



纺织服装业/可选消费品

华斯股份 (002494)

转型进行时

——华斯股份调研报告

	张威	魏贞珍
	010-59312817	010-59312720
	zhangwei7452@gtjas.com	weizhenzhen008740@gtjas.com
	S0880109054290	S0880110100160

本报告导读:

看好公司发展前景,认为公司经营模式转型及产品结构调整仍将持续,俄罗斯和中国内地市场是未来主要看点。预计 10-12 年 EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.97 元,复合增长率 43.21%。“谨慎增持”评级,目标价 36 元。

内容提要:

关于裘皮行业:

- 总体规模小,多为世代传承的家族企业,其中以意大利最为知名。
- 典型的资金密集型行业,原材料占成本比重非常高,折旧及人工工资占比几乎可忽略,受劳动力价格上涨的冲击小于其他类型的服装生产企业。
- 原料具有非标准化的特点,采购及生产非常依赖经验及熟练度,具有一定的进入壁垒,同时存在规模效应,我们认为未来行业集中度会提升。
- 信誉、产品质量以及资金实力是裘皮企业竞争力的核心。
- 国人对于裘皮服装的消费刚刚起步,未来增长空间巨大。随着裘皮服装设计时尚性的增强,消费群体也会不断扩大。

关于华斯:

- 优质裘皮制造企业,行业龙头地位稳固;
- 地处原料集散地,地缘优势明显,原料供给充裕;
- 通过出口向内销转型、提高高附加值产品比例等措施提升综合毛利率;
- 订单饱满,服装加工产能不足是增长瓶颈;
- 看好未来在俄罗斯以及中国内地市场的增长;预计到 12 年俄罗斯市场销售额 2 亿,自主品牌国内销售额 1 亿元;
- 11 年收入利润增长一方面来自产品结构的继续调整,另一方面公司可能利用富余的上游硝染产能增加皮张和面料的销售;12 年募投项目达产后利润会有明显提升,皮张和面料的销售占比将下降;
- 预计 10-12 年 EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.97 元,复合增长率 43.21%。目前股价对应 10 年 69 倍、11 年 51 倍 PE,处于偏高水平,给予“谨慎增持”评级,目标价 36 元。

评级: **谨慎增持**

上次评级: 首次

目标价格: **36.00**

上次预测:

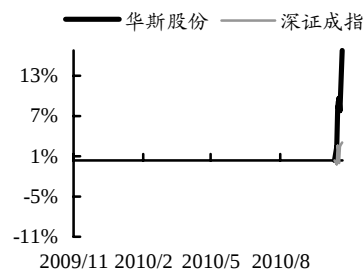
当前价格: 33.69

2010.12.01

交易数据

52 周内股价区间 (元)	28.00-34.90
总市值 (百万元)	3,824
总股本/流通 A 股 (百万股)	114/23
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	20%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	0

52 周内股价走势图



相关报告

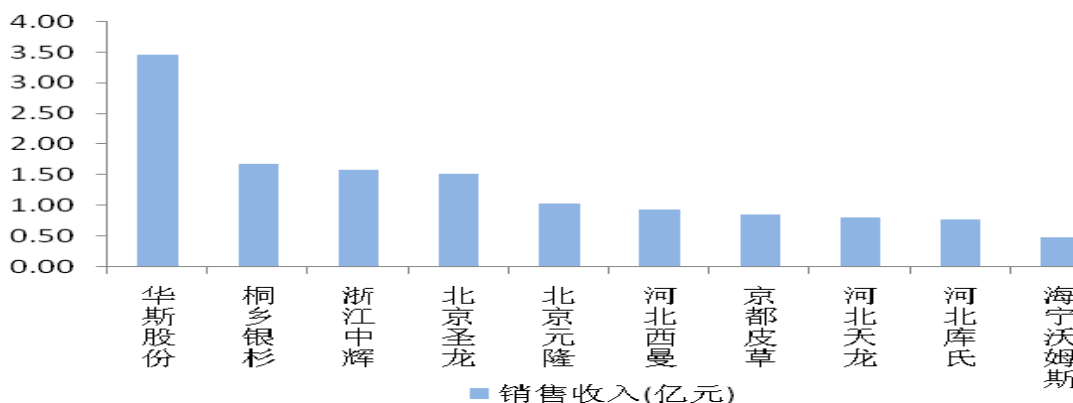
《国内最大的裘皮制品生产商》

2010.10.14

1. 华斯简介

公司主要从事特种养殖动物毛皮深加工和裘皮服装、饰品的设计、研发和制造，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，是国内规模最大，产业链最为完整的裘皮企业。公司产品包括裘皮服装、饰品、裘皮面料和裘皮皮张。产品以出口为主，辅以自主品牌内销。

图 1 国内裘皮企业收入规模 (2009 年)



数据来源：公司公告

07-09 年，公司收入与净利润复合增长率分别为 17.89% 和 192.25%。10 年前三季度，公司完成销售收入 3.37 亿元，同比增长 14.91%；实现净利润 4515 万元，同比增长 35.34%，全面摊薄后每股收益 0.40 元。

2. 裘皮行业特点

裘皮行业总体规模小，多为世代传承的家族企业，其中以意大利最为知名。世界裘皮协会会员不到 30 人，由全球五大裘皮拍卖行（芬兰、丹麦、北美、多伦多、圣彼得堡）老板以及最优秀的裘皮企业老板组成，华斯总裁贺素成是世界裘皮协会最年轻的会员。

裘皮行业是典型的资金密集型行业。以水貂服装为例，水貂原皮市场价格为 300 元左右一张，而一件服装平均需要 20 张左右的貂皮缝制而成，这意味着水貂服装仅原材料成本就在 6000 元，与之相比，设备折旧以及人员工资占比几乎可以忽略。因此，裘皮企业受劳动力价格上涨的冲击要小于其他类型的服装生产企业。

裘皮行业的原材料主要是水貂、貉子、狐狸、獭兔等动物的原皮，具有非标准化的特点，采购以及生产非常依赖经验以及熟练度，会形成一定的行业进入壁垒。此外，由于一般服装都需要多张皮张拼接而成，而同一件服装上使用的皮张需要保证颜色、毛质的一致性，这就要求裘皮生产企业首先要有一定的存货规模，其次还要有完善的皮张分类分级管理体系。因此我们认为裘皮行业是存在规模效应的，大企业的竞争力明显强于小企业，未来的行业集中度还会有提升。

行业的特点还包括原材料采购主要针对零散农户，交易以现金为主；裘皮服装交易的参与主体少且相对固定等，这些特点决定了对于裘皮企业而言，信誉、产品质量、以及资金实力是竞争力的核心。华斯贺总在调研过程中也多次提到信誉是企业的安身立命之本。

裘皮服装价格普遍在万元以上，属于典型的奢侈品。我们尤其看好国内的奢侈品消费前景，而与名包、名表等相比，国人对于裘皮服装的消费还刚刚起步，未来增长空间巨大。此外，随着工艺技术的改进以及观念的转变，裘皮服装开始摆脱原来单一的御寒功能，越来越多的时尚性元素被添加进来；适用于春秋季节的裘皮服装产品也不断被开发，打破了裘皮服装只适用于寒冷地区冬季的局限。我们认为这些将有利于裘皮服装潜在

消费群体的扩大。

3. 地处原材料集散地，地缘优势明显

公司所在地河北省肃宁县被称为“中国裘皮之都”。根据肃宁县政府网站介绍，皮毛产业是肃宁县的第一立县主导产业，形成了集皮毛动物养殖、市场集散、原皮硝染、裘皮加工、制衣质件、成衣销售、出口创汇于一体的完整产业链，全县平均每 7 人中就有 1 人从事皮毛行业，5 万多人依靠皮毛业发家致富。

肃宁全县年出栏千只以上的貂、狐、貉等珍稀毛皮动物养殖场 54 家，养殖专业村 38 个，养殖户 4000 多户；04 年全县出栏貂、狐、貉等珍稀皮毛动物 105 万只，獭兔 156 万只。当地的尚村皮毛交易市场是国内最大的生皮交易市场和裘皮原料供应集散基地，市场日均交易人数 3 万，旺季日交易各种粗细皮十万张左右，年交易额 40 亿元，裘皮年交易量占全国的 60%-70%。新建成的中国裘皮之都商城建筑面积 12.8 万平方米，是国内最大的裘皮服装交易市场。

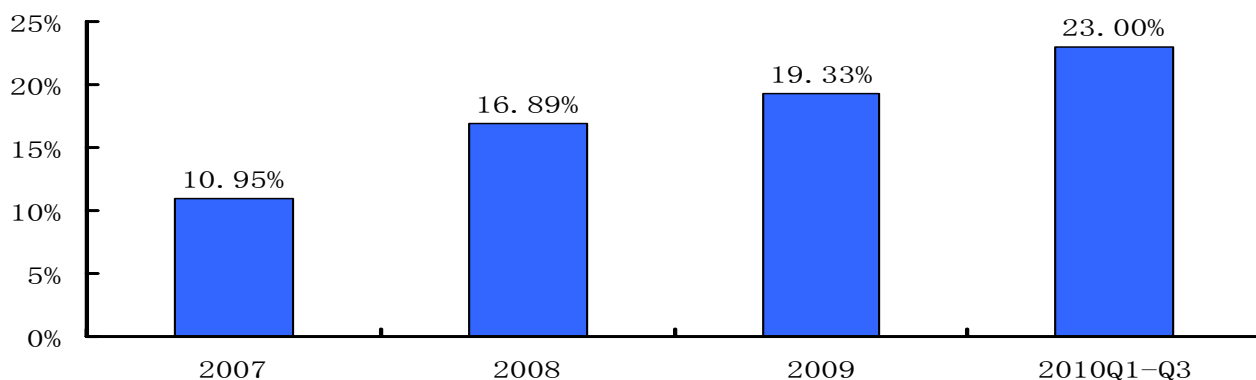
我们实地调研了尚村毛皮交易市场和裘皮之都商城，调研时正赶上毛皮交易市场的逢农历初九的大集，市场外连车位都很难找到，占地 187 亩的交易市场内水貂皮 30 张一捆、狐狸皮 10 张一捆堆放在地上，狭窄的通道内挤满了农户和客商，通行都十分困难，可见交易之火爆。裘皮之都商城内大约有 200 家商户，包括了本地和外地品牌，可能由于工作日的关系，商城内的客流量不是很大。

通过调研了解到，目前水貂等特种动物养殖的利润率比较高，农户的积极性也很高，市场供给充足；而华斯规模大、信誉好，资金充裕，在收购市场上处于绝对的主导地位，可以采购到足够的原皮以满足生产经营的需要，我们认为原材料不会成为公司发展的瓶颈。

4. 转型进行时

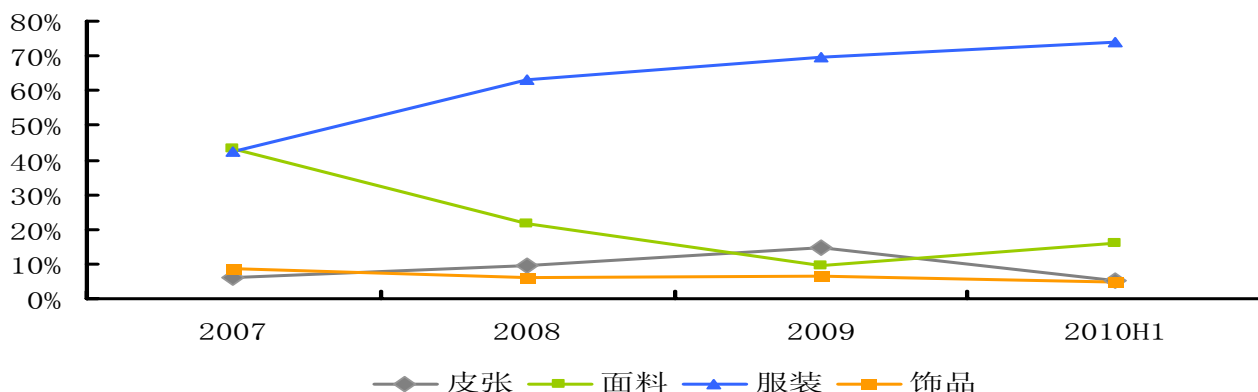
公司 07-09 年利润增长远快于收入，主要原因是产品结构调整、经营模式转型带来的综合毛利率提升。07 年公司综合毛利率 10.95%，09 年提升 8.38 个百分点至 19.33%，10 年前三季度进一步提升至 23%。其中，附加值较高的裘皮服装占比由 07 年的 42.23% 提升至 09 年的 69.53%；内销占比由 07 年的 8.67% 提升至 09 年的 15.50%；OEM 出口比例由 07 年的 24.63% 降至 19.61%；此外，公司产品中以价值较高的水貂皮为原材料的服装比重大幅增加，而以獭兔皮等为原材料的服装比重有所下降。

图 2 华斯股份毛利率变化情况



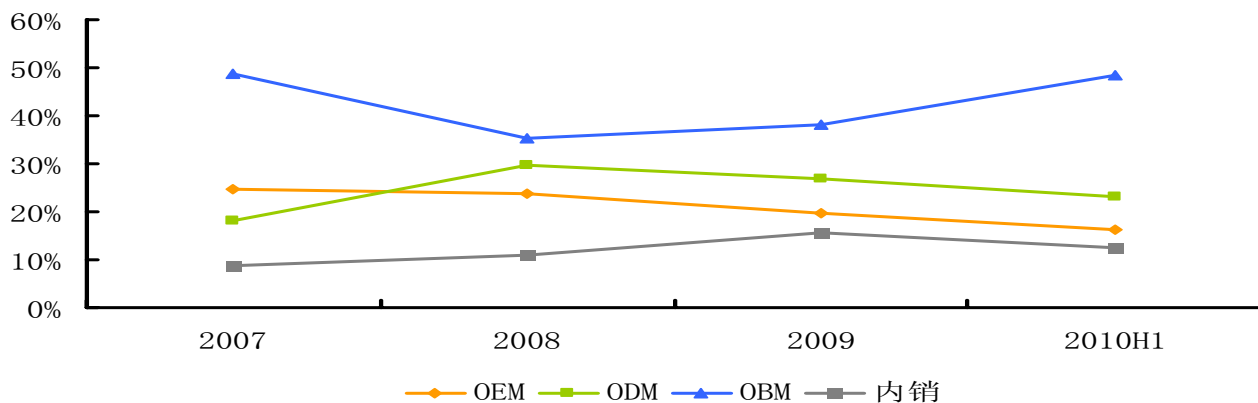
数据来源：公司公告、国泰君安证券

图 3 华斯股份产品结构变化



数据来源：公司公告、国泰君安证券

图 4 华斯股份各经营模式销售占比变化



数据来源：公司公告、国泰君安证券

5. 需求旺盛，产能不足是增长瓶颈

公司今年订单饱满，但因为服装加工产能不足无法全部生产，部分出口订单只能放弃。出于产品质量以及信誉的考虑，公司不考虑进行委外加工。在订单供不应求的情况下，公司优先选择产品附加值较高的水貂皮订单生产，因此 10 年水貂产品占比明显提升，产品均价、毛利率也都有提高。

公司募投项目已开始建设，扩产比例约为服装 80%，饰品 50%；一年后达产，预计 12 年开始发挥效益。考虑到公司目前的订单状况，我们认为募投项目达产后的需求无需担心。

6. 中俄市场发展潜力巨大

公司市场分为国内、俄罗斯、美国、欧洲和东亚。过去几年美国、欧洲和东亚市场销售保持稳定，俄罗斯和国内市场增长很快，我们认为未来俄罗斯和国内销售依然是公司发展的主要方向。

公司 07 年开始进入俄罗斯市场，主打自主品牌“怡嘉琦”，定位中高端，在俄罗斯当地通过十几家经销商以及代理商销售。随着俄罗斯进口制度的日渐完善，中小企业纷纷被淘汰，行业集中度有提升，公司对俄罗斯的出口也经历了快速增长，09 年对俄罗斯出口 8000 多万元，10 年上半年实现 6000 多万元。预计全年将超过 1.4 亿元。占公司销售收入的 30%。

俄罗斯天气寒冷，而且居民历来有消费裘皮的传统（据公司介绍俄罗斯无论贫富几乎人手一件裘皮大衣），市场容量巨大，而俄罗斯自身的生产只能满足 15% 的需求，进口依赖度非常高。俄罗斯市场上的裘皮品牌主要来自中国和欧洲，华斯是其中最知名的国内品牌。与欧洲品牌相比，华斯的品牌影响力还有比较大的差距，但质量和工艺上已无明显差别，而且成本更低，给经销商的盈利空间更大。目前华斯在俄罗斯的市场份额在 1% 左右，我们认为未来提升空间很大，预计 2012 年公司对俄罗斯销售将突破 2 亿元。

公司的内销分两部分，一是通过每年两次的裘皮展向经销商销售，还有极少部分给国内品牌做 OEM；二是通过自己的门店销售自主品牌“怡嘉琦”和“华斯迈莎”。目前来看，内销收入贡献还主要来自对经销商的销售。

“怡嘉琦”10 年在国内共开设了 4 家直营店，分别位于北京、鞍山、银川等地。公司还计划利用募投资金在北京、哈尔滨、大连、银川、重庆再开设 5 家门店。裘皮服装渠道投资要明显大于其他服装种类，主要是铺货成本高所致（公司举例 100 平方米门店陈列 200 件裘皮服装的铺货资金就需要 200 万元），但平效也更高（假设 100 平方米门店每天销售 3 件貂皮服装，均价 1 万，则年销售收入为 $3 \times 1 \times 365 = 1095$ 万元，平效接近 11 万/平方米）。我们认为公司在 12 年自主品牌内销收入突破 1 亿元的可能性是很大的。

7. 盈利预测与投资评级

公司 11 年没有新增产能，收入与利润增长一方面来自产品结构的继续调整，另一方面我认为公司可能会利用富余的上游印染产能增加皮张和面料的销售；12 年募投项目达产，公司收入利润会有较大幅度的增长，皮张和面料的销售占比会回落。

公司各模式、各产品类别的毛利率继续提升的空间不大，未来综合毛利率的提升仍将依赖于结构调整；此外公司为高新技术企业，09-11 年适用 15% 所得税率，考虑到当地政府对皮毛产业的扶持力度，我们认为这一优惠税率可持续。

基于以上假设，我们预计公司 10-12 年销售收入分别为 4.17 亿元、5.14 亿元和 6.75 亿元，复合增长率 23.82%，净利润分别为 5467 万元、7227 万元和 1.1 亿元，复合增长率 43.21%，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.97 元。

我们看好公司发展前景，认为公司的产品结构调整与经营模式转型仍将持续，综合毛利率还有提升空间；12 年募投项目达产后业绩会有较快增长；俄罗斯以及内地市场是未来的主要看点。但目前公司股价对应 10 年 69 倍、11 年 51 倍 PE，处于偏高水平，给予“谨慎增持”评级，目标价 36 元。

表 1：华斯股份分类别收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
裘皮服装	销量（件）	38415	66881	142640	139230	212500
	单价（元）	2626	2682	1687	2200	2350
	收入（万元）	10088	17937	24062	30631	54400
	增长率		77.81%	34.15%	27.30%	15.08%
	毛利率	20.37%	21.76%	23.97%	26.50%	27.20%
裘皮饰品	销量（件）	58897	42873	126031	130634	144000
	单价（元）	359	393	177	190	198
	收入（万元）	2112	1686	2233	2482	2851
	增长率		-20.17%	32.44%	11.15%	14.87%
	毛利率	5.97%	17.49%	16.03%	16.40%	16.80%

裘皮面料	销量 (件)	121582	99466	66318	50000	65000	55000
	单价 (元)	846	613	487	622	635	650
	收入 (万元)	10291	6096	3233	3109	4128	3575
	增长率		-40.76%	-46.97%	-3.82%	32.74%	-13.39%
	毛利率	4.86%	8.82%	9.33%	9.97%	10.00%	10.00%
裘皮皮张	销量 (件)	67878	139414	204806	180000	300000	170000
	单价 (元)	206	198	248	224	256	260
	收入 (万元)	1399	2754	5078	4026	7680	4420
	增长率		96.85%	84.39%	-20.71%	90.75%	-42.45%
	毛利率	4.75%	7.65%	7.84%	7.89%	8.00%	8.00%
其他	收入 (万元)	1684	991	935	1500	1500	1500
	毛利率		-41.12%	-5.63%	60.35%	0.00%	0.00%
总计	收入 (万元)	25574	29464	35541	41748	51409	67465
	增长率		15.21%	20.63%	17.46%	23.14%	31.23%
	毛利率	10.95%	16.89%	19.33%	22.10%	21.73%	24.48%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

表 2: 华斯股份利润表预测

	2007	2008	2009	2010Q1-Q3	2010E	2011E	2012E
营业收入	25574	29464	35541	33684	41748	51409	67465
营业成本	22772	24488	28671	25937	32307	39464	49775
毛利润	2801	4977	6871	7747	9441	11945	17690
营业税金及附加	121	154	176	112	0	0	0
销售费用	295	438	535	613	793	1028	1349
管理费用	840	965	1357	1291	1628	1954	2564
财务费用	1037	744	897	546	689	411	810
资产减值损失	119	(39)	(52)	191	200	100	100
投资收益	84	12	291	0	0	0	0
营业利润	474	2727	4247	4994	6131	8452	12868
营业外收入	149	210	132	262	300	50	50
营业外支出	5	78	3	1	0	0	0
利润总额	618	2859	4377	5255	6431	8502	12918
所得税	224	731	640	740	965	1275	1938
净利润	394	2128	3737	4515	5467	7227	10980
少数股东损益	(44)	(12)	(1)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	438	2140	3738	4515	5467	7227	10980
总股本 (万股)	8500	8500	8500	11350	11350	11350	11350
每股收益	0.05	0.25	0.44	0.40	0.48	0.64	0.97

数据来源: 公司公告、国泰君安证券

作者简介:

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券纺织服装行业及新兴能源行业研究员。
08、09 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

魏贞珍: 北京大学金融学硕士，国泰君安纺织服装行业助理研究员。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		