

湘财证券研究所

纺织服装行业

吴晓宇

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: wxy2898@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8078

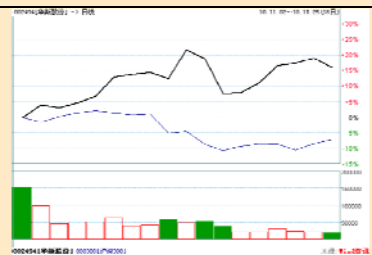
E-Mail: lz2941@xcsc.com

基本数据_2010/11/25

总市值(亿元):	37.23
流通 A 股市值(亿元):	7.48
总股本(亿股):	1.14
流通 A 股股本(亿股):	0.23
PE_TTM:	99.59
PE_11E:	54.00
PB:	14.13

注: 以上数据为一致预期

公司相对大盘表现



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

事件

□ 近日我们对华斯股份 (002494.SZ) 进行了调研, 和公司总裁、保荐人、董秘以及财务总监等就公司经营情况以及未来发展规划进行了深入讨论。

投资要点

□ **俄罗斯市场是公司明年业绩释放的最大看点。**在俄罗斯人眼中, 裘皮服装不仅可以彰显富贵, 而且是生活的第一需要: 由于冬季漫长而寒冷, 购买裘皮服装是俄罗斯人继住宅、汽车之后的第三大需求, 有超过 75% 的俄罗斯人冬季喜欢穿裘皮大衣。俄罗斯至今仍是全世界最大的裘皮消费国之一, 销售额以每年 25% 左右的速度增长。但就是这样的一个裘皮制品消费大国, 每年能够自行生产的裘皮制品只有 10%, 其他均要依靠进口。在国际裘皮服装市场中, 欧洲、北美部分由香港公司占领 (公司在欧洲市场增速将保持稳定; 美国由于经济危机以及消费习惯等问题, 也非公司未来 2-3 年的发展重点), 高端市场由欧洲公司把持, 只有俄罗斯把这片空白市场留给了中国人。随着俄罗斯经济的复苏, 当地治安以及清关等问题逐步得到解决, 对于公司来说实则利好。由于一直采用正规入关程序, 公司自有品牌“怡嘉琦”在当地市场知名度迅速提高, 销售金额从 07 年的 400 万元飙升到 09 年的 8900 万元, 10 年预计仍将保持高速发展, 预计增速在 60% 以上。在俄罗斯市场, 公司目前和十几个经销商进行合作, 由他们代理销售, 目前市场份额仅为 1%, 未来提升空间巨大。裘皮服装不同于普通服饰, 一看 logo 就知道品牌, 消费者更为注重的是产品品质以及款式, 即保暖性和时尚性并存。现在很多高端国外企业的销售模式都是通过中国生产再贴上自己的牌子来销售, 在品质相同且价格是国外大牌的 1/2 甚至 1/3 时, 我们认为随着消费者越来越注重产品的性价比, 俄罗斯市场将成为公司近两年业绩释放的最大看点。

□ **公司在业内具有极高的美誉度。**由于裘皮行业很小, 因此口碑成了裘皮公司发展的重要砝码。公司由于产能瓶颈推掉很多客户, 间接损失了大量订单。不过由于公司生产工艺在国内属于最高级别, 因此在产能释放后很多中高端客户还是会继续和公司合作。目前世界裘皮协会会员只有二三十个人, 公司总裁贺素成 (30 岁) 是协会中年龄最小的会员。通过生产厂房的参观我们认为要把裘皮公司做好, 没有 4、5 年从最底层开始磨练的经验是不可能成功的。从这一点来看, 我们认为华斯股份新老交替如此顺利时非常难得的。华斯的公司文化也值得关注, “进入华斯, 就是一家人”, 由于有许多来自全国各地的员工, 因此在员工的生活环境上, 公司都按照当地习惯为他们配备厨师, 宿舍等配套服务, 让员工可以更安心地工作, 公司人员的流动性在业内也是最低的。裘皮服装单价高, 要求公司不允许有一件次品。由于原材料价值也很高, 为了防止原材料流失, 公司在生产环节都采取追踪制, 一旦发现哪件衣服没做好, 立刻就可以追问到某个环节的生产工人。

对于产品生产极为严格的把控才造就了华斯如今的美誉度。另外，公司一般都通过参加一年两次的北京和香港的裘皮展来推广自己的产品，但很多老客户为了能抢先一步防止被退单，都会亲自到工厂提前下订单。

□ **超募资金用途仍在商讨中。**公司上市计划募集资金 2.60 亿元，实际募集资金净额为 5.85 亿元，超募资金为 3.25 亿元。对于超募资金的用途，公司目前还没有一个详细规划。

□ **裘皮服装精深加工技改项目以及生产基地项目建设进展有序。**目前是公司经营淡季，为不影响企业正常生产，土建工程施工阶段已经开始实施。我们预计到明年年底公司新建产能将充分释放，将有效缓解公司目前因产能不足推掉许多订单而造成的损失。

□ **具有国内最有经验、人数最多的原材料采购团队。**华斯采用“公司-基地-农户”的采购模式，拥有 80 多人的采购团队，以买生皮为主，国内其他裘皮公司都采购熟皮为主。采购生皮一方面可以降低成本，另一方面用生皮生产的产品可以达到最接近预期的效果，而通过熟皮直接加工的产成品容易产生颜色及品质偏差。由于公司常年采购量大，且都以现金支付为主，所有养殖户都愿意同公司合作，保证了公司原材料的稳定供应。

□ **期间费用将保持稳定。**上市后公司资金压力得到极大缓解，因此财务费用率会逐步降低。在扩产以及国内市场开拓的情况下，公司会积极尝试多种广告方式打造自主品牌、扩大市场份额，销售费用将有所提高。不过公司仍将以参加裘皮展览作为最主要的营销渠道。另外，公司平时主要通过电话、传真、电子邮件以及不定期回访等方式与客户沟通，客户维护成本较低。公司国内外销售运费都由买方负责，也省下了一大笔物流支出。因此我们预计未来销售费用率也将保持稳定。从管理费用率来看，由于公司地处河北肃宁，当地消费水平不高，因此这一比率也将基本保持稳定。预计三项费用率将总体保持在 8% 左右的水平上。

□ **原材料价格风险和汇率风险低。**公司定位高，美誉度高，生产常年供不应求，OEM/ODM 模式采用成本加成定价方式，OBM 模式采用自主定价方式，原材料价格风险几乎可以完全转嫁。由于裘皮服装单价高，属于奢侈品中的高端产品，因此汇率风险基本可以忽略不计，除非人民币在短时间内大幅升值，不过我们认为其可能性微乎其微。

□ **首次给予“增持”评级。**考虑到俄罗斯市场是明年的最大看点，弹性高，其他市场总体保持稳定发展，我们预测公司 10-12 年核心 EPS¹ 为 0.51/0.69/1.01 元，对应 PE 分别为 64/48/32 倍。我们认为公司的资源属性和 A 股上市公司潮宏基比较类似，都属于小行业，空间大，消费者需要引导，对员工技能要求高。我们给予公司 11 年 45-50 倍的估值区间，合理估值在 31-35 元。鉴于公司在俄罗斯市场销售

¹ 核心 EPS 为扣除非经营性和非经常性损益后的可持续性 EPS。

规模基数小，弹性非常高，其他市场我们也采取了较为保守的预测，而对超募资金的合理规划以及OBM模式比重的进一步提高将使得公司盈利水平不断创出新高，我们建议投资者在股价回调时应积极介入。

□ **风险提示。** 产能达产低于预期；对流动资金要求颇高。

盈利预测表

营业收入（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
俄罗斯及周边国家	89	142	205	267
欧洲	131	131	138	144
东亚	70	74	77	81
北美	3	3	3	3
国内	54	62	71	132
Total	355	411	494	627
YoY		15.76%	20.25%	26.91%
毛利（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
俄罗斯及周边国家		40	60	80
欧洲		24	26	29
东亚		13	15	16
北美		1	1	1
国内		24	32	61
Total	69	101	133	187
期间费用率		8.0%	8.2%	8.4%
所得税率		15%	15%	15%
核心净利润	33.35	57.82	78.27	114.17
YoY		73.39%	35.36%	45.87%
总股本	113.5	113.5	113.5	113.5
核心 EPS	0.29	0.51	0.69	1.01

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。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。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。