



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 9 月 14 日

小盘股

研究部

曾令波

分析员

zenglb@cicc.com.cn

李永喜

分析员

liyongxi@cicc.com.cn

推荐

瑞贝卡(600439.CH)

全球假发龙头，步入新一轮快速成长期

图 1: 历史股价表现和市盈率区间

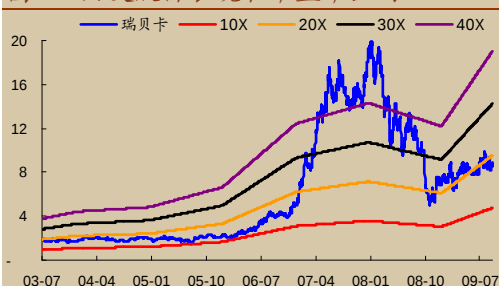


图 2: 瑞贝卡成长轨迹

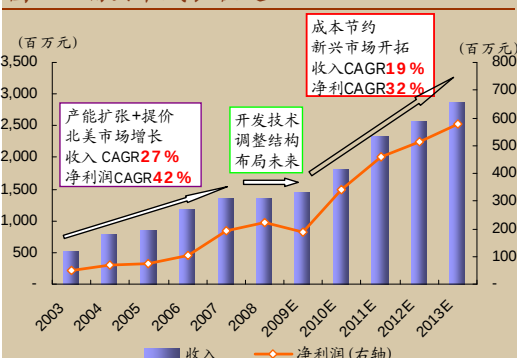


图 3: 重要假设及预测

主要假设	2008	2009E	2010E	2011E
销量				
工艺发条(万条)	1,178	1,200	1,300	1,500
化纤发条(万条)	1,322	1,800	2,000	2,500
人发假发(万套)	77	130	150	200
化纤假发(万套)	287	350	400	450
非洲大辨(万条)	-	-	1,500	2,500
PVC 化纤发丝(吨)	-	1,000	3,000	5,000
抚顺化纤发丝(吨)	-	-	2,000	3,500
毛利率				
工艺发条	24.4%	20.0%	22.0%	24.0%
化纤发条	47.2%	47.0%	50.0%	55.0%
化纤大辨	-	-	40.0%	40.0%
化纤假发	31.4%	32.0%	35.0%	38.0%
人发假发	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%
分地区收入(百万元)				
北美	796	757	870	957
(+/-, %)	-15%	-5%	15%	10%
非洲	386	501	702	1,053
(+/-, %)	48%	30%	40%	50%
国内	15	40	80	128
(+/-, %)	45%	165%	100%	60%

资料来源: WIND; 公司公告; 中金公司研究部

投资提示:

随着化纤发丝项目和非洲大辨项目的顺利投产，以及欧美市场的复苏和国内市场快速拓展，公司即将步入新一轮快速成长期，预计 09-11 年 EPS 为 0.30/0.55/0.74 元，年均 CAGR55%，按照 2010 年 25 倍 PE 给予 12 个月目标价 13.75 元，潜在上涨空间 54%，重申“推荐”评级。年初以来公司股价仅上涨 23%，比上证指数 64% 的涨幅落后 41 个百分点，目前市场对“出口复苏主题”十分关注，作为以出口为主的全球发制品龙头企业，公司是值得介入的投资标的。

理由:

2003~2007 年，公司通过产能扩张实现北美市场的增长，经历了一轮快速增长期，收入和净利润复合增长分别为 27% 和 42%。近两年，公司致力于化纤发丝技术研发和产品结构调整，同时推进非洲生产基地建设和国内市场培育，向产业链上下游的扩张均取得不错的进展，未来 5 年通过成本节约和新市场开拓，公司将进入新一轮的快速成长期，预计收入和净利润复合增长分别达到 19% 和 32%。

成长动力:

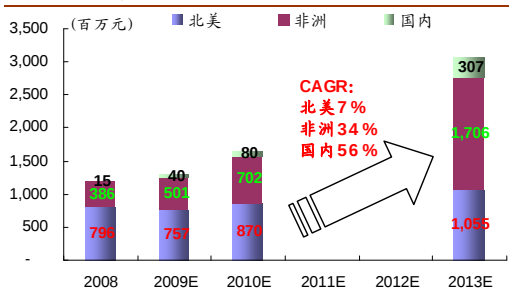
自产化纤发丝项目投产将显著降低成本。公司自行研发的 PVC 化纤发丝项目一期第一条 1000 吨生产线已经于今年 4 月投产，目前产量稳定。每吨发丝生产成本约 2 万元，相比进口发丝，每吨节约成本 2-3 万元。预计二期第二条生产线 9 月底投产，09 年两条生产线合计产量预计将达到 1000 吨。二期 4 条 1000 吨生产线将于 2010 年中投产，届时 PVC 化纤发丝产能将达到 6000 吨，成本节约贡献净利润可达 1 亿元以上，提升毛利率约 10ppt。公司收购的抚顺纤维生产线主要满足非洲大辨产品的原料需求，经改良后产能可达 4000 吨，自产发丝较低的成本确保非洲化纤大辨可获取 40% 以上的高毛利率。

非洲大辨项目投产续写非洲市场高速增长。为应对人民币升值，公司逐步进行生产基地转移，在非洲投资建设尼日利亚 1500 万条和加纳 1000 万条化纤大辨项目。两个项目均将于今年年底投产，保守估计这两个项目 2011 年全部达产。依托成本和品牌优势，非洲市场将延续高速增长态势，未来 3 年复合增长达到 40%。

北美出口订单恢复带动业绩走出低谷。2 季度业绩为盈利低点，随着全球经济逐步走出危机，中国出口渐渐复苏，中国发制品出口北美增速由年初的 -21% 回升至 7 月份的 -0.2%，降幅显著收窄，下半年有望恢复正增长。作为行业龙头，在需求复苏的过程中公司获取了更多的出口订单，目前在手订单已经排产至年底。

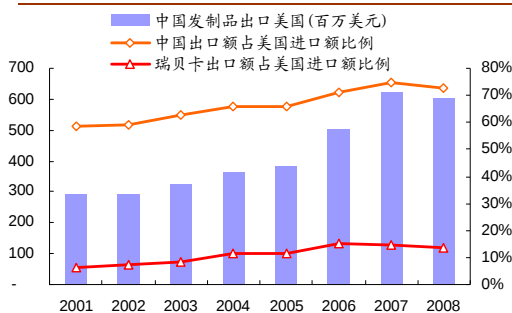
国内渠道和品牌建设增添新的利润增长点。国内市场开拓力度加大，09 年上半年新增开店 26 家，目前拥有门店 50 家。随着广告投入加大，国内假发时尚消费的逐步开启，公司的国内业务也将高速增长。

图4：各市场成长空间



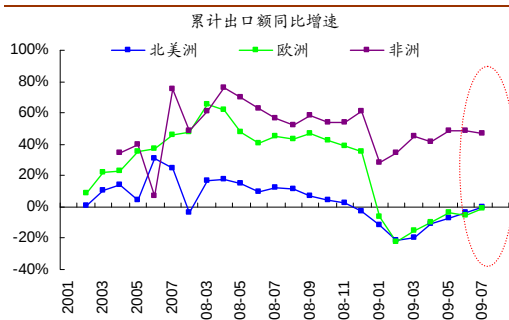
资料来源：公司年报；中金公司研究部

图5：美国市场份额仍有提升空间



资料来源：海关总署；UNData；中金公司研究部

图6：欧美出口复苏，非洲保持高增长



资料来源：海关总署；国研网；中金公司研究部

图7：2010和2011年利润增长点分析

	2008A	2009E	2010E	2011E
现有业务净利润	221	188	234	277
YoY		-14.8%	25%	18%
利润增长点:				
非洲大辫项目				
产量(万条)		1,500	2,500	
价格(美元/条)		1.5	1.5	
收入(万元)		15,413	25,688	
毛利率		40%	40%	
净利率		20%	20%	
新增净利润(万元)		3,083	5,138	
化纤发丝项目				
产量(吨)		3,000	5,000	
吨节约成本(万元)		2.50	2.50	
共节约成本(万元)		7,500	12,500	
新增净利润(万元)		6,375	10,625	
国内业务				
收入(万元)		8,000	12,800	
净利率		10%	15%	
新增净利润(万元)		800	1,920	
合计新增净利润(百万元)		103	177	
净利润(百万元)	221	188	337	454
每股收益	0.36	0.30	0.55	0.74
YoY		-14.8%	79.3%	34.8%

资料来源：公司公告；中金公司研究部

成长空间

欧美市场份额提升：1) **黑人市场份额提升：**依托较低的劳动力成本和相对丰富的人发资源，我国出口的发制品在美国市场的份额不断提升，由2001年的59%上升到2008年的73%。但由于我国发制品生产企业众多，且大都集中在低端的黑人假发市场，作为规模最大的企业，瑞贝卡在美国假发市场的占有率也仅有14%（黑人市场占比超过20%）。公司调整产品结构以适应北美假发消费倾向的变化，高档产品产能不断扩大，目前蕾丝产品10万套和女装假发500万套的产能均居全球首位。随着这部分产能逐步释放，公司在北美黑人假发市场份额将不断提高。2) **积极介入白人假发市场：**经过调研，公司发现白人市场卡子发的消费需求非常旺盛，销路甚至好于一般女装假发。为此公司将组织产能专门生产卡子发供应欧美白人市场，以此介入高端白人假发市场，打开发展空间。

非洲市场空间广阔：非洲约有7亿黑人，相对北美洲3000万黑人来说，假发市场潜力巨大。以尼日利亚为例，尼日利亚人口1.4亿，是非洲第一消费大国和石油出口国。从15岁到40岁的妇女是假发的主要消费群体，大约有3500万。每人每年最低消费8个，（包括发帘和化纤）按照市场价每个大约2.5美元计算，市场规模可达7亿美元。由于消费水平较低，目前非洲黑人的假发佩戴比例仍然较低（根据公司调研，尼日利亚首都拉各斯的假发佩戴比例也仅有12%-14%，有很大的提升空间）。公司在非洲市场的假发品牌“NOBLE”在当地知名度较高，市场份额超过20%。随着更受小姑娘和低收入成年人喜欢的大辫产品投放市场，公司非洲市场收入将保持持续快速增长。同时公司加大非洲其他市场的开拓，目前已进入南非、科特迪瓦和多哥等国家。按照目前非洲市场的成长速度，预计2011年非洲市场收入将超过北美市场，成为公司最大的出口市场。

国内市场值得期待：目前国内假发时尚消费尚未启动，假发消费仍然以弥补生理缺陷为主。但大连、杭州等地专卖店不断攀升的销售业绩表明假发作为时尚消费的观念正被年轻时尚的女孩子所接受。据估计，我国年轻时尚女青年约有2000万，另有病理患者和有生理缺陷的群体约5000万。如果其中有100万人使用瑞贝卡假发，每年消费1000元，则销售规模将达到10亿元。公司根据自身情况，采用以加盟店为主，直营旗舰店为辅的拓展策略。预计09年底门店可达80家，未来几年将保持每年80-100家的开店速度。随着门店数量增加，预计公司将加大广告投入力度，以开发和培育国内市场。保守估计，2013年国内收入达到3个亿，收入占比约10%。

股价催化剂

化纤发丝项目和非洲生产基地顺利投产；欧美出口数据持续好转；国内市场广告投入效果显现，市场开拓顺利进展。

风险因素

主要出口目标国货币大幅贬值（09年预计尼日利亚奈拉贬值20%，2010年不再贬值。静态测算，如果2010年美元贬值5%，奈拉继续贬值10%，则每股收益下降6%）；非洲大辫项目投产大幅慢于预期；经济再次探底导致欧美市场假发需求急剧下滑；市场大跌导致估值水平下降。

图8：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

瑞贝卡 损益表 (人民币百万)							历史股价表现							
600439	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	(%)	1周	1月	1季度	YTD	1年	2年	
销售收入	1,186	1,360	1,366	1,441	1,819	2,341	行业板块	消费品	二级行业		个人用品			
销售成本	-947	-1,003	-965	-1,043	-1,245	-1,516	第一大股东	瑞贝卡控股公司		持股比例		32%		
营业费用	-13	-19	-41	-50	-69	-94	总市值(百万元)	5,505	流通市值(百万元)		5,505			
管理费用	-41	-40	-52	-65	-73	-91	发行股数(百万股)	616	股票现价(元)		8.93			
EBIT	186	298	308	282	432	640	成长性分析							
EBITDA	197	314	326	302	455	666	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
财务费用	-37	-32	-54	-70	-46	-44	销售收入	41%	15%	0%	5%	26%	29%	
投资收益	1	3	3	4	0	0	销售毛利	30%	49%	14%	-1%	45%	44%	
其他损益项	0	0	0	0	0	0	EBITDA	40%	59%	4%	-7%	51%	46%	
所得税	-45	-72	-27	-26	-50	-143	EBIT	41%	61%	3%	-8%	53%	48%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	净利润	38%	87%	15%	-15%	79%	35%	
归属于股东的净利润	102	191	221	188	337	454	盈利能力分析							
							2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
瑞贝卡 资产负债表 (人民币百万)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	毛利率	20%	26%	29%	27%	31%	35%	
600439	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	营业费用率	1.1%	1.4%	3.0%	3.5%	3.8%	4.0%	
现金	508	461	376	333	511	802	管理费用率	3.4%	2.9%	3.8%	4.5%	4.0%	3.9%	
应收帐款	138	173	93	138	174	224	EBITDA利润率	16.6%	23.1%	23.8%	20.9%	25.0%	28.5%	
预付帐款	43	95	51	37	44	54	EBIT利润率	15.7%	21.9%	22.5%	19.6%	23.7%	27.3%	
存货	349	486	954	1,031	1,024	1,039	净利润率	8.6%	14.1%	16.1%	13.0%	18.5%	19.4%	
其他流动资产	-	-	-	-	-	-	偿债能力分析							
流动资产	1,047	1,225	1,490	1,558	1,777	2,149	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
固定资产	183	189	257	389	497	562	流动比率	3.03	4.39	3.15	2.97	3.08	3.37	
长期投资	17	21	22	22	22	22	速动比率	2.02	2.65	1.13	1.00	1.31	1.74	
其他长期资产	-	-	-	-	-	-	现金比率	38%	30%	20%	16%	21%	28%	
长期资产	273	293	396	526	631	694	资产负债率	30%	29%	34%	32%	30%	27%	
资产总额	1,320	1,518	1,886	2,084	2,408	2,843	债务/权益	42%	41%	51%	48%	42%	37%	
短期借款	251	91	343	343	343	343	净债务/权益	-24%	-17%	9%	11%	-2%	-16%	
各项应付款	23	51	73	79	94	115	利息覆盖倍数	5	10	6	4	10	15	
应交税费	20	37	-14	-15	-18	-21	杜邦分析							
应付职工薪酬	31	36	34	37	44	53	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
其他流动负债	51	100	70	117	156	200	税后利润/EBIT	55%	64%	72%	67%	78%	71%	
流动负债	345	279	473	525	576	637	×EBIT利润率	15.7%	21.9%	22.5%	19.6%	23.7%	27.3%	
长期借款	35	150	150	135	122	109	= 销售净利润率	8.6%	14.1%	16.1%	13.0%	18.5%	19.4%	
其他长期负债	12	13	14	15	15	16	×资产周转率	0.90	0.90	0.72	0.69	0.76	0.82	
长期负债	47	163	164	150	137	125	= 总资产收益率	8.9%	13.5%	13.0%	9.5%	15.0%	17.3%	
负债总额	393	442	636	674	713	763	×总资产/净资产	1.43	1.41	1.51	1.48	1.42	1.37	
少数股东权益	3	-	-	-	-	-	=净资产收益率	11.1%	17.8%	17.6%	13.3%	19.9%	21.8%	
股本	190	237	474	474	474	474	回报率分析							
公积金及未分配利润	735	839	775	935	1,221	1,606	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
股东权益	924	1,076	1,250	1,409	1,695	2,081	投入资本回报率	13.5%	17.3%	16.6%	12.6%	19.9%	22.5%	
负债及股东权益	1,320	1,518	1,886	2,084	2,408	2,843	平均资本回报率	7.8%	12.6%	11.7%	9.0%	14.0%	16.0%	
							每股指标分析							
瑞贝卡 现金流量表 (人民币百万)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
600439	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	摊薄每股收益	0.17	0.31	0.36	0.30	0.55	0.74	
净利润	102	191	221	188	337	454	每股经营性现金	0.76	0.17	-0.24	0.34	0.64	0.79	
折旧/摊销	11	16	18	19	24	26	每股股息	0.06	0.04	0.05	0.05	0.08	0.11	
运营资本变化	29	-166	-374	-68	-10	-37	每股净资产	1.95	2.27	2.64	2.97	3.57	4.39	
其他项	1	-1	19	70	46	44	估值分析							
经营活动现金流	145	39	-116	209	396	488					2008A	2009E	2010E	2011E
固定资产投资	-40	-26	-129	-145	-125	-85	市盈率				25.0	29.3	16.4	12.1
其他投资活动	0	0	0	-4	-4	-4	市净率				3.4	3.4	3.0	2.5
投资活动现金流	-40	-26	-129	-149	-129	-89	股价/每股经营性现金流				-36.6	26.3	13.9	11.3
股权融资	349	-	-	-	-	-	红利收益率				0.6%	0.5%	0.9%	1.2%
借款变动	-12	9	242	1	-14	-13	DCF估值(RMB)	13.28						
其他融资活动	-63	-70	-78	-104	-74	-95	目标股价(RMB)	13.75	预期收益率			54%		
融资活动现金流	274	-61	164	-103	-89	-108	目标市盈率				45	25	19	
现金(等价物)变化	378	-47	-85	-43	179	291	目标市净率				5	4	3	

资料来源：WIND；公司公告；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。