

2010年05月19日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 17-18 元

定位高端的品牌服装企业

——凯撒股份(002425)新股研究

核心观点

1. 主营业务

公司产品主要为女装、男装、皮类产品。至 2009 年底, 公司在全国的零售网络终端达 253 家。

2. 竞争优势

高端品牌优势——公司定位高端, 是十多年来定位高端而仍能保持旺盛生命力的国内少数服装企业之一; 营销渠道优势——公司采用垂直化管理模式, 具有良好的中央控制力, 控制涵盖设计、采购、生产、配送、销售、信息反馈在内的整个运营过程。公司具有较强的渠道复制能力, 公司已在全国 30 个省、直辖市、自治区 100 多个城市设立营销网点 253 家; 研发优势——公司拥有一支 50 多人的专业设计队伍, 具有丰富的设计经验。

3. 主要风险

市场竞争风险——服装行业竞争激烈, 流行趋势变化快。公司定位高端, 受季节性、流行趋势变化影响较大, 如果没有把握流行趋势, 可能造成产品销售降低、存货增加的风险; 存货风险——公司高端品牌定位, 采取了高售价、高毛利、稳定价格的营销方式, 销售特点为多款少量, 随着自营店增加, 公司将主动增加库存商品满足自营店销售, 将可能带来存货周转率下降的风险。

4. 业绩预测

预期公司 2010-2011 年每股收益 0.71-0.9 元。

5. 询价建议

按 2010 年 25 倍 PE, 合理估值区间 17-18 元。

基础数据

总股本(万股)	8000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	3.37
每股净资产(元)	3.12
建议询价区间(元)	17-18

财务数据与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	263.7	316.5	395.6	494.5
同比增速(%)	17.9	20	25	25
净利润(百万)	44.1	58.4	75.5	96.2
同比增速(%)	0.8	32.5	29.3	27.5
EPS(元)	0.41	0.55	0.71	0.9

研究员: 夏茂胜

电话: 010-84183362

Email: xiamasheng@guodu.com

执业证书编号: S0940205110079

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1. 本次发行基本情况

表 1: 公司 IPO 发行基本参数

公司名称	凯撒（中国）股份有限公司
公司简称	凯撒股份
发行地	深圳证券交易所
网上申购日期	2010 年 5 月 26 日
股票代码	002425
发行股数	2700 万股
发行方式	网下累计投标询价发行与网上资金申购
发行后总股本	10700 万股
发行后摊薄每股收益（2009 年）	0.55 元

资料来源：招股说明书

2. 公司股东及锁定期安排

公司实际控制人为郑合明、陈玉琴夫妇。郑合明、陈玉琴夫妇通过间接持股控制了发行人 97% 股权，本次发行后持有发行人 72.52% 股权。

表 2: 本次发行前后股本变动

项目	股东名称	发行前股权结构		发行后股权结构	
		股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
限售股份	凯撒集团（香港）	5440	68.0%	5440	50.8%
	志凯公司	2320	29.0%	2320	21.7%
	伯杰投资	160	2.0%	160	1.5%
	超艺螺丝工业	40	0.5%	40	0.4%
	集华贸易公司	40	0.5%	40	0.4%
本次发行				2700	25.2%
总计		8000	100.0%	10700	100.0%

资料来源：招股说明书

3. 公司经营情况

3.1 主营业务

公司产品主要为女装、男装、皮类产品。至 2009 年底，公司在全国的零售网络终端达 253 家。

3.2 主要财务指标

表 3: 公司主要财务指标

项目	2009	2008	2007
流动比率	4.51	2.98	5.22
速动比率	2.73	1.88	2.3
应收账款周转率（次）	7.16	5.82	7.04
存货周转率（次）	1.76	1.66	1.57
资产负债率（%）	35.2	43.1	24.2
每股收益（发行后股本，元）	0.55	0.41	0.41

资料来源：招股说明书

表 4：“凯撒股份”分产品毛利率

	2009	2008	2007
女装	46.71%	41.94%	33.26%
男装	48.61%	44.18%	36.77%
皮革	41.26%	31.21%	23.02%
其他	42.36%	34.54%	21.89%
全部合计	45.66%	40.47%	32.57%

资料来源：招股说明书

3.2 募资资金投向

表 5：募集资金投向

项目	投资总额 (万元)	建设期 (年)	预期销售收入 (万元/年)	预期净利润 (万元/年)
1 营销网络建设项目	16373	1	11500	3337
2 女装生产线及产品研发中心项目	8600	1.5	13800	2056
合计	24973			

资料来源：招股说明书

4. 竞争优势

4.1 高端品牌优势

公司定位高端，是十多年来定位高端而仍能保持旺盛生命力的国内少数服装企业之一。

4.2 营销渠道优势

公司采用垂直化管理模式，具有良好的中央控制力，控制涵盖设计、采购、生产、配送、销售、信息反馈在内的整个运营过程。公司具有较强的渠道复制能力，公司已在全国 30 个省、直辖市、自治区 100 多个城市设立营销网点 253 家。

4.3 研发优势

公司拥有一支 50 多人的专业设计队伍，具有丰富的设计经验。公司建立了超前的研发机制，将研发设计环节向采购环节延伸。公司根据流行趋势每年至少推出一个与众不同的设计概念，并在产品、广告、陈列、服务等方面进行全面推广。

5. 风险

5.1 市场竞争风险

服装行业竞争激烈，流行趋势变化快。公司定位高端，受季节性、流行趋势变化影响较大，如果没有把握流行趋势，可能造成产品销售降低、存货增加的风险。

5.2 存货风险

公司高端品牌定位，采取了高售价、高毛利、稳定价格的营销方式，销售特点为多款少量，随着自营店增加，公司将主动增加库存商品满足自营店销售，将可能带来存货周转率下降的风险。

6. 业绩预测

公司募资项目见效较快，将促进公司业务规模在未来保持合理增长。预期公司 2010-2011 年每股收益 0.71-0.9 元。

表 6：“凯撒股份” 2010-2011 年业绩预测（万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	26366.5	31645.6	39557.1	49446.3
营业成本	14941.6	17137.8	21422.3	26777.9
销售费用	4268.5	5549.4	6659.3	7991.1
管理费用	1179.9	1600.9	2001.1	2501.4
财务费用	0.6	13.1	13.1	13.1
资产减值损失	154.4	74.1	96.4	125.3
营业利润	5821.5	7270.4	9365.0	12037.6
加：营业外收入	26.0	515.5	567.1	623.8
减：营业外支出	118.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	5729.4	7785.9	9932.0	12661.4
减：所得税	658.7	1296.4	1986.4	2532.3
净利润	5070.7	6489.5	7945.6	10129.1
减：少数股东损益	664.3	651.5	397.3	506.5
归属所有者净利	4406.4	5837.9	7548.3	9622.6
每股收益	0.41	0.55	0.71	0.90

资料来源：招股说明书

7. 估值分析

按 2010 年 25 倍 PE，合理估值区间 17-18 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			