

动态报告/公司快评

机械

机械基础件

巨星科技 (002444)

调研纪要

投资评级

(谨慎推荐)

2010年9月6日

掌控独特渠道，打造消费五金的“巨星”品牌

分析师： 余爱斌 yuab@guosen.com.cn 0755-82133400, SAC 执业证书编号: S0980207060202

联系人： 陈玲 chenling2@guosen.com.cn 0755-82130646

评论：

■ 在传统的五金工具行业中独辟蹊径：为卖场提供“一站式”采购服务

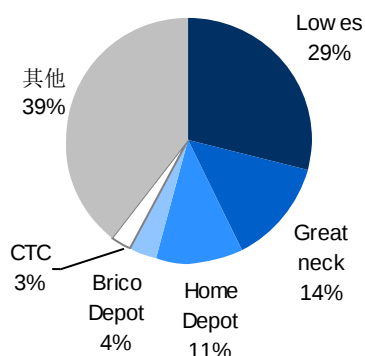
杭州巨星科技是中国第一、全球第六的手动工具生产龙头，其独特的经营模式使公司成为一个“半制造，半商贸”的轻资产企业。

公司的主要销售对象是全球大型家具建材连锁超市以及家乐福、沃尔玛等大型综合性超市，而不是为国外手工工具企业贴牌，来自超市方面的订单占总销售的 70% 左右。巨星利用大型超市的渠道，贴超市的品牌销售，为各个超市提供定制化的“一站式”采购服务，其产品种类多样、质优价廉，充分满足超市销售产品特点的需求。

公司的生产模式也不是一个典型的制造业企业，而是让几十家工具生产企业做巨星的 OEM，近 60% 的产品为外协生产。巨星牢牢抓住的是研发、质量监督和供应链管理。

这种独特的经营模式帮助巨星从竞争激烈的传统五金工具行业中走出一条高壁垒、高利润率的发展路径。

图 1：公司销售的主要客户

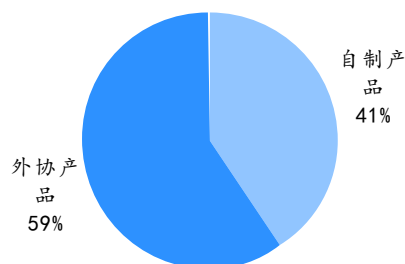


Lowes--全球最大的家具建材连锁超市，拥有超过 2200 家连锁店

Home Depot--全球第二大家具建材连锁超市，拥有超过 1700 家连锁店

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

图 2：公司产品生产中的外协比例



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

■ 经营模式特点 1 ——做国外大型超市的 ODM：牢牢占据“良性循环”、稳定成长、高利润率的优势渠道

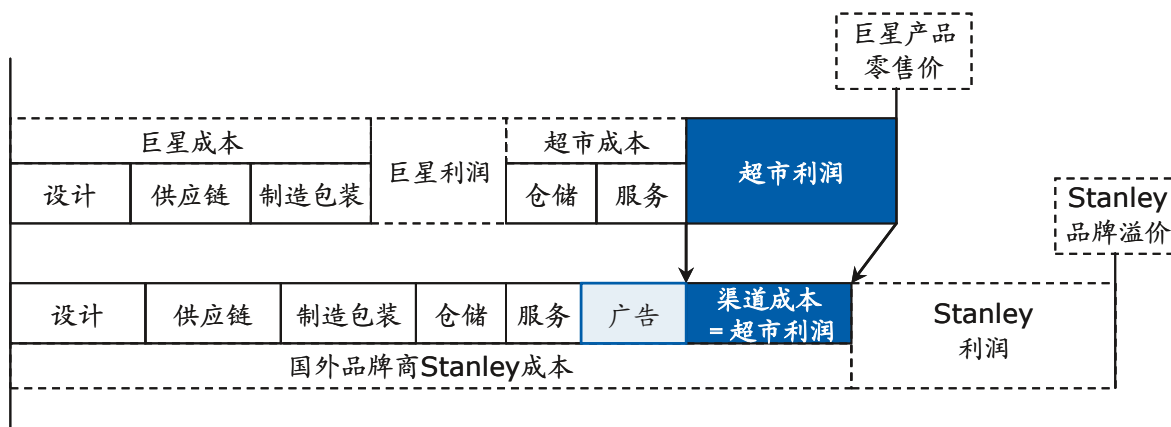
国内众多手工工具企业出口为外国品牌贴牌生产；而巨星做国外大型超市零售商的 ODM 的策略。同样是贴牌，但为

零售商贴牌与为外国手工具品牌贴牌所带来的发展路径却是大不一样。

第一，我们称超市销售渠道为一种“良性循环”的渠道。

我们比较一下巨星 + 超市零售商的产业链和国外品牌在超市销售的产业链。在设计、供应链和制造包装环节，巨星的成本都低于国外品牌商的成本。此外，巨星+超市零售商销售不需要广告。第三，也是最重要的一点，超市零售商销售自主品牌（巨星供货）所获得的利润大于销售品牌商的成本，这样，超市就有非常大的动力去支持巨星供应的产品提高在超市销售的份额。

图 3：超市销售自主品牌所获利润大于销售品牌商产品所获利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

这种模式下，超市有足够的动力去帮助巨星，包括货架摆放、反馈客户意见、提出设计创意等等，同时，巨星生产的廉价、优质、丰富的产品又反过来帮助超市在自主品牌的手工具产品销售中获得更大的利益。这种相互促进的“良性循环”模式是帮助巨星在短短几年中从众多五金手工具企业中脱颖而出的重要推力。

目前，巨星的超速发展已经使其在超市的地位难以动摇。巨星已经成为一个“一站式”的供应商，在设计创新性、应对新需求响应的速度、产品品类的齐全性和相对低廉的价格等各个方面形成了综合性的优势，对其他想进入超市渠道的后来者有非常大的排斥性。我们相信，只要巨星本身不出现大的失误，这种对渠道的把控能力将为巨星带来非常稳定的现金流。

第二，超市销售渠道是一个稳定成长的渠道。

公司客户主要为世界知名的五金、建材、汽配、百货等大型连锁超市。通过进入全球几大连锁超市，巨星获得了跟随超市发展而成长的稳定增长路径。连锁超市每新开一家店，巨星都将受益。目前，公司是美国 LOWES、美国 HOME DEPOT、美国 GREAT NECK、英国 KINGFISHER、法国 BRICO DEPOT、加拿大 CTC 等在亚洲最大的手工具供应商。在全球范围内，有两万家以上的大型五金、建材、汽配、百货等连锁超市同时销售公司的产品，为公司的新产品迅速打入和占据海外市场奠定了基础。

第三，做超市的 ODM 比为 Stanley 等品牌商贴牌议价能力更强，且未来培育自有品牌受到的冲击小

从利润率看，巨星明显高于国内同行，同时，在金融危机中，其议价能力反而得到充分体现。

表 1、公司毛利率变化及其影响因素

期间	上年毛利率	原料价格	单价	影响比例		产品结构	小计	本年毛利率
				出口退税率	汇率			
2008 年度	15.45%	-13.51%	17.32%	1.64%	3.16%	-3.58%	5.03%	20.48%
2009 年度	20.48%	8.64%	-2.53%	1.16%	-1.58%	0.76%	6.45%	26.93%

资料来源：公司公告、国信证券研究所

2007~2009，公司毛利率分别为 15%、20%和 27%，当原材料出现大幅波动的时候，当出口退税率调整对许多出口企业造成极大打击的时候，公司都能够相应调整价格，非但毛利率没有下降，相反出现大幅增长的态势。

此外，巨星若要加大自有品牌的培育力度，与超市将不会产生明显的利益冲突，（毕竟超市销售的是成千上万种产品，不会视巨星为竞争对手），而如果巨星是为大型手工具企业贴牌，则在建立自有品牌过程中将威胁到原有客户，就容易受到原有客户的挤压。

■ 经营模式特点 2 ——轻资产模式：优秀的供应链管理 + 出色的研发设计能力

公司的产品生产过程中有 60%左右的高比例外协加工。2007~2009 年，公司平均的固定资产为 9000 万元，而三年平均的销售收入为 16.5 亿元，呈现机械制造行业中难得一见的轻资产生产模式。国内许多五金企业不具备公司的渠道优势和规模优势，因而使许多五金生产企业只能作为巨星的供应商。

此外，公司按订单生产，通常零件供应商将零件生产完运到公司场地组装包装后就运出海外，基本实现了“零库存”，因而公司的存货周转率也远远快于同行。

表 2、巨星科技的资产周转率与存货周转率

	2008 年周转率（次/年）		2007 年周转率（次/年）	
	总资产	存货	总资产	存货
江苏宏宝	0.68	3.00	0.60	2.45
博深工具	0.98	2.40	1.11	2.62
江苏通润	0.95	8.48	1.24	8.68
平均	0.87	4.63	0.98	4.58
本公司	2.39	20.95	2.33	19.26

资料来源：公司公告、国信证券研究所

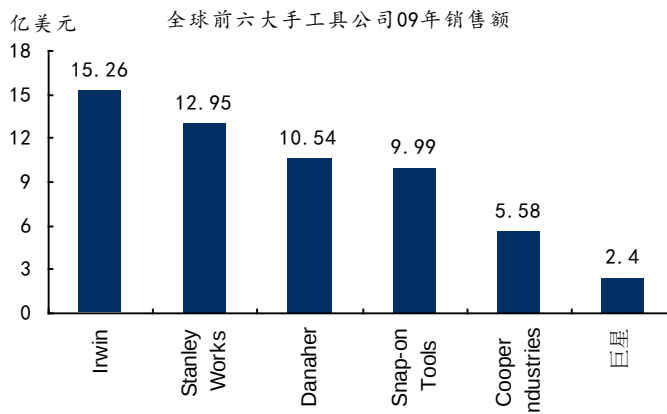
在研发方面，中国不乏优秀的充满创意的工业艺术设计人才。在国外，五金手工具产品是一种消费品，最重要的是外观、手感和创意。巨星的平台让这些人才拥有了发挥才干的舞台，也同时令巨星的产品耳目一新，在与国外产品较量中并不逊色。这也为公司在未来的自主品牌竞争中奠定了良好的基础。

■ 未来成长空间 1 ——外销：抢夺其他品牌商市场份额，几年内仍有 2~3 倍空间

在大型连锁超市的销售渠道中，公司产品的销售份额相对品牌商产品的份额一直在不断上升。

根据公司的招股说明书披露，美国的手动工具行业从 2002 年的 58 亿元增长到 2008 年的 120 亿元，年均增速超 12%。Stanley 手动工具销售额的增幅仅为 2%~4%，09 年受金融危机影响，销售额更是下降了 22%。而巨星在过去几年（除了 2009 年）的年均增速超 20%。从上述几个数据的反映来看，巨星确实过去的几年中不断地抢夺了国外企业在手工具市场的份额。

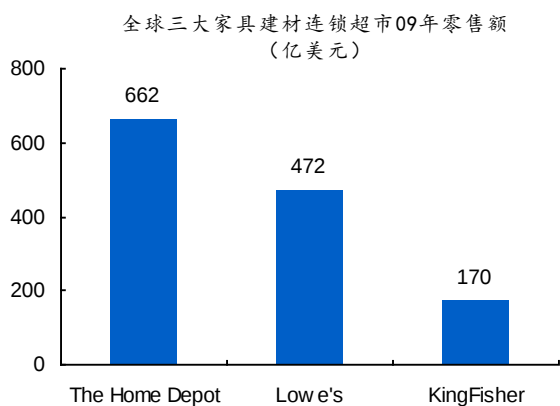
图 4: 全球手工具公司排名



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

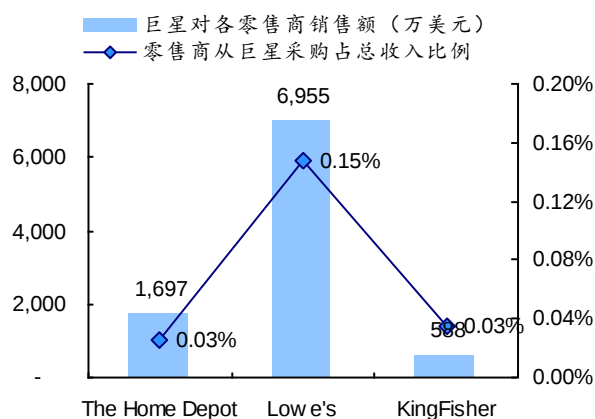
目前, 公司最大的客户为全球第二大家具建材连锁超市 Lowe's, 2009 年公司对 Lowe's 的销售额为 4.7 亿人民币, 占 Lowe's 去年的 472 亿美元销售额的 0.15%。这一销售份额已经超过了 Stanley 等世界名牌五金工具企业在 Lowe's 的销售份额。而巨星对全球第一大家具建材连锁超市 Home depot 的销售额占 Home depot 的总销售额的比例 09 年仅为 0.03%, 意味着巨星如果能在 Home Depot 的销售份额也超过 Stanley, 其增长空间还有 5 倍。同样, 公司在其他大型超市的销售也有较大的增长空间, 如 Kingfisher、Walmart、Carrefour 等。

图 5: 全球三大家具建材连锁超市总零售额



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图 6: 巨星对各零售商销售额及占零售商总销售额的比例



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

Lowe's 和 Home Depot 占整个家具建材市场的份额为 18%, 因而我们预计整个家具建材市场的静态容量约为 6300 亿美元。假设巨星的销售占比能达到 0.1% (介于目前在 Lowe's 和 Home Depot 的销售占比之间), 则意味着巨星能够实现 6.3 亿美元的销售, 是目前 2009 年 2.4 亿美元销售的 2.5 倍。

此外，从全球手工具公司的排名来看，排在第 5 位的 Cooper Industries 的 2009 年手工具销售额为 5.58 亿美元。我们认为，凭借公司的努力，在未来 3~5 年实现 5~6 亿美元规模的可能性较大（尚未考虑全球市场容量每年 3%~5% 左右的自然增长）。

➤ 拓展欧洲的渠道，增加在其他地区的渗透

欧洲诸国也是全球五金工具的消费大国，消费习惯与美国非常相近，也把手工具看作是一种消费品。目前，公司在欧洲的市场份额仍不大，计划重点拓展欧洲客户，如加强与 Kingfisher 的合作关系，仍有不小的增长空间。

➤ 收购国外成熟品牌和渠道，打造巨星自己的品牌

公司要获得长远的发展必须打造自己的名牌。早在 6 年前，公司就收购了英国手工具品牌“*Sheffiled*”，这个品牌已经有上百年的历史，有一定的知名度。利用这个品牌，“*Sheffiled*”已经成功进入全球三十多个国家，销售额已经占到公司收入的 15%。此外，公司还有“*Great Star*”等自主品牌。

自主品牌的毛利率较 ODM 方式销售更高，2009 年自主品牌的毛利率达到 33%，较公司综合毛利率高出 6 个百分点。

上市后，公司资金充裕，将借助收购“*Sheffiled*”的成功经验，有计划性地逐年收购国外企业的成熟品牌和成熟渠道，这将帮助公司快速提升市场份额，同时提升利润率。

■ 未来成长空间 2 —— 内销：经销商 + 精品店 + 五金连锁超市

公司 2009 年内销产品不到 1000 万元，占整个销售收入比例仅 0.54%。公司在海外取得的成功将为国内市场的开发奠定良好的基础，接下来的几年，国内市场将成为公司非常重要的新战场。

国内五金工具的消费领域主要在工矿企业，作为“世界工厂”，中国在工业用五金工具领域的需求也理应是世界最大的。印象中，国内的手工具采购大多没有品牌意识，但实际上，品牌意识在一部分手工具专业使用者中已经逐步形成，而国内缺乏的恰恰是在设计、创意、质量方面具备显著领先优势的企业。

以国内内销目前规模最大的文登威力集团为例，2007 年，威力集团总销售收入达 10.264 亿元，与巨星一样，基本都是出口。2008 年，文登威力开始在国内销售，当年实现 1000 万元，到 2009 年就实现了 3600 万元，而 2010 年上半年，威力工具已经实现国内市场销售额近 5000 万元，全年目标将达到 1.2 亿元。

威力的案例一方面说明国内不乏强有力的竞争者，但另一方面，也充分说明了优秀的自主品牌在适合的营销策略下一定会迅速获得市场的认可。

➤ 经销商模式

巨星聘请了 Stanley 的原产品经理，专门负责全国经销商网络的内销。针对内销市场，公司针对中国市场开发了 1200 余种产品，作为进军中国市场的首期产品线，并已全部投产。截止目前，公司已经建立 20 多家一级经销商，30 多家二级分销商。

➤ 精品店模式

精品店主要是定位于面向旅友、户外运动爱好者、刀具收藏发烧友、礼品等特定群体的消费者。自从 5 月 1 日在杭州万象城开出了第一家 10 平米的精品店柜台以来，公司又陆续在解百、和杭州大厦设立精品店。从目前万象城店的销售情况看，短短几个月已经能够实现盈利。

尽管这一高端消费群体是比较特殊的一群人，但是我国高端消费的购买力不可低估。例如户外运动：根据中国纺织

品商业协会户外用品分会的统计，从 2000 年到 2008 年中国的户外用品市场零售总额以年均 48.9% 的速度增长。

巨星计划在年底前在杭州开出 5 家精品店，作为先期尝试，获得足够的经验后将在 3~5 年内在全国开出 300~500 家。保守估计一家店的年净利润为 10 万，则 500 家对应 5 千万。尽管对总净利润的拉动不会非常显著，但是由此所打造的高端品牌形象的无形资产将为公司长期的发展带来潜在的利好。

► 五金连锁超市模式

当前，我国五金产品购买主要集中在城市的某个五金一条街或者几座集中的五金商城，五金商城是由许许多多小型代理商或厂家直销店构成，好比是电子商城的北京中关村和深圳华强北。而五金连锁超市就好比是家电中的苏宁、国美，为顾客提供一站式服务和可保证的销售质量。

五金连锁超市模式在国外被称为“big box”（大盒子），目前已经占到了国外家装改修产品销售的一支主力军，在美国 25% 的家装改修产品在这种一站式的“big box”中完成，在加拿大，其份额为 20%。而在我国，目前基本为零。我们认为，五金中的苏宁国美连锁模式将在较远的未来发展成为我国五金工具销售的重要业态。

相对而言，五金连锁超市的模式在中国现阶段是否适用仍有待观察，投资金额较大也有一定的风险，但从长期来看，这种模式或也将成为一种趋势。一旦取得成功，那么公司就会发生质的变化。巨星计划在两年内开出全国第一家五金连锁超市。

■ 预计公司 2010~2012 年的业绩分别为 1.20、1.37、1.70 元/股，给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010~2012 年的业绩分别为 1.20、1.37、1.70 元/股，三年复合增速 26%，考虑到公司拥有独特的优势和长期的发展空间，我们认为可以给予 10 年 30 倍估值，对应合理股价为 36 元，给予公司“谨慎推荐”投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。