

瑞贝卡：加盟助力内销

报告关键点：

- 内销旺季，加盟助力
- 非洲销售三季度开始恢复
- 上调投资评级至“买入-B”

报告摘要：

- 内销旺季，加盟助力：**随着央视广告推出，终端渠道拓展加速，加盟商加盟积极高涨，截至10月底，公司拥有店铺数量123家，其中2/3均为加盟店，加盟比重快速提升，同时中档品牌“SLEEK”推广较快，自5月份推出至10月底，已经独立开设22家店铺。9月份，公司内销进入销售旺季，终端月度销售收入突破2000万，我们预计2010年全年品牌终端零售额有可能突破1.2亿元，为2009年的2倍以上，符合我们此前的预期。
- 加盟商开店积极性较高，预计2011年终端零售额翻番：**自2009年正式进行品牌运营一年多以来，公司内销品牌已经形成了北京、大连、浙江、成都四大优势销售区域，终端销售火爆，目前店铺盈利能力明显高于商场其他品牌，加盟商和商场利润丰厚，加盟商开店和商场品牌引进的积极性高涨，我们预计明年内销终端零售仍将保持翻番增长。
- 非洲销售三季度开始恢复：**公司明年业绩增长主要看非洲市场销售的恢复和产能的扩张。今年三季度开始，非洲销售已经开始恢复，带动三季报毛利率较快提高，同时，抚顺5000吨化纤高温丝已成功试产30吨，试产效果良好，困扰非洲2500万条大辫产能释放的原料问题明年得以解决，非洲大辫产将于明年投产。我们预期产能释放和销售恢复能使得2011年非洲市场得以恢复。
- 上调投资评级至“买入-B”：**公司2010年国内品牌零售符合我们此前的预期，我们长期看好假发品牌零售在国内的快速成长，瑞贝卡作为国内唯一的全国假发品牌运营商，内销零售的高速成长值得期待。由于今年非洲市场恢复慢于我们此前预期，我们下调2010年盈利预测，预计2010-2012年公司EPS（定向增发摊薄前）分别为0.28元、0.51元和0.70元，目前股价（2010年12月5日）对应的动态PE分别为46倍、26倍和19倍，上调投资评级至“买入-B”，上调6个月目标价至18元。

评级：

买入-B

上次评级： 增持-B

 目标价格：**18.00 元**

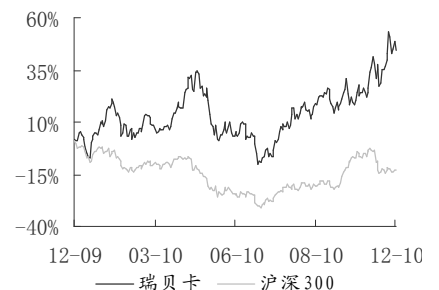
 期限： 6 个月 上次预测： 14.00 元
 现价： 13.18 元
 (2010.12.3)

 报告日期：**2010-12-16**

市场数据

总市值(百万元)	9,750.45
流通市值(百万元)	9,750.45
总股本(百万股)	739.79
流通股本(百万股)	739.79
12个月最高/最低	8.11/14.69 元
十大流通股(%)	45.70%
股东户数	37,251

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.51	9.42	57.81
绝对收益	14.21	17.57	44.49

研究员

赵梅玲

行业分析师

 021-68765110
 证书编号

 zhaoml@essence.com.cn
 S1450209090278

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,366.3	1,606.6	1,949.4	2,636.0	3,304.5
Growth(%)	0.5%	17.6%	21.3%	35.2%	25.4%
净利润	220.5	124.1	210.0	377.5	515.9
Growth(%)	15.4%	-43.7%	69.2%	79.7%	36.7%
毛利率(%)	29.4%	23.6%	27.6%	29.8%	31.8%
净利润率(%)	16.1%	7.7%	10.8%	14.3%	15.6%
每股收益(元)	0.30	0.17	0.28	0.51	0.70
每股净资产(元)	1.69	1.79	2.16	2.54	3.06
市盈率	44.2	78.6	46.4	25.8	18.9
市净率	7.8	7.4	6.1	5.2	4.3
净资产收益率(%)	17.6%	9.4%	13.2%	20.1%	22.8%
ROIC(%)	30.9%	13.9%	16.8%	22.6%	27.0%
EV/EBITDA	20.2	37.9	29.7	18.8	14.2
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%	1.1%

前期研究成果

- 瑞贝卡：内销和欧洲业务为中报亮点
2010-07-26
- 瑞贝卡：内销火爆，出口稳步恢复
2010-05-05
- 瑞贝卡：2009 全年增量不增收
2010-02-25

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-5

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,366.3	1,606.6	1,949.4	2,636.0	3,304.5	成长性					
减: 营业成本	965.1	1,227.3	1,411.4	1,850.5	2,253.6	营业收入增长率	0.5%	17.6%	21.3%	35.2%	25.4%
营业税费	5.7	6.1	7.8	10.5	13.2	营业利润增长率	-4.7%	-45.0%	75.5%	83.2%	37.0%
销售费用	41.3	61.8	97.5	131.8	181.7	净利润增长率	15.4%	-43.7%	69.2%	79.7%	36.7%
管理费用	52.4	109.9	117.0	145.0	198.3	EBITDA 增长率	3.6%	-29.2%	52.1%	56.4%	30.7%
财务费用	53.9	65.5	75.6	58.1	54.6	EBIT 增长率	3.3%	-33.2%	56.1%	57.8%	32.0%
资产减值损失	-0.7	2.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	23.0%	-30.9%	44.7%	55.6%	31.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.1%	20.4%	15.6%	10.4%	11.8%
投资和汇兑收益	0.2	3.0	-	-	-	净资产增长率	16.1%	5.8%	20.7%	17.7%	20.6%
营业利润	248.8	136.8	240.2	440.1	602.9	利润率					
加: 营业外净收支	-1.4	5.4	4.0	4.0	4.0	毛利率	29.4%	23.6%	27.6%	29.8%	31.8%
利润总额	247.4	142.2	244.2	444.1	606.9	营业利润率	18.2%	8.5%	12.3%	16.7%	18.2%
减: 所得税	26.9	18.1	34.2	66.6	91.0	净利润率	16.1%	7.7%	10.8%	14.3%	15.6%
净利润	220.5	124.1	210.0	377.5	515.9	EBITDA/营业收入	23.0%	13.9%	17.4%	20.1%	20.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	22.2%	12.6%	16.2%	18.9%	19.9%
货币资金	375.8	787.3	510.4	594.0	786.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	53	57	61	61	58
应收帐款	110.0	214.0	186.9	252.8	316.9	流动营业资本周转天数	210	244	240	204	190
应收票据	-	0.5	-	-	-	流动资产周转天数	358	415	383	283	268
预付帐款	50.6	83.9	83.9	83.9	83.9	应收帐款周转天数	36	32	32	26	27
存货	953.9	1,125.5	1,160.0	1,267.4	1,543.6	存货周转天数	190	233	211	166	153
其他流动资产	0.0	-	-	-	-	总资产周转天数	448	510	475	366	343
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	296	336	326	272	241
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	21.6	24.6	22.0	22.0	22.0	ROE	17.6%	9.4%	13.2%	20.1%	22.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.7%	4.7%	8.4%	13.1%	15.1%
固定资产	222.3	284.7	381.1	514.3	543.4	ROIC	30.9%	13.9%	16.8%	22.6%	27.0%
在建工程	35.0	28.7	22.3	20.6	4.1	费用率					
无形资产	102.9	100.0	105.0	106.0	106.8	销售费用率	3.0%	3.8%	5.0%	5.0%	5.5%
其他非流动资产	14.1	14.2	14.2	16.2	18.2	管理费用率	3.8%	6.8%	6.0%	5.5%	6.0%
资产总额	1,886.1	2,663.2	2,486.0	2,877.2	3,425.1	财务费用率	3.9%	4.1%	3.9%	2.2%	1.7%
短期债务	343.2	656.4	356.1	300.0	300.0	三费/营业收入	10.8%	14.8%	14.9%	12.7%	13.2%
应付帐款	99.2	171.3	154.7	202.8	247.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.7%	50.3%	35.8%	34.7%	33.8%
其他流动负债	30.2	60.3	69.6	82.7	99.3	负债权益比	50.9%	101.4%	55.7%	53.1%	51.1%
长期借款	150.0	-	-	-	-	流动比率	3.15	2.13	3.63	4.07	4.54
其他非流动负债	13.8	302.8	353.9	456.9	557.2	速动比率	1.13	1.05	1.46	1.72	1.97
负债总额	636.3	1,340.7	889.3	997.5	1,158.4	利息保障倍数	5.61	3.09	4.18	8.57	12.03
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	474.2	616.5	739.8	739.8	739.8	DPS(元)	-	-	0.06	0.10	0.14
留存收益	800.0	748.7	856.9	1,140.0	1,526.9	分红比率	10.8%	26.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,249.7	1,322.6	1,596.7	1,879.8	2,266.7	股息收益率	-	-	-	-	-
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	220.5	124.1	210.0	377.5	515.9	EPS(元)	-	-	0.28	0.51	0.70
加: 折旧和摊销	18.1	33.0	22.8	31.3	34.3	BVPS(元)	-	-	2.16	2.54	3.06
资产减值准备	-0.7	2.1	-	-	-	PE(X)	-	-	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	12.2	26.2	30.4	75.6	58.1	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-0.2	-3.0	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-378.9	-273.1	37.3	-11.0	-181.3	CAGR(%)	19.6%	60.8%	47.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-115.6	-75.9	345.7	455.9	423.6	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-128.5	-59.4	-115.5	-163.7	-47.9	ROIC/WACC	6.7	3.0	3.6	4.9	5.8
融资活动产生现金流量	164.2	548.9	-494.1	-189.7	-157.8	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007 年 7 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034