

日期: 2014年5月21日

行业: 金属制品业



曾小勇, 王昊
021-53519888-1930, 1957

zengxiaoyong@shzq.com

执业证书编号: S0870510120014

执业证书编号: S0870513070002

中小市值研究组:

曾小勇 (S0870510120014)

王昊 (S0870513070002)

潘贻立 (S0870112110005)

基本数据 (Y2013)

报告日股价 (元)	21.72
12mth A 股价格区间 (元)	12.63/26.00
总股本 (亿股)	0.91
无限售 A 股/总股本	36.37%
流通市值 (亿元)	7.20
每股净资产 (元)	6.81
PBR (X)	3.19
DPS (Y2013, 元)	0.32

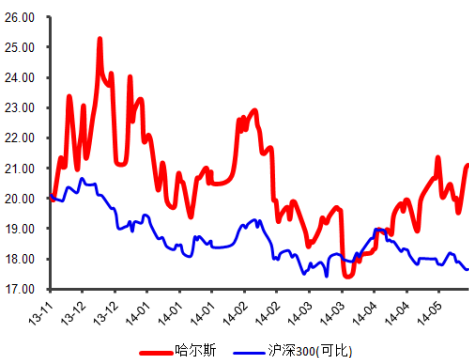
主要股东 (Y2013)

吕强	49.50%
吕丽珍	5.06%
欧阳波	3.38%
吕丽妃	3.38%

收入结构 (Y2013)

不锈钢真空保温器皿	86.45%
不锈钢非真空保温器皿	5.12%
其他产品	8.43%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZXSZ14-CR05

首次报告日期: 2014年5月21日

相关报告:

品牌渠道协同发力 业绩有望持续增长

投资摘要

估值与投资建议

预计 14 年、15 年公司的 EPS 为 0.85 元、1.03 元, 以 5 月 21 日收盘价 21.72 元计算, PE 分别为 25.60 倍和 21.09 倍。对应的申万其他家用轻工行业用整体法计算的 2014 年、2015 年预测 PE 分别为 34.90 倍和 27.20 倍, 鉴于此, 我们认为公司目前估值水平仍有一定的优势, 考虑未来业绩增长的持续性, 估值仍有进一步提升空间。

目前, 国内人均真空保温器皿的保有量和发达国家及地区的水平相比仍存在很大差距。静态的来看, 如果国内人均保有量从目前的 0.2 只增加到发达国家平均水平的 0.6 只, 其市场需求就高达 5.44 亿只, 而目前国内每年的销售量不足 1 亿只, 因而其足够支撑国内真空保温器皿行业 5 年以上的快速发展。动态的看, 随着产品更新换代以及新兴细分市场需求的不断增加, 未来国内人均保有量将不止 0.6 只的水平, 而每年国内销售量中扣除以新换旧后能带来保有量增加量的必然也达不到 1 亿只的水平, 国内市场的增长空间非常巨大。

现在行业市场集中度较低, 公司上市后, 借助技术、品牌和资金优势, 市场占有率从 4.93% 提升至 8.50%, 未来有望通过产品线的拓宽、销售渠道的完善和品牌影响力的提升进一步整合市场, 提高自身占有率。公司今年订单充足, 到 7 月底的订单都已经排满, 且下半年募投项目有望达产, 产能释放在即, 产销量有望创下新高。同时今年公司原有系列产品提价、新品不断推出、原材料价格受到压制并且期间费用率有望稳中略降, 公司的盈利空间将有一个明显的提升。

综合考虑, 我们在消费升级的大背景下, 看好其产品线拓宽、销售渠道完善和品牌影响力提升带来的市场份额的增加, 认为今明两年年公司业绩增长明确, 首次覆盖, 给予哈尔斯“谨慎增持”评级。

核心假设

1) 考虑到今年是公司老产品的提价年、推出的新产品价格较高以及世界杯系列等活动产品定价高于普通产品, 我们认为 2014 年和 2015 年公司不锈钢器皿的销售均价将分别上浮 8% 和 5%。

2) 随着公司募投项目逐渐达产, 我们预计公司 2014 年和 2015 年的产能分别为 2500 万只和 2800 万只, 在此基础上进一步假设公司销售量约为实际产能的 95%。

3) 毛利率方面, 随着价格的提升以及公司对产品系列的整合, 预计 2014 年和 2015 年毛利率将小幅上升至 31.33% 和 32.27%;

4) 费用方面, 考虑到品牌推广以及渠道建设, 2014-2015 年销售费用率将维持在较高水平, 略有下降, 分别为 8.80% 和 8.60%; 同期管理费用率因生产线投产带来的人力薪酬的增加一定程度上抵消了自动化生产带来的人力成本的下降, 同期管理费用率维持在 9.00% 和 8.80%

的较高水平；因上市募集自己逐步投入使用，同期财务费用率小幅上升至 0.50% 和 1.50%。

主要风险

- (1) 原材料价格上涨的风险；
- (2) 汇率波动的风险；
- (3) 品牌建设不达预期的风险。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	614.09	728.59	852.49	925.27
年增长率	15.47%	18.65%	17.01%	8.54%
归属于母公司的净利润	58.48	77.37	93.94	104.57
年增长率	43.47%	32.31%	21.41%	11.33%
每股收益(元)	0.64	0.85	1.03	1.15
PER (X)	33.88	25.60	21.09	18.94

数据来源: Wind 上海证券研究所

目 录

一、投资评级及建议.....	5
二、公司概况.....	6
2.1 历史沿革.....	6
2.2 股东情况.....	6
2.3 公司现状.....	6
三、市场空间依旧明显 天花板短期难见.....	8
3.1 不锈钢保温器皿使用空间广泛.....	8
3.2 对比国外市场 国内市场保有量仍然较低.....	9
3.3 国外市场成熟 保持平稳发展态势.....	9
3.4 国内市场仍有极大的增长空间.....	10
四、多管齐下 积极抢占中高端市场份额.....	11
4.1 国内市场集中程度低 有利于哈尔斯跑马圈地.....	11
4.2 拓宽产品线 满足细分市场.....	11
4.3 完善国内销售渠道 重视电购电商.....	13
4.4 多方营销 提升品牌影响力.....	14
五、业绩持续增长明确.....	14
5.1 订单充足.....	15
5.2 募投项目有望年内达产 助产能进一步释放.....	15
5.3 价格有明显提升空间 原材料大幅上涨可能性不大.....	15
5.4 费用率有望稳中略降.....	16
5.5 小贷公司运营良好 或将进一步增厚业绩.....	17
5.6 礼品业务不亦过分悲观.....	17
六、盈利预测.....	17
6.1 预测前提.....	17
6.2 盈利预测.....	18
七、风险提示.....	18
7.1 原材料价格上涨的风险.....	18
7.2 汇率波动的风险.....	18
7.3 品牌建设不达预期的风险.....	18
八、附表.....	19

图

图 1 哈尔斯 PE-TTM 走势	5
图 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图	6
图 3 公司部分产品一览	7
图 4 公司业务集中	7
图 5 公司业绩保持向上势头	7
图 6 外销受国外宏观经济影响明显 内销稳定增长	7
图 7 不锈钢制品生产量和销售量逐年提高	8
图 8 产品均价趋势向上 未来仍有增长空间	8
图 9 城镇居民人均可支配收入快速增长 支持消费升级	10
图 10 真空保温电热水壶	12
图 11 部分母婴系列产品	12
图 12 电视购物和电子商务渠道收入快速增长	13
图 13 电子商务已经成为第二大销售渠道	13
图 14 今年盈利空间有望进一步提升	16
图 15 今年盈利空间有望进一步提升	17

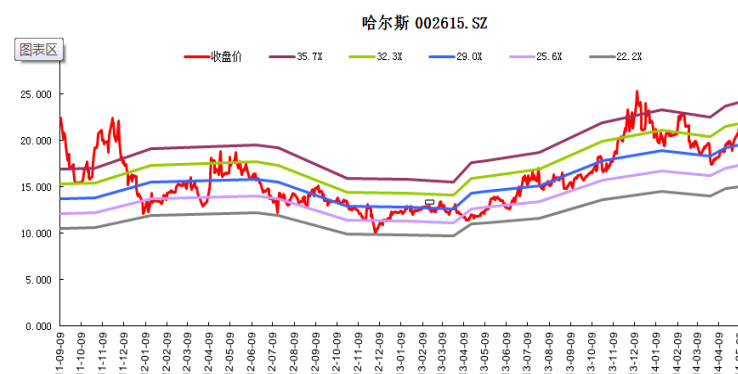
表

表 1 2014 年公司渠道拓展目标一览	13
表 2 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币） ...	19
表 3 哈尔斯利润表预测（单位：百万元人民币）	19

一、投资评级及建议

预计 14 年、15 年公司的 EPS 为 0.85 元、1.03 元，以 5 月 21 日收盘价 21.72 元计算，PE 分别为 25.60 倍和 21.09 倍。对应的申万其他家用轻工行业用整体法计算的 2014 年、2015 年预测 PE 分别为 34.90 倍和 27.20 倍，鉴于此，我们认为公司目前估值水平仍有一定的优势，未来随着业绩的逐步释放，估值有望进一步提升。

图 1 哈尔斯 PE-TTM 走势



数据来源: Wind 上海证券研究所

目前，国内人均真空保温器皿的保有量和发达国家及地区的水平相比仍存在很大差距，进一步考虑到产品更新换代以及新兴细分市场需求的不断增加，整个国内市场的增长空间非常巨大。现在行业市场集中度较低，公司上市后，借助技术、品牌和资金优势，市场占有率从 4.93% 提升至 8.50%，未来有望通过产品线的拓宽、销售渠道的完善和品牌影响力的提升进一步整合市场，提高自身占有率。

公司今年订单充足，到 7 月底的订单都已经排满，且下半年募投项目有望达产，产能释放在即，产销量有望创下新高。同时今年公司原有系列产品提价、新品不断推出、原材料价格受到压制并且期间费用率有望稳中略降，公司的盈利空间将有一个明显的提升。

综合考虑，我们在消费升级的大背景下，看好其产品线拓宽、销售渠道完善和品牌影响力提升带来的市场份额的增加，认为今明两年年公司业绩增长明确，首次覆盖，给予哈尔斯“谨慎增持”评级。

二、公司概况

哈尔斯作为国内真空保温金属制品的龙头企业,经过 10 多年的发展后于 2011 年 9 月成功登陆深市。上市近三年,公司收入和净利润均实现了较快的增长,公司 2013 年共实现营业收入 6.14 亿元,实现归属于母公司的扣除非经常性损益的净利润 0.58 亿元,同比涨幅分别为 15.47%和 47.82%。公司注重国外和国内市场的均衡发展,近四年,年均复合增长率分别为 22.48%和 20.50%。随着公司的不断壮大和品牌影响力的推广,其产品均价从 2010 年的 24.16 元增加到 2013 年的 26.19 元。

2.1 历史沿革

哈尔斯的前身为成立于 1996 年 5 月哈尔斯工贸,2008 年 9 月整体变更为哈尔斯真空器皿股份有限公司,2011 年 9 月成功登陆中小板。公司是《不锈钢真空杯》国家标准(强制性)、QB/T2933-2008《双层口杯》产品标准的起草单位,是《浙江省不锈钢真空保温容器监督检验规则》参与修订单位。

2.2 股东情况

现任董事长吕强先生 1996 年 5 月创办浙江哈尔斯工贸有限公司,至 2003 年担任公司执行董事、总经理;2003 年至 2008 年担任浙江哈尔斯工贸有限公司执行董事;2008 年 8 月至今任公司董事长;现为中国日用杂品工业协会副理事长,浙江民营企业研究会副会长。

吕强先生为实际控制人,并且与吕丽珍、吕丽妃、欧阳波、吕懿为一致行动人。

图 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 公司现状

公司自成立以来,主营业务未发生变化,主要产品包括保温杯、

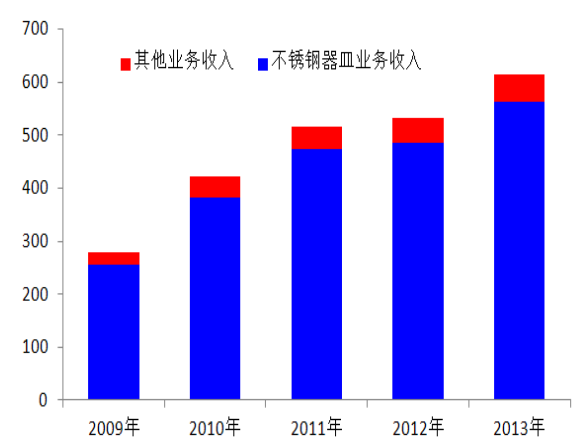
保温瓶、保温壶、保温饭盒、焖烧壶、真空电热水壶等不锈钢真空保温器皿以及部分不锈钢非真空器皿。公司多年来一直致力于主营业务的发展,近三年,不锈钢器皿业务分别实现营业收入4.73亿元、4.85亿元和5.62亿元,占营业收入的比重分别为91.74%、91.13%和91.57%。

图 3 公司部分产品一览



数据来源: 公司网站 上海证券研究所

图 4 公司业务集中

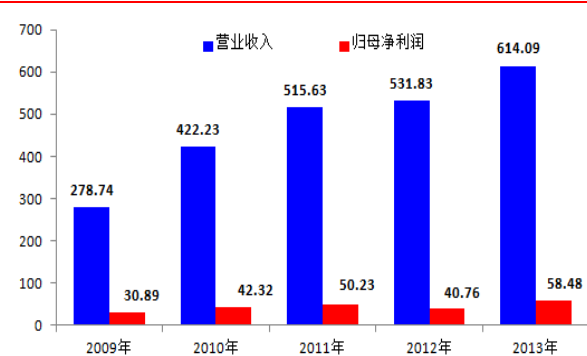


数据来源: Wind 上海证券研究所

经过 10 多年的发展,公司营业收入规模不断扩大,盈利能力持续增强,虽然 2012 年受国外经济放缓的影响,公司业绩出现下滑,但是随着国外经济逐步复苏、募投项目产能释放及公司加强了国内电视、电商等销售渠道的开拓,公司 2013 年共实现营业收入 6.14 亿元,实现归属于母公司的扣除非经常性损益的净利润 0.58 亿元,同比涨幅分别为 15.47%和 47.82%。

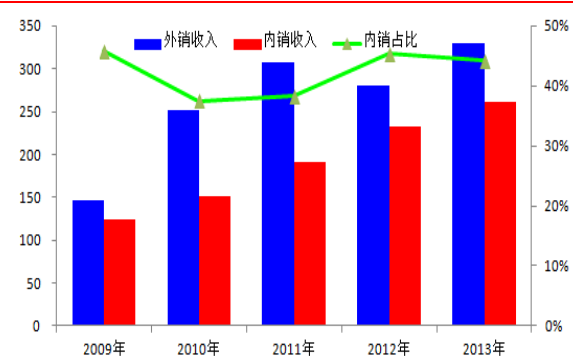
从近 5 年的分区数据来看,外、内销收入均获得了明显的增长,分别从 2009 年的 1.46 亿元和 1.24 亿元增加到 2013 年的 3.29 亿元和 2.61 亿元,年均复合增长率分别为 22.48%和 20.50%。从各年增长的趋势上看,以 OEM 和 ODM 为主的外销收入受国外宏观经济的影响明显,而内销整体上保持平稳增长。

图 5 公司业绩保持向上势头



数据来源: Wind 上海证券研究所

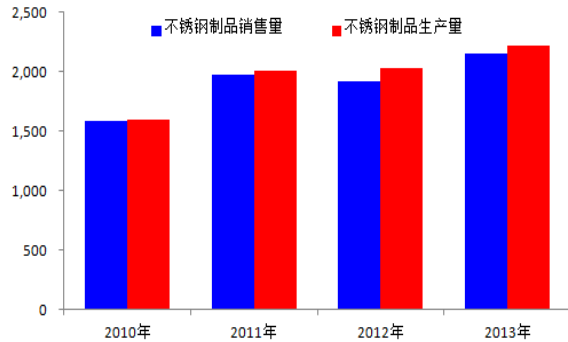
图 6 外销受国外宏观经济影响明显 内销稳定增长



数据来源: Wind 上海证券研究所

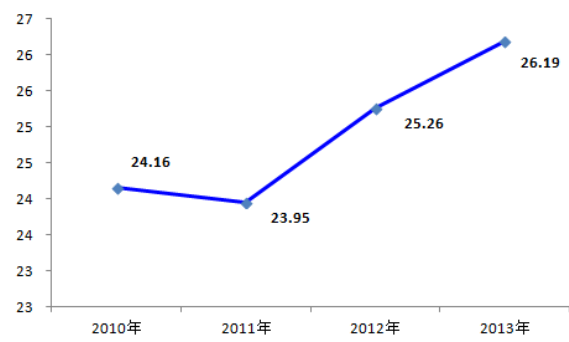
伴随着公司 2011 年的成功上市,其融资能力和品牌影响力逐步提高,公司订单不断增加,2013 年募投项目开始贡献产能,公司不锈钢制品生产量和销售量逐年提高,分别达到 2223.55 万只和 2147.48 万只。而品牌的提升也带来消费者认可程度的增加,进而带来产品均价从 2010 年的 24.16 元增加到 2013 年的 26.19 元。

图 7 不锈钢制品生产量和销售量逐年提高



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 产品均价趋势向上 未来仍有增长空间



数据来源: Wind 上海证券研究所

三、市场空间依旧明显 天花板短期难见

不锈钢真空保温技术首先发明与上世纪的 70 年代末的日本,并很快因其独特的有点被广大消费者认知。我国从上世纪 90 年代开始,逐步参与制造和采购,目前我国已经成为全球不锈钢真空保温器皿的制造中心。

差不多也在上世纪 90 年代,国内消费者也接触到了真空保温器皿,但目前人均保有量和发达国家及地区的水平相比仍存在很大差距。静态的来看,如果国内人均保有量从目前的 0.2 只增加到发达国家平均水平的 0.6 只,其市场需求就高达 5.44 亿只,而目前国内每年的销售量不足 1 亿只,因而其足够支撑国内真空保温器皿行业 5 年以上的快速发展。动态的看,随着产品更新换代以及新兴细分市场需求的不断增加,未来国内人均保有量将不止 0.6 只的水平,而每年国内销售量中扣除以新换旧后能带来保有量增加的必然也达不到 1 亿只的水平,国内市场的增长空间非常巨大。

3.1 不锈钢保温器皿使用空间广泛

上世纪 70 年代末的日本,首先发明了不锈钢真空保温技术,该技术利用器皿内外双层不锈钢壁中形成的真空来阻断容器内外热传递,以达到长时间保持容器内温度的目的。自从其诞生起,凭借着较好的保温性能、安全便携、节能环保等优点,逐步被广大消费者所认知,广泛应用于家居、办公、学生、户外、自驾、餐饮、礼品

等多个领域。

3.2 对比国外市场 国内市场保有量仍然较低

20世纪90年代，不锈钢真空保温器皿的国际制造中心和采购中心逐步向中国转移，目前，我国已成为全球不锈钢真空保温器皿的制造中心，其产品销量已经占到全球零售量的七成左右。

我国不锈钢真空保温器皿行业中生产企业众多，但市场集中度不高，多数企业规模不大，仅有少数企业拥有相对较大规模和较强竞争力。目前，国内已经形成了高端、中端和低端三个市场。

1、高端市场：面向高端消费群体，价格高，销售量不大。主要为国际知名品牌“膳魔师（THERMOS）”、“阿拉丁（ALADDIN）”、“虎牌（TIGER）”等占据，大约占整个市场容量的3%左右。

2、中端市场：价格略低，质量可能略差于国外知名品牌，但有一点的质量保证，总体看，性价比较好。主要被哈尔斯股份的“哈尔斯”、南龙集团的“翔龙”、雄泰集团的“雄泰”、广东思宝的“思宝”等国内知名品牌所占领。

3、低端市场：质量得不到保证，价格也低。主要由小规模企业生产，消费群体也集中在经济欠发达地区的三四线城市及农村地区，以价格竞争为主。

相对于发达国家和地区，我国不锈钢真空保温器皿的人均保有量仍存在很大差距。目前，国外发达国家和地区的人均保有量约为0.6只，而作为其发源地及与我国居民生活习惯更为近似的日本，其人均保有量达到3只，而国内的人均保有量仅0.2只。

考虑到现在国内市场的行业规模年销售量在3亿只左右，而七成用于外销，那仅有三成约9000万只投入中国市场，即使考虑到部分国外知名品牌也会有部分在国外生产的产品进入，国内市场每年的总销售量应不会超过1亿只。如果国内人均保有量达到发达国家水平，以2013年人口统计的13.61亿人计算的话，其缺口仍有5.44亿只。进一步考虑到一定的替换要求，整个市场的潜在空间非常广阔。

3.3 国外市场成熟 保持平稳发展态势

不锈钢真空保温器皿行业的国际市场竞争相对成熟稳定，竞争主要集中于少数国际知名品牌商之间。如日本的“膳魔师（THERMOS）”、“虎牌（TIGER）”、“象印（ZOJIRUSHI）”以及美国的“阿拉丁（ALADDIN）”和“斯坦利（STANLEY）”等

品牌。

在发达国家和地区，不锈钢真空保温器皿已经是人们普遍使用的日用消费品，市场相当成熟，上述主要品牌占有大部分市场，增量市场开发空间有限，主要还是以新换旧带来的替代性消费需求，但其更换频率高于国内市场，未来表现出爆发性增长的可能性不大。

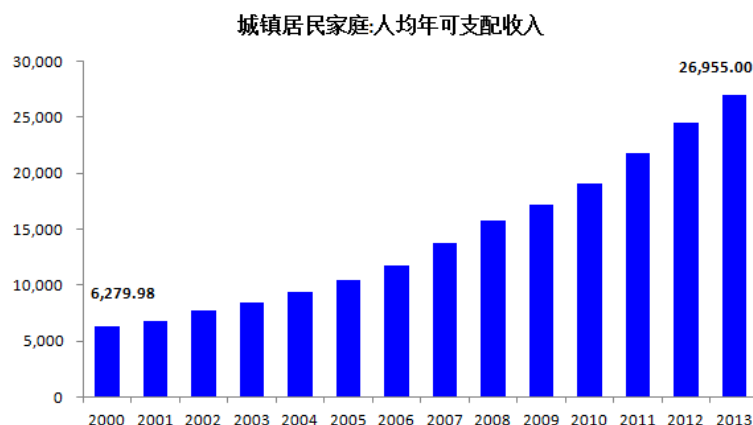
此外，国外市场销售量明显受宏观经济形势的影响，从公司外销收入数据来看，2009年和2012年，国外经济增速放缓时，哈尔斯的外销收入分别呈现-24.64%的-8.49%的下滑。

3.4 国内市场仍有极大的增长空间

前面我们已经提到，如果国内人均保有量从目前的0.2只增加到发达国家平均水平的0.6只，其市场需求就高达5.44亿只，而目前国内每年的销售量不足1亿只，因而其足够支撑国内真空保温器皿行业5年以上的快速发展。

然而上述分析只是静态的，动态的来看，一方面，收入增加带来的消费升级是我们必须考虑的。2013年我国城镇居民家庭人均可支配收入已经达到26955元，是世纪初6280元的4.30倍，增幅巨大。可支配收入增长带来的消费升级主要体现在两个方面：一是对真空保温器皿的质量有了更高的要求，低端产品越来越难以满足需求，产生了产品更新换代的需求；二是整个消费群体的增加，过去主要消费群体集中在一线城市以及二线城市的中高收入家庭，现在逐步像三四线城市普通收入家庭扩散。

图9 城镇居民人均可支配收入快速增长 支持消费升级



数据来源: Wind 上海证券研究所

另一方面,将真空保温器皿运用到新的领域也打开了新的市场,带来了新的需求。例如:户外运动和自驾出行的兴起,导致相应户

外产品及车载产品的快速发展；对母婴健康重视程度的提高，催生了母婴系列产品；环保意识的兴起，导致在一些企事业单位及学术会议上用真空保温器皿取代浪费严重的瓶装矿泉水和费时费力的人力端茶倒水。

综上所述，如果从动态角度考虑，未来国内人均保有量将不止0.6只的水平，而每年国内销售量中扣除以新换旧后能带来保有量增加的必然也达不到1亿只的水平，因而国内市场仍有着非常大的增长空间。

四、多管齐下 积极抢占中高端市场份额

目前国内的真空保温器皿行业生产企业虽然众多，但多数规模不大，技术和研发能力薄弱，市场集中度较低，公司上市后，借助技术、品牌和资金优势，市场占有率从4.93%提升至8.50%，未来有望通过产品线的拓宽、销售渠道的完善和品牌影响力的提升进一步整合市场，提高自身占有率。

4.1 国内市场集中程度低 有利于哈尔斯跑马圈地

目前国内的真空保温器皿行业生产企业众多，但多数企业规模不大，技术和研发设计能力均比较薄弱。2009年的数据显示，排名前五的国内生产企业南龙集团、哈尔斯股份等五家不锈钢真空保温器皿制造商市场占有率合计为20.46%。

消费升级以及新兴应用领域需求的增加，对于不锈钢真空保温器皿产品的精细化制造、功能及外观设计的要求越来越高。同时随着产品制造技术的不断改进，也为不锈钢真空保温器皿产品在品质、设计上的提升创造了客观条件。因而，未来低端市场的需求将逐步萎缩，而中高端市场的份额将逐步提升，企业间的竞争将由价格竞争向品牌、质量、功能性、设计等综合实力的竞争转变。

对于哈尔斯这样规模较大、技术及研发水平较高、设计能力领先、营销网络比较完善，且上市后融资能力得到明显提升的龙头企业来说，目前正是整合市场、提高自身市场占有率特别是中高端市场占有率的良机。现在，公司占有的市场份额已经从2009年4.93%上升到2013年的8.5%，位居国内企业第一，未来有望凭借竞争优势，加速跑马圈地，进一步拉大和国内企业的差距。

4.2 拓宽产品线 满足细分市场

公司坚持主营业务不动摇，同时积极向健康、环保、低碳的产

业延伸。哈尔斯注重产品研发，目前已经形成“公司总部研发中心、杭州办事处研发中心、哈尔斯—浙工大研发中心”三位一体的研发设计体系；还与中科院宁波工业技术研究院所共同成立了“哈尔斯先进制造院”；同时也与西班牙、法国、日本等国设计研发团队开展合作。

国际市场上，公司外销销售额中仅 5%是自主品牌，未来公司除了继续完成知名制造商的 OEM、ODM 的订单外，或将通过以下两个途径打造自己的中高端品牌：1、自己注册高端品牌并投入发达国家或地区的市场；2、与国际知名品牌合作。

公司主要定位于中高端市场，在产业链延伸上，一方面打造真空与电加热技术相结合的延伸产品。目前已经开发较为成熟的产品为真空保温电热水壶，该产品推向市场后，其静音烧水、6 小时保温、防烫功能，获得了较好的评价。未来，公司将结合真空与电加热技术进一步研发真空茶煲、真空电饭煲等真空绝热保温系列厨房小家电产品。公司全资子公司—杭州哈尔斯实业有限公司，主要产品为厨房家用电器、纳米发热材料及器件，未来有望打造成为公司的小家电平台。

另一方面，公司也加大了对新兴细分市场的开发力度。研制成功母婴系列、户外运动系列以及适用于车载领域的“妙动”系列产品。

图 10 真空保温电热水壶



数据来源：公司网站 上海证券研究所

图 11 部分母婴系列产品



数据来源：公司网站 上海证券研究所

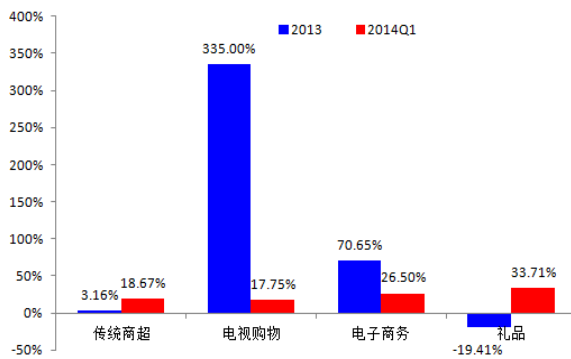
在开发新产品的同时，公司也在对现有系列进行整合，未来将把产品种类控制在 100 种以下，部分系列要统一内径，进行标准化生产，优化生产效率。

4.3 完善国内销售渠道 重视电购电商

公司目前国内主要的销售渠道包括：传统商超、电视购物、电子商务和礼品四部分，2013 年分别实现了 1.92 亿元、0.11 亿元、0.42 亿元和 0.16 亿元的营业收入，其中电视购物和电子商务两大渠道的增幅最为明显，分别达到了 335.00% 和 70.65%。从占比上看，电视购物和电子商务的比例已经分别达到 4.40% 和 15.91%，特别是电商渠道，已经成为公司国内市场的第二大销售渠道。

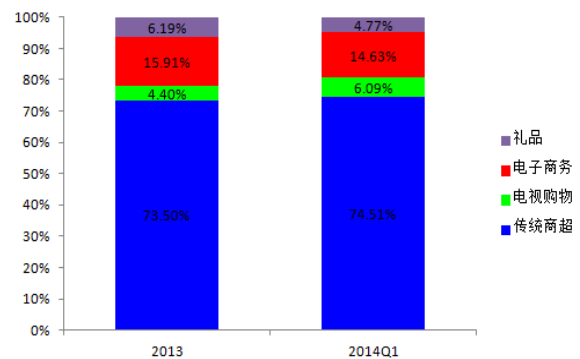
从今年一季度的数据来看，电视购物和电子商务渠道的收入仍保持了较快增长，同时，礼品收入亦呈现一定的复苏迹象，占比方面未见趋势性波动。

图 12 电视购物和电子商务渠道收入快速增长



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 13 电子商务已经成为第二大销售渠道



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司 2014 年仍将加大渠道建设，传统商超、电视购物、电子商务和礼品四大渠道分别计划新开发 20 个、3 个、5 个和 5 个经销商，其中传统商超经销商的开发重点集中在三四线城市。

表 1 2014 年公司渠道拓展目标一览

渠道	现状	2014 年目标
传统商超	150 个经销商，3000 多个销售终端，国内一二线城市覆盖率达到 90%	三四线城市为重点拓展区域，预计新开发 20 个经销商
电视购物	15 个经销商，27 家电视台	预计新增 3 个经销商
电子商务	21 个经销商，10 多个电子商务平台，2013 年天猫旗舰店营收占电商总营收的比重为 22.64%	预计新增 5 个经销商
礼品	21 个经销商，进入中石化、中移动等公司的供应商体系	预计新增 5 个经销商

数据来源：公司公告 上海证券研究所

2014 年，公司新渠道的拓展将集中在：1、电子商务领域的微商城：公司与腾讯平台开展合作后，将借助后者开发 B2C 商城、空间 APP 空间店、微信商城等电子商务渠道。2、拓展母婴产品的经

销商，主要集中于商超渠道与婴童品牌店、专业婴童连锁渠道。3、拓展户外、车载等新产品系列的销售渠道。

4.4 多方营销 提升品牌影响力

经过多年和国外知名厂商的 OEM 及 ODM 合作，公司自身产品的技术和设计水平已经得到国外厂商的认可，但从销售终端价格看，公司产品大约只相当于国外同类产品价格的 25%-35%，除了部分产品的部分技术指标仍存在一定差距外，我们认为主要原因还是公司没有享受到品牌影响力带来的溢价效应。品牌影响力上的差距而非品质上的缺陷已经成为公司和国际知名品牌之间最显著的区别。

鉴于此，公司今年加大了品牌的宣传和推广，2014 年公司将借助于获得巴西世界杯授权制造商与授权销售商的资格，围绕“哈尔斯杯—世界杯”的主题进行宣传。线上将包括：微信微博营销、与世界杯主题相关的手机射门游戏、在天猫、京东商城上开展的主题性推广活动。线下部分包括：和《足球报》合作进行品牌宣传、“争金夺银”刮刮卡抽奖活动、户外体验式推广活动等。

此外，在婴童产品方面，公司目前已经获得俄罗斯动画片“开心球”的授权，卡通元素也将运用到婴童产品上，预计 7 月份将推向市场。未来有望通过和知名动漫产品的合作，来进一步提高品牌的知名度。

五、业绩持续增长明确

今年截止目前数据显示，公司的订单情况比较乐观，好于去年同期，到 7 月底的订单都已经排满，目前在手订单 1 个多亿。预计下半年随着海外经销商大会以及网购高峰的到来，全年订单将好于去年。募投项目预计今年下半年将完全达产，产能有望达到 2500 万只，有助于公司业绩的兑现。

公司产品目前提价空间充足，且今年既是原有系列的提价年也是高价格新品不断推出的一年，预计产品均价相比去年将增加 5%-10%，同时公司原材料不锈钢卷板的产能过剩依旧，对价格压制明显。此外，公司费用率或将保持稳中略降的态势，综合考虑，我们认为公司今年的盈利空间将有一个明显的提升。

今年一季度天气情况不好，工人返工较慢，开工率不能马上正常，业绩增长低于预期，有些订单延到二季度，所以公司预计半年

报增速会加快。我们判断 2014 年公司将实现营业收入 7.29 亿元、实现归属于母公司的净利润 0.77 亿元，同比增幅分别为 18.65% 和 32.31%。

5.1 订单充足

2012 年及 2013 年上半年，受国外经济增长放缓的影响，订单情况较差。今年截止目前数据显示，公司的订单情况比较乐观，好于去年同期，到 7 月底的订单都已经排满，目前在手订单 1 个多亿。今年 7 月初，公司将召开高规格的海外经销商大会，同时网购促销的“双十一”、“双十二”等活动也集中在下半年，因而我们估计公司全年订单量相对去年应该有一定程度的提升。

市场关注度较高的“世界杯系列”，截止 4 月中旬相关订单已经超过 50 万只，预计还将追加 10 万只左右，整个销售额有望超过 4000 万元。

5.2 募投项目有望年内达产 助产能进一步释放

2013 年公司募投项目“年产 1,000 万只不锈钢真空保温器皿项目”已部分投入使用，公司预计今年下半年将完全达产，全年开工率维持在 80% 左右，今年产能有望达到 2500 万只，在订单充足的情况下，产能释放有助于公司业绩的兑现。

哈尔斯地处浙江省金华市永康市，为我国著名的五金之乡，周边五金企业众多，公司完全可以以外包的方式进一步扩充产能。

5.3 价格有明显提升空间 原材料大幅上涨可能性不大

根据销售量及销售额推算公司每只产品的出厂价格仅为 26.19 元，而终端产品的售价约在 80-90 元，出厂价仅相当于其终端售价的 30% 左右；国外知名品牌的同类商品价格大概在 200-300 元左右，为哈尔斯的 2.5-3 倍，公司产品的提价空间比较充分。

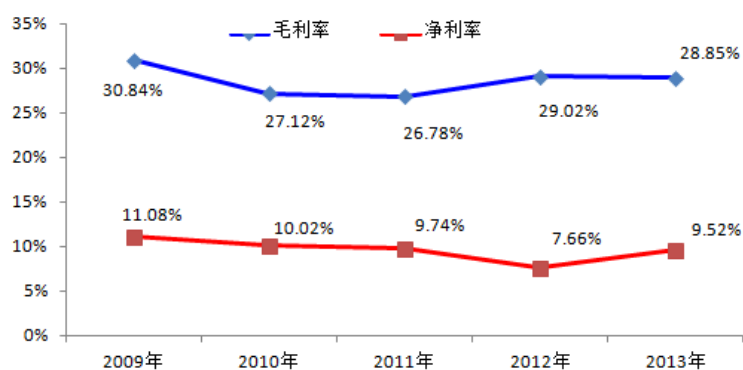
公司老产品一般 2-3 年提价一次，提价幅度在 8%-10% 左右，今年适逢提价年，公司外销产品已经于 5 月开始提价，国内预计 7 月初提价，提价幅度分别为 6% 和 8%。未来随着品牌和市场认可度的逐步提升，我们预计公司提价频率可能加快。

同时，公司去年“双十二”推出的真空电热水壶、今年推出的世界杯系列以及 7 月份将要推出的母婴系列新品，定价均高于原来类似产品。

公司生产的主要原材料为不锈钢卷板，近两年占营业成本的比重均接近 75%，其价格波动对公司成本的影响非常明显。2012 年不锈钢价格下降比较大，2013 年基本保持平稳，今年 4 月开始上涨，我们认为今年不锈钢价格可能会出现一定程度的波动，但过剩的产能仍将对价格形成明显的压制，上涨空间有限，也意味着公司原材料成本大幅上升的概率不大。

从近 5 年数据来看，公司毛利率变化幅度不大，预计未来随着原有系列的提价和高价新品的逐步推出，以及原材料成本上涨空间的共同影响，公司毛利率有望获得进一步的提升。

图 14 今年盈利空间有望进一步提升



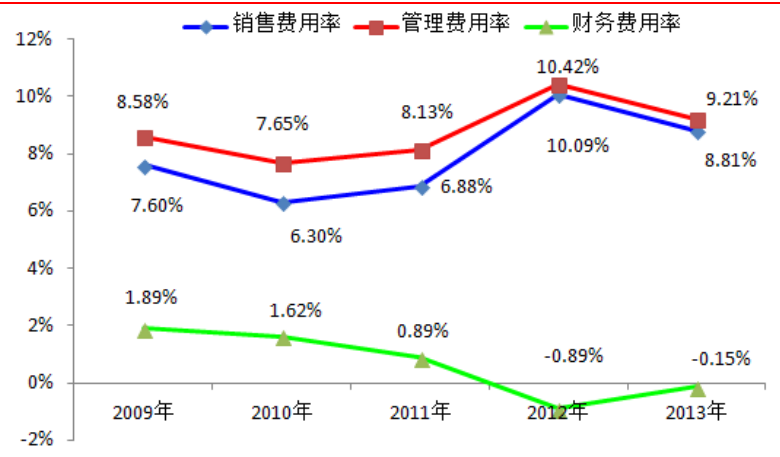
数据来源: Wind 上海证券研究所

5.4 费用率有望稳中略降

费用率方面，2012 年公司加大品牌建设、营销渠道拓展、募投项目相关员工增加及薪酬提高等导致销售费用、管理费用同比增幅较大，2013 年有所回落。未来，我们认为人力成本短期还会小幅提升，而产品研发、营销及渠道建设的投入亦难以明显减少，虽然随着产量增加，其规模效应有望显现，但总体来看公司销售和管理费用率维持稳中略降的概率较大。

随着募集资金的逐步使用，公司财务费用将逐步提升，但公司回款较快，现金流稳定，短期大幅提高杠杆的可能性不大，我们判断未来数年财务费用率将呈现温和上升的态势。

图 15 今年盈利空间有望进一步提升



数据来源: Wind 上海证券研究所

5.5 小贷公司运营良好 或将进一步增厚业绩

公司 2012 年成立了永康哈尔斯小额贷款公司,持股比例 30%, 2012 年和 2013 年分别给公司带来投资收益 10.47 万元和 423.24 万元。

考虑到永康当地及周边民营小企业较多,投资机会丰富,如果可以有效控制风险,其业务发展空间充足,有望持续给哈尔斯带来投资收益,增厚公司业绩。

5.6 礼品业务不亦过分悲观

2013 年,公司礼品部分收入下滑明显,一定程度上是受到中央加大反腐倡廉及节约办公经费力度的影响。但我们认为不亦过分解读,理由如下: 1、礼品部分占公司营收比例较低,影响有限; 2、公司礼品不属于高档奢侈品,普通企业、事业单位以及政府部门存在合理需求; 3、公司将改变营销策略,由过去直接到客户,改为通过专业的礼品经销商去做,应该说收到了一定的成效,一季度营收同比增长转正,达到 33.71%。

六、盈利预测

6.1 预测前提

关键假设如下:

1) 考虑到今年是公司老产品的提价年、推出的新产品价格较高以及世界杯系列等活动产品定价高于普通产品,我们认为 2014 年和 2015 年公司不锈钢器皿的销售均价将分别上浮 8%和 5%。

2) 随着公司募投项目逐渐达产,我们预计公司 2014 年和 2015 年的产能分别为 2500 万只和 2800 万只,在此基础上进一步假设公司销售量约为实际产能的 95%。

3) 毛利率方面,随着价格的提升以及公司对产品系列的整合,预计 2014 年和 2015 年毛利率将小幅上升至 31.33%和 32.27%;

4) 费用方面,考虑到品牌推广以及渠道建设,2014-2015 年销售费用率将维持在较高水平,略有下降,分别为 8.80%和 8.60%;同期管理费用率因生产线投产带来的人力薪酬的增加一定程度上抵消了自动化生产带来的人力成本的下降,同期管理费用率维持在 9.00%和 8.80%的较高水平;因上市募集自己逐步投入使用,同期财务费用率小幅上升至 0.50%和 1.50%。

6.2 盈利预测

我们预计,2014-2015 年,公司将实现营业收入 7.29 亿元和 8.52 亿元,同比增长 18.65%和 17.01%;实现归属于母公司的净利润分别为 0.75 亿元和 0.93 亿元,同比增长 28.49%和 23.99%;相应的每股收益为 0.82 元和 1.02 元。

七、风险提示

7.1 原材料价格上涨的风险

公司生产最主要的原材料是不锈钢卷板,其占营业成本的比重较高,其价格波动对公司业绩的影响较大。2012-2013 年不锈钢价格维持低位,如果未来出现不可预期的波动,或将对公司业绩带来负面影响。

7.2 汇率波动的风险

公司外销收入占比达到主营业务收入的 55.81%,主要以美元作为计价和结算单位。未来如果人民币汇率出现超预期波动,或将对公司业绩产生影响。

7.3 品牌建设不达预期的风险

我们认为公司多渠道品牌建设将加大自身品牌影响力,提高其认知度,缩小和国外知名品牌的差距。但如果其建设不达预期,或将难以和国内品牌拉开差距,对业绩释放带来负面影响。

八、附表

表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2013A	2014E	2015E	2016E
不锈钢器皿	562.35	671.67	789.89	856.40
其他收入	51.74	56.91	62.61	68.87
合计	614.09	728.59	852.49	925.27
分业务成本测算	2013A	2014E	2015E	2016E
不锈钢器皿	394.57	461.26	535.01	574.54
其他收入	42.35	46.38	50.87	55.95
合计	436.92	507.64	585.88	630.49
分业务增速	2013A	2014E	2015E	2016E
不锈钢器皿	16.03%	19.44%	17.60%	8.42%
其他收入	9.73%	10.00%	10.00%	10.00%
分业务毛利率	2013A	2014E	2015E	2016E
不锈钢器皿	29.84%	31.33%	32.27%	32.91%
其他收入	18.15%	18.50%	18.75%	18.75%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 3 哈尔斯利润表预测 (单位: 百万元人民币)

	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	614.09	728.59	852.49	925.27
二、营业总成本	552.17	647.16	754.25	816.94
营业成本	436.92	507.64	585.88	630.49
营业税金及附加	4.38	5.10	5.97	6.48
销售费用	54.13	64.12	73.31	77.72
管理费用	56.57	65.57	75.02	79.57
财务费用	-0.90	3.64	12.79	21.28
资产减值损失	1.08	1.09	1.28	1.39
三、其他经营收益	4.61	6.00	8.00	10.00
公允价值变动净收益	0.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.55	6.00	8.00	10.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	66.52	87.42	106.24	118.33
加: 营业外收入	1.26	1.50	1.50	1.50
减: 营业外支出	1.52	1.00	1.00	1.00
五、利润总额	66.26	87.92	106.74	118.83
减: 所得税	7.78	10.55	12.81	14.26
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	1.00
六、净利润	58.48	77.37	93.94	104.57
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	58.48	77.37	93.94	104.57
七、每股收益	0.64	0.85	1.03	1.15

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 曾小勇 王昊 潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。