

瑞贝卡 (600439.SH)

长风破浪正当时

——国内假发消费“高铁式”增长

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

20.00-22.50

分析师

分析师

朱嘉

孙国东

S0740210080009

S0740207010008

021-20315132

0531-68889511

zhujia@qlzq.com.cn

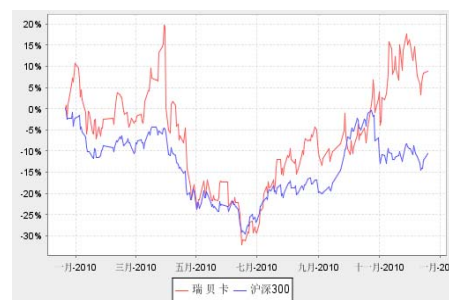
sungd@qlzq.com.cn

2011年1月6日

基本状况

总股本(百万股)	786.10
流通股本(百万股)	739.79
市价(元)	13.14
市值(百万元)	11036.86
流通市值(百万元)	10386.67

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,366.34	1,606.56	1,968.96	2,556.12	3,269.28
营业收入增速	0.47%	17.58%	22.56%	29.82%	27.90%
净利润增长率	15.36%	-43.71%	33.97%	86.29%	49.22%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.20	0.27	0.50	0.75
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	0.47	0.20	0.28	0.51	0.74
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	-3.57%	-1.96%	1.35
市盈率(倍)	20.37	58.01	48.53	26.05	17.46
PEG	1.33	—	1.43	0.30	0.35
每股净资产(元)	2.64	2.12	2.29	2.59	3.04
每股现金流量	-0.24	-0.12	0.06	0.25	0.44
净资产收益率	17.65%	9.48%	11.80%	19.42%	24.68%
市净率	3.59	5.50	5.73	5.06	4.31
总股本(百万股)	474.23	616.49	616.49	616.49	616.49

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 国内时尚假发消费潮滚滚到来,爆发式增长已经来临!人们消费观念中求变和爱美意识的增强,促使假发由弥补缺陷品的消费属性快速向时尚装饰品的消费属性转变,国内的假发消费热潮正在形成!
- 国际上知名假发品牌极少,且没有深入中国市场,国内对公司而言是一个“消费热潮兴起,竞争对手基本空白,瑞贝卡作为行业老大可以长驱直入,充分分享盛宴”的市场,时机和竞争格局显然较普通消费品更好!深耕四年,同时在范冰冰广告的影响下,瑞贝卡已经占有国内假发第一品牌的地位,无可撼动!
- 随着国内时尚假发消费潮流的爆发,以及公司国内品牌及渠道的逐步完善,广阔的市场空间将为公司业绩高增长提供肥沃的土壤!我们不应再将公司视为单纯的毛皮制造业企业,而应将之视为可选消费品公司,给予其合理的估值!参考同是“皮毛”制造商的华斯股份,同是消费品的星期六、搜于特,具有同样的消费升级概念的探路者,他们2011年估值达到了35-50倍,而瑞贝卡比他们更具有行业龙头地位!
- 国内时尚假发消费的空间巨大,有望达到200亿元!而公司作为国内唯一时尚品牌假发龙头企业,在未来将最大程度分享国内市场的高速成长!我们预计2011年公司假发国内终端销售收入有望达到4亿元;2012年公司假发国内终端销售收入有望达到8亿元。预计公司2015年国内终端销售达到30亿元!其复合增长率将达到60-70%,不亚于新兴产业的增速,且确定性更高!同时Rebecca和Sleek的双品牌战略有助于公司全面占领国内市场!
- 公司国内渠道建设倍增计划应对市场爆发期的来临!为了进一步引导及应对国内市场消费的爆发,公司2011年将实施门店倍增计划,数量将达到320家左右。计划至2013年,国内店面将达到600家左右,全面占领国内市场。此外,我们根据经销商调研得知,杭州、成都等经销商2011年都是翻倍的开店计划。

- 瑞贝卡 4-5 年后能成为多大市值的公司，前瞻性分析：2015 年，公司国内终端销售收入有望达到 30 亿元，公司确认销售收入 18 亿元，净利率为 40%，净利润为 7.2 亿元，给予 35 倍估值；公司国外市场有望实现 35 亿人民币的销售收入，考虑化纤发丝的公司研发成功国产化，假设净利率为 15%，净利润为 5.25 亿元，给予 25 倍估值，公司市值在 2014 年可以看到 383 亿元。
- 我们预计公司 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.27 元、0.50 元和 0.75 元，对应的动态市盈率分别为 48.48 倍、25.67 倍和 17.45 倍。考虑国内市场已经确定开始的爆发式增长，到 2015 年，公司国内业务具备复合增长率超过 60% 的增长，不亚于大部分新兴产业的增长，且确定性更高！我们认为应给予公司当年 40 倍 PE 和明年（2012 年）30 倍 PE 的估值，6-12 个月目标价为 20.00-22.50 元，给予“买入”投资评级。经历了几年的假发国内市场培育，现在明确处于爆发式增长期，对于投资将是收获期，强烈推荐！

图表 1：瑞贝卡官网首页



来源：瑞贝卡官网（<http://www.rebeccastyle.com.cn>）、齐鲁证券研究所

内容目录

国内市场“由一到十”的爆发增长期已经来临	- 4 -
国内市场已进入高速增长期	- 4 -
公司国内渠道建设“倍增计划”应对市场爆发期的来临	- 5 -
公司国内品牌树立双管齐下	- 6 -
公司国际市场亦呈现增长态势	- 8 -
北美市场稳定增长，公司市场份额及盈利水平有望逐步提升	- 10 -
欧洲市场——公司继续开拓市场，自有品牌及渠道优势有望逐步显现	- 10 -
非洲市场需求快速增长——公司海外市场的重点突破对象	- 11 -
公司产能扩张应对市场需求	- 11 -
业绩预测及估值	- 12 -
业绩预测	- 12 -
绝对估值	- 13 -
相对估值	- 13 -
风险提示	- 14 -

图表目录

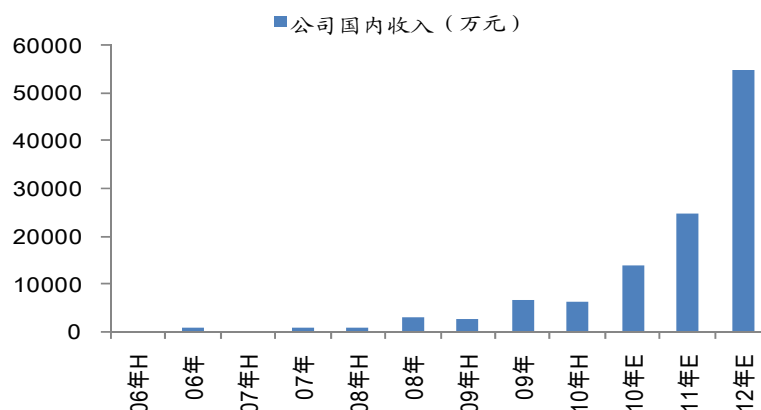
图表 1: 瑞贝卡官网首页	- 2 -
图表 2: 公司国内收入增长情况	- 4 -
图表 3: 国内假发市场容量估算	- 5 -
图表 4: 公司国内渠道建设情况	- 6 -
图表 5: 代表性经销商店面情况	- 6 -
图表 6: 范冰冰代言公司产品	- 7 -
图表 7: “百变女王”——百变才美丽	- 7 -
图表 8: 公司两个品牌渠道建设情况	- 7 -
图表 9: 公司两品牌的区别	- 8 -
图表 10: 全球发制品出口增长情况	- 8 -
图表 11: 我国发制品历年出口情况	- 9 -
图表 12: 全球人发资源供给占比情况	- 9 -
图表 13: 全球发制品比例情况	- 9 -
图表 14: 公司欧洲历年收入情况	- 11 -
图表 15: 公司欧洲历年毛利率情况	- 11 -
图表 16: 公司新建产能情况	- 12 -
图表 17: 公司分区域业绩预测	- 12 -
图表 18: DCF 估值结果	- 13 -
图表 19: 估值比较	- 14 -

国内市场“由一到十”的爆发增长期已经来临

国内市场已进入高速成长期

- 在国内传统的消费观念中，假发一般用作弥补发质缺陷，其目标消费群体较为局限，且消费周期较长。
- 但随着我国经济的快速发展，国人收入水平的逐步提高，人们消费观念和消费结构正处于不断变化、逐步升级的阶段，特别是年轻人求变和爱美意识的增强，加上受国外时尚消费的影响，国人对时尚消费品的追求也越来越强烈，同时**龙头公司通过明星广告消费引导等方式，加快了假发作为时尚装饰品的消费观念深入人心的进程**，国内的假发消费热潮正在形成。
- 从消费升级和环保健康的角度讲，人们对自身外形美的需求在当今社会日益增强，促使假发由**弥补缺陷品的消费属性快速向时尚装饰品的消费属性方向转变**。以早期的西装和现在整容业的经验来看，均经历了起初不被人们接受到如今的日益普及的过程，由此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。以前公司的消费群体是**30岁**以上的弥补发质缺损消费，现在是下至**18岁**，上至**60岁**的时尚消费。消费数量级扩大十倍以上。
- 我们可以从公司国内销售收入的增长情况明显看到国内市场消费量的爆发。从公司2006年进入国内市场至今，公司国内收入从2006年的340万元增长至2010年中期的6300万元(包含阻燃纤维)，特别在近两年，其收入在基数较高的情况下依然呈现出爆发式的增长——2009年达到6800万元，同比增长110%；2010年中达到6300万元(包含阻燃纤维)，同比增长150%。

图表2：公司国内收入增长情况



来源：齐鲁证券研究所 注：公司国内收入包含了一部分阻燃纤维类产品的收入

- 由于公司国内的销售策略目前以加盟商和直营店形式，全国零售端统一定价。在2010年，公司假发国内有望实现销售收入8000万元以上，而终

端销售收入则有望达到 1.2 亿元。我们预计 2011 年公司假发国内收入将达到 2.5 亿元，终端销售收入有望达到 4 亿元；2012 年公司假发国内收入将达到 5.5 亿元，终端销售收入有望达到 8 亿元，预计公司 2015 年国内终端销售达到 30 亿元。

- **国内时尚假发消费的空间巨大。**我们假设国内女性人口为 6.8 亿，其中城镇女性（或在城镇区域内工作）人口占比为 45%，为 3.06 亿；同时在 3.06 亿的城镇女性人口中 30% 为假发消费的潜在客户，人数为 0.92 亿；而在潜在客户中如果 20% 成为实际消费者，其每年在假发消费上的花销为 1100 元，国内的假发市场空间则为 202 亿元。

图表 3：国内假发市场容量估算

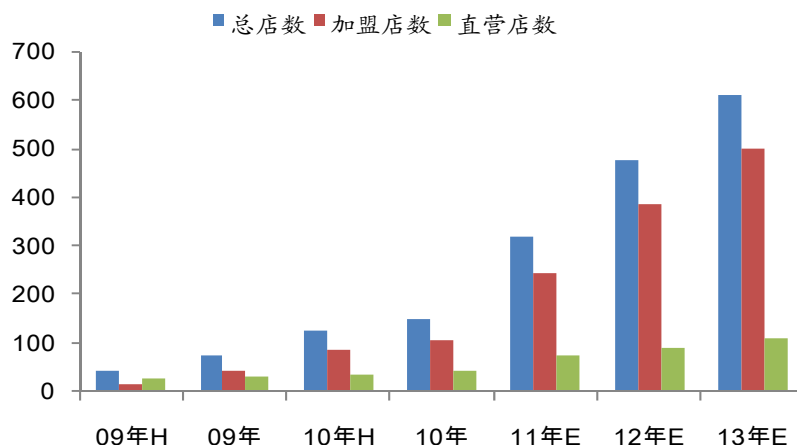
女性城镇人口 (亿)	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06
潜在客户比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
潜在客户数 (亿)	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
潜在客户成为实际消费者比例	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
消费者每年消费金额 (元)	1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600	1700	1800
市场容量 (亿元)	184	202	221	239	253	276	297	314	331

来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为，国内假发时尚消费的滚滚潮流已经到来，后期的消费量将呈现爆发式增长。而公司作为国内唯一全面开拓时尚品牌假发市场的龙头企业，将有效地引领国内市场的发展趋势和消费者的消费倾向，在未来将最大程度分享国内市场的高速成长！

公司国内渠道建设“倍增计划”应对市场爆发期的来临

- 公司自 2006 年启动对国内市场的开发，经过多年的尝试与累积，截至 2010 年 12 月中旬公司拥有门店 151 家，其中直营店 45 家与加盟店 106 家。
- 为了进一步引导及应对国内市场消费的爆发，公司 2011 年将实施“门店倍增计划”，终端门店数量将达到 320 家左右。同时公司计划至 2013 年，国内销售终端店面将达到 600 家左右，基本完成国内市场的跑马圈地运动，全面占领国内市场。

图表 4：公司国内渠道建设情况


来源：齐鲁证券研究所

- **终端建店积极性非常高，盈利超强。**数家经销商调研显示，经销商 2011 年均有店面倍增计划，例如杭州经销商目前 15 家店面，明年将再新开 15 家店面，达到 30 家店面；其单店的平均月营业额目前已达到了 20-25 万。再如成都经销商，目前店面 5 家，明年将新开 5-7 家店面，达到 10-12 家的数量，其单店的平均月营业额目前已达到了 25 万左右。

图表 5：代表性经销商店面情况

地区	目前店面数	2011年新开店数	2011年总店面数	开店方式	平均单店月营业额(万)	净利率水平
杭州	15	15	30	银泰路线	20-25	20%以上
成都	5	5-7	10-12	当地各层次代表性商场开店	25	20%以上

来源：齐鲁证券研究所

- **公司、经销商和百货商场三赢合作。**根据调研经销商得知，瑞贝卡在大连大商麦凯乐店收入达到 500 万/年，面积 10 多平，坪效超高，远远高于一般消费品水平。在如此的高坪效下，公司和经销商，百货商场实现了三赢。和百货公司渠道深度合作，东北主要合作欧亚和大商等；北京王府井集团等；南方市场，银泰、茂业和天虹等；西南市场，巴黎春天和伊藤百货等，有望实现集团层面合作共赢，快速占有渠道。
- **公司未来可以维持高速国内扩张的核心因素在于零售终端超强的盈利能力。**数家经销商调研显示：公司零售终端净利率均达 20% 以上！直接导致经销商终端建店积极性非常高，加速公司国内跑马圈地计划的进程。

公司国内品牌树立双管齐下——明星代言推动潮流前行，双品牌全面覆盖市场

- 2010 年是公司推广品牌的突击之年，通过与明星范冰冰签约代言，投放大量的平面与电视广告等方式，公司在国人心中逐步竖立起国内唯一一拥

有高端发制品品牌的企业形象，既引领了时尚潮流，又为公司后期国内市场的进一步开拓奠定良好的基础。

- 公司今年加大品牌宣传力度。上半年在瑞丽等时尚杂志增投了平面广告，下半年开始在中央一套、三套、江苏卫视、湖南卫视等电视媒体投放范冰冰为之代言的广告，强力宣传。
- 公司后期在品牌宣传方面，将从两方面继续加大力度。首先，在“硬投入”方面（广告投入），公司除了继续在上述投入之外，还将根据经销商的开店进程，加大在当地电视台的广告投入以促进销售的提升；其次，在“巧借力”方面，公司将自身产品与热播栏目及名人挂钩，借力宣传，目前公司已与江苏卫视的“非诚勿扰”栏目挂钩。

图表 6：范冰冰代言公司产品



来源：齐鲁证券研究所

图表 7：“百变女王”——百变才美丽



来源：齐鲁证券研究所

- 为了开拓中端市场，适应更广大消费者的需求，公司在大力发展 Rebecca 品牌的同时，2010 年开始推出了定位于中端的 Sleek 品牌，目前已有 31 家店面。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。

图表 8：公司两个品牌渠道建设情况

	09年	10年E	11年E	12年E	13年E
瑞贝卡直营店数量	45	45	75	85	100
瑞贝卡加盟店数量	30	75	95	135	150
sleek直营店数量	0	0	0	5	10
sleek加盟店店数量	0	31	150	250	350
直营总数	45	45	75	90	110
加盟总数	30	106	245	385	500
总店数	75	151	320	475	610

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：公司两品牌的区别

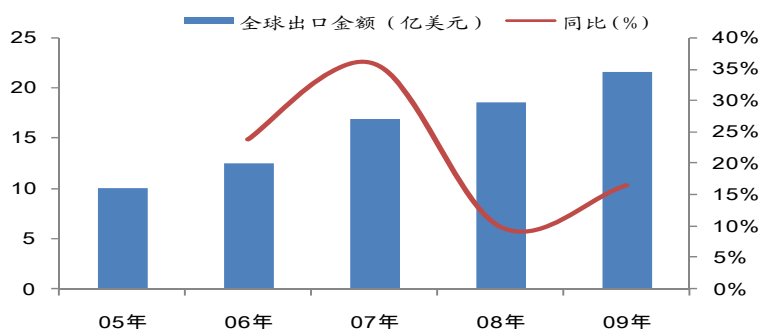
品牌	终端价格	产品特质	针对目标客户群体
瑞贝卡	2000元以上	成熟、端庄、大方	高层次职业白领女性
sleek	700-1200元	流行、时尚、潮流	偏年轻的女性

来源：齐鲁证券研究所

- 我们预计未来 2-3 年公司门店扩张将进入加速期，届时公司的国内业务可能迎来爆发式增长，特别是“Sleek”品牌在中端市场的投放，将使国内业务销售超预期增长，2015 年国内市场有望成为公司第一大销售市场。
- 目前，公司国内销售的毛利率平均达到 60%以上，远高于北美市场（20%左右）、欧洲市场（35%左右）和非洲市场（50%左右）。同时由于公司国内的销售渠道建设以经销商模式为主，使得公司在终端渠道费用及成本上花费较少，能保持较高的净利率。随着国内市场收入比重的逐步加大，国内市场在利润贡献度上有望加速提升。
- 随着国内时尚假发消费潮流的爆发，以及公司国内品牌及渠道的逐步完善，广阔的市场空间将为公司业绩增长提供肥沃的土壤！我们不应再将公司视为单纯的毛皮制造业企业，而应将公司视为可选消费品公司，给予其合理的估值！

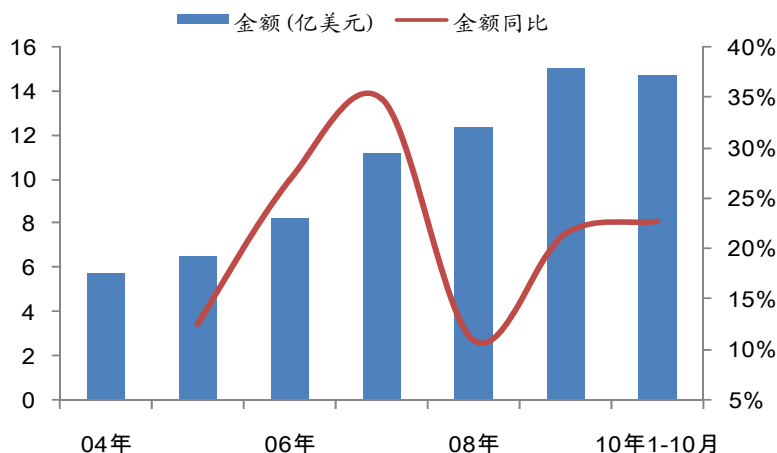
公司国际市场亦呈现增长态势

- 相比于国内市场，国际市场相对来说市场成熟度较高，因此无法想国内市场呈现爆发式增长，但其后期增速亦呈快速之势。
- 随着人们消费观念的转变，假发逐步由弥补缺陷品的消费属性快速向时尚装饰品的消费属性方向转变，其消费需求一直维持快速增长态势。2006 年-2009 年全球发制品以年均 21.03%的速度增长，后期随着非洲市场及国内市场消费的崛起以及中高端产品占比的提升，我们预计全球市场未来 3-5 年内的年均增速有望维持在 20%左右。

图表 10：全球发制品出口增长情况


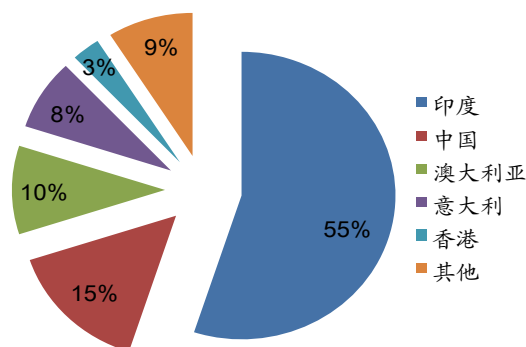
来源：齐鲁证券研究所

- 中国作为世界发制品生产集散中心，近四年发制品出口额占全球发制品出口额的比重均达到 80%以上，我们认为随着西方经济的企稳向好，特别是非洲市场消费的崛起，后期我国出口有望维持较高的增速。

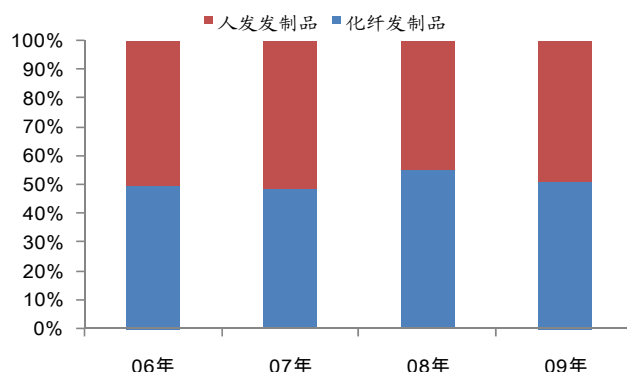
图表 11：我国发制品历年出口情况


来源：齐鲁证券研究所

- 从产品供给结构来看，近年来化纤发制品与人发制品在供给数量上基本相当，但人发资源因在发质及生长时间方面的限制性，人发制品销售价格远高于化纤发制品，是假发市场的主导产品。未来随着发制品行业规模不断扩大，人发资源供给的局限将逐步显现。因此我们认为，化纤发制品则可凭借价格、技术和生产周期短等优势，后期有望成为未来发制品行业发展的主流。而企业一旦掌握化纤原材的生产技术，便可在很大程度上解决原材料有限的瓶颈和成本上升的压力，为盈利创造空间。

图表 12：全球人发资源供给占比情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 13：全球发制品比例情况


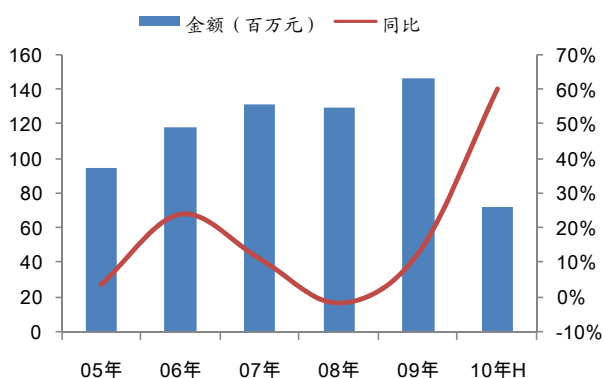
来源：齐鲁证券研究所

北美市场稳定增长，公司市场份额及盈利水平有望逐步提升

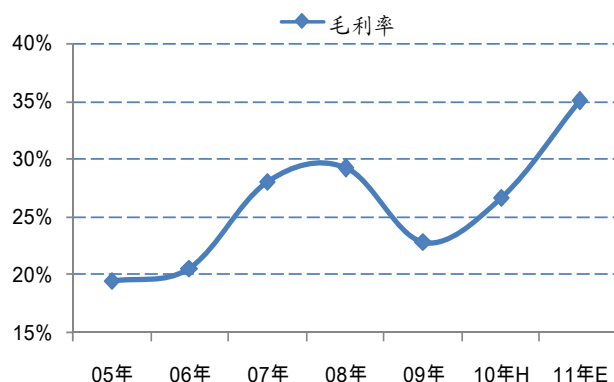
- 北美市场的消费主要倾向于中高档的人发制品，虽然金融危机直接导致美国发制品进口金额出现下滑（主要是因为进口价格下滑所致），但目前美国经济已企稳回暖，我们认为 2011 年发制品消费将会有较快的恢复，需求的提升将拉动中国发制品出口增长。
- 北美地区是公司发展最成熟的市场，2004 年-2007 年公司在北美市场年均收入增速达到 27.71%。公司在北美市场目前以销售工艺发条为主，2009 年公司通过优化产品结构，适时推出一系列如工艺发高顺等高附加值新品，高顺产品销售呈爆发式增长，促使北美市场收入得到恢复性增长。
- 公司在美国的销售模式以贴牌为主，美国市场的大客户大部分控制在印巴和韩国人手中，目前公司主要侧重于通过提升“瑞贝卡”在北美市场的品牌知名度，以品牌作为进入的前提，积极寻求合适的切入点，筹划直接进入美国市场。

欧洲市场——公司继续开拓市场，自有品牌及渠道优势有望逐步显现

- 欧洲市场目前是仅次于北美的全球第二大发制品消费市场，产品需求结构与北美市场相似。但其市场规模较北美市场相对较小。2009 年欧洲发制品消费额占全球发制品规模的 13.51%左右。据欧盟统计局统计，2009 年，欧洲发制品进口额同比增长 5.32%。
- 公司早在 2004 年就通过与英国品牌商“Sleek”合资成立亨得尔公司，成功建立了在欧洲市场的批发渠道，并以自有品牌“Sleek”对外销售。
- 在 2010 年初公司对欧洲渠道进行了进一步的整合，收购了亨得尔另外 50%股权，将渠道完全掌握在自身手中。后期公司将以亨得尔为载体，建立由英、法为中心的销售辐射带，逐步扩大市场份额。公司目前已成功开拓法国、荷兰等国家，而西班牙、意大利、俄罗斯作为后期开发的重点地区。
- 公司对欧美市场采取优化产品结构、提高产品附加值的方法，提升产品毛利率，加大了白人用高档顺发、高档卡子发产品的生产和销售，其中高档卡子发产品毛利率在 30%左右，我们认为，未来募投项目的投产，生产规模的扩大，公司在欧洲市场的盈利能力存在进一步的提升空间。

图表 14：公司欧洲历年收入情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 15：公司欧洲历年毛利率情况


来源：齐鲁证券研究所

非洲市场需求快速增长——公司海外市场的重点突破对象

- 公司在非洲市场以批发商身份销售自有品牌“Noble”产品，产品以化纤发条为主，其低廉的价格非常适应非洲地区的消费需求。
- 目前公司正在加紧对非洲西部、东部、南部地区进行销售网络的建设，现已在非洲西部建有尼日利亚和加纳两个销售子公司，后期公司将在非洲努力形成东、西、南三个区域联盟，在市场广度上不断拓展，力争将非洲市场发展为公司海外第一大销售市场。
- 产品结构优化将成为公司非洲市场未来业绩成长的新增动力。针对非洲市场黑人数量最多，刚性需求最为强烈，但消费能力相对较低的特点，公司在非洲市场新增了化纤大辫产品，该产品较化纤发条而言，在价格、使用寿命、附加使用成本及产品用量等方面均具有优势，覆盖面更广，适合非洲低收入人群使用，加深了市场深度。
- 目前公司已经开始将部分生产基地转移至非洲，在尼日利亚建立 1500 万条大辫生产线，在加纳建立 1000 万条大辫生产线，2011 年这两个项目将逐步进入量产。在优化产品结构的同时，实现在非洲市场的当地生产、当地销售的态势。同时公司将稳步提升产品价格，逐步提高毛利率，不断提升非洲业务的盈利水平。
- 随着公司在非洲市场的不断拓展，以及产品结构的逐步优化，2011 年有望成为公司在非洲市场的突破期。

公司产能扩张应对市场需求

- 为了应对国内需求的爆发式增长，和海外需求的快速增长，以及公司在原材料需求的大幅增长，公司开始了新一轮的产能扩张。
- 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。公司在北徐和浚县分别扩建 200 万套假发产能。同时

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，计划明年初投产。

图表 16：公司新建产能情况

项目	产能
尼日利亚化纤大辫生产线	年产 1500 万条
加纳化纤大辫生产线	年产 1000 万条
负离子聚氯乙烯发丝生产线	年产 4000 吨
国内市场营销体系建设	43 家
浚县女装假发生产线	年产 200 万套
高档白人发饰系列产品生产线	年产 200 万套
北徐女装假发生产线	年产 200 万套

来源：齐鲁证券研究所

- 在原材料方面，许昌本部目前全年产能可达 3000 吨左右，产能使用率约 80%，根据公司化纤发产能扩张的进度，预计 2011 年将达到 5000 吨的产能。粗步估算，现阶段进口发丝价格在 4 万/吨左右，目前状况下第一条生产线的生产成本大致为 2 万/吨，未来随着产能扩张，将是公司一个新的业绩增长点。另外，公司在抚顺购买并改造的 4000 吨生产化纤发丝产能有望于近期全面投产，达产后基本可满足非洲两个大辫生产线的生产需要。

业绩预测及估值

业绩预测

- 我们预计公司 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.27 元、0.50 元和 0.75 元，对应的动态市盈率分别为 48.48 倍、26 倍和 17.45 倍。

图表 17：公司分区域业绩预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国内收入（百万元）	32.37	68.12	90	250	550
毛利率	39.36%	33.50%	50%	60%	65%
毛利（百万元）	12.74	22.82	45	150	357.5
北美收入（百万元）	796.37	959.1	1200	1400	1600
毛利率	20.50%	16.29%	18%	21%	25%
毛利（百万元）	163.26	156.24	216	294	400
欧洲收入（百万元）	129.93	146.65	160	180	225
毛利率	29.12%	22.83%	23%	27%	33%
毛利（百万元）	37.84	33.48	36.8	48.6	74.25
非洲收入（百万元）	385.65	405.26	470	611	763.75
毛利率	47.66%	39.49%	40%	40%	40%
毛利（百万元）	183.80	160.04	188	244.4	305.5

来源：齐鲁证券研究所

绝对估值

- 我们采取 DCF 估值，主要假设前提为：

假定市场无风险利率为 3.6%，风险溢价为 6.5%，据此测算 WACC = 9.47%，假定公司 $\beta = 1.0$ ，永续增长率 TV = 1%。

- DCF 结果显示，公司合理估值为 21.71 元。

图表 18：DCF 估值结果

每股价值	21.71	TV 增长率	1.0%
隐含 P/E	80.48	WACC	9.47%
企业值	14,489.11	债务	1,106.64
		投资	799.09
股票价值	13,382.47	少数股东权益	0.00

会计年度截止日: 12/31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCFF	-47.23	-233.43	58.64	577.75	782.37	1,092.57	1,298.65	1,470.92	1,708.23	1,948.21	23,232.56	31,889.24
PV(FCFF)	-43.15	-194.79	44.70	402.32	497.67	634.88	689.35	713.25	756.67	788.32	9,400.79	13,690.02

来源：齐鲁证券研究所

相对估值

- 随着国内时尚假发消费潮流的爆发，以及公司国内品牌及渠道的逐步完善，广阔的市场空间将为公司业绩增长提供肥沃的土壤！我们不应再将公司视为单纯的毛皮制造业企业，而应将公司视为可选消费品公司，给予其合理的估值！
- 参考同是“皮毛”制造商的华斯股份，2011 年估值超过 40 倍；同是消费品的星期六、搜于特，其 2011 年的估值都在 35 - 40 倍；而且瑞贝卡比他们更具有行业龙头地位！
- 和探路者一样也具有同样的消费升级属性，但是探路者明年 50 多估值；对比来看，国际上知名假发品牌极少，也没有深入中国市场，国内给瑞贝卡留下来的的是一个“消费热潮兴起，竞争对手基本空白，瑞贝卡作为老大可以长驱直入，充分分享盛宴”的市场，时机和竞争格局显然更好！深耕四年，同时在范冰冰广告的影响下，瑞贝卡在国内已经具有假发第一品牌的地位，无可撼动。

图表 19：估值比较

	每股收益				收盘价	市盈率			
	09A	10E	11E	12E		09A	10E	11E	12E
瑞贝卡	0.20	0.27	0.50	0.75	13.14	65.70	48.67	26.28	17.52
华斯股份	0.32	0.48	0.66	0.90	31.85	99.53	66.35	48.26	35.39
星期六	0.53	0.40	0.55	0.85	19.10	36.04	47.75	34.73	22.47
搜于特	0.68	1.04	1.87	3.05	92.00	135.29	88.46	49.20	30.16
探路者	0.33	0.40	0.69	1.02	34.17	103.55	85.43	49.52	33.50
平均						88.02	67.33	41.60	27.81

来源：齐鲁证券研究所 注：收盘价为 1 月 4 日收盘价

- 瑞贝卡 4-5 年后能成为多大市值的公司，前瞻性分析：2015 年，公司国内终端销售收入有望达到 30 亿元，公司确认销售收入 18 亿元，净利率为 40%，净利润为 7.2 亿元，给予 35 倍估值；公司国外市场有望实现 35 亿人民币的销售收入，考虑化纤发丝的公司研发成功国产化，假设净利率为 15%，净利润为 5.25 亿元，给予 25 倍估值，公司市值在 2014 年可以看到 383 亿元。
- 考虑国内市场已经确定开始的爆发式增长，且国内时尚假发消费的空间巨大，有望达到 200 亿元。到 2015 年之前，公司国内业务具备复合增长率超过 60% 的增长，快于大部分新兴产业的增速，且确定性更高。我们认为应给予公司当年 40 倍 PE 和明年（2012 年）35 倍 PE 的估值，目标价为 20.40 - 22.50 元，给予“买入”投资评级，经历了几年的假发国内市场培育，现处于爆发式增长期。对于投资将是收获期，强烈推荐。

风险提示

- 国内假发消费潮流扩展速度低于预期；
- 公司开店速度低于预期；
- 公司新建产能建设速度低于预期。

附录2：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,607	1,969	2,556	3,269
增长率	17.6%	22.6%	29.8%	27.9%
营业成本	-1,227	-1,452	-1,743	-2,146
% 销售收入	76.4%	73.8%	68.2%	65.6%
毛利	379	517	813	1,123
% 销售收入	23.6%	26.2%	31.8%	34.4%
营业税金及附加	-6	-9	-11	-14
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
营业费用	-62	-102	-138	-180
% 销售收入	3.8%	5.2%	5.4%	5.5%
管理费用	-110	-138	-184	-235
% 销售收入	6.8%	7.0%	7.2%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	201	267	480	694
% 销售收入	12.5%	13.6%	18.8%	21.2%
财务费用	-65	-76	-122	-163
% 销售收入	4.1%	3.9%	4.8%	5.0%
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
% 税前利润	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	137	191	358	531
营业利润率	8.5%	9.7%	14.0%	16.3%
营业外收支	5	0	0	0
税前利润	142	191	358	531
利润率	8.9%	9.7%	14.0%	16.3%
所得税	-18	-25	-48	-69
所得税率	12.7%	13.0%	13.5%	13.0%
净利润	124	166	310	462
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	124	166	310	462
净利率	7.7%	8.4%	12.1%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	124	166	310	462
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	35	32	36	58
非经营收益	25	81	129	171
营运资金变动	-260	-242	-323	-424
经营活动现金净流	-76	37	152	268
资本开支	48	64	362	180
投资	0	0	0	0
其他	-12	0	0	0
投资活动现金净流	-59	-64	-362	-180
股权募资	0	0	0	0
债权募资	613	938	888	793
其他	-67	-81	-195	-295
筹资活动现金净流	547	858	693	498
现金净流量	411	831	483	586

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	787	1,618	2,101	2,687
应收款项	214	261	355	457
存货	1,125	1,194	1,433	1,764
其他流动资产	84	218	261	322
流动资产	2,211	3,291	4,150	5,230
% 总资产	83.4%	87.5%	83.9%	85.1%
长期投资	12	12	12	12
固定资产	313	354	683	807
% 总资产	11.8%	9.4%	13.8%	13.1%
无形资产	106	97	95	92
非流动资产	439	471	797	919
% 总资产	16.6%	12.5%	16.1%	14.9%
资产总计	2,650	3,762	4,947	6,148
短期借款	806	1,445	2,333	3,126
应付款项	186	139	177	237
其他流动负债	45	166	239	310
流动负债	1,038	1,750	2,749	3,673
长期贷款	0	300	300	300
其他长期负债	303	303	303	303
负债	1,341	2,353	3,352	4,275
普通股股东权益	1,310	1,410	1,595	1,873
少数股东权益	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,650	3,762	4,947	6,148

比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标				
每股收益 (元)	0.201	0.270	0.503	0.750
每股净资产 (元)	2.125	2.286	2.588	3.038
每股经营现金净流 (元)	-0.123	0.060	0.246	0.435
每股股利 (元)	0.080	0.108	0.201	0.300
回报率				
净资产收益率	9.48%	11.80%	19.42%	24.68%
总资产收益率	4.68%	4.42%	6.26%	7.52%
投入资本收益率	10.87%	12.75%	17.19%	20.83%
增长率				
营业总收入增长率	17.58%	22.56%	29.82%	27.90%
EBIT增长率	-33.26%	32.74%	79.57%	44.61%
净利润增长率	-43.71%	33.97%	86.29%	49.22%
总资产增长率	40.53%	41.95%	31.50%	24.27%
资产管理能力				
应收账款周转天数	31.7	45.0	47.0	47.0
存货周转天数	309.2	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	28.5	21.3	21.8	23.8
固定资产周转天数	57.6	51.9	40.6	52.1
偿债能力				
净负债/股东权益	24.38%	30.26%	52.15%	55.47%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.5	3.9	4.3
资产负债率	50.58%	62.53%	67.75%	69.54%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上
增持： 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有： 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%
减持： 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501