

消费品及服务 - 纺织服装

2012 年 6 月 21 日

市场数据	2012 年 6 月 20 日
当前价格 (元)	13.65
52 周价格区间 (元)	13.00-22.33
总市值 (百万)	1565.17
流通市值 (百万)	862.91
总股本 (百万股)	113.50
流通股 (百万股)	62.58
日均成交额 (百万)	12.91
近一月换手 (%)	29.34%
第一大股东	贺国英
公司网址	http://www.huasiag.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	21.04%	7.18%
净利率	13.19%	6.67%
净资产收益率	6.84%	9.63%
总资产收益率	6.05%	3.95%
资产负债率	5.60%	55.92%
市盈率	25.07	20.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
华斯股份	-1.97%	-16.41%	-33.90%
沪深 300	-0.60%	-2.71%	-11.53%

相关报告

《华斯股份新股定价报告》，2010.11

周亮

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，周亮，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

稳定增长的裘皮服装龙头，“买入”评级

— 华斯股价 (002494) 调研报告

评级: 买入

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	470	520	600	680
净利润 (百万元)	62	76	88	112
每股收益 (元)	0.55	0.67	0.78	0.99
净利润增长率%	17.7%	23.6%	15.9%	27.3%
市盈率	25	20	17	13

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司是国内裘皮行业的龙头企业。产品包括裘皮皮张、裘皮面料、裘皮服装和裘皮饰品。其中裘皮服装是公司收入、利润的主要来源，2011 年占收入的 80%以上、占利润的 90%以上。过去几年公司裘皮服装收入快速增长，平均增长率在 30%左右，裘皮服装利润平均增长率 40%左右。
- 公司毛利率最高的自主品牌设计 OBM 业务占比逐年增长，将提升公司综合毛利率。OBM 业务逐渐形成了以俄罗斯及周边地区为主的外销和国内华北、东北为重点的内销客户群。
- 从收入增长情况来看，公司虽出口为主，但受金融危机冲击小。公司 80%以上产品出口，主要出口欧洲、俄罗斯、东亚和北美。欧洲近几年呈现平稳增长态势，俄罗斯成为增长最快的出口国，有望超过欧洲。
- 从裘皮服装销售数量上判断，欧洲债务危机对公司的冲击局限在低端产品，高端产品仍保持增长。公司的裘皮服装价格在 2011 年大幅上涨 66%，按披露的收入和平均价格计算，裘皮服装销量由 2010 年的 14 万件左右下降到不足 10 万件，但收入仍增长 18%，可能意味着低端产品的销量受到了影响，高端产品需求仍旺盛。
- 未来业绩增长点有如下两方面。一是 2013 年“京南裘皮城”商业地产项目将发力，初算每年将增加 2000 万左右的租金收益以及一次性的房产销售收入 2 亿元左右。二是公司大力打造内销“怡嘉琦”终端品牌，将于 2012 年底完成至少 25 家新店铺设，我们预计 2013 年开始产生效益。
- 盈利预测与估值。我们预计 2012-2014 年 EPS 为 0.67/0.78/0.99 元，对应 PE 为 20/17/13 倍，我们认为随着内销布点的逐步完成、皮革城二期的建成、金融危机的消退，公司将进入到新的增长轨迹之中，看好公司长期发展前景，给与“买入”评级。
- 风险因素。出口汇率风险、新店布点带来费用管理不当风险。

公司概况

华斯股份全称为华斯农业开发股份有限公司，所在地是河北省肃宁县尚村镇。公司成立于2000年，2009年整体变更为股份公司。公司是一家集裘皮行业完整产业链条于一身的行业龙头企业，主营业务包括裘皮服装和饰品的设计、生产及销售；裘皮面料和皮张的制造与销售，是国内最大的裘皮制品生产企业，2009年产值和出口规模分别占行业0.92%和3.29%。目前行业集中度较低，大部分销售收入在5000万以下，超过1亿的企业仅5家。公司实际控制人为贺国英，持有4800万股，占公司股本42.29%。

Figure 1 公司实际控制人为贺国英

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
贺国英	48,000,000	42.29	受限流通股
深圳市众易实业有限公司	11,074,300	9.76	流通A股
合计	59,074,300	52.05	

资料来源：2011年报、世纪证券研究所

公司所处行业背景——裘皮非标准化特征产生行业较高门槛

裘皮制品既是御寒必需品又有奢侈品特征。保暖御寒是裘皮制品最基本的功能，相对于其他服装材料面料，裘皮轻薄保暖，在高寒地区成为必需品。俄罗斯、北欧、我国华北、东北地区等是裘皮的传统固定消费市场。另外，裘皮原料及裘皮制品价值高，素有“软黄金”之称，裘皮原料及制品变现较其他商品容易，因此裘皮制品又有奢侈品的属性。

裘皮制品产业链条长。主要涵盖了特种动物养殖、原皮采购、鞣制、染色、加工等生产加工环节以及营销、裘皮服饰设计和品牌运营等环节。裘皮行业普遍以初级农产品作为原材料，生产过程主要依靠熟练技工辅以高新技术机器设备实现批量生产。行业的终端产品主要为各类裘皮服装、饰品，面向国际和国内中高端市场营销。

我国是世界裘皮行业最大生产基地，占世界裘皮加工总量的45%左右。西欧、日本和香港地区属于裘皮制造产业的领先者，中国裘皮制造产业从2000年开始初具雏形，并逐步发展壮大。目前中国已经成为世界上最大的裘皮生产和加工中心，占世界裘皮加工总量的45%左右。

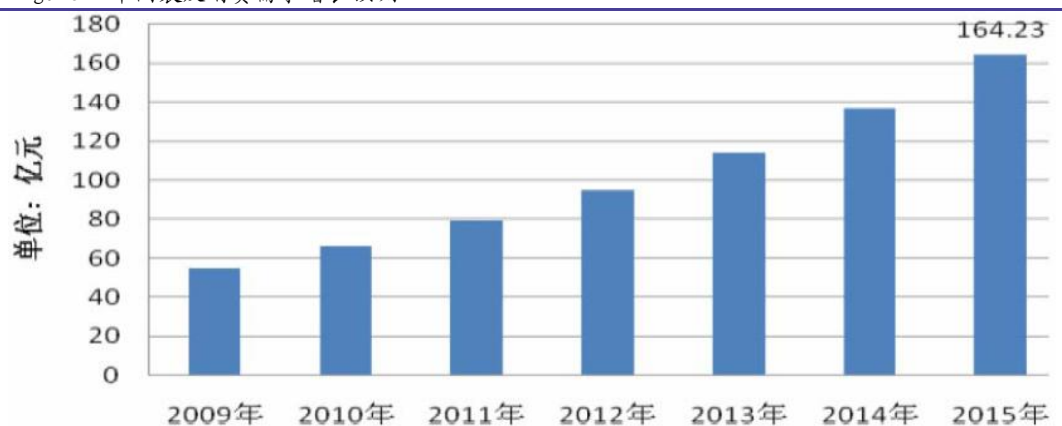
中国的裘皮行业出口比例达 30%。根据现行国际贸易商品分类明细，裘皮服饰制品不属于纺织类货物，不受进口国纺织服装类关税、非关税贸易壁垒以及进口限额的影响。中国的裘皮行业出口比例较大，行业的出口比例约为 30%。国内企业一般通过自主、贴牌或两者相结合的模式进行产品的设计、加工和生产。

我国裘皮行业聚集区为河北、浙江和广东(香港)。河北的肃宁、蠡县、辛集、枣强和山东的菏泽地区都有传统的裘皮加工企业和裘皮贸易市场；而河北肃宁县、浙江桐乡市、广东沿海地区已出现大批高档裘皮加工企业。

行业进入壁垒主要是原皮采购经验壁垒、技术壁垒以及渠道壁垒。裘皮行业以特种养殖动物原皮为主要原材料，品种、颜色、质量、尺寸和净度均存在着差异，据有非标化的特点；裘皮原材料的非标化决定了裘皮生产的复杂性，对技术人才经验值要求更高；我国绝大部分 OEM 与 ODM 企业的裘皮服装出口产品采取直接销售给发达国家的品牌商或者经销商，再间接销售给零售商直至终端消费者的方式。与经销商或品牌商长期稳定的合作关系对于裘皮行业企业的销售至关重要。

预计未来中国裘皮消费需求年增速 20%。我国毛皮及制品(含生皮)进口额已从 2002 年的 1.67 亿美元升至 2008 年的 4.53 亿美元，年复合增长率 18.09%。国内裘皮行业市场容量也从 2005 年的 30 亿元增至 2008 年的 55 亿元。据中国皮革协会预测，至 2015 年，国内裘皮服饰市场容量将达到 164.23 亿元，年增速为 20%。

Figure 2 中国裘皮消费需求增长预测

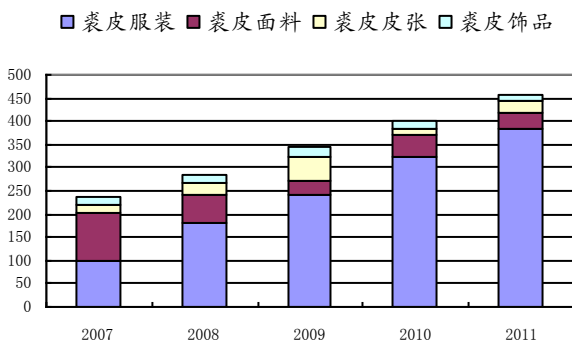


资料来源：中国皮革协会

公司主营业务分析

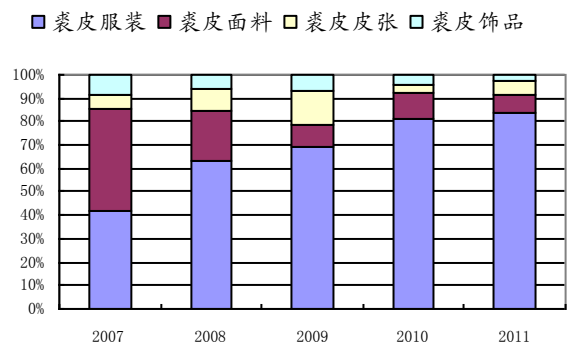
裘皮服装是公司的主要收入和利润来源，近几年快速增长。公司产品包括裘皮皮张、裘皮面料、裘皮服装和裘皮饰品，其中裘皮服装是公司收入、利润的主要来源，2011年占收入的80%以上、占利润的90%以上。过去几年公司裘皮服装收入快速增长，平均增长率在30%左右，裘皮服装利润平均增长率40%左右。

Figure 3 主营收入 (单位: 百万元)



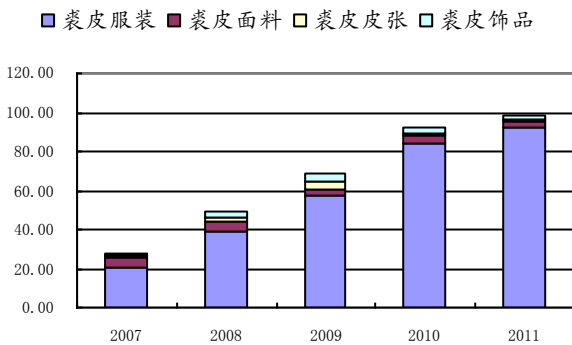
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 4 各产品对主营收入的贡献度 (%)



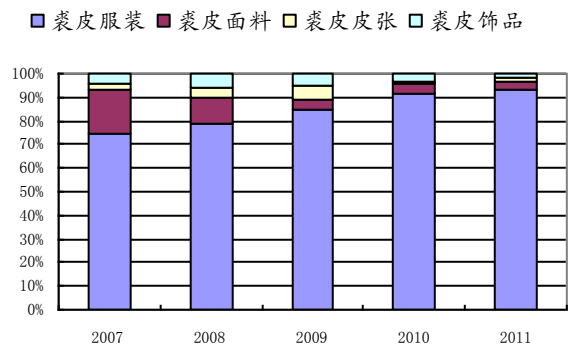
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 5 主营利润 (单位: 百万元)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

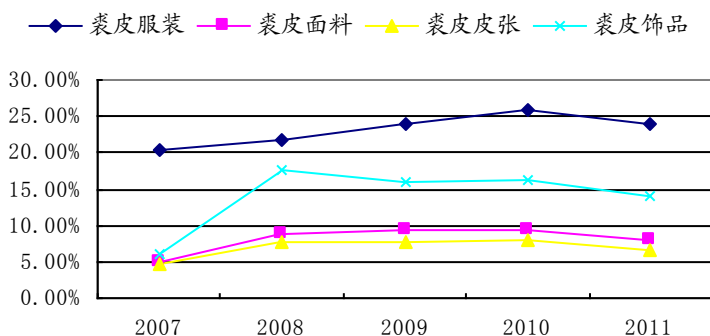
Figure 6 各产品对主营利润的贡献度 (%)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

裘皮服装的毛利率25%左右，2011年受欧债危机影响有所下滑。所有产品中裘皮服装和裘皮饰品毛利率较高，2011年分别为25%、15%左右。2011年之前，裘皮服装的毛利率水平不断提高，主要是因为公司业务模式和产品结构的转变。公司扩大了毛利率较高的ODM和OBM业务模式。2011年公司综合毛利率同比下滑1.5个百分点至21%，原料成本上涨是主要原因。2011年水貂公皮价格上涨11%，水貂母皮价格上涨23%，獭兔皮价格上涨16%。

Figure 7 各产品毛利率情况

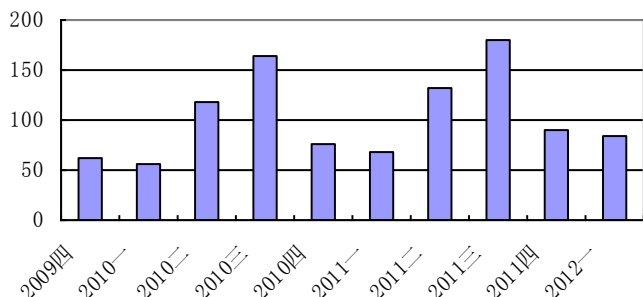


资料来源：WIND、世纪证券研究所

公司收入变动存在季节性，销售高峰出现在二、三季度。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。2011年一季度公司综合毛利率同比提升1.7个百分点至25.2%，主要是今年裘皮行业需求形势较好，公司订单饱满，产品结构升级以及附加值较高的订单占比进一步提高。

Figure 8 二、三季度为收入高峰

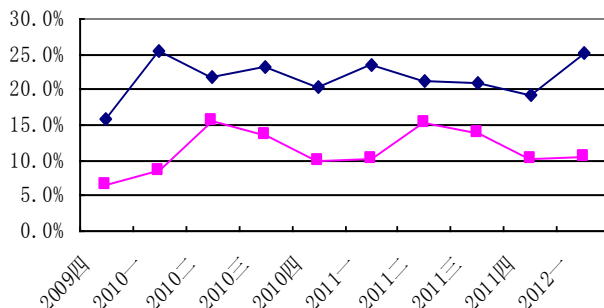
营业收入(百万元)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 二、三季度净利率较高

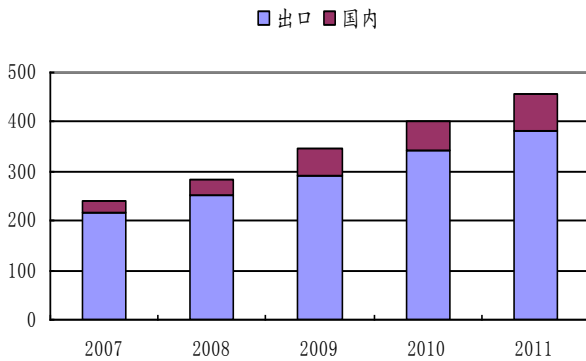
毛利率 净利率



资料来源：WIND、世纪证券研究所

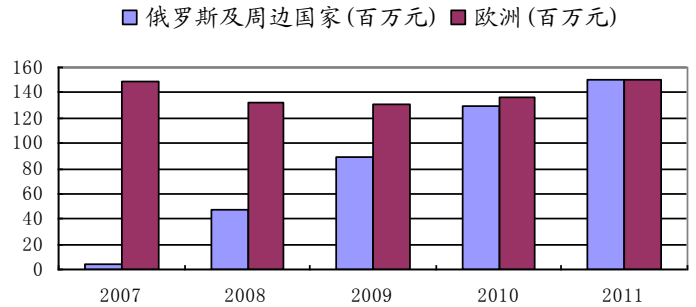
俄罗斯成为增长最快的出口国。公司产品主要出口俄罗斯、欧洲、东亚和北美。公司做欧洲业务起家，07年初开始开发俄罗斯市场，因天气寒冷，裘皮产品在俄罗斯成为必需品，但俄罗斯本国生产能力较低，需要大量进口填补空缺。公司开拓俄罗斯市场成效显著，销售额逐年增长，将超过欧洲成为公司最大的出口国。欧洲出口近几年表现较为平稳，2008年金融危机和2010年欧债危机似乎没有影响欧洲市场的销售。

Figure 10 出口收入为主 (百万元)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 11 出口俄罗斯快速增长、欧洲平衡增长



资料来源: WIND、世纪证券研究所

从销量上判断，欧洲债务危机对公司的冲击波及了低端产品，高端产品仍有增长。公司的裘皮服装和饰品价格在2011年大幅上涨，高档水貂服饰和大件饰品销售占比提高，裘皮服饰上涨66%，裘皮饰品价格上涨121%，按披露的收入和平均价格计算，裘皮服装的销量由2010年的14万件左右下降到不足10万件，但收入仍增长18%，可能意味着低端产品的销量受到了影响，而价格较高的高端产品并没有受到金融危机的影响。

Figure 12 由均价推算 2011年裘皮服装销售数量下降 (件)

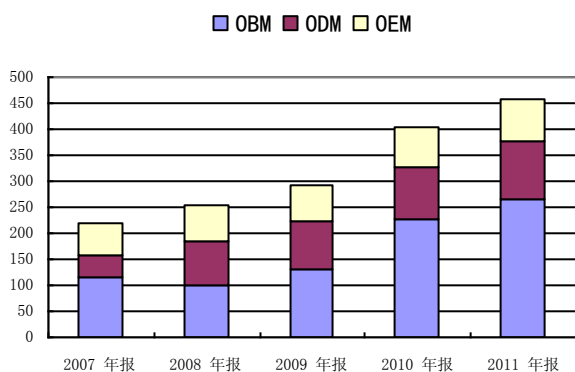


资料来源: WIND、世纪证券研究所

未来公司 OEM 业务比例逐渐降低，ODM 和 OBM 业务占比稳步提高，毛利率有上行的趋势。

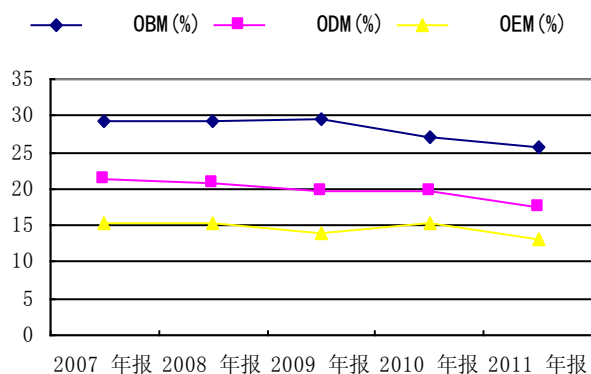
公司生产采用 OEM、ODM 和 OBM 三种方式并举的业务模式。OEM 模式侧重加工，销售主要采取直销方式，定价方面按照成本加成方式确定。ODM 模式主导设计，以国际中高档裘皮制造商、经销商为主要销售对象，与西欧、北美和日韩的区域大型经销商建立起直销模式。定价方式同 OEM 模式相似，但公司有更强的议价能力，利润上浮比率一般在 20% 左右。OBM 模式指自主品牌研发创新设计，公司拥有完全的自主定价权。产品内销以商场专柜为依托零售。三种业务模式中 OBM 的毛利率显著高于 ODM 和 OEM，尤其是内销 OBM 毛利率可达到 45% 以上，远高于 OEM 一般 15% 的毛利率水平。公司的 OBM 业务逐渐形成了以俄罗斯及周边地区为主的外销和国内华北、东北为重点的内销客户群。

Figure 13 OBM 收入逐年增加



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 14 OBM 毛利率最高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

未来业绩增长看点

2013 年“京南裘皮城”商业地产项目将发力，初算每年将增加 2000 万左右的租金收益以及一次性的房产销售收入 2 亿元左右。

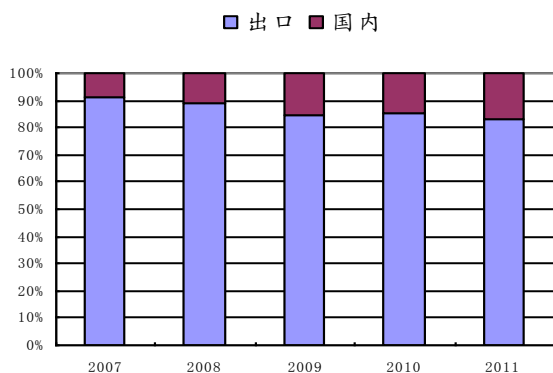
2011 年公司成功竞拍了“肃宁县皮毛市场二期工程”土地，并成立了“肃宁县京南裘皮城有限公司”建设当地皮毛原材料市场二期工程。肃宁尚村是中国最大的裘皮集散地，是国内外知名度较高、规模较大，集贸易、加工为一体的专业市场。尚村皮毛市场一期投资 864 万美元，建筑面积 3.06 万平方米，已全部竣工，于 2003 年 12 月投入使用。该项目一期工程非常成功，一期建成的各类门店很快销售一空，本地、外地的客商购房、租门店的热情很高，皮毛市场二期工程规划建筑面积 11 万平方米，华斯股份目前拍得的土地是 3.87 万平方米。公司将会销售一部分、

租赁一部分，由于一期的成功，我们预计二期工程建成后将为公司带来显著效益。另外，由于尚村皮毛市场是国内最大的裘皮一级市场（杭州海宁等属于二级市场），由于原皮每年产量有限，公司直接参与原皮一级市场的管控，会对公司整合裘皮产业链起到重要的作用，公司开发和运营皮毛市场二期加强了对上游原皮市场的把控。

打造内销“怡嘉琦”终端品牌，将于2012年底完成至少25家新店铺设，我们预计2013年开始产生效益。

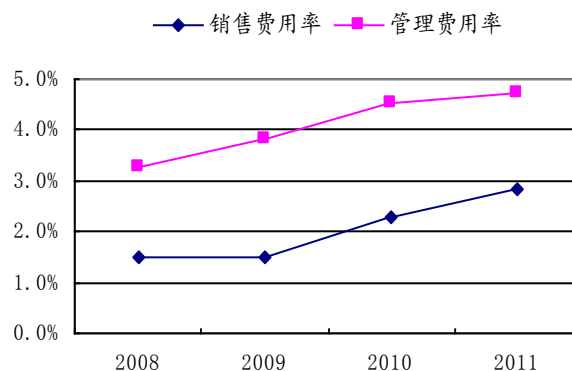
裘皮行业随着消费升级趋势，内销市场将逐步显现潜力，公司内销比例不断增加，华斯定位高端时尚的消费群体，大力打造内销“怡嘉琦”终端品牌。公司在内销品牌宣传上力度加大，业务宣传费和展销会费用增幅都较大，销售费用率、管理费用率同比上升较大，费用控制是否适当，是公司的一项风险所在。

Figure 15 内销比例逐年上升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 16 内销品牌宣传力度加大，费用率上升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

盈利预测

公司在未来发展计划中，将在巩固 ODM 模式下国际市场份额的同时，加强自主品牌产品市场开发，在未来 3-5 年内自主品牌裘皮服装、服饰产品销售份额从目前的 38.47% 提高到 50% 以上，实现公司业务模式的整体跨越，获取较高的品牌和渠道利润，在此基础上，我们假设：

- 1、由于 2008 金融危机、2010 欧债恶化均未给公司带来很大的冲击，我们假设，未来随着全球经济的走稳，公司服装收入增长保持在 15% 左右。
- 2、外销毛利率基本保持稳定；内销因品牌推广活动销量增加，毛利率逐渐上涨。销售费用和管理费用因开拓市场建立营销网络等有所提升。

- 3、商业地产项目从2013年开始产生租金效益。
- 4、所得税率在未来三年仍保持15%的税率不变。

Figure 17 盈利预测 (单位: 百万元)

项目	2011 年报	2012E	2013E	2014E
营业收入	470	520	600	680
营业成本	371	396	458	508
营业税金及附加	3	3	4	4
销售费用	13	16	18	20
管理费用	22	25	29	33
财务费用	-10	-7	0	5
投资收益			10	20
营业利润	70	87	102	130
营业外净收支	3	2	2	2
利润总额	73	89	104	132
所得税费用	11	13	16	20
归属于母公司净利润	61	76	88	112
每股收益	0.55	0.67	0.78	0.99

资料来源: 世纪证券研究所

我们预计2012-2014年EPS为0.67/0.78/0.99元,对应PE为20/17/13倍,我们对公司长期发展前景看好,我们认为随着内销布点的逐步完成,皮鞋城二期的建成,公司将进入到新的增长轨迹之中,给与“买入”评级。

Figure 18 同类公司估值

	股价	2011EPS	2012E EPS	2011PE	2012E PE	PB
九牧王	27.2	0.99	1.17	27.4	23.2	3.7
七匹狼	28.6	1.46	1.74	19.6	16.4	5.7
报喜鸟	13.9	0.63	0.81	22.1	17.3	3.7
美邦服饰	23.4	1.20	1.53	19.5	15.3	5.4
凯撒股份	8.3	0.27	0.39	31.1	21.2	1.9
嘉麟杰	7.9	0.35	0.48	22.5	16.5	1.7
华斯股份	13.8	0.55	0.67	25.1	20.5	1.7
搜于特	21.9	1.08	1.42	20.3	15.5	3.5
森马服饰	28.7	1.87	2.20	15.3	13.1	2.4
步森股份	13.5	0.62	0.82	21.7	16.5	2.1
朗姿股份	38.6	1.25	1.50	30.9	25.7	3.5
百圆裤业	26.2	1.37	1.38	19.1	19.0	2.8
卡奴迪路	46.6	1.46	1.63	31.9	28.5	4.6
探路者	18.2	0.40	0.60	45.6	30.6	9.8
星期六	7.2	0.27	0.36	26.7	20.0	1.6
平均				25.3	19.8	3.6

资料来源: WIND、世纪证券研究所

风险因素分析

- 1、出口汇率风险。公司外向型明显，出口占比八成以上，结算一般使用外币，存在汇率风险。
- 2、管理不能跟上。募集资金项目中的营销网络建设项目由于公司在品牌建设推广方面经验并不丰富，可能会使费用大大增加。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.