



纺织服装业/可选消费品

华斯股份 (002494)

国内最大的裘皮制品生产商

—— 华斯股份 IPO 询价定价分析报告



张威

010-59312817

zhangwei7452@gtjas.com

S0880109054290

魏贞珍

021-38674747

weizhenzhen008740@gtjas.com

建议询价区间

15.50-16.50

上市首日定价区间

17.00-19.00

2010.10.14

发行上市资料

总股本 (万股)	8,500
发行量 (万股)	2,850
发行日期	2010.10.19
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.84
净资产收益率 (%)	9.6%
资产负债率 (%)	31.9%

主要股东和持股比例

贺国英	56.57%
深圳众易实业	13.03%
肃宁县华德投资	6.69%
贺树峰	3.18%
韩亚杰	3.18%
郭艳青	3.18%
贺增党	3.18%

本报告导读:

华斯股份未来增长来源于内销和俄罗斯出口增长, 以及结构调整带来的毛利率提升, 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.45 元、0.53 元和 0.76 元, 建议询价区间 15.5 元-16.5 元。

投资要点:

- 国内最大的裘皮制品生产商。主营产品包括裘皮服装、饰品、裘皮面料和裘皮皮张。产品销售以出口为主, 辅以自主品牌内销。其中出口采用 OEM、ODM 和 OBM 三种模式。自主品牌“怡嘉琦”被评为“中国驰名商标”。
- 毛利率水平不断提高, 源自产品结构及销售模式调整。07 年至 10 年上半年, 公司的综合毛利率分别为 10.95%、16.89%、19.33% 和 22.9%。原因包括经营模式由 OEM 向 ODM 和 OBM 的升级、原材料结构中水貂皮占比提高、产品结构中服装和饰品的比例提升。
- 营业收入稳定增长, 内销和俄罗斯出口收入突飞猛进。08 及 09 年营业收入分别同比增长 15.21% 与 20.63%, 国内销售收入从 07 年的 2071 万元上升至 09 年的 5364 万元, 增长 159%, 对俄罗斯出口额由 07 年的 374.86 万元上升到 09 年的 8852.15 万元, 增长 2261.45%。内销与俄罗斯出口收入成为强劲的外生增长源。
- 产能利用率和产销率均比较高, 扩大产能成为提升业绩的催化因素。服装和饰品两类终端产品基本持续满负荷运转, 旺季时供不应求, 影响新订单的承接。在有需求保证的情况下, 产能扩张能够提升收入水平。
- 货币资金较为充裕、存货较多, 资产周转率偏低: 报告期内存货占流动资产的比例分别为 54.09%、57.38%、72.62% 和 69.39%, 在保证生产需要的同时也存在一定的折价风险。
- 募投项目主要用于扩建产能和直营店计划: 主要用于扩建裘皮服装饰品的产能, 并在国内建设 5 家直营店。
- 盈利预测及估值: 预测 10-12 年 EPS 为 0.45 元、0.53 元和 0.76 元, 合理价值 18 元, 对应 10 年 40 倍市盈率。建议询价区间 15.5 元-16.5 元。

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	295	355	397	433	560
(+/-)%		20.63	11.73	9.08	29.20
经营利润 (EBIT)	35	49	65	73	105
(+/-)%		40.31	34.48%	11.51	44.86
净利润	21	37	51	60	86
(+/-)%		74.65	36.72	18.29	42.67
每股净收益 (元)	0.19	0.33	0.45	0.53	0.76
每股股利 (元)					

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简介

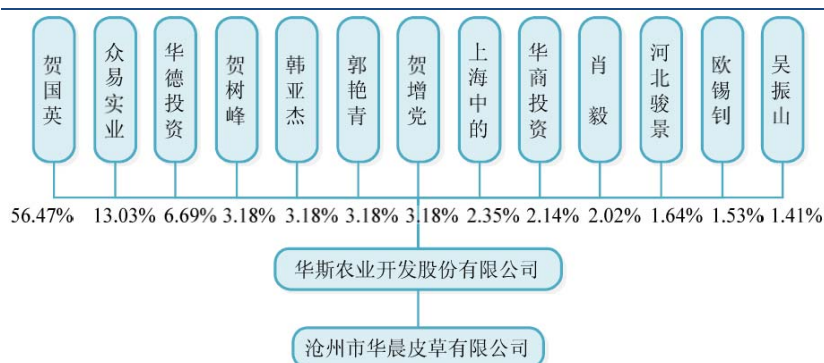
1.1. 家族式企业，外向型特征明显

公司主要从事特种养殖动物毛皮深加工和裘皮服装、饰品的设计、研发和制造，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，是具有产业集成优势的裘皮制品制造商。主营产品包括裘皮服装、饰品、裘皮面料和裘皮皮张，其中，裘皮面料和服装是最主要的收入来源，自 07 年至 2010 年上半年，面料与服装占收入比重持续大于 78%，特别是裘皮服装的比重提高很快，从 07 年的 42.23% 提高到 2010 年上半年的 73.91%。

发行前公司总股本 8500 万股，本次拟发行股本数量为 2850 万股，发行后总股本为 11350 万股。公司的控股股东和实际控制人为贺国英先生，现持有公司 4,800 万股份，占总股本的 56.47%，发行后持股比例为 42.29%。公司主要高管均为贺氏家族成员，属于典型的家族式企业。

公司下设子公司沧州市华晨皮草有限公司，主营裘皮制品的销售业务，截止 10 年上半年，未产生经营收入。

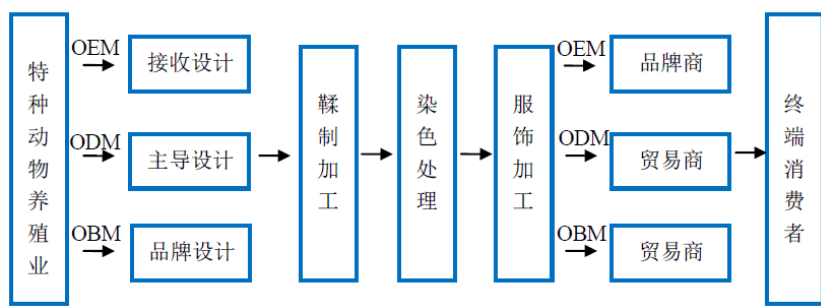
图 1：发行前公司股权结构图



资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

公司经营结构以出口业务为主，辅以自主品牌内销业务。出口业务由 OEM、ODM 和 OBM 三种经营模式组成，目前三种业务模式协同发展，并不断向 OBM 模式优化升级，公司海外市场的销售区域主要分布在欧洲、东亚、俄罗斯及周边国家以及北美等地区，结算货币均为美元。对俄罗斯及周边地区、中国华北、东北采取自主品牌销售，对西欧和美国采取与国际品牌合作，成为众多国际品牌在中国的最大供应商之一。报告期内出口业务收入占总收入 84% 以上，但比重逐年有所下降。内销业务比重从 07 年的 8.67% 上升到 09 年的 15.50%，并且内销收入增速在报告期内远远高于总收入增速，成为带动收入增长的动力之一。在 OBM 和国内销售上，公司拥有自主品牌“怡嘉琦”，获得了“中国驰名商标”、“中国名牌”和“中国真皮标志裘皮衣王”等荣誉称号。

图 2: 公司经营模式



资料来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

图 3: 主营业务结构按产品划分

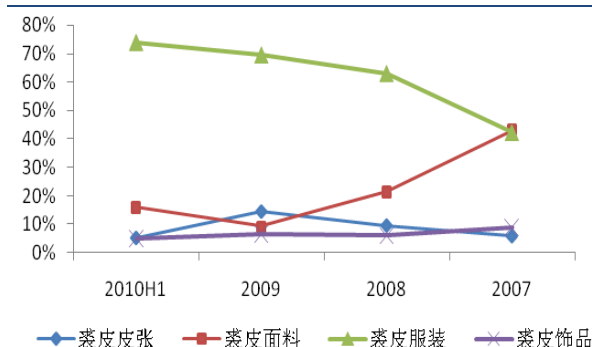


图 4: 主营业务结构按渠道划分



图 5: 出口结构

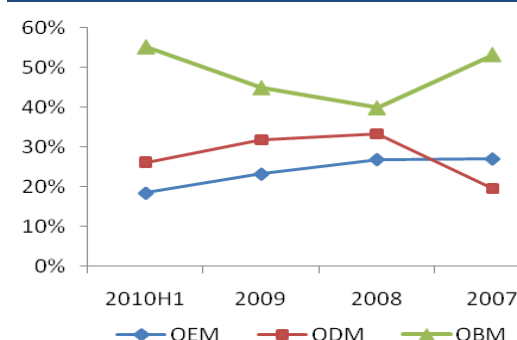
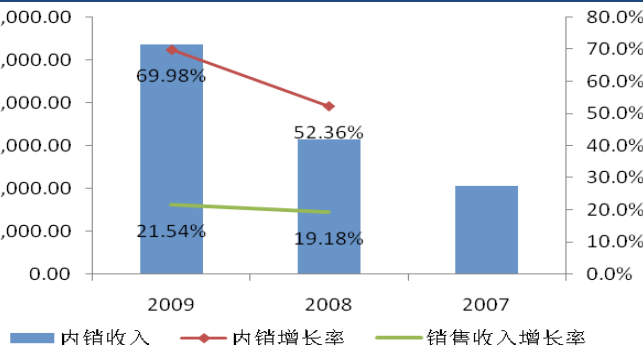


图 6: 内销增速高于总体收入增速

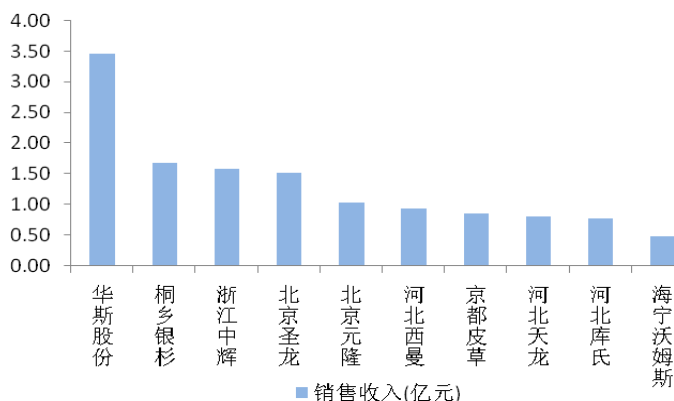


资料来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

1.2. 裘皮行业龙头

公司以自主研发、规模化生产以及产业链一体化核心优势为基础, 建立起“农业龙头企业打造完整产业链和动态升级”的组织经营模式。经过多年发展, 公司在规模、质量、品牌等方面处于行业领先地位。公司 2009 年通过高新技术企业认证, 2010 年被评定为“农业产业化国家重点龙头企业”, 是国内裘皮行业规模最大的龙头企业。在产品技术方面, 于国内首创开发了水貂、獭兔毛皮毛革一体技术工艺、计算机辅助设计与制造和智能控制系统并在生产中实现批量运用, 创新实现了裘皮产业的节能环保和清洁生产。获得专利 6 项和已被受理申请发明、实用新型及外观专利共 18 项。公司的“裘皮优化加工及产业化示范”项目获得了 2010 年度国家火炬计划荣誉称号。于 2009 年 9 月 15 日通过高新技术企业认证并因此获得 15% 的优惠所得税率。在生产规模方面, 公司的销售收入位于行业第一名, 与其他竞争者拉开较大的差距。

图 7: 行业内前十大厂商销售规模



资料来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

2. 盈利驱动因素: 产品结构与管理模式的改善

公司 08 年和 09 年的营业收入增长率分别是 15.21%与 20.63%, 而同期毛利增速为 77.65%和 38.05%。在收入增长保持平衡的前提下, 毛利大幅增长来源于内生性的利润率提升。从 07 年至 10 年上半年, 公司的综合毛利率分别为 10.95%、16.89%、19.33%和 22.9%。尽管与品牌服装类公司相比, 华斯的毛利率水平绝对值并不高, 但增长非常迅速。出口模式由 OEM 向 ODM 和 OBM 的转型、附加值较高的水貂皮产品占比提高, 是公司毛利率提升的核心驱动因素。

图 8: 综合毛利率水平

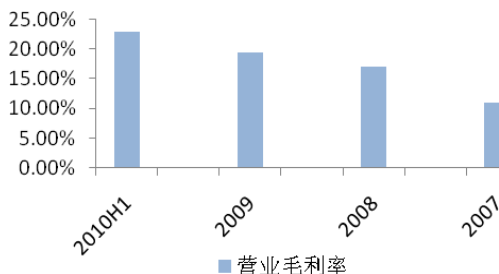
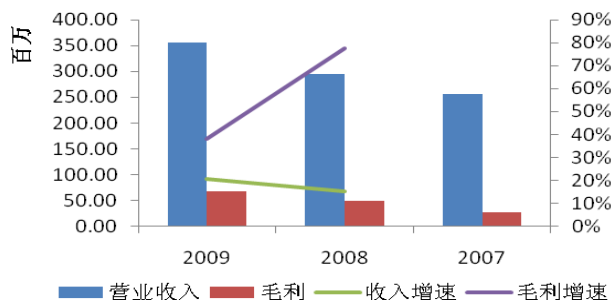


图 9: 收入增速与毛利增速



资料来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

从产品结构上来说, 裘皮服装的毛利率最高, 报告期内均大于 20%, 10 年上半年达到 27.91%; 裘皮饰品次之, 毛利率约为 16%左右; 裘皮面料与裘皮皮张的毛利率最低, 约在 7%-9%之间。因此提高裘皮服装和饰品在收入结构中的比重对提高综合毛利率有积极作用。从图 10 可以看到, 公司在报告期内持续提高裘皮服装比重, 裘皮面料的比重下降较多, 因此对提高加权综合毛利率有显著作用。

图 10: 各产品在收入中的比重

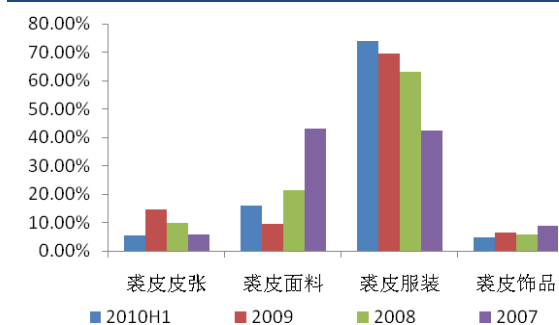
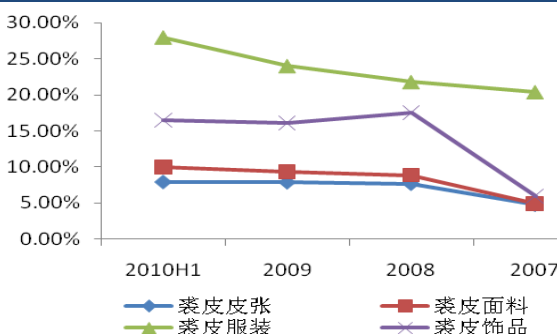


图 11: 各产品毛利率



资料来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

从原材料结构上来说, 公司用于制作裘皮成品的原料主要是动物皮毛, 包括水貂、獭兔、家兔、貉皮、狐狸皮等。公司采购金额占比以水貂皮和獭兔皮最多, 报告期内历年二者占比之和均大于 73%。水貂皮占比提升迅速, 由 07 年的 33.19% 上升到 10 年上半年的 77.43%。报告期内水貂类存货占存货总额的比例分别为 39.91%, 48.16%、52.15% 和 57.22%, 呈逐年上升的趋势。产品附加值高, 盈利能力强的水貂类裘皮服装的销售比重加大提高了综合产品毛利率。

图 12: 分项原材料收购金额占总采购成本比例

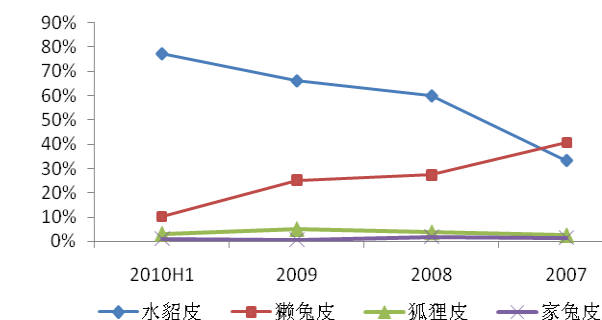
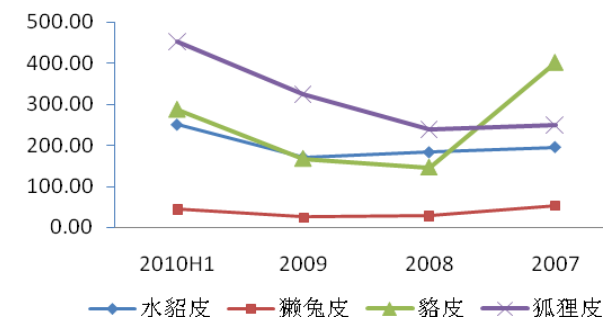


图 13: 平均收购单价 (元/张)



资料来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

从经营模式上来说, 公司正由 OEM 向 ODM 和 OBM 升级转型, 并且在销售区域上越来越重视内销的增长。就裘皮服饰来说, ODM 与 OBM 的毛利率显著高于 OEM。裘皮服饰、面料和皮张的内销毛利率也明显比出口毛利率高。报告期内, 服装、饰品和皮张的内销比例不断提高也是综合毛利率提升迅速的重要原因。未来内生性增长主要还要依赖产品结构和经营渠道的进一步改善。

图 14: 分渠道毛利率- 裘皮服装

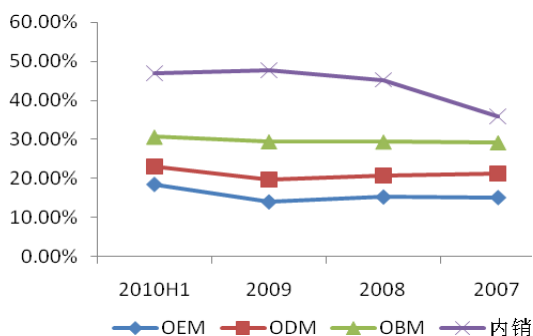


图 15: 分渠道毛利率---裘皮面料

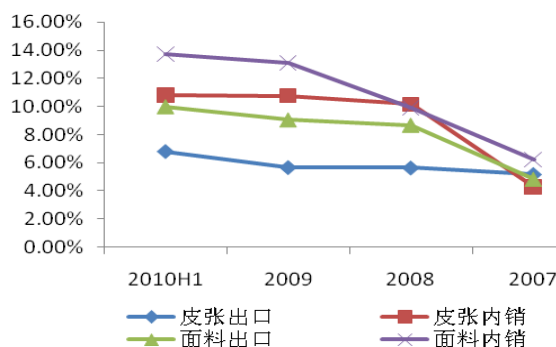


图 16: 分渠道收入占比—裘皮服装

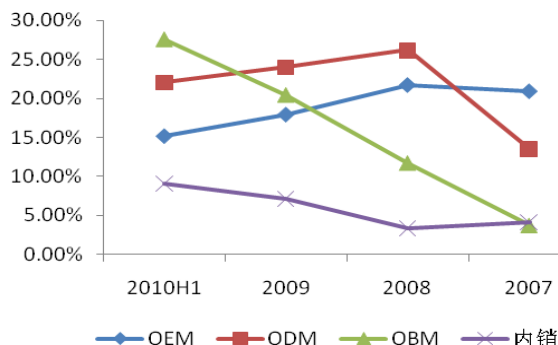
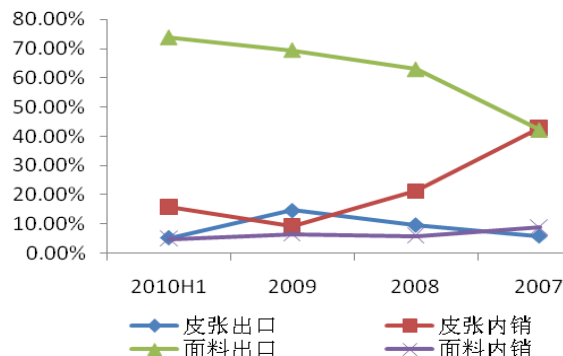


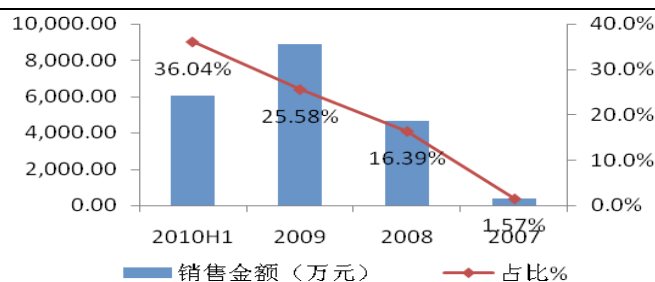
图 17: 分渠道收入占比—裘皮面料



资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

除了结构性调整带来的内生增长外，华斯近年的稳定增长还受益于国内需求与俄罗斯出口需求的双重外生拉动。从图 6 可见，国内销售收入从 07 年的 2071 万元上升至 09 年的 5364 万元，增长了 159%，同期总营业收入从 23891 万元上升至 09 年的 34605 万元，仅增长了 45%。可见国内自有品牌销售有非常良好的发展势头和市场空间。我国是传统的裘皮消费大国，目前国内市场容量已超过 55 亿元，随着未来居民人均收入的提高与消费升级，市场需求还将进一步增加。考虑到目前行业内中小企业多，集中度低，华斯未来有可能通过行业整合与提高市场占有率进一步带动国内销售的增长。俄罗斯是裘皮制品需求大国，也是华斯的重要出口地，对俄出口占总收入份额从 07 年的 1.57% 上升到 10 年上半年的 36.04%，绝对出口额由 07 年的 374.86 万元上升到 09 年的 8852.15 万元，增长了 2261.45%。俄罗斯本国裘皮供应仅能满足国内需求的 15% 左右，大量需求要通过进口来填补，这也给华斯未来的增长以很大的机会。

图 18: 对俄罗斯出口及增速



资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

目前公司产销率和产能利用率均较高,公司服装和饰品两类终端产品基本持续满负荷运转,裘皮服装和裘皮饰品的产能利用程度较高;从月度细分来看,由于公司生产存在季节性因素,在生产旺季,超负荷运转现象突出,同时也影响了新订单的承接。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%,在生产旺季的时候存在产能不足,供不应求的状况,我们认为,在公司拥有稳定增长的需求时,产能的建设与释放将成为公司业绩的催化剂。

3. 财务分析

公司在报告期实现稳定增长,毛利的增长率远高于营业收入增长率,华斯的毛利率在报告期内从 10.95%上升到 22.9%,增长了一倍,收入的提高主要来源于内销市场和俄罗斯的出口增长,毛利率的提高主要源自产品结构和经销渠道结构的改善。

报告期内公司的资产负债率迅速降低,流动比率和速动比率提高很快。资产负债率由 07 年高达 72.86%降低到 10 年上半年仅有 31.85%,资本结构得以改善,长期偿债压力减小。流动比率在 10 年上半年为 2.84,速动比率为 1.30,短期偿债能力不存在问题。

资产运营方面公司的存货量较大,报告期内存货账面价值分别为 15,757.92 万元、15,629.15 万元、13,961.25 万元和 12,667.56 万元,占流动资产的比例分别为 54.09%、57.38%、72.62%和 69.39%。半成品在存货中的比例较高,平均为 56.32%。大规模的存货平均余额导致存货周转率较低,09 年为 1.87 次/年。公司保有大量存货一方面是由于半成品易于储存,可加工成服装,亦可直接出售,在生产旺季到来前做好足够的备货;二来裘皮制品不易贬值,降低了公司的持有风险。从 07 年到 09 年存货周转率有了小幅提高,涨幅不大。应收账款周转率稳定在 9.14 至 12.17 间,回款情况良好。应收账款结构合理,一年以内的应收账款占应收账款总额的比例平均为 97.50%,实际应收账款的账龄一般在 90 天以内,且公司主要客户均与公司保持长期稳定的合作关系,应收账款不存在重大还款风险。

表 1: 主要财务指标

财务指标	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率(倍)	2.84	2.49	1.56	1.24
速动比率(倍)	1.30	1.06	0.43	0.38
资产负债率 (母公 司)(%)	31.85	35.04	48.68	72.86
无形资产(扣除土地使 用权)占净资产比率(%)	0.03	0.04	-	-
每股净资产(元)	2.84	2.57	1.85	1.67
利息保障倍数(倍)	9.91	6.42	6.28	1.78
存货周转率 (次/年)	0.82	1.87	1.76	1.67
应收账款周转率(次/	7.26	12.17	8.89	9.14

年)

息税折旧摊销前利润	32,837,369.63	56,874,987.67	39,000,408.08	18,802,097.
(元)				
每股经营活动产生的	0.37	0.24	0.13	0.32
现金流量(元)				
每股净现金流量(元)	0.31	0.86	-0.02	-0.60
基本每股收益(元)	0.25	0.45	0.34	0.06
稀释每股收益(元)	0.25	0.45	0.34	0.06
加权平均净资产收益	9.42	20.95	21.85	4.23
率(%)				

资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

4. 募投项目

公司本次拟发行 2850 万股，将主要用于裘皮服装服饰的技改项目和扩产项目，直营店建设心服及研发投入。我们认为，目前产能限制是公司进一步增长的瓶颈，特别是裘皮服装和饰品的产销率目前已经超过 100%，饰品在 10 年上半年的产销率甚至达到了 140%。且提高服装饰品的销售比重，亦会提升未来综合毛利率，达到外生与内生的共同增长。

随着裘皮服装服饰生产基地项目达产，公司产量将得到极大提升，由 2009 年的裘皮服装 13.65 万件、饰品 13.33 万件提高到裘皮服装近 25 万件、饰品近 20 万件，年新增高档裘皮服装、服饰 13 万件，其中高档裘皮服装 9 万件，饰品 4 万件。目前公司内销主要通过皮草交易会、展销会来进行批发销售，直营店面仅有 4 个，直店店及配送中心建设项目拟在北京、哈尔滨、大连、银川、重庆建立 5 个直营店，加强零售力度，方位选择也是根据公司目前在各地区的销售比重确定的，具有巩固原有市场的作用。

各项目的建设周期均为 12 个月，公司目前尚未动工，待募集资金到位后开始起算，项目预计在 11 年底竣工投产，从 12 年起开始贡献利润。

表 2：募投资金运用

项目名称	投资额(万元)	建设期
裘皮服装、服饰精深加工技术改造项目	4,335.06	12 个月
裘皮服装、服饰生产基地项目	8,033.08	12 个月
直营店及配送中心建设项目	5,655.35	12 个月
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	

资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

表 3：裘皮服装深加工技改项目扩容量

单位：万件	技改前	技改后	增量	增幅
服装	13.65	15.65	2	14.65%
饰品	13.33	15.13	1.8	13.50%

资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

表 4：直营店及配送中心建设项目

店铺类型	位置	数量	面积（平米）
直营专卖店	北京	1	100
直营专卖店	哈尔滨	1	180
直营专卖店	大连	1	180
直营专卖店	银川	1	300
直营专卖店	重庆	1	200

资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

5. 风险

5.1. 存货折价风险

报告期内公司存货账面价值分别为 15,757.92 万元、15,629.15 万元、13,961.25 万元和 12,667.56 万元，占总资产的比例为 51.29%、55.89%、46.50%和 44.47%。尽管裘皮制品不像时装产品一样容易过季贬值，但随着市场行情变化亦会有价格波动，价格下行会造成公司资产总值缩水。

5.2. 原材料价格波动风险

报告期内公司主要原材料成本分别为 16,386.62 万元、17,089.01 万元、21,900.75 万元和 9,663.96 万元，分别占主营业务成本的 77.50%、72.63%、78.84%和 75.00%，原材料成本占主营业务成本比例较高。同期原材料成本若变动 1%，则公司主营业务毛利率将反向变动 5.96%、3.46%、3.21%和 2.45%，公司毛利率对原材料成本变动较为敏感，但敏感性系数逐年降低。

5.3. 购货时期现金支付风险

各种特种养殖动物原皮是公司生产的主要原材料，公司原皮收购主要面对各分散的养殖户。由于我国农户销售农产品习惯采用现金结算，公司原皮收购采用现金结算的比例较高，2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，现金采购占原皮采购付款总额的比例分别为 72.38%、73.21%、72.08%和 61.01%。公司从 09 年开始货币资金余额高速增长，09 年货币资金余额占比为 25.86%，10 年上半年占比为 31.89%，总体上来说可以满足购货资金需求。但是资产负债表上的货币资金只是时点数，而公司运营生产是有季节性的，原皮供应时期也在一年中的特定时段，每年的 1 月和 2 月是裘皮行业的淡季，受到元旦、春节的影响，行业生产处于最低位，厂商在此期间向客户推广其下一年度的服饰设计，并取得订单意向。3 月份，生产开始启动，各方面的生产条件到位，厂商根据取得的订单意向制作样品、小规模生产；在客户认可样品、与公司签订全年销售订单后，厂商自 4 月份开始组织较大规模的生产并陆续交货，直至 9 月份结束。10 月至 12 月是客户的追加订单阶段。如果在原材料采购季节没有足够的现金，则可能对采购和未来的生产造成不利影响。

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

华斯未来增长主要看渠道和产品结构的增量与毛利率的提升，结合招股说明书里对各样产品销售情况的分解构成，我们对公司 10-12 年业绩进行预测所使用的核心假设如表 5 所示。

假设设定依据：

- 1、新增服装与饰品产能预计在 11 年底建成，于 12 年方能贡献业绩，11 年的增速保持平衡，12 年增速有较大上升。
- 2、产品毛利率当期保持稳定、未来随着产能的扩大所产生的规模效应而有所上升。
- 3、公司沿着既有结构升级模式，在生产和销售结构上往服装和饰品倾斜。
- 4、销售费用率和管理费用率随着内销市场的加速拓展而有所上升，财务费用率随着募资产项目的完成而有所下降。

表 5：华斯股份盈利预测核心假设

项目			2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
出口								
OEM	服装	销售收入	50	61.8	62.1	65.8	69.1	96.8
		增长率		23.60%	0.49%	6.00%	5.00%	40.00%
		毛利率	15.18%	15.32%	14.06%	15.00%	15.60%	18.55%
	饰品	销售收入	8.8	6.1	5.7	5.985	6.40	8.33
		增长率		-30.68%	-6.56%	5.00%	7.00%	30.00%
		毛利率	6.87%	13.63%	13.85%	13.90%	14.20%	15.69%
ODM	服装	销售收入	32.2	74.6	83.2	95.7	105.2	136.8
		增长率		131.68%	11.53%	15.00%	10.00%	30.00%
		毛利率	21.27%	20.66%	19.69%	20.00%	20.00%	22.00%
	饰品	销售收入	10.8	9.7	9.9	10.89	11.87	14.24
		增长率		-10.19%	2.06%	10.00%	9.00%	20.00%
		毛利率	5.18%	21.25%	19.06%	19.08%	19.08%	20.10%
OBM	服装	销售收入	8.8	33.4	70.8	92.0	105.8	137.6
		增长率		279.55%	111.98%	30.00%	15.00%	30.00%
		毛利率	29.19%	29.39%	29.46%	30.68%	30.70%	32.00%
	饰品	销售收入	0.6	0	1.6	2.4	2.64	3.168
		增长率				50.00%	10.00%	20.00%
		毛利率	9.94%	11.69%	12.22%	12.50%	13.00%	15.00%
其他	皮张	销售收入	7.6	15.2	29.2	14.6	15.6	14.1
		增长率		100.00%	92.11%	-50.00%	7.00%	-10.00%
		毛利率	5.16%	5.63%	5.66%	5.80%	6.81%	6.81%
	面料	销售收入	99.3	52.4	29.9	34.983	31.4847	28.33623
		增长率		-47.23%	-42.94%	17.00%	-10.00%	-10.00%

	毛利率	4.81%	8.65%	9.03%	9.97%	10.00%	10.00%
内销							
服装	销售收入	9.9	9.6	24.5	42.9	49.3	86.3
	增长率		-3.03%	155.21%	75.00%	15.00%	75.00%
	毛利率	35.84%	45.28%	47.79%	47.02%	47.02%	47.02%
饰品	销售收入	0.9	1.1	5.1	7.3	10.0	14.3
	增长率		22.22%	363.64%	43.00%	37.00%	43.00%
	毛利率	3.94%	5.26%	13.76%	14.10%	14.10%	14.10%
皮张	销售收入	6.4	12.3	21.6	13.0	14.3	8.6
	增长率		92.19%	75.61%	-40.00%	10.00%	-40.00%
	毛利率	4.26%	10.15%	10.77%	10.81%	10.81%	10.81%
面料	销售收入	3.6	8.6	2.4	2.2	1.9	1.7
	增长率		138.89%	-72.09%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	6.21%	9.91%	13.10%	13.72%	13.72%	13.72%
销售收入		239	285	346	388	424	550
增长率			19.21%	21.49%	12.05%	9.30%	29.85%
毛利率			16.89%	19.33%	22.62%	23.24%	26.22%
费用及税率							
销售费用率		1.15%	1.49%	1.51%	2.30%	2.40%	3.00%
财务费用率		4.05%	2.53%	2.52%	1.90%	1.00%	1.00%
管理费用率		3.29%	3.27%	3.82%	4.20%	4.20%	4.20%
所得税率		36.20%	25.56%	14.62%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

表 6：华斯股份盈利预测表

指标/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	25574	29464	35541	39711	43314	55961
营业成本	228	24488	28671	30730	33250	41287
毛利润	25346	4977	6871	8981	10064	14674
营业税金及附加	121	154	176	0	0	0
销售费用	295	438	535	794	953	1679
管理费用	840	965	1357	1509	1733	2350
财务费用	1037	744	897	715	217	448
资产减值损失	119	(39)	(52)	150	100	100
投资收益	84	12	291	0	0	0
营业利润	474	2727	4247	5813	7062	10097
营业外收入	149	210	132	200	50	50
营业外支出	5	78	3	0	0	0
利润总额	618	2859	4377	6013	7112	10147
所得税	224	731	640	902	1067	1522
净利润	394	2128	3737	5111	6046	8625
少数股东损益	(44)	(12)	(1)	0	0	0
母公司所有者净利润	438	2140	3738	5111	6046	8625
总股本 (万股)	8500	8500	8500	11350	11350	11350
每股收益	0.05	0.25	0.44	0.45	0.53	0.76

资料来源：公司招股书，国泰君安证券研究

6.2. 估值水平

公司作为专业裘皮产品制造商，产品具有奢侈品属性，经销方式属于批发销售，A股市场与公司具有可比性的公司包括瑞贝卡和中银绒业。

表 7: 可比公司估值水平

公司	价格	EPS			PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
瑞贝卡	11.36	0.17	0.32	0.47	65.06	35.50	23.53
中银绒业	15.18	0.15	0.37	0.49	101.2	41.03	30.98

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

上述两家公司 10 年动态市盈率分别为 36 倍和 41 倍，据此我们认为给予公司 10 年 40 倍的市盈率是比较合理的，对应合理价值 18 元。建议询价区间为 15.5 元-16.5 元。考虑到近期发行的中小板公司市盈率普遍偏高，实际询价结果可能要高于我们的预测。

表 8: 近期上市新股发行市盈率

股票代码	简称	上市日期	发行价	发行市盈率
002491	通鼎光电	10-10-11(周一)	14.5	46.77
002490	山东墨龙	10-10-11(周一)	18	32.73
002489	浙江永强	10-10-11(周一)	38	51.35
002488	金固股份	10-10-11(周一)	22	73.33
002487	大金重工	10-09-27(周一)	38.6	50.79
002486	嘉麟杰	10-09-27(周一)	10.9	54.5
002485	希努尔	10-09-27(周一)	26.6	48.36
002484	江海股份	10-09-15(周三)	20.5	52.03
平均值				51.2

资料来源: WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券纺织服装行业研究员，08、09 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

魏贞珍: 北京大学金融学硕士，国泰君安纺织服装行业助理研究员。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		