

裘皮制造行业老大 品牌服饰潜力新星

华斯股份 (002494)

合理价值范围：16.45-21.15 元

新股研究

2010 年 10 月 19 日 星期二

投资要点

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

证书编号：S0630207110042

联系人：丰靖

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

重要数据

发行股数 (万股)	2850
发行后总股本	11350
发行日期	2010/10/20
主承销商	华泰联合证券

□ **裘皮行业龙头老大。**华斯股份是一家集动物毛皮收购和加工、裘皮服饰设计生产、销售贸易完整产业链条于一身的裘皮行业龙头和高新技术企业，经营模式以出口为主，内销为辅，OEM、OBM、ODM 三种方式并行，是国内最大的裘皮制品生产企业，旗下有获得中国名牌称号的“怡嘉琦”等品牌。

□ **三大竞争优势巩固龙头地位。**公司拥有最完整的产业链布局，前端可直接从农户手中收购皮毛，赢得稳定低价的原料，后端可连接终端消费者，获取零售利润及市场信息，产业链集成优势明显。研发设计优势确保技术领先地位。身处裘皮之都，助力公司获取原料、市场信息、人力资本、政策方面优势。

□ **两大战略转变提升毛利率，促进收入增长。**公司营业收入持续稳定增长，从 07 年至 10 年上半年分别增长 10.95%、16.89%、19.33%和 22.9%，08 年和 09 年毛利率增速分别为 77.65%和 38.05%。毛利率水平能有如此大幅度的提高主要是因为公司业务模式和产品结构的转变：OBM 份额尤其是在俄罗斯及中国市场的 OBM 销售份额提升、高附加值类服饰产品尤其是水貂毛产品的份额提升。

□ **盈利预测与估值：**我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 为 0.47、0.59、0.78 元。综合考虑公司行业内地位，对应公司 2010 年业绩，给予 40 倍市盈率，合理价值区间为 16.45-21.15 元。

□ **风险提示：**库存产品市场价格变化带来的折价风险、人民币升值导致的汇率风险及俄罗斯、中国市场开拓可能受到阻力。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	35541.43	40232.90	46670.17	60014.10
营业收入增长率 (%)	20.6%	13.2%	16.0%	28.6%
营业利润 (万元)	4247.21	6233.99	7851.40	10417.55
营业利润增长率 (%)	55.8%	46.8%	25.9%	32.7%
净利润 (万元)	3738.17	5301.02	6676.37	8858.47
净利润增长率 (%)	74.6%	41.8%	25.9%	32.7%
每股净资产 (元)	2.57	2.39	7.75	8.53
每股收益 (元)	0.44	0.47	0.59	0.78

目录

1. 裘皮行业龙头老大.....	3
2. 三大竞争优势巩固龙头地位.....	4
2.1 最完整的产业链布局，最广的产品品类.....	4
2.2 研发设计优势.....	5
2.3 身处裘皮之都，区域优势明显.....	5
3. 两大战略转变提升毛利率，促进收入增长.....	5
4. 募集资金项目分析.....	7
5. 盈利预测与估值.....	8
6. 风险提示.....	9

图形目录

图 1 裘皮行业前十大厂商销售规模.....	3
图 2 裘皮行业产业链.....	3
图 3 三种经营模式.....	4
图 4 销售收入中三种模式的占比比例.....	5
图 5 各种模式的毛利率水平.....	5
图 6 中国裘皮行业容量.....	6
图 7 销售收入中四种产品的占比比例.....	7
图 8 各种产品的毛利率水平.....	7
图 9 销售收入中四种产品的占比比例.....	错误！未定义书签。

表格目录

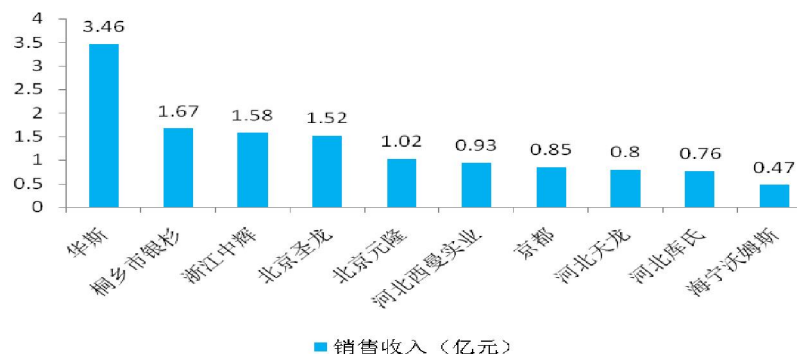
表 1 募集资金投入项目.....	7
表 2 直营店及配送中心建设项目.....	8
表 3 盈利预测.....	8

1. 裘皮行业龙头老大

华斯股份是一家集动物毛皮收购和加工、裘皮服饰设计生产、销售贸易完整产业链条于一身的裘皮行业龙头和高新技术企业，经营模式以出口为主，内销为辅，OEM、OBM、ODM三种方式并行，是国内最大的裘皮制品生产企业，旗下有“怡嘉琦”等品牌。

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。公司2007年度至2010年1-6月主营业务收入均全行业居首。2009年，作为行业龙头企业的华斯股份裘皮服装产值和出口额分别仅占全行业的0.92%和3.29%，未来有较大的未来提升空间。

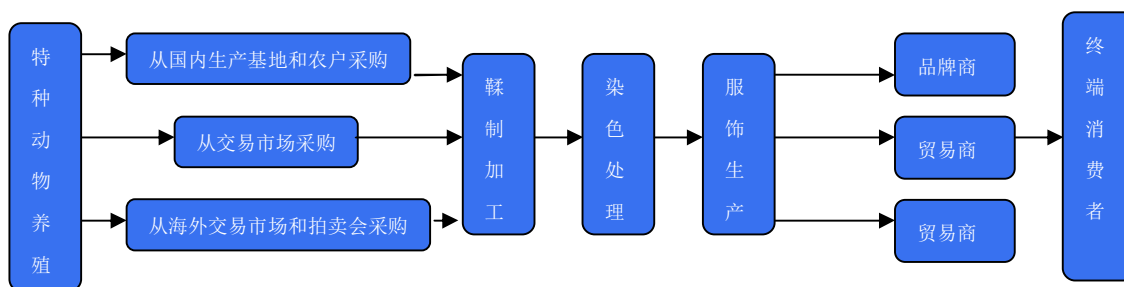
图 1 裘皮行业前十大厂商销售规模



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

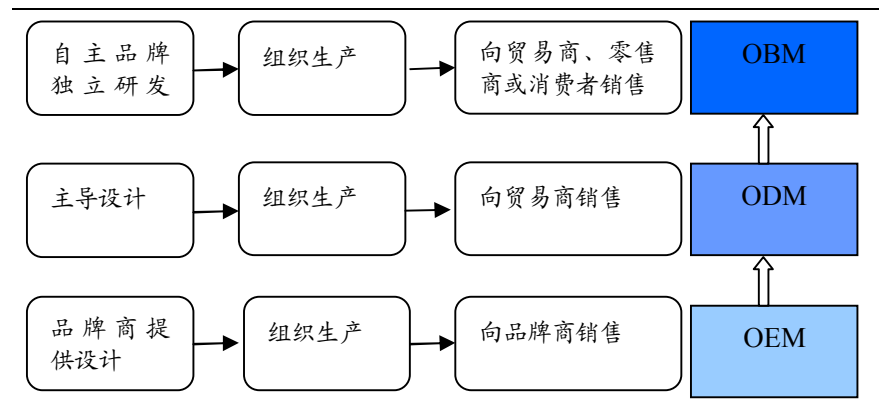
公司核心竞争力逐渐从原料和制造优势向研发设计、自主品牌和销售网络延伸和转移，业务模式先后从OEM向ODM和OBM过渡，三种模式并举发展，业务模式动态升级特征鲜明。

图 2 裘皮行业产业链



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

图 3 三种经营模式



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2. 三大竞争优势巩固龙头地位

2.1 最完整的产业链布局，最广的产品品类

公司业务涵盖裘皮行业完整链条，是国内规模最大、产业链最长、品种线最全的裘皮制造企业。

最完整的产业链：公司产业链不仅涉及裘皮加工制造，还涵盖了前期的直接毛皮采购（非皮毛市场上购买）和后期的零售环节，未来将进一步拓展零售环节，并有可能继续前伸建设动物育种基地，产业链集成优势明显。

从前期毛皮采购看。裘皮行业生产一件成品服装，一般需要 30 张原皮，且要求皮毛在色泽、质量上相近甚至是统一。而 100 张原皮中挑选 3 张较为相同的皮料都颇为不易。因此大批量裘皮服饰的生产必将需要更为稳定充足的原料供应。

公司在国内采用独特的以“公司-基地-农户”模式为主，交易市场为辅的采购模式。而国内大多数裘皮厂商一般采用直接在市场上购买的模式。向农户统一购买降低了成本，来源稳定，且具有一定的排他性，反向巩固了公司龙头地位。

从后期零售环节看。营销网络的建设有利于公司销售收入进一步的提升和公司品牌形象的假设，有助于公司业务转型，向更高端高附加值的产品线发展。零售环节将成为公司的新的利润增长点，并为公司提供第一手的市场信息，提高公司市场敏感度。

最广的产品线。公司产品以中高档为主，低档为辅；裘皮服饰为主，面料等为辅，品种齐全，有利于公司承接大单和稳定客户来源，满足一站式购物需求，同时降低了成本。

2.2 研发设计优势

公司作为高新技术企业和农业产业化国家重点龙头企业，设立的河北省裘皮工程技术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。公司的设计作品多次荣获全国裘皮服装大赛奖项；公司获得了6项专利和已被受理的专利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。

公司产品在款式设计、工艺质量、研发设计方面受到广泛认可，已成为全球多家国际一线裘皮品牌企业的最大设计和生产基地。而与这些一线品牌的合作不仅稳定了公司订单，也反向促进了公司的设计研发能力。

2.3 身处裘皮之都，区域优势明显

公司身处的裘皮之都河北省肃宁县，是全国最大的原皮交易市场，裘皮半成品和成品批发贸易中心，裘皮行业原料及成品价格形成中心。因此在肃宁地区有三项优势：

1、**原料供应及市场信息丰富。**公司可以随时在市场上购买合适原料并且敏感把握原料及成品价格走向和裘皮市场变化。

2、**丰富人力资源。**自古以来肃宁地区就以毛皮产业为主导，区内拥有丰富的裘皮技术人才，劳动力资源丰富优质。

3、**政府大力支持。**肃宁县政府全力支持毛皮产业发展，出台多项政策引导毛皮产业向高端发展。

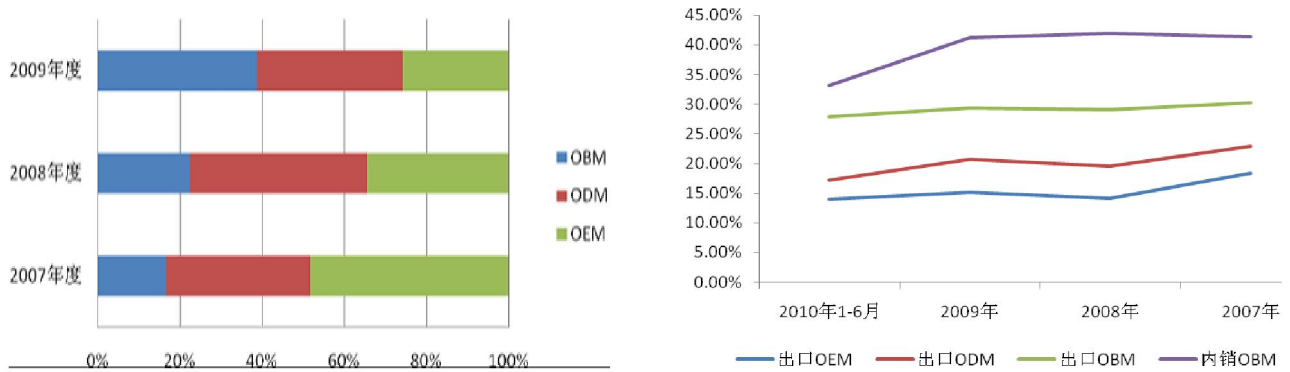
3. 两大战略转变提升毛利率，促进收入增长

公司营业收入持续稳定增长，毛利率从07年至10年上半年分别为10.95%、%、16.89%、19.33%和22.9%，08年和09年毛利率增速分别为77.65%和38.05%。毛利率水平能有如此大幅度的提高主要是因为公司业务模式和产品结构的转变。

业务模式的转变。三种业务模式中OBM的毛利率显著高于ODM和OEM，尤其是内销OBM毛利率可达到45%以上，远高于OEM一般15%的毛利率水平。因此公司业务模式先后从OEM模式向ODM模式和OBM模式过渡。

图4 销售收入中三种模式的占比比例

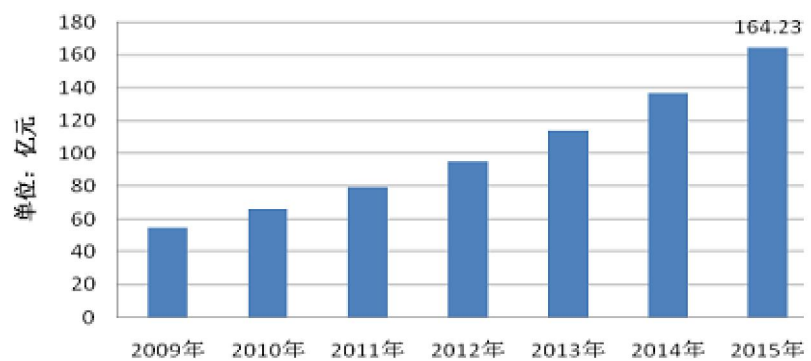
图5 各种模式的毛利率水平



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

并且在 OBM 模式中，公司又将更加专注于开拓俄罗斯和中国市场。俄罗斯因为气候因素，裘皮服饰市场广阔，俄罗斯本国仅能满足其 15% 的需求，市场前景广阔。华斯在俄罗斯市场有着良好的口碑，经验丰富。很多俄罗斯知名品牌皆为华斯贴牌生产，因此品质方面认可度高。中国随着国民收入、人均消费水平的不断提升，对裘皮服饰需求每年稳定高速增长。从几种模式的对比中可以看出，内销毛利率比其他任何模式都高。

图 6 中国裘皮行业容量



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

产品结构的转变。从销售收入占比来看，公司经过了从面料服装并行到服装为主要销售收入来源的发展。从毛利率来看，裘皮服饰的毛利率显著比皮张和面料要高。公司提高裘皮服饰销售比例，并且提高附加值较高的水貂皮产品比例，能够极大的提升毛利率，促进销售收入的增长。

图 7 销售收入中四种产品的占比比例

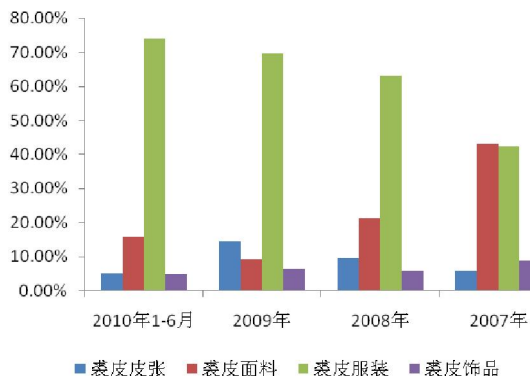
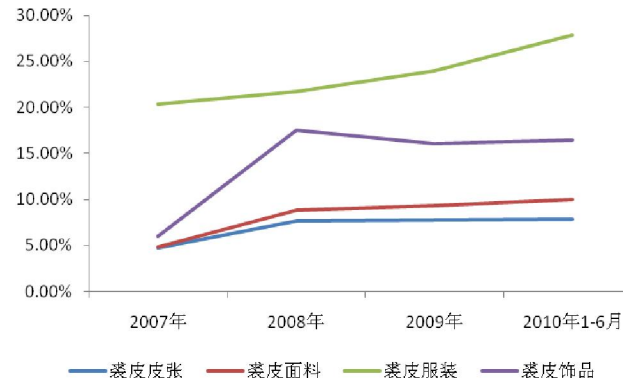


图 8 各种产品的毛利率水平



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

4. 募集资金项目分析

公司所募集资金集中于主营业务，主要投向产能提升、技术研发提高和营销网络建设三个方面，突出了公司未来战略关注点。

公司发展目前所遇到的主要制约因素之一是产能不足。产能因素导致生产旺季许多订单公司都无法承接，例如 2010 年 6 月以后公司就不再承接本年度订单。2009 年、2010 年上半年裘皮服装产销率均超过 100%，产品供不应求。裘皮服饰精深加工技术改造项目和生产基地项目建成投产后，能有效缓解此项压力，并且帮助公司进行产品结构转变，提升毛利率和收入。

直营店及配送中心建设项目符合公司拓展国内市场的战略规划，能有效扩大国内市场占有率，提升公司品牌形象，提高公司竞争力。本项目新建 5 个直营专卖店，位于北京、哈尔滨、大连、银川、重庆，体现了公司主要拓展华北市场的营销网络布局。有助于公司获取零售环节丰厚利润，成为新的增长点，进一步提升毛利率。研发中心建设项目能进一步增强公司的研发优势，降低成本，提升产品品质。

我们认为募投项目的实施有利于提高公司毛利率水平和市场份额的拓展。

表 1 募集资金投入项目

序号	项 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	5,655.3
4	裘皮工程技术研发中心建设项	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、东海证券研究所

表 2 直营店及配送中心建设项目

序号	店铺类型	城市	数量	面积
1	直营专卖店	北京	1	100m
2	直营专卖店	哈尔滨	1	180m
3	直营专卖店	大连	1	180m
	直营专卖店	银川	1	300m
5	直营专卖店	重庆	1	200m

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

5. 盈利预测与估值

盈利预测假设：

- 1、新增服装和饰品项目将会在 2011 年建成，并于 2012 年开始贡献业绩。故 2010 年、2011 年保持较为平稳增长，2012 年增速提高。
- 2、原材料价格上涨提高了成本，但产能扩大的规模效益降低了成本，因而公司各项产品对应的各种销售模式毛利率基本保持稳定；但内销因品牌推广活动逐渐有效，毛利率逐渐上涨；服装和饰品比重增加带来的产品结构变化使得综合毛利率在未来几年持续上升。
- 3、销售费用和管理费用因开拓市场建立营销网络等有所提升，财务费用 IPO 融资完成后在 2011 年及以后会有所下降。
- 4、公司在国内保持每年至少新增 5 家门店。
- 5、所得税率在未来三年仍保持 15% 的税率不变。

表 3 盈利预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	35541	40233	46670	60014
营业成本	28671	31116	35703	45779
营业税金及附加	176	210	244	314
销售费用	535	684	887	1260
管理费用	1357	1612	1913	2461
财务费用	897	409	109	(179)
投资收益	291	0	0	0
资产减值及公允价值变动	52	33	37	38
其他收入	0	0	0	0
营业利润	4247	6234	7851	10418
营业外净收支	129	0	0	0
利润总额	4377	6234	7851	10418
所得税费用	640	935	1178	1563

少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	3738	5301	6676	8858
每股收益	0.44	0.47	0.64	0.82

资料来源：东海证券研究所

根据可比公司市盈率，综合考虑公司在行业内地位，给予 40 倍市盈率，对应公司 2010 年业绩，合理价值区间为 16.45-21.15 元。

6. 风险提示

公司为保证生产，一直保持较高的库存，而随着原料及产品价格的 market 变化，存货存在折价风险。公司外向型明显，出口占比八成以上，结算一般使用外币，存在汇率风险。募集资金项目中的营销网络建设项目由于公司在品牌建设推广方面经验并不丰富，可能会遇到阻力。

资产负债表(万元)					利润表(万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	8690	4000	49437	50098	营业收入	35541	40233	46670	60014
应收款项	2767	2756	3069	3782	增长率	20.6%	13.2%	16.0%	28.6%
存货净额	15629	16083	17878	22094	营业成本	28671	31116	35703	45779
其他流动资产	149	293	279	361	营业成本/营业收入	80.7%	77.3%	76.5%	76.3%
流动资产合计	27236	23132	70663	76334	营业税金及附加	176	210	244	314
固定资产	5710	13274	19353	23061	销售费用	535	684	887	1260
无形资产及其他	642	599	557	514	销售费用/营业收入	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%
投资性房地产	20	20	20	20	管理费用	1357	1612	1913	2461
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用/营业收入	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%
资产总计	33609	37026	90593	99929	财务费用	897	409	109	(179)
短期借款及交易性金融负债	8250	7461	0	0	投资收益	291	0	0	0
应付款项	1546	1583	1788	2269	资产减值及公允价值变动	52	33	37	38
其他流动负债	1130	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
流动负债合计	10926	9044	1788	2269	营业利润	4247	6234	7851	10418
长期借款及应付债券	0	0	0	0	增长率	55.8%	46.8%	25.9%	32.7%
其他长期负债	851	851	851	851	营业外净收支	129	0	0	0
长期负债合计	851	851	851	851	利润总额	4377	6234	7851	10418
负债合计	11778	9896	2639	3121	增长率	53.1%	42.4%	25.9%	32.7%
少数股东权益	0	(2)	(5)	(8)	所得税费用	640	935	1178	1563
股东权益	21831	27132	87959	96817	少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(4)
负债和股东权益总计	33609	37026	90593	99929	归属于母公司净利润	3738	5301	6676	8858
关键财务与估值指标					现金流量表(万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
每股收益	0.44	0.47	0.59	0.78	净利润	3738	5301	6676	8858
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	(13)	52	0	0
每股净资产	2.57	2.39	7.75	8.53	折旧摊销	504	743	1401	2231
ROS	11%	13%	14%	15%	公允价值变动损失	(52)	(33)	(37)	(38)
ROE	17%	20%	8%	9%	财务费用	897	409	109	(179)
毛利率	19%	23%	24%	24%	营运资本变动	(2564)	(1626)	(1890)	(4530)
EBIT Margin	14%	17%	17%	17%	其它	12	(54)	(3)	(4)
EBITDA Margin	15%	18%	20%	21%	经营活动现金流	1624	4383	6148	6518
收入增长	21%	13%	16%	29%	资本开支	(1364)	(8284)	(7400)	(5857)
净利润增长	75%	42%	26%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	35%	27%	3%	3%	投资活动现金流	(1027)	(8284)	(7400)	(5857)
息率	#DIV/0!				权益性融资	0	0	54150	0
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	负债净变化	0	0	0	0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	支付股利、利息	0	0	0	0
EV/EBITDA	1.7	2.5	0.4	0.3	其它融资现金流	6683	(789)	(7461)	0

附注：**分析师简介及跟踪范围：**

张先萍：消费品行业分析师，3 年行业经验

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122