

华斯股份 (002494)
 增持/首次评级
 股价: RMB17.76

分析师
 程远
 SAC 执业证书编号:S1000511080001
 chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

收入平稳增长, 毛利率受压继续下滑

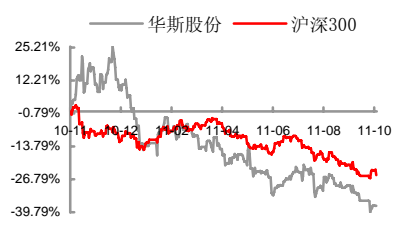
- 2011 年前三季度公司营业收入为 3.80 亿元, 同比增长 12.82%; 毛利率为 21.47%, 同比下降 1.53 个百分点; 销售费用率为 2.20%, 同比提升 0.38 个百分点; 管理费用率为 3.55%, 同比下降 0.29 个百分点; 归属母公司净利润为 5256.23 万元, 同比增长 16.41%; 实现基本每股收益 0.46 元。
- **预计全年收入平稳增长。**由于募投项目建设推迟, 公司主要依靠技改缓解产能瓶颈, 并积极调整产品结构, 提升附加值较高的裘皮服装的收入占比, 从而扩大销售。5-9 月向来是公司的销售高峰期, 因而截至 9 月底公司全年的销售情况已基本定调, 我们预计全年增幅在 15% 左右。公司已于三季度启动募投项目中的技改扩建项目, 预计明年投产, 届时公司的产能瓶颈将进一步缓解。
- **毛利率继续下滑, 销售费用率略升。**由于水貂皮等原材料价格坚挺且人工成本不断上涨, 公司的毛利率持续受压下行。1-9 月公司毛利率为 21.47%, 同比下降 1.53 个百分点, 较 1-6 月的毛利率下降 0.44 个百分点。费用方面, 由于公司加大内销推广力度, 展销会费用相应增加, 销售费用率提升 0.38 个百分点。
- **皮毛市场二期工程正式奠基, 预计明年底建成。**公司利用自有及超募资金设立京南裘皮城有限公司参与肃宁县原皮毛市场二期工程的建设。该工程已于 7 月正式投入建设, 预计明年底投入使用。皮毛市场二期工程将进一步完善原毛皮交易中心的原料交易和成衣交易功能, 提高公司原料采购效率; 同时公司也可通过租售店铺的形式获得稳定的回报。
- **风险提示:** 欧美需求萎缩; 人民币持续升值。
- **盈利预测:** 我们预计, 公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.54、0.67、0.91 元, 给予“增持”的投资评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	114
流通 A 股 (百万股)	114
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,016

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	413.3	474.0	582.0	767.0
(+/-%)	16.3	14.7	22.8	31.8
归属母公司净利润(百万元)	52.7	61.0	76.0	104.0
(+/-%)	40.9	15.8	24.6	36.8
EPS(元)	0.46	0.54	0.67	0.91
P/E(倍)	38.3	32.9	26.4	19.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	830	862	863	953	营业收入	413	474	582	767
现金	530	506	522	574	营业成本	320	374	456	597
应收账款	22	24	27	33	营业税金及附加	2	2	3	4
其他应收款	9	5	6	6	营业费用	9	11	14	18
预付账款	3	48	1	1	管理费用	19	18	23	29
存货	265	280	308	339	财务费用	5	-1	-1	-1
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0
非流动资产	66	97	179	202	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	58	55	60	73	营业利润	58	68	87	119
无形资产	7	30	78	78	营业外收入	4	4	3	3
其他非流动资产	1	12	41	51	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	896	960	1042	1155	利润总额	62	72	90	122
流动负债	30	40	45	54	所得税	9	11	13	18
短期借款	8	8	8	8	净利润	53	61	76	104
应付账款	16	19	23	30	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	6	13	14	16	归属母公司净利	53	61	76	104
非流动负债	10	14	15	15	EBITDA	68	73	93	126
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.54	0.67	0.91
其他非流动负	10	14	15	15					
负债合计	40	54	60	69	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	114	114	114	114	成长能力				
资本公积	661	661	661	661	营业收入	16.3%	14.7%	22.7%	31.8%
留存收益	81	131	208	312	营业利润	37.6%	17.1%	27.2%	37.2%
归属母公司股	856	906	982	1086	归属母公司净利	40.9%	16.5%	24.4%	36.0%
负债和股东权	896	960	1042	1155	获利能力				
					毛利率(%)	22.5%	21.2%	21.6%	22.1%
					净利率(%)	12.7%	12.9%	13.1%	13.5%
					ROE(%)	6.2%	6.8%	7.8%	9.6%
					ROIC(%)	15.6%	13.6%	15.2%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	4.5%	5.6%	5.7%	6.0%
					净负债比率(%)	20.24	14.88	13.36	11.58
					流动比率	27.57	21.69	19.11	17.76
					速动比率	18.78	14.65	12.29	11.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.51	0.58	0.70
					应收账款周转率	17	20	22	24
					应付账款周转率	20.36	21.54	21.99	22.68
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.46	0.54	0.67	0.91
					每股经营现金流	-0.53	0.20	0.91	0.72
					每股净资产(最	7.54	7.98	8.65	9.57
					估值比率				
					P/E	38.27	32.85	26.42	19.42
					P/B	2.36	2.23	2.05	1.86
					EV/EBITDA	22	20	16	12

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。