

公司产销两旺, 新产品值得期待

- **产品市场空间大。**2008年末, 欧美发达国家和地区不锈钢真空保温器皿的人均保有量已达到0.37-0.65只, 而我国人均保有量仅为0.12只。截至2014年末, 我国总人口为13.68亿人, 假设人均保有量要达到0.6只, 则需要8.21亿只。经过测算, 2014年末国内不锈钢真空保温器皿的保有量约为6.22亿只, 距离8.21亿只的目标保有量尚有约1.99亿只的空间。同时, 2015年约有1.76亿只的不锈钢真空保温器皿面临淘汰。
- **公司产销两旺。**公司年产1000万只不锈钢真空保温器皿募投项目已于2014年全部投产, 新生产线自动化水平较高, 大大提升了生产效率。公司的产能提升至2400万只/年, 公司一直以来面临的产能瓶颈被突破, 而产能利用率仍保持在100%以上。公司的产销率也一直维持在高位, 2014年公司不锈钢制品的产销率为95.52%。公司销往国外的产品主要采用OEM和ODM的模式, 但在一些发展中国家也主动加大了自主品牌的渗透率。公司海外订单量基本保持每年稳定增长, 增速约为15%-20%。而国内市场是公司未来重点开拓的市场, 公司产品国内市场的销售增速近几年有望保持在年均20%以上。
- **新产品即将推出。**不锈钢真空保温器皿方面, 公司下一步计划推出超轻杯。公司全资子公司杭州哈尔斯实业有限公司则致力于真空电器、纳米半导体发热材料和供暖产品等三个产业的发展, 计划推出真空电热水壶、纳米电热膜(内膜)发热管以及新型智能化电供暖产品。
- **备货量增加。**2014年末, 公司存货账面金额为1.33亿元, 同比增长39.04%, 其中库存商品账面金额为0.52亿元, 同比增长83.41%, 同期公司营业收入同比增长21.59%。公司经营规模的扩大带动存货出现相应增长。2014年存货的增长速度超过营收规模的增长速度, 这是公司在考虑到2014年末的在手订单量和2015年1、2月的预计出货量基础上对存货的主动调整。
- **估值与评级:** 公司产能得到释放, 产品国内外销售稳步增长, 新产品即将推出。预计公司2015-2017年基本每股收益分别为0.93元、1.13元和1.36元, 以4月15日收盘价35.17元为基准, 对应动态市盈率分别为38倍、31倍和26倍, 首次给予公司“买入”评级。公司推出的高送转方案有望成为公司股价的催化剂。
- **风险提示:** 产品销售及新产品推广或不达预期。

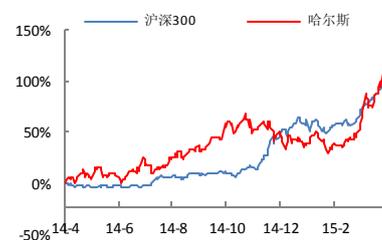
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	746.69	899.78	1105.10	1363.53
增长率	21.59%	20.50%	22.82%	23.39%
归属母公司净利润(百万元)	70.32	84.54	103.06	123.78
增长率	20.25%	20.24%	21.90%	20.11%
每股收益EPS(元)	0.77	0.93	1.13	1.36
净资产收益率ROE	10.89%	10.61%	11.84%	12.92%
PE	45.62	37.94	31.12	25.91
PB	4.97	4.03	3.69	3.35

数据来源: WIND, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	0.91
流通A股(亿股)	0.51
52周内股价区间(元)	18.68-40.28
总市值(亿元)	32.08
总资产(亿元)	8.12
每股净资产(元)	7.08

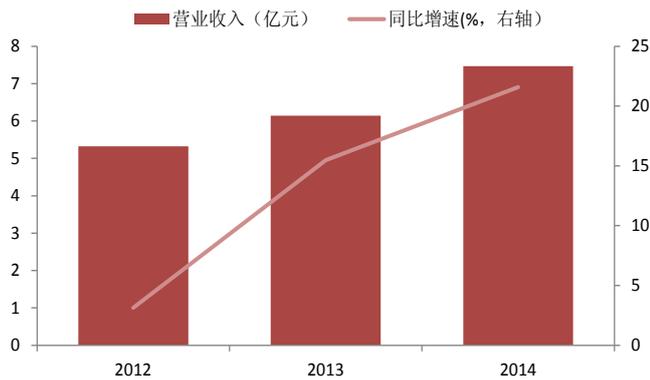
相关研究

一、公司简介

公司主营业务为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、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。公司实际控制人是吕强，直接持有公司 49.50% 的股份，其一致行动人吕丽珍、欧阳波、吕丽妃和吕懿合计持有公司 13.51% 的股份。

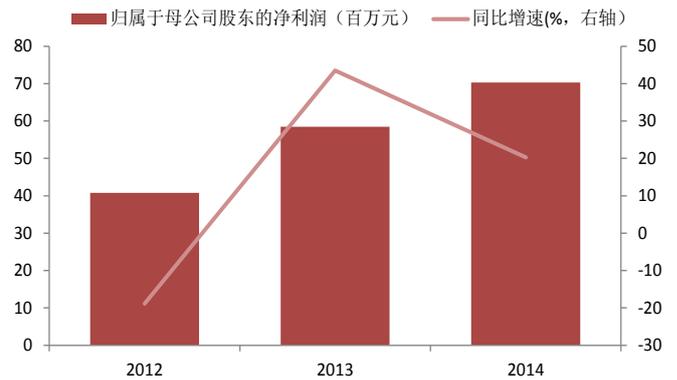
2014 年全年，公司实现营业收入 7.47 亿元，同比增长 21.59%；实现归属于上市公司股东的净利润 7032 万元，同比增长 20.25%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6982 万元，同比增长 20.65%；实现基本每股收益 0.77 元。公司业绩的增长主要得益于公司产品在国内外的销售继续向好。2014 年，公司国外市场实现销售收入 3.96 亿元，占公司主营业务收入的 54.63%，同比增长 20.13%；国内市场实现销售收入 3.29 亿元，占公司主营业务收入的 45.37%，同比增长 25.99%。针对国内市场，公司继续强化市场布局，如传统渠道下沉、新兴渠道并举等措施，并加大了品牌以及产品识别系统的推广力度。

图 1: 公司近三年营业收入及增速



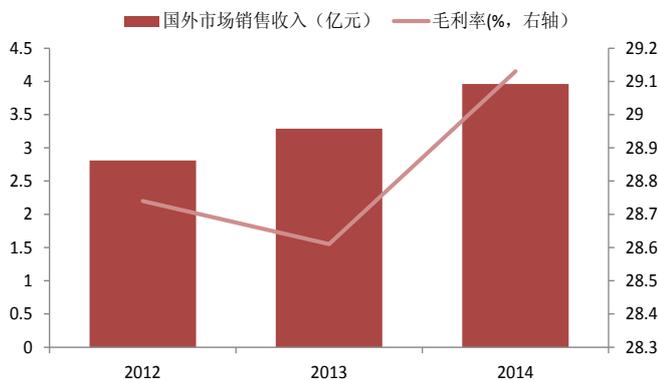
数据来源: WIND, 西南证券

图 2: 公司近三年归属于上市公司股东净利润及增速



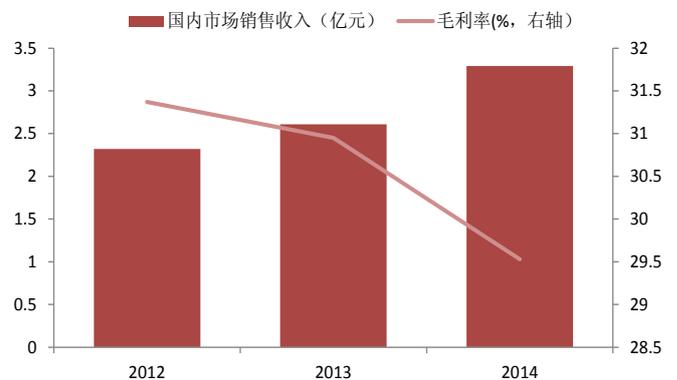
数据来源: WIND, 西南证券

图 3: 公司近三年国外市场销售收入和毛利率



数据来源: WIND, 西南证券

图 4: 公司近三年国内市场销售收入和毛利率



数据来源: WIND, 西南证券

二、产品市场空间大

2008 年末，欧美发达国家和地区不锈钢真空保温器皿的人均保有量已达到 0.37-0.65 只，在不锈钢真空保温器皿的发明地日本，平均家庭保有量更是达到 4 只。而 2008 年末，我国不锈钢真空保温器皿的保有量仅为 1.6 亿只左右，人均保有量仅为 0.12 只。

截至 2014 年末，我国总人口为 13.68 亿人，假设人均保有量要达到 0.6 只，则需要 8.21 亿只。由于缺乏近期国内保有量的调查数据，我们在此使用测算法来粗略估计。不锈钢真空保温器皿的使用周期一般为两年，假设不锈钢真空保温器皿使用两年后的淘汰率为 40%，使用三年后淘汰率为 60%，使用四年后淘汰率为 80%，使用五年后淘汰率达到 100%，即剩余继续使用量可忽略不计。假设 2011-2014 年不锈钢真空保温器皿全国年产量的年均增速为 12%，产量的 60% 进入国外市场，40% 进入国内市场。经过测算，2014 年末国内不锈钢真空保温器皿的保有量约为 6.22 亿只，距离 8.21 亿只的目标保有量尚有约 1.99 亿只的空间。同时，2015 年约有 1.76 亿只的不锈钢真空保温器皿面临淘汰。因此，不锈钢真空保温器皿行业仍然有较大的市场空间。

表 1: 市场空间测算

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
年产量 (亿只)	2.92	2.86	3.55	3.98	4.45	4.99	5.59
年产量增速 (%)	--	-2.05	24.13	12.00	12.00	12.00	12.00
国外市场供给量 (亿只)	1.75	1.72	2.13	2.39	2.67	2.99	3.35
国内市场供给量 (亿只)	1.17	1.14	1.42	1.59	1.78	2.00	2.23
国内保有量 (亿只)	1.60	2.74	3.52	2.75	5.00	5.53	6.22

数据来源：公司公告，西南证券，数据由于四舍五入运算可能存在误差

三、公司产销两旺

产能大幅提升

公司年产 1000 万只不锈钢真空保温器皿募投项目已于 2014 年全部投产，新生产线自动化水平较高，大大提升了生产效率。公司的产能提升至 2400 万只/年，公司一直以来面临的产能瓶颈被突破，而产能利用率仍保持在 100% 以上。在募投项目没有投产之前，公司每年的产能利用率就基本维持在 100% 以上。产能利用率高可以有效降低单位产品的固定成本。产能的大幅提升为后续销量的增长打开了空间。事实上，公司的产销率也一直维持在高位，2014 年公司不锈钢制品的产销率为 95.52%，而 2013 年和 2012 年同期分别为 96.58% 和 94.76%。

销售稳步增长

2014 年，公司国外市场实现销售收入 3.96 亿元，占公司主营业务收入的 54.63%，同比增长 20.13%；国内市场实现销售收入 3.29 亿元，占公司主营业务收入的 45.37%，同比增长 25.99%。

公司海外订单量基本保持每年稳定增长，增速约为 15%-20%。公司在保持现有海外客户的同时，也加大对新客户的拓展力度，通过拜访客户、参加全球知名展览会等方式取得较

好的成效，2014年7月份，公司在尼日利亚召开哈尔斯的首届海外经销商会议，来自尼日利亚不同地区的70多个代理商参加了此次会议。公司销往国外的产品主要采用OEM和ODM的模式，但在一些发展中国家也主动加大了自主品牌的渗透率。

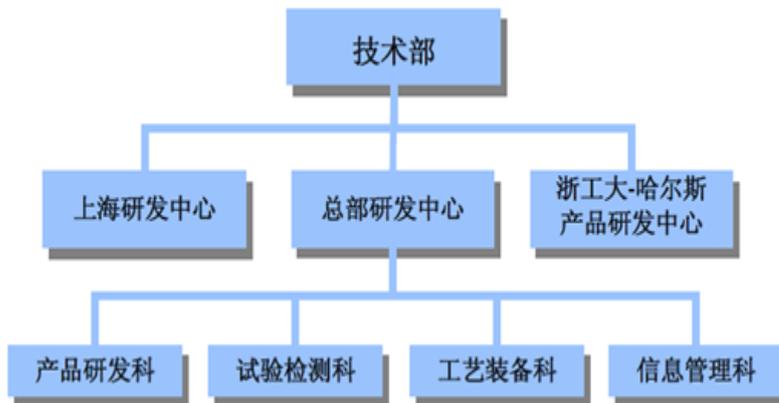
国内市场是公司未来重点开拓的市场。国内市场的销售收入在公司主营业务收入中的占比尚不及一半，而国内对不锈钢真空保温器皿的消费潜力巨大。公司继续加大品牌营销的力度，强化对国内市场的布局，将传统的商超渠道下沉至三四线城市，并积极开拓婴童和户外市场。公司已开发出“开心球”婴童系列产品，正式进军婴童细分市场。截至2014年末，婴童系列产品已有近20家签约经销商，户外市场的渠道也在积极拓展中。综合来看，公司产品国内市场的销售增速近几年有望保持在年均20%以上。

四、新产品即将推出

研发投入大

公司一直致力于新产品的研究。公司技术部是主管研发任务的职能部门，下设上海研发中心、总部研发中心和“浙工大-哈尔斯产品研发中心”，建立了分工合作、各有侧重的“三位一体”研发平台。

图 5: 公司技术研发组织机构图



资料来源: 公司招股说明书, 西南证券

公司2014年在研发上投入近3千万元，占营业收入的4.01%，较2013年提高了0.45个百分点。截至2014年末，公司拥有专利216项（外观设计152项；实用新型63项；发明1项），其中2014年新增专利21项，充分体现出公司的研发能力。

新产品即将推出

不锈钢真空保温器皿方面，公司下一步计划推出超轻杯。超轻杯在重量上较传统产品轻30%-40%，方便携带，将会对传统的PC杯市场形成一定冲击。

公司全资子公司杭州哈尔斯实业有限公司则致力于真空电器、纳米半导体发热材料和供暖产品等三个产业的发展。电热水壶行业近年来快速发展，在国内普及率大幅提升，公司希望将传统电热水壶与真空技术相结合，开发出真空电热水壶，填补市场空白。真空电热水壶具有节能方便的优点，目前产品已开始小规模投放市场。纳米半导体发热材料方面，公司已

研制出新一代纳米电热膜（内膜）发热管，和传统金属电热管相比具有不易结垢和不易爆管的优点。同时，公司希望利用这种新型纳米半导体发热材料开发出具有恒温、恒湿、恒菌和恒静等特点的新型智能化电供暖产品。传统电供暖产品往往不具有恒温、恒菌和恒静等特点，新型智能化电供暖产品具备的这些优点使得其具有广阔的市场空间。子公司杭州哈尔斯 2014 年全年亏损 837.05 万元，主要是由于产品研发、市场开拓和生产制造的前期投入所致。2015 年，新产品的逐步投放市场使得子公司在今年有望扭亏为盈。

五、财务指标分析

存货

2014 年末，公司存货账面金额为 1.33 亿元，同比增长 39.04%，其中库存商品账面金额为 0.52 亿元，同比增长 83.41%，同期公司营业收入同比增长 21.59%。公司经营规模的扩大带动存货出现相应增长，这是公司在考虑到 2014 年末的在手订单量和 2015 年 1、2 月的预计出货量基础上对存货的主动调整，而产品的单位生产成本在 2014 年下降了 5.67%。

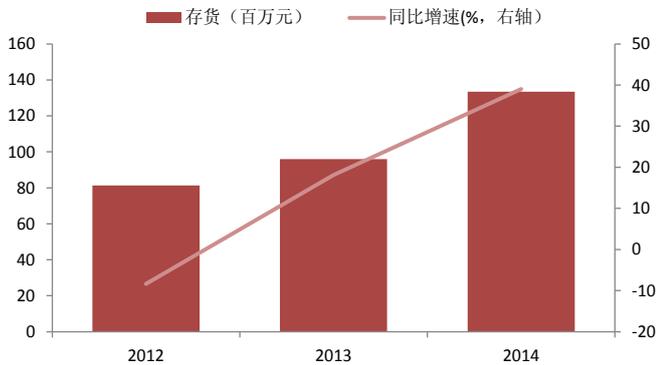
公司 2012-2014 年的存货周转率分别为 4.44 次、4.93 次和 4.62 次，总体保持相对稳定。2014 年的存货周转率较 2013 年下降的主要原因是 2014 年存货的增长速度超过营收规模的增长速度，而存货的大幅增长又是公司对 2015 年 1、2 月订单备货量增加所致。

销售毛利率

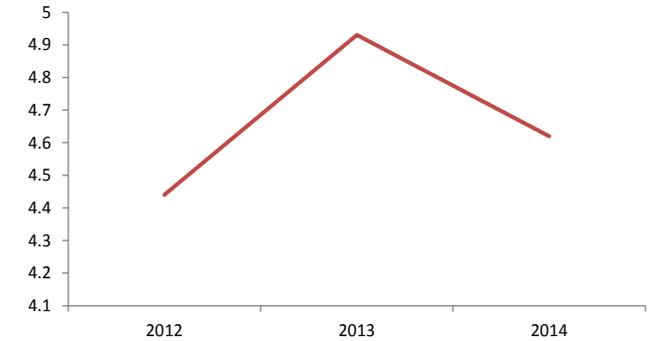
2014 年，公司整体销售毛利率较去年同期提升了 0.11 个百分点。分产品来看，占营业收入比重最大的不锈钢真空保温器皿销售毛利率提升了 0.08 个百分点，不锈钢非真空保温器皿销售毛利率提升了 0.21 个百分点，主要是由于公司在 2014 年对部分产品进行提价以及生产效率提升导致单位产品的固定成本下降所致。

三项费用率

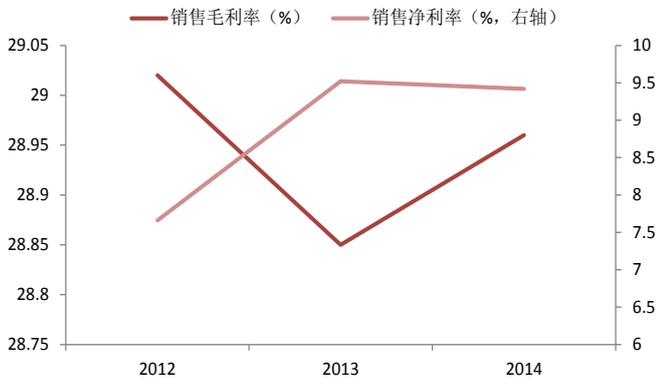
公司的销售期间费用率较去年同期上升了 0.59 个百分点。分项来看，公司销售费用率控制相对较好，已连续两年下降，2014 年的销售费用率为 8.69%，较 2013 年同期下降了 0.12 个百分点；公司 2014 年的管理费用率为 10.32%，较 2013 年同期上升了 1.11 个百分点，主要是由于职工薪酬及研发投入增长所致；公司 2014 年的财务费用率为 -0.55%，2013 年同期为 -0.15%，主要是由于公司近两年来并无银行贷款，没有财务费用支出所致。

图 6: 公司近三年存货账面金额及增速


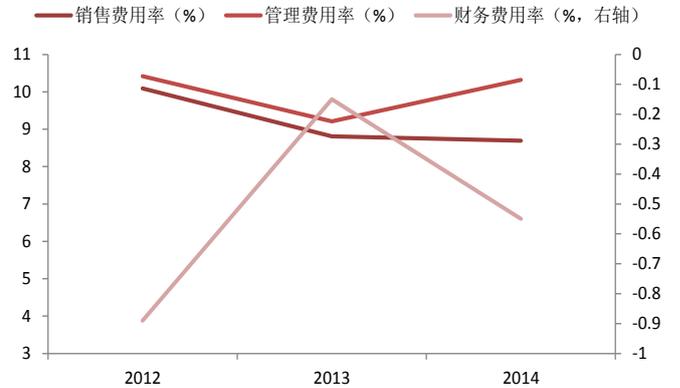
数据来源: WIND, 西南证券

图 7: 公司近三年存货周转率 (次)


数据来源: WIND, 西南证券

图 8: 公司近三年销售毛利率和销售净利率


数据来源: WIND, 西南证券

图 9: 公司近三年三项费用率


数据来源: WIND, 西南证券

六、盈利预测与投资建议

公司产能得到释放, 产品国内外销售稳步增长, 新产品即将推出。预计公司 2015-2017 年基本每股收益分别为 0.93 元、1.13 元和 1.36 元, 以 4 月 15 日收盘价 35.17 元为基准, 对应动态市盈率分别为 38 倍、31 倍和 26 倍, 首次给予公司“买入”评级。公司推出的高送转方案有望成为公司股价的催化剂。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	746.69	899.78	1105.10	1363.53	净利润	70.32	84.54	103.06	123.78
营业成本	530.42	634.90	778.79	959.77	折旧与摊销	18.13	21.80	22.83	23.46
营业税金及附加	3.55	4.32	5.19	6.41	财务费用	-4.08	-0.96	-1.32	-1.57
销售费用	64.89	78.82	97.25	120.67	资产减值损失	0.50	0.50	0.80	1.20
管理费用	77.09	93.13	114.93	143.44	经营营运资本变动	-48.00	-4.67	-15.47	-21.15
财务费用	-4.08	-0.96	-1.32	-1.57	其他	-0.02	-11.49	-6.21	-6.66
资产减值损失	0.50	0.50	0.80	1.20	经营活动现金流净额	36.85	89.72	103.68	119.07
投资收益	4.56	6.30	6.62	6.83	资本支出	-96.66	-17.11	-11.00	-9.00
公允价值变动损益	-0.56	0.00	0.00	0.00	其他	-17.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-114.19	-17.11	-11.00	-9.00
营业利润	78.32	95.38	116.08	140.43	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.05	1.16	1.49	0.87	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	80.37	96.54	117.57	141.30	股权融资	0.00	91.20	0.00	0.00
所得税	10.05	11.99	14.51	17.51	支付股利	-29.18	-24.61	-29.59	-36.07
净利润	70.32	84.54	103.06	123.78	其他	0.00	0.96	1.32	1.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-29.18	67.55	-28.27	-34.50
归属母公司股东净利润	70.32	84.54	103.06	123.78	现金流量净额	-106.19	140.16	64.41	75.57
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	205.59	345.75	410.16	485.73	成长能力				
应收和预付款项	81.44	100.45	122.41	150.84	销售收入增长率	21.59%	20.50%	22.82%	23.39%
存货	133.44	159.73	195.93	241.46	营业利润增长率	17.74%	21.78%	21.70%	20.98%
其他流动资产	7.15	8.61	10.58	13.05	净利润增长率	20.25%	20.24%	21.90%	20.11%
长期股权投资	55.46	61.76	68.38	75.21	EBITDA 增长率	19.52%	25.81%	18.38%	17.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	267.33	263.16	251.86	237.93	毛利率	28.96%	29.44%	29.53%	29.61%
无形资产和开发支出	21.39	20.87	20.35	19.83	三费率	18.47%	19.00%	19.08%	19.26%
其他非流动资产	40.02	40.01	40.00	40.00	净利率	9.42%	9.40%	9.33%	9.08%
资产总计	811.81	1000.35	1119.68	1264.06	ROE	10.89%	10.61%	11.84%	12.92%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.78%	8.66%	9.44%	10.25%
应付和预收款项	161.75	198.48	243.41	298.91	ROIC	18.83%	19.27%	22.32%	25.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.37%	12.92%	12.45%	11.90%
其他负债	4.57	5.24	6.16	7.33	营运能力				
负债合计	166.31	203.72	249.58	306.24	总资产周转率	0.96	0.99	1.04	1.14
股本	91.20	182.40	182.40	182.40	固定资产周转率	2.87	3.46	4.44	5.80
资本公积	344.22	344.22	344.22	344.22	应收账款周转率	10.59	10.27	10.52	10.51
留存收益	210.08	270.01	343.48	431.20	存货周转率	4.62	4.33	4.38	4.39
归属母公司股东权益	645.50	796.63	870.11	957.82	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	104.69%	--	--	--
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	645.50	796.63	870.11	957.82	资产负债率	20.49%	20.36%	22.29%	24.23%
负债和股东权益合计	811.81	1000.35	1119.68	1264.06	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.59	3.03	2.98	2.92
					速动比率	1.78	2.25	2.19	2.13
					股利支付率	41.50%	29.11%	28.71%	29.14%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	92.37	116.22	137.58	162.32	每股收益	0.77	0.93	1.13	1.36
PE	45.62	37.94	31.12	25.91	每股净资产	7.08	8.74	9.54	10.50
PB	4.97	4.03	3.69	3.35	每股经营现金	0.40	0.98	1.14	1.31
PS	4.30	3.56	2.90	2.35	每股股利	0.32	0.27	0.32	0.40
EV/EBITDA	32.07	51.88	43.36	36.28					
股息率	0.91%	0.77%	0.92%	1.12%					

数据来源: WIND, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn