

# 华斯股份（002494） 裘皮制品

## ——裘皮行业龙头，尽显区域优势

建议询价区间 15.5-17.5 元

### 投资要点：

- 区域优势。**公司所处的河北省肃宁县及周边地区自古以来一直是我国裘皮贸易集散地，是全国最大的原皮交易市场，年交易额近百亿元，有“中国裘皮之都”的美誉。目前，肃宁地区是裘皮行业原料价格和成品价格形成中心。行业目前呈现稳定增长趋势。
- 独特的原皮生产地采购模式。**针对生产地点收购，公司采取以基地带动农户的“公司—基地—农户”采购模式，在国内领先建立了区域毛皮采购系统。在河北、山东、东北等养殖重点地区，公司与重点养殖基地签署獭兔、水貂的长期供货协议，通过村委会或养殖联合会为单位组织农户进行收购。有利于降低发行人的原皮采购价格。
- 技术研发优势。**公司的裘皮研发中心，是国内唯一省级裘皮技术研究中心，在裘皮研发设计方面居行业领先水平，下设专业研发部、设计部、工艺部和纸样部，共有专业的设计师、打版师和工艺师 95 人。近年来公司累计开发研制 15 项新技术并进行成果转化。
- OBM 模式成长优势。**OBM 模式下，公司拥有完全的自主定价权。2009 年以来，内销服装毛利率均超过 45%。公司募投项目计划开设 5 家直营专卖店，在未来 3-5 年内自主品牌裘皮服装、服饰产品销售份额从目前的 38.47%提高到 50%以上。
- 盈利预测。**预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.48、0.66、0.97 元，参照目前 A 股可比公司 PE，我们给予公司 2010 年 38 倍-43 倍 PE，对应估值区间 18.24-20.64 元。询价折扣 15-20%，建议询价区间为 15.5-17.5 元，建议挂档 15.5 元 20%、16.5 元 30%、17.54 元 50%。

重要财务指标 单位：百万元

| 主要财务指标   | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 355   | 419   | 495   | 594   |
| 收入同比(%)  | 21%   | 18%   | 18%   | 20%   |
| 归属母公司净利润 | 37    | 55    | 75    | 110   |
| 净利润同比(%) | 75%   | 46%   | 37%   | 47%   |
| 毛利率(%)   | 19.3% | 19.3% | 20.7% | 24.0% |
| ROE(%)   | 17.1% | 20.0% | 21.6% | 24.0% |
| 每股收益(元)  | 0.33  | 0.48  | 0.66  | 0.97  |

2010 年 10 月 14 日

### 主要数据

|            |       |
|------------|-------|
| 发行量(万股)    | 2850  |
| 发行后总股本(万股) | 11350 |

### 联系方式

|       |                        |
|-------|------------------------|
| 研究员：  | 李茂娟 邹翠利                |
| 执业证书编 | S0020109061421         |
| 电 话：  | 021-51097188-1852      |
| 电 邮：  | limaojuan@gyzq.com.cn  |
| 联系人：  | 赵喜娟                    |
| 电 话：  | 021-51097188-1952      |
| 电 邮：  | zhaoxijuan@gyzq.com.cn |
| 地 址：  | 安徽省合肥市寿春路 179 号        |

## 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、公司简介 .....                   | 4  |
| 1、主营业务 .....                   | 4  |
| 2、股权结构 .....                   | 4  |
| 3、家族企业特征明显 .....               | 5  |
| 二、行业分析 .....                   | 6  |
| 1、裘皮制品既是御寒必需品又有奢侈品特征 .....     | 6  |
| 2、需求分析：裘皮制品市场规模平稳增长 .....      | 7  |
| 3、供给分析：我国是世界裘皮行业最大生产基地 .....   | 8  |
| 4、行业竞争格局：市场集中度低 .....          | 8  |
| 5、行业进入壁垒分析 .....               | 9  |
| 三、公司当前经营概况 .....               | 9  |
| 1、原皮资源控制及采购情况 .....            | 9  |
| 2、公司主要产品及生产工艺流程 .....          | 11 |
| 3、三种主要业务模式 .....               | 12 |
| 4、产品产量及销售情况 .....              | 13 |
| 四、公司竞争优势分析 .....               | 14 |
| 1、区域优势：公司位于中国裘皮之都 .....        | 14 |
| 2、独特的“公司-基地-农户”原皮生产地采购模式 ..... | 15 |
| 3、拥有国内唯一省级裘皮技术研究中心 .....       | 15 |
| 4、高端客户优势 .....                 | 16 |
| 5、定价及 OBM 成长优势 .....           | 16 |
| 五、盈利预测及风险提示 .....              | 17 |
| 1、盈利预测 .....                   | 17 |
| 2、风险提示 .....                   | 17 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 1 公司产品                       | 4  |
| 图表 2 发行前公司股权结构图                 | 5  |
| 图表 3 公司主要管理人员简介                 | 5  |
| 图表 4 公司管理层之间的亲属关系               | 6  |
| 图表 5 裘皮行业产业链                    | 7  |
| 图表 6 国内裘皮服饰行业容量增长趋势             | 7  |
| 图表 7 裘皮行业主要厂商简介（华斯股份除外）         | 8  |
| 图表 8 公司原材料采购情况                  | 10 |
| 图表 9 公司三种采购渠道情况                 | 10 |
| 图表 10 公司主要产品介绍                  | 11 |
| 图表 11 公司生产工艺流程图                 | 11 |
| 图表 12 公司三种主要业务模式                | 12 |
| 图表 13 三种业务模式销售收入占比              | 12 |
| 图表 14 公司近 3 年分产品产量情况            | 13 |
| 图表 15 公司销售收入月度分布（单位：万元）         | 13 |
| 图表 16 公司主要产品销售金额及占销售收入比例（单位：万元） | 13 |
| 图表 17 公司分区域主营业务收入情况（单位：万元）      | 14 |
| 图表 18 2009 年裘皮行业前十大厂商及其销售收入水平   | 15 |
| 图表 19 公司募投项目直营专卖店建设方案           | 17 |
| 图表 20 公司利润表预测（单位：百万元）           | 17 |

## 一、公司简介

华斯股份全称是华斯农业开发股份有限公司，所在地是河北省肃宁县尚村镇。公司成立于2000年，2009年整体变更为股份公司。公司实际控制人为贺国英，持有4800万股，占发行前公司股本56.47%。

### 1、主营业务

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。

公司所处行业为“毛皮鞣制及制品业”中的裘皮公司(也称皮草行业)。公司无论经营规模还是盈利能力均处于行业领先地位。据中国皮革协会统计，华斯股份裘皮服装产量居裘皮服装企业第一位。

图表 1 公司主要产品



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

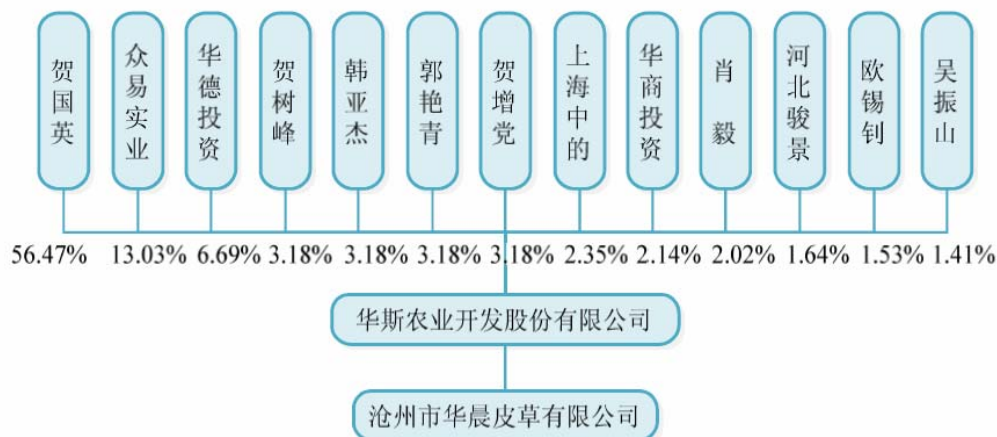
### 2、股权结构

公司前身是河北华通实业有限公司，成立于2000年10月27日。有限公司成立时，注册资本为2000万元，通过4次增资，注册资本达到7000.18万元；2009年7月8日，公司整体变更为股份有限公司，注册资本7000.18万元；股份公司成立后，通过1次增资，注册资本达到8500万元。

公司实际控制人为贺国英，持有公司4800万股，占发行前公司股本的56.47%，占发行后公司股本的42.29%。

目前公司拥有一家全资子公司，即沧州市华晨皮草有限公司，无其他参股子公司和分公司。

图表 2 发行前公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

### 3、家族企业特征明显

公司现有董事 9 名、监事 5 名、高级管理人员 7 名、核心技术人员 7 名，均为中国国籍，无境外永久居留权。

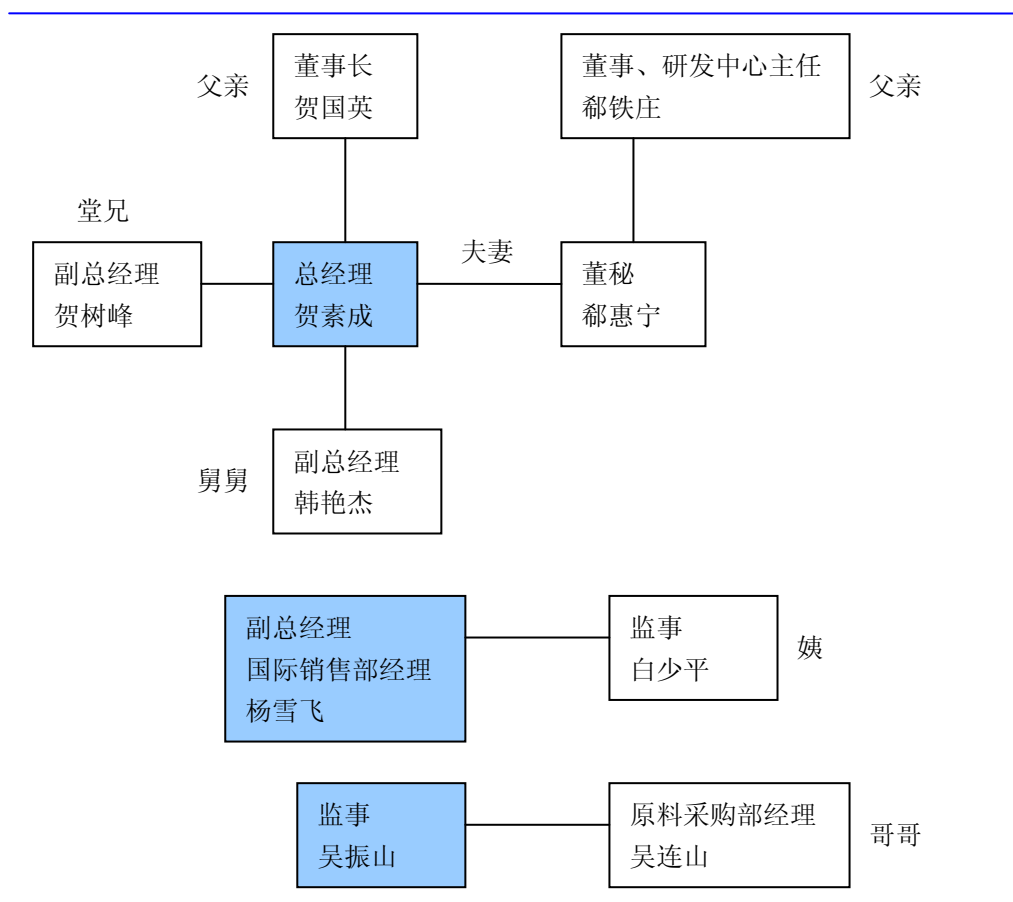
图表 3 公司主要管理人员简介

| 姓名  | 职务         | 性别 | 学历 | 出生年份 | 个人简历                                                                                          |
|-----|------------|----|----|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 贺国英 | 董事长、法人     | 男  |    | 1949 | 第十届、第十一届全国人大代表，河北省毛皮协会会长，中国皮革协会毛皮专业委员会主席。2000 年 10 月至 2008 年 11 月担任公司执行董事、总经理，现任董事长。          |
| 贺素成 | 董事、总经理     | 男  | 硕士 | 1980 | 加拿大国际商业管理硕士、清华大学 EMBA。2004 年进入公司参与经营管理，2008 年 11 月至 2009 年 7 月担任公司总经理，2009 年 7 月至今担任公司董事、总经理。 |
| 杨雪飞 | 董事、副总经理    | 女  | 大学 | 1976 | 2000 年进入公司，曾任出口部业务员、出口部经理助理、总经理助理，现任副总经理、国际销售部经理。                                             |
| 郗铁庄 | 董事         | 男  |    | 1958 | 2007 年 11 月进入公司，担任研发中心主任，2009 年 10 月担任董事至今。                                                   |
| 贺树峰 | 副总经理       | 男  |    | 1952 | 2000 年进入公司主管生产，2009 年 7 月担任副总经理至今。                                                            |
| 韩艳杰 | 副总经理       | 男  |    | 1964 | 2000 年进入公司主管财务，2009 年 7 月担任副总经理至今。                                                            |
| 刁梅  | 副总经理       | 女  | 大学 | 1961 | 2004 年进入公司担任设计总监，2009 年 10 月担任副总经理、设计总监至今。                                                    |
| 郗惠宁 | 副总经理、董事会秘书 | 女  | 大学 | 1984 | 2007 年 9 月进入公司，担任总经理助理兼计划部经理，2009 年 7 月担任董事会秘书兼副总经理至今。                                        |
| 苑桂芬 | 财务总监       | 女  | 硕士 | 1980 | 2008 年 6 月进入公司，2009 年 10 月担任财务总监至今。                                                           |

资料来源：Wind，国元证券研究中心

公司董事、监事、高级管理人员及核心技术人员之间的亲属关系为：贺国英是贺素成的父亲、贺树峰的堂兄、韩艳杰的舅舅，郝铁庄是郝惠宁的父亲，贺素成与郝惠宁是夫妻，白少平是杨雪飞的姨，吴连山是吴振山的哥哥。

图表 4 公司管理层之间的亲属关系



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 二、行业分析

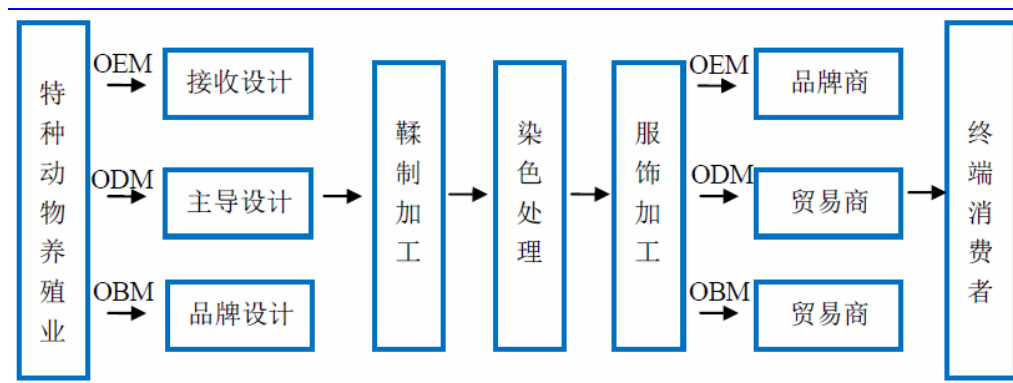
### 1、裘皮制品既是御寒必需品又有奢侈品特征

据记载，现代裘皮行业最早起源于希腊，目前作为细分行业已发展成熟。裘皮制品属于高端消费品。

保暖御寒是裘皮制品最基本的功能，相对于其他服装材料面料，裘皮轻薄保暖，在高寒地区成为必需品。俄罗斯、北欧、我国华北、东北地区等是裘皮的传统固定消费市场。另外，裘皮原料及裘皮制品价值高，素有“软黄金”之称，裘皮原料及制品变现较其他商品容易，因此裘皮制品又有奢侈品的属性。

裘皮制品产业链条长，主要涵盖了特种动物养殖、原皮采购、鞣制、染色、加工等生产加工环节以及营销、裘皮服饰设计和品牌运营等环节。裘皮行业普遍以初级农产品作为原材料，生产过程主要依靠熟练技工辅以高新技术机器设备实现批量生产。行业的终端产品主要为各类裘皮服装、饰品，面向国际和国内中高端市场营销。

图表 5 裘皮行业产业链



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 2、需求分析：裘皮制品市场规模平稳增长

近年来裘皮制品市场规模保持平稳增长。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%。

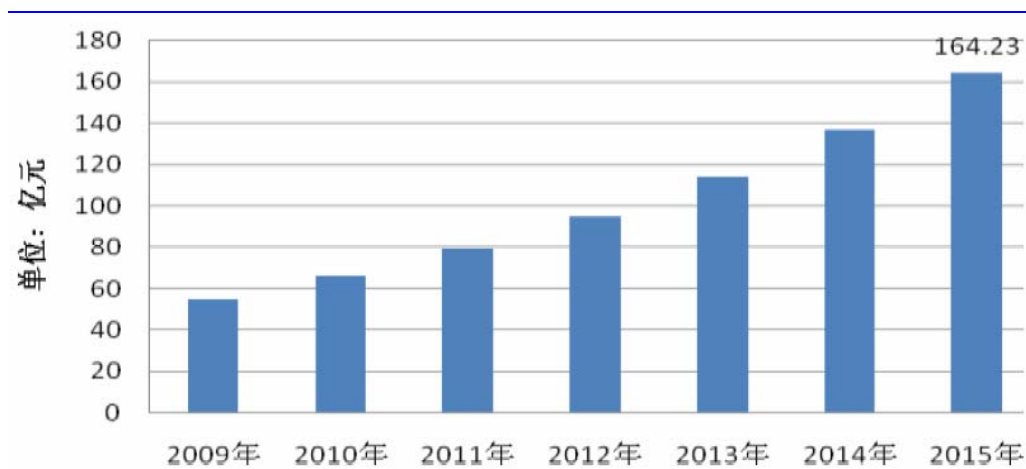
由于裘皮的天然保暖和奢侈品属性，俄罗斯、美国、日本和西欧是世界裘皮制品进口和消费的主要国家和地区。俄罗斯由于气候寒冷，对各类裘皮制品的需求较大，是世界裘皮行业最重要的消费市场之一。俄罗斯的裘皮加工业总体技术水平较低，本国的裘皮加工能力仅能满足国内 10%-15%的需求，市场缺口需要大量的进口填补。

美国水貂消费量较大，每年需从国外进口大量水貂皮和其他裘皮服饰。日本的裘皮市场在上世纪七八十年代经历了急剧扩张期后市场需求稳定，消费额仅次于俄罗斯和美国，居世界第三位。西欧是传统的主要裘皮消费地区，其总体消费市场增长较为平稳。

随着人均国民收入水平的提高,以中国为代表的新兴工业化国家正在成为新兴的裘皮消费国，裘皮经销商开始把产品销售的重点转移到中国市场，中国的毛皮及制品(含生皮)进口额从 2002 年的 1.67 亿美元上升至 2008 年的 4.53 亿美元，年复合增长率 18.09%。

中国皮革协会估计，未来几年，中国的高档商品销售额将以年均 20%的速度增长。2015 年，国内裘皮服饰市场容量将达 164.23 亿元。

图表 6 国内裘皮服饰行业容量增长趋势



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

### 3、供给分析：我国是世界裘皮行业最大生产基地

西欧、日本和香港地区属于裘皮制造产业的领先者, 中国裘皮制造产业从2000年开始初具雏形, 并逐步发展壮大。目前中国已经成为世界上最大的裘皮生产和加工中心, 占世界裘皮加工总量的45%左右。2002年-2008年七年间规模以上(即年销售额500万元以上)企业数量年均增长11.1%, 从业人员人数年均增长6.4%, 毛皮原料及制品进、出口额年均增速分别为37.7%和9.3%。根据中国皮革协会统计, 2009年12月规模以上企业数量421家(不含养殖), 从业人员5.1万余人, 规模以上毛皮及制品企业工业总产值378亿元, 同比增长26.1%; 毛皮服装产量250万件, 同比增长21.7%, 我国毛皮及制品(不含生皮)出口13亿美元, 同比增长49.7%, 各月规模以上毛皮及制品企业工业总产值同比大幅度增长。

根据现行国际贸易商品分类明细, 裘皮服饰制品不属于纺织类货物, 不受进口国纺织服装类关税、非关税贸易壁垒以及进口限额的影响。中国的裘皮行业出口比例较大, 行业的出口比例约为 30%。国内企业一般通过自主、贴牌或两者相结合的模式进行产品的设计、加工和生产。裘皮行业形成了以河北、浙江和广东(香港)为主的产业聚集区; 河北的肃宁、蠡县、辛集、枣强和山东的菏泽地区都有传统的裘皮加工企业和裘皮贸易市场; 而河北肃宁县、浙江桐乡市、广东沿海地区已出现大批高档裘皮加工企业。

### 4、行业竞争格局：市场集中度低

我国裘皮行业集中度较低, 大部分企业销售收入在5000万以下, 销售收入在1亿以上的裘皮企业仅5家, 前5名加工企业总规模不到14亿, 目前没有占绝对市场垄断地位的企业。

**图表 7 裘皮行业主要厂商简介（华斯股份除外）**

| 企业名称         | 简要介绍                                                                                                                          |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 桐乡市银杉皮草有限公司  | 公司主要生产各类裘皮服装, 产品主要出口日本、美国、意大利、加拿大、西班牙、韩国、法国、香港等国家和地区。公司具有较强的设计能力和加工能力, 专长于精深生产加工獭兔皮等中高端裘皮服装。                                  |
| 浙江中辉皮草有限公司   | 公司主要设计、生产、销售各类毛皮硝染产品和裘皮服装, 产品主要出口意大利、日本、德国、法国、美国、香港等国家和地区。公司设有专业的纺织面料, 生产设备, 除满足自用服饰辅料的需要外, 作为公司产品出售。                         |
| 北京圣龙皮草有限公司   | 公司主要生产高端水貂时装产品, 产品出口德国、法国、美国、意大利、香港、日本等国家和地区。公司享有区位优势, 在北京拥有硝染, 生产, 销售的全产业链实体; 在原材料采购环节, 拥有亚洲唯一的拥有拍卖资格的中国(香港)裘皮拍卖行。           |
| 北京元隆皮草皮革有限公司 | 公司主要生产经营裘皮服装及其制品, 产品出口意大利、德国、日本等几十个国家。公司在北京设有实体皮草展厅, 重视售后服务和裘皮服饰后期保养, 集硝染、制作、销售、清洗到售后服务于一身。                                   |
| 西曼实业集团有限公司   | 公司主要生产销售皮革服装、裘皮服装、羊绒时装及布面料时装, 产品销售区域包括国内市场、边贸市场以及俄罗斯、韩国、日本、美国等国家和地区。公司以集团为依托, 经营范围从专业生产皮革服装扩展至生产各类裘皮、羊绒时装等服饰, 并以精剪羊剪绒裘皮服装为特色。 |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

行业的前端加工产业中, 企业从事附加值较低的鞣制加工、染色处理和裘皮服饰简单加工, 厂商数量众多, 产品可替换程度高, 价格竞争激烈, 利润水平低。大量的规模以下企业分布在河北的肃宁、蠡县、辛集、枣强和山东的菏泽地区。后端裘皮服饰制造中主要的竞争要素是设计、技术、人才、销售渠道和原材料资源, 厂商具备规模生产和

一定国际竞争能力，数目远少于低端市场。市场细分程度高、产品的差异度较大，市场竞争环境较为宽松。高档裘皮加工企业主要分布在河北肃宁县、浙江桐乡市以及广东沿海地区。

2008 年金融危机加快了国内裘皮行业的重组，淘汰了一部分作坊式小企业。随着原材料成本和劳动力成本的上升、环保政策执行力度加大、市场对设计和品牌要求的提高以及人民币升值等经营环境的变化，部分规模小、实力弱的中小裘皮企业竞争力不断减弱，而行业内较有实力的企业利用其在规模、技术和品牌等方面的优势积极推广运用高新技术和建设自主品牌营销网络，实现了自我发展。2002年到2009年，规模以上企业数从 218 家增至 421 家，企业迅速成长，竞争优势向龙头企业集中。

## 5、行业进入壁垒分析

**原皮采购经验壁垒：**裘皮行业以特种养殖动物原皮为主要原材料，品类众多，主要包括水貂、獭兔、貉子和狐狸等；动物原皮按照品种、颜色、质量、尺寸和净度划分又可细分为多种规格，不同国家不同产地的原皮具有一定的区域特点，目前国内外尚无统一的原皮定级标准，使得裘皮企业采购难度较高。作为一种高端特殊消费品，能否及时采购到大宗高质量原皮以及原皮采购的属性、价格对终端裘皮服饰的设计、生产、销售、定价具有较大影响。目前新进入的企业很难在短时间内积累丰富的采购经验并建立稳定的全球采购渠道。

**技术壁垒：**裘皮原材料的非标化决定了裘皮生产的复杂性，比之一般皮革类、服装类加工企业，裘皮服饰制造企业工艺流程更为复杂、对技术人才经验值要求更高。完成一件裘皮服装需要经过上百道工序，裘皮生产在鞣制削薄、染色配色、配皮、以及毛工等环节中主要依靠熟练手工和技师经验，原材料的非标性要求差异化的物理或化学处理并采用不同的工艺和工序。生产企业需根据经验制定恰当的操作流程、由熟练技师依靠经验判断手工完成主要程序，在干洗、制版和裘皮缝制等环节辅以大型干洗机、CAD 服装制版系统和裘皮专用缝纫机等机器设备辅助技师实现批量生产。

**渠道壁垒：**在裘皮行业产业链中，营销渠道也是重要的经营环节之一。基于国际贸易的复杂性和各国市场的差异性，我国绝大部分 OEM 与 ODM 企业的裘皮服装出口产品采取直接销售给发达国家的品牌商或者经销商，再间接销售给零售商直至终端消费者的方式。与经销商或品牌商长期稳定的合作关系对于裘皮行业企业的销售至关重要。国际品牌商对 OEM、ODM 厂商的选择通常需要一至两年的时间。我国绝大部分 OEM 与 ODM 企业在短期内难以直接将产品销售给国际大型零售商。

## 三、公司当前经营概况

华斯股份是一家集裘皮行业完整产业链条于一身的行业龙头和高新技术企业，通过多年的发展，逐步形成了以上游资源、研发设计、技术工艺、加工规模、销售渠道和产品质量为核心的竞争优势，是国内最大的裘皮制品生产企业。公司下设采购、鞣制、染色、裘皮面料加工、裘皮服装饰品生产等部门，拥有十余条具有国际国内先进水平的生产线。

### 1、原皮资源控制及采购情况

作为中高端消费品，裘皮服装对原皮的品质有较高要求。原皮品类众多，主要包括

水貂、獭兔、貉子和狐狸等，从品种、颜色、质量、尺寸和净度、价格等方面各类动物原皮间差异较大且具有较为显著的非标化特征，每个市场的原皮也各具特点。

公司建立了稳定的面向全球市场的采购渠道，国内采购一方面以“公司—基地—农户”模式保证了公司的原皮稳定供应，另一方面通过公司所处地全国最大的裘皮交易市场进行调节和补充；海外通过芬兰赫尔辛基拍卖会、丹麦哥本哈根拍卖会以及加拿大多伦多拍卖会配置优质和稀缺原皮资源，满足生产需要。

**图表 8 公司原材料采购情况**

| 项目   | 2010 年 1-6 月 |                | 2009 年度   |                |
|------|--------------|----------------|-----------|----------------|
|      | 数量(张)        | 金额(元)          | 数量(张)     | 金额(元)          |
| 水貂皮  | 350,849      | 87,979,090.28  | 1,032,425 | 176,300,510.98 |
| 獭兔皮  | 260,384      | 11,600,332.00  | 2,668,492 | 66,935,612.50  |
| 家兔皮  | 76,833       | 1,182,002.00   | 132,475   | 1,938,060.00   |
| 貉皮   | 3,955        | 1,136,140.00   | 7,119     | 1,191,885.00   |
| 羊皮   | 56,184       | 1,077,366.00   | 211,600   | 2,814,400.00   |
| 狐狸皮  | 8,184        | 3,710,415.73   | 42,380    | 13,723,142.21  |
| 其他皮  | 150,329      | 6,934,740.00   | 152,100   | 2,640,682.00   |
| 尾毛采购 | -            | -              | 9,345     | 782,368.00     |
| 合计   | 906,718      | 113,620,086.01 | 4,255,936 | 266,326,660.69 |

| 项目   | 2008 年度   |                | 2007 年度   |                |
|------|-----------|----------------|-----------|----------------|
|      | 数量(张)     | 金额(元)          | 数量(张)     | 金额(元)          |
| 水貂皮  | 636,485   | 116,580,074.00 | 313,685   | 61,392,412.07  |
| 獭兔皮  | 1,878,932 | 52,963,120.00  | 1,416,800 | 75,013,724.00  |
| 家兔皮  | 227,077   | 3,738,788.00   | 168,250   | 3,041,703.00   |
| 貉皮   | 18,376    | 2,684,980.00   | 6,158     | 2,475,600.00   |
| 羊皮   | 55,773    | 669,276.00     | 353,857   | 5,443,557.00   |
| 狐狸皮  | 31,281    | 7,429,865.00   | 19,812    | 4,921,494.40   |
| 其他皮  | 294,557   | 6,033,340.40   | 649,190   | 27,766,614.16  |
| 尾毛采购 | 51,341    | 4,298,091.00   | 36,062    | 4,914,954.00   |
| 合计   | 3,193,822 | 194,397,534.40 | 2,963,814 | 184,970,058.63 |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

**图表 9 公司三种采购渠道情况**

| 模式     | 2010 年 1-6 月 |           |        | 2009 年度 |           |        |
|--------|--------------|-----------|--------|---------|-----------|--------|
|        | 数量(万张)       | 金额(万元)    | 占比(%)  | 数量(万张)  | 金额(万元)    | 占比(%)  |
| 生产地点收购 | 57.91        | 7,879.12  | 69.35  | 165.94  | 15,071.71 | 56.76  |
| 交易场所收购 | 25.02        | 1,470.20  | 12.94  | 234.54  | 5,414.04  | 20.39  |
| 国外进口   | 7.74         | 2,012.69  | 17.71  | 24.17   | 6,068.68  | 22.85  |
| 合计     | 90.67        | 11,362.01 | 100.00 | 424.66  | 26,554.43 | 100.00 |

| 模式     | 2008 年度 |           |        | 2007 年度 |           |        |
|--------|---------|-----------|--------|---------|-----------|--------|
|        | 数量(万张)  | 金额(万元)    | 占比(%)  | 数量(万张)  | 金额(万元)    | 占比(%)  |
| 生产地点收购 | 157.01  | 15,240.29 | 80.17  | 113.95  | 9,547.92  | 53.03  |
| 交易场所收购 | 157.24  | 3,769.66  | 19.83  | 158.27  | 7,056.98  | 39.19  |
| 国外进口   | -       | -         | -      | 20.56   | 1,400.61  | 7.78   |
| 合计     | 314.25  | 19,009.94 | 100.00 | 292.78  | 18,005.51 | 100.00 |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 2、公司主要产品及生产工艺流程

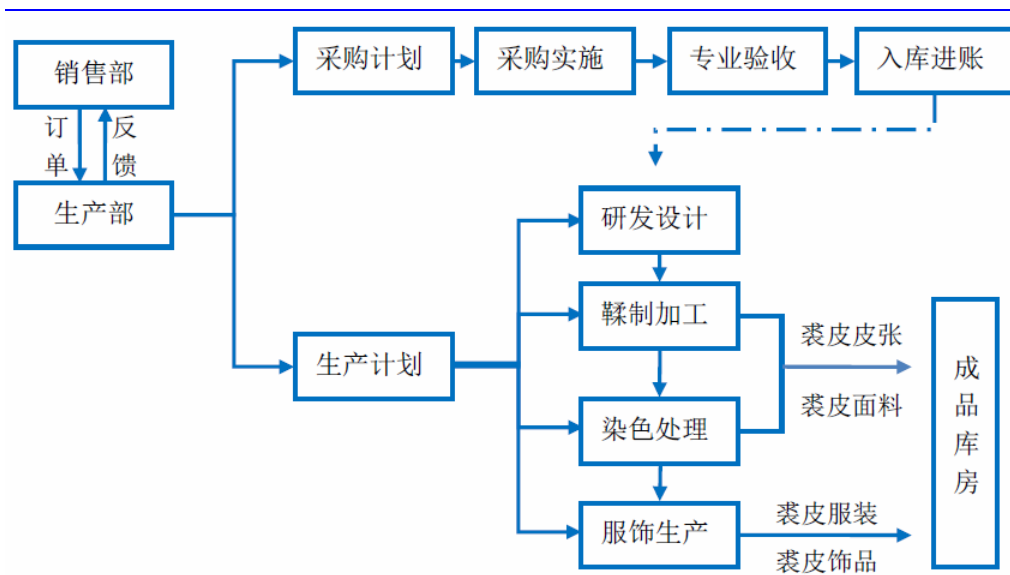
图表 10 公司主要产品介绍

| 产品   | 简介                                                                                                                                                                                                          | 地位                                                                                              |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 裘皮皮张 | 以水貂、獭兔、狐狸等动物毛皮为原材料经鞣制处理，再经染色、增亮、揉搓等一系列外观工艺处理，制成能够用于加工各种裘皮制品的半成品并长期保存。裘皮皮张保留了毛皮的自然属性，柔软、牢固，耐磨，不容易腐败变质。                                                                                                       | 制作工艺国内领先，以自产裘皮皮张加工制作后端产品，保障了最终产品的质量。                                                            |
| 裘皮面料 | 指裘皮皮张经过技师的选择、拼配和裁剪后，制成规格较大、尺寸标准的矩形裘皮服装面料，俗称为“裘皮褥子”，规格通常有60cm*120cm 和 75cm*110cm 两种。                                                                                                                         | 生产能力强、质量过硬，是具备国际竞争力和影响力的裘皮面料供应商。                                                                |
| 裘皮服装 | <p>整皮服装</p> <p>以裘皮皮张、裘皮面料为原料，采用雕花、印花、镶花等工艺制成的毛外穿裘皮服装，典雅尊贵、保暖性佳。</p> <p>裘布服装</p> <p>以棉布、羊毛和丝绸等布料与裘皮两种面料相结合，生产制作出简约的布面在外、毛面在内的双面裘皮服装。</p> <p>编织服装</p> <p>以裁剪成纤细绳条的裘皮皮张以及动物尾毛为原料，以独特工艺编织制成的轻盈时尚裘皮服装，时尚性较强。</p> | <p>自主品牌“怡嘉琦”荣获“中国驰名商标”、“中国名牌产品证书”、“中国真皮标志裘皮衣王”等荣誉称号。</p> <p>多家世界一流的裘皮服装品牌商和贸易商选择华斯股份作为生产基地。</p> |
| 裘皮饰品 | 根据客户需求，利用各类裘皮皮张和尾毛，生产围巾、毛领、帽子、挂包以及尾毛制品和饰品。                                                                                                                                                                  | 制作工艺国内领先，设计新颖时尚，个性鲜明。                                                                           |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

公司的生产主要由订单驱动，采取以销定产的生产模式。公司的生产工艺流程包括四个主要部分：研发设计、鞣制加工、染色处理和服饰生产。

图表 11 公司生产工艺流程图



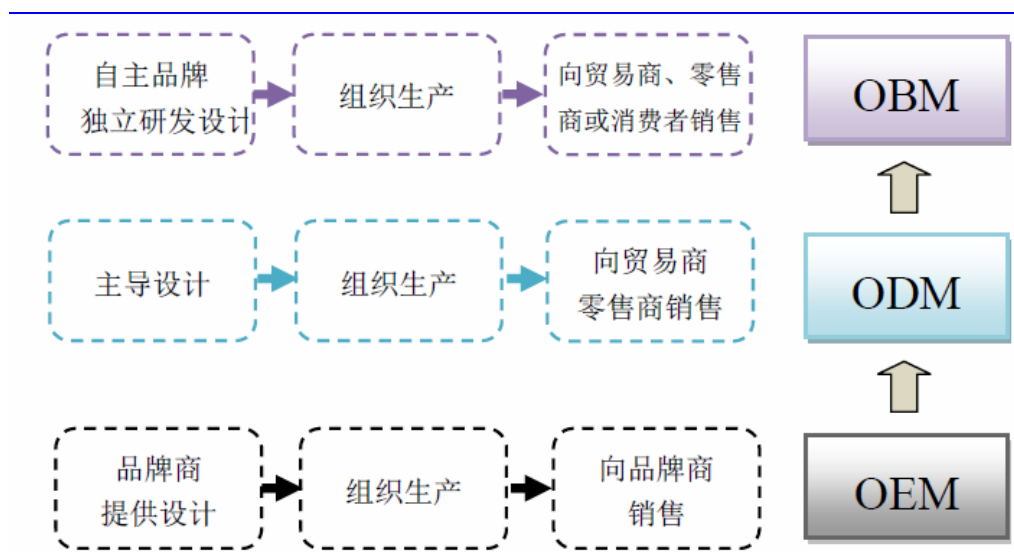
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

### 3、三种主要业务模式

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。作为立足农村、收购农产品和聘用农民工的三农企业，公司的完整产业链表现在设计、采购、生产、销售的流程完整、产品结构的完整及各种工艺的完整。公司核心竞争力逐渐从原料和制造优势向研发设计、自主品牌和销售网络延伸和转移，业务模式先后从OEM向ODM和OBM过渡，三种模式并举发展，业务模式动态升级特征鲜明。

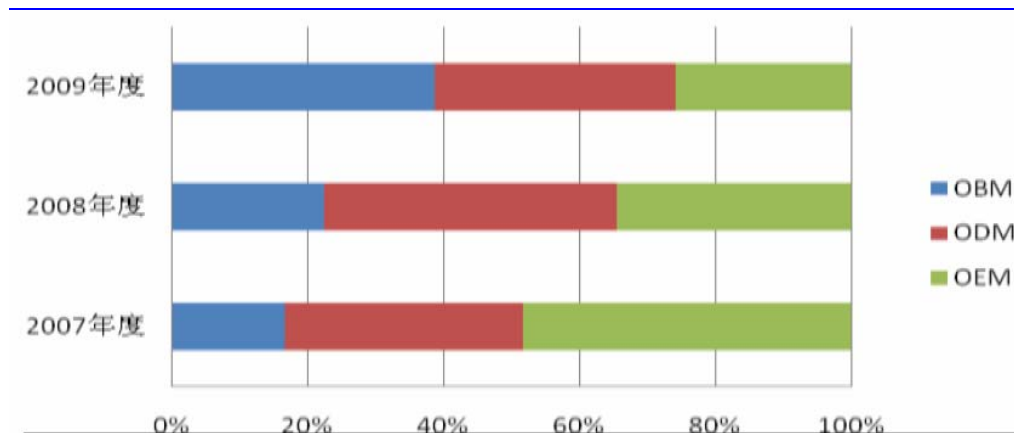
在OEM业务模式下，公司凭借出众的加工能力和工艺设计能力主要向国际著名品牌裘皮商及其代理商提供产品；在ODM业务模式下，公司凭借强大的研发设计及加工制造能力，通过裘皮代理商、贸易商向国际市场供应中高档产品；在OBM业务模式下，公司生产销售自主品牌裘皮产品，面向国际市场和国内市场，分享更大的渠道和品牌利润。

图表 12 公司三种主要业务模式



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 13 三种业务模式销售收入占比



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

#### 4、产品产量及销售情况

图表 14 公司近 3 年分产品产量情况

| 类别           | 裘皮皮张      | 裘皮面料    | 裘皮饰品    | 裘皮服装    |
|--------------|-----------|---------|---------|---------|
| 2010 年 1-6 月 | 946,541   | 80,715  | 29,739  | 45,687  |
| 2009 年度      | 4,474,248 | 197,261 | 133,329 | 136,526 |
| 2008 年度      | 3,282,063 | 201,724 | 46,221  | 74,539  |
| 2007 年度      | 3,081,829 | 175,985 | 57,000  | 45,007  |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

裘皮服饰全年的生产呈倒U型分布。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，客户对畅销款式和定制款式补充订货；此期间也是公司推出次年概念性样品服饰的打样阶段。综合来看，每年的销售高峰出现在5-9月。以华斯股份的2008年度和2009年度为例，此期间的营业收入分别达到了全年营业收入收入的62.71%和67.63%。

图表 15 公司销售收入月度分布（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 16 公司主要产品销售金额及占销售收入比例（单位：万元）

| 项目  | 2010 年 1-6 月 |         | 2009 年度   |         | 2008 年度   |        | 2007 年度   |         |
|-----|--------------|---------|-----------|---------|-----------|--------|-----------|---------|
|     | 金额           | 占 比 (%) | 金额        | 占 比 (%) | 金额        | 占比 (%) | 金额        | 占 比 (%) |
| 裘 皮 | 885.55       | 5.26    | 5,078.22  | 14.67   | 2,754.36  | 9.67   | 1,399.44  | 5.86    |
| 皮张  |              |         |           |         |           |        |           |         |
| 裘 皮 | 2,684.91     | 15.95   | 3,232.98  | 9.34    | 6,096.45  | 21.41  | 10,291.28 | 43.08   |
| 面料  |              |         |           |         |           |        |           |         |
| 裘 皮 | 12,437.46    | 73.91   | 24,061.50 | 69.53   | 17,936.63 | 62.99  | 10,088.24 | 42.23   |
| 服装  |              |         |           |         |           |        |           |         |
| 裘 皮 | 820.62       | 4.88    | 2,233.28  | 6.45    | 1,686.01  | 5.92   | 2,112.36  | 8.84    |
| 饰品  |              |         |           |         |           |        |           |         |
| 合计  | 16,828.54    | 100.00  | 34,605.98 | 100.00  | 28,473.44 | 100.00 | 23,891.32 | 100.00  |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

**图表 17 公司分区域主营业务收入情况（单位：万元）**

| 项<br>目      | 2010 年 1-6 月 |        | 2009 年度   |        | 2008 年度   |        | 2007 年度   |        |
|-------------|--------------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|             | 收入           | 占比     | 收入        | 占比     | 收入        | 占比     | 收入        | 占比     |
| (一) 国外      |              |        |           |        |           |        |           |        |
| 欧<br>洲      | 5,934.54     | 35.26% | 13,077.74 | 37.79% | 13,257.15 | 46.56% | 14,902.92 | 62.38% |
| 俄<br>罗<br>斯 | 6,065.64     | 36.04% | 8,852.15  | 25.58% | 4,667.03  | 16.39% | 374.86    | 1.57%  |
| 东<br>亚      | 2,610.39     | 15.51% | 7,013.67  | 20.27% | 7,088.74  | 24.90% | 6,329.82  | 26.49% |
| 北<br>美      | 134.51       | 0.80%  | 297.84    | 0.86%  | 304.46    | 1.07%  | 212.21    | 0.89%  |
| 小<br>计      | 14,745.09    | 87.62% | 29,241.40 | 84.50% | 25,317.38 | 88.92% | 21,819.81 | 91.33% |
| (二) 国内      |              |        |           |        |           |        |           |        |
| 华<br>北      | 1,345.90     | 8.00%  | 4,349.47  | 12.57% | 2,434.76  | 8.55%  | 1,576.57  | 6.60%  |
| 东<br>北      | 215.21       | 1.28%  | 786.96    | 2.27%  | 422.56    | 1.48%  | 256.57    | 1.07%  |
| 华<br>东      | 90.77        | 0.54%  | 144.03    | 0.42%  | 266.62    | 0.94%  | 212.87    | 0.89%  |
| 华<br>中      | -            | -      | 14.36     | 0.04%  | 32.12     | 0.11%  | -         | -      |
| 西<br>北      | 77.79        | 0.46%  | 69.77     | 0.20%  | -         | -      | -         | -      |
| 华<br>南      | 353.78       | 2.10%  | -         | -      | -         | -      | 25.5      | 0.11%  |
| 小<br>计      | 2,083.45     | 12.38% | 5,364.58  | 15.50% | 3,156.06  | 11.08% | 2,071.51  | 8.67%  |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 四、公司竞争优势分析

公司自成立以来发展至今已有十年，在裘皮细分行业中已形成一定的竞争优势。

### 1、区域优势：公司位于中国裘皮之都

公司所处的河北省肃宁县及周边地区自古以来一直是我国裘皮贸易、特别是水貂皮贸易的集散地，是全国最大的原皮交易市场，年交易额近百亿元，有“中国裘皮之都”的美誉。目前，肃宁地区是我国最大的裘皮贸易集散地和裘皮半成品和成品批发贸易中心，也是裘皮行业原料价格和成品价格形成中心。地区形成了丰富的皮草文化，原材料供应充分，裘皮企业集聚，便于公司及时抓住市场信息，迅速决策；区内拥有裘皮制作技艺的当地人口非常普遍，很多高级技师来自港资和外资企业，劳动力要素资源丰富。

公司的区域优势使得公司在过去的十年中发展成为行业内销售规模最大的企业。

**图表 18 2009 年裘皮行业前十大厂商及其销售收入水平**

| 排名 | 企业名称          | 销售收入(亿元) |
|----|---------------|----------|
| 1  | 华斯农业开发股份有限公司  | 3.46     |
| 2  | 桐乡市银杉皮草有限公司   | 1.67     |
| 3  | 浙江中辉皮草有限公司    | 1.58     |
| 4  | 北京圣龙皮草有限公司    | 1.52     |
| 5  | 北京元隆皮草皮革有限公司  | 1.02     |
| 6  | 河北西曼实业集团有限公司  | 0.93     |
| 7  | 京都皮草有限公司      | 0.85     |
| 8  | 河北天龙皮草有限公司    | 0.80     |
| 9  | 河北库氏皮草有限公司    | 0.76     |
| 10 | 海宁沃姆斯皮草制品有限公司 | 0.47     |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 2、独特的“公司-基地-农户”原皮生产地采购模式

从公司最近3年的情况看，生产地点收购占原皮采购的50%-80%。针对生产地点收购，公司采取以基地带动农户的“公司—基地—农户”采购模式，在国内领先建立了区域毛皮采购系统。在河北、山东、东北等养殖重点地区，公司与重点养殖基地签署獭兔、水貂的长期供货协议，通过村委会或养殖联合会为单位组织农户进行收购。2008 年前，公司与特种动物养殖基地已保持了多年紧密的、稳定的业务合作关系，自 2008 年起，通过签订长期供货协议，进一步巩固了公司与主要特种动物养殖基地的长期合作关系。公司现有长期供货协议方包括山东省烟台市、威海市、临沂市和河北省秦皇岛市在内的 20 余家村委会及中国尚村獭兔联合会。

首先，这一模式保障了发行人的原材料采购渠道优势。这种模式以发行人为中心，通过其市场影响力发展区域性养殖基地，以点带面，调动了农户的养殖积极性，并引导农户养殖优良品种、提供养殖防疫技术支持。发行人的稳定需求和支付能力保障了养殖户利益。这种模式为发行人获得稳定的原皮供应提供了有利条件。

其次，提高了发行人原材料的采购效率。多年的合作和互信关系简化了采购的议价和中间环节，采购过程中发行人执行统一的收购标准，有助于发行人采购流程、采购定价和现金管理的制度化和规范化。同时，村委会在采购过程中负责集中组织分散的农户，并协助进行统一收购和结算，有效地缩短了发行人的采购时间。

最后，保障了发行人原材料成本优势。由于发行人的加工规模优势突出，原皮需求量大并且稳定，信用度高，重点特种动物养殖区与发行人的合作意向较强，发行人通常可以较优惠的价格进行采购，降低了发行人原材料采购价格。

## 3、拥有国内唯一省级裘皮技术研究中心

裘皮行业的技术具有传统手工艺和高新技术相结合的属性。行业的主要生产流程中 60%的工序需要手工操作，自动化程度相对较低。特别是鞣制削薄、染色配色、以及服饰加工的配皮、毛工等环节，主要依靠熟练手工，要求厂商根据经验制定恰当的操作流程标准以及技师针对不同的原材料性质和产品要求进行差异化的物理或化学处理。生产工人的技术能力和熟练程度对生产效率、产品质量等有显著影响。

公司的裘皮研发中心，是国内唯一省级裘皮技术研究中心，在裘皮研发设计方面居

行业领先水平，下设专业研发部、设计部、工艺部和纸样部，由国内资深服装专家领衔，共有专业的设计师、打版师和工艺师 95 人。设计部理念强调裘皮时装化，工艺部为产品工业化提供了技术保障。公司每年将高级设计师、高级技师派往香港、米兰等地交流学习，以保持先进的国际理念和技术水平。公司的设计作品多次荣获全国裘皮服装大赛奖项，产品能够立足于不同的消费市场和消费人群，深受国内外市场的青睐。

近年来公司累计开发研制 15 项新工艺技术并进行成果转化，荣获多项全国裘皮服装大赛、貂貉狐品种大赛奖项，开发了具有国际先进水平的一毛多色、毛革一体化等工艺和新型裘皮面料产品，大大提高了公司服装服饰设计的自主创新能力和产品国际竞争力。

#### 4、高端客户优势

随着近年来稳定持续的发展，公司产品在款式设计、工艺质量、研发设计等方面得到了业界广泛认可，公司已成为德国、法国、英国、意大利等多国知名裘皮企业的最大设计、生产基地，公司通过 OEM 模式与 ESCADA、ROSENBERG & LENHART、GIULIANA TESO、BYTE、LAUREL、GRINVEST 和 YVES SALOMON 等国际一线品牌形成了长期的稳定合作关系（合作历史均超过 6 年）。这些高端客户拥有国际水平的设计研发机构和品牌运营网络，其产品需求稳定，订单提前时间较长且对价格的敏感性较低，使得公司相对于国内其他裘皮服装 OEM 企业具有明显的销售优势。

公司 ODM 产品为主要销售对象是西欧、北美、日本和香港的区域大型经销商，主要贸易伙伴包括 ALASKA BROKERAGE INTERNATIONAL CO., LTD.、R&L INTERNATIONAL TRADING CO., LTD.、CHEER FORTUNE ENTERPRISES LTD.、PARASILK INTERNATIONAL CO., LTD.、KINOSHITA BUSSAN CO., LTD.、URAI CO., LTD. 和 LEONARD GORSKI INC.（合作历史均超过 4 年）。公司 OBM 业务处在起步阶段，已经培育出“怡嘉琦”、“华斯迈莎”等自主品牌，“怡嘉琦”品牌获得了“中国驰名商标”、“中国名牌产品证书”和“中国真皮标志裘皮衣王”等称号。上述自主品牌销售呈现高速增长态势，形成了以俄罗斯及周边地区为主的外销和国内华北、东北为重点的内销客户群，产品毛利率在三种模式下最高，2009年以来，内销服装毛利率均超过 45%。

通过与一线高端品牌商合作，公司及时掌握裘皮行业的最新变化和发展趋势，不断提升公司的品牌影响力、设计能力、工艺技术和市场反应速度，在国际国内裘皮行业享有较高的行业地位。

#### 5、定价及 OBM 成长优势

公司生产采用OEM、ODM和OBM三种方式并举的业务模式。根据订单取得方式和产品差异，裘皮服饰的生产分别侧重加工、主导设计和自主品牌研发创新设计。

（1）OEM模式。公司OEM模式裘皮服饰销售主要采取直销方式，定价方面按照成本加成方式确定。定价中的成本因素：皮张成本、染色成本、辅料成本、制造费用、汇率变动因素、出口退税政策等，利润上浮比率一般在15%左右。公司依据以上原则，对产品以单件或单批分别定价。

定价原则：成本因素\*(1+利润上浮比率)

相对于国内其他裘皮服装OEM企业，公司具有明显的销售优势，成为德国、法国、英国、意大利等多国知名裘皮企业的最大设计、生产基地。

（2）ODM模式。ODM模式下的销售，公司发挥质量和面料设计优势，以国际中高档裘皮制造商、经销商为主要销售对象，与西欧、北美和日韩的区域大型经销商建立起直销

模式。定价方式同OEM模式相似，但公司有更强的议价能力，利润上浮比率一般在20%左右。

(3) OBM模式。OBM模式下，公司拥有完全的自主定价权。定价除了考虑皮张成本、染色成本、辅料成本、制造费用等因素外，还重点考虑自主设计能力、市场消费能力及供求关系等因素。产品内销以商场专柜为依托零售，产品毛利率在三种模式中最高，2009年以来，内销服装毛利率均超过45%。公司的OBM业务虽处在起步阶段，但逐渐形成了以俄罗斯及周边地区为主的外销和国内华北、东北为重点的内销客户群。

公司在未来发展计划中，将在巩固 ODM 模式下国际市场份额的同时，加强自主品牌产品市场开发，在未来 3-5 年内自主品牌裘皮服装、服饰产品销售份额从目前的 38.47% 提高到 50%以上，实现公司业务模式的整体跨越，获取较高的品牌和渠道利润。

加快销售终端建设是扩大国内市场份额和提高品牌影响力的重要手段之一。目前，公司内销方式以直销模式为主，在华北、东北和西北地区的多个城市建有二十多个销售点。公司拟用5,655.35万元募集资金投入直营店及配送中心建设项目，拟在北京、哈尔滨、大连、银川、重庆等城市的核心商圈新增直营专卖店 5 家和配送中心，巩固和加强公司在重点市场的领先地位。

图表 19 公司募投项目直营专卖店建设方案

| 序号 | 店铺类型  | 城市  | 数量 | 面积(平方米) |
|----|-------|-----|----|---------|
| 1  | 直营专卖店 | 北京  | 1  | 100     |
| 2  | 直营专卖店 | 哈尔滨 | 1  | 180     |
| 3  | 直营专卖店 | 大连  | 1  | 180     |
| 4  | 直营专卖店 | 银川  | 1  | 300     |
| 5  | 直营专卖店 | 重庆  | 1  | 200     |

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 五、盈利预测及风险提示

### 1、盈利预测

我们预计公司2010-2012年EPS为0.48、0.66、0.97元，参照目前A股可比公司潮宏基、老凤祥、海宁皮城、禾欣股份、中银绒业、大杨创世、七匹狼、雅戈尔的PE，我们给予公司2010年38倍-43倍PE，对应估值区间18.24-20.64元。询价折扣15-20%，建议询价区间为15.5-17.5元，建议挂档15.5元20%、16.5元30%、17.54元50%。

### 2、风险提示

公司产品主要销往国外，面临人民币升值带来的收入下滑风险；公司募投项目在未来建设中面临来自竞争对手的迅速成长风险；原皮占原材料成本较大，公司面临原皮价格波动和资源控制风险；公司家族企业特征明显，面临公司现代制度能否顺利建设风险。

图表 20 公司利润表预测(单位：百万元)

| 会计年度     | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 355  | 419   | 495   | 594   |
| 营业成本     | 287  | 338   | 392   | 451   |
| 营业税金及附加  | 2    | 2     | 2     | 3     |
| 营业费用     | 5    | 6     | 7     | 9     |
| 管理费用     | 14   | 11    | 12    | 12    |
| 财务费用     | 9    | -1    | -5    | -9    |
| 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   | 63    | 87    | 128   |
| 营业外收入    | 1    | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额     | 44   | 64    | 88    | 130   |
| 所得税      | 6    | 10    | 13    | 19    |
| 净利润      | 37   | 55    | 75    | 110   |
| 少数股东损益   | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司净利润 | 37   | 55    | 75    | 110   |
| EBITDA   | 51   | 65    | 84    | 122   |
| EPS（元）   | 0.44 | 0.48  | 0.66  | 0.97  |

来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系:

### (1)公司评级定义

|      | 二级市场评级                            |   | 公司质地评级           |
|------|-----------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上      | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间    | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm$ 5%之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上       |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                         |
|----|-----------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn