

新股簡介

中國服飾控股有限公司 (01146)

2011年11月29日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	691,560,000
配售部分	622,404,000
(約占發售股份比例)	90%
公開發售部分	69,156,000
(約占發售股份比例)	10%
發售價格：	1.64
每手股數：	2000
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	瑞士銀行

事項	日期
公開招股時間	11月29日-12月02日
預計定價日	NA
公佈申請結果	12月08日
掛牌交易	12月09日

回撥機制

超額倍數	公開招股占總招股
15-50倍	30%
50-100倍	40%
100倍以上	50%

集資用途 (假設以中位數發售)

集資用途	投入資金 (百分比)
授權或收購其他國際知名品牌	44.0%
擴充及提升現有物流系統	25.0%
償還股東貸款	21.0%
一般運營資金	10.0%

投資要點

- 公司從事設計、生產、營銷及銷售中高端男士便服，旗下特許經營4個品牌和2個自有品牌。2011年9月底共擁有416家自營零售點及590家第三方零售點。
- **經營行業：**2010年男士便服市場規模達到2646億元，中高端男士便服市場佔中國男士便服市場總額9.5%，05-10年中高端市場複合增長率達到19.5%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長：**未來隨著可支配收入提高、知名品牌意識提高及分銷網絡的完善，預估10-15年中高端男士便服市場複合增長率為15.2%。旗下特許經營品牌JEEP及SBPRC是中國前十大中高端男士便服品牌將會受益於行業增長及品牌優勢；(2) **繼續擴大銷售網點：**2010年單位自營門店收益為92.7萬元，對比單位第三方零售點收益為68.5萬元，上市集資將繼續擴大自營及第三方銷售網絡24%，提高產品銷量；(3) **第三方銷售網點盈利：**單位第三方銷售網點收益為115.8萬元，第三方零售商提貨價格是零售價格的59%，因此單位門店經銷商收益為47.3萬元，對經銷商有一定吸引力；(4) **外判生產成本：**公司79%產品由第三方製造商生產，單位生產成本為83元/件，比內部生產成本低10元/件，外判生產成本有利於單位成本下降。
- **估值：**公司預估2011年公司盈利將不少於到4.06億元人民幣（約HK\$4.98億元），同比增長54%，按照招股價HK\$1.64（市值為HK\$56.19億元），對應2011年市盈率為11.3x。目前公司估值與行業持平，基於行業增長速度、公司經營品牌、銷售點擴展速度及成本控制能力提高，予以**謹慎認購評級**。

風險

- 主要收益來自特許經銷品牌，中斷特許品牌經營權將導致重大盈利虧損。
- 經營品牌形象、聲譽及業務受到第三方製造商的不利影響。

營業紀錄

年度(人民幣百萬元)	2008年	2009年	2010年	2011上半年
收益	505.9	648.9	910.0	542.1
毛利	355.7	458.3	649.3	409.2
經營盈利	118.4	198.6	369.5	243.4
淨利潤	90.8	148.3	263.9	179.1

同業對比

股份名稱	股價	當前市淨率	2010年市盈率	2011年預測市盈率	市值 (億港元)
中國服飾 (1146.HK)	1.64	3.6	17.5x	11.3x	56.19
利邦 (891.HK)	5.56	3.0	18.1x	14.1x	94.41

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年11月29日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

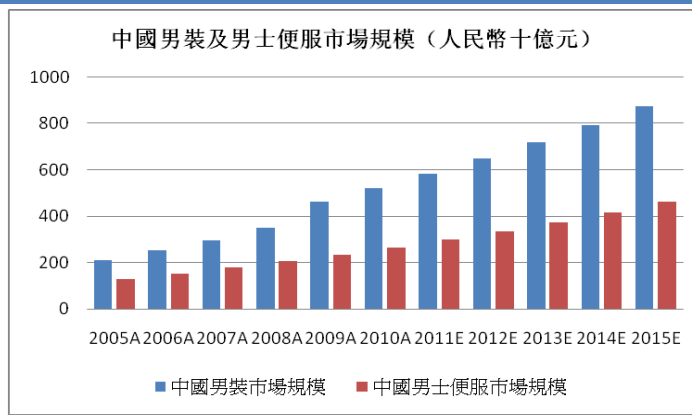
公司簡介

公司主要從事服裝設計、生產、營銷及銷售中高端男士便服，旗下包括特許經營 4 個品牌 JEEP、SBPRC、Sideout 及 Hallmark，和 2 個自有品牌倫敦霧及德瑞特。截至 2011 年 9 月底，公司共擁有 416 家自營零售點及 590 家第三方零售點。

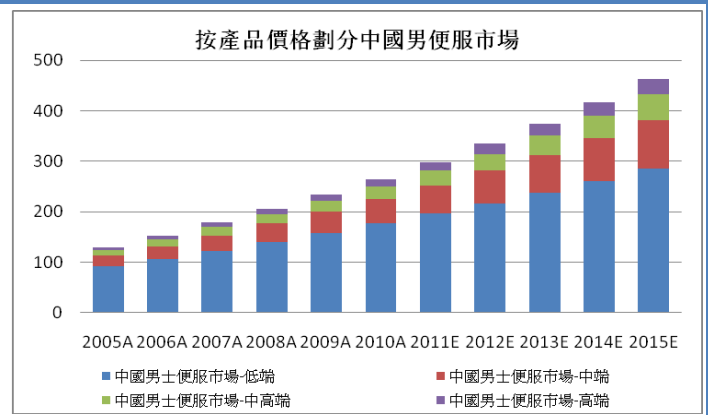
行業概覽

中國經濟強勁發展、人均消費水平提高拉動消費品市場迅速發展，2005-2010 年消費品零售總額複合增長率達到 18.5%，根據 Euromonitor 統計，2010 年中國男裝市場規模達到 5192 億元，05-10 年複合增長率達到 19.7%，其中 2010 年男士便服市場規模達到 2646 億元，佔中國男裝市場 51%，05-10 年複合增長率達到 15.4%。按銷售價格將該市場劃分成為高端、中高端、中端及低端市場，2010 年中高端男士便服市場規模達到 251.4 億人民幣，佔中國男士便服市場總額 9.5%，05-10 年中高端市場複合增長率達到 19.5%。未來隨著可支配收入提高、對國內外知名品牌意識提高及主要城市分銷網絡的完善，到 2015 年中高端男士便服市場規模將達到 509 億元，複合增長率為 15.2%。

圖：2005-2015 年中國男裝及男士便服市場規模

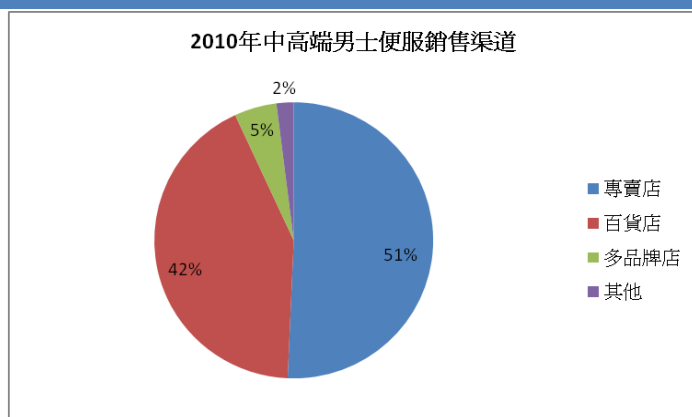


圖：2005-2015 年按產品價格劃分中國男士便服市場

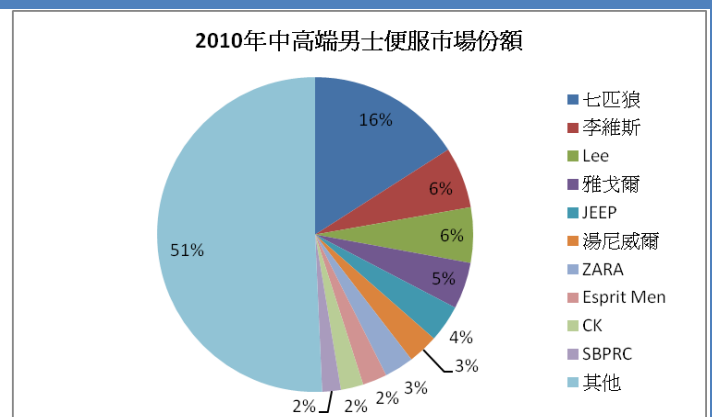


專賣店及百貨店是中高端男士便服的主要銷售渠道，2010 年佔銷售總額的 93.1%，根據 Euromonitor 資料，2010 年十大品牌佔中國中高端男士便服市場總零售額的 49.4%，公司旗下特權經營品牌 JEEP、SBPRC 佔市場份額的 3.8%及 1.9%，排名第五及第十。

圖：2010 年中高端男士便服銷售渠道佔比



圖：2010 年中高端男士便服市場份額

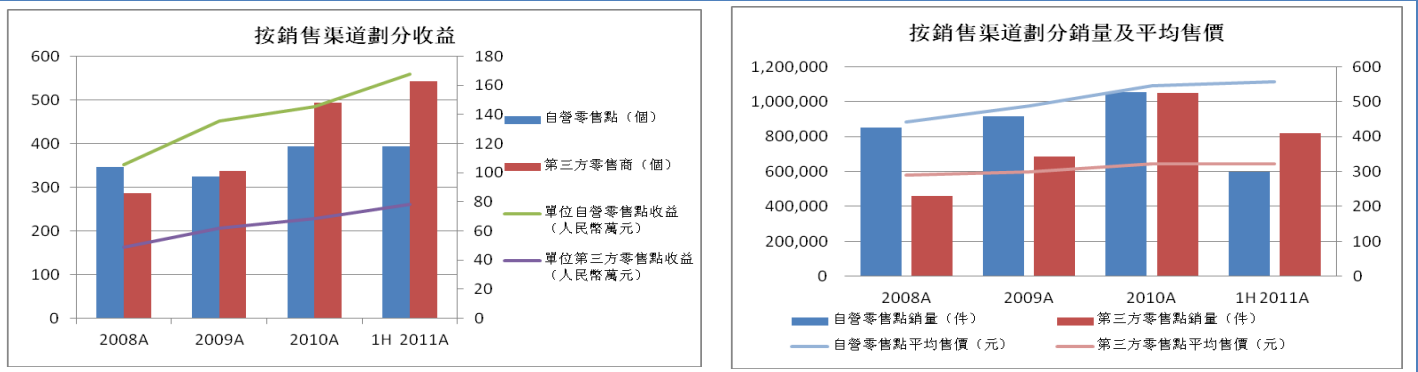


本報告中的信息均來源於已公開的資料，我公司在這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

公司的盈利模式：

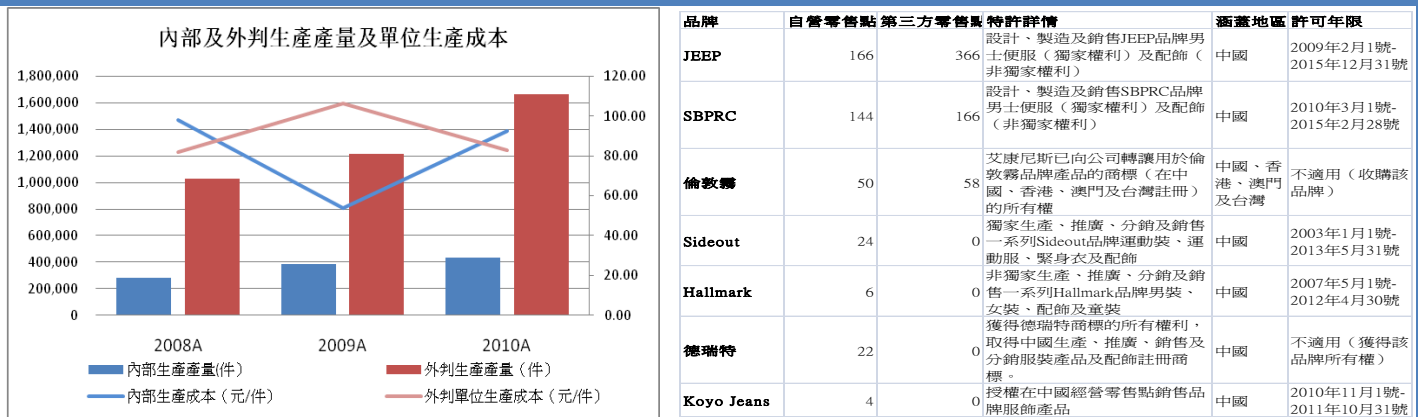
- 主營業務收益：**公司依靠特許品牌 JEEP、SBPRC、Sideout、Hallmark 及 Koyo Jeans，和自營品牌倫敦霧及德瑞特，設計、生產及銷售中高端男士便服，截至 2011 年 9 月底，公司共擁有 416 家自營零售點及 590 家第三方零售點，其收入分別佔總收益之 60.9% 及 39.1%。

圖：2008-2011 年按銷售渠道劃分零售點及單位零售點收益 圖：2008-2011 年按銷售渠道劃分銷量及平均售價



- 品牌管理：**公司旗下擁有特許品牌 JEEP、SBPRC、Sideout、Hallmark 及 Koyo Jeans，和收購品牌倫敦霧及自營品牌德瑞特。08-10 年 JEEP 及 SBPRC 品牌產品合併銷售額分別佔總收益的 92.8%、95% 及 93.1%。公司在中國就特許經營品牌簽署合作協議，並根據特許協議支付授權品牌一定比例之特許費用。
- 自營店及第三方零售點：**截至 2011 年 9 月底，公司共擁有 416 家自營零售點及 590 家第三方零售點，其收入分別佔總收益之 60.9% 及 39.1%。公司通過每半年一次品牌訂貨會推薦給第三方零售商，第三方零售商提貨價格是自營店零售價格的 5.7-6.5 折，並要求第三方零售商根據標準零售價格銷售旗下品牌產品。2010 年單位第三方零售點銷售量為 2125 件，若按照標準零售價格單位，單位第三方零售點收益為 116 萬元，第三方零售商收益為 46 萬元。

圖：2008-2010 年內部及外判生產產量及單位生產成本 圖：公司旗下特許經營品牌及許可證年限



- 生產模式：**為降低生產成本，公司將大部分生產外判於第三方製造商，2010 年第三方製造商生產產量佔公司總產品產量的 79%。08-10 年共聘請 73、77 及 82 家第三方製造商。根據招股書資料，08-10 年外判單位生產成本分別為 82 元/件、106 元/件及 83 元/件，分別比內部生產成本低 16 元/件、-53 元/件及 10 元/件。在正常經濟狀況下，外判生產成本低於內部生產成本。
- 主要客戶：**公司主要收益來自於自營零售點銷售，08-10 年自營店銷售額佔總收益的

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

72.4%、67.8%及62.9%。公司客戶分散，前五大客戶來自第三零售商之銷售金額分別佔總收益之6.4%、6.7%及5.9%。

認購建議：

- 行業增長及市場佔有率：**未來隨著可支配收入提高、對國內外知名品牌意識提高及主要城市分銷網絡的完善，根據Euromonitor 預估到2015年中高端男士便服市場規模將達到509億元，複合增長率為15.2%。公司旗下特許經營品牌JEEP及SBPRC是中國前十大中高端男士便服品牌，市場佔有率分別為3.8%及1.9%，將會受益於行業增長及品牌優勢。
- 繼續擴大銷售網點：**截至2010年底，公司共擁有886個銷售網點，其中自營零售點393家，第三方零售點493家。2010年單位自營門店收益為145.6萬元，單位自營門店成本為52.9萬元，單位自營門店收益為92.7萬元，對比單位第三方零售點收益為68.5萬元。自營門店收益高於第三方零售點。08-10年公司銷售網絡複合增長率為18.3%，單位門店銷售複合增長率為15.8%。上市集資將繼續擴大自營及第三方銷售網絡至1100家，增長率為24%，提高產品銷量。
- 第三方銷售網點盈利：**2010年單位第三方零售點銷售2125件產品，按照市場銷售均價545元/件，預估單位第三方銷售網點收益為115.8萬元，第三方零售商提貨價格是自營店零售價格的59%，因此預估單位門店經銷商收益為47.3萬元，該收益對經銷商有一定吸引力。
- 外判生產成本：**公司將大部分生產外判於第三方製造商，2010年第三方製造商生產產量佔公司總產品產量的79%。根據招股書資料，08-10年外判單位生產成本分別為82元/件、106元/件及83元/件，分別比內部生產成本低16元/件、-53元/件及10元/件。在正常經濟狀況下，外判生產成本有利於單位成本下降。

估值：

公司預估2011年公司盈利將不少於到4.06億元人民幣（約HK\$4.98億元），同比增長54%，按照招股價HK\$1.64（市值為HK\$56.19億元），對應2011市盈率為11.3x。目前公司估值與行業持平，基於行業增長速度、公司經營品牌、銷售點擴展速度及成本控制能力提高，予以**謹慎認購評級**。

同行對比：

公司名稱	股票代碼	現價 (HKD)	市值 (百萬港元)	P/E(x)		P/B 2010
				2010A	2011E	
中國服飾	1146 HK Equity	1.65	5,619	17.5	11.3	3.6
中國利郎	1234 HK Equity	6.65	7,985	11.0	9.2	3.4
利邦控股	891 HK Equity	5.56	9,441	18.1	14.1	3.0
七匹狼	002029 CH Equity	38	10,750	27.1	20.7	5.8
雅戈爾	600177 CH Equity	10.78	24,003	9.3	6.9	1.9
平均				16.6	12.4	3.6

綜合盈利表：

(人民幣百萬元)	2008A	2009A	2010A	1H 2010A	1H 2011A
收益	505.9	648.9	910.0	398.4	542.1
銷售成本	(150.2)	(190.6)	(215.7)	(88.2)	(132.9)
毛利	355.7	458.3	694.3	310.2	409.2
毛利率	70.3%	70.6%	76.3%	77.9%	75.5%
其他收入及收益，淨額	10.2	14.4	15.2	7.9	18.1
銷售及分銷成本	(198.6)	(230.1)	(284.8)	(127.8)	(156.4)
行政開支	(46.9)	(40.7)	(43.4)	(22.1)	(13.3)
其他開支	(2.0)	(3.3)	(11.8)	(9.7)	(14.2)
經營盈利	118.4	198.6	369.5	158.5	243.4
經營利潤率	23.4%	30.6%	40.6%	39.8%	44.9%
財務收入	1.5	3.2	5.8	1.9	4.9
融資成本	(0.1)				
除稅前盈利	119.8	201.8	375.3	160.4	248.3
所得稅開支	(29.0)	(53.5)	(111.4)	(49.3)	(69.2)
年內盈利	90.8	148.3	263.9	111.1	179.1
淨利潤率	17.9%	22.9%	29.0%	27.9%	33.0%
以下認識應佔：					
本公司擁有人	80.5	150.2	262.6	110.4	178.2
非控股權益	10.3	(1.9)	1.3	0.7	0.9
	90.8	148.3	263.9	111.1	179.1

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。