

公司研究

新股研究

建议询价区间：14.1 - 16.45 元

业务模式升级中的裘皮业领军企业

——华斯股份(002494)新股研究

核心观点

询价结论：

我们预计 2010 - 2012 年全面摊薄每股收益为 0.47 元、0.64 元和 0.82 元，综合考虑公司所处行业地位和属性，对应公司 2010 年业绩，我们给出的市盈率区间为 30 倍 - 35 倍，建议询价区间为 14.1 - 16.45 元。

主要依据：

公司是一家集裘皮产业链条于一身的行业龙头企业，2009 年销售收入达到 3.5 亿元，公司产品面向海外市场，出口形成的营业收入占比超过 80%，是国内最大的裘皮制品生产企业。

裘皮行业原料特殊，具有显著的非标准化特征，公司建立了行业认可的分类标准，拥有高水平的采购队伍，对原皮品质控制能力强；公司通过生产地收购、交易市场收购和国外进口三种渠道获得较高的采购效率，并有效控制成本。

公司产业链完整，集原料收购、鞣质处理、染色加工、服饰设计加工和销售贸易等完整产业链于一体，具有较强的质量控制能力和抗风险能力；公司与 ESCADA、ROSENBERG&LENHART、GIULIANA TESO 等国外一线厂商或品牌建立了紧密合作关系，订单来源稳定，同时掌握裘皮行业最新发展变化，不断提高设计能力和工艺水平；公司的省级裘皮研发中心是国内唯一，设计水平领先，较强的自主创新能力有利于拓展新的市场空间；公司所处地域是国内最大的原皮交易市场，原材料供应充分，劳动力资源丰富。

随着公司核心竞争力逐渐从原料和制造领域向研发设计、自主品牌销售转移，业务模式将从 OEM 向 ODM 和 OBM 逐渐过渡，OEM 业务比例将逐渐降低，ODM 和 OBM 业务占比稳步提高，毛利率水平将持续提高。根据公司计划，明年新增 5 家门店，进一步拓展自主品牌销售网络，分享终端利润，实现业务模式升级。

风险提示：

汇率波动风险、出口退税政策变动风险和原材料价格波动风险是影响公司主营业务毛利率的重要因素。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	355	403	460	602
同比增速(%)	20.6	13.5	14.1	30.7
净利润(百万)	37	53	73	93
同比增速(%)	75.58	43.06	36.68	27.21
EPS(元)	0.44	0.47	0.64	0.82

基础数据

总股本(万股)	8500.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	3.36
每股净资产(元)	2.57
建议询价区间(元)	14.1 - 16.45

研究员：李韵

电话：010-84183225

Email：liyun@guodu.com

执业证书编号：S0940210090002

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

1. 本次发行方案概况

表 1: 发行概况

公司名称	华斯农业开发股份有限公司
公司简称	华斯股份
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010 年 10 月 20 日
申购代码	002494
发行股数 (万股)	2,850
发行方式	网下配售与网上定价
发行后总股本 (万股)	11,350
每股收益 (2009) 年	0.44
发行后全面摊薄每股收益 (2009 年)	0.33
发行前每股净资产 (元)	2.57

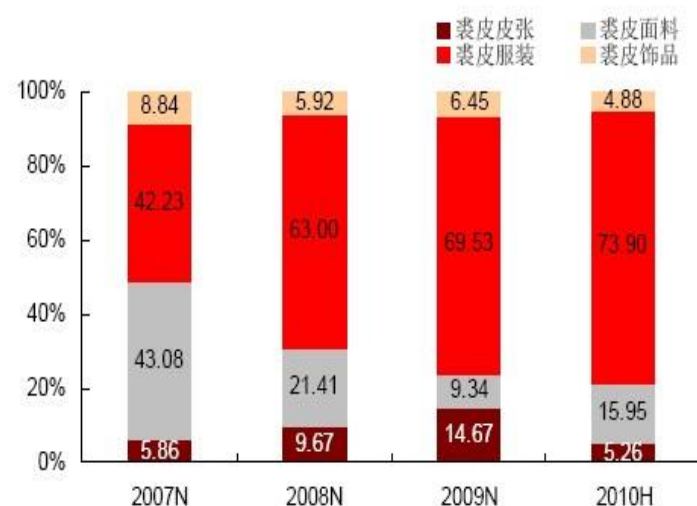
数据来源: 公司招股说明书, 国都证券研究所

2. 经营概况和财务分析

公司是一家集裘皮行业完整产业链条于一身的行业龙头企业, 主营业务包括裘皮服装和饰品的设计、生产及销售; 裘皮面料和皮张的制造与销售, 是国内最大的裘皮制品生产企业, 2009 年产值和出口规模分别占行业 0.92% 和 3.29%, 目前行业集中度较低, 大部分销售收入在 5000 万以下, 超过 1 亿的企业仅 5 家。

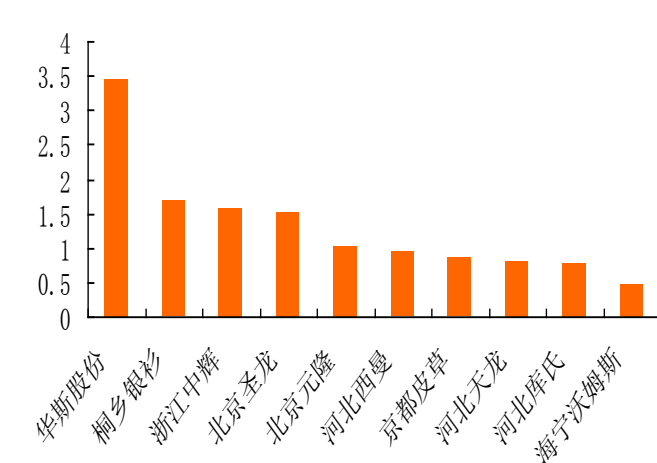
近年中国裘皮消费需求增长较快, 我国毛皮及制品 (含生皮) 进口额已从 2002 年的 1.67 亿美元升至 2008 年的 4.53 亿美元, 年复合增长率 18.09%。国内裘皮行业市场容量也从 2005 年的 30 亿元增至 2008 年的 55 亿元。据中国皮革协会预测, 至 2015 年, 国内裘皮服饰市场容量将达到 164.23 亿元, 年增速为 20%。

图 1: 公司收入构成



数据来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

图 2: 2009 年行业前十公司销售额比较 (亿元)



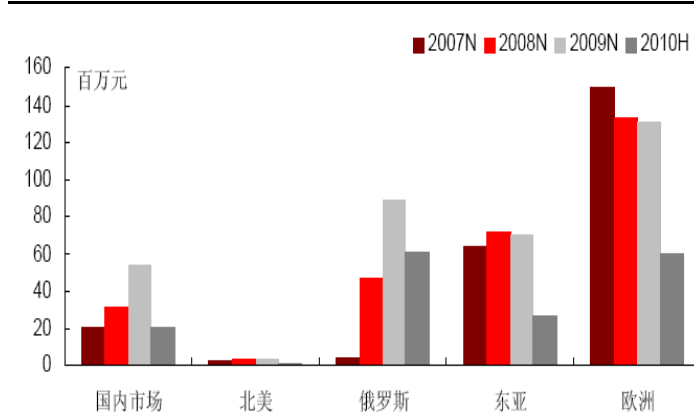
数据来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

世界裘皮服饰及原料出口总额从 2005 年的 26.35 亿美元上升至 2009 年 34.38 亿美元, 年复合增长率达 6.88%, 传统裘皮制品进口和消费国主要有俄、美、日和西

欧。公司产品面向海外市场，出口形成的营业收入占全部营业收入比重超过 80%。主要销售市场为欧洲、俄罗斯、东亚等发达国家和地区，俄罗斯市场自 07 年开拓以来增速较快。

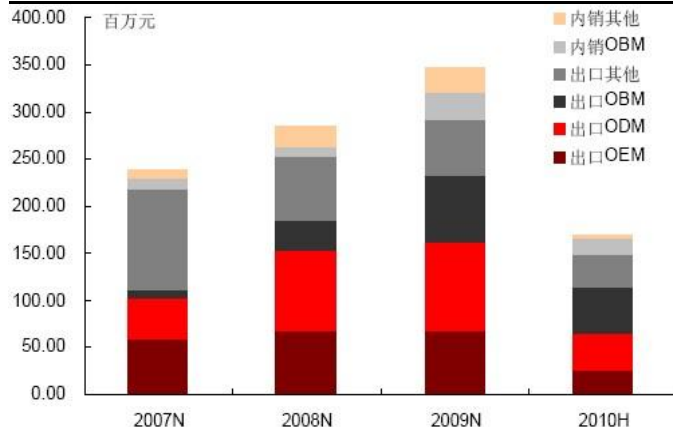
随着公司核心竞争力逐渐从原料和制造领域向研发设计、自主品牌销售转移，业务模式从 OEM 向 ODM 和 OBM 逐渐过渡，OEM 业务比例逐渐降低，ODM 和 OBM 业务占比稳步提高。

图 3： 在全球市场的收入分布



数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

图 4： 各业务模式收入构成



数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

表 2： 公司 2009 年前五名客户销售情况如下表所示：

客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例（%）
北进皮革有限公司	4095	11.53
致运有限公司	3063	8.62
林哈特国际贸易有限公司	3048	8.57
阿拉斯加国际贸易有限公司	2148	6.04
霸时国际有限公司	1854	5.22
合计	14,208	39.98

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

其中林哈特是欧洲知名裘皮品牌和经销公司，有 60 年历史，是 ESCADA、Laurel 等裘皮服饰代理商，阿拉斯加是英国历史悠久的裘皮服饰和半成品经销商，致运是香港具有代表性的裘皮经销商，客户分布在欧美地区，北进是一家面向俄罗斯市场的土耳其公司。

公司主要竞争优势：

1、原皮资源控制和开发优势

公司原皮采购主要有三个来源，依托“公司－基地－农户”模式获得原皮的稳定供应、国内裘皮市场调节补充，以及海外拍卖会配置稀缺原皮资源，保证了公司采购效率的提高，增强接单能力。公司拥有专业的采购队伍，具备较高的原皮品质控制能力，公司制定的“华斯一级”、“华斯二级”成为行业公认标准。

2、优质高端客户优势

公司与 ESCADA、ROSENBERG&LENHART, GIULIANA TESO 等国外一线厂商品牌的建立稳固合作关系，获得稳定的订单来源，在国内外裘皮行业享有较高地位。

3、产业链集成优势

公司产业链完整，集原料收购、鞣质处理、染色加工、服饰设计加工和销售贸易等完整产业链于一体，具有较强的质量控制能力和抗风险能力。

4、技术研发优势

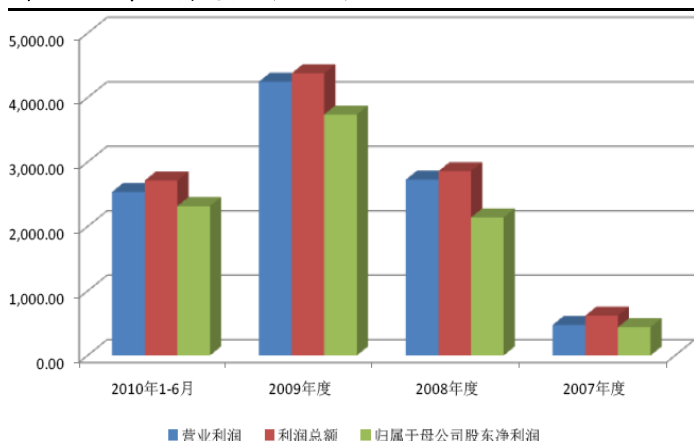
公司的省级裘皮研发中心是国内唯一，设计水平领先，较强的自主创新能力有利于拓展新的市场空间。

5、地域优势

公司所处地域是国内最大的原皮交易市场，原材料供应充分，具备技能的劳动力资源丰富。

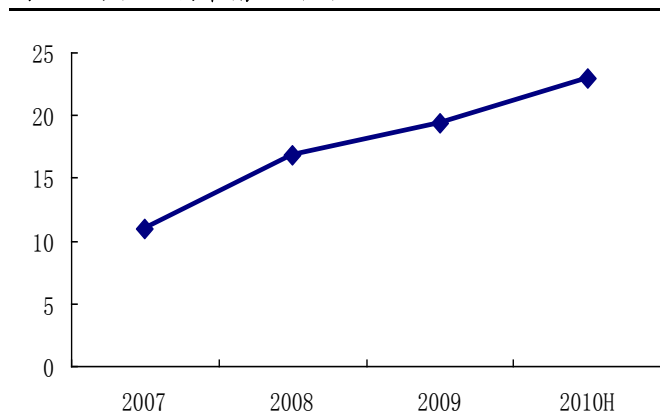
报告期内公司业绩增长稳定。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，净利润分别为 438 万元、2140 万元、3738 万元和 2316 万元。公司主营毛利率保持增长趋势，主要是由于扩大了毛利率较高的 ODM 和 OBM 业务模式。影响毛利因素主要是原料成本波动、出口退税率变动及汇率变化等因素影响。

图 5：公司盈利变化（万元）



数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

图 6：综合毛利率情况（%）



数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

3.募投项目分析

公司此次募集资金项目是以公司现有产品升级、产能扩大以及公司核心技术为基础开发新项目。建设完成后将提高公司产能与盈利能力，进一步扩大市场份额，

表 3：募集资金投向（万元）

项目名称	新增产能	投资额
裘皮制品精深加工技术改造项目	新增年产裘皮服装 2 万年、饰品 1.8 万年	4,335.06
裘皮服装、服饰生产基地项目	新增高档裘皮服装 9 万件、饰品 4 万件	8,033.08
直营店及配送中心建设项目	新增 5 个直营专卖店	5,655.35
裘皮工程技术研发中心建设项目		2,976.51
其他与主营业务相关的营运资金		5,000.00
合计		26,000.00

数据来源：公司招股说明书、国都证券研究所

4. 盈利预测

表 4：2010 - 2010 盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	355	403	460	602
营业成本	287	315	345	451
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	5	10	14	19
管理费用	14	16	19	26
财务费用	9	-0	-4	-6
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	42	61	84	107
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	44	63	86	109
所得税	6	9	13	16
净利润	37	53	73	93
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	37	53	73	93
EBITDA	56	66	85	107
EPS（元）	0.44	0.47	0.64	0.82

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

5. 估值与投资建议

我们预计 2010 - 2012 年全面摊薄每股收益为 0.47 元、0.64 元和 0.82 元，综合考虑公司所处行业地位和产品属性，对应公司 2010 年业绩，我们给出的市盈率区间为 30 倍 - 35 倍，建议询价区间为 14.1 - 16.45 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvai bing@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com