

纺织服装行业

报告原因：参加推介

2012年2月13日

市场数据：2012年2月13日

发行前总股本(万)	7500
本次欲发行(万)	2500
发行价(元)	未定
发行市盈率	未定

基础数据：2011年6月30日

资产负债率	47.78%
毛利率	62.71%
净资产收益率(加权)	22.73%

相关研究

分析师：加丽果

执业证书编号：S0760511010018

TEL: 010-82190386

Email: jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

卡奴迪路 (002656)

高档男装

轻资产运营

暂无评级

公司研究/新股分析报告

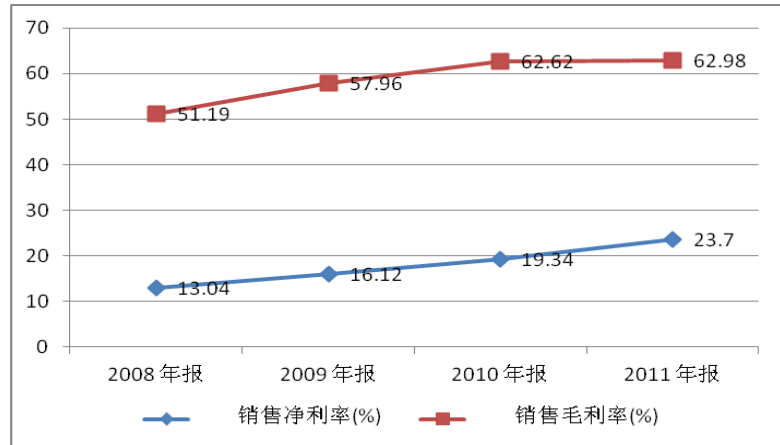
投资要点

- **公司定位国内一线高档男装。**公司主要从事自主品牌高级男装的研发设计、组织外包生产、品牌推广和终端销售，同时开展国际一线品牌的代理销售业务。公司为家族式民营企业。目前，公司拥有318家门店（直营店175家，加盟店143家）。2011年年报显示，自有品牌收入构成比例为96.65%，毛利率高达64.32%，代理品牌收入构成比例为3.33%，毛利率为24.06%。
- **高档男装行业未来有一定的发展空间。**2003年到2009年高档男装符合增长率约为26.1%。受益于人均可支配收入的提高和城镇化，未来高档男装行业竞争继续保持着竞争激励的状态，但需求比较强劲，有一定的发展空间。
- **公司具有一定的品牌、渠道、运营和管理优势。**尤其是公司突破了传统制造为主的服装企业，主要采用虚拟经营的轻资产运营模式。将服装产业链中的低附加值的生产、配送等中间环节全面外包，只掌控设计、品牌推广和终端销售等最具价值的核心环节。这种运营模式和管理的优势导致公司的毛利率高于行业平均水平。
- **募集资金扩张终端销售网点。**本次计划募集资金总额为38000万元，募投项目主要投向营销网络建设和信息化系统建设项目。拟建186家直营店。
- **风险因素：**过于依赖 高端零售渠道风险；产品生产和配送有一定的外包风险；开店速度低于预期。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司2011年-2013年全面摊薄EPS为1.09元、1.34元和2.50元。以2011年EPS为定价的动态PE，可比上市公司PE区间在19-40，平均PE在25倍左右。我们认为公司定位一线高档男装，高档男装行业有一定的发展机遇，公司融资成功后，直营店的规模进一步扩大，营业收入和利润进一步提升。我们认为公司合理估值PE区间为20-30倍，建议申购价在27-33元。

财务预测	2010	2011	2012(E)	2013(E)
营业收入(亿元)	3.37	4.61	6.55	9.50
增长率%	35%	37%	42%	45%
毛利率%	62%	63%	64%	64%
归属于母公司净利润(百万元)	65.2	109.35	150	245
增长率%	62.45%	67.72%	38%	63%
全面摊薄EPS(元)	0.65	1.09	1.5	2.45
参照市场可比公司平均PE为25倍计算的股价(元)	16.25	27.25	37.5	61.25

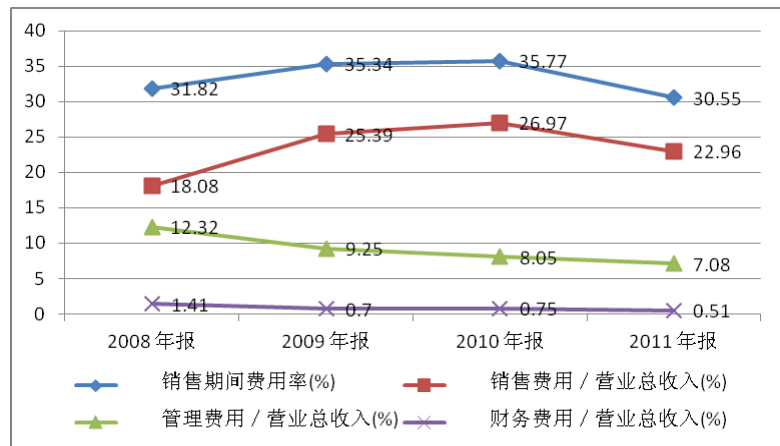
请务必阅读正文之后的特别声明部分

图表 1: 公司毛利率和净利率稳步提升



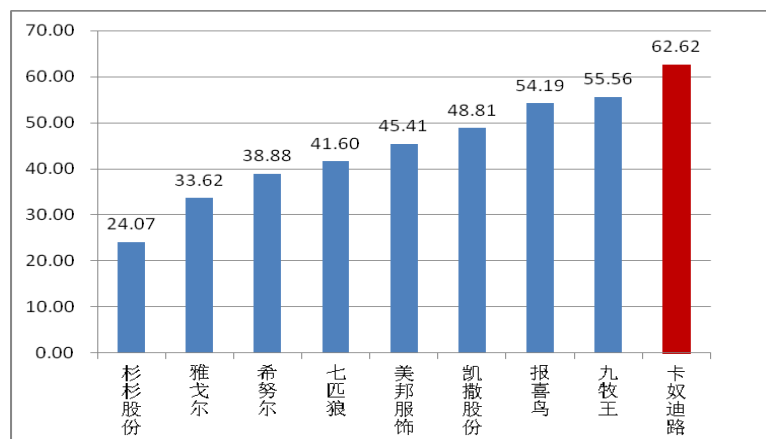
资料来源: Wind 资讯

图表 2: 公司期间费用率情况



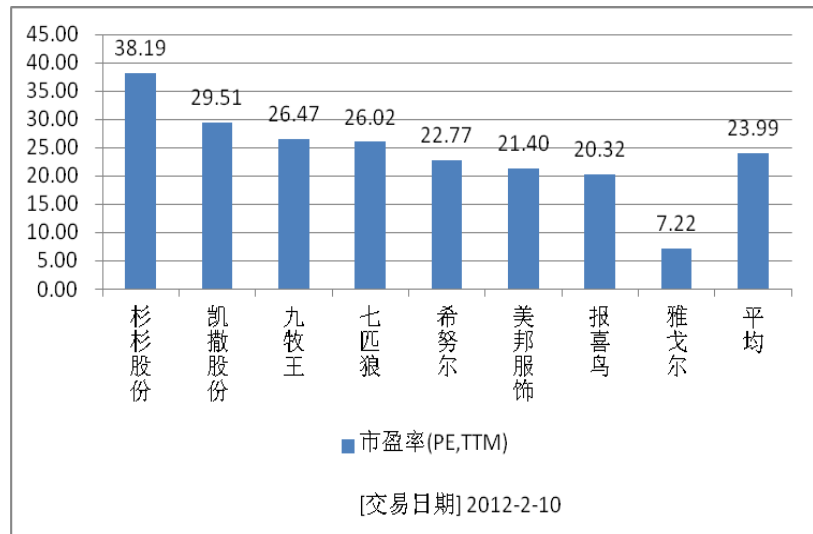
资料来源: Wind 资讯

图表 3: 可比上市公司 2010 综合毛利率水平高于行业平均水平



资料来源: Wind 资讯

图表 4: 可比上市公司 PE



资料来源: Wind 资讯

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。市场有风险，入市需谨慎。