

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

双渠道营销网络，业绩稳定增长

事件描述

华斯股份今日公布 2011 年第三季报，主要经营业绩如下：

- 公司 2011 年前 3 季度实现营业收入 3.8 亿元，比上年同期增长 12.82%；实现利润总额 6145.31 万元，比上年同期增长 16.93%；归属上市公司股东的净利润 5256.23 万元，比上年同期增长 16.41%，取得了较好的经营业绩，基本每股收益 0.46 元
- 基于公司将继续加大产品研发投入和国内市场的开发，产品市场需求形式依然良好，销售收入保持稳步增长，预计全年归属上市公司股东的净利润比上年同期增长 10%-30%

预计公司 2011/2012 年营业收入分别为 4.86/5.79 亿元，每股收益分别为 0.60/0.76 元，对应 10 月 18 日收盘价 PE 分别为 28.92/22.83 倍，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一、销售旺季，三季度营业收入稳步增长

前三季度公司实现营业收入 3.8 亿元，比上年同期增长 12.82%；实现营业利润总额 6145.31 万元，比上年同期增长 16.93%；实现归属上市公司股东的净利润 5256.23 万元，比上年同期增长 16.41%，取得了较好的经营业绩，基本每股收益 0.46 元。

三季度增速稳中有升，Q3 主营业务收入 1.8 亿元，比上年同期增长 10.09%；营业利润 2950.13 万元，比上年同期增长 20.07%；归属上市公司股东净利润 2528.22 万元，比上年同期增长 14.98%。

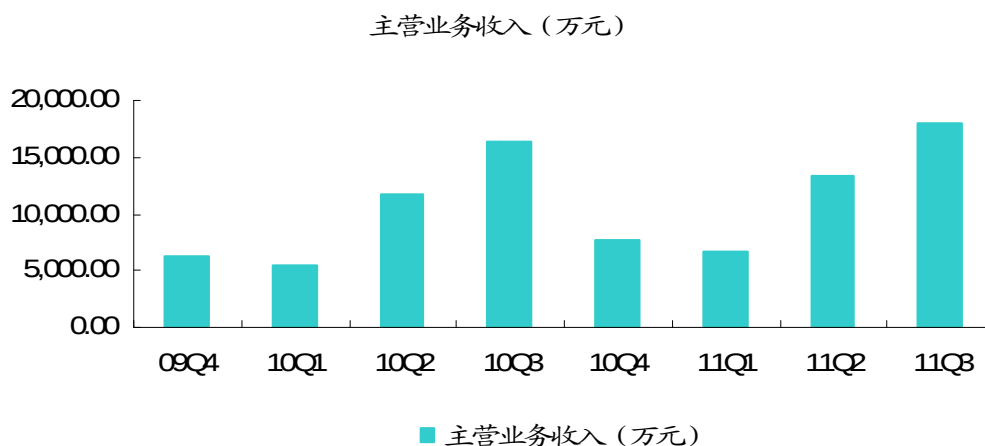
表 1：公司三季度经营业绩情况

	2011 年 1-9 月	同比增长	2011 年 Q3	同比增长
营业收入	3.8 亿	12.82%	1.8 亿	10.09%
营业利润	6145.31 万	16.93%	2950.13 万	20.07%
归属上市公司股东的净利润	5256.23 万	16.41%	2528.22 万	14.98%
基本每股收益	0.46 元	-13.21%	0.22 元	-15.38%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，（1）三季度公司取得较好的业绩源于 5-9 月为裘皮服饰销售最旺季节，该行业全年的生产模式呈倒 U 型布局；（2）公司为该行业龙头企业，裘皮类服饰又有较好的御寒作用。随着冬季的临近，消费者都已提前开始购置此类服饰，将有效的保持公司业绩的稳健增长；（3）基于公司将继续加大产品研发投入和国内市场的开发，产品市场需求形式依然良好，销售收入保持稳步增长，预计全年归属上市公司股东的净利润比上年同期增长 10%-30%。

图 1：公司近两年季度销售增长情况

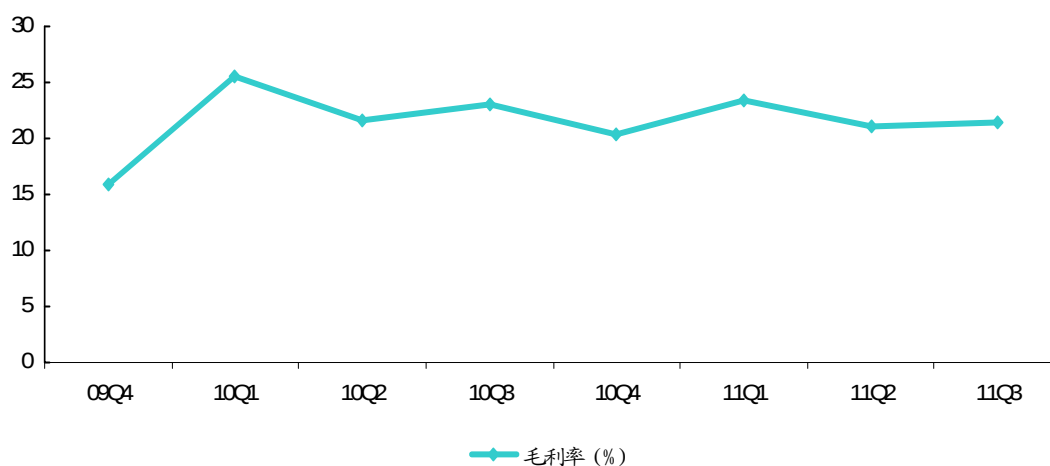


资料来源：Wind, 长江证券研究部

第二、公司毛利率略有回升

公司二季度毛利率出现了小幅的下降，三季度略有回升，实现毛利润 8158.17 万元，比上年同期增长 5.3%。净利率为 13.78%，同比增长 16.02%。

图 2：公司近两年季度毛利率情况



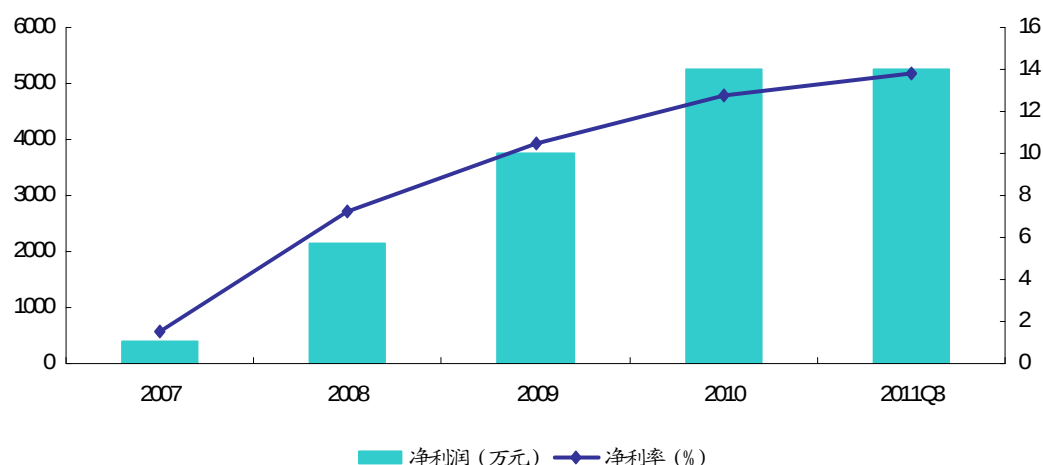
资料来源：Wind, 长江证券研究部

表 2: 2011 年二季度与三季度毛利率比较

	2011 年 1-9 月	同比增长	2011 年 1-6 月	同比增长
毛利率	21.46%	5.3%		
OBM(毛利率)			24.36%	-0.62%
ODM(毛利率)			20.90%	-2.00%
OEM(毛利率)			22.36%	-1.07%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 公司 2007-2011Q3 净利润增长情况

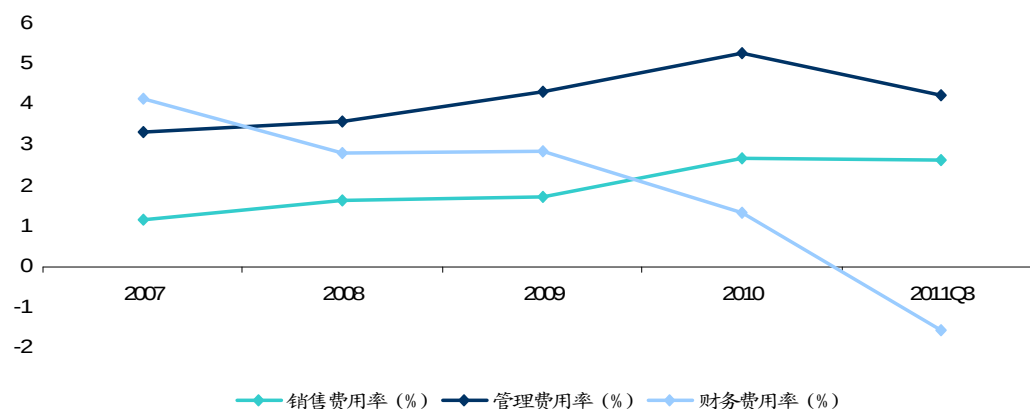


资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三、财务费用下降较快

财务费用较上期下降 191.68%，主要原因是公司存款利息增加；销售费用较上期增长 36.37%，主要是因为公司加大力度继续开发国内市场，产生的展销会费用增加。为保证公司充足的现金流，以满足不断扩展的经营规模和购置原材料等投入，同意公司向银行申请总额度不超过 1.35 亿元人民币的综合授信额度。截至 2011Q3，公司银行借款总额为 1821.75 万元，占总资产的 1.80%，资产负债率为 5.56%，公司财务状况良好，有助于业绩稳定增长保障。

图 4: 公司 2007-2011Q3 三费增速变化



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二、我们仍维持对华斯股份的“谨慎推荐”评级

公司充分发挥国内裘皮行业的龙头企业优势，以自主研发、规模化生产及产业链一体化为核心，进一步扩大规模、提高生产效率，完善国际、国内双渠道营销网络的建设。

预计公司 2011/2012 年营业收入分别为 4.86/5.79 亿元，每股收益分别为 0.60/0.76 元，对应 10 月 18 日收盘价 PE 分别为 28.92/22.83 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	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	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					其他流动负债	2	4	5	6
的净利润	52.7	68.1	85.9	105.4	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	0.93	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	70	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	1115
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	1115
固定资产投资	-5	-25	-26	-27	负债及股东权益	896	979	1073	1189
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	0.929
股权融资	592	0	0	0	BVPS	7.54	8.14	8.90	9.83
银行贷款增加（减少）	-74	-8	0	0	PE	45.94	35.52	28.16	22.96
筹资成本	4	2	2	2	PEG	1.77	1.37	1.08	0.88
其他	-20	0	0	0	PB	2.83	2.62	2.40	2.17
筹资活动现金流净额	502	-6	2	2	EV/EBITDA	27.77	17.38	14.09	11.18
现金净流量	437	39	33	40	ROE	6.2%	7.4%	8.5%	9.5%

资料来源：长江证券研究部

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。