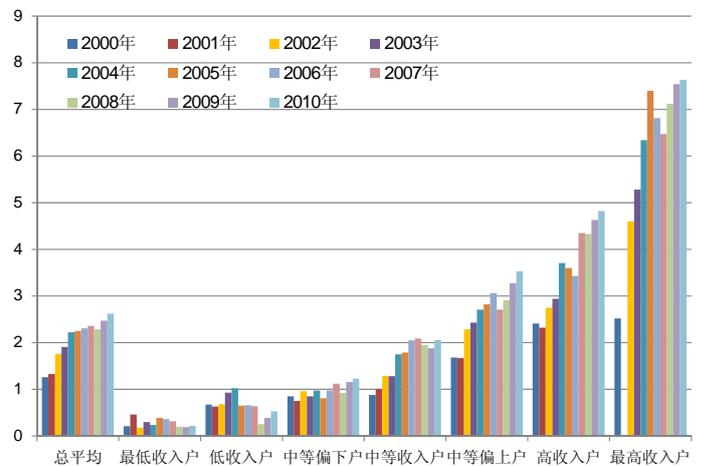


单位：万架

注：该数据根据企业自行申报数据统计。2008 年几家较有实力的生产商未参与统计，导致数据不可比程度较高，因此剔除 2008 年同比增速。

来源：中国乐器信息网，中国统计年鉴，国金证券研究所

图表12：我国分收入等级的城镇居民钢琴保有量



单位：架/每百户

- 随着消费水平提高，我国中高档以上档次的钢琴增速将快于低端钢琴市场增速。未来，公司将更注重发展中高档产品。
- 我国立式钢琴市场主流价位为 1-2 万元/架，该价位区间占市场销售总量的 60-70%，主要消费群体为琴童家长及非专业使用者。
- 单价 2-3.5 万元的钢琴销量占市场总量的 10-15%，且增长快于行业平均增速，其主要消费群体是专业钢琴使用者。
- 单价 1 万元以下的钢琴约占市场总销量的 15-20%，主要消费群体为琴童家长、中小学校。该细分市场增速较慢，利润较薄。

公司竞争优势：技术人员优秀，渠道利润丰厚

核心技术负责人优秀，国外专家壮大技术团队

- 公司的核心技术负责人、总工程师曾兴华曾长期就职于北京钢琴厂及后来的北京星海，曾负责与日本河合乐器的合作，经验丰富、对质量要求严格，极大充实了公司的技术实力，并保障了产品质量。

- 曾兴华先生历任北京钢琴厂工程师和三角钢琴车间主任、北京星海乐器联合公司质量管理部部长、北京星海乐器有限责任公司总经理助理及对日合作办公室主任、星海钢琴技术副总监兼技术开发部长，2001年被日本河合乐器制作所株式会社聘为中国生产卡瓦依钢琴技术品质管理者，并多次获得国家级及省市及奖项，具有很强的技术实力和丰富的经验。
- 同时，公司聘请了美国、奥地利等国家的专家担任设计师、技术顾问和调音指导，补充、壮大研发技术力量，形成了 128 人组成的研究团队（其中核心技术人员 6 人）。公司还与奥地利文德隆、德国贝希斯坦、捷克佩卓夫等多家知名钢琴生产商开展 ODM 合作，学习先进的技术和管理经验。

公司大胆采用新技术，形成技术特点

- 公司结合了欧洲钢琴的设计理念和现代工业化生产模式、加工工艺，形成独特技术特点，生产的钢琴富有欧洲古典风格，区别于爵士钢琴风格，更受中国钢琴老师的欢迎。
- 公司大量采用计算机等先进技术设计产品、开发音乐特性，大幅减少产品工艺和音乐品质方面的实验次数，压缩试验周期，将产品研发周期从 2-3 年减少至 2-3 个月。

图表13: 研发模式比较

	研发方法	研发时间
传统	放样、模仿、测绘、实物试制修改	2-3 年
海伦	全面使用 CAD、CAM、3D 动漫、数字模拟、数字比对优化等手段	2-3 月

来源：招股书，国金证券研究所

- 截止 2011 年，公司拥有 31 项专利，其中发明专利 2 项，实用新型 28 项，外观设计 1 项。

渠道利润丰厚，助力公司发展

- 公司目前在国内有 246 家钢琴经销商，分布在全国 30 个省、市、自治区；并与欧洲和亚太地区 16 个国家及地区的 21 个一级经销商建立经销关系，拥有 300 多家海外二级经销商。
- 公司给予经销商的利润空间为 60%左右，远高于行业平均水平 30-40%，有助于公司铺设销售网络。

图表14: 公司国内经销商分布

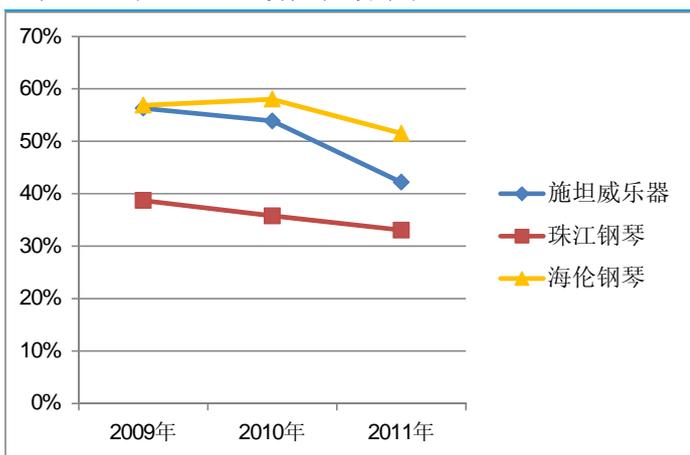
单位：家	2008 年	2009 年	2010 年	1H11	2011 年
华东	45	39	60	79	94
华南	22	21	32	24	27
华中	17	18	23	31	31
华北	12	7	14	22	24
东北	14	13	22	18	19
西南	8	12	20	23	23
西北	3	4	8	27	28
合计	121	114	179	224	246

来源：招股书，国金证券研究所

财务分析：基数小带来快增长，但盈利能力受品牌影响力压制

- 海伦钢琴与广州珠江、北京星海相比，主要有三点不同：（1）体制上有民营和国企之别；（2）成立历史较短、规模偏小；（3）品牌定位略高，但品牌影响力尚弱。这三点反映在财务指标上，表现为负债率和财务费用率较高、销量增长较快、但盈利能力受到一定压制。
- 海伦钢琴的资产负债率水平在 50-60%之间，风险可控。流动比率和速动比率等反映短期偿债能力的指标稍差。融资后，该两项指标可在短期内迅速改善。

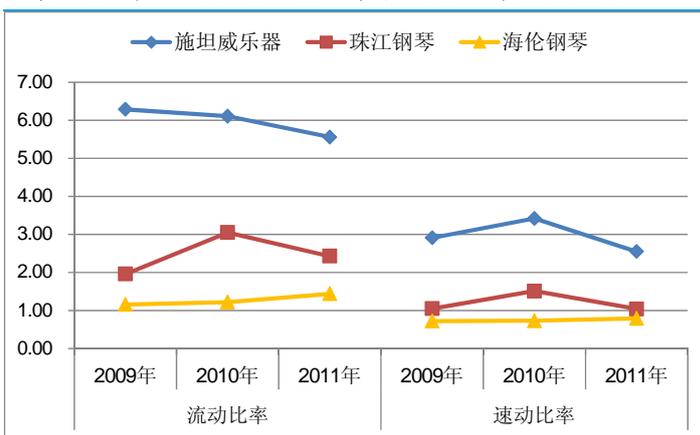
图表15：海伦钢琴的资产负债率在 50-60%之间



注：其中施坦威 2011 年数据均为前三季度数据，下同。

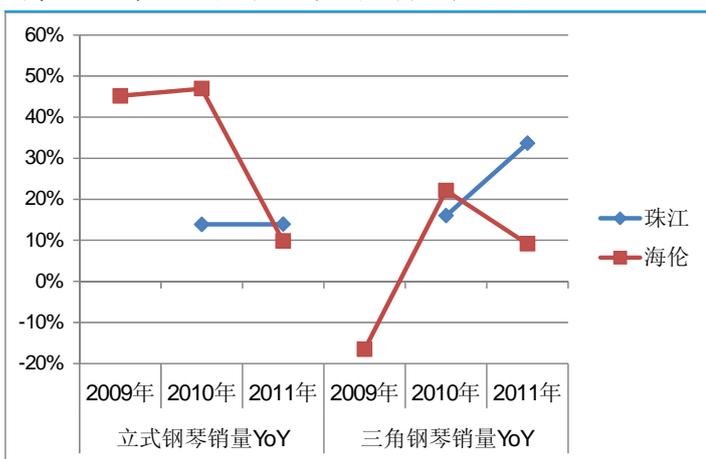
来源：招股书，国金证券研究所

图表16：海伦钢琴的流动比率和速动比率指标稍差



- 海伦钢琴的销售规模小于珠江钢琴，立式钢琴的销量增速快于后者（图表 17，其中 2011 年增速下降主要是由于产能限制），单价亦有上涨（图表 18）。在三角钢琴方面，销量增速和单价增速并无明显优势。

图表17：海伦钢琴的立式钢琴销量增速更快



来源：招股书，国金证券研究所

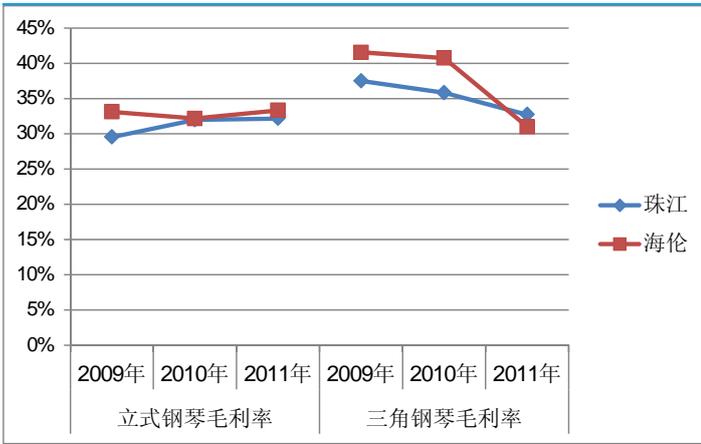
图表18：海伦钢琴的单价增速无明显优势



- 从毛利率来看（图表 19），海伦钢琴的立式钢琴毛利率与珠江钢琴基本持平，三角钢琴则略高，并未体现定位略高带来的高溢价，原因主要是海伦的品牌影响力较弱，公司往往给予经销商较高折扣以铺设渠道，因此扣除折扣后毛利率优势不明显。

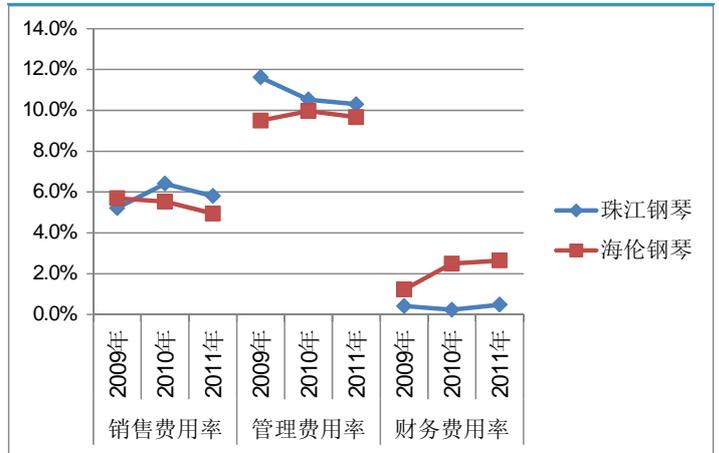
- 从费用率来看，海伦钢琴的财务费用率较高（图表 20），与偿债能力指标的反映一致，表明其资金链比珠江钢琴更紧。

图表19: 海伦钢琴的毛利率略高于珠江钢琴



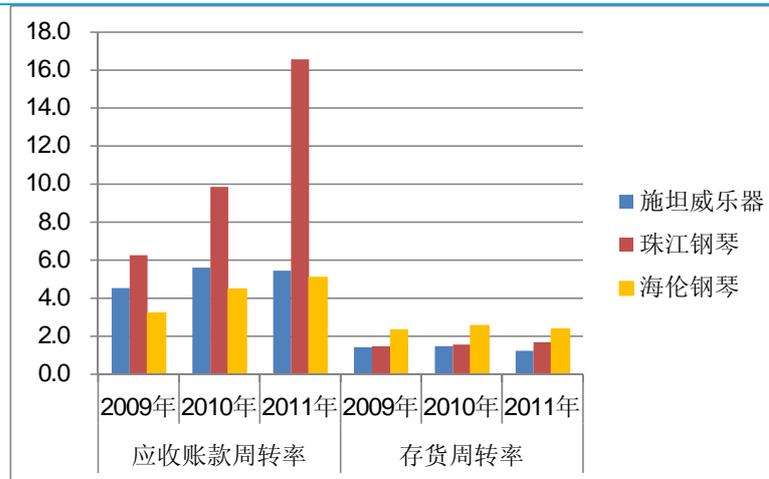
来源: 招股书, 国金证券研究所

图表20: 海伦钢琴的财务费用率较高



- 海伦钢琴的应收账款周转率低于珠江钢琴，表明其与渠道的议价能力稍弱，但该指标有改善的趋势。由于海伦钢琴不自行加工木材，因此其存货周转速度较快（图表 21）。

图表21: 由于生产模式不同，海伦钢琴的存货周转速度较快



来源: 招股书, 国金证券研究所

募投项目有助突破产能瓶颈

- 公司募投项目主要用于增加钢琴和机芯产能、扩建改造技术中心，其中机芯制造主要供公司自用，若有富余可供出售。募投项目有助于突破产能瓶颈，并可保持公司的技术优势。

图表22: 募投项目一览

募投项目	总投资额	原有产能		新增产能		合计产能	
		立式	三角	立式	三角	立式	三角
钢琴生产扩建项目	11,050	18500	1500	14000	3500	32500	5000
钢琴机芯制造项目	5,105	-	-	39000	6000	39000	6000
钢琴制造工程技术中心项目	2,516	-	-	-	-	-	-

单位: 万元, 架/年, 台/年

来源: 招股书, 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

■ 盈利预测关键假设 (收入分拆见图表 17):

- 2012 年受产能限制, 钢琴销量增长较慢, 2013 年产能释放后增长较快。三角钢琴由于基数较小, 增长快于立式钢琴。
- 立式钢琴的毛利率因配件自供、外购钢琴数量减少而小幅上升。三角钢琴的毛利率较稳定, 因为小型钢琴占比提高的结构性因素可能抵消前述的提高毛利率因素。
- 公司销售费用率保持稳定; 今年管理费用率因 IPO 费用而较高, 明后年逐步下降。
- 预计 2012-2014 年公司销售收入为 3.43、4.11、4.99 亿元, 同比增速 13.0%、20.1%和 21.2%; 净利润为 0.43、0.57 和 0.72 亿元, 同比增速 19.4%、32.9%和 26.9%。EPS 为 0.64、0.85、1.08 元。
- 参考行业估值水平及公司成长性, 给予 25-30 × 12EPS, 对应目标价 15.95-19.14 元。发行价 21.00 元对应 39.3 × 11EPS/32.9 × 12EPS, 给予“中性”评级。

图表23: 海伦钢琴可比公司估值及净利润增速一览

	近 30 个交易日 日均价 (元)	净利润增速			EPS (元)				PE	
		12/11	13/12	14/13	2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E
索菲亚	19.61	37%	33%	25%	0.63	0.86	1.14	1.44	31	23
星辉车模	16.10	34%	33%	29%	0.51	0.69	0.91	1.18	32	23
齐心文具	12.90	56%	34%	27%	0.35	0.54	0.72	0.91	37	24
骅威股份	18.26	11%	39%	30%	0.55	0.61	0.84	1.09	33	30
群兴玩具	13.48	24%	6%	0%	0.39	0.49	0.52	0.52	35	28
高乐股份	12.31	6%	22%	10%	0.37	0.39	0.48	0.53	33	32
珠江钢琴	15.89	22%	23%	25%	0.33	0.33	0.34	0.34	41	41
平均	-	-	-	-	-	-	-	-	35	29
海伦钢琴	21.00	19%	33%	27%	0.54*	0.64	0.85	1.08	39.3	32.9

* 海伦钢琴 2011 年 EPS 按发行后股本摊薄计算。

来源: 同花顺, 朝阳永续, 国金证券研究所

风险提示

- 产能释放低于预期的风险。
- 原材料成本大幅上升的风险。

图表24: 海伦钢琴主营业务收入分拆

项 目	2008	2009	2010	1H11	2011	2012E	2013E	2014E
钢琴								
平均售价 (元/件)	11,337	10,223	9,966	10,388	10,823	11,367	11,763	12,175
增长率 (YOY)		-9.82%	-2.52%		8.60%	5.03%	3.49%	3.50%
销售数量 (千件)	10.49	14.23	20.58	10.92	22.59	25.37	30.55	36.79
增长率 (YOY)		35.65%	44.56%		9.76%	12.32%	20.41%	20.43%
销售收入 (百万元)	118.96	145.52	205.07	113.39	244.45	288.36	359.32	447.88
增长率 (YOY)		22.33%	40.92%		19.20%	17.96%	24.61%	24.64%
毛利率	32.80%	35.22%	33.93%	34.10%	34.34%	34.66%	34.85%	35.05%
占总销售额比重	66.05%	70.91%	76.98%	80.33%	80.65%	84.16%	87.33%	89.81%
占主营业务利润比重	72.53%	82.83%	83.39%	89.85%	88.64%	90.90%	92.92%	94.45%
其中: 立式								
平均售价 (元/件)	8,352	8,477	8,603	9,210	9,484	9,958	10,257	10,564
增长率 (YOY)		1.50%	1.49%		10.24%	5.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (千件)	8.87	12.88	18.93	10.13	20.78	23.28	27.93	33.52
增长率 (YOY)		45.19%	46.92%		9.82%	12.00%	20.00%	20.00%
销售收入 (百万元)	74.10	109.19	162.81	93.30	197.10	231.79	286.49	354.10
增长率 (YOY)		47.36%	49.11%		21.06%	17.60%	23.60%	23.60%
毛利率	27.31%	33.12%	32.16%	33.04%	33.31%	33.60%	33.80%	34.00%
占总销售额比重	41.14%	53.21%	61.12%	66.10%	65.03%	67.65%	69.63%	71.01%
占主营业务利润比重	37.62%	58.43%	62.75%	71.62%	69.33%	70.83%	71.84%	72.45%
其中: 三角								
平均售价 (元/件)	27,675	26,853	25,578	25,591	26,260	27,047	27,859	28,695
增长率 (YOY)		-2.97%	-4.75%		2.67%	3.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (千件)	1.62	1.35	1.65	0.79	1.80	2.09	2.61	3.27
增长率 (YOY)		-16.53%	22.10%		9.14%	16.00%	25.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	44.86	36.33	42.25	20.09	47.35	56.57	72.83	93.77
增长率 (YOY)		-19.01%	16.30%		12.05%	19.48%	28.75%	28.75%
毛利率	41.85%	41.56%	40.75%	39.04%	38.62%	39.00%	39.00%	39.00%
占总销售额比重	24.91%	17.70%	15.86%	14.23%	15.62%	16.51%	17.70%	18.80%
占主营业务利润比重	34.91%	24.40%	20.64%	18.22%	19.31%	20.07%	21.07%	22.01%
码克								
平均售价 (元/件)	1,236	907	682	547	561	505	480	480
增长率 (YOY)		-26.62%	-24.82%		-17.65%	-10.00%	-5.00%	0.00%
销售数量 (千件)	23.72	23.47	28.63	14.03	27.93	27.93	27.93	27.93
增长率 (YOY)		-1.05%	22.01%		-2.46%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	29.31	21.28	19.52	7.67	15.68	14.11	13.41	13.41
增长率 (YOY)		-27.39%	-8.27%		-19.68%	-10.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	19.91%	24.53%	21.49%	12.60%	15.32%	15.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	16.28%	10.37%	7.33%	5.43%	5.17%	4.12%	3.26%	2.69%
占主营业务利润比重	10.85%	8.43%	5.03%	2.24%	2.54%	1.93%	1.49%	1.21%
钢琴配件								
销售收入 (百万元)	30.77	20.82	32.22	11.58	29.56	28.08	26.68	25.34
增长率 (YOY)		-32.32%	54.75%		-8.26%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	28.42%	21.66%	26.30%	23.85%	25.02%	25.00%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	17.08%	10.15%	12.10%	8.21%	9.75%	8.20%	6.48%	5.08%
占主营业务利润比重	16.26%	7.29%	10.16%	6.42%	7.81%	6.39%	4.95%	3.81%
销售总收入 (百万元)	180.10	205.22	266.37	141.16	303.09	342.62	411.47	498.69
毛利 (百万元)	53.79	61.89	83.45	43.04	94.69	109.95	134.79	166.18
平均毛利率	29.87%	30.16%	31.33%	30.49%	31.24%	32.09%	32.76%	33.32%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	205	266	303	343	411	499
增长率		29.8%	13.8%	13.0%	20.1%	21.2%
主营业务成本	-143	-183	-208	-233	-277	-333
%销售收入	69.8%	68.7%	68.8%	67.9%	67.2%	66.7%
毛利	62	83	95	110	135	166
%销售收入	30.2%	31.3%	31.2%	32.1%	32.8%	33.3%
营业税金及附加	0	-1	-2	-2	-2	-2
%销售收入	0.2%	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-12	-15	-15	-19	-22	-27
%销售收入	5.7%	5.5%	4.9%	5.4%	5.4%	5.4%
管理费用	-19	-27	-29	-39	-45	-53
%销售收入	9.5%	10.0%	9.7%	11.3%	11.0%	10.7%
息税前利润 (EBIT)	30	42	48	51	65	83
%销售收入	14.8%	15.6%	16.0%	14.9%	15.9%	16.7%
财务费用	-3	-7	-8	-2	0	1
%销售收入	1.2%	2.5%	2.6%	0.7%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	28	35	40	48	65	83
营业利润率	13.4%	13.0%	13.2%	14.1%	15.8%	16.7%
营业外收支	4	6	3	3	3	3
税前利润	32	41	43	51	68	86
利润率	15.6%	15.3%	14.1%	15.0%	16.5%	17.3%
所得税	-6	-5	-6	-8	-10	-13
所得税率	18.1%	13.1%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	35	36	44	58	73
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	25	34	36	43	57	72
净利率	12.3%	12.8%	11.8%	12.5%	13.8%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	26	35	36	44	58	73
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	7	9	11	14	16
非经营收益	5	4	5	-1	-3	-3
营运资金变动	35	-10	-21	-6	-19	-24
经营活动现金净流	71	37	29	45	47	59
资本开支	-35	-14	-33	-48	-66	33
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-34	-14	-33	-49	-66	33
股权募资	0	5	0	335	-10	0
债权募资	-6	-1	21	-89	-5	1
其他	-2	-21	-13	-3	-9	-9
筹资活动现金净流	-8	-17	8	244	-23	-8
现金净流量	28	6	5	240	-42	85

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	40	47	50	289	247	332
应收款项	56	60	59	63	76	93
存货	62	81	95	96	114	137
其他流动资产	8	12	8	11	13	15
流动资产	166	199	211	460	450	576
%总资产	64.0%	66.6%	62.5%	72.9%	66.3%	75.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	67	73	100	130	177	122
%总资产	25.9%	24.5%	29.5%	21.2%	27.0%	17.3%
无形资产	26	26	26	34	44	53
非流动资产	94	100	126	167	223	177
%总资产	36.0%	33.4%	37.5%	27.1%	33.7%	24.5%
资产总计	260	299	337	630	679	763
短期借款	73	72	74	0	0	0
应付款项	65	79	65	67	80	96
其他流动负债	6	12	8	17	18	20
流动负债	144	163	146	84	99	117
长期贷款	0	0	20	5	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	144	163	166	89	99	118
普通股股东权益	113	127	163	532	570	634
少数股东权益	3	9	9	9	10	12
负债股东权益合计	260	299	337	630	679	763

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.505	0.676	0.713	0.638	0.848	1.076
每股净资产	2.252	2.528	3.241	7.945	8.515	9.461
每股经营现金净流	1.415	0.728	0.585	0.679	0.702	0.886
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	22.41%	26.75%	22.01%	8.03%	9.96%	11.37%
总资产收益率	9.74%	11.34%	10.62%	6.78%	8.36%	9.45%
投入资本收益率	13.11%	17.37%	15.62%	7.94%	9.55%	10.97%
增长率						
主营业务收入增长率	13.95%	29.80%	13.78%	13.04%	20.10%	21.20%
EBIT增长率	8.35%	37.44%	16.33%	5.31%	27.89%	27.82%
净利润增长率	56.32%	34.04%	5.47%	19.35%	32.90%	26.87%
总资产增长率	21.49%	15.08%	12.67%	136.01%	7.75%	12.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	113.8	81.6	71.7	68.0	68.0	68.0
存货周转天数	156.5	142.9	153.8	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	57.6	55.5	58.3	57.0	57.0	57.0
固定资产周转天数	112.4	97.2	84.6	85.1	94.8	67.3
偿债能力						
净负债/股东权益	28.29%	18.59%	25.62%	-52.59%	-42.53%	-51.23%
EBIT利息保障倍数	12.1	6.3	6.1	21.6	-175.0	-153.5
资产负债率	55.25%	54.47%	49.22%	14.10%	14.51%	15.43%

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:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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作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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B