

其他服装

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 周惠敏

S0960111080512

0755-82026911

zhouhuimin@china-invs.cn

6-12个月目标价: 15.36元

当前股价: 13.90元

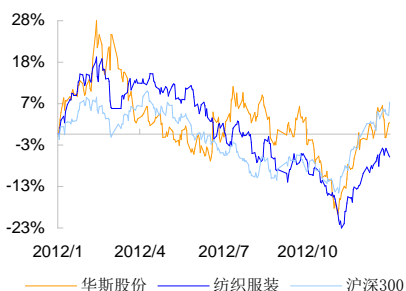
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2358.98
总股本(百万)	113
流通股本(百万)	62
流通市值(亿)	8
EPS	0.55
每股净资产(元)	7.99
资产负债率	5.60%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华斯股份	6.76	-0.14	4.75
纺织服装	2.97	4.46	-5.23
沪深300指数	7.90	19.04	13.91



华斯股份

002494

推荐

裘皮制造向品牌服饰转型, 出口业务稳定+内销快速增长

公司是国内裘皮行业规模最大、产业链最长的绝对龙头企业, 核心产品为裘皮服装, 主要出口俄罗斯、欧洲。目前, 公司由加工制造型企业向品牌运营型企业转型: 海外市场保持平稳增长的同时使毛利率较高的 OBM 业务占比逐年上升; 国内市场通过渠道扩张打造裘皮服饰品牌, 未来内销业务将成为公司重要的增长点。

投资要点:

- **全球裘皮市场增长稳定, 中国市场潜力较大, 未来中国裘皮品牌崛起将推动行业集中度提升。**全球裘皮服饰消费将保持 7% 的年复合增长率。我国裘皮市场潜力巨大, 未来将以每年近 20% 的速度增长。但是我国裘皮行业集中度低, 行业的品牌的建设仍处于初期; 我们预计未来拥有资金、产业链优势并率先进行战略转型的企业才有可能在竞争中夺得先机, 裘皮品牌的崛起将成为推动行业集中度提升的主要动力, 未来集中度提升的空间巨大。
- **自有品牌发展迅速: 出口稳定增长, 内销开始布局。**公司出口的业务模式经历了从 OEM-ODM-OBM 的转型, 目前毛利较高的 OBM 收入占比 60%, 未来将继续提升, 欧洲市场保持稳定增量有限, 俄罗斯市场从井喷式增长过渡到每年 20% 的稳定高速增长, 未来海外市场可保持每年 10% 的增速; 目前公司向品牌运营企业转型, 内销收入占比 20% 且未来将迅速提升, 预计 2012-2014 年品牌门店数量为 11、21、31 家, 内销业务收入增速为 56%、44%、43%, 内销带来的业绩增长将在 2013 年有所体现。
- **裘皮交易市场二期预计在 2014 年贡献业绩: 优化库存管理+提升品牌影响力。**子公司肃宁县京南裘皮城有限公司筹建原皮交易市场二期, 预计 2013 年中旬竣工, 下半年可投入使用, 14 年初开始贡献收入; 原皮交易市场二期的投建利在长远: 一是可以带来稳定的现金流, 有效增厚业绩; 二是可以增强对上游原材料的控制力, 优化库存管理的同时扩大公司知名度。
- **新增产能 2014 年投产, 打开增长空间。**目前公司产能紧张影响其订单承接能力, 公司计划将产能扩张至裘皮服装约 25 万件、饰品约 20 万件, 裘皮服装产能增长 59.7%、饰品产能增长 32.1%。预计该项目在 2014 年建设完毕, 未来公司将有效突破产能瓶颈, 打开增长空间。
- 公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.66、0.77、0.96 元, 对应 PE 分别为 20.67、17.73、14.25, 未来 6-12 个月的目标价为 15.36 元; 考虑裘皮交易市场二期一旦开始运营, 则会明显增厚公司业绩, 我们给予“推荐”评级。
- 风险提示: 开店速度不达预期、国际经济情况恶化拖累出口

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	470	539	636	762
收入同比(%)	14%	15%	18%	20%
归属母公司净利润	62	75	87	109
净利润同比(%)	18%	21%	17%	24%
毛利率(%)	21.0%	24.0%	25.6%	27.1%
ROE(%)	6.8%	7.7%	8.3%	9.3%
每股收益(元)	0.55	0.66	0.77	0.96
P/E	24.94	20.67	17.73	14.25
P/B	1.71	1.59	1.46	1.33
EV/EBITDA	15	12	9	7

资料来源: 中投证券研究所

目 录

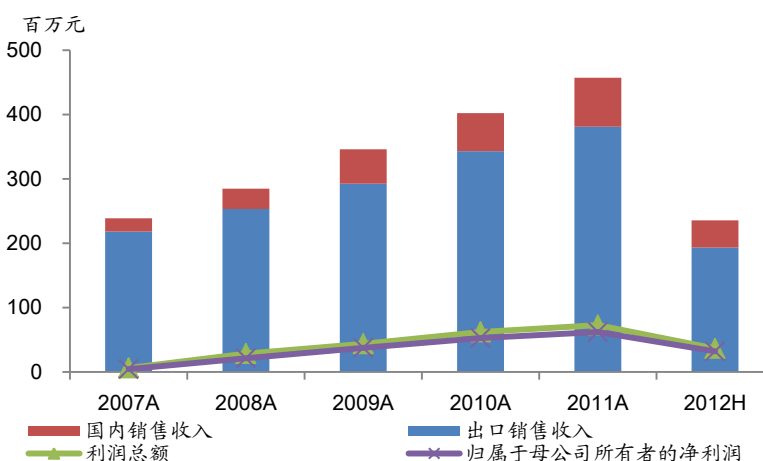
一、公司简介：裘皮行业龙头企业，未来出口转内销.....	3
二、行业分析：全球市场稳定增长，中国市场潜力较大，未来品牌崛起将推动行业集中度提升.....	4
2.1 全球裘皮市场稳定增长，俄罗斯市场空间巨大.....	4
2.2 全球裘皮产业向中国转移，中国消费潜力巨大.....	5
2.3 未来裘皮品牌的崛起将推动中国裘皮行业集中度提升.....	6
三、公司业务分析：裘皮制造向品牌服饰转型，出口业务稳定+内销快速增长.....	7
3.1 自有品牌发展迅速：出口稳定增长，内销开始布局.....	7
3.2 裘皮交易市场二期：14年贡献业绩+优化库存管理+提升品牌影响力.....	9
3.2.1 二期市场项目可有效增厚公司业绩.....	9
3.2.2 二期项目可增强公司对上游原材料的控制力+扩大公司知名度.....	9
3.3 新增产能2014年投产，释放增长空间.....	9
四、投资建议：推荐.....	10
4.1 盈利预测.....	10
4.2 投资建议：推荐.....	11

一、公司简介：裘皮行业龙头企业，出口稳定 + 布局内销

公司是我国裘皮行业生产规模最大的龙头企业，主要从事特种养殖动物毛皮深加工和裘皮服装、饰品的设计、研发、制造与销售，主营业务范围覆盖全产业链的家族企业，董事长贺国英持有公司股份 4800 万股，占公司总股份的 42.29%，是公司的实际控制人。

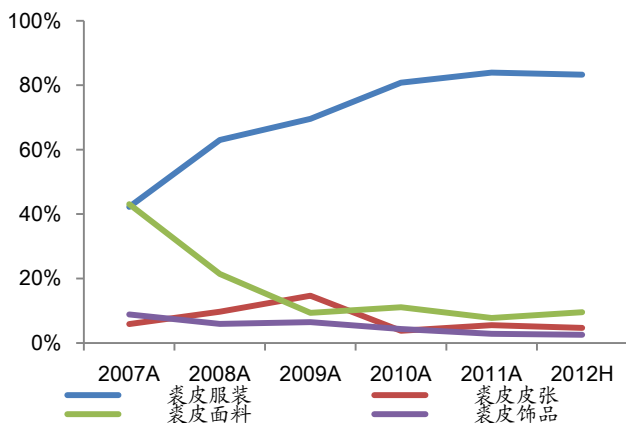
2011 年公司销售收入 4.57 亿，同比增长 13.79%，实现扣非后归属上市公司股东净利润 5999 万元。其中裘皮服装是公司的核心产品，其收入占比为 84%，裘皮面料、皮张和裘皮饰品，占比依次为 7.8%、5.5%和 2.8%；公司业务分出口和内销两部分，2011 年公司出口收入占主营业务比重为 83.3%，内销仅占 16.7%。公司出口主要市场为欧洲、美国、俄罗斯及其周边以及东南亚等，其中俄罗斯、欧洲市场的销售收入占出口的 60%以上，是出口的主要市场；出口业务前后经历了 OEM-ODM-OBM 三种模式的转型升级，2011 年公司 OBM 业务收入占比高达 56.29%，而 OEM、ODM 仅占 16.72%、24.21%，预计未来 OBM 的收入占比会逐年提升。公司的内销市场从 2011 年才开始布局，目前处于渠道迅速扩张阶段，未来内销业务是公司的重要增长点。

图 1： 华斯股份分地区主营业务收入、利润总额、净利润



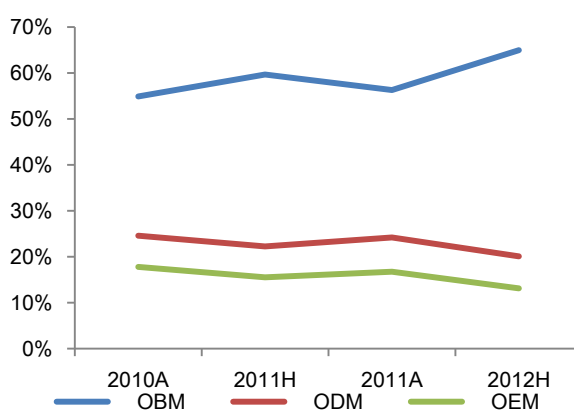
资料来源：ifind，中投证券研究所

图 3： 裘皮服饰收入占比逐年增加



资料来源：ifind，中投证券研究所

图 4： OBM 收入占比逐年增加



资料来源：ifind，中投证券研究所

二、行业分析：全球市场稳定增长，中国市场潜力较大，

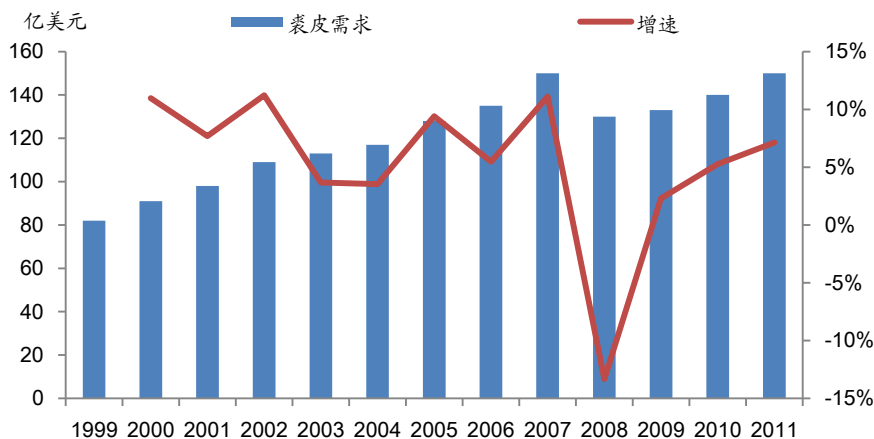
未来品牌崛起将推动行业集中度提升

2.1 全球裘皮市场稳定增长，俄罗斯市场空间巨大

根据国际毛皮协会数据显示，裘皮需求在 1999-2007 年间的复合增速约为 7.8%，2008 年金融危机之后裘皮需求受到影响，增速下滑。之后，随着金融危机的缓解，裘皮消费需求逐渐恢复，2011 年全球的毛皮销售额达到了 150 亿美元以上，保持了 7% 的稳健增长，我们预计未来世界裘皮行业的需求增速可稳定保持在 7%。

由于裘皮的天然保暖和奢侈品属性，俄罗斯、欧洲、美国、日本等地区是裘皮制品的主要消费国。其中，欧美是传统的裘皮消费国，目前总体需求区域平稳，日本市场经历了七八十年代的急速扩张之后需求也趋于平稳。未来仍具有较大空间的是俄罗斯市场。

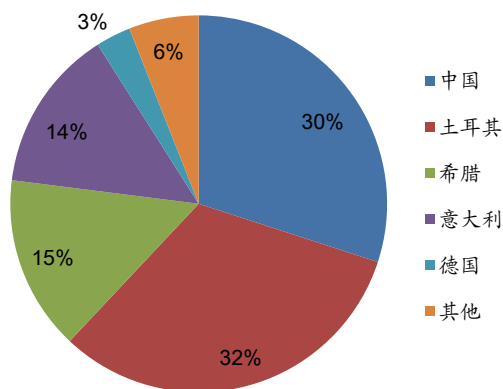
图 5：全球裘皮需求增速在 7% 左右



资料来源：IFTF

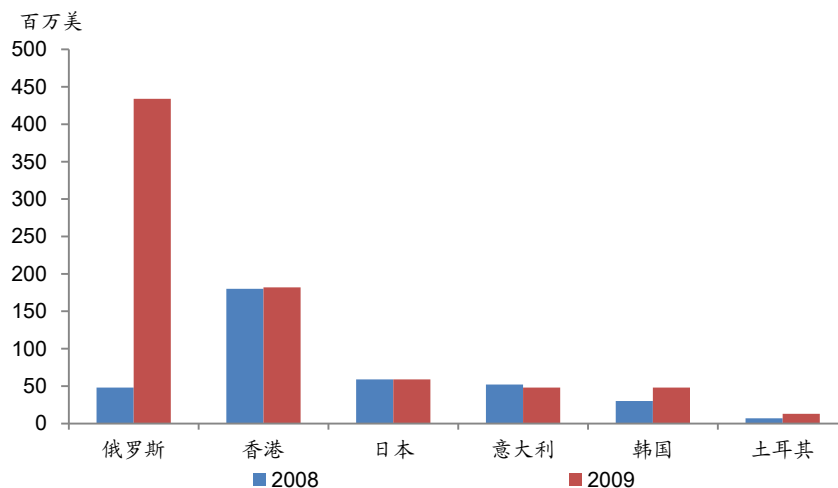
俄罗斯气候寒冷，裘皮制品为必需品，裘皮制品的消费群里高达 1 亿多人，而且俄罗斯人民穿着裘皮服饰时间长达 6 个月以上，该国市场容量超过 80 亿人民币。但是俄罗斯本国的裘皮加工业总体技术水平较低，本国的裘皮加工能力仅能满足国内 10%-15% 的需求，市场缺口需要大量的进口填补大量依赖进口，因此俄罗斯是世界裘皮行业最重要的消费市场。中国和土耳其为俄罗斯提供大量中高档裘皮服饰，意大利、香港则为其提供高档裘皮服饰。2009 年，“灰色清关”的影响缓解之后，我国对俄罗斯裘皮服饰出口呈现井喷式的增长，目前俄罗斯已成为我国最大的裘皮制品出口国。2012 年 8 月份俄罗斯正式加入 WTO，关税的逐步降低将进一步提升我国裘皮服饰产品的竞争力，我国对俄罗斯市场的出口空间将进一步被打开。

图 6: 俄罗斯裘皮服饰的进口格局



资料来源: 《2009 年皮草行业分析报告》

图 7: 2009 年我国对俄罗斯裘皮出口爆发式增长



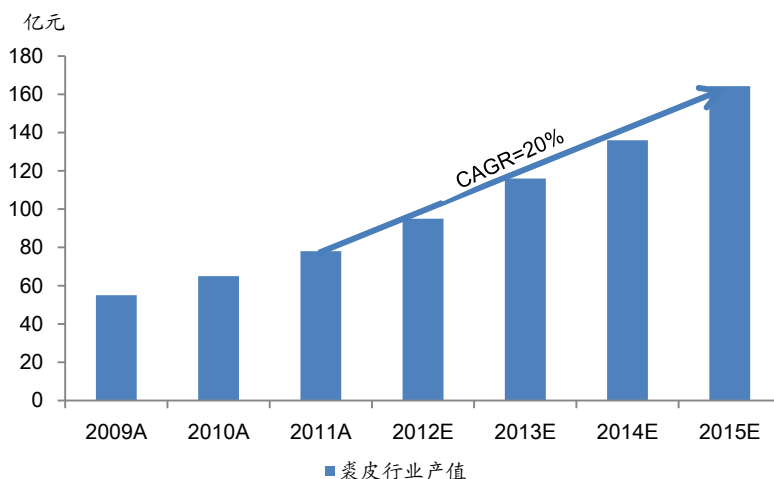
资料来源: 《2009 年皮草行业分析报告》

2.2 全球裘皮产业向中国转移, 中国消费潜力巨大

近些年传统的欧美市场受到金融海啸和欧债危机的影响不断萎缩,取而代之的是中国、俄罗斯和东欧市场。国际各大裘皮拍卖行每年有 80%水貂皮被中国买家购买,中国所购买的产品约 50%以上内销,约 30%以上出口俄罗斯,约 20%以下出口其他国家和地区,全球裘皮产业逐渐向中国转移。

近年我国裘皮服饰市场增长迅速,根据中国皮革协会统计,2005-2008 年裘皮服饰的市场容量由 30 亿元迅速扩张至 55 亿元,年复合增长率 22.4%。协会数据显示,2010 年全球消费的 250 万件裘皮中,中国消费占 60%,预计未来几年中国的高档商品销售额将以年均 20%的速度增长,2015 年国内裘皮服饰市场容量将达到 164.2 亿元,中国皮草消费正处于上升期。未来我国消费不断升级将为裘皮服饰带来巨大的成长空间。

图 8: 预计我国毛皮消费需求增速在 20%左右



资料来源: 招股说明书

2.3 未来裘皮品牌的崛起将推动中国裘皮行业集中度提升

目前我国裘皮行业仍以小企业为主, 据我国皮革协会 2009 年统计, 我国裘皮行业加工规模以上企业 421 家且大多以贴牌加工出口为主。华斯是规模最大、产业链最长的绝对龙头企业, 公司 2009 年销售收入 3.46 亿元, 超过排名第二和第三名企业销售收入之和, 但是作为行业龙头的华斯股份裘皮服装产值和出口额分别仅占全行业的 0.92% 和 3.29%, 可见裘皮行业集中度非常低。

我国裘皮行业集中度低的主要原因有两个: 一是裘皮行业需要大量原材料库存作为生产的保证, 资金需求量大且库存风险较大, 中小企业由于资金的限制以及对风险的承受能力较差, 一般不愿意盲目扩大规模。二是裘皮服饰行业目前不存在强势品牌, 多数中小型企业仍定位于裘皮生产制造型企业而不是裘皮品牌服饰企业, 该行业品牌的建设仍处于初期。

我们预计未来拥有资金、产业链优势并率先进行战略转型的企业才有可能在竞争中夺得先机, 裘皮品牌的崛起将成为推动行业集中度提升的主要动力, 未来集中度提升的空间巨大。

表 1: 2009 年裘皮行业收入规模前十企业一览

排名	企业	收入
1	华斯农业开发股份有限公司	3.46
2	桐乡市银山皮草有限公司	1.67
3	浙江中辉皮草有限公司	1.58
4	北京圣龙皮草有限公司	1.52
5	北京元隆皮草皮革有限公司	1.02
6	河北西曼事业集团有限公司	0.93
7	京都皮草有限公司	0.85
8	河北天龙皮草有限公司	0.8
9	河北库氏皮草有限公司	0.76
10	海宁沃姆斯皮草制品有限公司	0.47

资料来源: 中国毛皮信息网

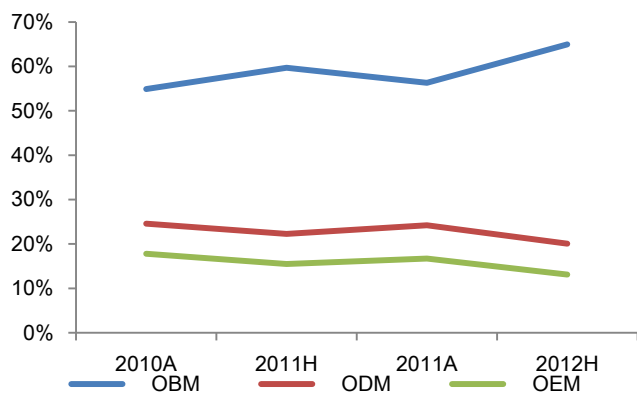
三、公司业务分析：裘皮制造向品牌服饰转型，出口业务

稳定+内销快速增长

3.1 自有品牌发展迅速：出口稳定增长，内销开始布局

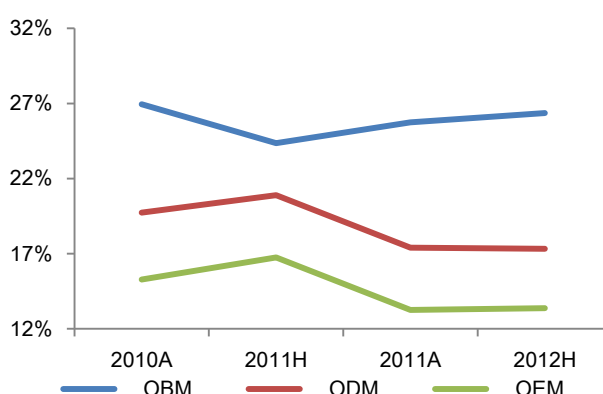
公司的业务模式经历了从 OEM-ODM-OBM 的转型，目前由加工制造向品牌运营转型，逐渐降低 OEM 和 ODM 比重，提高毛利率较高的 OBM 的占比是公司的主要战略。2011 年底 OBM 的业务占比高达 57.9%，未来仍有进一步提升的趋势。目前 OBM 的毛利率约 36% 左右，远低于国内其他女装品牌，未来随着公司品牌影响力的不断提升，OBM 的毛利率仍有进一步提升的空间。

图 9: OEM、ODM、OBM 业务占比



资料来源：公司公告

图 10: OEM、ODM、OBM 毛利率对比



资料来源：公司公告

公司 OBM 业务主要分为出口和内销两部分，出口主要面向欧洲、美国、俄罗斯及其周边以及东南亚等海外市场。

公司最早开发的是欧洲市场，目前欧洲市场收入占总收入的 31%，该市场非常稳定，未来随着欧债危机的缓解，欧洲的需求有望逐步恢复，但是该市场未来的增长的空间有限。公司 07 成功打入俄罗斯市场，该市场空间巨大，2007-2011 年俄罗斯市场高速增长，销售额的年复合增长率超过 150%，占比高达 36%。目前俄罗斯市场收入增速逐渐回落趋于平稳，预计未来以每年 20% 的速度增长。虽然卢布的贬值给裘皮出口造成一定的压力，但是 2012 年俄罗斯加入 WTO 后会从 9 月开始逐步降低关税，2015 年前关税将逐步从 9.5% 降至 6%，一定程度上缓解了出口价格的压力。

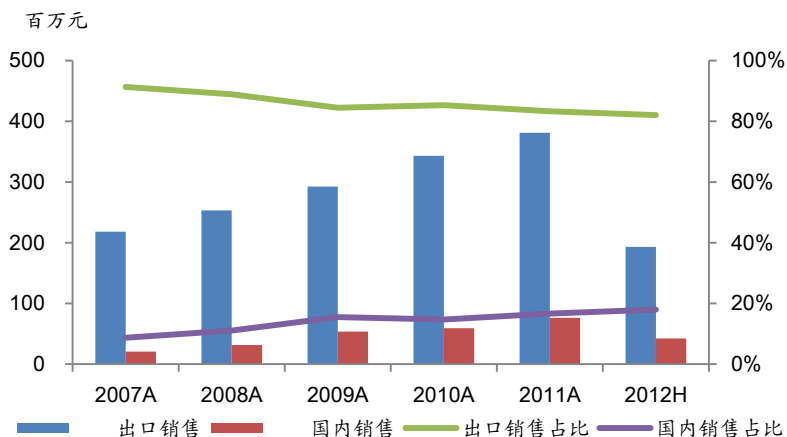
公司从 2011 年开始布局内销市场，主要通过商场店、专卖店渠道进行扩张，目前公司的战略是在保证出口市场稳定增长的基础上大力开发国内市场，未来内销业务将成为公司的主要增长点。虽然之前对欧洲、俄罗斯的业务主要是 OBM，但是公司只通过每年 2 次的展销会等方式获取海外订单，没有直接参与产品的经销和终端零售，开拓国内市场意味着公司从过去的生产制造型企业逐渐转型为品牌销售型企业。

我们认为公司作为行业龙头具备转型的优势：（1）国内裘皮行业缺乏知名品牌，多数高端女装的裘皮服饰是由国内小型裘皮企业代工贴牌，裘皮品牌的建设处于起步的阶段，公司可凭借其设计研发以及产品质量的优势在品牌的打造上获得先

发优势；(2) 裘皮价格较高，开店铺货需要大量资金，公司的规模位居行业第一，资金实力雄厚，又有上市公司的融资平台，未来可在开店速度上超越其他竞争对手，提升品牌影响力。

为了更好的转型，公司在北京成立了北京华斯服装有限公司专门负责内销业务，引进高端女装品牌运营经验丰富的职业经理人负责开拓国内市场。

图 11: 出口、内销收入及占主营收入比例



资料来源: ifind, 中投证券研究所

2012 年公司店铺数达到 10 家，新增店铺大多在 10、11 月前后，可算作完整的销售年度。预计 2013 年新增 10 家店铺，14 年再新增 10 家店铺，按照 2 年培育期计算，我们假设新增店铺前三年的收入为 500 万/年、650 万/年、750 万/年，总部专卖店销售额 2000 万保持稳定，裘皮内销 3000 万保持稳定，则 2012 年内销业务收入增加 $150*2+500*8=4300$ 万元，2013 年内销收入比 2012 年增加 $100*2+150*8+500*10=6400$ 万元，2014 年内销业务比 2013 年增加 $100*8+150*10+500*10=7300$ 万元，2011-2014 年内销的增速为 56%、44%、43%。

表 2: 2012 年公司 10 家店铺情况

序号	城市	店铺类型	店铺面积 (平方米)	扣点/租金 (万元)	装修费用 (万元)
1	西宁	商场专柜	150	27%-28%	76.5
2	兰州	商场专柜	100	27%-28%	51
3	唐山	商场专柜	110	17%-18%	56.1 (估计)
4	石家庄	商场专柜	100	27%-28%	51
5	济南	商场专柜	100	27%-28%	51
6	盘锦	商场专柜	100	27%-28%	51
7	鞍山	商场专柜	100	27%-28%	51
8	银川	专卖店	200	30	142
9	沈阳	专卖店	152	60	107.92 (估计)
10	南京	商场专柜	98	27%-28%	49.98 (估计)

资料来源: 公司公告

由于公司从 2011 年开始开店，新店的培育期要一年多，期初费用投入较多，因此我们预计今年新增店铺可明显贡献收入，但是净利润贡献在第二年才有所体现，因此我们预计 13 年内销业绩将有明显的增长。

3.2 裘皮交易市场二期: 14 年贡献业绩+优化库存管理+提升品牌影响力

子公司肃宁县京南裘皮城有限公司筹建原皮交易市场二期, 预计 2013 年中旬竣工, 下半年可投入使用。原皮交易市场二期的投建利在长远: 一是可以带来稳定的现金流, 有效增厚业绩; 二是可以增强对上游原材料的控制力, 优化库存管理的同事扩大公司知名度。

3.2.1 二期市场项目可有效增厚公司业绩

尚村皮毛市场一期投资 864 万美, 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。裘皮交易市场二期工程规划建筑面积 11 万平方米, 根据肃宁官方统计, 一期市场年交易额在 100 多亿, 预计二期工程建成后市场交易额与一期相比成倍增长, 市场前景非常可观。

原皮交易市场二期同一期原始交易模式有着重要的区别。一期市场本质上仍属于原始集市交易, 而二期市场将朝着国际主流拍卖行模式发展, 市场上有专业人员为裘皮分等级归类。我们预计二期项目在 2013 年中旬进入全面正式运营期, 预计该项目在 2014 年初开始贡献收入。

3.2.2 二期项目可增强公司对上游原材料的控制力+扩大公司知名度

二期项目除了增厚公司业绩之外同时具备长期战略意义:

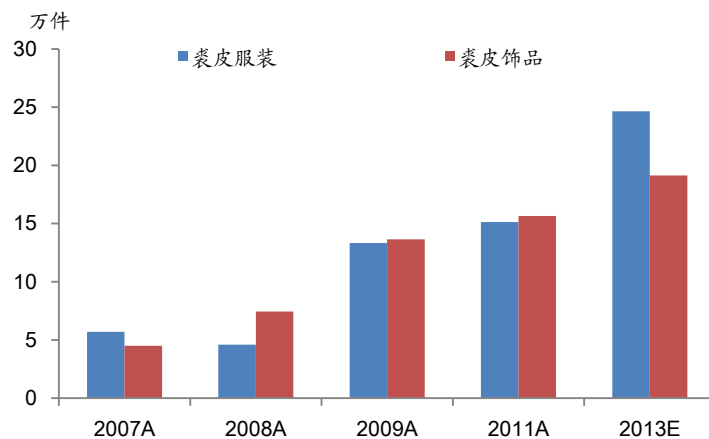
(1) 增强对上游原材料的掌控, 优化库存管理。动物原皮是公司的主要原料, 其价值较高, 约占生产成本的 75% 左右。由于裘皮企业的特点要求其必须有足够的库存才能从中挑选出适合的裘皮, 因此裘皮企业的库存一般较高, 其中多数为鞣制后适于保存的裘皮半成品。**原材料高库存的要求意味着公司对原材料价格的波动的把握要准确, 在原料价格的变化中只有踏准节奏才能获得库存收益避免库存损失。**二期市场投入使用后, 公司将原皮交易量、供求关系和价格波动有着更加准确的把握, 有利于提升公司对上游原料价格趋势的判断, 进而提优化库存管理。

(2) 提升公司知名度和品牌影响力。公司作为行业龙头企业一直致力于推行自己的裘皮分级标准体系, 目前公司制定的裘皮原料分级标准得到了同行业的广泛认可, “华斯一级”、“华斯二级”等分类标准是业内公认的对原皮颜色、净度等性质的评定术语。二级市场项目将快速的推动分级制度的发展, 这将大大提升公司的知名度, 同时也在无形中为公司品牌做了有效宣传, 提升了品牌影响力。

3.3 新增产能 2014 年投产, 释放增长空间

由于裘皮服饰制作工艺复杂, 为保证产品质量公司基本自产。近年公司出口情况良好, 内销市场也开始布局, 订单供不应求现象严重, 公司是国内规模最大的裘皮行业生产企业, 但受制于产能的约束, 导致生产旺季许多裘皮服装、饰品的订单公司都无法承接, 给公司生产经营带来一定的不利影响, 现有产能不足已成为公司进一步发展的主要制约因素之一。公司计划将产能提高到裘皮服装约 25 万件、饰品约 20 万件, 裘皮服装产能增长 59.7%、饰品产能增长 32.1%。预计该项目在 2014 年建设完毕, 未来公司将有效突破产能瓶颈, 打开增长空间。

图 12: 公司历年产能变化情况



资料来源: 招股说明书

四、投资建议: 推荐

4.1 盈利预测

营业收入:

内销: 12-14 年新增店铺数量为 8 家、10 家、10 家, 我们假设新增店铺前三年的收入为 500 万/年、650 万/年、750 万/年, 总部专卖店销售额 2000 万保持稳定, 裘皮内销 3000 万保持稳定, 则 2012 年内销业务收入增加 4300 万元, 2013 年内销收入比 2012 年增加 6400 万元, 2014 年内销业务比 2013 年增加 7300 万元, 2011-2014 年内销的增速为 56%、44%、43%。

出口: 俄罗斯市场空间较大, 假设每年以 20% 的速度稳定增长; 欧洲市场增长空间有限假设以每年 3% 的速度增长, 其他市场每年 5% 的增速, 则出口业务未来 3 年将保持 10% 左右的增速。

裘皮交易市场二期由于在 2014 年下半年才开始贡献收入, 而且以哪种方式收取管理费尚未确定, 暂时不纳入盈利预测中。

毛利率:

内销: 主要分为裘皮皮张面料和裘皮服饰两部分, 未来随着国内渠道的迅速扩张裘皮服饰的销售占比会逐渐上升, 内销的毛利率也会逐渐上升。

出口: 公司外销业务逐渐向毛利率较高的 OBM 升级, 未来随着 OBM 的占比提高出口业务的毛利率会逐渐上升。

费用: 随着国内渠道的快速扩张公司的销售费用会随之上涨较快, 在二期裘皮交易市场投入使用之后公司的管理费会逐步提升;

表 3: 盈利预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
出口收入 (百万元)	381	420	465	518
增速	11%	10%	11%	11%
毛利率	19%	20%	20%	20%

俄罗斯出口收入（百万元）	150	180	216	259
增速	—	20%	20%	20%
欧洲出口收入（百万元）	140	144	149	153
增速	—	3%	3%	3%
其他国家出口收入（百万元）	91	96	100	105
增速	—	5%	5%	5%
内销收入（百万元）	76	119	171	244
增速	29%	56%	44%	43%
毛利率	51	66	104	148
总收入（百万元）	457	539	636	762
增速	14%	15%	18%	20%

资料来源：中投证券研究所

4.2 投资建议：推荐

公司目前股本为 1.135 亿，不考虑裘皮交易市场二期项目，公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.66、0.77、0.96 元，对应 PE 分别为 20.67、17.73、14.25，未来 6-12 个月的目标价为 15.36 元；考虑裘皮交易市场二期一旦开始运营，则会明显增厚公司业绩，我们给予“推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	911	1142	1433	1702
现金	602	690	814	975
应收账款	14	69	82	98
其他应收款	6	9	11	13
预付账款	44	42	49	57
存货	233	328	473	555
其他流动资产	13	5	5	5
非流动资产	114	118	122	125
长期投资	0	0	0	0
固定资产	79	78	77	74
无形资产	31	37	42	47
其他非流动资产	4	3	3	3
资产总计	1025	1261	1554	1827
流动负债	45	217	427	596
短期借款	12	191	396	558
应付账款	20	20	24	28
其他流动负债	13	6	7	10
非流动负债	13	16	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	13	16	16	16
负债合计	57	233	443	612
少数股东权益	61	58	54	49
股本	114	114	114	114
资本公积	661	661	661	661
留存收益	132	196	283	391
归属母公司股东权益	906	970	1057	1166
负债和股东权益	1025	1261	1554	1827

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	108	-72	-63	26
净利润	61	72	84	104
折旧摊销	7	7	8	8
财务费用	-10	-4	7	16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	39	-153	-162	-103
其他经营现金流	10	6	1	1
投资活动现金流	-94	-12	-11	-11
资本支出	97	5	5	5
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-7	-6	-6
筹资活动现金流	52	172	199	146
短期借款	3	179	205	162
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	49	-8	-7	-16
现金净增加额	66	88	124	161

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	470	539	636	762
营业成本	371	410	473	555
营业税金及附加	3	3	3	4
营业费用	13	19	22	27
管理费用	22	25	31	36
财务费用	-10	-4	7	16
资产减值损失	0	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	70	83	97	122
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	73	85	99	124
所得税	11	14	16	20
净利润	61	72	84	104
少数股东损益	-1	-3	-4	-5
归属母公司净利润	62	75	87	109
EBITDA	67	87	112	146
EPS (元)	0.55	0.66	0.77	0.96

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	13.8%	14.5%	18.0%	19.8%
营业利润	20.4%	18.4%	17.0%	24.9%
归属于母公司净利润	17.7%	20.7%	16.6%	24.4%
获利能力				
毛利率	21.0%	24.0%	25.6%	27.1%
净利率	13.2%	13.9%	13.7%	14.3%
ROE	6.8%	7.7%	8.3%	9.3%
ROIC	13.3%	12.4%	12.4%	14.3%
偿债能力				
资产负债率	5.6%	18.5%	28.5%	33.5%
净负债比率	20.23	81.98%	89.42	91.30%
流动比率	20.30	5.26	3.35	2.86
速动比率	15.12	3.75	2.24	1.93
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.47	0.45	0.45
应收账款周转率	25	12	8	8
应付账款周转率	20.54	20.22	21.57	21.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.66	0.77	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	-0.63	-0.56	0.23
每股净资产(最新摊薄)	7.99	8.55	9.32	10.27
估值比率				
P/E	24.94	20.67	17.73	14.25
P/B	1.71	1.59	1.46	1.33
EV/EBITDA	15	12	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

周惠敏, 中投证券研究所纺织服装行业研究员, 中国人民大学经济学硕士, 北京航空航天大学工学学士。

石颖, 中投证券研究所纺织服装行业研究员, 清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434