

裘皮世家 极度奢华

—— 华斯股份（002494）调研快报

2010年12月1日

推荐/首次

华斯股份

调研快报

程 远	纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 msn:chengyuan0716@hotmail.com
	职业证书编号: S1480109060847

事件:

11月30号,我们赴华斯股份进行了调研,对公司的近况及未来发展战略进行了进一步跟踪了解。

关注点 1: 裘皮行业相比一般的服装行业有何特殊经营壁垒?

公司认为,裘皮行业相比一般的服装行业有两方面特殊进入壁垒。其中最重要的是行业经验,不同品类之间的价格天差地别,而辨别产品的档次目前主要依靠行业经验。其次是资金壁垒,由于裘皮产品单价昂贵,裘皮行业的存货一般要占用大量资金。

关注点 2: 公司在产业的上游方面有何优势?

据了解,国外的裘皮原料交易大多是在拍卖行进行的,而国内基本是以直接向农户收购的形式。公司目前为国内裘皮原料收购量最大的企业,目前已和国内大多数养殖基地建立了合作关系,对上游的养殖基地进行方向性和疾病预防、救治方面的指导。公司目前正在与养殖研究所合作研发、培育“华斯貂”,研发成功后可达到国外高端貂皮原料的规格。经过与上游供应商的长期合作,公司目前在采购环节已经具有了一定的话语权。

关注点 3: 公司的自主品牌建设方面有何进展? 未来规划如何?

公司自主品牌“怡嘉琦”定位于中高档,产品相比意大利和香港品牌来说具有一定价格优势,而相比其他的品牌来说价格略高。公司目前自主品牌的发展重点是国内市场 and 俄罗斯市场。

俄罗斯市场公司从07年开始进入,目前仍处在培育客户和抢占市场的阶段,俄罗斯市场中的竞争对手主要是品牌力较强的意大利品牌。公司目前在俄罗斯已经取得了较高的信誉认可,下游客户的需求也较为旺盛,目前主要瓶颈在于产能的供给。

国内市场公司计划未来重点以专卖店的形式运作,有效控制终端消费环节,从而提升品牌形象和产品的附加值。公司目前拥有自营店面4个,全部是今年新开店面,未来3年预计每年新开5-10家。从开店的区域来看,公司将优先考虑消费较强的一线城市和对裘皮产品需求偏好较强的北方城市。

结论:

1. 奢华产品属性具有较高的收入弹性,但公司在品牌运营和渠道管理方面有待提升。裘皮产品品质奢华,价格昂贵,全球年产量约在200万件,因此一直受到高端消费人群的亲睐。随着国内居民生活水平的快速提高,裘皮产品的需求将快速增长。公司作为裘皮行业的制造龙头,具有较强的产品加工、设计研发等优势,但对品牌运营和渠道管理方面与成熟的品牌商相比尚缺乏经验,因此我认为公司短时间内难以享受真正的高端消费品品牌的附加值。

2. 盈利预测与投资评级：推荐。我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.53、0.70、0.91 元，目前的股价对应 2011 年的 PE 约为 45 倍，估值与产品一样昂贵。我们认为公司现阶段的优势主要集中在产业链的制造、加工环节，目前的估值表现出了市场对未来消费升级和公司品牌建设方面过于乐观的期望，但从投资品种的稀缺性考虑，公司所经营的裘皮行业在目前的 A 股市场上具有一定的唯一性，故首次给予公司“推荐”的投资评级。

表 1：华斯股份主要财务指标预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	355	416	495	614
(+/-)%	20.63%	17.18%	18.85%	24.04%
经营利润 (EBIT)	55	74	92	120
(+/-)%		36.57%	23.71%	30.85%
净利润	37	60	79	103
(+/-)%	74.65%	60.64%	32.30%	29.31%
每股净收益 (元)	0.510	0.529	0.700	0.905

资料来源：东兴证券研究所

表 2：华斯股份利润表预测

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
营业收入	355.41	416	495	614
	20.6%	17.2%	18.8%	24.0%
减：业务成本	286.71	321	374	454
营业税费营业税金及附加	1.76	2	2	3
	19.3%	23.0%	24.5%	26.0%
营业费用	5.35	7.91	10.89	15.35
管理费用	13.57	16.24	20.29	25.79
财务费用	8.97	1.70	(3.86)	(3.44)
其中：利息支出	0.00	2.48	0.00	0.00
利息收入	0.00	0.77	3.86	3.44
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.52	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.91	0.00	0.00	0.00
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	42.47	67.85	91.47	118.86
加：营业外收入	1.32	3.00	3.00	3.00
减：营业外支出	0.03	0.20	1.00	1.00

其中：非流动资产处置净损失	0.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	43.77	70.65	93.47	120.86
减：所得税	6.40	10.60	14.02	18.13
	14.62%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	37.37	60.05	79.45	102.73
归属于母公司所有者的净利润	37.38	60.05	79.45	102.73
少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00
	10.5%	14.4%	16.1%	16.7%
	74.6%	60.6%	32.3%	29.3%
发行在外股份数量(百万股)	85.00	113.50	113.50	113.50
		896.90		
基本每股收益	0.51	0.529	0.700	0.905
稀释每股收益	0.51			
	41.7%	3.7%	32.3%	29.3%
股利	11.63	12.01	15.89	20.55
期初未分配利润	38.75	25.26	67.29	122.91
提取盈余公积	3.48	6.01	7.94	10.27
期末未分配利润	25.26	67.29	122.91	194.82

资料来源：东兴证券研究所

表 3：华斯股份资产负债表预测

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
资产				
流动资产				
货币资金	86.90	840.48	703.63	672.86
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.02	0.03	0.03
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	25.43	34.23	40.68	50.46
其他应收款	2.24	2.63	3.12	3.87
预付款项	1.49	2.78	4.27	6.09

存货	156.29	175.72	204.76	248.94
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	272.36	1,055.86	956.50	982.25
非流动资产				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	57.10	132.69	250.27	288.35
工程物资	0.00	30.00	80.00	105.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	6.42	5.99	5.57	5.14
开发支出	0.00	0.00		
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	7.00	7.00	7.00
递延所得税资产	0.20	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	63.73	175.68	342.84	405.49
资产总计	336.09	1,231.54	1,299.34	1,387.74
流动负债				
短期借款	82.50	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	15.46	21.96	25.60	31.12
预收款项	5.06	5.06	5.06	5.06
应付职工薪酬	3.32	3.82	4.39	5.05
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	2.52	0.00	0.00	0.00
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	0.40	0.44	0.47	0.51
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00

预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	109.26	31.28	35.51	41.73
非流动负债				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8.51	8.51	8.51	8.51
非流动负债合计	8.51	8.51	8.51	8.51
负债合计	117.78	39.79	44.03	50.25
所有者权益（或股东权益）				
实收资本（或股本）	85.00	113.50	113.50	113.50
资本公积	104.58	1,001.47	1,001.47	1,001.47
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	3.48	9.48	17.43	27.70
未分配利润	25.26	67.29	122.91	194.82
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	218.31	1,191.75	1,255.31	1,337.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（或股东权益）合计	218.31	1,191.75	1,255.31	1,337.49
负债和所有者权益（或股东权益）总计	336.09	1,231.54	1,299.34	1,387.74

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程 远

金融工程专业毕业，08年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。