



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

公司动态

2009 年 12 月 28 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)

时尚品牌战略启动，国内市场开拓加速

公司近况：

公司于 2009 年 12 月 25 日在北京举办“发现不一样的你 瑞贝卡折服之旅”暨瑞贝卡金融街旗舰店开业记者招待会，影视明星范冰冰作为品牌形象代言人头戴瑞贝卡新款假发出席发布会。

评论：

时尚假发品牌战略全面启动。公司一直将“拥有自有知名品牌”作为战略目标之一，“顶上时装”是瑞贝卡作为行业龙头对假发消费的引领方向。以范冰冰为形象代言人，将时尚、现代、亮丽的假发消费观念带给广大爱美女性，同时树立瑞贝卡品牌的高端形象，是时尚假发品牌推广的第一步。后续通过各项代言活动以及央视等各类媒体广告预计将迅速拉动国内时尚假发消费。

国内市场开拓将加速，估值有望提升。目前国内假发市场增长迅速，公司加大市场开拓力度，目前已经拥有专卖店 70 家，其中 38 家直营店，32 家加盟店。预计 2010 年底专卖店将达到 200 家。随着品牌推广和广告投放加大，国内市场收入将快速增长。据加盟商反映，由于国内假发需求旺盛，公司近期已提高终端零售价 20% 左右，国内销售均价超过 1200 元。预计今年国内市场收入达到 5000 万，明年国内市场收入有望超过 1 亿元。尽管我们预计国内市场 2011 年才能贡献较大的利润（毛利占比超过 10%），但国内市场的高速增长和公司作为时尚消费品提供商逐步被认可，估值水平有望获得提升。

项目布局稳步进行，出口订单饱满，未来高增长可期。公司近两年重点进行的生产工艺升级、产品结构调整基本完成，本部化纤发丝项目已稳定投产，抚顺的发丝项目也将于近期批量生产，各项布局基本完成。而行业出口持续回暖，1-10 月份我国假发出口北美同比增长 10%，非洲市场增速依然保持高速为 53.2%。我们维持公司未来 3-5 年将进入新一轮快速成长期的判断。

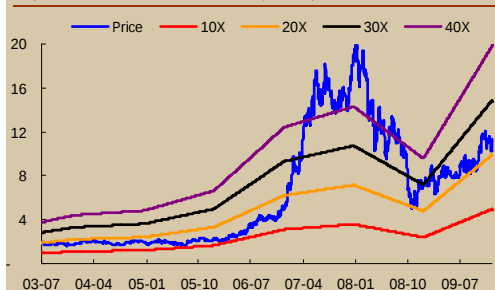
估值与投资建议：

暂维持 09-11 年每股收益预测 0.24/0.50/0.70 元，随着国内市场开拓的加速，未来两年业绩均有超预期的可能，目前股价对应市盈率分别为 49x/23x/16x，估值偏低，维持 6 个月目标价 13.75 元，对应 2010 年目标市盈率 27x，较当前股价存在 21% 的上涨空间，重申“推荐”评级，建议长期投资者积极介入。

风险因素：

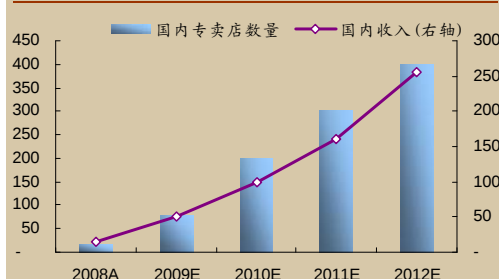
抚顺化纤发丝项目和非洲生产基地投产大幅慢于预期；大盘大跌导致整体估值水平下移。

图 1：历史股价表现和市盈率区间



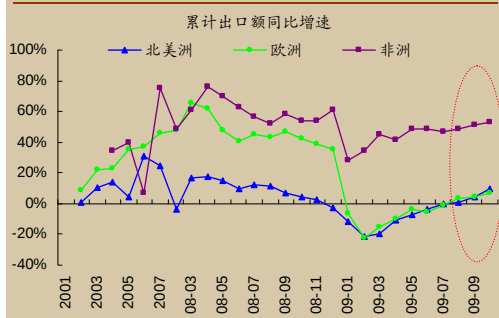
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图 2：国内市场快速增长



资料来源：公司公告、中金公司研究部

图 3：我国发制品出口增速迅速回升



资料来源：国研网、海关总署、中金公司研究部

图表 4：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)					
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	1,186	1,360	1,366	1,507	1,819	2,341
销售成本	-947	-1,003	-965	-1,141	-1,262	-1,556
营业费用	-13	-19	-41	-57	-69	-94
管理费用	-41	-40	-52	-83	-82	-91
EBIT	186	298	308	226	405	601
EBITDA	197	314	326	245	429	627
财务费用	-37	-32	-54	-60	-56	-60
投资收益	1	3	3	4	0	0
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-45	-72	-27	-20	-42	-108
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于股东的净利润	102	191	221	147	308	433

瑞贝卡 600439	资产负债表(人民币百万)					
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
现金	508	461	376	401	852	1,130
应收帐款	138	173	93	145	174	224
预付帐款	43	95	51	41	45	55
存货	349	486	954	1,127	1,038	1,065
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	1,047	1,225	1,490	1,733	2,132	2,505
固定资产	183	189	257	389	497	562
长期投资	17	21	22	22	22	22
其他长期资产	-	-	-	-	-	-
长期资产	273	293	396	526	631	694
资产总额	1,320	1,518	1,886	2,258	2,763	3,199
短期借款	251	91	343	543	343	343
各项应付款	23	51	73	87	96	118
应交税费	20	37	-14	-16	-18	-22
应付职工薪酬	31	36	34	40	45	55
其他流动负债	51	100	70	106	140	189
流动负债	345	279	473	719	561	628
长期借款	35	150	150	150	550	550
其他长期负债	12	13	14	15	15	16
长期负债	47	163	164	165	565	566
负债总额	393	442	636	884	1,126	1,194
少数股东权益	3	-	-	-	-	-
股本	190	237	474	474	474	474
公积金及未分配利润	735	839	775	901	1,162	1,530
股东权益	924	1,076	1,250	1,375	1,637	2,005
负债及股东权益	1,320	1,518	1,886	2,258	2,763	3,199

瑞贝卡 600439	现金流量表(人民币百万)					
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	102	191	221	147	308	433
折旧/摊销	11	16	18	19	24	26
运营资本变化	29	-166	-374	-160	69	-47
其他项	1	-1	19	60	56	60
经营活动现金流	145	39	-116	67	457	473
固定资产投资	-40	-26	-129	-145	-125	-85
其他投资活动	0	0	0	-4	-4	-4
投资活动现金流	-40	-26	-129	-149	-129	-89
股权融资	349	-	-	-	-	-
借款变动	-12	9	242	201	201	1
其他融资活动	-63	-70	-78	-94	-79	-107
融资活动现金流	274	-61	164	107	122	-106
现金(等价物)变化	378	-47	-85	25	451	278

历史股价表现	1周	1月	1季度	YTD	1年	2年
(%)	9%	1%	26%	58%	58%	-37%
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		32%	
总市值(百万元)	7,028		流通市值(百万元)		7,028	
发行股数(百万股)	616		股票现价(元)		11.40	

成长性分析	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	41.1%	14.7%	0.5%	10.3%	20.7%	28.7%
销售毛利	30.1%	48.6%	13.6%	-9.0%	52.5%	41.4%
EBITDA	40.2%	59.1%	3.9%	-24.6%	74.8%	46.2%
EBIT	40.8%	60.5%	3.2%	-26.5%	79.2%	48.2%
净利润	37.6%	86.5%	15.4%	-33.3%	109.5%	40.5%

盈利能力分析	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
毛利率	19.7%	25.5%	28.9%	23.8%	30.1%	33.1%
营业费用率	1.1%	1.4%	3.0%	3.8%	3.8%	4.0%
管理费用率	3.4%	2.9%	3.8%	5.5%	4.5%	3.9%
EBITDA利润率	16.6%	23.1%	23.8%	16.3%	23.6%	26.8%
EBIT利润率	15.7%	21.9%	22.5%	15.0%	22.3%	25.7%
净利率	8.6%	14.1%	16.1%	9.8%	17.0%	18.5%

偿债能力分析	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
流动比率	3.03	4.39	3.15	2.41	3.80	3.99
速动比率	2.02	2.65	1.13	0.84	1.95	2.29
现金比率	38%	30%	20%	18%	31%	35%
资产负债率	30%	29%	34%	39%	41%	37%
债务/权益	42%	41%	51%	64%	69%	60%
净债务/权益	-24%	-17%	9%	21%	3%	-12%
利息覆盖倍数	5	10	6	4	8	10

杜邦分析	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
税后利润/EBIT	55%	64%	72%	65%	76%	72%
×EBIT利润率	15.7%	21.9%	22.5%	15.0%	22.3%	25.7%
= 销售净利润率	8.6%	14.1%	16.1%	9.8%	17.0%	18.5%
×资产周转率	0.90	0.90	0.72	0.67	0.66	0.73
= 总资产收益率	8.9%	13.5%	13.0%	7.1%	12.3%	14.5%
×总资产/净资产	1.43	1.41	1.51	1.64	1.69	1.60
=净资产收益率	11.1%	17.8%	17.6%	10.7%	18.8%	21.6%

回报率分析	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
投入资本回报率	13.5%	17.3%	16.6%	10.0%	16.5%	18.2%
平均资本回报率	7.8%	12.6%	11.7%	6.5%	11.2%	13.5%

每股指标分析	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.17	0.31	0.36	0.24	0.50	0.70
每股经营性现金	0.76	0.17	-0.24	0.11	0.74	0.77
每股股息	0.06	0.04	0.05	0.04	0.08	0.11
每股净资产	1.95	2.27	2.64	2.90	3.45	4.23

估值分析		2008A	2009E	2010E	2011E
市盈率		31.9	47.8	22.8	16.2
市净率		4.3	4.3	3.9	3.3
股价/每股经营性现金流		-46.8	104.6	15.4	14.9
红利收益率		0.5%	0.3%	0.7%	0.9%
DCF估值(RMB)	13.52				
目标股价(RMB)	13.75	预期收益率		21%	
目标市盈率			58	27	20
目标市净率			5	4	3

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。