

询价区间: 14.78-16.43 元

华斯股份 (002494)

2010 年 10 月 15 日

裘皮系列, 纺织服装业的软黄金

纺织服装行业分析师: 区志航
SAC 执业证书编号: S0850209050634
ouzh@htsec.com
021-23219407

合理价值区间: 18.46-20.54 元

联系人: 唐爽爽
tangss@htsec.com
021-23219716

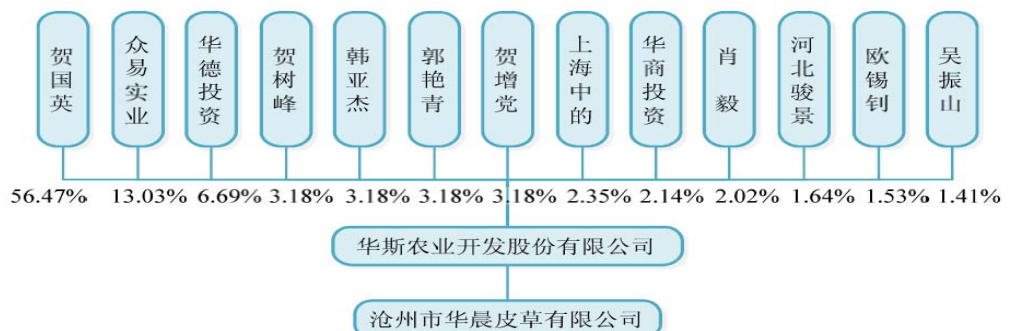
投资建议: 我国裘皮行业尚处于成长阶段, 平均每年保持 20% 左右的增长, 这一趋势短期不会改变。比起西欧和日本市场, 我国仍有较大挖掘空间。所以, 我们认为公司依然处于一个良好的环境当中, 发展势头较好, 自身的净利润和毛利率增长能力也较强。参考毛皮制品公司瑞贝卡的同时, 考虑到裘皮的资源稀缺性, 我们认为也应参考中银绒业的估值水平。但另一方面, 公司仍属于出口导向型企业, 出口比例占 80% 左右, 自身品牌和渠道因素则显得稍弱。瑞贝卡和中银绒业在内销方面同样存在品牌和渠道较弱、拓展时间较晚等因素, 而裘皮在价值上远高于假发和羊绒, 具有奢侈品属性, 加上新股因素, 我们认为华斯股份的估值应该高于两者, 初步给予华斯股份估值为两者平均的 20% 溢价 (两者 2010-2011 年平均 PE 为 38 和 26 倍), 那么相应华斯股份 2010-2011 年 PE 为 46-31 倍, 那么公司的合理定价应该在 18.46-20.54 元之间。另外, 最近上市新股 2010 年平均估值为 49.75 倍, 我们估计公司上市后短期内市盈率可能接近甚至 50 倍, 即股价可能达到 22.5 元。询价方面, 我们给予二级市场估值 20% 的折扣, 即 14.78-16.43 元。

公司是是国内裘皮行业规模最大的龙头企业, 是国内规模最大、加工层次最深、产业链条最长、连接农户最多、唯一销售额超 3 亿元的裘皮制造商。公司业务模式先后经历了从 OEM-ODM-OBM 的过渡, 主营业务范围包括了从农产品初步处理到裘皮服饰销售的完整业务流程, 主导产品裘皮服装为中高端消费品, 不但原料价格昂贵, 而且设计和技术含量高, 具备了一定的高附加值特征。公司目前拥有的自主品牌“怡嘉琦”已成功打入俄罗斯及周边市场。

华斯农业开发股份有限公司成立于 2000 年 10 月, 主要从事裘皮服装、裘皮饰品、裘皮面料、裘皮皮张的生产与销售。公司集原料收购、鞣制处理、染色加工、服饰设计、服饰加工和销售贸易等完整产业链条于一体, 依靠国际化运作模式协同发展裘皮服饰设计制造。目前, 公司对俄罗斯及周边地区、中国华北、东北进行自主品牌销售, 对西欧和美国则采取与国际品牌合作手段, 成为众多国际品牌在中国的最大供应商之一。2009 年公司境外销售收入占到主营业务收入的 84.5%, 未来公司将重点拓展俄罗斯和国内市场。公司目前是业内销售额最大、也是唯一销售额超过 3 亿元的制造商, 并较竞争对手拉开较大差距, 2009 年行业前十大公司中的其他公司销售规模均仅在 1 亿元左右。

公司的实际控制人为贺国英, 持有公司股份比例为 56.47%; 贺树峰、韩亚杰、郭艳青分别是贺国英的堂弟、外甥、侄女婿, 各持有 3.18% 的股份。

图 1 公司发行人股权结构图



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

表 1 华斯股份 IPO 前后股权结构

股东类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例 (%)	股数(万股)	比例 (%)
一、有限售条件流通股	8500.00	100.00	8500.00	74.89
贺国英	4800.00	56.47	4800.00	42.29
众易实业	1107.43	13.03	1107.43	9.76
华德投资	568.57	6.69	568.57	5.01
贺树峰	270.00	3.18	270.00	2.38
韩亚杰	270.00	3.18	270.00	2.38
郭艳青	270.00	3.18	270.00	2.38
贺增党	270.00	3.18	270.00	2.38
上海中的	200.00	2.35	200.00	1.76
华商投资	182.00	2.14	182.00	1.60
肖毅	172.00	2.02	172.00	1.52
河北骏景	140.00	1.64	140.00	1.23
欧锡钊	130.00	1.53	130.00	1.15
吴振山	120.00	1.41	120.00	1.06
二、本次发行流通股	-	-	2850.00	25.11
合计	8500.00	100.00	11350.00	100.00

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

本次华斯股份拟发行 2850 万股流通股，发行后，总股本为 11350 万股，新发股份占 IPO 后总股本的 25.11%。发行采用网下配售和网上发行相结合的方式，其中网下发行股数不超过 570 万股，占本次发行总股数的 20%；IPO 后，贺国英持有华斯股份的股权比例下降为 42.29%，仍为公司的控股股东。

集多属性于一身的裘皮行业

裘皮行业这一细分子行业目前已发展成熟，近年来市场规模保持平稳增长，至 2009 年末国际市场裘皮服装消费容量已超过 25 亿美元。而据国家统计局统计，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 年的 34.38 亿美元，年复合增长率达 6.88%。

目前裘皮的主要消费地区和国家是俄罗斯、美国、日本和西欧。俄罗斯由于气候寒冷，对裘皮制品的需求较大，但其国内技术水平偏低，市场缺口较大；美国在水貂服饰上有较大的消费量；日本和西欧总体消费则较为平稳。随着我国人均可支配收入的提高、服装消费的升级换代，我国已经成为最具潜力的裘皮市场之一，2002-2008 年复合增长率达 18.09%，2008 年市场规模达 55 亿元；我们预计未来国内高档商品市场增长率可达 20%，至 2015 年裘皮市场规模可达 164.23 亿元。

我们认为裘皮行业有 3 个显著特点区别于其他子行业：（1）奢侈品属性。裘皮产品价值高，而且易变现和收藏。（2）文化属性。产品赋予消费者的身份感、内涵价值较高，而且具备艺术品属性，从而多被用于主打设计元素；而正是裘皮与其他面料（皮革、丝绸、羊毛等）的广泛结合，产品原始的保温属性过渡到时尚属性，从而使裘皮产品能够淡化季节和地区限制。（3）非标准化特征。裘皮产品的原材料——动物原皮直接差异较大，而往往制作一件裘皮衣服需要多张原皮，并需要满足拼接后统一的要求，这就对企业的研发能力、人员的甄别能力、公司的库存储备提出了较高的要求。

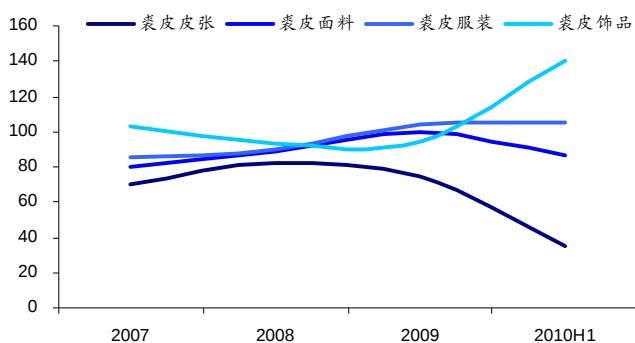
裘皮龙头，但目前受限于产能瓶颈

我国裘皮制造业从 2000 年开始初具规模，目前 421 家企业的加工量占到全球的 45%，但没有占到绝对市场垄断地位的企业，行业集中度较低。华斯股份作为业内龙头，除了具有地处河北肃宁县这一裘皮中心的区位优势、规模生产优势、研发优势之外，有以下两点值得关注：（1）上游原材料控制优势。公司主要通过三种途径保证原材料供应：农户模式保证稳定供给、所在地的裘皮交易市场作为调节补充、海外拍卖会采购稀缺资源。我们认为，与其他服装企业不同，裘皮企业的“高库存”不仅不是忧患，而正是其优势所在。对于初级加工企业，由于从原皮到皮张的加工周期短、加工成本较低，企业一般采取“高进高出、低进低出”，保持稳定的毛利率；而对于产业链完整、资金实力强的裘皮服装生产商，在服装产能满负荷的情况下，面料既能自用，又可外销，提高了使用效率。而近年来公司水貂皮库存量的提高也带动了存货价值的提升。公司已经成为业内裘皮原料标的的制定者，“华斯一级”、“华斯二级”已成业内通用术语。（2）下游渠道

优势。一方面，公司通过 OEM 模式与 ESCADA、ROSENBERG & LENHART、GIULIANA TESO 等国际一线品牌形成了长期稳定合作关系，这些客户的订单提前时间较长，而且对价格敏感性较低；另一方面，公司通过 ODM 模式与西欧、北美、日本和香港的国际大型经销商合作，及时掌握了业内最新变化，提升了品牌影响力。

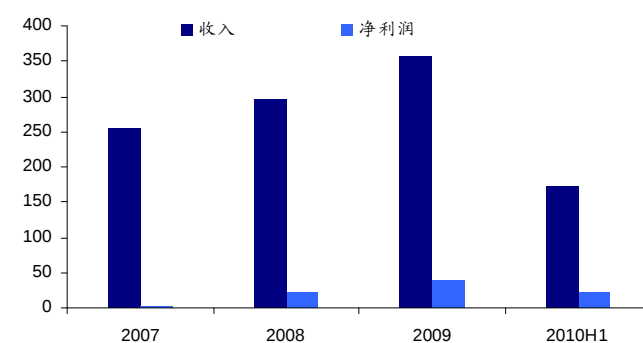
经过多年的发展，公司收入和净利润均上一台阶，2009 年总收入为 3.55 亿元，净利润达到 0.37 亿元。但目前公司最大的发展障碍在于产能瓶颈，2009 年度，公司裘皮饰品和裘皮服装年均产销率分别达到 94.53% 和 104.48%，2010 年 1-6 月，裘皮饰品和服装的产销率分别达 140.20% 和 105.19%，而且，公司从 6 月份开始已经不接订单，公司生产能力和销售规模存在较大缺口。

图 2 各产品产销率 (%)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 3 收入和净利润稳步提升 (百万元)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

目前国内毛皮行业上市公司不多，裘皮子行业仅有华斯股份一家，我们选取同为毛皮行业的瑞贝卡、以及同样具备稀缺资源特性的中银绒业进行类比。从收入和净利润规模来看，华斯股份与两家公司有较大差距；但从增速来看，华斯股份均快于两家可比公司，而且公司净利润的增幅远远高于营业收入的增幅。2007-2009 年，公司收入和净利润的复合增长率分别为 17.89% 和 192.25%。未来随着产能瓶颈得以解决、国内以及俄罗斯市场的拓展，公司规模仍有较大的增长空间。

表 2 收入比较 (百万元)

	2007	2008	2009	2010H1
瑞贝卡	1359.91	1366.34	1606.56	885.27
中银绒业	389.06	745.60	765.10	540.27
华斯股份	255.74	294.64	355.41	173.31

资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 净利润比较 (百万元)

	2007	2008	2009	2010H1
瑞贝卡	191.17	220.52	124.12	82.92
中银绒业	97.91	32.14	39.06	33.46
华斯股份	3.94	21.28	37.37	23.16

资料来源：wind，海通证券研究所

目前华斯股份的毛利率仍低于两家公司，但与收入和净利润类似地，华斯股份的毛利率增速较快，到 2010 年上半年已经与两家公司接近。究其原因，我们认为得益于以下三个方面：(1) 由 OEM、ODM 向 OBM 的转型。公司 OBM 出口收入由 2007 年到 2009 年增加了 12.94%，2010 年上半年同比增加了 28.89%。(2) 产品结构的优化，即扩大了高毛利率的裘皮服装的比重，2007-2010 年上半年裘皮服装的收入占比分别为 42.23%、62.99%、69.53% 和 73.91%。(3) 原材料控制。原皮占生产成本的 70% 以上，而由于公司规模购进成本较低，毛利率对原材料成本的敏感性由 2007 年的 -5.96% 下降到 -2.45%；而且由于水貂皮价格提高，公司还可以有存货升值的收益。

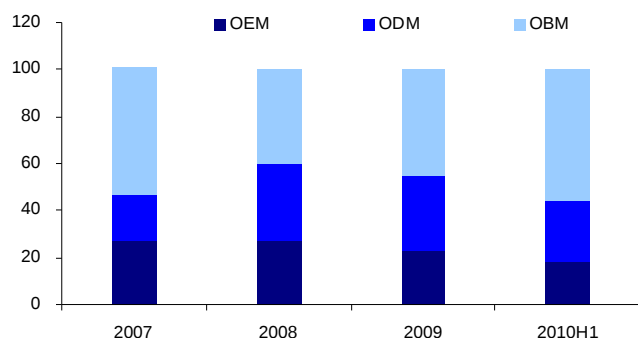
表 4 毛利率、净利润率比较 (%)

	2007		2008		2009		2010H1	
	毛利率	净利润率	毛利率	净利润率	毛利率	净利润率	毛利率	净利润率
瑞贝卡	26.22	14.06	29.36	16.14	23.61	7.73	25.41	9.37
中银绒业	14.75	25.17	16.02	4.31	21.96	5.10	23.86	6.19
华斯股份	10.95	1.54	16.89	7.22	19.33	10.51	22.90	13.37

资料来源: wind, 海通证券研究所

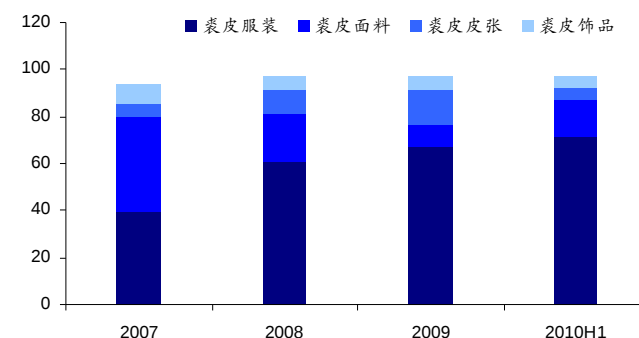
值得关注的是, 公司的出口比例在 80% 以上, 但在 2009 年金融危机期间, 公司的收入仍保持了较稳定的增幅。我们认为, 这要从出口和内销两方面来看。(1) 出口方面: 这是由于公司成功地由 OEM、ODM 过渡到 OBM 的结果。一方面, OEM 客户为国际一线品牌, 订单提前时间较长, 对价格敏感性较低; 另一方面, 公司进行自主品牌研发, 使得公司综合毛利率大幅提高。(2) 内销方面: 公司内销比例不断提高, 2007-2010 年上半年比例分别为 8.67%、11.08%、15.50%、12.38%。从各主要渠道毛利率来看, 内销毛利率远高于 ODM (20%)、OEM (15%)、OBM (29%), 2010 年上半年达 47.02%。随着公司在五大城市 (北京、哈尔滨、大连、银川、重启) 的进驻, 内销比例进一步提高, 综合毛利率会保持增长。

图 4 各主要渠道销售收入占比 (%)



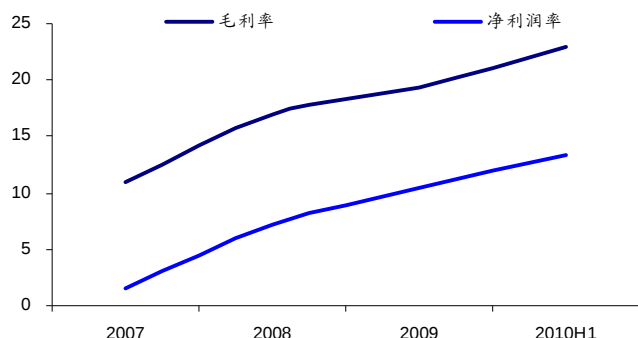
资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图 5 各主要产品销售收入占比 (%)



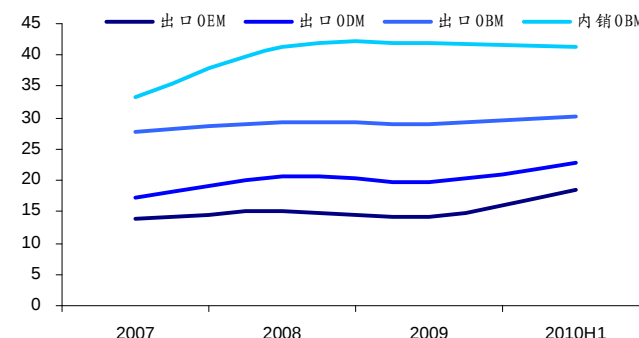
资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图 6 毛利率和净利润率提升迅速 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图 7 各主要渠道毛利率 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

目前公司主要的毛利来自于裘皮服装和面料, 但毛利增速最快的是裘皮服装和饰品。我们预计, 在未来 3-5 年内, 随着俄罗斯和国内市场的开发, 服饰产品的占比可以从现在的 38.47% 提高到 50% 以上。

表 5 各主要产品销售收入及增速 (百万元)

	2007	2008	2009	2010H1
裘皮服装	100.88	179.37	240.62	124.37
增速 (%)	-	77.80	34.15	-
裘皮面料	102.91	60.96	32.33	26.85
增速 (%)	-	-40.76	-46.97	-
裘皮皮张	13.99	27.54	50.78	8.86
增速 (%)	-	96.82	84.37	-
裘皮饰品	21.12	16.86	22.33	8.21
增速 (%)	-	-20.18	32.46	-

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

同行效益比较

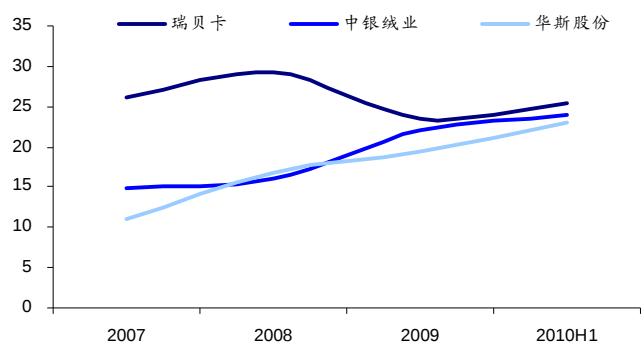
公司的资本结构逐年优化，资产负债率逐年优化，同时流动比率和速动比率处于较高水平。营运能力方面，应收账款周转率有了较大幅度的提升。从公司近年财务指标来看，公司盈利能力持续上升，保持上升趋势；但另一方面，我们认为值得注意的是，公司 2008 年净利润率增速达到 389.06%。其中除了产品结构优化、内销比例提高、OBM 转型原因，也有一些业务外因素：（1）财务费用，即利息因素。2007 年银行借款规模较大，而 2008 年公司引进了新股东。因此，2007 年公司的财务费用较 2008 年高出 292.46 万元，2008 年利息支出下降了 31.72%。（2）资产减值准备因素。2007 年公司资产减值损失发生额较 2008 年高出 157.78 万元，而 2008 年资产减值损失降至-39.06 万元，公司在报表附注中的解释是因为“其他应收款中账龄在三年以上的海菲泰投资控股有限公司的欠款 250 万元于 2008 年收回，原计提的坏账准备予以冲回所致”。（3）税率因素。2007 年税率为 33%，2008 年税制改革后为 25%。

表 6 华斯股份主要财务指标

	指标	2007	2008	2009	2010H1
盈利能力	毛利率 (%)	10.95	16.89	19.33	22.9
	净利润率 (%)	1.54	7.22	10.51	13.37
	净资产收益率 (%)	5.42	22.86	23.44	10.08
盈利增长	主营收入增长率 (%)	-	15.21	20.63	-
	净利润增长率 (%)	-	389.06	74.65	-
运营能力	应收账款周转率 (次)	7.96	9.71	13.16	7.87
	存货周转率 (次)	1.8	1.84	1.94	0.85
	流动比率 (倍)	1.24	1.56	2.49	2.84
偿债能力	速动比率 (倍)	0.38	0.43	1.06	1.30
	资产负债率 (%)	59.45	49.42	35.04	31.85

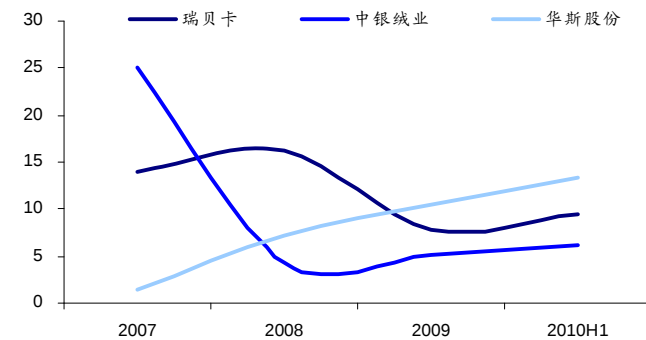
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 8 华斯股份与同行业上市公司毛利率对比 (%)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 9 华斯股份与同行业上市公司净利润率对比 (%)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

募集资金项目

公司计划发行 2850 万 A 股，预计募集资金 2.6 亿元，所有项目建设周期均为 1 年。随着项目的建成，公司将实现产能瓶颈的突破，以及直营渠道的拓展，规模优势将进一步得到巩固。

表 7 IPO 项目情况

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金投资额 (万元)	目标	预期效果
裘皮服装、服饰精深加工技术改造项目	4335.06	4335.06	新增年产裘皮服装 2 万件、饰品 1.8 万件	预计正常年份可实现新增销售收入 34033.30 万元、净利润 4328.94 万元
裘皮服装、服饰生产基地项目	8033.08	8033.08	新增高档裘皮服装 9 万件、饰品 4 万件	预计正常年份可实现新增销售收入 18007.88 万元、净利润 1730.14 万元
直营店及配送中心建设项目	5655.35	5655.35	新增 5 个直营专卖店	预计正常年份可实现新增销售收入 9386.04 万元、净利润 1283.36 万元
裘皮工程技术研发中心建设项目	2976.51	2976.51	-	-
其他与主营业务相关的营运资金	5000.00	5000.00	-	-
合 计	26000.00	26000.00	-	预计正常年份可实现新增销售收入 61427.22 万元、净利润 7342.44 万元

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

盈利预测。根据对公司主要业务增速的预计，我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.45 元、0.59 元和 0.86 元。

表 8 盈利预测 (百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	255.74	294.64	355.41	405.27	476.61	615.13
二、营业总成本	251.84	267.49	315.85	336.56	392.31	493.49
营业成本	227.72	244.88	286.71	309.22	360.32	453.97
营业税金及附加	1.21	1.54	1.76	2.01	2.36	3.05
销售费用	2.95	4.38	5.35	12.16	12.39	15.99
管理费用	8.40	9.65	13.57	19.45	20.02	25.84
财务费用	10.37	7.44	8.97	4.29	3.69	3.19
资产减值损失	1.19	-0.39	-0.52	-0.32	0.78	0.53
三、营业利润	4.74	27.27	42.47	58.46	77.05	112.57
加: 营业外收入	1.49	2.10	1.32	1.51	1.51	1.51
减: 营业外支出	0.05	0.78	0.03	0.03	0.03	0.03
四、利润总额	6.18	28.59	43.77	59.93	78.52	114.04
减: 所得税	2.24	7.31	6.40	8.76	11.48	16.67
五、净利润	3.94	21.28	37.37	51.17	67.04	97.37
减: 少数股东损益	-0.44	-0.12	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04
归属于母公司所有者的净利润	4.38	21.40	37.38	51.19	67.07	97.41
总股本 (百万股)	113.50	113.50	113.50	113.50	113.50	113.50
六、每股收益 (元)	0.04	0.19	0.33	0.45	0.59	0.86

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

公司估值

我国裘皮行业尚处于成长阶段, 平均每年保持 20% 左右的增长, 这一趋势短期不会改变。比起西欧和日本市场, 我国仍有较大挖掘空间。所以, 我们认为公司依然处于一个良好的环境当中, 发展势头较好, 自身的净利润和毛利率增长能力也较强。参考毛皮制品公司瑞贝卡的同时, 考虑到裘皮的资源稀缺性, 我们认为也应参考中银绒业的估值水平。但另一方面, 公司仍属于出口导向型企业, 出口比例占 80% 左右, 自身品牌和渠道因素则显得稍弱。瑞贝卡和中银绒业在内销方面同样存在品牌和渠道较弱、拓展时间较晚等因素, 而裘皮在价值上远高于假发和羊绒, 具有奢侈品属性, 加上新股因素, 我们认为华斯股份的估值应该高于两者, 初步给予华斯股份估值为两者平均的 20% 溢价 (两者 2010-2011 年平均 PE 为 38 和 26 倍), 那么相应华斯股份 2010-2011 年 PE 为 46-31 倍, 那么公司的合理定价应该在 18.46-20.54 元之间。另外, 最近上市新股 2010 年平均估值为 49.75 倍, 我们估计公司上市后短期内市盈率可能接近甚至 50 倍, 即股价可能达到 22.5 元。询价方面, 我们给予二级市场估值 20% 的折扣, 即 14.78-16.43 元。

表 9 同类公司估值

		收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
瑞贝卡	600439	11.93	0.20	0.35	0.47	59.65	34.09	25.38
中银绒业	000982	15.53	0.23	0.37	0.58	67.52	38.83	28.75

备注: 收盘价日期为 2010-10-13

资料来源: 彭博资讯, 海通证券研究所

表 10 最新上市新股估值

简称	代码	发行价 (元)	目前股价(元)	EPS (元/股) 2010E	发行价对应市盈率 (倍)	目前股价对应市盈率 (倍)
江海股份	002484.SZ	20.50	23.99	0.44	46.59	54.52
润邦股份	002483.SZ	29.00	28.10	0.69	42.03	40.72
常宝股份	002478.SZ	16.78	17.77	0.47	35.70	36.02
富春环保	002479.SZ	25.80	27.69	0.38	67.89	68.68
双塔食品	002481.SZ	39.80	45.37	0.67	59.40	59.18
新筑股份	002480.SZ	38.00	45.19	0.81	46.91	47.05

备注: 收盘价日期为 2010-10-13

资料来源: 彭博资讯, 海通证券研究所

因此, 从控制风险的角度出发, 为回避较长锁定期带来的股价波动风险, 我们建议投资者进行网上谨慎申购。

风险提示: (1) 原材料价格波动风险。原材料成本占到主营业务成本 70%以上。(2) 汇率波动风险。(3) 人工成本上涨风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

区志航：纺织服装行业分析师

重点研究上市公司：伟星股份、宜科科技、报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、雅戈尔、金鹰股份、孚日股份、鲁泰 A、大杨创世、常山股份、东方市场、宜华木业、星期六、罗莱家纺、探路者、富安娜、金飞达、江苏三友、潮宏基、东方金钰、梦洁家纺、联发股份、嘉欣丝绸、众和股份、华芳纺织和中银绒业等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。