



具备奢侈品属性的裘皮龙头

增持首次

当前价格：30.66元

投资要点:

- 规模最大的裘皮企业，居于行业的绝对领先地位
- 结构优化持续提升毛利率水平
- 开拓期的俄罗斯和中国市场增长潜力大

报告摘要:

- 公司在国内裘皮行业占据绝对优势地位。公司是行业规模最大的企业，2009年销售收入行业第一。公司地处“中国裘皮之都”河北肃宁，能够享受集群地原材料供应丰富、市场信息充分等优势。
- 优化结构提升盈利能力。公司实施了产品结构调整和业务模式升级，提高毛利较高的服装和服饰产品的比重，并从OEM向ODM和OBM转变。公司核心竞争力逐渐从制造优势向研发设计和品牌优势转移，公司的毛利率水平持续提升。
- 新市场俄罗斯和中国的增长潜力巨大。公司对新市场采取高毛利的OBM销售模式，俄中的毛利率分别为30%和47%。俄罗斯地区营业收入占比从2007年的1.57%快速提高至2009年的36%，国内销售收入占比2010年上半年也达到12.4%。新市场给公司带来外延式增长。
- 原皮采购优势保证产品品质，同时有效控制成本。公司发展初期以裘皮皮张和裘皮面料的产销为主，在原皮采购方面积累了丰富的经验，在毛皮选料方面形成优势，这种优势使公司在服装产品的设计和生產上更具优势。原皮的非标准化，也使得采购经验会对成本的影响较大。
- 盈利预测。预计2010、2011年公司可以实现每股收益0.46、0.71元，对应2011年的动态PE为66倍，估值有些偏高。但考虑到公司产品具有奢侈品属性，中国高端服装产品缺失使公司成为具有稀缺性的投资标的，以及公司的成长性，给予公司增持评级。
- 风险提示：存货减值风险及汇率风险。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	355.41	404.29	502.05	628.07
同比增长率	20.6%	13.8%	24.2%	25.1%
净利润(百万元)	37.38	52.06	80.87	109.17
同比增长率	74.6%	39.3%	55.3%	35.0%
每股收益(元)	0.33	0.46	0.71	0.96

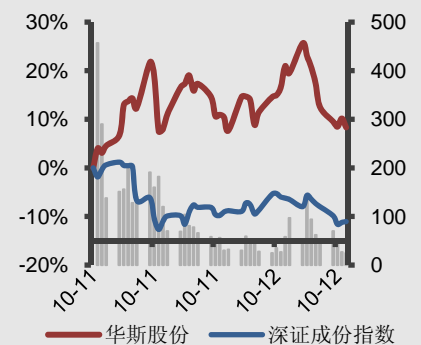
分析师

刘志茹

电话：010-88085230

Email: liuzhiru@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	11,350
流通股本(万股)	2,280
流通比例	20.09%
主要股东	贺国英
主要股东持股比例	42.29%

目录

一、工艺领先的裘皮生产龙头	4
(一) 地处裘皮产业集群地.....	4
(二) 出口为主, 毛利率逐年提高.....	5
(三) 领先的工艺和设计.....	5
二、裘皮行业发展现状	6
(一) 中国是世界裘皮生产和加工中心.....	6
(二) 行业集中度低, 品牌企业屈指可数.....	6
(三) 海外需求稳定, 中国市场进入快速增长期.....	7
三、公司竞争优势	8
(一) 结构优化提升毛利率.....	8
(二) 新市场带来外延式增长.....	10
(三) 原皮品质和成本控制能力.....	11
四、盈利预测	12

插图

图 1: 2009 年行业销售额前十名公司对比.....	4
图 2: 近三年各地区营业收入占比.....	5
图 3: 公司主营业务综合毛利率.....	5
图 4: 2002-2009 年中国裘皮行业产值.....	6
图 5: 裘皮企业向微笑曲线两端延伸.....	7
图 6: 近三年各产品营业收入占比.....	8
图 7: 近三年裘皮服装产量增长率.....	8
图 8: 2010 上半年产品收入占比.....	9
图 9: 公司各主营产品毛利率.....	9
图 10: 出口收入 OEM、ODM、OBM 对比.....	9
图 11: 裘皮服装各销售渠道毛利率对比.....	9
图 12: 俄罗斯及周边销售收入快速增长.....	10
图 13: 近三年国内销售毛利率.....	10
图 14: 2010H 公司不同渠道采购比例.....	11
图 15: 不同渠道采购金额对比.....	11

表格

表 1: 近三年各产品品类产量.....	8
表 2: 公司主营业务盈利预测.....	13
表 3: 预测利润表.....	14

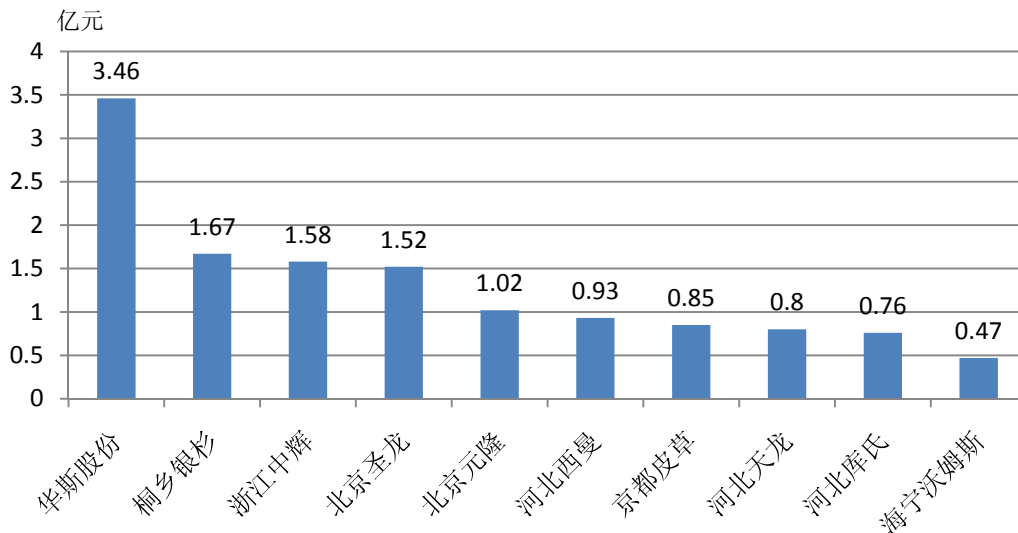
一、工艺领先的裘皮生产龙头

公司地处“中国裘皮之都”河北肃宁，是国内裘皮行业规模最大的企业，2009 年销售收入排名第一。

公司集原料收购、鞣制处理、染色加工、服饰设计、服饰加工和销售贸易于一体，包括了从农产品初步处理到裘皮服饰销售的完整业务流程。主要产品包括裘皮服装、裘皮饰品、裘皮面料、裘皮皮张。

公司 2009 年通过高新技术企业认证，2010 年被评定为“农业产业化国家重点龙头企业”，公司自主品牌“怡嘉琦”获得了“中国驰名商标”、“中国名牌”和“中国真皮标志裘皮衣王”等荣誉称号。公司的“裘皮优化加工及产业化示范”项目获得了 2010 年度国家火炬计划荣誉称号。

图 1：2009 年行业销售额前十名公司对比



资料来源：中国皮毛信息网，宏源证券

（一）地处裘皮产业集群地

公司所处的河北省肃宁县是我国最大的裘皮贸易集散地和裘皮半成品和成品批发贸易中心，也是裘皮行业原料价格和成品价格形成中心，有专业的皮毛交易市场，皮毛拍卖行、会展中心、成衣市场，年交易额近百亿元，被中国皮革协会确定为“中国裘皮基地”，被中国轻工业联合会、中国皮革协会授予“中国裘皮之都”。全县貂、狐、貉等珍稀皮毛动物年出栏达 105 万只，獭兔年出栏 156 万只。2008 年原皮交易市场交易皮张 7000 万张，硝染各种皮张近 8000 万张，生产裘（革）皮服装服饰 320 万件、半成品 190 万件。

丰富的原材料供应充分，裘皮企业集聚，便于公司获取市场信息，掌握原料价格的波动，准确判断市场走向，把握最有利的采购时机，有效控制采购成本。区内拥有裘皮制作技艺的当地人口非常普遍，很多高级技师来自港资和外资企业，劳动力要素资源丰富。

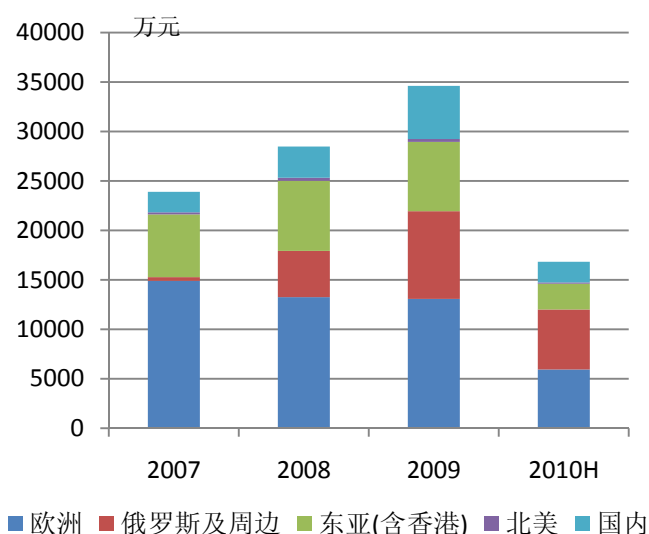
(二) 出口为主，毛利率逐年提高

公司产品以出口为主，外销比例在 85%左右。

西欧（主要包括德、法、英、意、瑞士等国）和东亚（日、韩、香港）是公司的传统外销市场。公司对西欧和美国采取与国际品牌合作，成为众多国际品牌在中国的主要供应商之一。

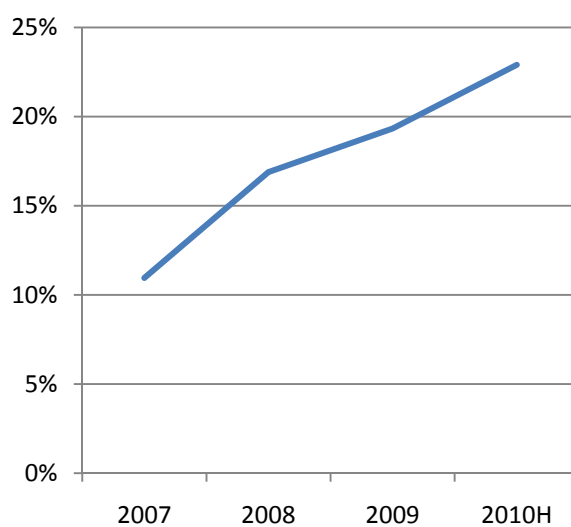
除传统市场外，公司 2007 年新开发的俄罗斯及周边地区、中国华北、中国东北等新市场增长较快。公司对新开发地区采取自主品牌销售，业务模式从 OEM 向 ODM 和 OBM 转变，公司的毛利率水平也有显著提升。

图 1：近三年各地区营业收入占比



资料来源：公司招股书，宏源证券

图 2：公司主营业务综合毛利率



资料来源：公司招股书，宏源证券

(三) 领先的工艺和设计

公司建设有“河北省裘皮工程技术研究中心”，是国内唯一省级裘皮技术研究中心，有专业的设计师、打版师和工艺师 95 人，在裘皮研发设计方面居行业领先水平。公司的设计强调裘皮时装化理念，每年将设计师派往香港、米兰等地交流学习，以保持先进的国际理念和技术水平。

另外，与一线高端品牌商合作也有助于公司及时掌握裘皮行业的最新变化和发展趋势，不断提升公司的品牌影响力、设计能力、工艺技术和市场反应速度。

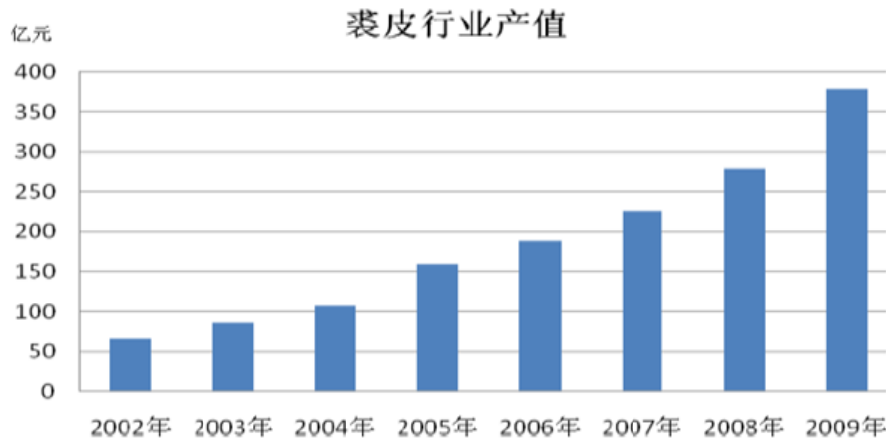
近年来公司先后申请专利二十余项，累计开发研制 15 项新工艺技术并进行成果转化，荣获多项全国裘皮服装大赛、貂貉狐品种大赛奖项，开发了具有国际先进水平的一毛多色、毛革一体化等工艺和新型裘皮面料产品，提高了公司服装服饰设计的自主创新能力和产品国际竞争力。

二、裘皮行业发展现状

(一) 中国是世界裘皮生产和加工中心

从生产来看，西欧、日本和香港地区是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，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，形成了以河北、浙江和广东(香港)为主的产业聚集区。近几年来在国际市场名声显赫，由于质量有保证，价格便宜，中国的裘皮制品已大量进入欧美市场。2002年-2008年七年间规模以上企业数量年均增长11.1%，从业人员人数年均增长6.4%，毛皮原料及制品进、出口额年均增速分别为37.7%和9.3%。中国的裘皮行业出口比例较大，行业的出口比例约为30%。

图 4: 2002-2009 年中国裘皮行业产值



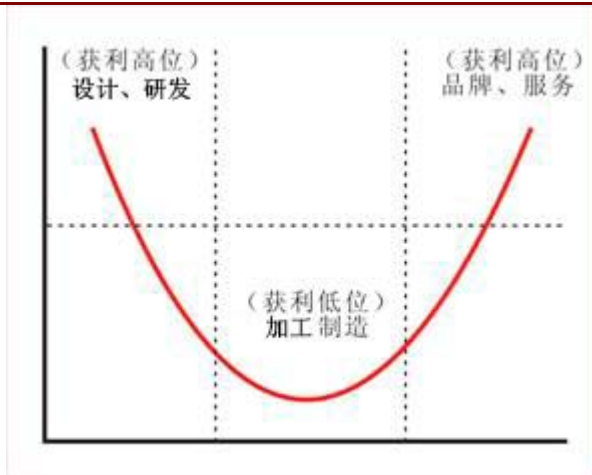
资料来源：中国皮革协会

(二) 行业集中度低，品牌企业屈指可数

我国裘皮生产商最初从事毛皮鞣制染色和加工，绝大多数企业还是以OEM和ODM的生产加工模式为主，拥有自主品牌的企业很少。目前行业的集中度较低，销售收入在1亿以上的裘皮企业不足10家，前5名加工企业总规模不到15亿，目前没有占绝对市场垄断地位的企业。2008年，作为行业龙头的华斯农业裘皮服装产值和出口额分别占全行业的1.02%和4.28%，是国内最大的裘皮制品生产企业。

我国裘皮行业龙头企业，正在从OEM、ODM向OBM转变，向微笑曲线的两端延伸进一步向利润率较高的品牌运营环节升级。除原料、人工和加工能力外，未来拥有自主品牌、具有设计能力或者参与设计能力的企业，将在裘皮行业竞争的占据优势。

图 5：裘皮企业向微笑曲线两端延伸



资料来源：中国皮革协会

（三）海外需求稳定，中国市场进入快速增长期

裘皮原料价格昂贵，设计和技术含量高，附加价值高，具有奢侈品属性。裘皮的保暖性能优于羽绒服装和棉质服装，而且轻薄，是高寒地区防寒的最佳材质。

俄罗斯、美国、日本和西欧是世界裘皮制品进口和消费的主要国家和地区。俄罗斯由于气候寒冷，对各类裘皮制品的需求较大，是世界裘皮行业最重要的消费市场之一。美国水貂消费量较大，每年需从国外进口大量水貂皮和其他裘皮服饰。日本的裘皮市场在上世纪七八十年代经历了急剧扩张期后市场需求稳定，消费额仅次于俄罗斯和美国，居世界第三位。西欧是传统的主要裘皮消费地区，其总体消费市场增长较为平稳。

随着人均国民收入水平的提高，以中国为代表的新兴工业化国家正在成为新兴的裘皮消费国，毛与皮、羽绒和纺织面料广泛结合，扩大了应用范畴、消费季节和消费地区。中国的毛皮及制品进口额从 2002 年的 1.67 亿美元上升至 2008 年的 4.53 亿美元，年复合增长率 18.09%。2005 年国内的市场容量为 30 亿元，2008 年国内市场容量超过了 55 亿元，复合增长率为 16.4%。我国经济快速发展有力拉动了裘皮制品消费的增长。中国皮革协会估计，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 164.23 亿元。业界也普遍认为中国的裘皮业正处于稳步发展时期，未来十年将是中国裘皮时装消费增长最快的十年，裘皮时装需求将成为中国裘皮业发展的主要动力。

三、公司竞争优势

公司的主要看点在于业务模式的转变和产品结构的优化提升盈利能力、新市场的高成长性、自主品牌成长潜力。

(一) 结构优化提升毛利率

公司发展初期以半成品裘皮皮张和裘皮面料的生产和销售业务为主，裘皮面料曾是公司重要的收入来源。2007 年在经济危机的催化下，公司实施了产品结构调整，逐步提高毛利较高的服装和服饰产品的比重。既有的毛皮选料优势在服装产品上更加凸显出来，公司的盈利能力显著提升。

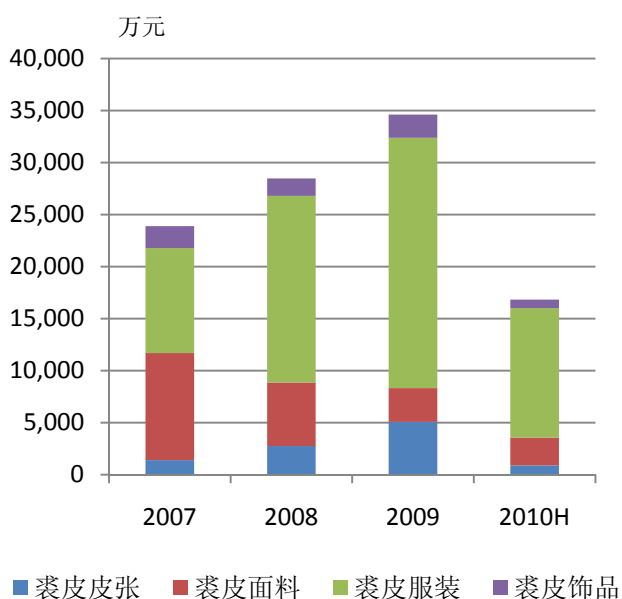
公司 2009 年生产裘皮服装和裘皮饰品共计 26.98 万件。半成品裘皮皮张和裘皮面料在公司的销售额占比下降，经营地位由原来的重要收入来源逐步演变为主动调节性业务。

表 1: 近三年各产品品类产量

单位: 件	2007	2008	2009	2010H
裘皮皮张	3,081,829	3,282,063	4,474,248	946,541
裘皮面料	175,985	201,724	197,261	80,715
裘皮饰品	57,000	46,221	133,329	29,739
裘皮服装	45,007	74,539	136,526	45,687

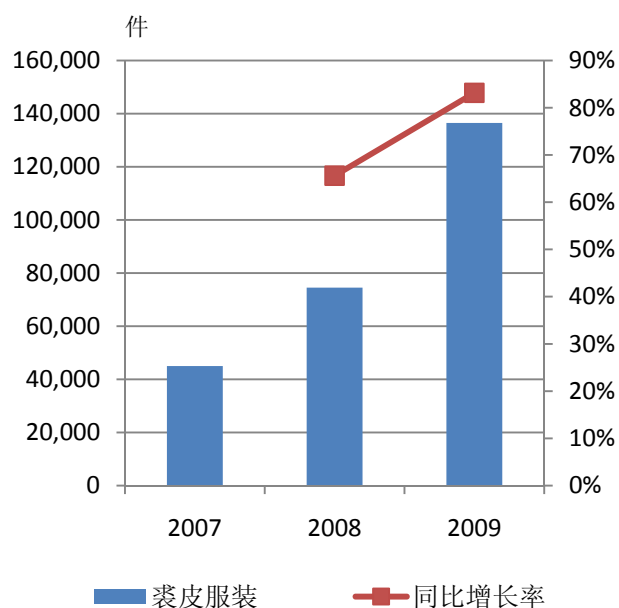
资料来源: 公司招股书, 宏源证券

图 6: 近三年各产品营业收入占比



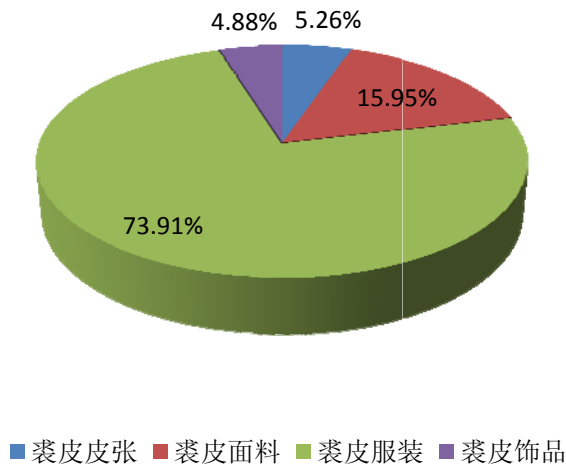
资料来源: 公司招股书, 宏源证券

图 7: 近三年裘皮服装产量增长率



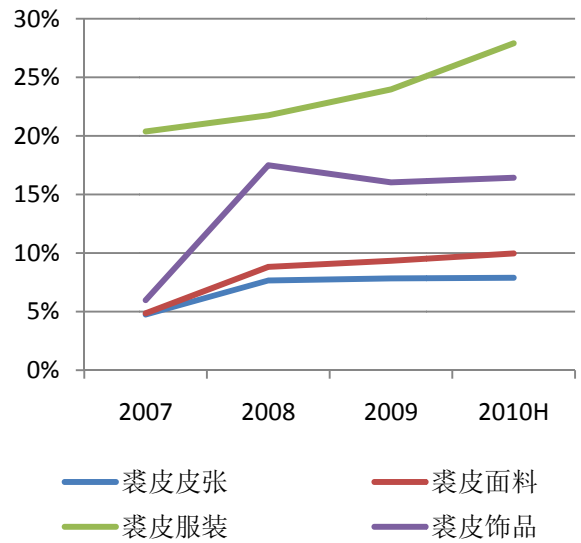
资料来源: 公司招股书, 宏源证券

图 8: 2010 上半年产品收入占比



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

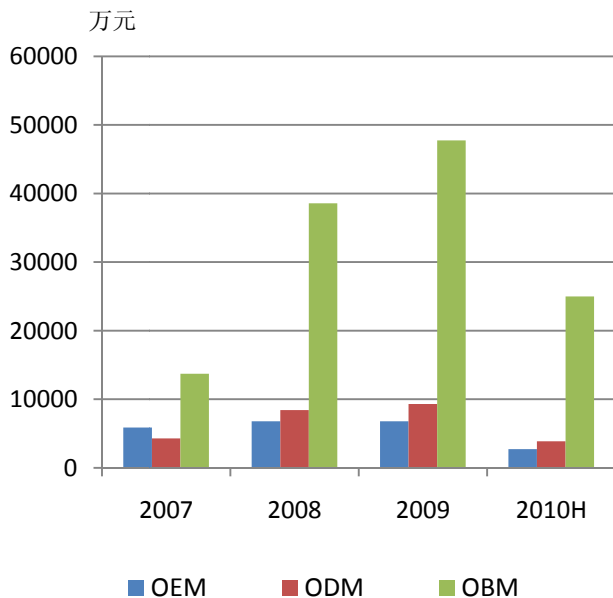
图 9: 公司各主营产品毛利率



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

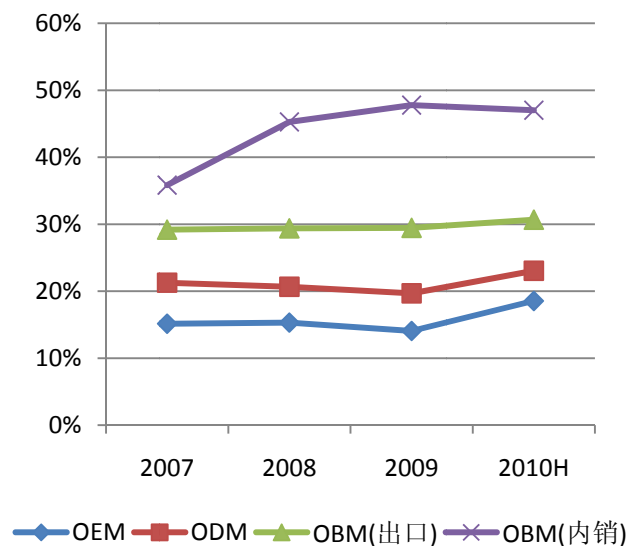
除产品结构调整外, 公司也进行了业务模式升级, 从加工型企业向品牌型企业转型, 从 OEM 向 ODM 和 OB M 转变, 公司核心竞争力逐渐从制造优势向研发设计和品牌优势转移, 产品附加值提升。

图 10: 出口收入 OEM、ODM、OB M 对比



资料来源: 公司招股书, 宏源证券

图 11: 裘皮服装各销售渠道毛利率对比



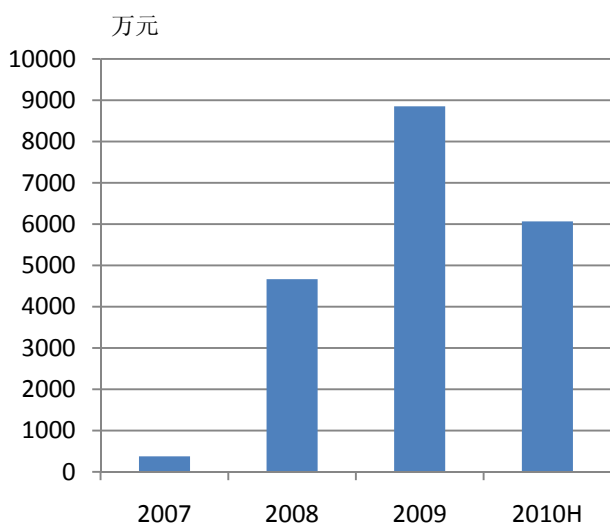
资料来源: 公司招股书, 宏源证券

(二) 新市场带来外延式增长

我们看好俄罗斯市场和国内市场的增长潜力。公司对新增的俄罗斯和中国市场采取高毛利的 OBM 销售模式。

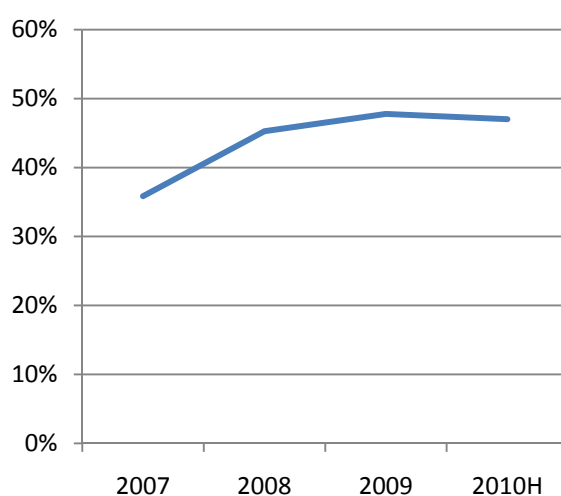
俄罗斯及周边国家是公司 2007 年新开发的市场，也是公司最具市场潜力的区域。公司对该市场采取 OBM 销售模式，自主开发、自主生产，并以自主品牌“怡嘉琦”外销，根据自主设计能力、市场消费能力及供求关系等定价，公司拥有完全的定价权。该模式下裘皮服装的毛利率高于较高，达到 29% 以上。公司在该地区营业收入占比快速提高，2007、2008、2009 年营业收入占比分别为 1.57%、16% 和 36%。

图 12: 俄罗斯及周边销售收入快速增长



资料来源：公司招股书，宏源证券

图 13: 近三年国内销售毛利率



资料来源：公司招股书，宏源证券

国内市场随着消费者对裘皮服饰逐步认可，出现了“皮革平民化”的趋势，而国内裘皮市场还没有进入品牌竞争的阶段，品牌发展有较大的空间。公司在国内市场，积极推广自主品牌“怡嘉琦”（高端）和“华斯迈莎”（中高端），在华北、东北和西北地区的多个城市建有二十多个销售点、四个直营店。

公司与大连锦辉购物广场有限责任公司、哈尔滨中央红集团股份有限公司、银川市新华百货商店股份有限公司等大型商场保持长期合作关系，通过设立长、短期商场专柜的销售方式，推广公司的自主品牌裘皮服装，已经积累了一定的品牌推广经验。募投项目将加强公司国内北方市场的营销网络建设和市场拓展力度，通过在裘皮消费大省如黑龙江、宁夏等地区以及北京和重庆等经济较发达、消费观念时尚的地区扩建或增设直营店，加强公司的市场占有率。

国内销售由于直接面向消费者，毛利水平相对较高且呈逐年增长态势，2007、2008、2009 和 2010 年上半年，分别为 35.84%、45.28%、47.79% 和 47.02%。同时国内销售收入占比也不断提高，2007、2008、2009 年国内营业收入占比分别为 8.7%、11.1% 和 15.5%。

(三) 原皮品质和成本控制能力

1. 毛皮选料优势突出

多年来经营裘皮皮张和裘皮面料的业务，使公司在原皮采购方面积累了丰富的经验，在毛皮选料方面形成优势。

公司根据原皮颜色、净度等制定了详细的裘皮原料分级标准，近 80 名专业的采购团队，各级采购师及专业验货人员，具有丰富的专业检验毛皮经验，不仅熟悉各类原皮属性和各产地原皮的特点，而且了解鞣制、染色、半成品加工、服装服饰加工环节中原皮加工处理的特点和要求，从而能够在收购现场即时判定各原皮的细微差别，并根据其潜在的可开发价值进行评估定价。保证了公司的产品品质，最大可能地降低了浪费。

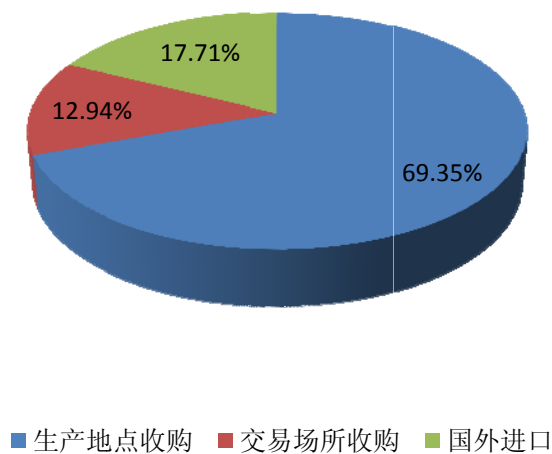
以此为基础，公司生产的裘皮皮张、面料具备质量优势，在业内形成了较强的竞争地位。随着公司向 OBM 模式的逐步转型，公司核心竞争力逐渐从制造优势向研发设计和品牌优势转移，公司既有的毛皮选料优势将更加凸显出来。

2. 公司-基地-农户的采购模式保证原料供应

针对生产地点收购，公司采取以基地带动农户的“公司—基地—农户”采购模式，在国内领先建立了区域毛皮采购系统。自 2008 年起，在河北、山东、东北等养殖重点地区，公司与重点养殖基地签署獭兔、水貂的长期供货协议，通过村委会或养殖联合会为单位组织农户进行收购。公司现有长期供货协议方包括山东省烟台市、威海市、临沂市和河北省秦皇岛市在内的 20 余家村委会及中国尚村獭兔联合会。

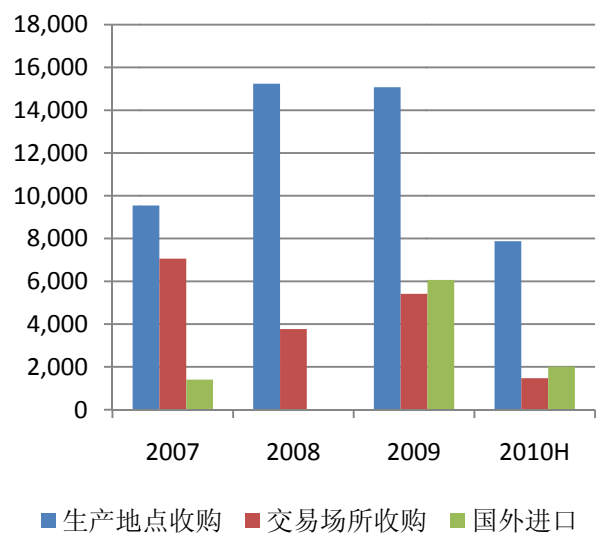
这种模式不仅公司使公司能够获得稳定的原皮供应，而且提高了发行人原材料的采购效率。由于公司原皮需求量大并且稳定，信用度高，合作的重点特种动物养殖区通常可以给公司较优惠的采购价格，降低了公司原材料采购价格。

图 14: 2010H 公司不同渠道采购比例



资料来源：公司招股书，宏源证券

图 15: 不同渠道采购金额对比



资料来源：公司招股书，宏源证券

四、盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.46 元、0.71 元、0.96 元，对应 2011 年的动态 PE 为 66 倍，估值已较高，但考虑到产品具有奢侈品属性，中国高端服装产品缺失使公司成为具有稀缺性的投资标的，以及公司的成长性，给予公司增持评级。

风险提示：

- 1.公司因经营需要，存货较多，如价格剧烈波动，需考虑存货减值风险。
- 2.公司产品出口占比高，因此存在汇率风险。

表 2:公司主营业务盈利预测

单位:万元		2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
出口——OEM					
服装	销售收入(万元)	6212	6833	7175	7533
	YOY	0%	10%	5%	5%
	毛利率	14.1%	15.0%	15.5%	16.0%
饰品	销售收入(万元)	574	632	664	697
	YOY	-5%	10%	5%	5%
	毛利率	13.9%	14.5%	15.0%	15.5%
出口——ODM					
服装	销售收入(万元)	8316	9397	10806	12968
	YOY	11%	13%	15%	20%
	毛利率	19.7%	21.0%	22.0%	23.0%
饰品	销售收入(万元)	990	1485	1856	2320
	YOY	2%	50%	25%	25%
	毛利率	19.1%	19.0%	19.5%	20.0%
出口——OBM					
服装	销售收入(万元)	7082	10623	14872	19333
	YOY	112%	50%	40%	30%
	毛利率	29.5%	30.0%	30.5%	31.0%
饰品	销售收入(万元)	160	320	480	672
	YOY	11658%	100%	50%	40%
	毛利率	12%	15%	16%	17%
出口——其他					
皮张	销售收入(万元)	2917	1313	1378	1447
	YOY	92%	-55%	5%	5%
	毛利率	5.7%	6.0%	6.5%	7.0%
面料	销售收入(万元)	2990	3588	3767	3956
	YOY	-43%	20%	5%	5%
	毛利率	9%	10%	10%	10%
内销					
服装	销售收入(万元)	2451	4166	6666	10665
	YOY	156%	70%	60%	60%
	毛利率	48%	47%	47%	47%
饰品	销售收入(万元)	508	812	1218	1828
	YOY	374%	60%	50%	50%
	毛利率	14%	14%	14%	14%
皮张	销售收入(万元)	2162	1081	1135	1192
	YOY	75%	-50%	5%	5%
	毛利率	11%	11%	11%	11%
面料	销售收入(万元)	244	171	180	189
	YOY	-72%	-30%	5%	5%
	毛利率	13%	14%	14%	14%

资料来源:公司公告,宏源证券

表 3: 预测利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	255.74	294.64	355.41	404.29	502.05	628.07
减: 营业成本	227.72	244.88	286.71	311.30	376.54	458.49
营业税金及附加	1.21	1.54	1.76	2.02	2.51	3.14
资产减值损失	1.19	-0.39	-0.52	0.00	0.00	0.00
营业费用	2.95	4.38	5.35	6.27	7.78	9.74
管理费用	8.40	9.65	13.57	16.17	20.08	25.12
财务费用	10.37	7.44	8.97	7.28	0.00	3.14
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.84	0.12	2.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	4.74	27.27	42.47	61.25	95.14	128.44
加: 营业外收入	1.49	2.10	1.32	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.05	0.78	0.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.18	28.59	43.77	61.25	95.14	128.44
减: 所得税	2.24	7.31	6.40	9.19	14.27	19.27
净利润	3.94	21.28	37.37	52.06	80.87	109.17
归属于母公司所有者的净利润	4.38	21.40	37.38	52.06	80.87	109.17
全面摊薄每股收益 (元)	0.04	0.19	0.33	0.46	0.71	0.96

分析师简介:

刘志茹: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员，三年行业工作经验，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：鲁泰 A、华孚色纺、华茂股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。