

华斯股份 002494.SZ

裘皮行业龙头，自主品牌促发展

◇ 报告起因：公司 IPO

裘皮制品行业领头羊，一体化效应显著

华斯股份主要从事裘皮服装、裘皮饰品、裘皮面料、裘皮皮张的生产与销售，是我国裘皮行业生产规模最大的龙头企业。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。公司在多年的业务实践中针对不同环节建立相适应的管理制度和架构，实现了整个产业链的有效协同运作。公司销售已形成一定网络，市场覆盖欧、美、俄、日、香港等二十多个国家与地区，成为众多国际品牌在中国的最大供应商之一。公司采取灵活的销售策略，业务包括了OEM、ODM和OBM三种模式，2009年高毛利的OBM模式销售收入占其销售收入总额比例提升到近40%。

◆ 高档皮革市场需求增长迅速，公司高成长性仍可持续

2005年至2009年，世界裘皮服饰及原料出口总额年复合增长率达6.88%。中国的毛皮及制品进口额在2002年至2008年期间，年复合增长率达到18.09%。中国皮革协会估计未来几年仍将以年均20%的速度增长。2007-2009年，公司的营业收入复合增长率为17.89%；归属于本公司股东的净利润复合增长率达到192.25%；毛利率从10.95%提升到19.33%，未来仍将收益于裘皮需求的快速增长。

◆ 原皮采购能力强大，创立自主品牌

，国内采购以“公司-基地-农户”模式保证了公司的原皮稳定供应，而且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。公司制定了行业广泛认可的裘皮原料分级标准，并拥有强大的专业采购团队。自主设计品牌“怡嘉琦”已经成功打入俄罗斯及周边市场，且取得良好销售成绩，证明了公司的品牌经营能力以及良好的销售能力。

◆ 建议询价区间

预计华斯未来三年业绩增长主要来自产能瓶颈的突破、自有品牌成长等因素。预测公司2010-2012年摊薄后EPS分别为0.48元、0.63元和0.87元，对比A股部分相似企业的估值水平，我们认为市场合理价值区间为2010年37-42倍PE，即二级市场的合理价格为17.76~20.16元，建议一级市场询价区间为15.98-18.14元。

业绩预告和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	295	355	395	465	597
净利润（百万元）	21	37	55	72	98
每股收益	0.19	0.33	0.48	0.63	0.87
每股自由现金流	-0.11	-0.05	0.05	-1.41	-0.57
(FCFF)					
经营性 ROIC	9.67%	12.93%	14.21%	11.00%	12.29%
ROE（归属母公司）	17.28%	17.12%	6.48%	7.98%	10.09%
（摊薄）					

合理申购价格	15.98-18.14 元
预计上市合理价	17.76-20.16 元
询价开始日期	10 月 13 日

分析师：

李婕

联系人：

谢宁铃

021-2216 9127

xienl@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	28.50
发行后总股本(百万股)	113.50
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-10-20
主承销商	华泰联合证券有限责任公司
主要股东	贺国英
第一大股东持有比例(%)	56.47%

募股资金投向

项目名称	(百万元)
裘皮服装、服饰精深加工技术改造项目	43.35
裘皮服饰生产基地项目	80.33
直营店及配送中心建设项目	56.55
裘皮技术研发中心建设项目	29.77
其他与主营业务相关的营运资金	50.00
总金额	260.00

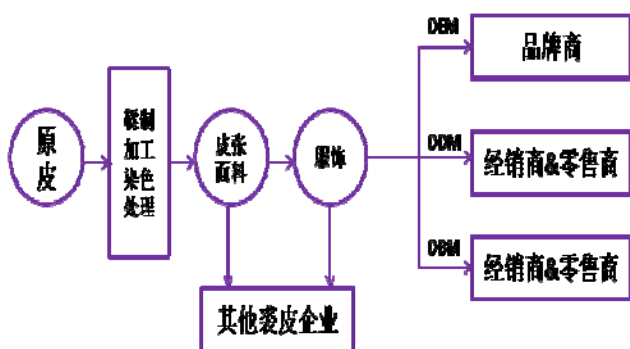
1.0 公司概况

1.1 公司简介

华斯农业开发股份有限公司成立于 2000 年 10 月，是由河北华斯实业集团有限公司整体变更设立的股份公司，注册资本 8,500 万元，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，于 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。

图表 1： 业务涉及产业链所有环节

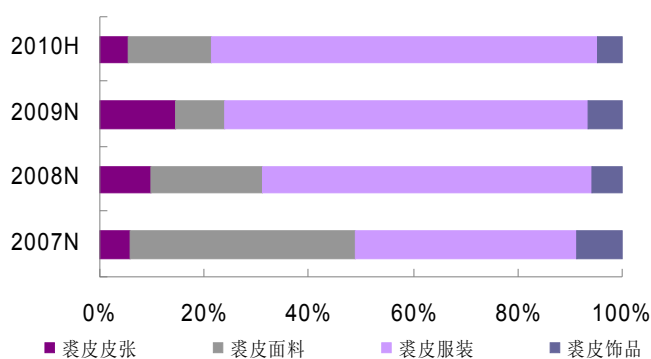
工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 2： 裘皮服装为销售收入主要来源

主营业务收入图（按产品划分）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

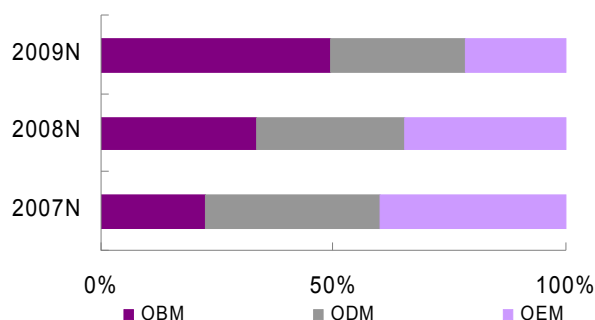
1.2 主营突出，业务模式向 OBM 升级

在公司的产品结构中，裘皮服装和饰品为最主要的构成部分，2009 年共生产 26.98 万件，销售金额达到 2.62 亿元，占主营业务收入的 76%。

生产方面，公司以销定产，根据裘皮产业链和区域市场特点，灵活采取国际原始设备制造商(OEM 模式)、国际原始设计制造商(ODM 模式)和自有品牌生产商(OBM 模式)相结合的方式，向国内外市场提供产品，它们分别侧重加工、主导设计和自主品牌研发设计三个方面。近年来，公司不断由行业前端向高附加值的行业后端延伸，2009 年，高毛利的 OBM 模式销售收入占其销售收入总额比例提升到近 40%。

图表 3：OBM 业务占比逐年提升

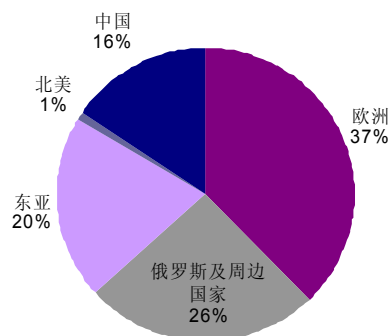
主营业务收入图（按业务模式划分）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 4：海外为主要市场

主营业务收入图（按地域划分）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.3 主销海外，近三年营业收入快速增长

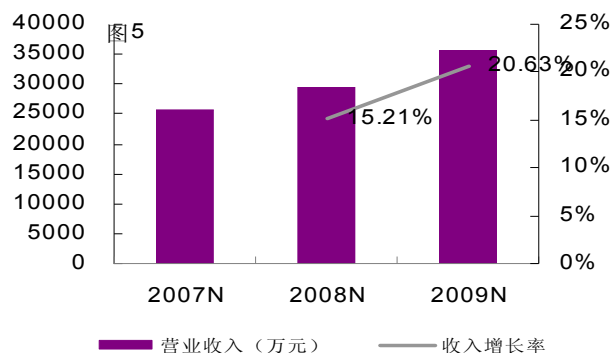
公司灵活采用销售策略，对西欧和美国采取与国际品牌合作，成为众多国际品牌在中国的最大供应商之一；但对俄罗斯及周边地区、中国华北、东北，采取自主品牌销售。虽然内销市场不断扩大，但现阶段公司收入仍然依靠海外市场，2009 年海外销售占总销售收入的比重仍维持在 85%。

OEM 产品的主要销售对象是西欧地区的国际一线品牌商（例如 ESCADA 等），合作历史均超过 6 年。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。OBM 模式下，外销采取直接与最终客户签订购销合同、直接销售的主要模式，以向俄罗斯及周边国家地区销售“怡嘉琦”品牌裘皮服饰为主。内销以直接销售为主，商场代销为辅，“怡嘉琦”、“华斯迈莎”品牌分别针对高端、中端市场。

2007-2009 年，公司的营业收入复合增长率为 17.89%；归属于本公司股东的净利润复合增长率达到 192.25%，净利润的增幅远远高于营业收入增幅，受惠于快速提升的毛利率、有效控制的期间费用、优惠的所得税税率等，体现出高成长性和良好的盈利能力。

图表 5：收入增长迅猛

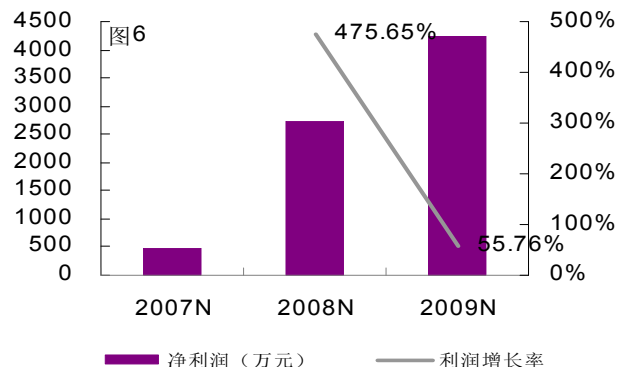
收入变化图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 6：利润快速提升

净利润变化图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.4 股权结构集中

本次 IPO 发行前公司共有 13 名股东，其中 5 个法人股东。控股股东、实际控制人为贺国英先生，占有公司发行前 56.47%、发行后 42.29% 的股权。本次拟上市发行 2,850 万股，占发行后总股本的 25.11%。

表 1：公司 IPO 前后股权分布情况

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	股本数量 (万股)	所占比例	股本数量 (万股)	所占比例
一、有限售条件流通股	8,500.00	100.00%	8,442	74.89%
贺国英	4,800.00	56.47%	4,800	42.29%
众易实业	1,107.43	13.03%	1,107.43	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%
本次发行流通股	-	-	2,850.00	25.11%
合计	8,500.00	100.00%	11,350.00	100.00%

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

2.0 裘皮行业分析

2.1 裘皮产品特性、供求关系，以及有利的产业政策

裘皮产品的基本属性是保暖御寒，公司主导产品裘皮服装为裘皮行业的高附加值产品，不但原料价格昂贵，而且设计和技术含量高，具有较高的品牌价值和工艺品价值，带有一定的奢侈品属性。

需求方面，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%。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。而供应方面，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。

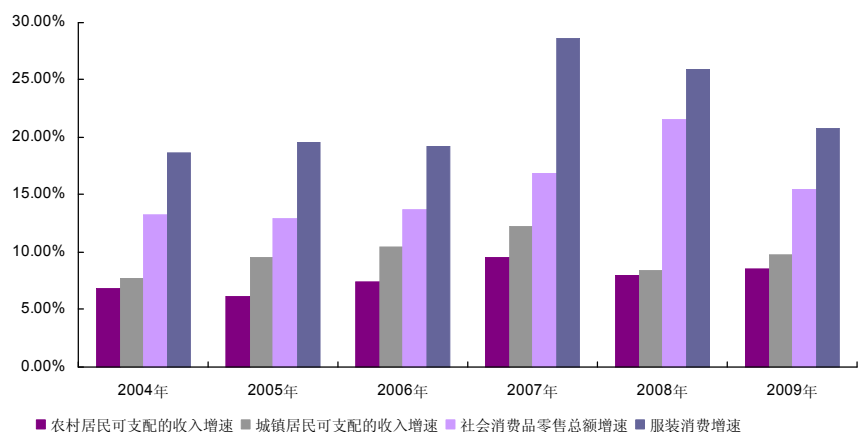
行业农业属性突出。因此，2008 年农业部《“一村一品”特色产业项目计划》、2009 年中央一号文件《中共中央国务院关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》都让裘皮行业作为农村产业升级的代表行业受到政策的支持。此外，产业的深化升级受到了轻工业调整政策的支持。作为立足农村、收购农产品和聘用农民工的三农企业，华斯股份未来将继续受惠于以上鼓励政策。

2.2 我国裘皮市场快速发展

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。在国内经济增长、城市化推进、消费升级的推动下,中国的毛皮及制品进口额从 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 7：服装消费增速高于居民收入增速

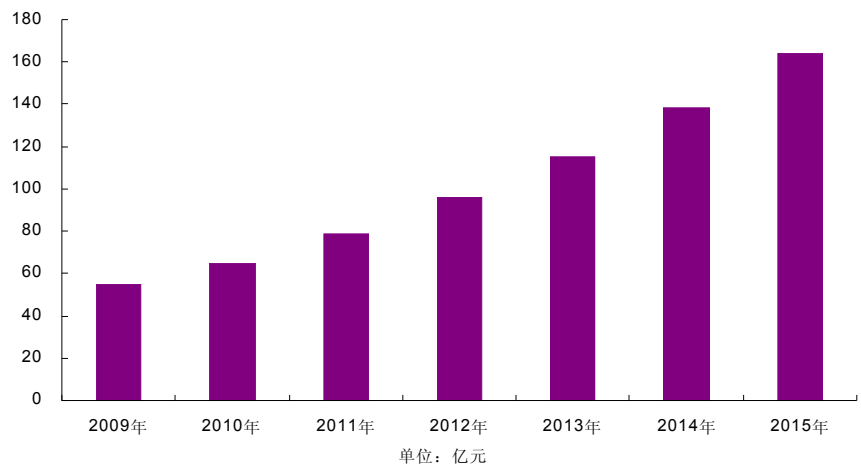
收入、总零售与服装消费增长速度比较图



资料来源：光大证券研究所

图 8：裘皮服饰需求未来仍将保持快速增长

行业容量增长图



资料来源：光大证券研究所

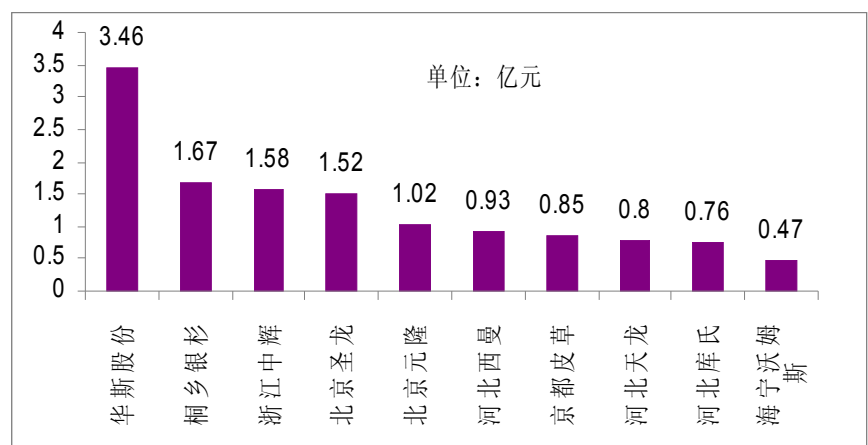
3.0 公司竞争地位

3.1 公司主要竞争对手

我国裘皮生产商最初从事毛皮鞣制染色和加工，行业集中度较低，技术水平不高、定位于低端市场。目前，我国裘皮行业龙头企业逐步向利润率较高的品牌运营环节转型，由 OEM、ODM 向 OBM 升级。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。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。

图 9：市场龙头，销售额领先

2009 年裘皮行业前十大公司销售额比较图



资料来源：光大证券研究所

3.2 公司竞争优势

产业链完整，一体化效应显著

公司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，是国内规模最大、加工层次最深、产业链条最长、连接农户最多的裘皮制造企业。整个流程涉及农户、养殖基地、国际拍卖行、国际品牌商等多种类型合作主体，各个环节的组织管理模式皆不相同，公司在多年的业务实践中针对不同环节建立相适应的管理制度和架构，实现了整个产业链的有效协同运作。

协同运作主要体现在产品设计可以促使工艺技术不断创新，工艺创新为设计带来更大的施展空间。同时，各个生产环节中公司制定的生产流程控制标准，在每道环节中对产品质量进行层层把关，降低了管理成本和运营成本，保证了产品制作质量、国际订单的供应，具有较强的抗风险能力。

依托地域优势，原皮采购能力强大，品质控制能力突出

裘皮服装需要的原皮品类众多，包括水貂、獭兔、貉子和狐狸等，从品种、颜色、质量、尺寸和净度、价格等方面具有显著的非标准化特征。

公司建立了快速、稳定的采购渠道：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，公司所处的河北省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，原材料供应充分，公司通过此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。

而且，我国特种动物养殖行业的养殖主体为各地农户，其养殖规模一般较小，主要以现金交易作为主要的收购结算方式，对信誉良好的大型裘皮制造商较为偏好。因此，公司与各地农户建立长期合作关系，有助于形成信用壁垒，提高潜在竞争者进入门槛。

更关键的是，公司制定了行业广泛认可的裘皮原料分级标准，并拥有强大的专业采购团队。公司在分级环节中建立了针对品种、颜色、质量、尺寸和净度差别的五级分类标准，实现了非标原料的同质化分类和各类原皮资源的优化配置，保障最终产品颜色、光泽和毛绒致密程度的统一。分类标准，例如“华斯一级”、“华斯二级”等成为业内公认的评定术语。而公司储备的近 80 名采购人员，具有丰富的专业检验经验，不仅熟悉各类原皮属性和各产地原皮的特点，而且了解加工处理的特点和要求，从而能够在收购现场即时判定各原皮的细微差别，并根据其潜在的可开发价值进行评估定价。

拥有众多高端客户，合作关系长期稳定

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 模式的企业具有明显的销售优势。

公司 ODM 产品主要销售对象是西欧、北美、日本和香港的区域大型经销商，主要贸易伙伴有 ALASKA BROKERAGE INTERNATIONAL、R&L INTERNATIONAL TRADING、CHEER FORTUNE ENTERPRISES、PARASILK INTERNATIONAL、KINOSHITA BUSSAN、URAI 和 LEONARD GORSKI，合作历史均超过 4 年。

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，不断提升公司的设计能力、工艺技术和市场反应速度。

建立自有品牌，强化技术优势

经过多年培育，公司 OBM 业务已经树立起“怡嘉琦”、“华斯迈莎”等自主品牌，打造出“尊贵典雅、时尚独特”的品牌形象。“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，在市场上形成一定的知名度。

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，共有专业的设计师、打版师和工艺师 95 人。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。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，设计产品深受国内外市场的青睐。

4.0 财务情况分析

4.1 高毛利的 OBM 收入占比逐年提高

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。目前公司已经培育出“怡嘉琦”、“华斯迈莎”等自主品牌。

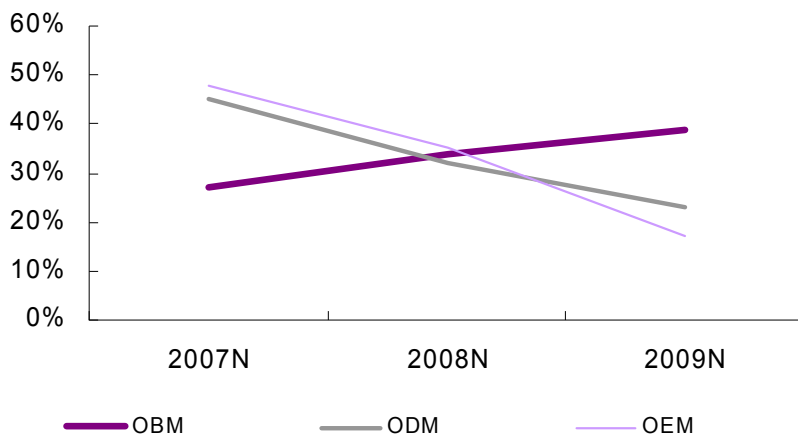
公司 OEM 模式裘皮服饰销售主要采取直销方式，定价方面按照成本加成方式确定，利润上浮比率一般在 15% 左右。ODM 模式下的销售，公司发挥质量和面料设计优势，与西欧、北美和日韩的区域大型经销商建立起直销模式。公司有更强的议价能力，利润上浮比率一般在 20% 左右。OBM 模式下，公司拥有完全的自主定价权。内销以商场专柜为依

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。

从下图中看出，过去三年 OBM 业务在公司销售收入中所占比重逐年提升，相对应的低附加值的 OEM 业务比重逐年下降。这不仅符合公司“动态升级”、“树立品牌”的发展策略，也有效提升了整体盈利能力。

图 10：OBM 业务占比逐年提升

主营业务收入图（按业务模式划分）

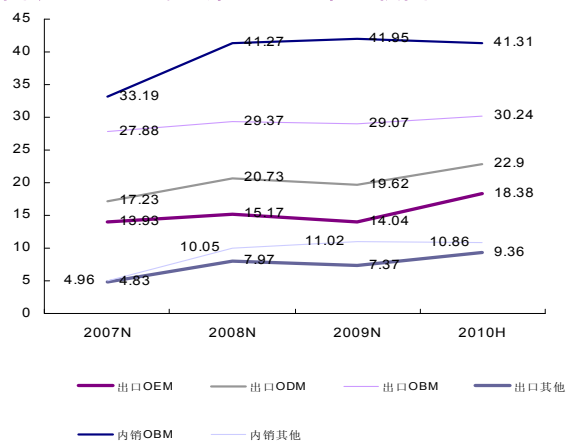


资料来源：光大证券研究所

4.2 综合毛利率呈不断增长趋势

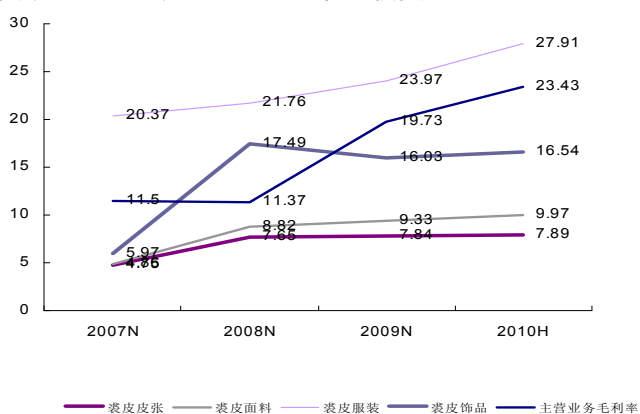
2007 年度-2010 年上半年，公司营业毛利率分别为 10.95%、16.89%、19.33%和 22.90%，毛利率逐年大幅提升。一方面是业务模式升级中扩大毛利率较高的 ODM 和 OBM 比例，另一方面，也由于公司不断优化产品结构，策略性地主动提升高附加值产品的生产。高毛利的裘皮服装占销售收入的比例逐年，由 2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月分别为 42.23%、62.99%、69.53%和 73.91%。

图表 11：公司分渠道毛利率比较图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 12：公司分产品毛利率比较图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

4.3 偿债能力增强，资产质量逐年改善

财务指标	2010-6-30	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
资产负债率	31.85 %	35.04 %	48.68 %	72.86 %
流动比率	2.84	2.49	1.56	1.24
速动比率	1.30	1.06	0.43	0.38
利息保障倍数	9.91	6.42	6.28	1.78
应收账款周转率	7.26	12.17	8.89	9.14
存货周转率	0.82	1.87	1.76	1.67

上表看出，公司的流动比率、速动比率分析、长期偿债能力都得到改善，债务风险较低。此外，由于公司采取各种有效措施积极催收货款，保证了资金快速回笼，资产周转速度逐年提高。同时，公司的存货管理制度对订单预测准确且生产安排合理，管理运营效率较高。

5.0 募集资金项目分析

公司拟公开发行 2,850 万股 A 股，所募集资金主要用于以下 5 个项目，总计投资额为 2.6 亿元。

序号	项目名称	投资额(万元)
1	裘皮服装、服饰精深加工技术改造项目	4,335.06
2	裘皮服装、服饰生产基地项目	8,033.08
3	直营店及配送中心建设项目	5,655.35
4	裘皮工程技术研发中心建设项目	2,976.51
5	其他与主营业务相关的营运资金	5,000.00
	合 计	26,000.00

项目	内容用途	建设周期
裘皮服装、服饰精深加工技术改造	新增年产裘皮服装 2 万件、饰品 1.8 万件	1 年
裘皮服装、服饰生产基地	新增高档裘皮服装 9 万件、饰品 4 万件	1 年
直营店及配送中心建设	新增 5 个直营专卖店	1 年
裘皮工程技术研发中心建设		1 年
其他与主营业务相关的营运资金		1 年
合计		1 年

本次募集资金投资项目实施后，公司的研发设计和生产能力将大幅提升。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 月产销率更是分别达 140.20%和 105.19%，产品明显供不应求，产能瓶颈极大限制了公司的销售增长。技改项目和生产基地项目投产后，预期公司的裘皮服装及服饰产量将提升 83.15%和 50%，能更好的满足市场需求。

同时，直营店及配送中心建设项目的实施也将使公司国内销售网络快速拓展、国内市场份额有效提升。公司拟新建 5 个直营专卖店和配送中心（以购买方式获得），分别位于北京、哈尔滨、大连、银川、重庆，面积共计 960 平方米，直接提高公司在该地区的市场占有率，并使营业收入和净利润将保持快速增长势头，有助于公司在今后的经营与竞争中继续保持行业领先优势

6.0 盈利预测与估值

6.1 前提假设

我们对华斯股份进行盈利预测的基本假设包括：

- （1）公司 2010-2012 年营业收入增速分别为 11.3%、17.6%、28.3%；
- （2）公司仍然实行成本加成定价法，毛利率稳步提升，2010-2012 年毛利率分别为 22.8%、24.1%、25.8%；
- （3）公司国内每年新开 5 家门店，继续扩大内销；
- （4）2010-2012 年销售费用占营业收入比重分别 2.5%、3.0%和 3.0%；
- （5）公司 2010-2012 年管理费用占营业收入比重分别 4.2%、4.0%和 4.0%；
- （6）公司 2010-2012 年实际税率为 15%；
- （7）公司 IPO 不超过 2,850 万股，盈利预测按发行后 11,350 万股总股本计算。

公司具体业务的盈利预测如下：

主营业务收入	项目	2008N	2009N	2010E	2011E	2012E
出口						
OEM	服装	61.84	62.12	70.00	78.40	94.08
	饰品	6.06	5.74	6.00	7.00	8.00
ODM	服装	74.60	83.16	95.00	109.00	141.70
	饰品	9.71	9.90	10.00	10.50	11.03
OBM	服装	33.35	70.82	92.89	113.33	153.00
	饰品	0.01	1.60	3.63	4.00	5.80
其他	皮张	15.22	29.16	12.96	14.00	14.00
	面料	52.37	29.89	33.00	33.00	30.00
	合计	253.16	292.38	323.48	369.23	457.60

内销						
OBM	服装	9.56	24.51	40.00	60.00	100.00
	饰品	1.07	5.08	8.00	8.90	12.91
其他	皮张	12.33	21.62	10.00	13.50	13.00
	面料	8.60	2.44	2.00	2.60	2.00
	合计	31.56	53.65	60.00	85.00	127.91
主营业务收入		284.72	346.03	383.48	454.23	585.51
其他业务收入		9.92	9.39	12.00	10.84	11.23
营业收入		294.64	355.41	395.48	465.07	596.73

6.2 绝对与相对估值

绝对价值评估

从绝对估值来看，根据 DCF 估值，公司的合理价值为 17.98 元。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
$\beta(\beta_{levered})$	1.14
Rm-Rf	9.62%
Ke(levered)	14.33%
税率	15.00%
Kd	4.51%
Ve	322.4
Vd	82.5
目标资本结构	40.00%
WACC	10.40%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-180.12	-9.00%
第二阶段	841.39	42.02%
第三阶段 (终值)	1,340.89	66.97%
企业价值 AEV	2,002.15	100.00%
加：非经营性净资产价值	121.32	6.06%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	82.50	-4.12%
总股本价值	2,040.97	101.94%
股本 (百万股)	113.50	-
每股价值 (元)	17.98	-
PE (隐含)	37.39	-
PE (动态)	0.00	-

相对价值评估

公司归属裘皮行业，A 股中无直接可比公司。选择有部分类似的个股，作为进行相对估值的参考，包括同属于皮革裘皮行业的海宁皮城，品牌服装企业美邦服饰、七匹狼、凯撒股份、报喜鸟和探路者，具备奢侈品属性的老凤祥、潮宏基，生产模式上相似的中银绒业。上述公司 2010 年平均 PE 水平为 48.78 倍。

根据公司的基本面和未来良好的成长性，我们预测 10-12 年摊薄后 EPS 分别为 0.48 元、0.63 元和 0.87 元。对比 A 股市场服装企业的估值水平，我们认为希努尔男装的合理价值区间应为 2010 年 37-42 倍的市盈率，即 17.76 ~ 20.16 元。

表 14：华斯股份盈利及估值比较

	公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE
002269.SZ	美邦服饰	28.30	0.60	0.73	0.97	47.07	38.86	29.07
002029.SZ	七匹狼	31.70	0.72	0.96	1.22	43.98	33.02	26.02
002425.SZ	凯撒股份	32.00	0.73	0.73	0.96	43.85	43.68	33.16
002154.SZ	报喜鸟	25.86	0.64	0.83	1.07	40.49	31.00	24.14
300005.SZ	探路者	29.15	0.66	0.40	0.59	44.35	72.03	49.67
000982.SZ	中银绒业	15.53	0.23	0.40	0.54	66.14	39.16	28.51
600612.SH	老凤祥	34.85	0.47	0.63	0.82	74.35	55.46	42.66
002345.SZ	潮宏基	38.20	0.94	0.66	0.86	40.67	58.20	44.42
002344.SZ	海宁皮城	52.01	0.46	0.72	1.30	104.40	67.61	37.13
	平均					56.14	48.78	34.98

数据来源：光大证券研究所

7.0 风险提示

7.1 价格剧烈波动带来的存货减值风险

2007 年-2010 年 6 月各期末公司存货余额较高，2010 年 6 月末，公司存货占总资产的 44.47%。在以后的经营年度中，若经济环境发生剧烈恶化造成原料价格、面料价格或裘皮服装价格发生剧烈波动，则公司可能面临存货减值风险。

7.2 汇率波动风险

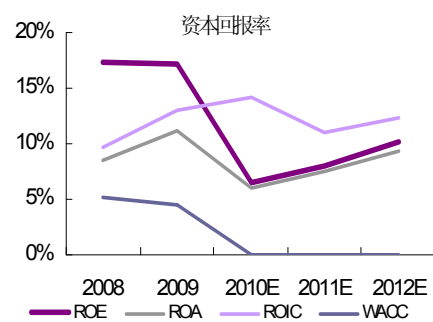
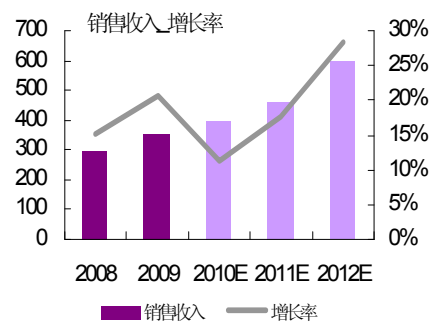
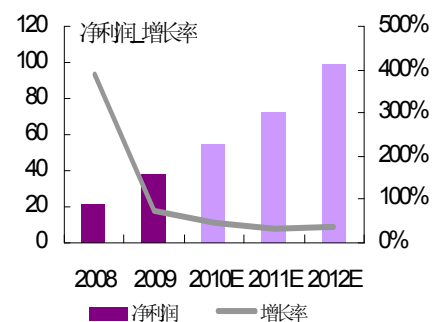
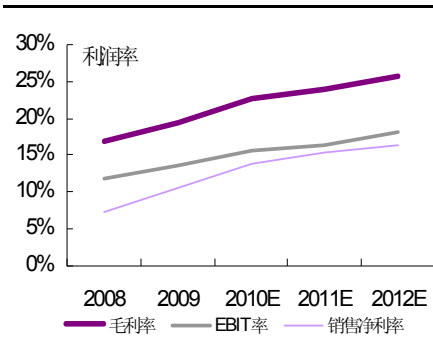
过往 3 年，公司出口收入占当期营业收入的比例均在 80%以上，海外销售区域主要为欧洲、东亚、俄罗斯及北美等，结算货币均为美元。汇率可能随着国内外政治、经济环境的变化而波动，具有较大的不确定性。人民币汇率的变动将影响公司出口产品的境外价格，从而影响公司的盈利能力。

7.3 原材料采购和劳动力成本上升的风险

公司主要原材料为各种动物原皮(包括水貂皮、獭兔皮、狐狸皮等), 2009 年度主要原材料成本占主营业务成本的 78.84%。虽然公司在产品定价方面具有较强的自主定价权, 可以根据原材料价格变动调整产品定价, 转嫁原材料价格波动风险, 但如果主要原材料的价格波动过大, 仍将对公司产品成本产生较大影响

同时, 2009 年度, 公司人工成本占产品成本的比重为 7.91%。随着公司业务规模不断扩大, 对熟练工人需求进一步加大, 公司的人工成本也在逐年增加。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	295	355	395	465	597
营业成本	245	287	305	353	443
折旧和摊销	0	29	6	10	14
营业税费	2	2	2	2	3
销售费用	4	5	10	14	18
管理费用	10	14	17	19	24
财务费用	7	9	-1	-5	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	1	1	1
营业利润	27	42	63	83	115
利润总额	29	44	64	84	116
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	21.40	37.38	54.59	71.72	98.38

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	250	336	899	960	1,046
流动资产	192	272	797	681	701
货币资金	14	87	594	445	403
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	29	25	30	35	45
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	8	2	4	5	6
存货	140	156	168	194	244
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0	0
固定资产	48	57	86	227	286
无形资产	4	6	7	7	7
总负债	123	118	56	62	71
无息负债	54	35	56	62	71
有息负债	69	83	0	0	0
股东权益	126	218	843	898	975
股本	68	85	114	114	114
公积金	17	108	658	669	683
未分配利润	39	25	72	116	178
少数股东权益	3	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	9	21	61	48	55
净利润	21	37	55	72	98
折旧摊销	0	29	6	10	14
净营运资金增加	42	53	9	48	92
其他	-55	-99	-8	-82	-150
投资活动产生现金流	3	-5	-43	-186	-80
净资本支出	-4	-6	44	187	81
长期投资变化	3	0	0	0	0
其他资产变化	4	2	-86	-372	-160
融资活动现金流	-11	57	488	-11	-17
股本变化	8	17	29	0	0
债务净变化	-4	14	-83	0	0
无息负债变化	-19	-19	21	5	9
净现金流	1	74	507	-149	-41

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.21%	20.63%	11.27%	17.60%	28.31%
净利润增长率	389.06%	74.65%	46.02%	31.38%	37.17%
EBITDA 增长率	142.59%	124.38%	-13.36%	28.31%	42.34%
EBIT 增长率	142.59%	40.31%	26.73%	24.72%	41.51%
盈利能力 (%)					
毛利率	16.89%	19.33%	22.81%	24.06%	25.78%
EBITDA 率	11.74%	21.84%	17.00%	18.55%	20.58%
EBIT 率	11.74%	13.66%	15.55%	16.50%	18.19%
税前净利润率	9.70%	12.31%	16.24%	18.14%	19.40%
税后净利润率 (归属母公司)	7.26%	10.52%	13.80%	15.42%	16.49%
ROA	8.52%	11.12%	6.07%	7.47%	9.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.28%	17.12%	6.48%	7.98%	10.09%
经营性 ROIC	9.67%	12.93%	14.21%	11.00%	12.29%
偿债能力					
流动比率	1.56	2.49	16.68	12.84	11.29
速动比率	42.65%	106.23%	1316.50%	917.40%	736.72%
归属母公司权益/有息债务	1.79	2.65	-	-	-
有形资产/有息债务	3.54	3.99	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.19	0.33	0.48	0.63	0.87
每股红利	0.00	0.00	0.14	0.19	0.26
每股经营现金流	0.08	0.18	0.54	0.42	0.48
每股自由现金流(FCFF)	-0.11	-0.05	0.05	-1.41	-0.57
每股净资产	1.09	1.92	7.43	7.91	8.59
每股销售收入	2.60	3.13	3.48	4.10	5.26

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。