

产品线+销售渠道双轮驱动，业绩拐点到来

- **业绩总结:** 2015年,公司实现营业收入7.6亿元,同比增长1.6%;归属于上市公司股东的净利润3720万元,同比下降47.1%;实现基本每股收益0.20元。业绩略低于预期。
- **费用大幅上升及子公司亏损导致业绩下滑。** 2015年,公司销售费用8573万元,同比增长32.1%,主要系与中国登山协会、迪士尼和洛可可设计公司取得合作导致费用增加;管理费用1.0亿元,同比增长31.4%,主要系研发投入和职工薪酬增长所致。2015年,杭州哈尔斯亏损2358万元,旗下真空电热水壶产品质量问题目前已解决,2016年有望实现扭亏。
- **迪士尼IP助推销售。** 2015年公司取得迪士尼公司旗下各项知名卡通的形象授权后扩展婴童市场效果良好,9月铺货以来,相关产品实现营业收入2523万元。随着2016年上海迪士尼的开业,预计公司迪士尼相关产品销售2016年将实现高速增长,全年销售目标1亿元。
- **产品线布局逐渐明朗。** 为平滑不锈钢保温杯夏季销量的下滑,基于现有渠道优势,公司产品线向塑料杯和玻璃杯延伸。公司生产PP、PC、tritan等材质的塑料杯,形成年产2000万只的生产能力。安徽哈尔斯通过转型升级和技术改造,形成年产1万吨玻璃管材和不低于2500万只玻璃器皿的生产能力。2016年,塑料杯和玻璃杯的销售目标合计为1亿元。
- **销售渠道不断完善。** 公司2015年外销收入占据半壁江山,高达53.57%。2016年完成对在欧洲拥有完善区域销售网络的瑞士SIGG的收购,是公司走向国际化的重要举措和完善国外营销渠道的重要节点。另外,将SIGG引入国内,也是公司进军国内高端市场的切入点。同时公司创立NONOO新品牌,该品牌主打年轻消费市场,主要面向“90后”、“00后”等消费群体,通过电子商务渠道完成产品销售,力争打造成为最具竞争力的互联网水壶品牌。
- **估值与评级:** 迪士尼相关产品畅销,产品线延伸以及销售渠道不断完善为公司业绩增长提供支撑。2016年将成为公司业绩的拐点,预计公司2016-2018年基本每股收益分别为0.29元、0.33元和0.39元,对应的动态PE分别为94倍、82倍和69倍,维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示:** 产品销售及新产品推广或不达预期。

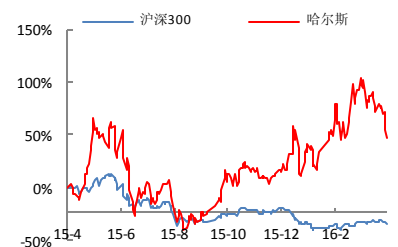
指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	758.43	970.33	1141.86	1339.21
增长率	1.57%	27.94%	17.68%	17.28%
归属母公司净利润(百万元)	37.20	52.26	60.02	71.98
增长率	-47.10%	40.48%	14.86%	19.92%
每股收益EPS(元)	0.20	0.29	0.33	0.39
净资产收益率ROE	5.78%	7.79%	8.59%	9.80%
PE	133	94	82	69
PB	7.70	7.35	7.06	6.72

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)	1.82
流通A股(亿股)	1.03
52周内股价区间(元)	11-38.6
总市值(亿元)	49.34
总资产(亿元)	8.89
每股净资产(元)	3.49

相关研究

1. 哈尔斯(002615): 上半年费用上升, 拟进入玻璃器皿产业 (2015-08-18)
2. 哈尔斯(002615): 公司产销两旺, 新产品值得期待 (2015-04-16)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	758.43	970.33	1141.86	1339.21	净利润	37.04	52.26	60.02	71.98
营业成本	527.91	663.94	784.64	918.54	折旧与摊销	28.15	28.19	31.44	33.30
营业税金及附加	5.72	6.40	7.54	8.84	财务费用	-4.71	1.54	-1.81	-4.61
销售费用	85.73	110.13	130.97	153.61	资产减值损失	1.55	1.00	1.20	1.35
管理费用	101.28	130.51	154.38	181.87	经营营运资本变动	-14.11	-0.35	-16.77	-15.85
财务费用	-4.71	1.54	-1.81	-4.61	其他	35.41	-5.09	-3.77	-3.84
资产减值损失	1.55	1.00	1.20	1.35	经营活动现金流净额	83.33	77.55	70.31	82.33
投资收益	-1.29	4.15	4.65	5.00	资本支出	-75.38	-37.00	-34.00	-25.00
公允价值变动损益	0.50	0.00	0.00	0.00	其他	-115.98	-18.56	-16.57	-16.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-191.36	-55.56	-50.57	-41.98
营业利润	40.16	60.95	69.59	84.62	短期借款	23.00	-23.00	23.38	9.38
其他非经营损益	5.47	0.92	1.97	1.45	长期借款	45.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.63	61.87	71.56	86.07	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.59	9.61	11.54	14.10	支付股利	-45.60	-22.27	-32.15	-36.60
净利润	37.04	52.26	60.02	71.98	其他	2.27	-0.04	3.81	6.61
少数股东损益	-0.16	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	24.67	-45.31	-4.96	-20.61
归属母公司股东净利润	37.20	52.26	60.02	71.98	现金流量净额	-81.11	-23.32	14.78	19.74
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	122.73	99.41	114.19	133.92	成长能力				
应收和预付款项	111.24	121.73	147.18	173.87	销售收入增长率	1.57%	27.94%	17.68%	17.28%
存货	123.11	154.83	182.98	214.20	营业利润增长率	-48.72%	51.76%	14.17%	21.60%
其他流动资产	3.80	4.86	5.72	6.71	净利润增长率	-47.32%	41.08%	14.86%	19.92%
长期股权投资	53.66	57.81	62.46	67.46	EBITDA 增长率	-31.14%	42.56%	9.42%	14.20%
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	341.44	350.06	352.47	344.07	毛利率	30.39%	31.58%	31.28%	31.41%
无形资产和开发支出	60.60	61.22	61.79	62.33	三费率	24.04%	24.96%	24.83%	24.71%
其他非流动资产	72.92	91.05	107.19	123.74	净利率	4.88%	5.39%	5.26%	5.37%
资产总计	889.49	940.97	1033.98	1126.29	ROE	5.78%	7.79%	8.59%	9.80%
短期借款	23.00	0.00	23.38	32.76	ROA	4.16%	5.55%	5.80%	6.39%
应付和预收款项	170.61	211.65	249.68	293.31	ROIC	6.00%	9.52%	9.71%	10.91%
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	EBITDA/销售收入	8.39%	9.34%	8.69%	8.46%
其他负债	9.94	13.39	17.13	21.05	营运能力				
负债合计	248.55	270.04	335.18	392.12	总资产周转率	0.89	1.06	1.16	1.24
股本	182.40	182.40	182.40	182.40	固定资产周转率	2.73	3.07	3.37	3.97
资本公积	253.02	253.02	253.02	253.02	应收账款周转率	8.16	8.48	8.67	8.47
留存收益	201.68	231.66	259.53	294.91	存货周转率	4.12	4.78	4.65	4.63
归属母公司股东权益	637.10	667.08	694.95	730.33	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	104.06%	—	—	—
少数股东权益	3.84	3.84	3.84	3.84	资本结构				
股东权益合计	640.94	670.93	698.80	734.17	资产负债率	27.94%	28.70%	32.42%	34.82%
负债和股东权益合计	889.49	940.97	1033.98	1126.29	带息债务/总负债	27.36%	16.66%	20.40%	19.83%
					流动比率	1.79	1.72	1.58	1.56
					速动比率	1.18	1.02	0.94	0.93
					股利支付率	122.59%	42.62%	53.57%	50.85%
业绩和估值指标					每股指标				
EBITDA	63.60	90.68	99.22	113.31	每股收益	0.20	0.29	0.33	0.39
PE	132.64	94.42	82.20	68.55	每股净资产	3.51	3.68	3.83	4.03
PB	7.70	7.35	7.06	6.72	每股经营现金	0.46	0.43	0.39	0.45
PS	6.51	5.08	4.32	3.68	每股股利	0.25	0.12	0.18	0.20
EV/EBITDA	75.63	52.85	48.22	41.98					
股息率	0.92%	0.45%	0.65%	0.74%					

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 15 楼

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 楼

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

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn