



2009 年 3 月 19 日

推荐

小盘股

中金公司研究部

分析员：曾令波 zenglb@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

瑞贝卡(600439/9.44 元)

09 年上台阶，10 年见效益

投资要点：

✦ **08 年业绩符合预期。**2008 年实现收入 13.66 亿元，同比持平，净利润 2.21 亿元，同比增长 15%，实现每股收益 0.47 元，符合预期。非洲市场销售高速增长抵消了美欧市场的下滑，导致销售收入同比没有下滑；产品结构调整导致综合毛利率由上年的 26.2% 提高至 29.4%，实现了净利润的增长。

✦ **高增长的非洲市场是 08 年的业绩亮点，09 年更值得期待。**08 年在金融危机的冲击下，美国市场销售下降 15% 到 7.96 亿元，欧洲市场下降 1.5% 到 1.3 亿元，但是非洲市场收入上升 48% 到 3.86 亿元，占总收入的比重达到 28%（参见图 3~6）。公司自筹资金分别投资 6218 万元人民币和 7616 万元人民币在非洲的加纳和尼日利亚建设年产 1000 万和 1500 万条化纤大辫生产线项目，目前尼日利亚项目已经开始生产，加纳项目拟租用厂房尽快实现生产，如果进展顺利，09 年非洲市场的收入增速有望比 08 年更高。

✦ **化纤发丝项目 08 年慢于预期，09 年的进展值得高度关注。**08 年上游发丝纤维材料的研发和生产正在推进，但是发丝的规模化生产进程慢于预期。公司在上海成立的子公司瑞贝卡纤维材料科技有限公司进行发丝纤维材料的研发，聘请了国内相关材料领域的专家进行研发。去年研发的化纤发丝产品目前正在通过抚顺工厂进行规模化生产，未来还将继续研发各种更逼真乃至超真的假发纤维材料。但是许昌和抚顺两个基地进行化纤发丝的规模化生产进度均慢于预期。许昌基地第一条年产 1000 吨 PVC 发丝的生产线最近已经投产，后续生产线正在建设中；抚顺睛氯纶纤维生产基地，由于着色工艺的原因，预计推迟到 6 月份投产。我们预计 2009 年许昌基地和抚顺基地各产发丝 1000 吨，此项目的进展需要密切关注；考虑到初期设备反复调试、人员不熟练、产能利用率不高制约盈利贡献，预期 2010 年开始自产发丝的盈利贡献将出现大幅增长。

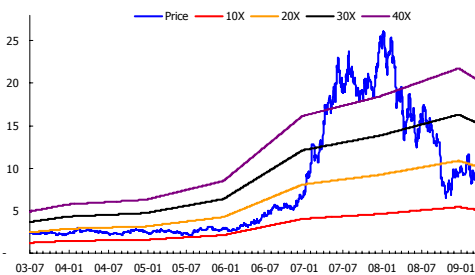
✦ **国内市场在 2009 年加大投入，2010 年有望进入盈利快速增长期。**到 2008 年底公司在国内拓展专卖店 16 家，目前销售状况良好，女装假发正在逐步受到都市白领和学生的欢迎，公司计划到 2009 年底店面达到 100 家（以加盟店为主），同时加大广告和营销投入，力争收入达到 5000 万元；如果进展顺利，2010 年之后内销业务将开始贡献盈利。

✦ **维持推荐评级。**小幅调整 09~10 年盈利预测，调整后 09 年收入增长 12%（管理层计划 20%），利润增长 20%，09~10 年 EPS 分别为 0.54 元和 0.79 元，PE 为 17x 和 12x。我们看好公司的长期成长空间，预期 09 年公司化纤发丝、非洲基地、国内渠道建设均上一个新台阶，10 年公司业绩将再次进入快速增长轨道，维持推荐评级。

✦ **股价催化剂：**抚顺睛氯纶纤维项目顺利投产发丝并实现满产；美国市场需求反弹；非洲基地建设和销售超出预期。

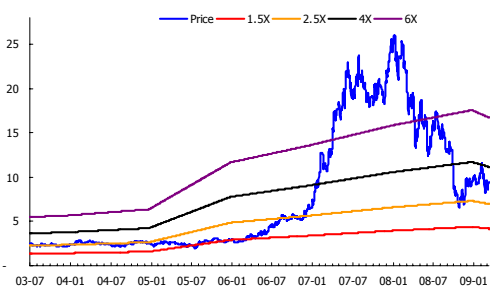
✦ **投资风险：**美元、欧元对人民币的贬值导致汇兑损失加大；存货减值风险（图 5、7）；欧美市场假发需求进一步萎缩的风险。

图 1：历史股价表现和市盈率区间



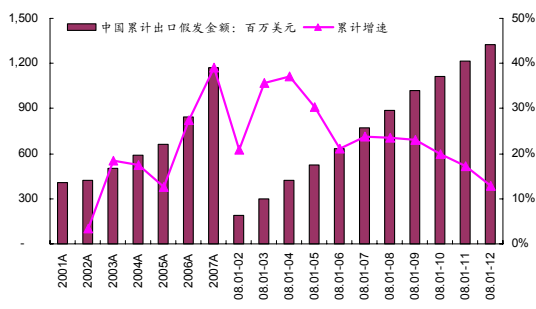
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 2：历史股价表现和市净率区间



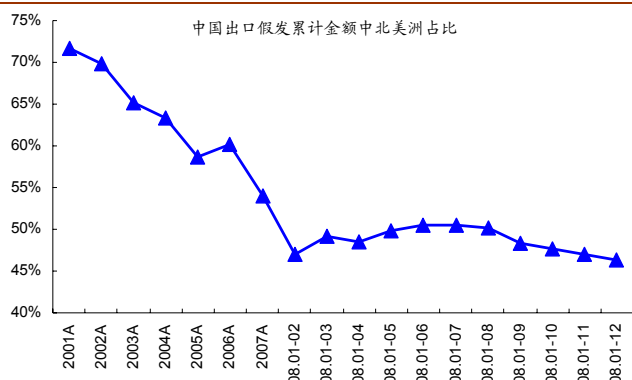
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 3：中国假发出口累计增速逐月回落



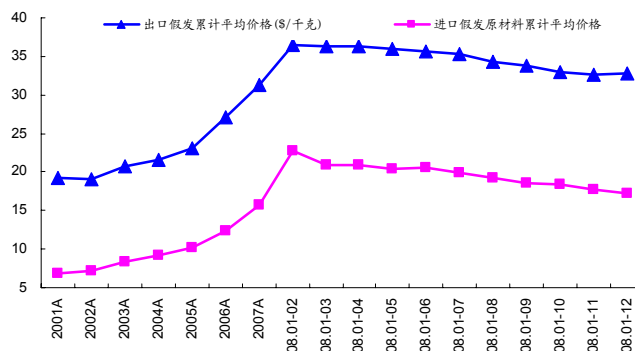
资料来源：海关数据，中金公司研究部

图 4：美国市场在中国假发出口总额中的占比继续下降



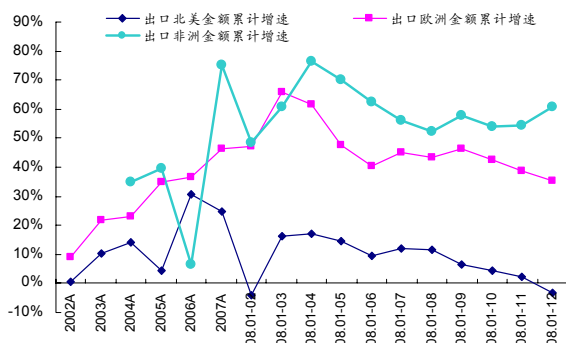
资料来源：海关数据，中金公司研究部

图 5：中国假发原材料进口均价和假发出口均价同步下降



资料来源：海关数据，中金公司研究部

图 6：中国假发出口市场：欧美走弱、非洲稳定



资料来源：海关数据，中金公司研究部

图 7：公司加大人发原材料的储备，导致存货大幅上升（元）

项目	2008A	2007A	同比增速
原材料	532,764,509	272,220,436	96%
在产品	290,030,354	118,134,691	146%
库存商品	130,529,438	95,405,128	37%
发出商品	547,885	73,342	647%
合计	953,872,186	485,833,598	96%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 1：分季度业绩

(百万元)	季度数据								年度数据				
	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	YoY	QoQ	2007A	2008A	YoY
主营业务收入	326.1	324.7	343.0	363.4	332.6	402.8	332.7	293.6	-19.2%	-11.8%	1,357.2	1,361.7	0.3%
主营业务成本	261.2	236.6	236.8	267.1	246.1	296.7	231.1	187.6	-29.8%	-18.8%	1,001.6	961.4	-4.0%
主营税金	1.21	0.2	3.0	4.0	1.4	1.3	1.3	1.7	-56%	30.9%	8.3	5.7	-31.1%
主营业务利润	63.7	87.9	103.2	92.4	85.1	104.8	100.4	104.3	12.9%	4.0%	347.3	394.6	13.6%
营业费用	3.4	3.9	4.4	7.3	7.2	8.8	12.2	13.1	81%	7.5%	18.9	41.3	118.4%
管理费用	9.6	9.5	11.2	9.5	14.3	0.8	13.3	24.0	153.4%	80%	39.8	52.4	31.7%
财务费用	7.2	7.2	8.2	9.4	13.8	11.9	8.0	20.1	113.6%	150.4%	32.1	53.9	68.3%
营业利润	43.5	69.4	79.5	68.7	49.8	85.7	66.8	46.5	-32.3%	-30.3%	261.1	248.8	-4.7%
利润总额	43.5	69.4	79.4	71.0	50.9	83.4	66.5	46.7	-34.3%	-29.8%	263.3	247.4	-6.0%
所得税	14.0	22.5	23.4	12.1	11.0	16.3	9.8	-10.2	-184.8%	-204.3%	72.1	26.9	-62.7%
净利润	29.5	46.8	56.0	58.9	39.9	67.1	56.6	56.9	-3.4%	0.5%	191.2	220.5	15.4%
每股收益(元)	0.06	0.10	0.12	0.12	0.08	0.14	0.12	0.12	-3.4%	0.5%	0.40	0.47	15.4%
毛利率	19.9%	27.1%	31.0%	26.5%	26.0%	26.3%	30.6%	36.1%	9.6%	5.6%	26.2%	29.4%	3.2%
营业费用率	1.0%	1.2%	1.3%	2.0%	2.2%	2.2%	3.7%	4.5%	2.5%	0.8%	1.4%	3.0%	1.6%
管理费用率	3.0%	2.9%	3.3%	2.6%	4.3%	0.2%	4.0%	8.2%	5.6%	4.1%	2.9%	3.8%	0.9%
营业利润率	13.3%	21.4%	23.2%	18.9%	15.0%	21.3%	20.1%	15.8%	-3.1%	-4.2%	19.2%	18.3%	-1.0%
净利率	9.0%	14.4%	16.3%	16.2%	12.0%	16.7%	17.0%	19.4%	3.2%	2.4%	14.1%	16.2%	2.1%
有效税率	32.3%	32.5%	29.5%	17.0%	21.6%	19.5%	14.8%	-21.9%	-39.0%	-36.7%	27.4%	10.9%	-16.5%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

附表: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

瑞贝卡 600439	损益表 (人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	840	1,183	1,360	1,362	1,519	1,820
销售成本	-657	-944	-1,003	-961	-1,046	-1,199
营业费用	-21	-13	-19	-41	-61	-73
管理费用	-30	-40	-40	-52	-58	-64
EBIT	129	181	290	302	349	478
EBITDA	138	192	305	320	369	502
财务费用	-26	-37	-32	-54	-54	-36
投资收益	3	1	3	3	4	0
其他损益项	0	0	0	0	2	-2
所得税	-32	-46	-72	-27	-35	-66
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于股东的净利润	74	101	191	219	258	374

瑞贝卡 600439	资产负债表 (人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
现金	130	508	461	376	401	589
应收帐款	117	138	173	93	146	175
预付帐款	20	42	95	51	37	43
存货	461	349	486	954	1,038	985
其他流动资产	3	3	-0	-	-	-
流动资产	740	1,047	1,225	1,490	1,641	1,815
固定资产	190	226	189	257	389	517
长期投资	15	17	21	22	22	22
其他长期资产	-	-	-	-	-	-
长期资产	232	269	293	396	526	651
资产总额	972	1,316	1,518	1,886	2,167	2,466
短期借款	294	251	91	343	343	343
各项应付款	79	23	51	73	80	91
应交税费	9	18	37	-14	-15	-17
应付职工薪酬	17	22	36	34	37	42
其他流动负债	47	53	100	70	219	234
流动负债	429	345	279	473	627	651
长期借款	35	35	150	150	170	188
其他长期负债	-	12	13	14	15	15
长期负债	35	47	163	164	185	203
负债总额	464	393	442	636	811	854
少数股东权益	4	3	-	-	-	-
股本	129	190	237	474	474	474
公积金及未分配利润	375	731	839	775	915	1,170
股东权益	504	920	1,076	1,250	1,389	1,645
负债及股东权益	972	1,316	1,518	1,886	2,200	2,499

瑞贝卡 600439	现金流量表 (人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净利润	74	101	191	219	258	374
折旧/摊销	9	11	16	18	19	24
运营资本变化	-74	29	-166	-374	-82	37
其他项	20	3	-1	21	21	36
经营活动现金流	29	145	39	-116	216	471
固定资产投资	-26	-40	-26	-129	-145	-145
其他投资活动	0	0	0	0	-4	-4
投资活动现金流	-26	-40	-26	-129	-149	-149
股权融资	-	349	-	-	-	-
借款变动	67	21	18	241	36	21
其他融资活动	-80	-96	-78	-77	-77	-155
融资活动现金流	-13	274	-61	164	-42	-134
现金(等价物)变化	-10	378	-47	-85	26	188

历史股价表现 (%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
	7%	-13%	5%	-28%	-52%	-12%
行业板块	消费品		二级行业		个人用品	
第一大股东	瑞贝卡控股公司		持股比例		39%	
总市值(百万元)	4,477		流通市值(百万元)		4,477	
发行股数(百万股)	474		股票现价 (元)		9.44	

成长性分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	8%	41%	15%	0%	12%	20%
销售毛利	17%	30%	49%	13%	18%	31%
EBITDA	12%	40%	59%	5%	15%	36%
EBIT	10%	40%	60%	4%	16%	37%
净利润	9%	35%	90%	15%	18%	45%

盈利能力分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
毛利率	21%	20%	26%	29%	31%	34%
营业费用率	2.5%	1.1%	1.4%	3.0%	4.0%	4.0%
管理费用率	3.6%	3.4%	2.9%	3.8%	3.8%	3.5%
EBITDA利润率	16.4%	16.3%	22.4%	23.5%	24.3%	27.6%
EBIT利润率	15.4%	15.3%	21.3%	22.2%	23.0%	26.3%
净利润率	8.9%	8.5%	14.1%	16.1%	17.0%	20.6%

偿债能力分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
流动比率	1.72	3.03	4.39	3.15	2.62	2.79
速动比率	0.65	2.02	2.65	1.13	0.96	1.27
现金比率	13%	39%	30%	20%	19%	24%
资产负债率	48%	30%	29%	34%	37%	35%
资产/权益	92%	43%	41%	51%	58%	52%
净债务/权益	39%	-24%	-17%	9%	9%	-3%
利息覆盖倍数	5	5	10	6	7	14

杜邦分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
税后利润/EBIT	58%	56%	66%	73%	74%	78%
× EBIT利润率	15.4%	15.3%	21.3%	22.2%	23.0%	26.3%
= 销售净利润率	8.9%	8.5%	14.1%	16.1%	17.0%	20.6%
× 资产周转率	0.86	0.90	0.90	0.72	0.70	0.74
= 总资产收益率	8.1%	8.8%	13.5%	12.9%	12.7%	16.1%
× 总资产/净资产	1.93	1.43	1.41	1.51	1.56	1.50
= 净资产收益率	14.8%	11.0%	17.8%	17.5%	18.6%	22.7%

回报率分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
投入资本回报率	15.0%	13.3%	17.3%	16.5%	17.5%	22.3%
平均资本回报率	7.7%	7.7%	12.6%	11.6%	11.9%	15.2%

每股指标分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
摊薄每股收益	0.16	0.21	0.40	0.46	0.54	0.79
每股经营性现金	0.23	0.76	0.17	-0.24	0.46	0.99
每股股息	0.31	0.24	0.12	0.12	0.63	0.63
每股净资产	1.06	1.94	2.27	2.64	2.93	3.47

估值分析	2007A	2008A	2009E	2010E
市盈率	23.4	20.4	17.4	12.0
市净率	4.2	3.6	3.2	2.7
股价/每股经营性现金流	57.1	-38.7	20.7	9.5
红利收益率	1.1%	3.0%	3.3%	2.6%
DCF估值(RMB)	14.00			
目标股价(RMB)	13.00	预期收益率		38%
目标市盈率		28.2	23.9	16.5
目标市净率		4.9	4.4	3.7

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。