

分析师: 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040005

联系人: 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

公司通过模式升级提高盈利能力

事件描述

- 1、近期我们对华斯股份进行了调研，与公司董秘就公司战略及经营情况进行了沟通。公司在稳步发展国外市场的同时，加强对国内市场的开拓。公司逐步由加工型企业向加工、品牌企业并重过渡。
- 2、盈利预测及风险提示：公司是国内裘皮行业的龙头企业，在同行业中属于佼佼者，远远超过同行业公司。公司目前主要以国外市场为主，并努力开拓中国市场，国外市场和国内市场属于完全不同的经营模式，国内市场品牌运营需新的思维和积累相关的经验。我们期待公司在国内市场有较快的增长。

我们预计 2011-2013 年主营业务收入分别为 4.86、5.79、6.96 亿元，对应的 EPS 分别为 0.6、0.76、0.96 元，目前市场价格为 18.9 元，对应 PE 分别为 31.5、24.87、19.69 倍。我们给予公司“谨慎推荐”投资评级。

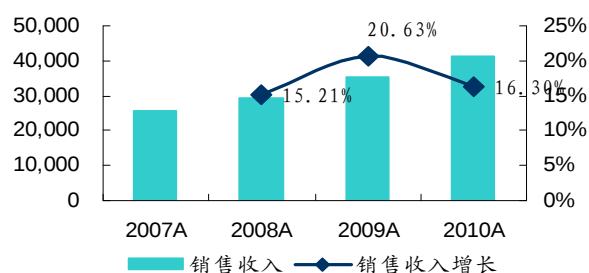
事件评论

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，公司以自主研发、规模化生产以及产业链一体化核心优势为基础，建立起“农业龙头企业打造完整产业链和动态升级”的经营模式。建立了国际化的营销网络，采取 OEM 模式、ODM 模式和自有品牌生产商 (OBM 模式) 相结合的方式，将裘皮服饰推向国内、外市场。

第一，公司销售规模稳步提升

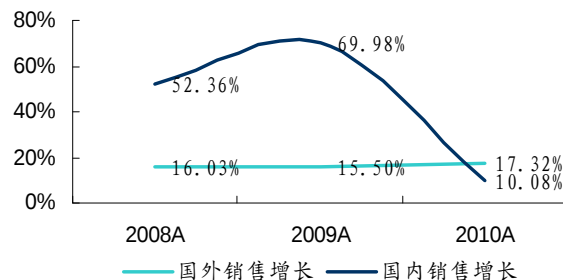
公司近几年销售规模保持平稳发展。2009 年增长达 20%，主要是 2008 年以来，公司大力拓展俄罗斯及周边国家市场，取得了很大的突破，国外销售保持较稳定增长，而国内销售较快，国内销售 2009 年增长更高达 70% 左右，但国内销售比例较小，对销售增长贡献有限。

图 1：华斯股份近几年销售规模（万元）及增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

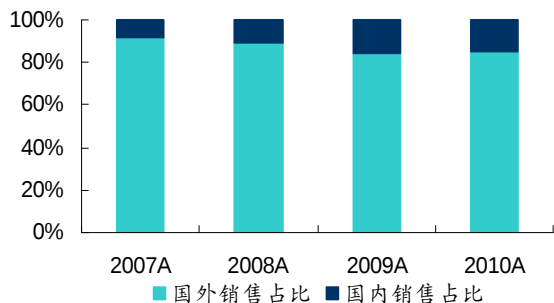
图 2：华斯股份分区域销售增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

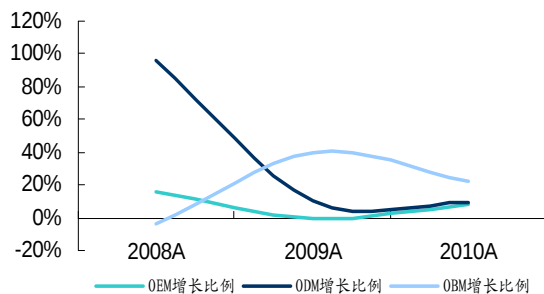
公司内销全部采用OBM 业务模式。公司在海外市场快速发展的同时，不断加大国内市场开发力度，公司利用自主品牌“怡嘉琦”和“华斯迈莎”进行OBM模式运营。随着公司品牌影响力不断加强和营销渠道拓展，公司自有品牌产品的影响力进一步得以提升。

图 3：华斯股份分区域销售占比（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

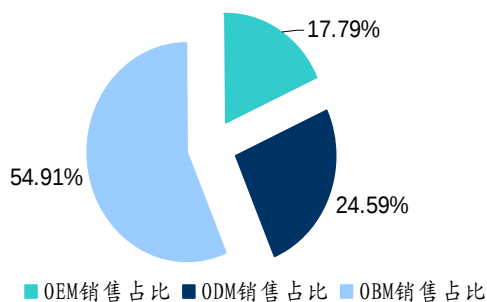
图 4：华斯股份分模式销售增长比例（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

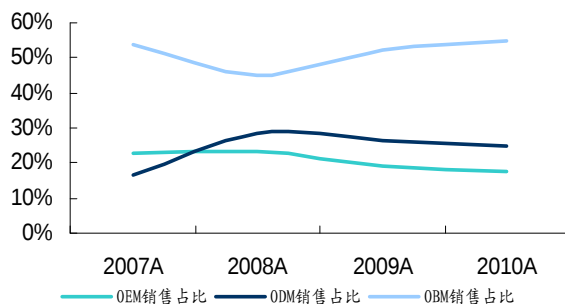
目前公司销售收入中，OBM模式销售占比最大，达55%左右，且OBM模式销售占比逐年提高，同时ODM模式和OEM模式占比逐年减小，公司加强自有品牌运营。

图 5：华斯股份 2010 年分模式销售占比（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

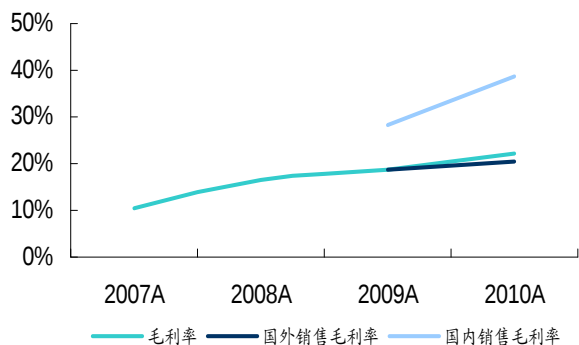
图 6：华斯股份分模式销售占比变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

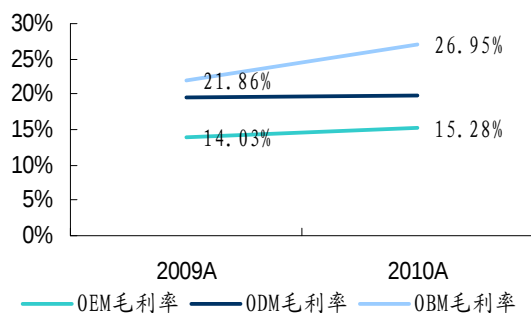
第二，公司毛利率逐年提升

图 7：华斯股份销售毛利率及各区域销售毛利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：华斯股份分模式毛利率变化情况



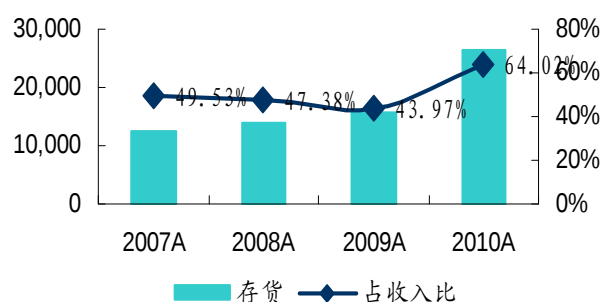
资料来源：公司公告，长江证券研究所

毛利率逐年提升，公司一方面通过业务模式升级战略，公司出口业务按照业务模式分为OEM、ODM 和OBM，目前三种业务模式协同发展，并不断向OBM 模式优化升级，其中OEM、ODM 收入为非自有品牌裘皮服装、饰品的出口收入，OBM 收入为公司所有自主品牌产品的出口收入。在保持OEM 业务收入稳定增长的同时，逐步扩大毛利率较高的ODM 和OBM 业务模式销售比例，业务模式升级战略促进了公司综合毛利率水平的提升；同时，公司不断优化产品结构，策略性地减少低附加值产品的生产，扩大毛利率较高的产品尤其是裘皮服装的销售比重，进一步促进了公司毛利率水平的大幅提升。另外，公司原材料成本控制优势对毛利率增长提供了有力保证。

第三，公司存货情况

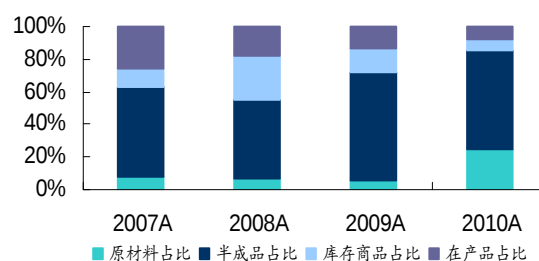
公司存货主要包括原材料、半成品、库存商品和在产品。原材料包括原料及辅料，原料主要是水貂皮、獭兔皮、狐狸皮等各种特种养殖动物原皮，辅料主要是化学试剂、里料、衬布等；半成品包括裘皮皮张和裘皮面料；库存商品主要为裘皮服装和饰品；在产品主要为期末尚未完工的产品。

图 9：华斯股份存货(万元)及占收入比例情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：存货构成及占比

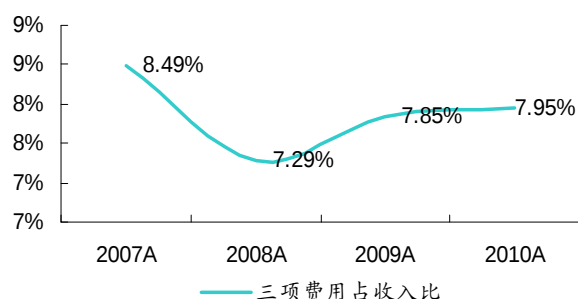


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司存货占比最大的是半成品，主要是因为原皮不易储存，加工成裘皮皮张和裘皮面料以后方可长期保存，公司半成品既可以直接对外销售，又可以进一步加工成裘皮服装和饰品。因此，半成品是公司存货存储的主要形态。存货是公司的核心资源之一，是公司进行大规模裘皮服装生产和及时供货的保证。

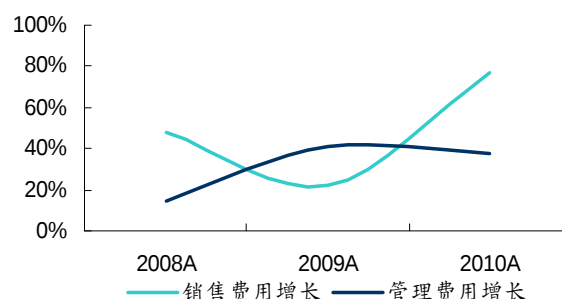
第四，公司费用控制

图 11：华斯股份三项费用占收入比例



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：主要费用变化情况

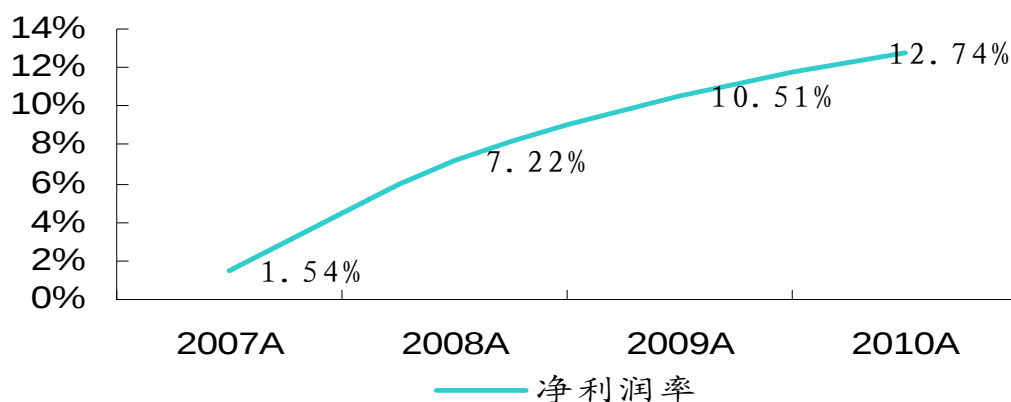


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司期间费用占营业收入的比例较稳定，近几年保持较平稳的水平，公司期间费用得到了有效控制，有利于公司增强可持续发展，净利润空间得以扩大。

第五，公司净利润率迅速提升

图 7：近几年华斯股份净利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司发展初期，主要通过自身积累以及银行短期借款来满足资金需求，限制了公司产能扩张、研发投入、销售区域拓展以及营销网络建设的步伐，公司主要采取低利润率快进快出的经营策略以应对流动资金的短缺，产品结构以毛利率较低的裘皮皮张、面料为主，业务模式也以毛利率相对较低的OEM和ODM为主。2008年以来，公司在产品结构调整、业务模式升级以及销售区域拓展方面取得显著成果，公司盈利能力显著增强。公司净利率在2008年有了较大幅度的提高。

2009年9月公司被认定为高新技术企业，享受15%的所得税优惠税率；2011年2月公司公告，公司被国家科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，有效期三年。公司享受的所得税优惠政策有利于保持净利润水平的持续增长。

第六，我们给予华斯股份“谨慎推荐”评级

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。公司在同行业中属于佼佼者，远远超过同行业企业。

公司目前主要以国外市场为主，并努力开拓中国市场，国外市场和国内市场属于完全不同的经营模式，国内市场品牌运营需新的思维和积累相关的经验。我们期待公司在国内市场开拓有良好的表现。

我们预计2011-2013年主营业务收入分别为4.86、5.79、6.96亿元，对应的EPS分别为0.6、0.76、0.96元，目前市场价格为18.9元，对应PE分别为31.5、24.87、19.69倍。我们给予公司“谨慎推荐”投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	413	486	579	696	货币资金	530	569	601	645
营业成本	320	366	431	511	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	93	119	148	186	应收账款	31	36	43	52
% 营业收入	22.5%	24.6%	25.6%	26.6%	存货	265	299	352	417
营业税金及附加	2	2	3	3	预付账款	3	7	9	10
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	1	0	0	0
销售费用	9	19	23	28	流动资产合计	830	912	1005	1125
% 营业收入	2.3%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	19	19	23	28	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	5	-2	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	固定资产合计	225	221	217	212
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	58	80	101	129	其他非流动资产	-166	-166	-166	-166
% 营业收入	14.1%	16.5%	17.5%	18.5%	资产总计	896	979	1073	1193
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	8	0	0	0
利润总额	62	80	101	129	应付款项	16	20	23	28
% 营业收入	15.0%	16.5%	17.5%	18.5%	预收账款	3	12	14	17
所得税费用	9	12	15	19	应付职工薪酬	5	9	11	13
净利润	53	68	86	109	应交税费	-5	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	4	5	6
的净利润	52.7	68.1	85.9	109.3	流动负债合计	30	45	53	64
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.46	0.60	0.76	0.96	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	10	10	10	10
经营活动现金流净额	-60	75	61	74	负债合计	40	55	64	74
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	856	924	1010	1119
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-5	-5	-5	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	856	924	1010	1119
固定资产投资	-5	-25	-26	-27	负债及股东权益	896	979	1073	1193
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-5	-30	-31	-32		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.464	0.600	0.757	0.963
股权融资	592	0	0	0	BVPS	7.54	8.14	8.90	9.86
银行贷款增加 (减少)	-74	-8	0	0	PE	40.79	31.54	25.00	19.67
筹资成本	4	2	2	2	PEG	1.48	1.15	0.91	0.71
其他	-20	0	0	0	PB	2.51	2.33	2.13	1.92
筹资活动现金流净额	502	-6	2	2	EV/EBITDA	23.80	14.83	11.99	9.47
现金净流量	437	39	33	44	ROE	6.2%	7.4%	8.5%	9.8%

分析师介绍

雷玉，厦门大学企业管理专业毕业，从事纺织行业研究。曾在家纺企业工作三年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。