

2010 年 10 月 15 日



华斯股份 (002494) 研究报告

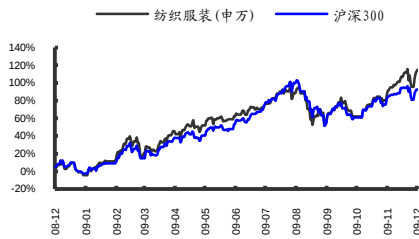
裘皮龙头企业 内销市场待开拓

毛皮鞣制及制品业

合理估值区间: 17-21 元

评级: 暂不评级

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
纺织服装	15.6	32.6	114.8
沪深 300	5.8	17.7	92.2

重要数据 2010. 10. 14

发行价格	待定
发行前总股份	8500 万
发行股数	2850 万
发行后股份	11350 万
主承销商	华泰联合证券

发行后股本结构

主要股东	持股比例
贺国英	42.29%
众易实业	9.76%
公众股东	25.11%

分析师

卜忠东 (执业证书编号 S0350207100527)

电话: 0755-83716694

邮件: buzhd@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司是国内裘皮行业的龙头企业, 拥有从原材料采购到裘皮服饰销售的完整业务流程, 其主导产品包括裘皮皮张、裘皮面料、裘皮服装和裘皮饰品, 其中裘皮服装是公司收入的主要来源。凭借其多年积累的经验及品质, 多家世界一流的裘皮服饰品牌商和贸易商选择华斯股份作为生产基地。
- 裘皮行业具有较高的进入壁垒, 且行业集中度较低, 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。公司具有地域优势、管理优势和技术研发优势, 且拥有对原皮的控制和开发优势和高端的客户资源, 业务模式从 OEM 向 ODM 和 OBM 模式转化, 并正大力开拓国内市场, 盈利能力有望逐渐提升。但公司目前产能严重不足, 品牌影响力尚需加强。
- 公司拟向社会公开发行人 2,850 万股新股, 拟募集资金 2.6 亿元。募集资金主要用于公司现有产品升级、产能扩大以及以公司核心技术为基础开发的新项目。
- 预计公司未来业绩有望持续增长, 2010-2012 年每股收益可能分别为 0.46 元、0.61 元和 0.91 元。预计公司合理估值在 17-21 元。
- 汇率变化及出口市场的变化有可能影响公司的盈利能力, 其项目建设存在一定的不确定性。

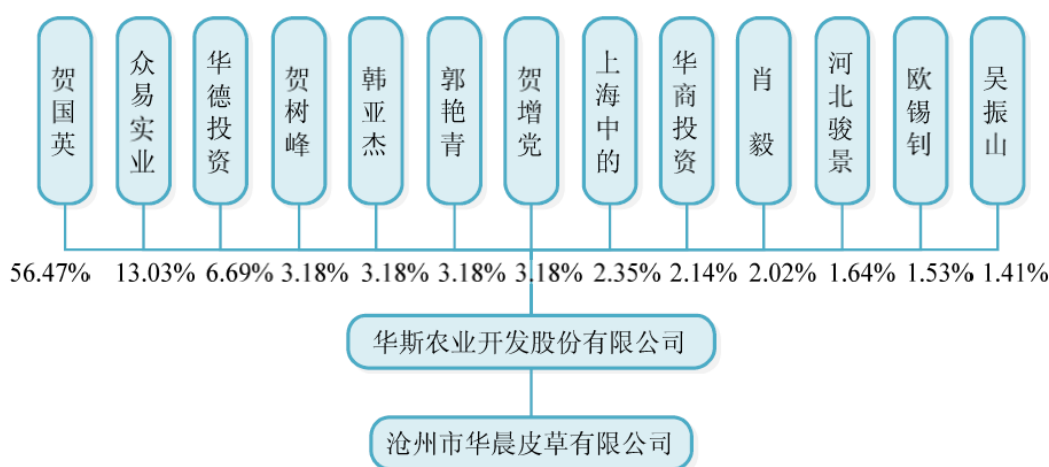
预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	355.41	381.29	473.44	657.72
收入同比 (%)	20.63	7.28	24.17	38.92
净利润 (百万元)	37.38	52.21	69.18	103.02
摊薄每股收益 (元)	0.51	0.46	0.61	0.91
摊薄每股净资产 (元)	2.57	4.67	5.28	6.19
ROE (%)	19.84	9.85	11.55	14.70

IPO 发行股权结构

华斯股份（002294）是由原河北华斯实业集团有限公司整体变更设立的股份有限公司。公司主要从事特种养殖动物毛皮深加工以及裘皮服装、饰品的设计、研发和制造，主营业务包括裘皮服装和饰品的设计、生产及销售；裘皮皮张和裘皮面料的制造和销售。公司的业务范围包括了从原材料采购到裘皮服饰销售的完整业务流程，是国内裘皮行业的龙头企业，多家世界一流的裘皮服饰品牌商和贸易商选择华斯股份作为生产基地。

公司 IPO 发行前的股权结构如下图，实际控制人为董事长贺国英。

图 1 公司 IPO 发行前的股权结构



资料来源：招股说明书

未来几年，裘皮行业有望保持稳步增长的态势

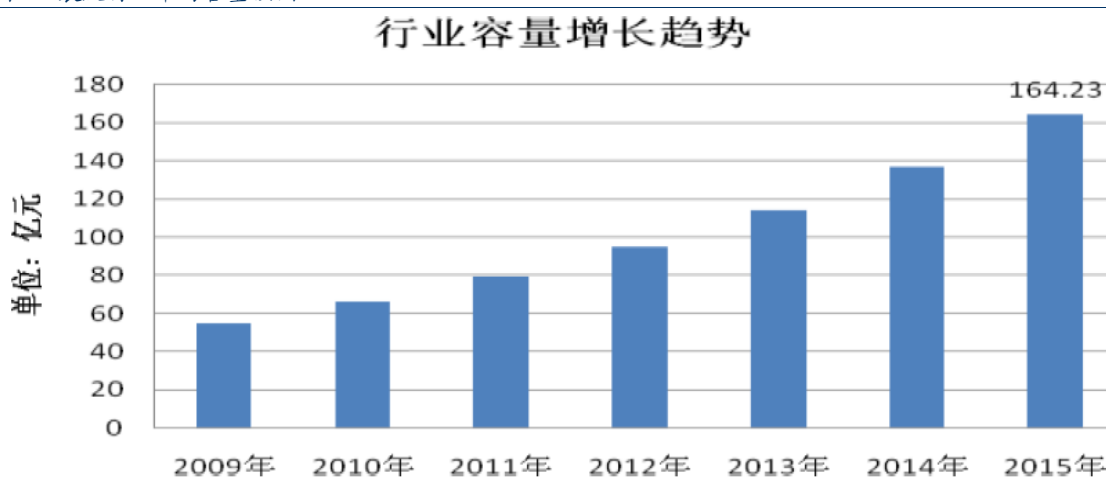
公司所处的行业是毛皮鞣制及制品业，俗称裘皮行业。裘皮制品作为高端消费产品，天然保暖性和奢侈品属性兼备；其基本原料是特种养殖动物的毛皮，单位价值高，非标化属性突出；生产中对技术工艺要求较高。基于上述属性，从事裘皮服饰制造企业必需具备资金雄厚、人力资源和行业经验丰富、技术工艺先进等能力，这使得该行业的进入壁垒较高。

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% (国家统计局)。

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。目前，西欧、日本和香港地区属于裘皮制造产业的领先者；而中国已经成为世界裘皮行业最大的生产和加工基地，占世界裘皮加工总量的 45% 左右。

裘皮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。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 2 裘皮行业市场容量预测



资料来源：招股说明书 国海证券研究所

公司主营业务分析：盈利能力呈现稳中有升的态势

公司主营业务包括裘皮服装和饰品的设计、生产及销售；裘皮皮张和裘皮面料的制造和销售。裘皮产品具有天然的保暖御寒属性及奢侈品属性，其原材料的非标性和贵重性使该行业具有相对高的进入壁垒。公司业务范围包括了从原材料采购到裘皮服饰销售的完整业务流程，其主导产品包括裘皮皮张、裘皮面料、裘皮服装和裘皮饰品，其中裘皮服装是公司收入的主要来源，具体见下表 1。

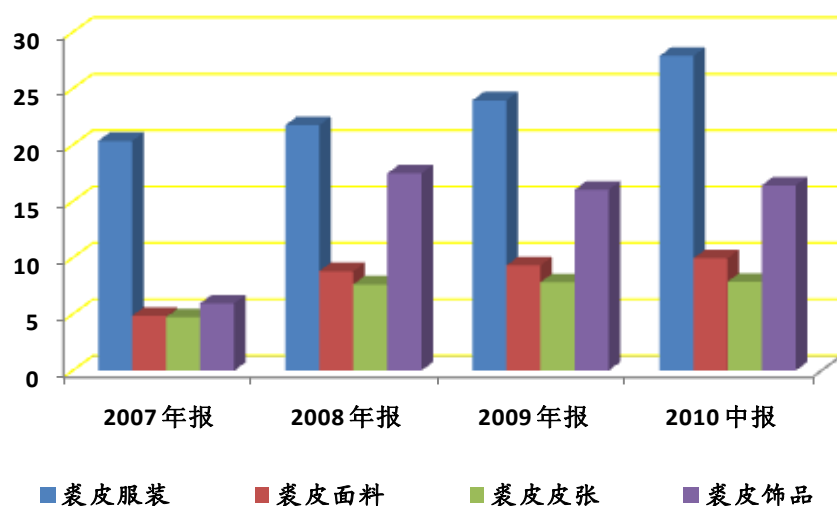
从下表 1 和图 3 可看到：公司裘皮服装的毛利率逐年提升，在主营业务收入中的比重也逐渐增加；而毛利率相对低的裘皮皮张和裘皮面料等半成品占主营收入的比重则逐年下降。产品结构的调整保证了公司盈利能力的逐年提升，其盈利能力的具体变化见下图 4。从图 4 可看到：2007 年以来，公司销售毛利率和净利率稳步提升，期间费用率则相对平稳，盈利能力呈现向好的发展态势。

表 1 公司主营收入构成 (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 (%)
裘皮皮张	885.55	5.26	5,078.22	14.67	2,754.36	9.67	1,399.44	5.86
裘皮面料	2,684.91	15.95	3,232.98	9.34	6,096.45	21.41	10,291.28	43.08
裘皮服装	12,437.46	73.91	24,061.50	69.53	17,936.63	62.99	10,088.24	42.23
裘皮饰品	820.62	4.88	2,233.28	6.45	1,686.01	5.92	2,112.36	8.84
合 计	16,828.54	100.00	34,605.98	100.00	28,473.44	100.00	23,891.32	100.00

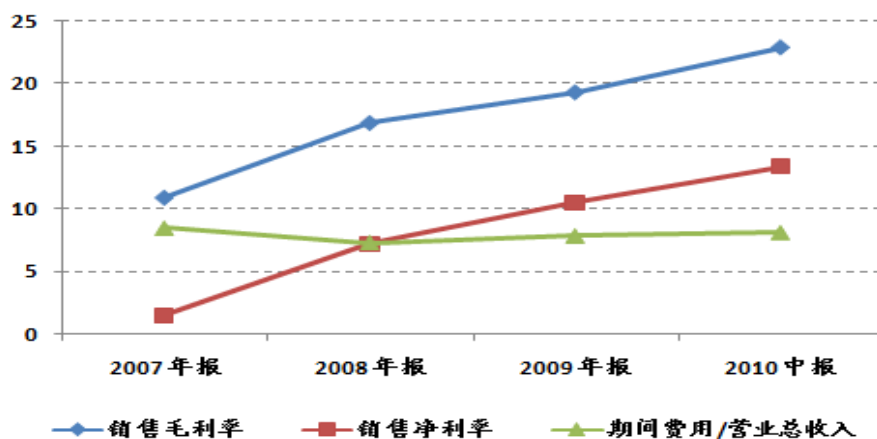
资料来源: 招股说明书

图 3 公司主要产品毛利率情况 (%)



资料来源: 招股说明书 国海证券研究所

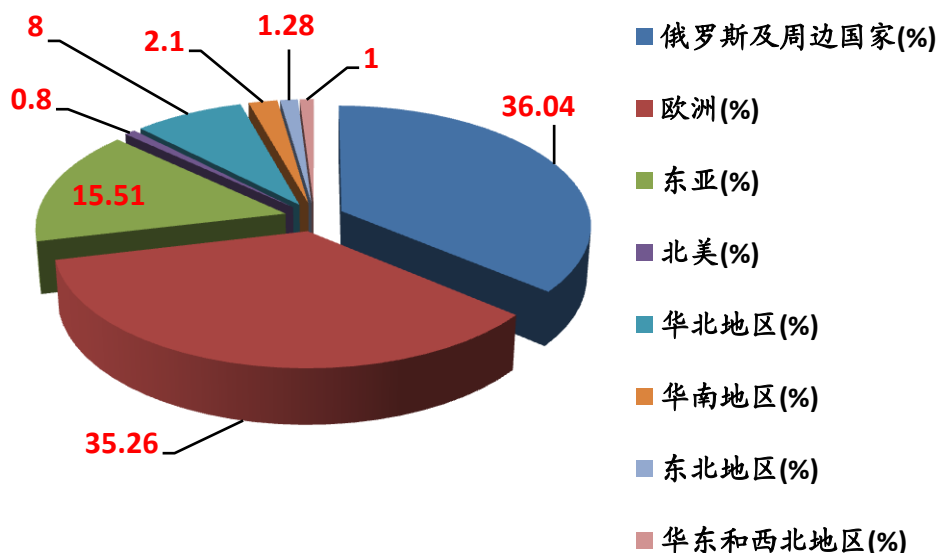
图 4 公司盈利能力变化 (%)



资料来源: 招股说明书 国海证券研究所

公司生产经营以出口为主，内销仅占10%左右。俄罗斯和欧洲是公司出口的主要市场，分别占比36.04%和35.26%。公司未来重点拓展的市场是俄罗斯和中国。

图 5 2010 年中报公司主营业务收入的地区构成



资料来源：招股说明书 国海证券研究所

公司竞争优势突出

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 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。

表 2 2009 年裘皮行业前 10 大厂商销售收入统计情况

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：招股说明书 国海证券研究所

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，是国内最大的裘皮制品生产企业。近年来相继被国家和省、

市相关部门评为“高新技术企业”、“农业产业化国家重点龙头企业”、“河北省农业产业化经营重点龙头企业”、“全国农产品加工流通大型企业”等荣誉称号。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。

公司的竞争优势主要体现在以下几方面：

- 原皮资源的控制和开发优势：公司拥有稳定、快速的原皮资源采购能力和较高的原皮品质控制能力。其规模存货和分级配皮标准体系的建立保证了较强的原皮综合利用开发能力。
- 优质高端客户优势：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）。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。
- 管理优势：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，在降低管理成本和运营成本的同时，保证了公司的经营规模持续增长。
- 产业链集成和动态升级优势：公司产业链一体化效应显著，保证了产品制作质量、国际订单供应，具有较强的抗风险能力；且业务模式先后从 OEM 模式向 ODM 模式和 OBM 模式过渡，业务模式动态升级特征鲜明。
- 技术研发优势：公司拥有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，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。
- 地域优势：公司所处的河北省肃宁县及周边地区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，也是裘皮行业原料价格和成品价格形成中心。该地区形成了丰富的皮革文化，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。

公司的竞争劣势在于目前产能不足，且其产品的品牌影响力和营销能力尚需加强，自主品牌尚未进入发达国家的高档消费品市场。从下表 3 可看到：毛利率较高的 OBM 业务模式仅占公司 2010 年收入的 27.6%，占公司 2009 年收入的 20.46%。提升 OBM 占出口收入的比重，是公司提升盈利

能力和品牌影响力的关键。

表 3 不同业务模式下裘皮服装的毛利率情况

年 度	项 目	出 口				内 销	合 计
		OEM	ODM	OBM	小 计		
2010 年 1-6 月	毛利率	18.55%	23.06%	30.68%	25.24%	47.02%	27.91%
	收入占比	15.21%	22.06%	27.60%	64.87%	9.04%	73.91%
	毛利贡献率	2.82%	5.09%	8.47%	16.38%	4.25%	20.62%
2009 年度	毛利率	14.06%	19.69%	29.46%	21.27%	47.79%	23.97%
	收入占比	17.95%	24.03%	20.46%	62.45%	7.08%	69.53%
	毛利贡献率	2.52%	4.73%	6.03%	13.28%	3.38%	16.67%
2008 年度	毛利率	15.32%	20.66%	29.39%	20.43%	45.28%	21.76%
	收入占比	21.72%	26.20%	11.71%	59.64%	3.36%	62.99%
	毛利贡献率	3.33%	5.41%	3.44%	12.18%	1.52%	13.71%
2007 年度	毛利率	15.18%	21.27%	29.19%	18.69%	35.84%	20.37%
	收入占比	20.93%	13.47%	3.69%	38.10%	4.13%	42.23%
	毛利贡献率	3.18%	2.86%	1.08%	7.12%	1.48%	8.60%

资料来源：招股说明书

本次募集资金使用及备案情况

本次公司向社会公开发行 2,850 万股新股，拟募集资金 2.6 亿元。募集资金主要用于公司现有产品升级、产能扩大以及以公司核心技术为基础开发的新项目。具体见下表 4:

表 4 募集资金投资项目投资计划

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

资料来源：招股说明书 国海证券研究所

我们认为上述项目有助于提升公司的核心竞争力，扩大主业规模。其中裘皮服装、服饰精深加工技术改造项目和裘皮服装、服饰生产基地项目的实施，将显著增加公司的产能、降低产品成本；而直营店及配送中心建设项目有助于公司开拓内销市场，有效提高公司的国内市场份额；裘皮工程技术研发中心建设项目的实施将进一步提升公司的研发实力，增强公司的核心竞争力。

盈利预测

根据公司的项目规划及盈利能力，我们做出盈利预测，盈利假设如下：

- 假定公司所处行业及市场不发生大的剧烈变化，原材料价格基本平稳或微涨；
- 假定公司各项目进展顺利，盈利能力达到预期；
- 假定公司调整产品结构和市场结构，减少裘皮皮张及裘皮面料的销售并增加内销，盈利能力稳中有升；
- 假定公司募集资金项目 2011 年释放产能 15%，2012 年释放产能 45%。

表 5 公司业绩预测

单位：万元	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	29,464.26	35,541.43	38129.61	47343.61	65771.61
二、营业总成本	26,749.14	31,584.76	32368.31	39696.43	54295.56
营业成本	24,487.52	28,670.93	29397.93	35791.77	48670.99
营业税金及附加	154.1	176.29	173.49	215.41	299.26
销售费用	437.77	535.49	607.21	753.95	1047.41
管理费用	964.56	1,357.12	1529.00	1703.19	2366.13
财务费用	744.25	897.29	724.46	1303.13	1997.26
资产减值损失	-39.06	-52.36	-63.78	-71.02	-85.50
三、其他经营收益					
投资净收益	11.56	290.54		140.85	195.67
四、营业利润	2,726.69	4,247.21	5761.30	7788.02	11671.72
加：营业外收入	210.4	132.1	352.68	317.20	440.67
减：营业外支出	78.41	2.79	0.00	4.73	49.33
五、利润总额	2,858.68	4,376.52	6113.98	8100.49	12063.06
减：所得税	730.54	639.84	892.64	1182.67	1761.21
六、净利润	2,128.13	3,736.68	5221.34	6917.82	10301.85
减：少数股东损益	-12.3	-1.49	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	2,140.44	3,738.17	5221.34	6917.82	10301.85
七、每股收益：元	0.36	0.51	0.46	0.61	0.91

资料来源：招股说明书 国海证券研究所

预计公司2010—2012年业绩有望持续增长，每股收益可能分别为0.46元、0.61元和0.91元。

合理股价为 15-20 元

公司的业务具有耐用消费品和奢侈品属性，根据与此接近的几个板块的估值情况分析，并结合人民币升值等因素，综合考虑，我们认为公

司的合理估值可定位在28-35倍预测市盈率。据此分析，公司的合理估值在17-21元。

表 6 与公司接近业务板块的估值情况（交易数据 2010-10-14）

板块名称	2009市盈率	2010预测市盈率	2011预测市盈率
Wind个人用品	73.56	43.25	31.06
Wind日常消费	51.41	34.43	27.54
Wind家庭与个人用品	82.99	48.69	34.6
Wind家庭用品III	212.51	107.81	50
Wind个人用品III	73.56	43.25	31.06
Wind耐用消费品与服装	35.51	25.2	20.67

数据来源：wind 国海证券研究所

表7 可比公司的目前公司估值

证券简称	2009市盈率	2010预测市盈率	2011预测市盈率
瑞贝卡	67.23	35.57	24.86
富安娜	62.59	46.30	35.04
东方金钰	656.39	125.83	119.21
梦洁家纺	42.62	40.67	31.30
老凤祥	88.74	54.67	42.05
中银绒业	97.03	38.30	27.88
潮宏基	78.57	56.22	42.91

资料来源：wind 国海证券研究所

风险提示

公司面临的主要风险是汇率风险和出口政策变化风险；此外，下游消费市场的需求变化和公司的项目进展是否顺利，也可能影响公司未来的盈利能力。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。