

期待从“掩饰”到“妆饰”的巨变

——瑞贝卡（600439）调研快报

2010年7月22日

推荐/首次

纺织服装行业

调研快报

银国宏 策略分析师 职业资格证书编号: S1480109060847

程远 纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338

MSN:chengyuan0716@hotmail.com

事件:

近期我们对瑞贝卡公司进行一定的研究和了解,现将情况汇报如下:

问题 1: 公司目前产能情况如何?

公司现有工艺发条产能约 1200 万条,化纤发条产能约 1350 万条,假发产能约 400 万套。公司今年将在北徐和浚县分别扩建 200 万套假发产能,预计今年北徐地区产能可贡献产量 100 万套。公司还计划在总部建设 200 万套白人卡子发产能,在尼日利亚建设 1500 万条化纤大辫产能,在加纳建设 1000 万条化纤大辫产能,计划今年 4 季度投产。公司使用 06 年募集资金建设的化纤发丝项目,已先后有两条年产 1000 吨的生产线投产,第三条生产线也即将交付使用。另外,公司在抚顺购买并改造的 4000 吨生产大辫发丝产能预计年底投产,达产后基本可满足非洲两个大辫生产线的生产需要。

问题 2: 公司国内市场拓展进程及未来规划如何?

公司从 07 年开始开拓国内终端市场,至今已有近 90 家终端销售网点,其中直营店 35 家左右。为了适应更广大消费者的需求,在大力发展 Rebecca 品牌的同时,公司今年开始推出了定位于中端的 Sleek 品牌,目前已有 6 家店面,均为加盟店。公司计划将 Sleek 品牌在二、三线城市大力发展,未来将 Rebecca 品牌打造为定位在一、二线城市中高收入人群的形象品牌,而将 Sleek 打造为贡献主要收入的大众消费品牌。公司目前国内终端零售业务的销售毛利率较高,以国内销售数据剔除阻燃纤维部分测算,综合销售毛利率可达 60%以上。

公司目标 2013 年在国内建设终端销售网点达 500 家,并在 2015 年将国内市场打造为公司的第一大销售市场。我们预计公司在国内的销售渠道将在未来实现井喷式发展,预测明晰如表 1 所示:

表 1: 瑞贝卡国内终端渠道拓展预测表

名称	2009-12-31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
瑞贝卡直营店数量	31	50	70	80	85	85
瑞贝卡加盟店数量	27	80	110	135	150	160
sleek 直营店数量	0	0	15	30	50	60
sleek 加盟店数量	0	20	60	100	150	200
直营总数	31	50	85	110	135	145
加盟总数	27	100	170	235	300	360
总店数	58	150	255	345	435	505

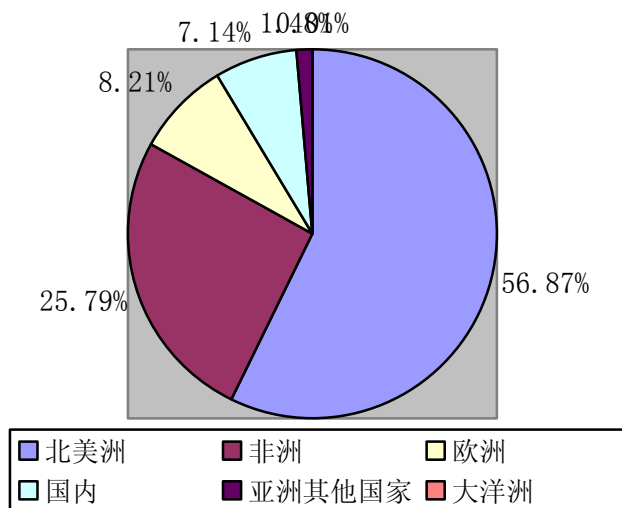
资料来源: 东兴证券研究所

问题 3: 公司国外市场发展状况如何?

公司目前在北美洲实现的收入占公司总收入 56.87%，在北美洲的市场份额约达 20% 左右，但由于销往该地区的产品以贴牌方式为主，因此毛利率仅有 15.71%，该区域计划今年下半年提价约 10%。公司目前在非洲市场实现收入占公司总收入约 25.79%，在非洲的市场份额约达 20% 左右，其中假发市场份额可达 40-50%，该地区的销售以自有品牌 Noble 实现，毛利率约为 39.36%。公司在欧洲市场实现收入占公司总收入 8.21%，该地区的销售自有品牌 SLEEK 实现，在欧洲的销售毛利率为 26.68%。另外，公司在亚洲其他国家和大洋洲也有少量的业务，目前毛利率分别为 24.2%、42.39%。

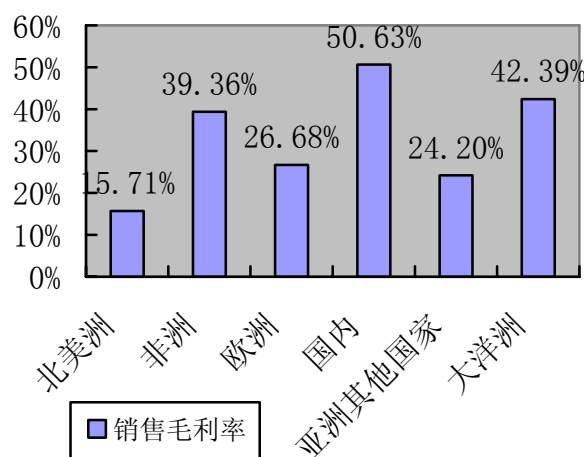
非洲市场是公司未来将要重点培育、发展的区域，该区域的黑人数量最多，因此刚性需求最强烈，但消费能力相对较低。公司计划在非洲建设适应当地消费能力的化纤大辫产品的产能 2500 万条，引领当地消费观念，满足低端需求，努力培育当地时尚化、品牌化假发的市场格局，目标在 2013 年将非洲市场打造为公司的第一大销售市场。另外，非洲市场的部分国家的汇率波动问题存在风险，此因素为公司的业绩带来了一些不确定性，但我们认为该问题并不影响公司的长期发展趋势。

图 1: 公司分区域收入结构实现比例



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 2: 公司分区域销售毛利率水平比较



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 2: 公司境外业务分区域收入贡献预测

名称	2009-12-31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
北美洲	959.00	1,054.90	1,160.39	1,276.43	1,404.07	1,544.48
非洲	405.00	587.25	822.15	1,109.90	1,442.87	1,875.74
欧洲	146.00	167.90	193.09	222.05	255.35	293.66
亚洲		30.00	36.00	43.20	51.84	62.21
大洋洲		0.20	0.22	0.24	0.27	0.29

资料来源: 东兴证券研究所

问题 4：假发市场国际和国内的发展态势如何？

目前在北美洲和非洲的假发市场较为成熟，假发的消费观念较为前卫。其主要原因是该区域内的黑人较多，而黑人的发质较为特殊，到达一定长度后发质无序卷曲，因此黑人妇女对于假发的刚性需求较大。而随着广大的刚性需求不断有效地推进该区域内假发市场的良好发展，该区域对于假发的消费观念也快速地转变，对于假发的种种偏见逐步弱化，作为时尚妆饰品的假发的需求逐渐显现。

据了解，在公司尚未开发国内的假发零售市场前，我国的时尚化、品牌化假发市场几乎是一片空白，假发产品的存在几乎全部是为了满足发质优缺陷的特殊人群的需要。瑞贝卡公司作为国内首家大规模开拓时尚化、品牌化假发市场的企业，将有效地引领市场的发展与消费者的需求倾向，未来最大程度分享该市场的成长应大概率实践。

结论：

1. 巨大的消费观念弹性是假发行业及瑞贝卡公司的最大看点。在传统的消费观念中，假发一般用作弥补发质缺陷，其目标消费群体较为局限，且消费频率较低。从消费需求演变趋势的角度讲，人们注重外形追求美丽的需求在当今社会可谓日益增强，使假发由弥补缺陷到时尚消费的嬗变。

从整容业在韩国的经验来看，从起初不被人们接受到如今的日益普及这一过程就可以看出人们对改变外型具有越来越强的需求偏好，且这种偏好往往能够征服、改变人们的许多传统观念。

因此我们认为，目前大部分区域的时尚化、品牌化假发市场存在着巨大的潜在消费需求。一旦公司能够有效的引领市场突破假发消费的观念瓶颈，将假发在消费者的观念中的地位由掩饰物逐步转变为妆饰物，那么时尚化、品牌化假发市场的爆发式成长值得期待，而公司无疑最将受益于此。

2. 尚未开垦的广阔市场与世界龙头的行业地位为公司未来快速、成功地开拓国内市场营销了良好背景。目前国内的时尚化、品牌化假发零售市场尚处于未开垦的处女地，公司作为世界假发业的龙头生产商，近年来首先开始了对国内假发零售市场的开拓。无论从生产、制造的规模和经验，还是从设计研发的能力和水平，公司在国内均无实力相当的对手。

综合以上原因，我们认为公司在国内时尚化、品牌化假发零售市场的发展既有广阔的市场需求支持，短期又无实力相当的手竞争，具备良好的发展基础、和背景。

3. 盈利预测与投资评级：推荐在考虑到公司今年增发摊薄股本后，我们预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.33、0.45、0.65 元，目前股价对应的 PE 分别为 29.6、21.5、14.9 倍。基于以上对公司发展前景的分析，我们认为给予公司 30 倍的 PE 较为合理，对应 11 年的股价为 13.5 元，给予“推荐”的投资评级。

表 3：瑞贝卡主要财务指标预测（假设增发价格为 9.5 元，增发 6000 万股）

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1607	2005	2425	3027
(+/-)%	17.58%	20.48%	37.07%	37.85%
经营利润（EBIT）	214	324	420	609
(+/-)%		51.58%	29.65%	44.88%
净利润	124	260	359	518
(+/-)%	-43.71%	109.87%	37.91%	44.20%

每股净收益（元）	0.20	0.33	0.45	0.65
----------	------	------	------	------

资料来源：东兴证券研究所

表 4：瑞贝卡利润表预测（假设增发价格为 9.5 元，增发 6000 万股）

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,606.56	2,005	2,425	3,027	3,796	4,841
	17.6%	24.8%	20.9%	24.8%	25.4%	27.5%
减：业务成本	1,227.31	1,464	1,726	2,085	2,535	3,120
营业税费营业税金及附加	6.11	8	10	12	15	19
	23.6%	27.0%	28.8%	31.1%	33.2%	35.6%
营业费用	61.82	100.24	145.49	196.73	265.72	338.88
管理费用	109.94	116.28	133.36	136.20	132.86	169.44
财务费用	65.46	9.60	(12.17)	(12.83)	(14.87)	(17.91)
其中：利息支出	0.00	19.69	0.00	0.00	0.00	0.00
利息收入	0.00	10.09	12.17	12.83	14.87	17.91
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.98	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营合营企业的投资收益	2.98	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	136.84	306.47	422.65	609.48	862.16	1,211.45
加：营业外收入	5.86	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	142.25	306.47	422.65	609.48	862.16	1,211.45
减：所得税	18.12	45.97	63.40	91.42	129.32	181.72
	12.74%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	124.12	260.50	359.25	518.05	732.84	1,029.74
归属于母公司所有者的净利润	124.12	260.50	359.25	518.05	732.84	1,029.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	7.7%	13.0%	14.8%	17.1%	19.3%	21.3%
	-43.7%	109.9%	37.9%	44.2%	41.5%	40.5%
发行在外股份数量(百万股)	616.49	799.79	799.79	799.79	799.79	799.79
基本每股收益	0.20	0.326	0.449	0.648	0.916	1.288

稀释每股收益	0.20					
	-56.7%	61.8%	37.9%	44.2%	41.5%	40.5%
股利	64.37	52.10	71.85	103.61	146.57	205.95
期初未分配利润	535.00	566.69	749.04	1,000.52	1,363.16	1,876.14
提取盈余公积	93.88	26.05	35.93	51.81	73.28	102.97
期末未分配利润	566.69	749.04	1,000.52	1,363.16	1,876.14	2,596.96

资料来源：东兴证券研究所

表 4：瑞贝卡资产负债表预测（假设增发价格为 9.5 元，增发 6000 万股）

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
资产						
流动资产						
货币资金	787.26	1,231.72	1,202.07	1,363.06	1,611.63	1,970.28
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.45	0.11	0.13	0.17	0.21	0.27
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	186.84	164.78	199.30	248.76	312.00	397.90
其他应收款	27.12	33.84	40.93	51.09	64.08	81.72
预付款项	83.90	89.76	96.66	105.00	115.14	127.62
存货	1,125.47	1,203.49	1,418.41	1,713.64	2,083.53	2,564.30
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	2,211.03	2,723.70	2,957.49	3,481.71	4,186.59	5,142.09
非流动资产						
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	24.62	27.08	29.79	32.76	36.04	39.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	284.66	731.84	826.37	767.91	710.49	654.28
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	28.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	100.03	90.03	80.03	70.02	60.02	50.02
开发支出	0.00	0.00				
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	6.29	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
递延所得税资产	7.95	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	452.20	855.95	943.19	877.70	813.55	750.95
资产总计	2,663.23	3,579.65	3,900.68	4,359.41	5,000.15	5,893.03
流动负债						
短期借款	656.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	118.74	140.41	165.48	199.92	243.08	299.17
预收款项	14.82	14.82	14.82	14.82	14.82	14.82
应付职工薪酬	49.59	57.03	65.58	75.42	86.73	99.74
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	-4.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	52.51	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	150.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,037.91	262.25	295.88	340.16	394.63	463.72
非流动负债						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	300.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52
非流动负债合计	302.76	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52
负债合计	1,340.67	264.77	298.39	342.67	397.14	466.24
所有者权益（或股东权益）						

实收资本（或股本）	616.49	799.79	799.79	799.79	799.79	799.79
资本公积	88.08	1,646.12	1,646.12	1,646.12	1,646.12	1,646.12
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	93.88	119.93	155.86	207.66	280.95	383.92
未分配利润	566.69	749.04	1,000.52	1,363.16	1,876.14	2,596.96
外币报表折算差额	-42.59	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	1,322.57	3,314.89	3,602.29	4,016.73	4,603.00	5,426.79
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（或股东权益）合计	1,322.57	3,314.89	3,602.29	4,016.73	4,603.00	5,426.79
负债和所有者权益（或股东权益）总计	2,663.23	3,579.65	3,900.68	4,359.41	5,000.15	5,893.03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程 远

金融工程专业毕业，08年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。