



张凤展  
021-53519888-1932  
Bluesky9272003@hotmail.com  
执业证书编号: S0870511030001

# 2011 年度中报点评: 收入平稳增长, 毛利率下降

## 基本数据 (Y10)

报告日股价 (元)	21.32
12mth A 股价格区间 (元)	18.46/36.0
总股本 (百万股)	113
无限售 A 股/总股本	25%
流通市值 (百万元)	607
每股净资产 (元)	7.68
PBR (X)	2.77

## 主要股东 (Y10H)

贺国英	42.29%
深圳市众易实业有限公司	9.76%

## 收入结构 (Y10H)

裘皮服装	79.26%
裘皮面料	3.68%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ11-CT12

相关报告: 无

首次报告日期: 2011-08-08

## 动态事项:

公司公告 2011 中报: 公司 2011 年上半年实现营业收入 199,999,918.93 元, 比上年同期增长 15.40%; 实现利润总额 31,777,529.99 元, 比上年同期增长 17.10%; 归属于上市公司股东的净利润 27,280,166.78 元, 比上年同期增长 17.77%。

表 1: 单季度经营状况

	2011 第二季 度	2011 第一季 度	2010 第四季 度	2010 第三季 度	2010 第二季 度	2009 第四季 度
每股收益 EPS (元)	0.18	0.06	0.07	0.26	0.22	0.05
经营活动净收益 (元)	238382	768610	851426	245699	201985	418959
销售净利率 (%)	15.31	10.31	9.83	13.45	15.66	6.45
销售毛利率 (%)	21.12	23.45	20.34	23.10	21.66	15.83
营业费用率	2.06	4.48	4.35	1.41	1.33	2.82
管理费用率 (%)	3.14	5.68	7.59	3.65	2.09	5.78
财务费用率 (%)	-2.50	1.03	-1.02	1.32	1.61	2.63
营业收入同比增长率 (%)	12.56	21.41	22.82			
营业利润同比增长率 (%)	18.02	48.53	102.64			
净利润同比增长率 (%)	10.05	47.14	87.12			
归属母公司股东的净利润同比增长率 (%)	10.25	47.14	87.12			

数据来源: Wind 资讯, 上海证券

## 主要观点:

收入增长符合预期, 销售收入增速季度环比略有下降

公司 2011 年上半年实现营业收入 199,999,918.93 元, 比上年同期增长 15.40%, 单季度销售收入同比增长 12.56%, 季度环比略有下降。

分产品来看, 2011 年上半年裘皮服装的销售增长速度较快,

2011 年上半年，裘皮服装同比增长 27.47%。裘皮皮张同比增长 17.16%，但是裘皮面料和裘皮饰品的销售均有加大幅度的下滑，裘皮面料销售收入同比下降 28.72%。

分行业来看，公司的 OBM 业务销售情况良好，OBM 销售同比增长 16.59%。公司的经营结构进一步改善。

表 2: 分项数据

主营业务分行业情况				
分行业或分产品	营业收入	毛利率 (%)	收入同期增减 (%)	毛利率同期增减 (%)
OBM	11,935.99	24.36%	16.59%	-0.62%
ODM	4,450.36	20.90%	15.12%	-2.00%
OEM	3,099.54	16.75%	13.74%	-1.63%
小计	19,485.89	22.36%	15.79%	-1.07%
主营业务分产品情况				
裘皮皮张	1,037.55	7.27%	17.16%	-0.62%
裘皮面料	1,913.71	8.45%	-28.72%	-1.52%
裘皮饰品	681.10	14.01%	-17.00%	-2.42%
裘皮服装	15,853.53	25.38%	27.47%	-2.53%
小计	19,485.89	22.36%	15.79%	-1.07%

数据来源: wind, 上海证券

由于裘皮服饰全年的生产呈倒 U 型分布。每年的 1 月和 2 月是裘皮行业的淡季，受到元旦、春节的影响，行业生产处于最低位，厂商在此期间向客户推广其下一年度的服饰设计，并取得订单意向。3 月份，生产开始启动，各方面的生产条件到位，厂商根据取得的订单意向制作样品、小规模生产；在客户认可样品、与公司签订全年销售订单后，厂商自 4 月份开始组织较大规模的生产并陆续交货，直至 9 月份结束。10 月至 12 月是客户的追加订单阶段，客户对畅销款式和定制款式补充订货；此期间也是公司推出次年概念性样品服饰的打样阶段。综合来看，每年的销售高峰出现在 5-9 月。以华斯股份的 2008 年度和 2009 年度为例，此期间的营业收入分别达到了全年营业收入的 62.71%和 67.63%。因此对公司全年的销售收入的增长情况的判断，下一个季度很关键。

### 毛利率下滑

2011 年上半年，华斯股份的毛利率进一步下滑，综合毛利率上半年同比下降 1 个百分点，其中裘皮服装毛利率下降最为明显，下降了 2.53 个百分点。我们认为这与产品价格的波动有较大关系。2010 年度，收益于俄罗斯市场的复苏已经天气的影响，产品价格的上涨速度很快，而这一趋势并未能够得以延续。

表 3: 产品价格

主要产品	2010 年度	本年比上年增减 (%)	2009 年度
------	---------	-------------	---------

裘皮服装	2,758.94	63.55	1,686.87
裘皮饰品	225.13	30.99	171.87

数据来源：公司公告，上海证券

### 各项费用占比有所下降

2011 年上半年，各项费用率控制较好，其中由于本期店面扩张导致相关费用有所增加，导致销售费用率较去年同期的 2.21% 上升至 2.87%，管理费用和财务费用比率都有所下降。由于 IPO 募集资金的影响，财务费用较去年同期减少了 600 万元。

### ■ 投资建议：

公司在皮革行业具有一定的优势，去年受益于俄罗斯市场的复苏以及寒冬的影响，行业增长情况良好，且产品价格的提升明显。今年裘皮的价格虽然能够维持高位，但具有一定风险。

公司 11 年产能的提升主要源自技改项目的实施，收入增长全面大幅提速需待 12 年募投项目产能的全部释放，预计 11-13 年 EPS 分别为 0.63、0.79 和 0.95 元/股，对应 11 年市盈率为 33 倍，估值较高，给予“大市同步”的评级。

**财务和估值数据摘要**

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	294.64	355.41	413.33	476.67	604.58	735.42
增长率(%)	15.21%	20.63%	16.30%	15.32%	26.83%	21.64%
归属母公司股东净利润	21.40	37.38	52.67	71.51	90.07	107.76
增长率(%)	389.06%	74.65%	40.91%	35.76%	25.95%	19.64%
每股收益(EPS)	0.189	0.329	0.464	0.630	0.794	0.949
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.097	0.192	-0.508	1.670	-1.200	2.130
销售毛利率	16.89%	19.33%	22.51%	23.38%	24.05%	24.14%
销售净利率	7.22%	10.51%	12.74%	15.00%	14.90%	14.65%
净资产收益率(ROE)	17.28%	17.12%	6.15%	7.71%	8.85%	9.58%
投入资本回报率(ROIC)	15.44%	23.68%	25.98%	18.00%	26.16%	15.76%
市盈率(P/E)	102.39	58.63	41.61	30.65	24.33	20.34
市净率(P/B)	17.70	10.04	2.56	2.36	2.15	1.95
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

**报表预测**

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	294.64	355.41	413.33	476.67	604.58	735.42
减: 营业成本	244.88	286.71	320.31	365.24	459.20	557.88
营业税金及附加	1.54	1.76	1.93	2.23	2.83	3.44
营业费用	4.38	5.35	9.45	14.30	18.14	22.06
管理费用	9.65	13.57	18.71	21.58	27.37	33.30
财务费用	7.44	8.97	4.68	-10.43	-8.55	-7.66
资产减值损失	-0.39	-0.52	-0.21	-0.38	-0.38	-0.38
加: 投资收益	0.12	2.91	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	27.27	42.47	58.46	84.13	105.97	126.77
加: 其他非经营损益	1.32	1.29	3.61	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	28.59	43.77	62.06	84.13	105.97	126.77
减: 所得税	7.31	6.40	9.39	12.62	15.90	19.02
<b>净利润</b>	21.28	37.37	52.67	71.51	90.07	107.76
减: 少数股东损益	-0.12	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	21.40	37.38	52.67	71.51	90.07	107.76

资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	7.19	81.27	531.15	625.35	400.74	603.83
应收和预付款项	38.55	29.17	34.40	55.24	58.39	79.82
存货	139.61	156.29	264.63	148.92	371.03	260.66
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3.37	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

固定资产和在建工程	48.77	57.10	58.30	149.51	230.72	251.94
无形资产和开发支出	4.23	6.42	6.85	6.09	5.34	4.58
其他非流动资产	0.00	0.00	0.63	0.32	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>241.72</b>	<b>330.25</b>	<b>895.97</b>	<b>985.43</b>	<b>1066.22</b>	<b>1200.82</b>
短期借款	69.00	82.50	8.16	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	46.37	20.92	21.79	47.90	38.62	65.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	8.51	10.19	10.19	10.19	10.19
<b>负债合计</b>	<b>115.37</b>	<b>111.94</b>	<b>40.14</b>	<b>58.09</b>	<b>48.82</b>	<b>75.65</b>
股本	68.18	85.00	113.50	113.50	113.50	113.50
资本公积	11.32	104.58	660.91	660.91	660.91	660.91
留存收益	44.35	28.74	81.41	152.92	242.99	350.75
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>123.85</b>	<b>218.31</b>	<b>855.82</b>	<b>927.34</b>	<b>1017.41</b>	<b>1125.17</b>
少数股东权益	2.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>126.35</b>	<b>218.31</b>	<b>855.82</b>	<b>927.34</b>	<b>1017.41</b>	<b>1125.17</b>
负债和股东权益合计	241.72	330.25	895.97	985.43	1066.22	1200.82
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
经营性现金净流量	10.99	21.77	-57.71	189.56	-136.16	241.79
投资性现金净流量	2.75	-4.53	-4.79	-100.00	-100.00	-50.00
筹资性现金净流量	-10.93	57.26	501.57	4.64	11.54	11.30
<b>现金流量净额</b>	<b>0.85</b>	<b>73.78</b>	<b>438.66</b>	<b>94.20</b>	<b>-224.61</b>	<b>203.09</b>

## 分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。