

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

## 业绩符合预期，国外市场持续增长

### 事件描述

华斯股份今日发布 2011 年中报，主要经营业绩如下：2011 年上半年公司实现营业收入 2 亿元，比上年同期增长 15.40%；实现利润总额 3177.75 万元，比上年同期增长 17.10%；归属于上市公司股东的净利润 2728.02 万元，比上年同期增长 17.77%，基本每股收益 0.24 元。

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 61.29 亿、76.61 亿，每股收益分别为 1.69 元、2.29 元，对应 7 月 31 日收盘价的 PE 分别为 15.97、11.78 倍，维持“谨慎推荐”评级。

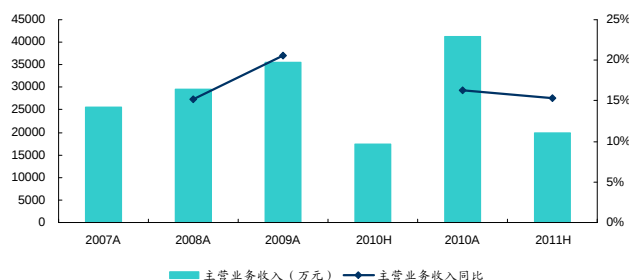
### 事件评论

#### 第一、上半年营业收入同比有所增加，增速符合预期

2011 年上半年公司实现营业收入 2 亿元，比上年同期增长 15.40%，其中二季度营收 1.33 亿元，同比增长 12.56%，环比增长 196.79%。

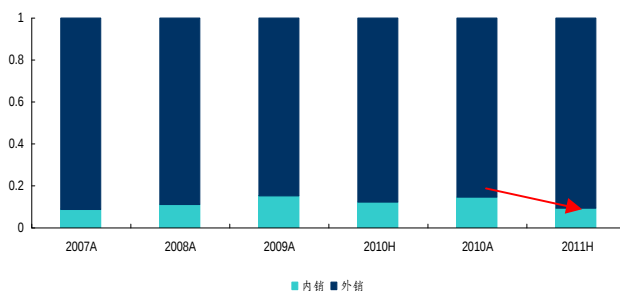
我们认为，（1）二季度的营收增速小幅下降。裘皮服饰全年的生产呈倒 U 型分布，从历史数据看，每年的销售高峰出现在 5-9 月；（2）海外市场快速发展，同比增速 19.43%，增加了 2 个百分点，内销市场占比下降。公司目前主要以国外市场为主，努力开拓中国市场为辅，国内外经营模式不相同，在国内市场品牌运营需要经验。公司内销利用自主品牌“怡嘉琦”和“华斯迈莎”进行 OBM 模式运营。海外市场采用 OBM，OEM，ODM 三种模式，OBM 主要用于俄罗斯地区。

图 1：华斯股份近几年销售规模（万元）及增长

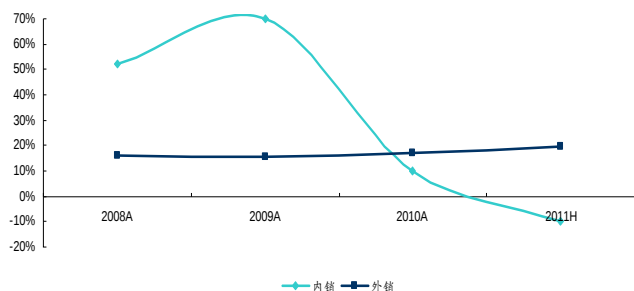


资料来源：公司公告，长江证券研究所

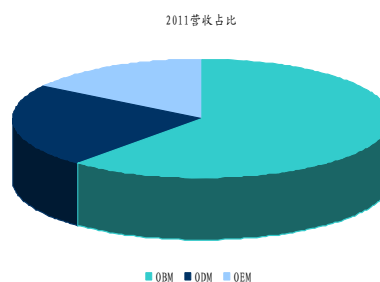
图 2：近四年销售地区占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

**图 3： 销售地区营收增长**


资料来源：公司公告，长江证券研究所

**图 4： 销售模式营收占比（2011H）**


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 第二、 公司毛利率小幅下降

**表 1： 公司分模式毛利率**

|     | 营业收入(万元)  | 毛利率    | 毛利率比上年增减 |
|-----|-----------|--------|----------|
| OBM | 11,935.99 | 24.36% | -0.62%   |
| ODM | 4,450.36  | 20.90% | -2.00%   |
| OEM | 3,099.54  | 16.75% | -1.63%   |
| 小计  | 19,485.89 | 22.36% | -1.07%   |

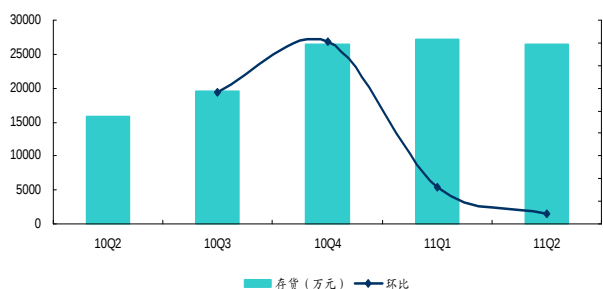
资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 第三、 公司存货环比有所下降

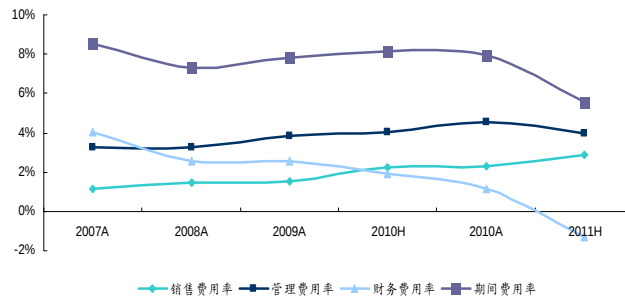
公司存货主要包括原材料、半成品、在产品和库存商品。相比于 2010 年末，半成品和在产品有所增加，原材料和库存商品有所减少，这是由公司的生产周期决定的。半成品是公司存货存储的主要形态，既可以直接对外销售，又可以进一步加工成裘皮服装和饰品。

## 第四、 期间费用下降较快，主要是财务费用

财务费用较同期减少 179.54%，减少的主要原因是为降低资金成本，归还了短期借款，相应的利息支出减少。

**图 5： 10Q2-11Q2 存货（万元）及环比增长**


资料来源：公司公告，长江证券研究所

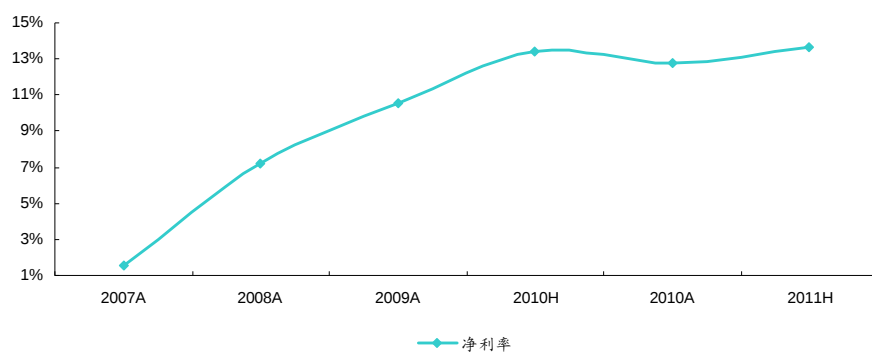
**图 6： 期间费用下降较快，主要是财务费用**


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 第五、净利率有所增加

通过有效的控制费用，2011 年上半年净利润率为 13.62%，同比增加 0.25 个百分点。

图 7：净利率同比增加 0.25 个百分点



资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 第六、维持“谨慎推荐”评级

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”的组织经营模式，是国内裘皮行业的龙头企业。

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。

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 4.86、5.79 亿，每股收益分别为 0.60、0.76 元，对应 8 月 5 日收盘价的 PE 分别为 35.52、28.16 倍，维持“谨慎推荐”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    | <b>流动资产合计</b>  | <b>830</b> | <b>912</b> | <b>1005</b> | <b>1125</b> |
| % 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% | <b>资产总计</b>    | <b>896</b> | <b>979</b> | <b>1073</b> | <b>1193</b> |
| 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    | 23    | 应付职工薪酬         | 5          | 9          | 11          | 13          |
| 净利润           | 53    | 68    | 86    | 105   | 应交税费           | -5         | 0          | 0           | 0           |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 52.7  | 68.1  | 85.9  | 105.4 | 其他流动负债         | 2          | 4          | 5           | 6           |
| 少数股东损益        | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>流动负债合计</b>  | <b>30</b>  | <b>45</b>  | <b>53</b>   | <b>64</b>   |
| EPS (元/股)     | 0.46  | 0.60  | 0.76  | 0.93  | 长期借款           | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 现金流量表 (百万元)   |       |       |       |       | 应付债券           | 0          | 0          | 0           | 0           |
|               | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 递延所得税负债        | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 经营活动现金流净额     | -60   | 75    | 61    | 70    | 其他非流动负债        | 10         | 10         | 10          | 10          |
| 取得投资收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>负债合计</b>    | <b>40</b>  | <b>55</b>  | <b>64</b>   | <b>74</b>   |
| 收回现金          |       |       |       |       | 归属于母公司         | 856        | 924        | 1010        | 1115        |
| 长期股权投资        | 0     | -5    | -5    | -5    | 所有者权益          |            |            |             |             |
| 无形资产投资        | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益         | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 固定资产投资        | -5    | -25   | -26   | -27   | <b>股东权益</b>    | <b>856</b> | <b>924</b> | <b>1010</b> | <b>1115</b> |
| 其他            | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>负债及股东权益</b> | <b>896</b> | <b>979</b> | <b>1073</b> | <b>1189</b> |
| 投资活动现金流净额     | -5    | -30   | -31   | -32   | 基本指标           |            |            |             |             |
| 债券融资          | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2010A      | 2011E      | 2012E       | 2013E       |
| 股权融资          | 592   | 0     | 0     | 0     | EPS            | 0.464      | 0.600      | 0.757       | 0.929       |
| 银行贷款增加 (减少)   | -74   | -8    | 0     | 0     | BVPS           | 7.54       | 8.14       | 8.90        | 9.83        |
| 筹资成本          | 4     | 2     | 2     | 2     | PE             | 45.94      | 35.52      | 28.16       | 22.96       |
| 其他            | -20   | 0     | 0     | 0     | PEG            | 1.77       | 1.37       | 1.08        | 0.88        |
| 筹资活动现金流净额     | 502   | -6    | 2     | 2     | PB             | 2.83       | 2.62       | 2.40        | 2.17        |
| 现金净流量         | 437   | 39    | 33    | 40    | EV/EBITDA      | 27.77      | 17.38      | 14.09       | 11.18       |
|               |       |       |       |       | ROE            | 6.2%       | 7.4%       | 8.5%        | 9.5%        |

### 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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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。