



南汉馨

执业证书编号: S0730209090109

nanhx@ccnew.com

2010年10月25日

裘皮行业龙头、受益内需崛起

——华斯股份(002494)新股点评报告

研究报告-新股点评报告

建议申购

发布日期: 2010年10月25日

报告关键要素: 公司是国内裘皮行业龙头、近年来公司业务模式动态升级明显;裘皮制品消费稳步增长,公司将受益于中国内需的崛起。

事件:

华斯股份(002494)拟在中小板发行上市。华斯股份(002494)拟在中小板发行2850万股A股,占发行后股本总额的25.11%,募集资金将投向新增年产裘皮服装 2 万件、饰品 1.8 万件的精深加工技术改造项目,年新增高档裘皮服装 9 万件、饰品 4 万件的生产基地项目,新建5家直营专卖店的直营店及配送中心建设项目以及裘皮工程技术研发中心建设项目。

点评:

- **国内裘皮行业龙头企业。**华斯股份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,公司无论经营规模还是盈利能力均处于行业领先地位。2009年,公司裘皮服装产值和出口额分别仅占全行业的 0.92%和 3.29%,未来仍有较大的未来提升空间。
- **裘皮制品消费稳步增长。**近年来裘皮制品消费稳步增长,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%。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。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。
- **公司业务模式动态升级。**公司利用既有毛皮选料优势、引进高端技术人才,灵活采用销售策略,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。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,并不断向OBM模式优化升级,业务模式动态升级特征鲜明。

2007、2008、2009、2010年1-6月公司出口收入中自有品牌裘皮服装出口收入占出口收入的比例分别为4.04%、13.17%、24.22%和 31.50%,表明公司近年来实施的产品升级战略收到了良好的效果。公司自主品牌“怡嘉琦”荣获“中国名牌产品”、“中国驰名商标”荣誉称号,并成功打入俄罗斯及周

边市场。

- **募集资金投向：**公司拟在中小板发行2850万股A股，占发行后股本总额的25.11%，募集资金将投向新增年产裘皮服装 2 万件、饰品 1.8 万件的精深加工技术改造项目，年新增高档裘皮服装 9 万件、饰品 4 万件的生产基地项目，新建5家直营专卖店的直营店及配送中心建设项目以及裘皮工程技术研发中心建设项目。随着公司产能瓶颈的突破，公司成长空间将进一步打开。
- **盈利预测、估值与申购建议：**我们预计公司2010、2011年营业收入为404.63百万元、466.18百万元；净利润为51.02百万元、66.11百万元；完全摊薄EPS为0.45元，0.58元，公司22元的发行价对应2010、2011年PE为49倍、38倍，投资者可适当申购。
- **风险提示：**原材料采购和劳动力成本上升的风险，汇率风险，实际控制人控制的风险。

盈利预测

	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	355.41	404.63	466.18
增长比率（%）	20.63	13.85	15.21
净利润（百万元）	37.38	51.02	66.11
增长比率（%）	74.65	36.50	29.56
每股收益（元）	0.33	0.45	0.58
市盈率（倍）			

发行数据

发行价（元）	22
发行数量（万股）	2850
发行方式	网下配售
	网上资金申购
预计上市日期	//

基础数据（2009年06月30日）

每股净资产（元）	2.84
每股经营现金流（元）	0.37
毛利率（%）	23.43
净资产收益率（%）	9.42
资产负债率（%）	31.85
发行后总股本（万股）	11350
B股/H股（亿股）	/

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告的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、刊登、发表或引用。