

瑞贝卡

600439

增持/ 维持评级

股 价	2009/04/21
RMB11.72	
基础数据	
总股本（百万股）	474
流通 A 股（百万股）	474
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5558

财务数据

市净率 (X)	4.45
TRACING P/E (X)*	25.2
EPS (元)	0.47
股息率 (%)	0.6

*最近四季盈利计算。

相关研究

《多元化市场降低外贸风险》
 (2009/03/18)

《有压力、但也有希望》(2008/12/17)

《出口压力渐显现》(2008/10/28)

《多元化市场缓解出口压力》
 (2008/08/19)

《行业景气继续支持企业发展》
 (2008/04/20)

外贸风险集中释放 未来利好多于利空

经营预测与估值	2008A	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1366.3	287.65	1631.9	2025.54	2456.15
(+/-%)	0.5	-13.51	19.44	24.11	21.26
归属母公司净利润(百万元)	220.5	26.18	258.54	348.42	474.24
(+/-%)	15.4	-34.3	17.24	34.77	36.11
EPS(元)	0.46	0.06	0.55	0.73	1.00
P/E(倍)	25.2	—	15	12	9

■ 因受金融海啸影响，08 年 9 月份开始北美需求显著收紧，使得公司 1 季度收入继续下滑 13.5%。不过环比来看收入下降的幅度有所收窄，这与我们此前行业报告里提到的“出口好转预期显现”不谋而合。随着美国消费者恐慌情绪的逐渐散去以及经销商补库存的需要，预计北美的订单量会逐渐好转，一季度可能成为公司业绩最差时期。

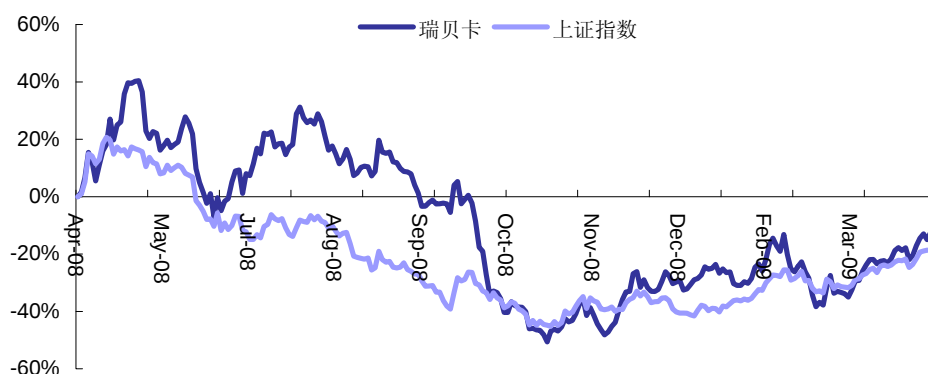
■ 不过目前外需较往年相比仍然偏弱，因此公司在提价方面甚为谨慎，特别是随着原材料成本的走低，也有可能相应调低常规产品价格以保证相对市场竞争力。此外非洲货币一季度较美元贬值近 20%，在一定程度上也给其在非洲的产品销售造成压力。因此预计全年整体盈利能力可能弱于去年。

■ 国际新兴市场的开拓和国内营销网络建设导致公司期间费用的持续增加，但我们认为这些必要投入在未来都将产生相应效益，包括公司在非洲的市场份额得到提升，在国内的市场影响力逐渐增强。

■ 季报还显示公司应收账款持续增加，主要源于结算时点上新形成的应收账款较多所致。不过我们认为其坏账风险较小。主要因于公司在北美和欧洲等市场采用信用证结算；在信用风险较高的非洲地区采取现款结算，可在一定程度上规避违约风险。

■ 根据市场形势的变化，我们略上调了对北美市场的增速预期，新增了化纤发丝收入，同时略调低了综合毛利率水平。预计公司未来三年 EPS 分别为 0.55 元、0.73 元和 1.00 元，复合增长率 29%，继续给以增持评级。

最近 52 周股价表现



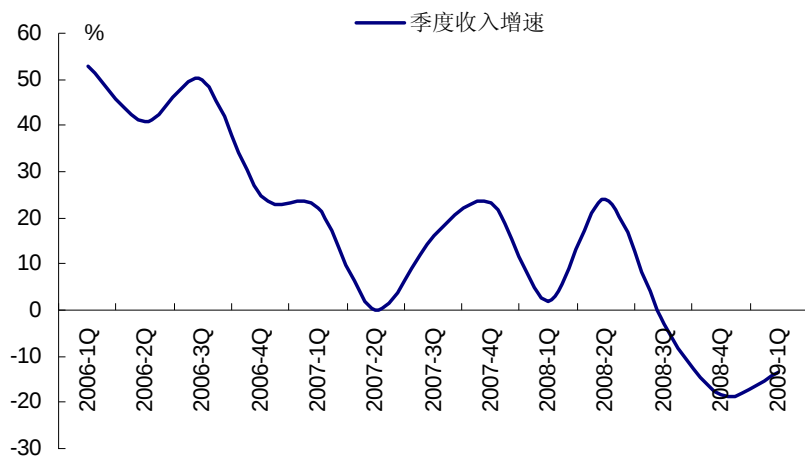
分 析 师
 汪蓉
 +755-82492801
 wangrongyjs@lhq.com

出口风险滞后至 1 季度集中反映 但或许已是最差时期

受金融海啸影响，08 年 9 月份开始北美需求显著收紧，加上当时经销商库存压力较大，消费者出现消费恐慌情绪，使得公司从 08 年三季度开始订单量明显减少，反映到 1 季度业绩继续下滑 13.5%。不过环比来看收入下降的幅度有所收窄，这与我们此前行业报告里提到的“出口好转预期显现”不谋而合。

从前期调研的情况看，公司节后订单量明显回升，而随着美国消费者恐慌情绪的逐渐散去、以及经销商补库存的需要，预计北美的订单量将逐渐好转，特别是工艺发条和女装假发的订单量有望回升。因此我们认为一季度可能成为公司本年度业绩最差时期。

图 1、季度收入增速变化情况



资料来源：公司公告、联合证券研究所

为了加大对非洲和国内市场的开拓，以及进行化纤发丝的自主生产，公司在 08 年新增了 7 家子公司，包括主营国内销售的西安、成都、重庆瑞贝卡发制品有限公司，生产化纤发丝的许昌瑞贝卡纤维有限公司和抚顺瑞华纤维有限公司以及主营非洲业务的瑞贝卡时尚（加纳）有限公司。

因这 7 家公司大多处于新建阶段，前期投入较大而效益的实现尚需时日，因此一季度多发生亏损。不过预计随着各生产项目的投产，非洲和国内市场的开拓逐现成效，这些子公司有望在年底或 2010 年实现业绩持平甚至盈利。

表 1、08 年新增并表子公司基本情况

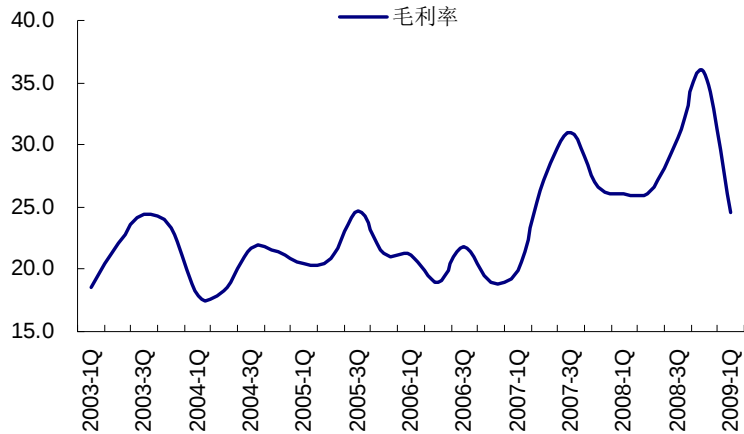
名称	主营业务	地点	比例	并表时间	08 年净利润
瑞贝卡时尚（加纳）有限公司	销售与产品设计	加纳	100%	2008.01	1542.20
抚顺瑞华纤维有限公司	假发用纤维系列产品、纺织用腈氯纶系列产品与阻燃活性纤维的科研、生产与销售	辽宁	100%	2008.07	20.80
许昌瑞贝卡纤维有限公司	新型纤维丝研发生产	许昌	100%	2008.01	——
上海瑞贝卡纤维材料科技有限公司	纤维材料研发	北京	100%	2008.01	-299.39
西安瑞贝卡发制品有限公司	国内销售	西安	100%	2008.10	——
成都瑞贝卡发制品有限公司	国内销售	成都	100%	2008.10	——
重庆瑞贝卡发制品有限公司	国内销售	重庆	100%	2008.11	——

资料来源：公司年报

需求低迷仍将继续抑制价格提升

不过当前的外贸需求较往年相比仍然偏弱，因此公司在产品提价方面甚为谨慎，特别是随着原材料成本的走低，公司有可能相应调低常规产品价格以保证相对市场竞争力。而且非洲货币一季度较美元贬值近 20%，也在一定程度上给公司在非洲的产品销售造成压力。因此我们预计今年公司整体盈利能力可能弱于去年。

图 2、季度销售毛利率变动情况

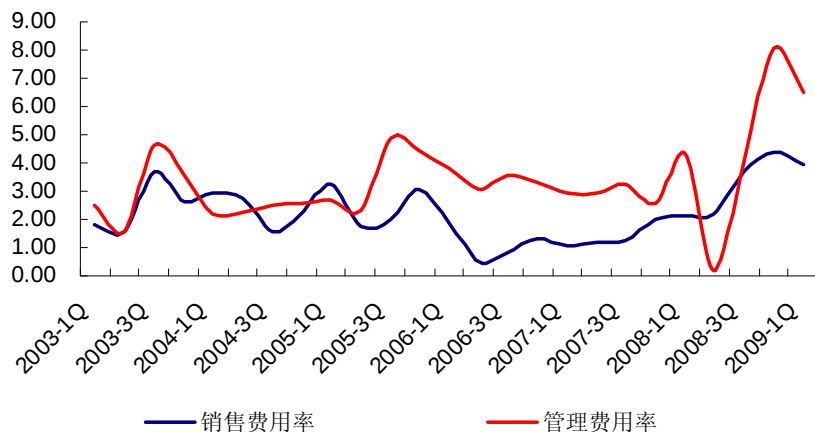


资料来源：公司公告、联合证券研究所

市场开拓增加费用负担 但也为未来市场拓展打下必要基础

国际新兴市场的开拓和国内营销网络建设导致 08 年末和今年一季度销售费用增加较多，管理费用也有一定程度增加，但我们认为这些必要投入在未来都将产生相应效益，包括公司在非洲的市场份额得到提升，以及在国内的市场影响力逐渐增强等。

图 3、季度期间费用变化情况 (%)



资料来源：公司公告、联合证券研究所

应收账款增长较多 但坏账风险较小

季报显示公司应收账款近几个月持续增加较多，主要源于结算时点上新形成应收账款较多。不过我们认为公司产生坏账风险的可能性较小。一是对北美、欧洲等市场主要采取信用证结算，违约风险较小；二是针对信用风险较高的非洲地

区，公司采取现款现货结算，以求最大程度上规避违约风险。

盈利预测

根据市场形势的变化，我们在上一篇报告的估值模型基础上上调了对北美市场的增速预期，新增了化纤发丝业务收入，同时略调低了综合毛利率水平。预计公司未来三年 EPS 分别为 0.55 元、0.73 元和 1.00 元，复合增长率 29%，继续给以增持评级。

表 2、主营业务收入预测（万元）

	工艺发条	化纤发条	假发（化纤&人发）	教习头	化纤发丝	合计
2008	86,298.56	24,624.15	21,712.07	1,812.41	1,727.60	136,174.80
2009E	81,983.64	34,966.29	28,749.36	1,500.00	16,000.00	163,199.29
2010E	86,082.82	47,204.50	38,766.31	1,500.00	29,000.00	202,553.62
2011E	94,691.10	56,645.40	49,778.37	1,500.00	43,000.00	245,614.86

资料来源：联合证券研究所

表 3、主营业务成本预测（万元）

	工艺发条	化纤发条	假发（化纤&人发）	教习头	化纤发丝	合计
2008	65,208.92	13,005.68	15,251.98	1,229.62	1,445.09	96,141.28
2009E	63,127.40	18,532.14	20,529.02	1,200.00	12,800.00	116,188.56
2010E	66,283.77	25,018.38	27,613.71	1,200.00	20,300.00	140,415.87
2011E	72,912.15	30,022.06	35,428.28	1,200.00	25,800.00	165,362.48

资料来源：联合证券研究所

风险提示

- 1、公司前期公告大股东分别于 2 月份和 4 月份持续减持公司股权累计达 2371.1 万股，若继续减持，将对股价造成短期压力；
- 2、非洲动荡等国家风险的存在有可能影响公司在非洲市场的开发进度。

表 4、盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1490	1549	1864	2303	营业收入	1366	1632	2026	2456
现金	376	440	643	706	营业成本	965	1162	1404	1654
应收账款	93	258	176	345	营业税金及附加	6	7	9	11
其它应收款	17	16	21	26	营业费用	41	52	71	84
预付账款	51	58	70	83	管理费用	52	57	77	98
存货	954	777	954	1144	财务费用	54	50	55	52
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	396	435	483	535	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22	27	34	42	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	222	242	265	286	营业利润	249	304	410	558
无形资产	103	123	145	169	营业外收入	2	2	2	2
其他	49	43	40	38	营业外支出	4	2	2	2
资产总计	1886	1984	2347	2838	利润总额	247	304	410	558
流动负债	473	343	358	377	所得税	27	46	61	84
短期借款	343	200	200	200	净利润	221	259	348	474
应付账款	73	58	70	83	少数股东损益	0	0	0	0
其他	56	85	88	94	归属于母公司净利润	221	259	348	474
非流动负债	164	150	150	150	EBITDA	321	369	481	628
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.47	0.55	0.73	1.00
其他	14	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	636	493	508	527	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	474	474	474	474	营业收入	0.5%	19.4%	24.1%	21.3%
资本公积	183	183	183	183	营业利润	-4.7%	22.2%	34.8%	36.1%
留存收益	617	842	1191	1665	净利润	15.4%	17.2%	34.8%	36.1%
归属母公司股东权益	1250	1491	1838	2312	获利能力				
负债和股东权益	1886	1984	2347	2838	毛利率	29.4%	28.8%	30.7%	32.7%
现金流量表					净利率	16.1%	15.8%	17.2%	19.3%
单位: 百万元					ROE	17.6%	17.3%	19.0%	20.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	22.2%	25.7%	30.7%	31.8%
经营活动现金流	-116	344	322	185	偿债能力				
净利润	221	259	348	474	资产负债率	33.7%	24.9%	21.7%	18.6%
折旧摊销	18	15	17	18	净负债比率				
财务费用	54	50	55	52	流动比率	3.15	4.51	5.20	6.12
投资损失	-0	-0	-0	-0	速动比率	1.13	2.25	2.54	3.08
营运资金变动	-380	16	-95	-362	营运能力				
其它	-28	5	-2	2	总资产周转率	0.80	0.84	0.94	0.95
投资活动现金流	-116	-54	-64	-70	应收账款周转率	10	9	9	9
资本支出	129	25	32	33	应付账款周转率	15.49	17.70	21.89	21.63
长期投资	0	5	7	8	每股指标 (元)				
其他	13	-24	-26	-28	每股收益	0.47	0.55	0.73	1.00
筹资活动现金流	164	-226	-55	-52	每股经营现金流	-0.24	0.73	0.68	0.39
短期借款	252	-143	0	0	每股净资产	2.64	3.14	3.88	4.87
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	237	0	0	0	P/E	25.20	21.50	15.95	11.72
资本公积增加	-237	0	0	0	P/B	4.45	3.73	3.02	2.40
其他	-88	-83	-55	-52	EV/EBITDA	18	15	12	9
现金净增加额	-85	64	203	63					

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。