

日期：2010年5月20日

行业：纺织服装业



刘丽

021-53519888-1923

liuli_liuli@sina.com

执业证书编号：S0870208090139

IPO 报价区间 RMB 20.40~24.48 元
 上市合理定价 RMB 24.00~28.00 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	27.00
发行后总股本 (百万股)	107.00
发行数量占发行后总股本	25.23%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	海通证券

主要股东 (IPO 前)

凯撒集团	68.00%
志凯公司	29.00%
伯杰投资	2.00%
超艺螺丝	0.37%
普宁集华	0.37%

收入结构 (2009Y)

女装	35.67%
男装	33.01%
皮类产品	30.14%

报告编号：LL10-NSP06

首次报告日期：2010年5月20日

定位高端的服装企业

■ 投资要点：**品牌定位高端的服装企业**

凯撒股份十多年来凭借女装、皮革服装在国内市场累积了高端形象，目标消费群体清晰。公司的销售模式为“商场销售、经销商销售与自营店销售模式”，未来公司将加快自营店建设，争取在上市后三年内实现“百家自营店”计划，在全国建成300多家销售网点规模。

募集资金项目投向

此次IPO募集资金将主要投向销售网络建设项目、女装生产线及产品研发中心项目等两个项目。

快速增长可期

根据目前公司发展规划，未来几年其发展重点为自营店的建设；预计随着销售网络的扩大以及自营店比重的加大，公司将可实现快速增长。我们初步预计公司2010-2012年归于母公司的净利润将实现年递增47.21%、39.65%和37.09%，相应的稀释后每股收益为0.80元、1.12元、1.54元。

定价结论

综合考虑可比公司、最近上市的中小板股票估值以及公司未来成长性，我们认为给予凯撒股份公司2010年30-35倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为24.00—28.00元。建议询价区间对应为20.40-24.48元，对应09年摊薄后每股收益的市盈率区间为37.09倍-44.51倍。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (亿元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	263.67	316.46	420.94	581.00	759.80
年增长率 (%)	17.86	20.02	33.02	38.02	30.78
归属于母公司的净利润	44.06	58.38	85.94	120.01	164.52
年增长率 (%)	0.81	32.49	47.21	39.65	37.09
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.41	0.55	0.80	1.12	1.54

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

一、行业背景

● 服装行业发展简况

凯撒股份所属行业为服装行业。目前，欧美发达国家的纺织服装业已转向高端产业，在研发和应用新型纺织品方面始终处于世界纺织服装工业发展的领先地位。欧美发达国家的消费者品牌意识很强，知名品牌服装占销售份额的比重较高。近年来，国际服装行业发展呈现：专用设备功能趋向集成化、服装设计研究趋于个性化、款式更趋向多样化、电子商务技术广泛应用等发展趋势。

我国服装行业目前已经呈现出整合、调整和提升的趋势，进入更加复杂的经营竞争格局，已进入产业、品牌、商务、文化、社会以及资源价值、商业规则和社会责任的系统复合经营的深度竞争时代。传统的设计研发、生产制造、销售经营、配套服务以专业细化形态继续发展；而品牌经营使服装制造商和经营商将淡化传统的设计、制造和销售模式，品牌复合运作和品牌商业模式将成为品牌运营的轨道。我国服装行业呈现以下发展趋势：（1）产业转型加剧，大多数企业从产品营销转向商品营销，个别企业已走向文化营销，更强调产品形象、品牌口碑和附加值，也更注重渠道。（2）国内市场成为企业发展重点，竞争加剧。（3）品牌和市场细分时代到来，品牌和市场细分已不仅仅局限于品种、档次、区域的细分，更表现在以产品风格和消费群体的深度细分，深度细分的竞争焦点是文化、创新和研发。（4）加工企业与经销商进一步分化，近年来中国服装企业纷纷实施了“耐克”的“轻资产运营模式”，借力产业资源将产品制造业务外包，达到多方共赢目的。（5）服装品牌商业发展活跃，国内外品牌商业竞争全面展开。（6）产业供应链发展趋势更加成熟。国内服装行业的劣势主要体现在品牌建设较为薄弱、缺乏自主的设计风格、劳动力成本上升等方面。

● 服装行业增长前景及公司地位

近年来，服装内需拉动稳步增强，国内纺织服装销售一直呈现良好的增长态势，2000 年至今，限额以上服装、鞋帽及纺织品类零售额呈现快速增长的态势，2000-2002 年增速基本保持在 10%，2004 年-2006 年增速接近 20%，2007 年服装、鞋帽及纺织品的零售增速达到 25.5%，比上年同期增长 6.7%；受金融危机影响，2008 年纺织服装出口增幅下降，但内销仍呈现快速增长，全年增速为 24.8%；2009 年增速为 18.8%。随着国民经济的持续快速增长，国内居民对纺织服装的需求日益增加，2000 年国内纺织行业内需比为 66.80%，2007 年这一比重提升至 75.04%，2008 年继续上升为 76.7%。未来国内中高档纺织服装产品的需求增长将显著加快，内需的旺盛已经成为国内纺织行业平稳增长的主要支撑，并将继续成为行业未来几年抵御其他负面风险的重要因素之一。

纺织服装行业属于劳动密集型行业，市场集中度低。目前在国内市场上，低端服装企业由于缺乏品牌、档次较低，企业自主定价能力较弱，尤其是当前国内市场竞争较为激烈的情况下，只能采用价格竞争的方式来获取市场份额。而生产高档服装的企业，竞争的重点由最初市场销售手段的竞争，上升到产品、技术和管理等层面的竞争，逐渐演变成产品设计、开发的速度和能力、市场应变和快速反应等方面的综合竞争。从致力于打造自有品牌的服装企业之间的竞争来看，未来“品牌”和“渠道”将是发展的重点。

凯撒股份十多年来凭借女装、皮革服装在国内市场累积了高端形象，目标消费群体清晰。1999-2008年公司及其前身连续10年被中国服装协会评为“中国服装行业百强企业”，其“凯撒”商标被国家工商总局评为“中国驰名商标”。公司是皮革服装行业的领先者，是中国皮革协会副理事长单位，中国皮革协会皮衣专业委员会副主任单位，曾参与制定国家轻工行业标准：QB/T1615-1997《皮革服装》及其替代标准QB/T1615-2006《皮革服装》。公司是唯一一家连续六届被中国皮革协会评为“中国真皮衣王”，并同时拥有“中国名牌”、“中国驰名商标”、“产品质量国家免检”荣誉的企业，2009年被世界品牌实验室评为“中国品牌年度大奖NO.1”（皮衣行业）。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由凯撒（中国）整体变更设立的股份公司，其前身凯撒（中国）自1994年成立以来，始终从事服装产品的研发、生产和销售业务。凯撒集团持有公司68%的股份，为公司控股股东，股权结构为郑合明、陈玉琴各持50%股份；志凯公司持有公司29%的股份，志凯公司的独资股东为陈玉琴，因此郑合明、陈玉琴夫妇为公司实际控制人，通过间接持股控制了凯撒股份97%的股权。

表1 凯撒股份发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
一、有限售条件的流通股	8,000.00	100.00%	8,000.00	74.77%
其中： 凯撒集团	5,440.00	68.00%	5,440.00	50.84%
志凯公司	2,320.00	29.00%	2,320.00	21.68%
伯杰投资	160.00	2.00%	160.00	1.50%
超艺螺丝	40.00	0.50%	40.00	0.37%
普宁集华	40.00	0.50%	40.00	0.37%
二、本次发行流通股	—	—	2,700.00	25.23%
合计	8,000.00	100.00%	10,700.00	100.00%

数据来源：公司招股意向书

● 主业简况及收入利润结构

凯撒股份主要从事服装的设计研发、生产与销售，主要产品为“凯撒”品牌高档女装、男装、皮类产品及饰品。公司女装消费群定位于35-55岁事业有成的成熟女性，女装产品旨在体现“高贵典雅、干练独特”的服饰文化内涵，设计风格既紧随欧美时尚潮流又融入中国特色元素，2009年被服装协会评为“女装50强企业”。公司凭借皮革服装、女装在国内市场积累的高端品牌形象，近年来重点拓展了男装产品，其男装目标消费群定位于高品位、高收入的成功人士。

目前公司主要采取自制生产、委托加工和定制生产相结合的生产模式：女装产品中的套裤套裙、大衣、单裙、单裤等产品主要采用“自制生产模式”，少量产品如毛衫采用定制生产的模式；男装自制生产规模较小，主要采用定制生产和委托加工的“轻资产生产模式”；高档皮革服装主要采用“自制生产模式”，皮鞋、皮包、皮带等皮具产品及其他配饰产品主要采用委托加工与定制生产的生产模式。

公司的销售模式为“商场销售、经销商销售与自营店销售模式”，2009年这三种模式的销售额占主营业务收入的比例分别为35.69%、41.59%和22.72%；253家销售网点覆盖全国30多个省、直辖市、自治区100多个城市及香港地区。目前公司拥有自营店22家，2009年自营店销售收入和毛利分别为7,142.97万元和4,732.98万元，分别占同期主营业务收入和毛利的比例为22.72%和32.96%。未来公司将加快自营店建设，争取在上市后三年内实现“百家自营店”计划，在全国建成300多家销售网点规模。

图 1 凯撒股份主营收入销售模式占比（07-09Y）

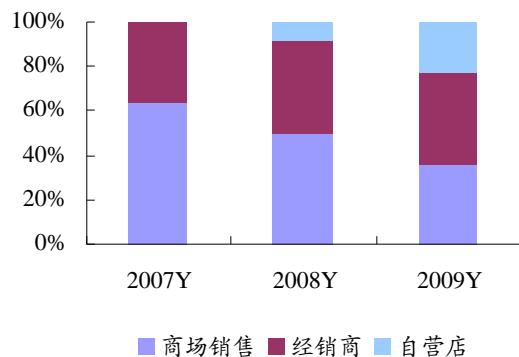
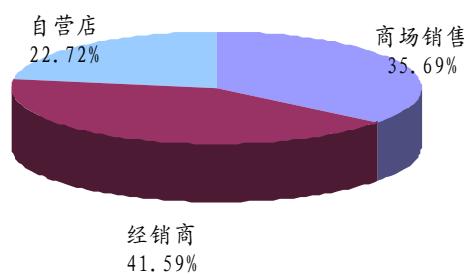


图 2 凯撒股份主营收入销售模式占比（2009Y）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

公司本次IPO募集资金将用于销售网络建设项目、女装生产线及产品研发中心项目等两个项目。

表 2 凯撒股份 IPO 募集资金项目概况

项目名称	预计投资额 (万元)	建设期	年销售收入 (万元/年)	年净利润 (万元/年)
销售网络建设项目	16,373	12 个月	11,500	3,337
女装生产线及产品研发中心项目	8,600	-	-	-
其中：女装生产线项目	6,500	18 个月	13,800	2,056
合计	24,973	-	-	-

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

销售网络建设项目

此项目总投资为 16,373 万元，其中：建设投资为 12,573 万元，流动资金 3,800 万元。拟购置旗舰体验店和租赁形象店共 23 家，其中：购置旗舰体验店 8 家，合计 2,240 平方米，租赁形象店 15 家，合计 3,000 平方米。项目建设期 12 个月，预计达产后能实现年销售收入 11,500 万元，年税后利润为 3,337 万元。

服装（女装）生产线及产品研发中心项目

此项目总投资为 8,600 万元，其中新增服装（女装）生产线投资 6,500 万元，产品研发中心投资 2,100 万元。女装生产线项目建设期 18 个月，项目达产后第 1 年达产率为 65%，第 2 年达产率为 80%，第 3 年达产率为 100%，本项目完全达产后将形成 30 万套（件）高档女装产能，其中 15 万套（件）将逐步替代老化设备。该项目达产后预计年销售收入为 13,800 万元，年税后利润 2,056 万元。

三、公司财务状况及盈利预测

● 营业收入、净利润稳步增长

公司 2007 年—2009 年实现销售收入 2.24 亿元、2.64 亿元和 3.16 亿元，08 年和 09 年同比增长分别为 17.86%、20.02%；2007 年—2009 年实现归属于母公司股东的净利润分别为 4371 万元、4406 万元和 5838 万元，08 年和 09 年同比增长分别为 0.81%、32.49%。随着产品售价的提升以及销售网点的扩张，公司业绩也呈现稳步提升态势。

● 盈利能力佳

2007 年—2009 年，凯撒股份综合毛利率分别为 33.59%、43.33% 和 45.84%，稳步提高；净利率分别为 20.99%、19.23% 和 20.51%。与服装类上市公司相比，公司综合毛利率和净利率水平均处于行业前列，也体现了公司产品定位高端的特点。

表 3 凯撒股份盈利能力指标同行业比较

公司名称	毛利率				净利率			
	07年	08年	09年中	09年	07年	08年	09年中	09年
七匹狼	35.42%	33.95%	38.37%	38.35%	11.55%	9.94%	11.34%	10.93%
江苏三友	11.43%	11.60%	11.04%	13.78%	4.75%	3.34%	2.36%	3.42%
报喜鸟	46.78%	48.69%	49.28%	51.13%	17.70%	13.12%	10.08%	16.94%
美尔雅	40.21%	46.11%	39.04%	36.27%	10.71%	5.00%	3.36%	7.62%
雅戈尔	35.46%	35.86%	34.44%	38.41%	37.68%	16.62%	26.53%	28.46%
大杨创世	23.79%	22.79%	27.29%	26.22%	16.41%	8.36%	13.17%	15.98%
杉杉股份	19.38%	19.87%	20.74%	20.78%	6.88%	5.82%	5.12%	4.90%
平均	30.35%	31.27%	31.46%	32.13%	15.10%	8.89%	10.28%	12.61%
凯撒股份	33.59%	43.33%	-	45.84%	20.99%	19.23%	-	20.51%

资料来源：Wind；上海证券研究所整理

● 应收账款周转率、存货周转率等资产周转能力指标低于行业水平

公司 2007 年—2009 年应收账款周转率分别为 5.91 次、6.54 次和 7.67 次；存货周转率分别为 1.66 次、1.68 次和 1.78 次。公司应收账款周转率指标逐年有所提高，存货周转率基本保持稳定，但与其他服装行业上市公司相比处于较低水平。

表 4 凯撒股份资产周转能力指标同行业比较

公司名称	应收账款周转率				存货周转率			
	07年	08年	09年中	09年	07年	08年	09年中	09年
七匹狼	23.54	21.19	6.82	11.14	2.46	3.09	1.50	3.47
江苏三友	15.59	10.26	6.73	15.80	16.22	12.27	3.47	11.21
报喜鸟	7.45	9.41	3.76	9.01	2.52	2.39	0.65	1.80
美尔雅	8.18	9.83	5.43	8.39	2.20	2.28	1.15	1.29
雅戈尔	16.28	17.22	7.84	16.79	0.71	0.67	0.27	0.48
大杨创世	10.48	10.98	5.22	11.34	5.10	4.60	1.65	4.30
杉杉股份	6.51	6.80	2.03	4.97	4.08	4.14	1.43	3.21
平均	12.58	12.24	5.41	11.06	4.76	4.21	1.44	3.68
凯撒股份	5.91	6.54	-	7.67	1.66	1.68	-	1.78

资料来源：Wind；上海证券研究所整理

● 业绩预测

根据目前公司发展规划，未来几年其发展重点为自营店的建设；预计随着销售网络的扩大以及自营店比重的加大，公司将可实现快速增长。我们初步预计公司 2010-2012 年归于母公司的净利润将实现年递增 47.21%、39.65% 和 37.09%，相应的稀释后每股收益为 0.80 元、1.12 元、1.54 元。

表 5 凯撒股份损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
营业收入	263.67	316.46	420.94	581.00	759.80
营业成本	149.42	171.38	218.61	284.43	358.71
销售费用	42.68	55.49	74.09	102.26	133.72
管理费用	11.80	16.01	21.05	29.05	37.99
财务费用	0.01	0.13	-10.00	-5.00	-5.00
资产减值损失	1.54	0.74	0.00	0.00	0.00
营业利润	58.22	72.70	117.20	170.26	234.37
营业外收入	0.26	5.16	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.18	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.29	77.86	117.20	170.26	234.37
所得税费用	6.59	12.96	23.44	40.86	58.59
净利润	50.71	64.89	93.76	129.40	175.78
少数股东损益	6.64	6.52	7.82	9.38	11.26
归属于母公司所有者的净利润	44.06	58.38	85.94	120.01	164.52
摊薄 EPS (元)	0.41	0.55	0.80	1.12	1.54

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

市场竞争风险

服装行业在我国是市场化程度最高、竞争最为激烈的行业，尽管公司定位高端，避免了中低端市场的价格竞争，但随着国际一线、二线品牌抢占国内市场，市场竞争更为激烈和复杂。服装款式和流行趋势随季节变化频繁，如果不能准确把握流行趋势，可能造成产品销售降低、存货增加的风险。

税收优惠风险

公司（母公司）所得税 2007 年度按经济特区税率 15% 执行，控股子公司讯盈公司作为中外合资企业享受两免三减半的企业所得税优惠政策。按照所得税法相关规定，公司（母公司）所得税 2008 年按 18% 税率执行，2009 年按 20% 税率执行，2010 年按 22% 税率执行，2011 年按 24% 税率执行，2012 年及以后年度按 25% 税率执行；控股子公司讯盈公司继续按原税收法律、行政法规及相关文件规定的优惠办法及年限享受至期满为止，2007 年度为免税期，2008 年度、2009 年度、2010 年度为减半征收期，2011 年及以后年度按 25% 税率执行。所得税税收优惠的逐年减少会对公司的净利润产生一定的影响。

销售网络建设速度加快的风险

公司计划在三年内实现“百家自营店”计划，在全国建成 300 多家销售网点。随着销售网络建设的提速，若公司不能及时有效提高自身的管理水平，使之与销售网络建设速度相适应，则面临着销售渠道

建设不能够充分提升市场竞争力，影响企业的快速和可持续发展的风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

选取 A 股上市的服装类公司作为凯撒股份的可比对象，这些可比公司 2010 年和 2011 年平均动态市盈率分别为 26.65 倍和 21.37 倍。在港股上市的、同样定位于高端女装的宝姿(0589.HK)2010 年和 2011 年动态市盈率分别为 18.14 倍和 15.33 倍。

表 6 A 股服装类上市公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
002029.SZ	七匹狼	28.93	0.54	0.72	0.92	1.18	53.49	40.14	31.30	24.53
002044.SZ	江苏三友	7.66	0.08	0.12	0.30	0.36	95.16	65.58	25.53	21.28
002154.SZ	报喜鸟	20.83	0.42	0.64	0.84	1.09	49.09	32.62	24.73	19.13
002239.SZ	金飞达	10.07	0.25	0.14	0.22	0.27	40.22	69.93	45.75	36.98
002269.SZ	美邦服饰	18.59	0.58	0.60	0.74	0.98	31.80	30.92	25.03	18.93
600177.SH	雅戈尔	11.09	0.71	1.47	1.00	1.15	15.60	7.57	11.14	9.67
600233.SH	大杨创世	12.79	0.32	0.67	0.55	0.67	39.46	19.00	23.05	19.04
平均值			0.42	0.62	0.65	0.81	46.40	37.96	26.65	21.37

数据来源：Wind 资讯；股价以 5 月 18 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比公司、最近上市的中小板股票估值以及公司未来成长性，我们认为给予凯撒股份公司 2010 年 30-35 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 24.00—28.00 元。近期上市的 10 只中小板股票首日平均涨幅为 12.54%，我们建议选取 15% 的折价询价，询价区间对应为 20.40-24.48 元，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 37.09 倍-44.51 倍。

表 7 最近上市（中小板）股票（10 只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)			市盈率(倍)			首发 PE	首日涨幅%	累计涨幅%
			2009A	2010E	2011E	2009	2010E	2011E			
002399.SZ	海普瑞	135.99	2.02	3.19	4.42	67.25	42.64	30.76	73.27	18.36%	-8.11%
002400.SZ	省广股份	35.81	0.65	0.90	1.18	55.35	39.97	30.30	62.99	10.43%	-10.03%
002401.SZ	交技发展	36.10	0.51	0.62	0.78	70.67	58.04	46.48	52.80	70.45%	36.74%
002402.SZ	和而泰	34.88	0.55	0.79	1.08	63.75	44.03	32.43	77.78	34.66%	-0.34%

002403.SZ	爱仕达	16.32	0.35	0.51	0.74	46.72	31.78	21.91	56.97	0.05%	-13.19%
002404.SZ	嘉欣丝绸	18.88	0.48	0.57	0.82	39.27	33.02	23.04	47.83	-1.91%	-14.18%
002405.SZ	四维图新	28.77	0.34	0.46	0.65	84.54	62.72	44.43	80.00	12.38%	12.38%
002406.SZ	远东传动	24.89	0.70	0.83	1.05	35.63	29.82	23.73	42.22	-6.43%	-6.43%
002407.SZ	多氟多	37.41	0.73	1.06	1.39	51.41	35.20	26.87	59.68	-5.03%	-5.03%
002408.SZ	齐翔腾达	26.70	0.67	0.92	1.11	39.94	29.00	24.03	43.10	-7.55%	-7.55%
平均值		0.70	0.99	1.32	55.45	40.62	30.40	59.66	12.54%	-1.57%	

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理; 股价以 5 月 18 日收盘价计

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。