



分析师

张新红

电话: 010-62294477

Email: zhangxinhong@hysec.com

瑞贝卡 (600439)
增持(首次)

纺织/深度研究

瑞贝卡: 09 年产能释放、增长可期

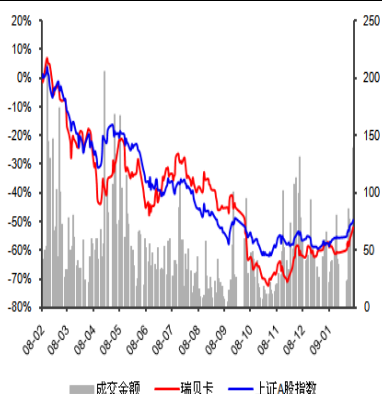
主要数据:

当前收盘价(元)	11.57
一年目标价(元)	14.74
预期收益率	27.38%
评级	增持

交易数据

A 股流通市值(亿元)	54.87
总市值(亿元)	54.87
A 股流通股本(万股)	47422.50
总股本(万股)	47422.50

市场表现



相关研究:

《报喜鸟(002154): 内外兼修保证未来业绩快速增长》

— 2008 年 11 月 10 日

《七匹狼: 经历高速增长后精细化发展成为主题》

— 2008 年 11 月 10 日

《在宏观经济环境的动荡中寻找投资契机》

—2008 年 12 月 1 日

► 行业背景。发制品消费在欧美国家已发展较为成熟，在亚非等国家则刚刚兴起。发制品作为女性时尚消费品，全世界以年超过 20% 的速度增长。受金融危机影响，我们认为 08 年、09 年欧美传统发制品消费国将出现负增长。非洲市场由于大量黑人女性的消费兴起，是发制品行业增长最快、消费刚性最大的市场。中国是世界最大的发制品出口国同时也是未来发制品消费的潜力大国。瑞贝卡是全球最大的发制品生产商，伴随着不同市场的发展阶段，公司 09 年市场重心由欧美转向非洲和国内，公司的销售策略调整能够保证公司拥有持续增长的空间。

► 09 年、10 年公司业绩增长预计超过 30%。08 年公司营业收入增长约为 2%，净利润增长 15-17%，相比 07 年 86.5% 的增速有较大幅放缓。我们认为公司 08 年的业绩增长速度将成为公司之前和之后的 V 型拐点，原因是 08 年欧美市场受到较大的冲击。而公司 08 年在建项目产能尚未释放，国内营销网络还没有能力贡献业绩，导致 08 成为公司业绩增长的低点。09 年和 10 年，公司的产品调整将基本完成，公司业绩增长速度保守估计将超过 30%，2011-2014 年，伴随着欧美市场的复苏和国内市场的成熟，公司仍能够保持净利润 20% 左右的增长。

► 给予公司“增持”评级。预测公司 09、10 年 EPS0.67 元、0.87 元。由于公司目前还是一个生产型企业，其转变为品牌消费类企业尚需一定的时间，因此根据公司净利润增长率给予 09 年 22 倍 PE，对应 09 年股价 14.74 元，市场对于 08 年公司业绩增速放缓已经充分调整，给予“增持”评级。

单位: 万元	2008E	2009E	2010E
营业收入	138,936	162,915	206,646
yoy	2.17%	17.26%	26.84%
净利润	21,908	31,768	41,428
yoy	14.60%	45.00%	30.41%
毛利率	27.77%	30.65%	31.25%
净利率	15.77%	19.50%	20.05%
EPS	0.46	0.67	0.87
PE	25.0	17.3	13.2

目录

1 引言.....	3
1.1 发制品的产品种类、消费特性.....	3
1.2 假发的市场空间	4
1.3 目前全球发制品市场格局.....	5
2 瑞贝卡地位稳固、策略灵活	6
2.1 瑞贝卡假发龙头的地位稳固	6
2.2 未来公司的发展方向-经过调整天地更加广阔	6
2.3 公司的经营结构与物流结构.....	7
3 公司重点销售区域介绍	8
3.1 美国市场.....	8
3.2 非洲市场.....	8
3.3 中国市场.....	9
4 公司的业务分析.....	10
4.1 公司的成长能力：09 年、10 年业绩快速增长	10
4.2 盈利能力逐步提高	11
4.3 公司财务状况分析	12
5 盈利预测与估值.....	13
5.1 收入及盈利预测	13
5.2 绝对估值	14
5.3 相对估值	14

1 引言

08 年公司受到欧美金融危机的影响业绩低于原定目标，但是由于公司加速产品和市场调整，在经历增速低谷后非洲市场将成为公司 09-10 年业绩增长引擎，非洲市场庞大的黑人女性消费群及国内发制品消费潮流的趋势，使我们对公司的持续增长充满信心。08 年公司实现销售收入增长约 2%，净利润增长 15-17%，增速同比 07 年 86.5% 有较大幅度放缓。09 年和 10 年，公司的产品结构调整将基本完成，产能较为集中释放，业绩增速将保持在 30% 以上。09 年公司业绩增长乐观估计近 45%，保守估计大约为 30%。其业绩增长支撑包括：抚顺 1000 吨化纤发丝可节省成本 3000 元，500 万条化纤发条和 200 万套女装假发的产能扩大项目增加净利润 4500 万元，非洲化纤大辫项目可生产 1100 万条大辫，增利 3500 万元。欧美市场由于消费萎缩，我们估计净利润贡献将减少 2000 万元。2011-2014 年，伴随着欧美市场的复苏和国内市场的成熟，公司仍能够保持 20% 左右的增长。

1.1 发制品的产品种类、消费特性

发制品的消费群体大致分为 3 类：（1）时尚人群。（2）生理或病理消费人群。（3）特殊人群，如律师和演员等。发制品的种类主要分为发条和假发两种，从材质上分主要有化纤发和人发两种。发条主要通过美发沙龙用于消费者发型的改变，是头发局部美容的工具，而假发产品则主要是直接面向终端消费者，可以彻底改变头发的款式和颜色等。假发的制作工艺更为复杂，价格高于发条。发条的使用周期大约为 15-30 天，假发的使用周期按照发丝材料不同而有差别，一般使用寿命在大约 1-3 年。

表 1：发制品分类

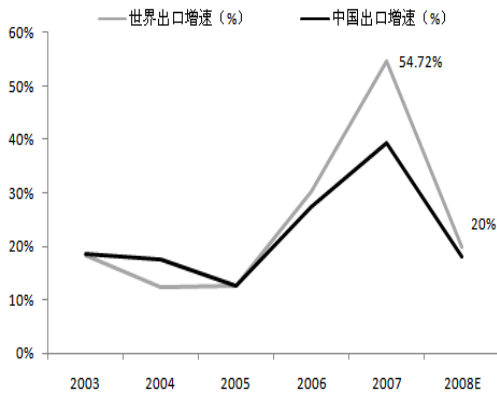
按照假发发丝原材料划分（档次由上至下逐渐降低）					
	产地	价格（元）	原材料	寿命（年）	特性
真人丝	中国	千元以上	人发	1-3	逼真、可造型染色、可多次水洗
卡尼卡伦	日本	200-500	特种化纤	1	幼细顺滑，效果飘逸，寿命长，定型能力略逊
马伦丝	韩国	200-501	特种化纤	1	粗而韧，比较顺滑，使用寿命较长
化纤丝	日丝	100-200	聚酯	0.5	发丝较细，使用寿命略短，不宜打理
韩丝	韩国	100-200	聚酯	0.5	有闪光，效果略假，不宜打理，
pp 丝	低档	100 以下	PVC 聚酯	小于 0.5	寿命短、效果差、难打理
按照假发形态及使用方法划分					
	消费群体		寿命（年）		
发条	工艺发条	欧美黑人女性	1-1.5 个月		
	化纤发条	非洲黑人女性	0.5-1 月		
假发	人发假发	欧美白人女性及部分黑人	1-3 年		
	化纤假发	欧、美、非的黑人女性	0.5-1 年		

数据来源：宏源证券

1.3 假发的市场空间

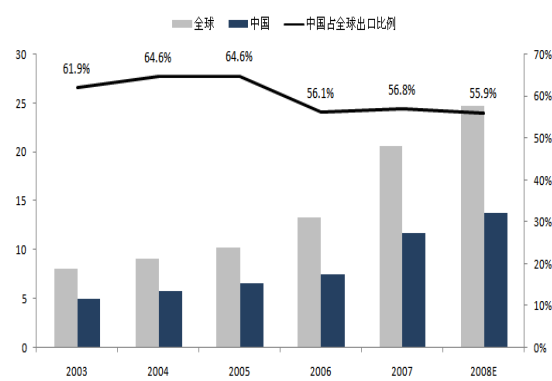
人们对自己形象日益重视，但是传统美发对头发造成伤害并且效果不确定，假发很好的解决了两者的矛盾，假发的兴起是时尚潮流的必然趋势。目前，全世界发制品消费年增长率大约在 20% 左右，中国是全世界假发的生产中心，每年发制品出口额占全世界出口额的 55%-60%。

图 1：03-08 年全球假发出口增长率（%）



数据来源：中国发制品商会、宏源证券

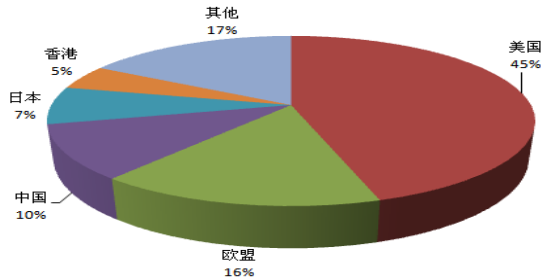
图 2：发制品出口金额（亿美元）及占比



数据来源：中国发制品商会、宏源证券

最大假发消费市场是美国和欧洲，两者每年进口的发制品金额占到全球的 60%。亚洲国家韩国、日本、新加坡等成为假发消费的后续力量。而随着消费能力的提高，非洲成为增长速度最快的假发消费市场。我国每年也有 0.85 亿美元的发制品进口，但多是人发原材料和化纤发丝原材料，并不是发制品的终端消费国。

图 3：03-08 年全球主要假发进口国占比

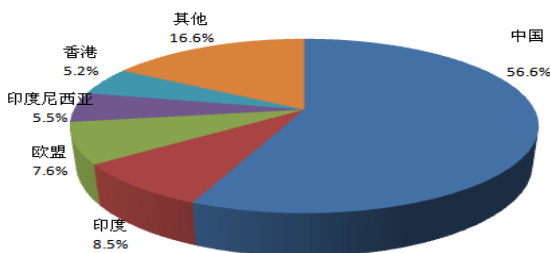


数据来源：中国发制品商会、宏源证券

1.4 目前全球发制品市场格局

发制品行业发展历史悠久，欧洲为全球发制品加工业发源地；我国从 20 世纪 30 年底开始发制品生产，后由于战争等原因由内地转向香港，60 年代韩国、日本发制品也逐渐兴起并取代欧洲成为世界发制品生产加工中心。由于人力成本、人发资源等的因素制约，韩国、日本的中低端发制品产业近年来逐步转向中国大陆，河南许昌成为世界最大的发制品生产基地。目前人发制品生产区域集中在中国大陆和印度、印度尼西亚，化纤发制品生产区域集中在日本和韩国。

图 4：03-08 年全球主要假发出口国出口金额占比



数据来源：中国发制品商会、宏源证券

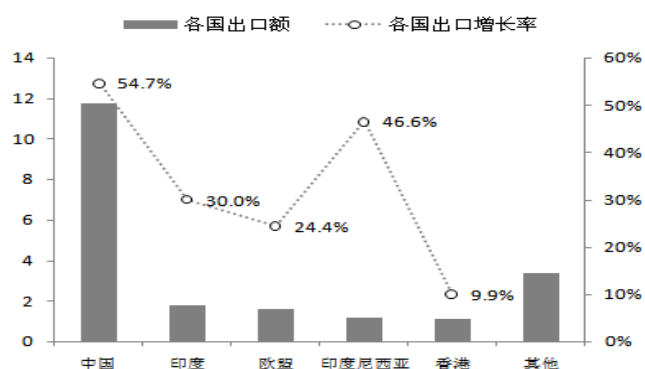
由于头发构造的特殊性，一项假发的制成需要生产工序几十到上百道工序，一项高档假发需手工植入6-10万根头发，工艺非常复杂繁琐，对人力的要求远远大于服装行业。中国众多的人口和较低的城镇化率保证有大量低廉的劳动力存在。中国发制品行业最大竞争国家日本和韩国其人力成本分别是中国的30倍和10倍，其在全球发制品行业的比较优势逐渐丧失，其发制品行业的规模也逐渐萎缩。因此我们认为，中国在未来10年内仍将是发制品生产和出口的主要区域。

表2：代表国家人均工资水平

国家	人均工资收入（万美元/年）
美国	3.76
日本	3.45
香港	2.54
韩国	1.2
中国	0.11
印度	0.053
尼日利亚	0.032

近年来，中国发制品行业面临印度、印度尼西亚等国家的挑战。2007年，两国出口增幅分别达到30%和46.6%，中国增幅为39.3%。尤其是印度的发制品出口5年间增长了2倍，在全球发制品出口额中所占比例达到近10%。由于印度同中国相比同样具有人力成本优势和原材料优势，印度的发制品行业成长迅速，但是短期内规模难以与中国抗衡。

图5：世界主要发制品国出口额（亿美元）及占比



数据来源：中国发制品商会、宏源证券整理

国内市场竞争日趋激烈。随着人们对于发制品消费的接受以及这一行业市场潜力逐步认识，国内市场的竞争将有所加剧。我国发制品生产企业数量增长较快，2007年发制品的出口企业共有1946家，同比增长20.57%。2008年1-9月发制品的出口企业1721家，同比增长7.9%。虽然瑞贝卡目前遥遥领先，其08年出口创汇额1.8亿美元占全国的14%，远远超过第二名许昌正龙4000万美元的出口额，尚没有一家企业可与其相提并论。但是由于发制品行业蕴含的巨大商机，不排除会有经营策略灵活、市场开拓能力较强的企业顺势脱颖而出。这部分企业将在发制品的中低端市场与公司展开市场争夺。

表3：2007年我国发制品企业分布

出口金额	企业数量（家）	出口金额	占出口比例
1000万	17	5.65	48.15%
500万—1000万	28	1.96	16.70%
100万—500万	146	3.13	26.66%
50万—100万	71	0.51	4.34%
50万以下	1684	0.49	4.14%

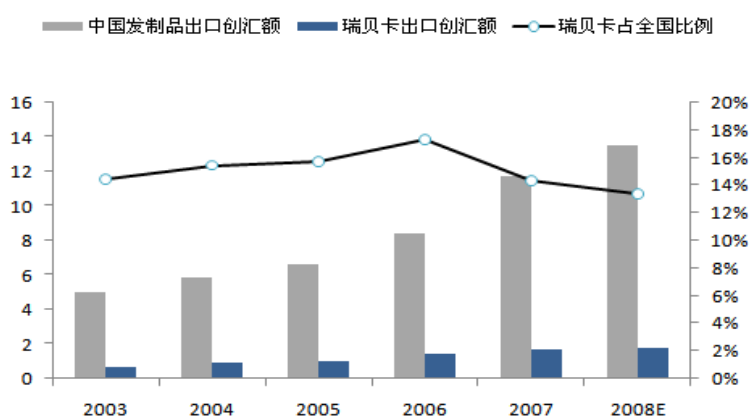
数据来源：中国发制品商会

2 瑞贝卡龙头地位稳固、经营策略灵活

2.1 瑞贝卡假发龙头的地位稳固

许昌是我国乃至全世界最大的人发集散地，这一行业特殊地位是因为其特殊的历史原因造成。许昌几百年的人发集散地的历史带动当地大量人员从事该行业。在许昌附近地区，约有 7-8 万人以收集和整理人发作为职业，每年有大量人员遍布到全全国各地收集人发。此外，由于国内原材料的日益稀缺，公司人发原材料大约有 50% 来自印度，50% 来自国内。我们认为公司对于人发原材料的采购能力将保证公司在高端市场的垄断地位。

图 6：瑞贝卡和全国的出口创汇额（亿美元）及占比

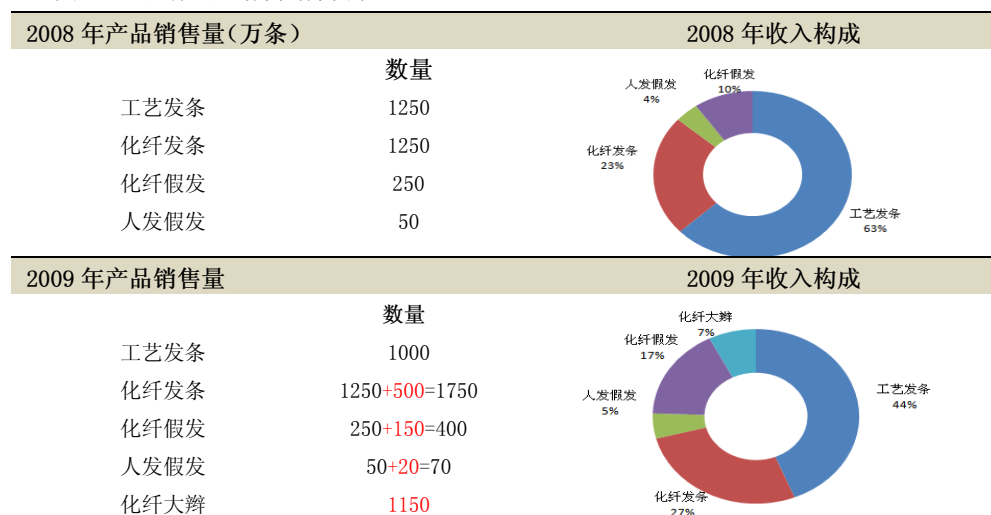


数据来源：Wind、宏源证券

2.2 未来公司的发展方向-经过调整天地更加广阔

(1) 产品结构调整。公司的产品结构目前包括，工艺发条（人发发条）、化纤发条、化纤假发、女装假发（人发假发），其中工艺发条占销售收入的 65%。为顺应发制品市场的发展趋势，更多地获得产业链附加值，公司积极进行产品结构调整：加大化纤发的份额，加大成品假发的份额，09 年公司的化纤发条将达到 1800 万条。此外公司在非洲的 2500 万条两条化纤大辫的项目也将在 2009 年下半年投产，09、10 年可达到销售量 1150 万条、2500 万条。女装假发 09 年将在 08 年 300 万条的基础上再增加 200 万条，总量达到 500 万条。

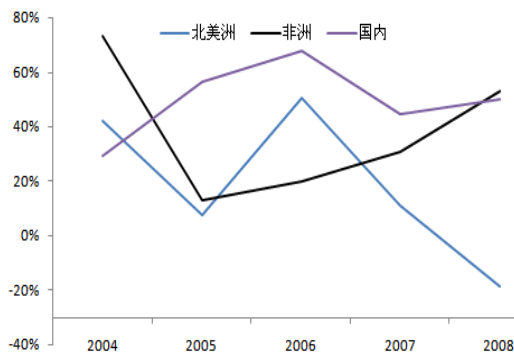
图 7：公司产品结构结构调整



(2) 出口市场结构调整。公司长期以来致力于非洲市场和国内市场的开拓。欧美的市场份额逐步下降。

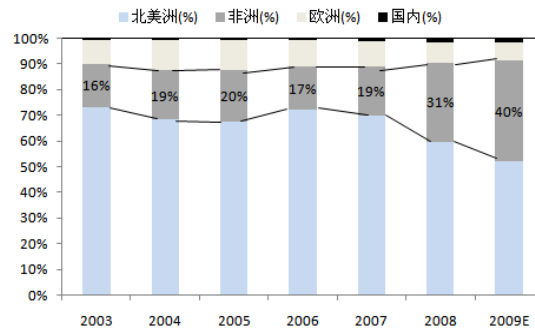
09 年非洲市场的销售份额将达到 40%，此外由于国内从 2007 年开始开拓的销售终端建设，部分的店面已经开始产生利润，国内的收入占比也将逐步提高。

图 8：04-08 年公司各市场发制品销售额增速



数据源：Wind、宏源证券整理

图 9：03-08 年各市场的销售占公司收入比例



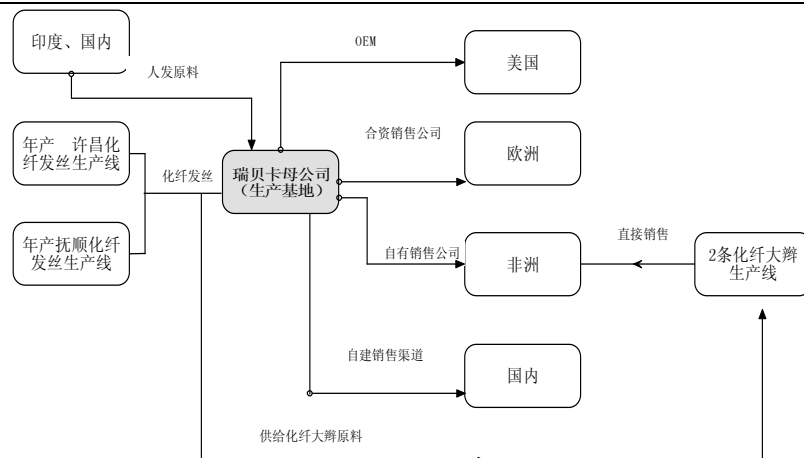
数据源：Wind、宏源证券整理

(3) 产品的档次调整。公司人发产品和化纤发产品将不可避免的走向两极分化的趋势。由于人发资源的稀缺性，公司将逐步提高人发产品的档次，占据人发产品的最高端市场。化纤产品我们认为公司将逐步降低产品档次。公司原来从日、韩进口的产品化纤发丝以马伦丝和卡尼卡伦丝为主，公司试产成功的许昌 3000 吨 PVC 化纤生产线的产出品为 PP 丝，是档次较低的化纤发丝。而公司抚顺改性腈纶化纤发丝生产线档次更为低端。我们认为公司原材料品质的降低将导致公司的化纤产品降低档次，此外，由于新增的化纤产品主要供给非洲地区，其消费能力和消费习惯决定了消费群的低端，公司须不断调整以适应当地的消费情况。

2.3 公司的经营结构与供应链关系

产品机构和销售区域结构调整外，公司积极的向产业链上下游延伸，目前公司已经建立起包括原材料采集制造、产品生产、自有品牌和销售终端完整的产业链。为逐渐摆脱生产性企业的壁垒，占据更多的产业链价值，公司在欧洲和非洲，公司已经利用合资销售公司和独资销售公司参与产业链的价值分配。随着非洲市场的逐步开拓，公司未来有可能建立更多的销售公司。此外公司也将逐步利用区位优势差异，将部分人发生生产基地向东南亚国家转移，而化纤产品向非洲转移，以利用当地原材料和低成本人力、减少运输和管理费用。公司本部将只保留高档产品的生产中心和高档产品的研发中心。

图 10：公司的经营结构与供应链关系



3 公司重点销售区域介绍

3.1 美国市场

公司 08 年仍有 70% 的份额出口北美地区，占美国市场的 15%。公司通过长期的开发目前在美国已有 33 家保持稳定关系进口合作商。瑞贝卡的工艺发条主要消费者是黑人女性。受金融危机影响，我们认为黑人女性具有消费刚性会延长产品的使用周期，但不会停止使用发条。例如一个工艺发条正常的使用期限是 1-1.5 个月，在经济环境恶化的情况下，黑人女性有可能延长发条使用寿命到至 2 个月。我们认为 2009 年，金融危机对美国实体经济的冲击将继续释放，市场需求将继续下降。由此推断公司出口美国的工艺发条销售额将有 15% 左右的下降。人发假发作为美国白人女性的时尚消费品，其弹性大于服装的消费弹性。但是由于目前公司的人发假发生产量较少，此部分对公司业绩影响非常小。因此我们预计公司 09 年欧美市场销售额降低 20%，公司净利润大约减少 2000 万元。

3.2 非洲市场分析

非洲市场是发制品消费潜力最大的区域，也是我们对公司未来 2-3 年内保持高速增长充满信心的主要原因。非洲地域辽阔，资源丰富。人口约有 8.6 亿，有 53 个国家，其中 47 个国家与中国有外交关系；非洲大陆并不富足，但非洲所释放出的消费需求却十分庞大。非洲国家约 83% 的 GDP 都用于消费。2007 年 5 月 13 日，经合组织与非洲开发银行共同发布了《2006-2007 非洲经济展望报告》，报告显示，过去 20 年，非洲正经历最快速的经济增长；6 年来，整个非洲大陆的 GDP 增速保持在 5% 左右，这种日益增长的经济总量为加大非洲国家的消费能力和支付能力提供了保证。从不同国家来看，作为非洲四大经济体，南非、阿尔及利亚、尼日利亚和埃及拥有全非洲 1/3 的人口，占全洲 GDP 总量的一半，四国 GDP 增速平均达 5.1%，GDP 总额超过了 5500 亿美元，人均 GDP 是中国的两倍。

发型是黑人女性她们弘扬个性，追求美丽的主要表达方式。非洲北部的摩洛哥、阿尔及利亚、埃及等居民大部分是白种原著民及黑白混血人种，这部分人群的头发不具备纯种黑人的生理缺陷，因此不是假发消费的主要地区。假发最初盛行于西非的尼日利亚、加纳等国，后向南逐步流行于非洲南部各国。目前假发已经逐步风靡非洲，成为非洲女性的必需品。

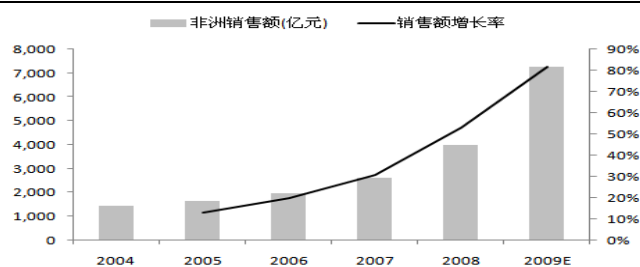
图 11： 非洲版图



数据来源：互联网

瑞贝卡自 2000 年就开始布局非洲市场。通过最初的代理销售到开始建立自己的加工厂，非洲市场销售收入快速增长。03 年中期公司 A 股上市之初，在非洲的销售收入仅 2262 万元，08 已经达到 4 亿，增长近 18 倍，在总收入中的占比从 03 年中期的 9% 提升到 08 年的 30%。公司 08 年非洲市场销售售收入增长大约为 50%，达到 4 亿元，09 年公司非洲销售额预计为 7.2 亿元，增幅大约在 70-80% 之间。非洲市场对 09 年净利润贡献增加大约为 6400 万元。

图 12：瑞贝卡非洲销售额及其增长率（%）



数据来源：Wind、宏源证券

公司在尼日利亚、南非、加纳建立了自己的销售公司，并建立起“NOBLE”的品牌。目前非洲许多国家的发制品进口都是通过尼日利亚转销，公司在尼日利亚的市场份额已经达到 20% 左右。未来公司的战略版图将继续扩张，公司将在刚果金、纳米比亚等建设销售公司，占据更大的市场份额。由于假发在非洲许多国家仍是新兴事物处于快速增长期，认为公司的非洲市场将较少受到经济危机的影响，保持持续高速的增长。

3.3 中国市场

从我国的发制品消费来看，由于我国对假发的消费观念较为落后，国内消费者主要出于弥补生理缺陷而佩戴假发，尚未形成消费气候。时尚发制品在国内推广最关键的因素是人们消费观念的转变。从历史角度回顾，时尚消费品最初被大众接受都要一个过程，但是有极强的群体性。一旦为大众所接受，就将成为普及性的潮流。随着中国消费市场的日益成熟，女性逐渐成为时尚消费绝对的主流，“她时代”经济将为时尚发制品行业的发展提供肥沃的土壤。

公司从 2006 年开始开拓中国市场，然而国内市场的成长速度并不如预想的乐观。我们认为这主要是受到传统观念与消费习惯的影响，中国的市场需要仍然需要消费潮流的引导。公司已经逐步认识到消费观念的转变对于发制品行业的重要意义，因此，公司将先导性的着力培养消费概念、引导消费潮流。公司在国内的经营策略是建设自有品牌和自有销售渠道。目前公司已有自由销售店面 17 家，另外有 5 家正在建设中。

表 4：2008 年公司店面全国布局

城市	店面数量（家）
北京	5
郑州	3
合肥	2
沈阳	2
成都	2
重庆	1
西安	1
武汉	1
上海	1
杭州	2
太原	1
石家庄	1
总计	22

数据来源：宏源证券整理

公司国内产品主要针高端客户，其人发产品定价多在 3000 元以上，化纤发定价在 1000 元以上，毛利率可达到 60%以上。我们对于公司的国内策略长期来看持乐观态度，公司 08 年新开店杭州店、郑州店、沈阳店开业第一个月的销售额均超过了 20 万元。目前在公司 17 家营业店中，3 家 07 年开的北京店已经进入回报期，其中东单店月销售额已达到 30 万，其他两个店也达到 20 万左右。公司规划未来 3 年快速拓展国内市场。但是鉴于国内消费习惯培养需要时间，以及金融危机的影响，我们对公司未来 3 年内国内市场的贡献仍趋保守。我们认为一个店面大约需约三年可以达到成熟期，对于全国其他地方的店面来说，成熟期的单店收入最多能达到 30 万元左右。第一年、第二年的新店收入平均在 5 万和 10 万左右。

公司计划 5 年内国内店面数量达到 600 家。结合公司的规划及按照公司较为客观的增长速度，我们认为公司 09 年、10 年、11 年新开店数量应该在 50 家、100 家、100 家左右。由此预测公司国内市场 09-13 年的销售收入，认为公司的国内市场能够规模贡献利润应该在 2010 年以后。

表 5：国内店面数量增长及收入增长预测

年份	新增店面数量（家）	累计销售收入	单月销售额（万元）	全年销售额（万元）	增长率%
07 年	3				
08 年	14	3*20+14*5	130	1560	
09 年	50	3*30+14*10+50*5	480	5760	269%
10 年	100	3*30+14*20+50*10+100*5	1370	16440	185%
11 年	100	17*30+50*20+100*10+100*5	3010	36120	120%
12 年	150	67*30+100*20+100*10+150*5	5760	69120	91%
13 年	180	167*30+100*20+150*10+180*5	9410	112920	63%

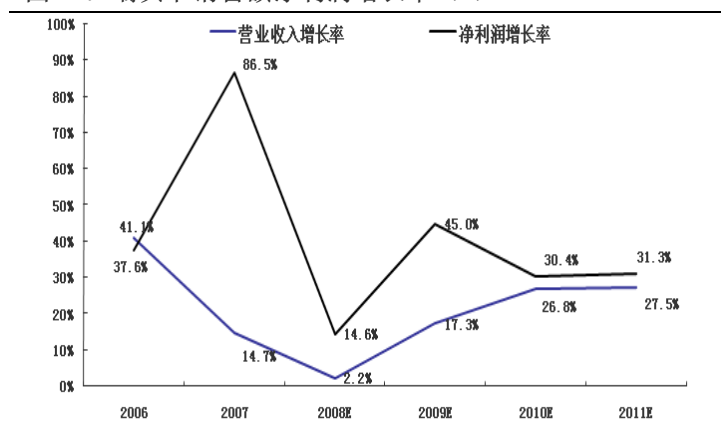
数据来源：宏源证券整理

4 公司的业务分析

4.1 公司的成长能力：09 年、10 年业绩快速增长

最近几年，公司一直保持了高速的增长。从 2007 年开始，欧美市场的销售额增度已经放缓，08 年、09 年将出现超过 15% 的负增长。而非洲和国内的业务，由于基数较小而市场潜力较大，增长速度超过 50%。我们认为在欧美市场出现萎缩的情况下，由于产能集中释放和原材料项目成本节省，公司 09 年、10 年利润增长仍将不低于 30%。

图 13：瑞贝卡销售额净利润增长率（%）



数据来源：Wind、宏源证券

公司 09 年、10 年业绩增长主要来源于以下几个项目：

(1) 许昌本部 3000PVC 化纤发丝项目和抚顺 4000 吨改性腈纶化纤发丝项目。其中许昌化纤发丝项目共有三条生产线，第一条 1000 吨的生产线已试产成功，09 年将贡献 1000 吨化纤发丝。第二、第三条生产线即将开工建设，预计到 2010 年可建成投产。抚顺改性腈纶生产线原有化纤短纤 5000 吨的产能，通过技改，完全达产后可生产 4000 吨化纤长丝/年。此项目分两期：2009 年一季度一期改造成功，2009 年贡献 2000 吨化纤长丝，二期 2010 年改造成功，可再增加化纤长丝 2000 吨。抚顺项目的化纤发丝主要供给非洲化纤大辫的生产。到 2010 年，公司的化纤发丝原材料将达到 8000 吨，公司实际利用大约需 4000 吨，其余将通过外售等方式消化。目前公司本部的化纤发丝使用量为 2000 吨/年，09 年新项目上马可供应本部 1000 吨，节省成本 6-3=3 万元/吨，可为 09 年贡献利润 3 万元*1000=3000 万元。

(2) 产能扩大项目。2009 年公司将增加人力、提高效率再增加 500 万条的化纤发条和 200 万条女装假发的生产。2009 年公司将达到 1800 万条化纤发条和 500 万条女装假发的产量。这两个项目可为 09 年贡献利润 $500 \times 22 \times 0.18 + 200 \times 66 \times 0.20 = 4540$ 万元。

(3) 非洲两条化纤大辫的生产线。其中，在尼日利亚建设 1500 万条的大辫儿生产线，在加纳建设 1000 万条的大辫生产线。两个项目预计在 2009 年中期投产，09 和 10 年可分别增加 1150 万条和 1350 万条的大辫产量。09 年增加净利润 $1150 \times 1.5 \times 6.8 \times 0.3 = 3520$ 元。此项目由于投产时间仍存在一定的不确定性，因此我们对其 09 年业绩贡献仍持保留意见。

综合 (1)、(2)、(3) 三个项目的增利因素欧美市场萎缩影响，乐观估计 2009 年共增加净利润 9000 万元，同比 2008 年预计增长 41%，保守估计净利润增加 5500 万元，同比上升 25%。

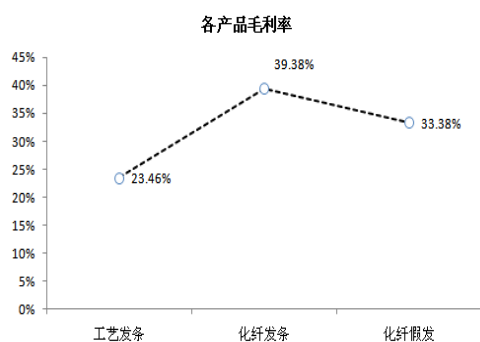
表 6：公司产能扩张项目进程及贡献

项目分类	项目名称	项目进程	投产时间	09 年产量增加	10 年产量增加
(1) 原材料项目	许昌化纤发丝	第一条生产线已试产成功	09 年初	1000 吨	0
		第二条生产线建设即将开工	10 年初	0	1000 吨
		第三条生产线建设即将开工	10 年初	0	1000 吨
	抚顺化纤发丝	目前正在进行设备调试	09 年一季	2000 吨	2000 吨
(2) 产能扩大项目	化纤发条	在现有设备基础上，增加人力与效率		500 万条	
	假发			200 万条	
(3) 非洲大辫项目	尼日利亚	已完成土地平整	2009 年 6	750 万条	750 万条
	加纳	已完成土地平整	2009 年 8	400 万条	600 万条

4.2 盈利能力逐步提高

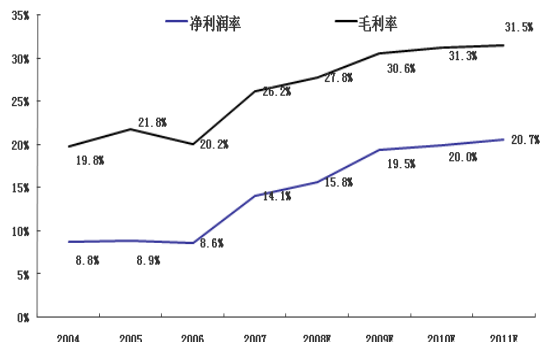
随着公司产品结构的调整，公司的盈利能力不断提高。公司的产品中，化纤产品的毛利率远高于人发产品。其中化纤发条的毛利率接近 34%、化纤假发的毛利率接近 38%（2008 年三季报）。公司 09 年的化纤发条、化纤假发、非洲化纤大辫的产能扩大将使公司的化纤类产品占收入比重有望达到 50%，这将使公司的毛利率进一步提升。

图 14: 各产品毛利率水平



数据来源: Wind、宏源证券

图 15: 公司利润率水平变化



数据来源: Wind、宏源证券

4.3 公司财务状况分析

(1) 存货。公司的存货从 07 年底开始大幅攀升, 原因是人发原材料 07 年下半年开始涨价, 为防止原材料短缺和提价, 公司采用产品提价和提早布局囤积原材料的应对措施。公司存货三季报达到 7.98 亿, 同比大幅上升 3.89 亿元, 公司三季度已经停止人发原材料的收购, 目前以消耗库存为主。随着经济形势的下滑, 人发原材料价格也随之有所下降, 但是由于人发的特殊性及其公司主导原材料价格的能力, 公司出现存货大幅贬值的可能性比较小。09 年由于公司两个化纤发丝原材料项目的投产, 使原材料库存量和在途量增加, 我们认为 09 年公司的存货在消耗人发原材料的同时, 化纤发丝存货增加, 综合看来, 公司的存货量仍将保持小幅增长。

(2) 现金流问题。由于存货的大幅上升及公司扩张项目的持续投资, 公司的经营现金流和投资现金流均出现较大负差, 08 年三季报显示两者均在 -1.15 亿元和 -1.17 亿元左右。由于公司 08 年大幅增加短期借款, 公司前三季报的融资现金流为 2.09 亿元。公司 09 年仍处于生产扩张期, 因此投资现金流仍然为负值。此外, 由于公司有大量的短期借款需要偿还, 在公司不增加贷款和增发股份的情况下, 公司的融资现金流将出现负值。我们认为公司的现金流问题 09 年仍然存在, 但是公司出现现金流告急的概率也较小。这主要是由于 09 年由于存货不会像 08 年大幅上升, 经营现金流将大为改善。虽然国外业务增加会导致应收帐款有所增加, 但总体来看 09 年现金流情况将大大好转。

(3) 偿债能力。公司 08 年短期借款大幅增长, 08 年三季度已经达到 3.75 亿元, 同比增长 410%。由于公司现金流情况不会很短时间内改善, 估计公司 09 年短期借款仍将保持较高的水平。公司的流动比率相比 07 年有所下降, 但是我们认为公司仍不存在偿债风险, 原因是 08 年公司资产负债率虽然有较大幅度提高, 达到 38% 左右, 但是仍保持在合理范围内, 公司目前的长期借款保持在 8% 的较低水平, 在宽松的货币政策大环境下公司仍有较大的通过长期借款解决财务困境。公司的财务费用率单季度来看, 08 年中期开始逐季下降。主要原因是由于 08 年下半年多次降息导致长短期费用率降低, 财务费用率持续降低将使公司的偿债能力增加。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利与财务预测

表 7： 公司营业收入预测

	2008E	2009E	2010E
营业收入 (万元)	138936	162915	206646
YoY	2.17%	17.26%	26.84%
毛利率	27.77%	30.65%	31.25%
一、人发发条			
产量 (万条)	1250	1000	1200
单价 (元)	65	66	68
销售收入	81250	66300	81151
毛利率	23.50%	24.00%	24.50%
二、化纤发条			
产量 (万条)	1250	1750	1800
单价 (元)	24	24	25
销售收入	30000	42840	44945
毛利率	38.00%	38.50%	39.00%
三、人发假发			
产量 (万条)	50	70	80
单价 (元)	100	105	110.25
销售收入	5000	7350	8820
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%
四、化纤假发			
产量 (万条)	250	400	500
单价 (元)	50	60	70
销售收入	12500	24000	35000
毛利率	34.00%	35.00%	35.00%
五、化纤大辫儿			
产量 (万条)	-	1150	2500
单价 (元)	-	10	10
销售收入	-	11730	25500
毛利率	-	38.00%	38.00%
六、其它收入	10186	10695	11230

表 8： 财务数据 (万元) 及财务指标预测

2009年2月13日									
利润表	2008E	2009E	2010E	财务指标	2008E	2009E	2010E		
营业收入	138,935.8	162,915.1	206,646.3	成长性					
减: 营业成本	100,349.3	112,987.4	142,066.7	营业收入增长率	2.2%	17.3%	26.8%		
营业税费	694.7	814.6	1,033.2	营业利润增长率	1.5%	45.2%	30.4%		
销售费用	4,168.1	4,887.5	5,579.5	净利润增长率	14.6%	45.0%	30.4%		
管理费用	3,751.3	4,398.7	5,579.5	EBITDA增长率	3.3%	35.6%	30.0%		
财务费用	3,080.9	2,116.2	2,769.5	EBIT增长率	0.9%	37.2%	30.4%		
资产减值损失	901.9	-156.8	155.6	NOPLAT增长率	9.5%	37.1%	30.4%		
加: 公允价值变动收益	-	-	-	投资资本增长率	61.2%	1.6%	22.7%		
投资和汇兑收益	500.0	600.0	700.0	净资产增长率	14.4%	18.1%	20.0%		
营业利润	26,489.7	38,467.5	50,162.3	利润率					
加: 营业外净收支	227.9	273.8	359.3	毛利率	27.8%	30.6%	31.3%		
利润总额	26,717.5	38,741.3	50,521.6	营业利润率	19.1%	23.6%	24.3%		
减: 所得税	4,809.2	6,973.4	9,093.9	净利率	15.8%	19.5%	20.0%		
净利润	21,908.4	31,767.9	41,427.7	EBITDA/营业收入	22.6%	26.1%	26.8%		
资产负债表	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	21.3%	24.9%	25.6%		
货币资金	46,543.5	53,762.0	66,126.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	固定资产周转天数	54	53	46		
应收账款	18,885.5	20,540.3	26,054.0	流动资产周转天数	205	214	192		
应收票据	-	-	-	流动资产周转天数	358	349	318		
预付账款	5,835.3	6,842.4	8,265.9	应收账款周转天数	46	42	39		
存货	82,527.9	80,805.9	102,599.9	存货周转天数	171	182	161		
其他流动资产	-	0.0	0.0	总资产周转天数	458	457	411		
可供出售金融资产	-	-	-	投资资本周转天数	300	319	282		
持有至到期投资	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2,036.5	2,036.5	2,036.5	ROE	17.8%	21.9%	23.8%		
投资性房地产	-	-	-	ROA	10.9%	14.9%	16.0%		
固定资产	23,700.8	24,085.3	28,653.9	ROIC	27.5%	23.4%	30.1%		
在建工程	12,504.2	13,847.8	12,398.8	费用率					
无形资产	6,946.8	8,145.8	10,332.3	销售费用率	3.0%	3.0%	2.7%		
其他非流动资产	2,383.5	2,523.3	2,860.6	管理费用率	2.7%	2.7%	2.7%		
资产总额	201,364.0	212,589.2	259,328.6	财务费用率	2.2%	1.3%	1.3%		
短期债务	51,968.5	39,109.7	55,342.3	三费/营业收入	30.5%	33.1%	33.5%		
应付账款	9,030.8	10,589.5	11,985.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	资产负债率	38.9%	31.6%	32.8%		
其他流动负债	4,538.1	4,705.9	4,598.8	负债权益比	63.6%	46.3%	48.8%		
长期借款	15,000.0	15,000.0	15,000.0	流动比率	2.48	3.19	2.97		
其他非流动负债	1,314.3	1,434.2	1,652.9	速动比率	1.14	1.58	1.46		
负债总额	78,286.2	67,273.8	85,013.8	利息保障倍数	9.60	19.18	19.11		
少数股东权益	-	-	-	分红指标					
股本	47,422.5	47,422.5	47,422.5	DPS (元)	0.12	0.17	0.22		
留存收益	75,655.4	97,892.9	126,892.3	分红比率	25.0%	25.0%	25.0%		
股东权益	123,077.9	145,315.4	174,314.8	股息收益率	1.0%	1.4%	1.9%		
现金流量表	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2008E	2009E	2010E		
净利润	21,908.4	31,767.9	41,427.7	EPS (元)	0.46	0.67	0.87		
加: 折旧和摊销	1,776.1	1,936.0	2,362.7	BVPS (元)	2.60	3.06	3.68		
资产减值准备	901.9	-156.8	155.6	PE (X)	25.0	17.3	13.2		
公允价值变动损失	-	-	-	PB (X)	4.5	3.8	3.1		
财务费用	1,222.1	3,080.9	2,116.2	P/FCF	78.8	33.0	22.2		
投资收益	-500.0	-600.0	-700.0	F/S	3.9	3.4	2.7		
少数股东损益	-	-	-	EV/EBITDA	18.1	12.9	10.0		
营运资金的变动	-33,388.8	1,163.2	-27,279.1	CAGR (%)	43.3%	45.8%	29.4%		
经营活动产生现金	-6,219.5	36,226.5	18,736.3	PEG	0.6	0.4	0.5		
投资活动产生现金	-5,888.9	-2,376.3	-7,729.0	ROIC/WACC	2.4	2.1	2.7		
融资活动产生现金	30,810.5	-22,916.9	3,106.1	REP	1.6	1.8	1.2		

5.2 绝对估值

由于公司存货增加和资本支出导致公司 08 年自由营运现金流产生负值，现金流折现法不适用于公司，因此我们对公司采取 EVA 绝对估值方法。最终得到公司股价为 15.33 元。

表 9：EVA 估值模型与敏感性分析

EVA估值						
显性预测	79,529.1	12.3%	无风险利率	4.50%		
半显性预测	224,205.5	34.7%	风险溢价	7.00%		
永续价值	343,248.3	53.1%	β 系数	1.10		
经济利润附加值	646,982.9	100.0%	Rm	11.50%		
加：投入资本和非营业资产	147,181.0		Ke	12.20%		
企业价值	794,163.9		Kd	6.50%		
减：付息债务	66,968.5		D/DE	10.88%		
减：少数股东权益	-		E/DE	89.12%		
权益价值	727,195.4		WACC	11.31%		
总股本	47,422.5		半显性期增长率	10.00%		
每股权益价值	15.33		永续增长率	2.00%		
股价	11.57					

WACC	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	13.03	13.56	14.19	14.96	15.92	17.16
11.00%	14.40	15.08	15.92	16.97	18.33	20.13
10.00%	16.06	16.98	18.13	19.61	21.58	24.34
9.00%	18.15	19.40	21.02	23.18	26.19	30.72
8.00%	20.80	22.58	24.94	28.24	33.20	41.46
7.00%	24.29	26.87	30.50	35.93	44.99	63.10
6.00%	29.01	32.99	38.95	48.89	68.76	128.38

5.3 相对估值

公司 09 年、10 年预计 EPS0.67 元、0.87 元，我们认为公司未来 5 年将保持不低于 25%的净利润增长率，由于公司目前还是一个生产型企业，其转变为品牌消费类企业尚需一定的时间，暂时不给予估值溢价，根据公司净利润增长率结合市场环境给予 09 年 22 倍 PE，对应 09 年股价 14.74 元，给予公司“增持”评级。

表 10：相对估值指标

相对估值指标	2008E	2009E	2010E	2011E
PE	25.04	17.27	13.24	10.08
PB	4.46	3.78	3.15	2.58
P/FCF	78.80	32.96	22.22	18.85
P/S	3.95	3.37	2.66	2.08
CAGR(未来三年)	43.3%	45.8%	29.4%	35.4%
PEG	0.58	0.38	0.45	0.28
EV/EBITDA	18.14	12.91	10.00	7.39
EV/EBIT	19.23	13.52	10.44	7.70
EV/NOPLAT	23.27	16.38	12.65	9.33
EV/IC	3.97	3.77	3.10	2.74
EV/Sales	4.09	3.37	2.67	2.01
ROIC/WACC	2.43	2.07	2.66	2.81
REP	1.63	1.82	1.17	0.98
EPS	0.46	0.67	0.87	1.15
每股销售额	2.93	3.44	4.36	5.55
BVPS	2.60	3.06	3.68	4.48
每股自由现金流	0.15	0.35	0.52	0.61
每股经营现金流	-0.13	0.76	0.40	1.09

销售经理：蒋全

联系电话：010-62294633

电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开数据，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。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
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6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上