

纺织服装行业—调研简报

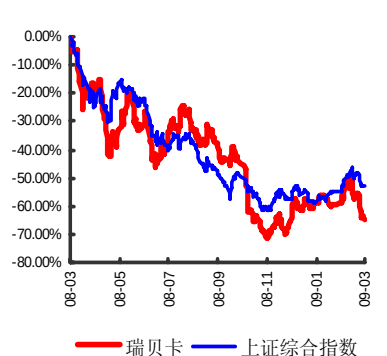
瑞贝卡 (600439)

2009 年 3 月 2 日

市场数据: 2009 年 3 月 2 日

当日股价	8.42
总市值	39.91
总股本/流通 A 股 (亿元)	4.74/4.74
52 周涨跌幅	2.43%
52 周日均成交量 (百万元)	6.72
EPS	0.81
PE	10.44
PB	1.86

市场表现



执笔人

王梁

wangliang@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sjzqyjfzb@i618.com.cn

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

市场拓展和产能扩张中存在机遇和风险

评级: 中性

基本观点:

- 公司将逐步拥有技术壁垒和品牌壁垒。2008 年 5 月后随着美国消费的持续回落, 占公司收入 70% 的美国市场发制品消费出现了持续回落, 行业内小企业出口微利甚或亏损, 国家及时加大对有一定技术积累和产品国际知名度的企业支持力度, 公司在美国市场的份额和产品美誉度、掌握行业标准制定以及加大对人发和化纤发原料项目的投入, 公司将逐步拥有技术壁垒和品牌壁垒。
- 美国经济 2008 年 4 季度大幅下滑拖累了美国发制品消费, 平均消费频率下降, 产品价格出现约 15% 的下降。从美国发制品的消费竞争态势来看, 印尼等凭借劳动力成本仅为国内 60% 之优势在低端发制品逐步占据优势, 其市场份额从 2001 年的 9.9% 提高到 2008 年的 13.4%; 从历史消费刚性和周期看, 2008 年 4 季度美国发制品消费指标已经回落至 2005 年, 美国发制品市场占据公司 70% 的收入, 回暖时机仍需时间。
- 公司在尼日利亚、南非、加纳建立了自己的销售公司, 并建立起了“NOBLE”品牌, 将与日韩等假发品牌形成分庭抗礼之势, 且公司在成本上拥有更大的优势。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。未来公司在非洲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。我们认为公司的非洲市场将较少受到经济危机的影响, 会保持持续的高速增长。公司也充分考虑到非洲普通居民的实际购买力。在非洲建立了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 年和 10 年可分别增加 1150 万条和 1350 万条的大辫产量。预计因此公司 09 年增加净利润约 3520 万元。
- 许昌本部 3000 吨 PVC 化纤发丝项目和抚顺 4000 吨改性腈纶化纤发丝项目逐步投产。其中许昌化纤发丝项目有三条生产线, 第一条的生产线已经试产成功, 09 年将贡献 750 吨化纤发丝, 第二期 750 吨产能预计于 2009 年 7 月投产。第二、第三条即将开工生产, 预计到 2010 年建成投产。抚顺改性腈纶生产线原有化纤短纤 5000 吨产能, 通过技改后 2009 年可贡献 2000 吨化纤长丝/年的产能, 2010 年可再增加 2000 吨化纤长丝/年的产能。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生产能力将达到 8000 吨, 公司实际利用约 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 年新项目可提供本部 1000 吨, 节省成本约 3 万元/吨, 可为 09 年贡献利润约 3000 万元。

● **公司的存货从 07 年开始大幅攀升。**原因是人发原材料从 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。公司存货三季报为 7.89 亿, 同比上升 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, 人发原材料价格也会随之有所下降, 但由于公司主导原材料价格的能力以及公司对原材料保存工艺的完善, 产品毛利率仍将会维持原有水平。

● **给予公司“中性”评级。**预测公司 09、10 年 EPS 为 0.50 元和 0.62 元。由于公司由生产型企业转变为品牌消费类企业尚需一定时间, 非洲和国内销售渠道的建立还需时日, 因此给予公司 09、10 年 20 倍 PE, 对应股价为 10.2 元和 13 元。给予公司“中性”评级。

表 1 公司主要财务指标预测

重要财务指标			单位: 百万元		
主要财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1186	1360	1361	1497	1767
同比(%)	41%	15%	0%	10%	18%
归属母公司净利润	102	191	212	241	306
同比(%)	38%	87%	11%	14%	27%
毛利率(%)	20.2%	26.2%	24.4%	26.0%	27.0%
ROE(%)	11.1%	17.8%	16.8%	16.6%	17.8%
每股收益(元)	0.54	0.81	0.45	0.51	0.65
P/E	19.48	10.44	9.42	8.27	6.53
P/B	2.16	1.86	1.58	1.37	1.16

数据来源: 山西证券研究所

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

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我们对这些信息的准确性及完整性不作保证,不保证该信息未经任何更改。在任何情况下,报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下,不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,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。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券有限公司所有,未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。