

瑞贝卡(600439.sh)

公司转型已成功，估值水平需提升

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210060016

消费升级之下，发制品行业高景气度将持续

05 年-09 年全球发制品复合增长率高达 23.15%。在消费升级的大背景之下，时尚装饰的消费诉求将成为未来发制品的主导需求，也将成为发制品行业增长的最大增量。全球发制品行业未来五年的增速仍将保持 20%以上。

公司战略清晰，已成为涉足发制品全产业链的行业龙头

公司是全球发制品行业规模最大的公司，是国内发制品业的绝对龙头，且已实现贴牌生产向自主品牌运营的跨越（除北美市场外均为自主品牌）。公司已由传统的制造企业转型为拥有品牌运营、掌控终端渠道的全产业链企业。

公司引领国内假发时尚，尽享假发市场高增长的盛宴

假发已由弥补缺陷的消费属性成功转型为时尚装饰品，公司作为行业龙头将尽享国内假发市场高增长的盛宴。国内收入 11 年、12 年有望达到 3-4 亿元、8-10 亿，15 年国内收入有望达到 30 亿元。

公司转型已成功转型，估值水平需提升

预计公司 10 年、11 年、12 年 EPS 为 0.28 元、0.52 元、0.74 元。从估值角度而言，市场仍将公司视为传统制造企业。自主品牌运作的非洲、国内市场未来五年将超过北美成为收入占比最高的市场，立足长远将公司视为可选消费品更为适宜。发制品行业仍处于高增长期，处于龙头的瑞贝卡（增速高于行业）最为受益，国内的绝对垄断地位等优势都使得公司理应享受到较高的估值溢价，给予公司 29 倍 PE，对应目标价 15 元，给予“买入”评级。

风险提示

国内市场消费增长低预期；公司在建项目投产进度低预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1366.34	1606.56	1960.00	2587.14	3411.81
增长率 (%)	0.47%	17.58%	22.00%	32.00%	31.88%
EBITDA(百万元)	319.90	234.41	339.03	519.21	725.02
净利润(百万元)	220.52	124.12	220.37	407.12	581.90
增长率 (%)	15.36%	-43.71%	77.54%	84.74%	42.93%
每股收益 (元)	0.47	0.20	0.28	0.52	0.74
市盈率	20.37	58.01	42.02	22.75	15.91
市净率	3.59	5.44	4.08	3.46	2.84
EV/EBITDA	14.41	32.08	27.59	18.25	13.24

数据来源: 河南瑞贝卡发制品股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

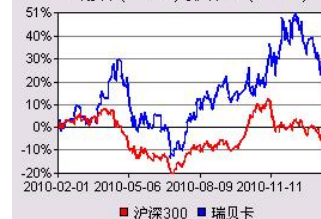
公司评级

买入

当前价格(元)	11.78
目标价格(元)	15.00
前次评级	无评级

股价走势

瑞贝卡(600439)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-9.10%	4.16%	18.99%
沪深 300	-0.89%	-10.16%	-5.23%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

786.10/739.79

主要股东:

河南瑞贝卡控股有限责任公司

主要股东持股比例 30.85%

财务比率

ROE	9.38%
ROA	9.13%
资产负债率	50.34%
每股净资产(元)	2.15

2009 年报数据

投资亮点

● 消费升级之下，发制品行业高景气度将持续

05年-09年，全球发制品复合增长率高达23.15%。在全球消费升级的大背景之下，时尚装饰的消费诉求将成为未来发制品行业的主导需求，也将成为发制品行业增长的最大增量，全球发制品行业未来五年的增速仍将保持20%以上。

● 公司战略清晰，已成为涉足发制品全产业链的行业龙头

公司在美国、欧洲、非洲的市占率均超过20%，已是全球发制品行业规模最大的公司，是国内发制品业的绝对龙头。

公司已实现贴牌生产向自主品牌运营的跨越（除北美市场外，均为自主品牌），公司已由传统的制造企业转型为拥有品牌运营、掌控终端渠道的全产业链企业。

公司选取收入增速、收入占比、毛利率俱佳的非洲及国内市场作为主攻方向。公司规划：五年内非洲、国内市场收入占比将超过北美，十年内国内市场将成为最大收入来源。当国内、非洲市场达到预期后，北美市场将成为公司“农村包围城市”战略的最后桥头堡，自主品牌进入北美市场将使得公司真正成为全球假发霸主。

● 公司引领国内假发时尚，尽享假发市场高增长的盛宴

伴随消费升级及国人爱美意识的增强，假发已由弥补缺陷的消费属性成功转型为时尚装饰品，国内假发消费高速增长的空间已然打开。瑞贝卡作为行业龙头能够轻松分享国内假发市场高增长的盛宴（03年-09年公司内销收入复合增长率78.34%，收入占比由0.41%上升至7.14%）。公司11年、12年、13年店铺数量同比增幅将达到100%、53%、37%，国内销售收入11年、12年有望达到3-4亿元、8-10亿，而按照公司的测算15年国内收入有望达到30亿元（10年公司总收入约为19.6亿）。

● 公司已成功转型，估值水平需提升

预计公司10年、11年、12年EPS分别为0.28元、0.52元、0.74元，11年、12年PE仅为22.7X、15.9X，估值远低于华斯股份（39X）、嘉麟杰（34X）等制造业向消费品转型的公司。从估值角度而言，市场仍视公司为传统制造类的企业。非洲和国内市场未来五年将超过北美成为收入占比最高的市场，而上述市场均是公司通过自主品牌运作，将成为公司收入及利润增量的最大贡献，因此我们认为立足长远，将公司视为可选消费品更为适宜。

发制品行业仍处于高增长期，处于龙头的瑞贝卡（增速高于行业）最为受益，国内的绝对垄断地位等优势都使得公司理应享受到较高的估值溢价。但考虑到非洲及国内市场领先优势的体现仍需时日，故给予公司可比公司均值的29倍PE，对应目标价15元，目前股价为11.78元，30%以上的涨幅可以期待，给予“买入”评级。

消费升级之下，发制品行业高景气度将持续

由于先天发质及收入水平的差异，全球发制品的主要消费国主要集中于欧美及非洲，而日韩、中国和印度等亚洲国家则是发制品的主要生产国。

供给端：中国是全球发制品制造基地，产品高端品牌化运营是趋势

在生产领域具有技术领先优势的日韩，受到发源及人工成本高企的制约，其生产业务已逐渐转移到中国，而中国现已成为全球发制品的生产中心。09年世界发制品供给额为15.70 亿美元，中国占比高达87.48%，全球发制品制造基地当之无愧。中国发制品以出口为主，出口金额占全球出口额的比例超过60%。

图1：中国发制品出口金额逐年递增

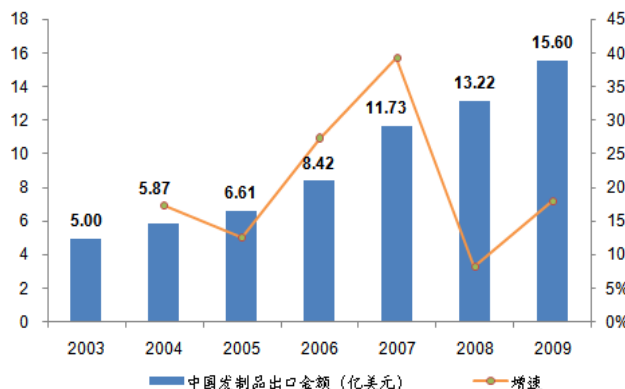
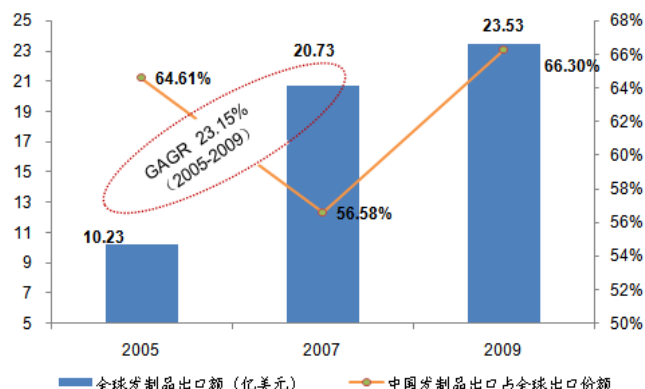


图2：中国发制品出口额占全球出口额比例



数据来源：广发证券发展研究中心

从中国发制品出口均价（20-40美元）来看，大部分中国企业仍以为传统的加工为主，出口的大多为低端半成品。

图3：中国发制品出口区域分布（2009年）

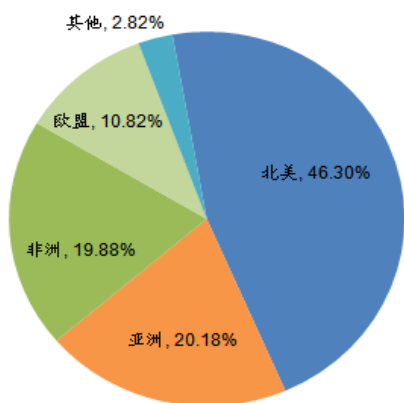
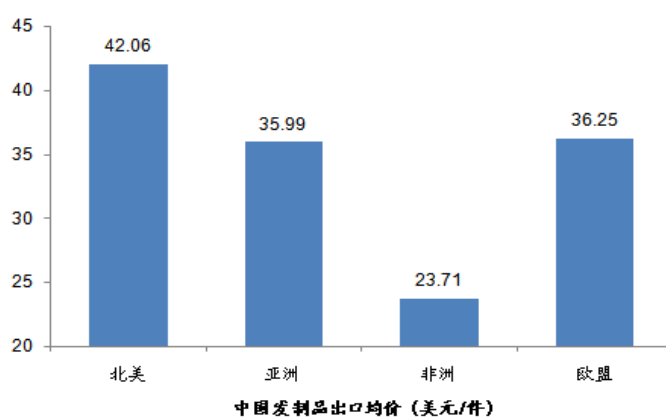


图4：中国发制品出口均价（2009年）



数据来源：广发证券发展研究中心

但随着以瑞贝卡为代表的国内发制品企业的迅速做强，高端化、品牌化运营已成为趋势。伴随国内消费市场的启动，未来中国发制品企业将面临由传统贴牌外销为主的加工模式向上下游全产业链的品牌运营企业的转型。

需求端：时尚装饰将成为发制品行业的主导消费诉求

全球发制品的消费地主要集中于北美、欧洲和非洲，中国发制品出口亦集中于上述三地。目前全球对于发制品的消费诉求主要分为弥补缺陷和时尚装饰两大类。

黑种人先天的发质特点使其对于发制品的需求较为刚性，尽管其购买能力不强（收入条件所限），但市场存量（假发为易耗品和必需品）及成长空间巨大。北美、非洲是黑种人的聚集地，故而发制品的现有市场集中于此。

白种人购买能力较强，对时尚装饰的诉求较高，使用发制品多为时尚装饰所需，对于中高档产品需求量较大。

黄种人购买能力较强，但对于使用发制品的观念相对落后。但在收入提高及时尚意识增强之下，亚洲市场消费者对于对发制品的消费观念已经开始发生转变，发制品作为时尚配饰的特性日益突出，从早先的接发、驳发到佩戴假发套，发制品的消费需求增长十分迅速，是未来发制品最值得关注的“蓝海”。

表1：发制品消费目标群体特点

	消费诉求	分布区域	产品需求	需求特点	市场特点
黑种人	弥补先天发质缺陷	非洲、北美洲	发条	刚性需求	消费档次低，但市场容量巨大
白种人	时尚美观	欧洲、北美洲	假发	可选消费	消费能力高，市场较为成熟
黄种人	弥补后天脱发/时尚美观	亚洲	假发	可选消费	消费能力较高，观念相对落后

数据来源：广发证券发展研究中心

随着生活水平的提高及消费升级，时尚装饰的消费诉求将成为未来发制品行业的主导需求。在弥补缺陷的刚性需求稳步增长的大背景下，时尚需求将成为发制品行业的最大增量所在。05年-09年，全球发制品复合增长率高达23.15%，随着非洲低端产品的升级及亚洲市场的崛起，全球发制品行业未来五年的增速仍将保持20%以上。

公司战略清晰，已成为涉足全产业链的行业龙头

公司为全球发制品的龙头

瑞贝卡自93年与美国新亚公司合作进军美国市场依赖，外销的市场版图不断扩大，目前公司在美国、欧洲、非洲的市占率均超过20%，公司已全球发制品规模最大的公司。

09年公司发制品出口金额约2.16亿美元，占中国当期发制品出口额的15%，遥遥领先于其他国内企业，是国内发制品业的绝对龙头。

表2：国内发制品企业出口额比较

2009年许昌市发制品出口额 TOP10 (万美元)		2007年中国发制品出口额 TOP10 (万美元)	
河南瑞贝卡发制品股份有限公司	21639	河南瑞贝卡发制品股份有限公司	16863
许昌恒源发制品有限公司	5976	许昌龙正发制品有限公司	5464
许昌市瑞泰发业有限公司	5451	宁波宁兴国贸实业有限公司	4365
许继集团有限公司	3813	青岛即发进出口有限公司	2649
许昌龙正美发饰品有限公司	3700	禹州神龙发制品有限公司	2542
许昌龙正发品有限公司	3104	许昌市瑞泰发业有限公司	2282
禹州市神龙发制品有限公司	2692	许昌恒源发制品有限公司	1922
许昌浩源发制品有限公司	1531	安徽富泰发制品有限公司	1842
许昌冰洋发制品有限公司	1439	青岛华青进出口有限公司	1640
许昌市对外贸易有限公司	1419	青岛富信发品有限公司	1455

注：许昌是国内最大的发制品集散地，许昌出口额占全国发制品出口额50%

数据来源：广发证券发展研究中心

公司已实现贴牌生产向自主品牌运营的跨越

与国内大部分发制品企业类似，瑞贝卡产品也以外销为主，10年上半年内销收入仅占7.14%。北美、非洲、欧洲和国内是公司目前的四大销售区域。

图5：公司区域市场收入占比（2010H1）

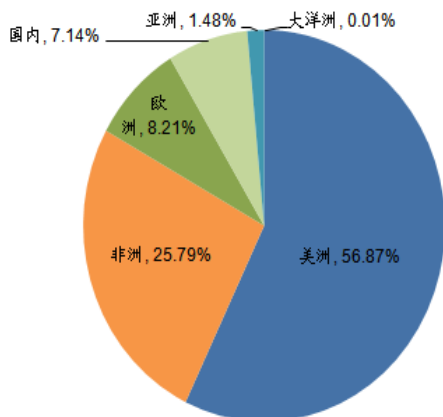
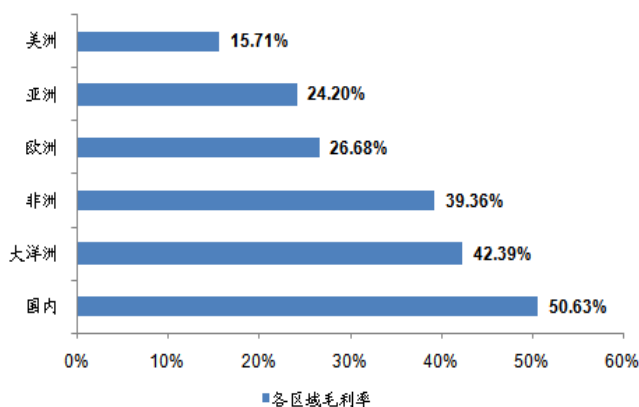


图6：公司各区域毛利率

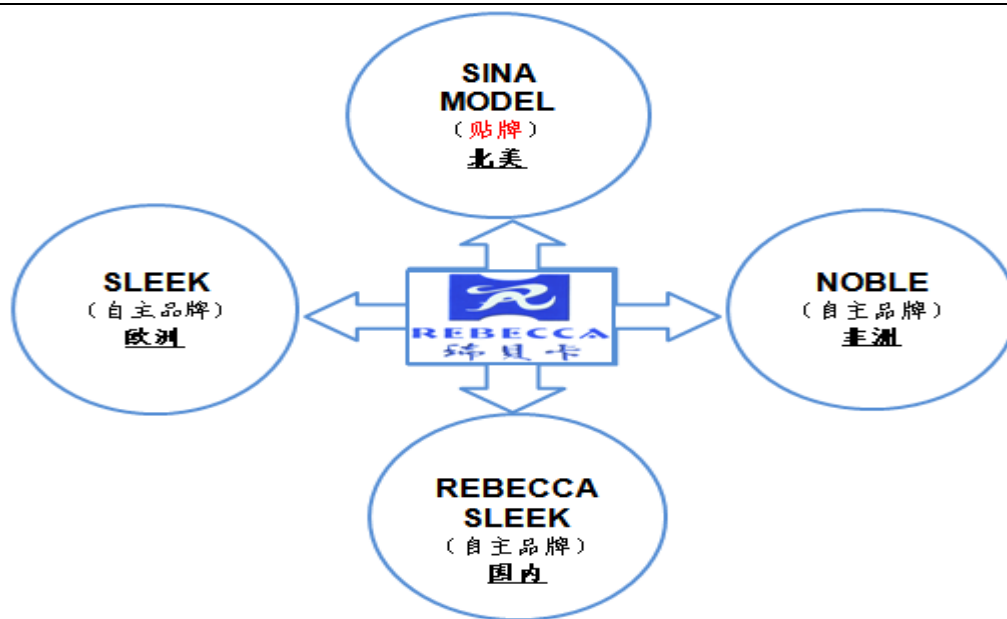


数据来源：广发证券发展研究中心

北美市场对于公司收入贡献高达56%，是目前公司第一大市场，也是公司的传统优势市场。但由于韩国厂商在北美已耕耘数十年，渠道优势难以匹敌，公司目前仍是贴牌给经销商的模式经营，因此公司北美市场毛利率为所有区域市场的最低。

欧洲市场及非洲市场，公司则是采用自主品牌Sleek、Noble直供给当地的批发商，毛利率较高，而国内市场虽然规模有限，但由于采用了Rebecca、Sleek的双品牌直销的运营模式，毛利率为所有区域市场的最高（50%以上）。

图7：公司品牌矩阵



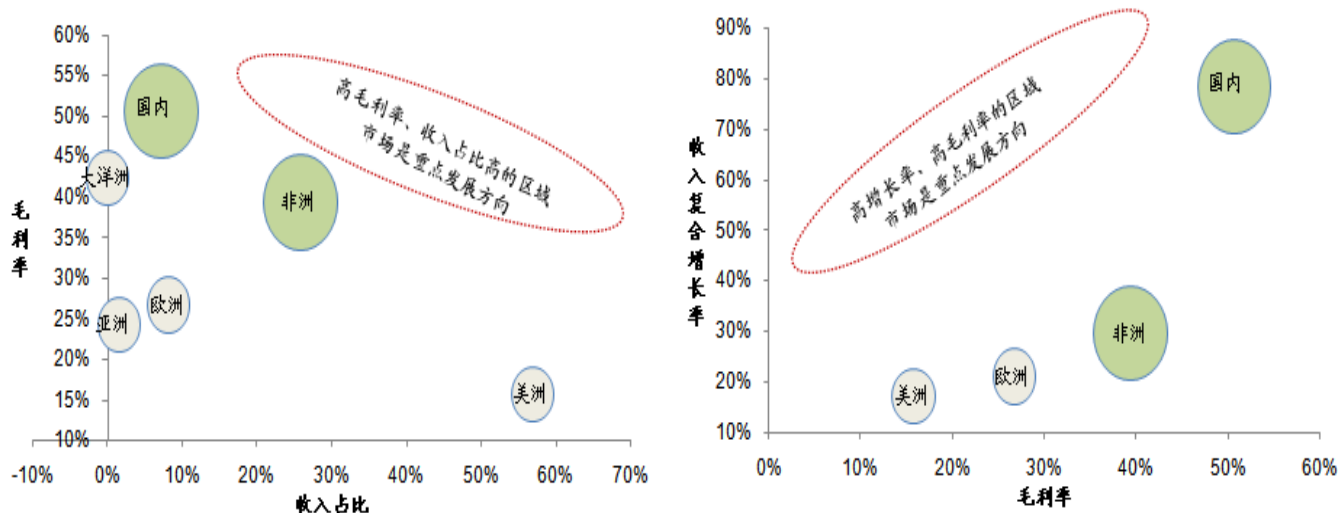
数据来源：广发证券发展研究中心

从品牌角度而言，除北美市场外，公司均已实现自主品牌的营销策略，这与国内大部分发制品企业出口半成品或贴牌相比已经实现了突破，公司已由以往的纯制造业向品牌运营的角色转变，公司业已成为涉足发制品全产业链的龙头。

非洲市场、国内市场是未来最大的增量

对比四大区域的收入占比、毛利率、收入复合增速可以得知：美洲市场收入占比最高，但毛利率、收入增速均是最低；国内市场收入占比最低，但毛利率、收入增速却是最高；非洲市场则是收入增速最快、毛利率较高、收入占比较大的区域。国内市场、非洲市场收入复合增速及毛利率均存在相对优势。

图8：公司区域市场收入占比、毛利率、收入复合增速比较



数据来源：广发证券发展研究中心

综合上述三项指标，非洲及国内市场是公司战略所指，也是公司未来最大的增量所在。而按照公司规划，五年内非洲市场、国内市场收入占比将超过北美，十年内国内市场将成为公司最大的收入来源。当然，非洲、国内市场收入增长的同时，美洲市场的绝对收入也将稳步增长。

公司引领国内假发时尚，尽享假发市场高增长的盛宴

公司对于国内市场的关注始于04年，04年年报有如下描述：“巩固北美市场，拓宽非洲市场，开发欧洲市场，兼顾其他市场。**对于国内及其他市场，则注重宣传。**”而内贸品牌概念的提出为05年下半年、06年北京专卖店推出、07年国内市场真正开始推广，而建店速度的加快则始于09年下半年。

表3：公司对国内市场开发的进程

	公司年报中对国内市场态度的变化	国内市场销售收入（万元）
2004	巩固北美市场，拓宽非洲市场，开发欧洲市场，兼顾其他市场。 对于国内及其他市场，则注重宣传。	274
2005	积极启动国内发制品市场，促进公司产品销售，实现优势互补。在认真做好国际市场的前提下，主动开发国内市场，为实施“双品牌”战略、扭转依赖单一市场的风险， 打造国内品牌 ，促进产品销售创造条件。	429
2006	坚持以北美市场为主，积极开发非洲、欧洲市场。完成北京市场的调研，设立了北京营销总公司， 国内市场的逐步开发将成为公司未来发展新的增长点。	719
2007	坚持以北美市场为主，积极开发非洲、欧洲市场，兼顾开发国内市场。抢抓我国经济发展方式转型的有利机遇， 大力开发国内市场，促进发制品的国内销售。	1039
2008	加快国内营销网络项目建设进度，国内营销网络已初具规模；全国共开设自营店和加盟店 16 家，国内营销网络已经初具规模。	3237
2009	全面推进了国内一二线城市的店面建设工作，已开业的直营店和加盟店近 60 家；品牌定位更为清晰、准确，广告效应初现。	6813

数据来源：广发证券发展研究中心

公司作为发制品行业的龙头，既受益于国内消费升级带来观念的转变，同时又是假发时尚装饰性能的引导者。10年公司致力于品牌推广，通过广告代言（范冰冰）、媒体宣传等多种方式来进行假发市场的培育。

在众多因素之下，国内假发消费的空间已经打开，假发已由传统弥补缺陷的消费属性成功转型为时尚装饰品，拥有了更加广阔的市场空间。同时国内假发市场方兴未艾，还未成形，瑞贝卡作为行业龙头能够轻松分享国内假发市场的盛宴。

公司内销收入自03年至09年复合增长率达到78.34%，对于公司的收入占比也由最初的0.41%上升至7.14%。

图9：国内市场收入逐年递增（单位：万元）

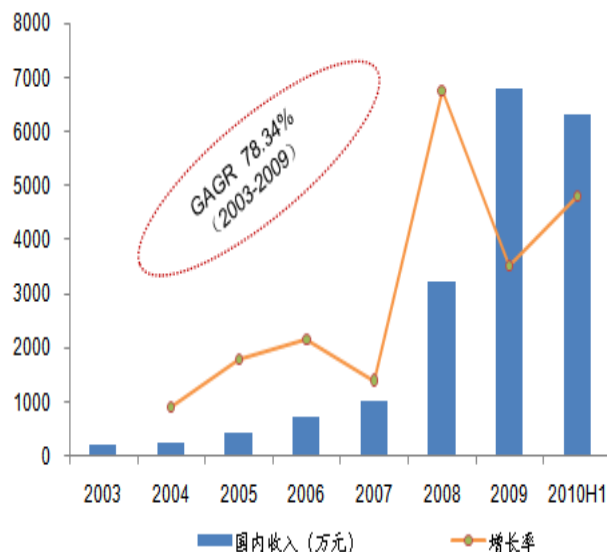
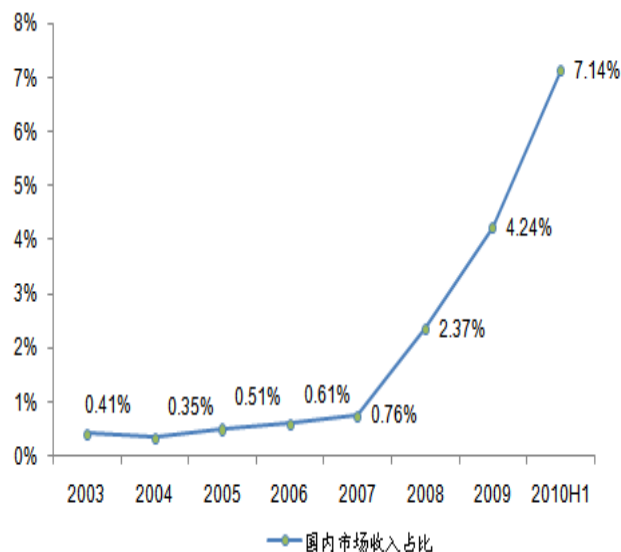


图10：国内市场收入占比



数据来源：广发证券发展研究中心

公司Rebecca品牌定位于高端客户，而国内市场刚刚起步，未来流行时尚需求将处于主导地位，因此在继续加大Rebecca品牌扩张的同时，公司10年推出了定位于中低端的Sleek品牌，主要针对二、三线城市的广阔空间。

表4：公司国内两大品牌介绍

	客户定位	适用区域	适用人群	特点	均价
Rebecca	高端用户	一、二线城市	40岁以上白领	成熟端庄	2500元
Sleek	中低端用户	二、三线城市	25-35岁年轻女性	流行时尚	1000元

数据来源：广发证券发展研究中心

伴随广告效应的出现，公司渠道建设也是跑马圈地、四面开花。11年、12年、13年店铺数量同比增幅将达到100%、53%、37%，而国内市场的销售收入11年有望达到3-4亿元、12年8-10亿，而按照公司的测算15年国内收入有望达到30亿元。

表5：公司旗下品牌开店数量预测（单位：家）

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Rebecca 直营店	30	40	70	85	100
Rebecca 加盟店	28	80	110	145	160
Sleek 直营店				10	20
Sleek 加盟店		31	120	220	350
直营店小计	30	40	70	95	120
加盟店小计	28	110	230	365	510
合计	58	151	300	460	630

数据来源：广发证券发展研究中心

海外市场的突破口—非洲

黑种人发质先天的特点使其对于假发的刚性需求较强，而非洲是黑人的聚集地，黑人妇女的人口超过4 亿，是美国黑人数量的20倍，但非洲经济较为落后，购买力远逊于美国，消费产品以低端的化纤发条为主。

瑞贝卡自03年进入非洲市场，目前来自非洲市场的收入已经超过4亿元，年复合增长率将近30%。非洲市场所具有的产品升级及刚性需求使得其成为公司海外市场中最看重的区域，按照公司的规划，13年非洲市场的销售收入将超过北美，从而成为公司第一大收入来源。

针对非洲低端消费的特点，公司开发出适合非洲市场的化纤大辫项目，并将加工厂设在非洲本土。公司在加纳及尼日利亚上马的大辫项目将于今年投产，将便于公司非洲市场的开拓及成本的降低。

图11：非洲市场收入逐年递增（单位：亿元）

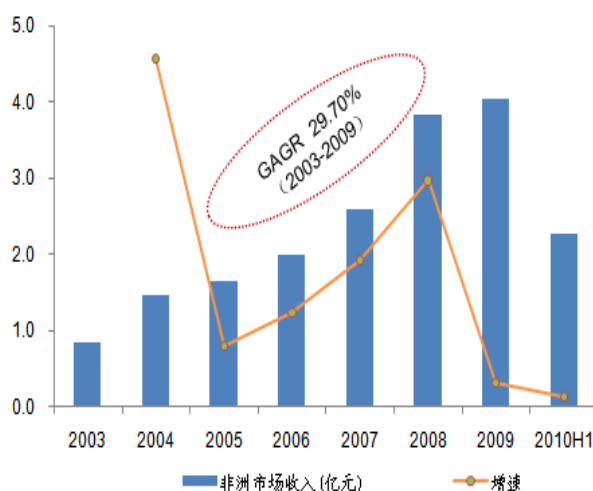
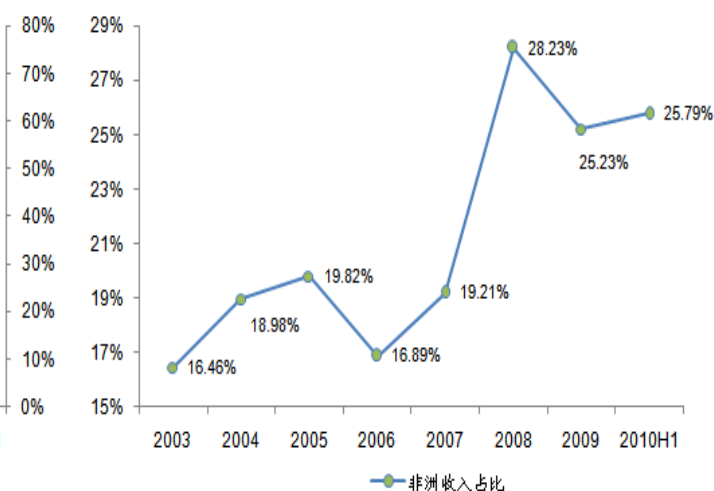


图12：非洲市场收入占比



数据来源：广发证券发展研究中心

最后的桥头堡—北美

北美市场是公司进入最早的市场，也是公司收入占比最大的区域市场。但由于韩国厂商的垄断地位，公司自主品牌进入美洲市场仍需等待。

而针对北美市场，公司短期则致力于提高售价、产品升级以带动盈利能力的提升为主要目的，在保盈利的前提下尽可能的提高市占率。而从长期而言，待国内市场、非洲市场实现突破后，美洲市场将成为公司最后的桥头堡，将实施“农村包围城市”战略，摆脱贴牌模式，依靠自主品牌的进入美洲市场，从而使得公司成为真正的全球假发霸主。

图13：北美洲市场收入逐年递增（单位：亿元）

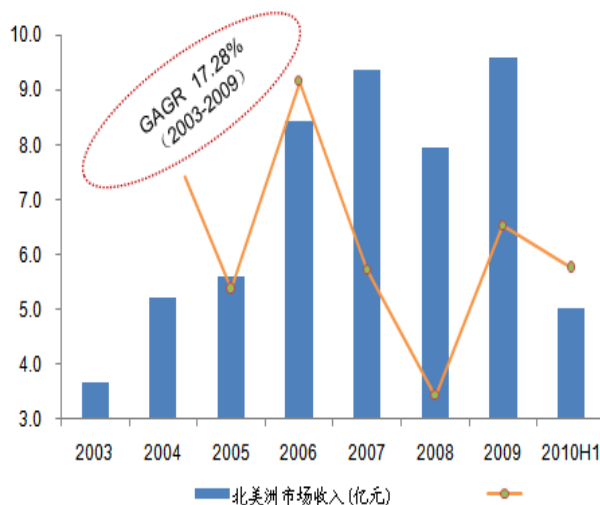
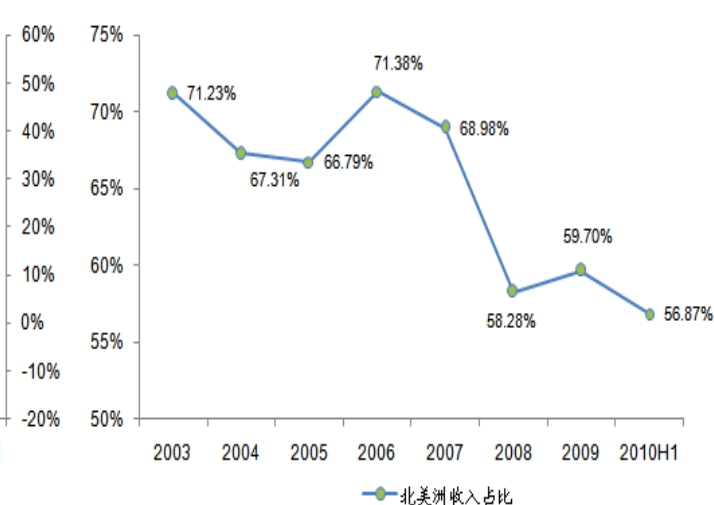


图14：北美洲市场收入占比



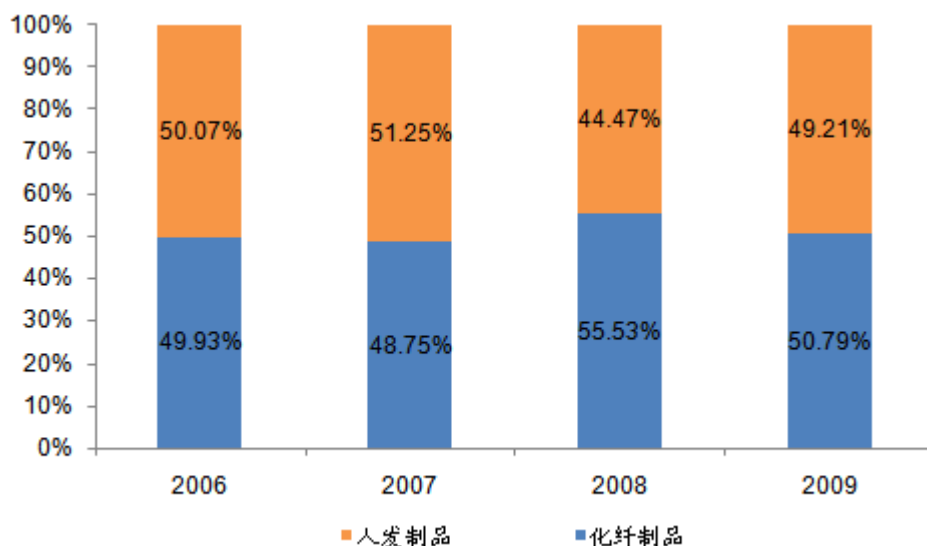
数据来源：广发证券发展研究中心

产能扩张与市场扩张并行

公司在稳定海外市场的同时，在国内市场大举扩张，高速成长的市场使得公司并未放松产能的扩张。

目前发制品的主要原料为人发和化纤发丝，稀缺性使得人发价格不断上涨，而化纤发丝相对人发的性能及成本优势愈发明显，未来化纤发丝将成为发制品市场的主流。

图15：全球发制品产量分类占比



数据来源：广发证券发展研究中心

原料端：化纤发丝自产替代进口，成本优势凸显

化纤发丝的生产技术一直掌握在日韩等发制品强国手中，公司化纤发丝之前均是从

日本进口，原料从竞争对手采购无疑使得公司原料成本高企。原料瓶颈成为制约公司快速发展及盈利能力提升的重要因素。

公司自06年起就致力于化纤发丝自主研发及生产，目前公司现有化纤发丝产能3000吨，且在建的尚有8000吨（抚顺项目及负离子聚氯乙烯纤维生产线），11年有望逐步达产，届时公司化纤发丝将完全实现自产，且可实现部分外销，公司也将成为拥有完整产业链的行业龙头。

表7：公司化纤发丝产能情况

项目	产能	备注
现有化纤发丝（许昌）	3000 吨	已投产
抚顺化纤发丝项目	4000 吨	改造
负离子聚氯乙烯发丝生产线	4000 吨	在建

数据来源：广发证券发展研究中心

目前化纤发丝进口价格4万元/吨，公司自产的成本约为2-3万元/吨。待在建项目达成后，公司原料成本将大幅降低。

加工环节：将制造环节转移至消费市场，非洲建厂

公司现有工艺发条产能约1300 万条，化纤发条产能约1500 万条，假发产能约500 万套。新建、在建的产能足以满足公司的高速发展。

目前公司逐步将加工环节转移至具有人工成本优势及靠近消费市场优势的非洲。按照目前发制品强国日韩的做法，东南亚等国低廉的劳动力成本使得其已经成为发制品产业转移的新目的地，未来公司新项目选址也将继续依据市场化的原则。

表8：公司新建项目情况

项目	产能
尼日利亚化纤大辫生产线	1500 万条
加纳化纤大辫生产线	1000 万条
浚县女装假发生产线	200 万套
高档白人发饰系列产品生产线（许昌）	200 万套
北徐女装假发生产线	200 万套

数据来源：广发证券发展研究中心

公司已成功转型，估值需提升

随着海外业务的稳定发展及国内高毛利业务的快速增长，我们预计公司10年、11年、12年营业收入同比分别增长22%、32%、32%，毛利率依次为27.4%、30.25%、32.11%，对应EPS分别为0.28元、0.52元、0.74元。

表9：盈利预测假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1366	1607	1960	2587	3412
增长率	0.47%	17.58%	22.00%	32.00%	31.88%
净利润（百万元）	221	124	220	407	582
增长率	15.36%	-43.71%	77.54%	84.74%	42.93%
每股收益（元）	0.47	0.20	0.28	0.52	0.74
毛利率	29.36%	23.61%	27.40%	30.25%	32.11%
营业利润率	18.21%	8.52%	13.07%	18.40%	19.98%
净利润率	16.14%	7.73%	11.24%	15.74%	17.06%
净资产收益率	17.65%	9.38%	9.71%	15.22%	17.86%

数据来源：广发证券发展研究中心

公司是拥有发丝生产、假发（发条）生产、品牌运营、终端渠道的全流程企业。公司生产、加工环节较为成熟，品牌推广尤其是国内市场的开展时间尚短，因此市场均将公司视为制造类的企业，故高估值与公司无缘，但我们认为从成长性而言，公司无疑是假发行业最具规模优势及最具竞争潜力的龙头，非洲和国内市场未来五年将超过北美成为收入占比最高的市场，而上述市场均是公司通过自主品牌运作，将成为公司收入及利润增量的最大贡献，因此我们认为立足长远，将公司视为可选消费品更为适宜。

表10：主要可比公司估值比较（股价日11年1月28日）

	股价（元）	EPS（元）			PE	
		2010E	2011E	2012E	2011E	2012E
探路者	33.5	0.39	0.65	0.96	51.3	34.9
搜于特	76.23	1.05	1.86	2.98	41.0	25.6
华斯股份	24.73	0.47	0.63	0.90	39.0	27.4
嘉麟杰	13.96	0.31	0.41	0.63	34.0	22.2
罗莱家纺	62.62	1.49	2.01	2.69	31.1	23.3
星期六	16.47	0.41	0.57	0.79	28.7	20.8
富安娜	33.68	0.89	1.18	1.56	28.5	21.6
浔兴股份	13.81	0.36	0.49	0.68	28.1	20.4
梦洁家纺	37.1	1.00	1.34	1.75	27.6	21.2
希努尔	23.93	0.73	0.99	1.32	24.2	18.1
报喜鸟	26.2	0.85	1.09	1.40	24.1	18.7
七匹狼	29.3	0.96	1.28	1.60	22.9	18.3
瑞贝卡	11.78	0.28	0.52	0.74	22.7	15.9
伟星股份	24.18	1.15	1.46	1.87	16.6	13.0
雅戈尔	10.6	0.94	1.09	1.37	9.7	7.8
均值					28.6	20.6

数据来源：广发证券发展研究中心

公司11年、12年PE仅为22.7X、15.9X，估值远低于华斯股份（39X）、嘉麟杰（34X）等制造业向消费品转型的公司。发制品行业仍处于高速增长期，处于龙头的瑞贝卡（增速高于行业）最为受益，国内的绝对垄断地位等优势都使得公司理应享受到较高的估值溢

价，但考虑到非洲及国内市场领先优势的体现仍需时日，故给予公司可比公司均值的29倍PE，对应目标价15元，目前股价仅为11.78元，30%以上的涨幅是可以期待的，因此给予“买入”评级。

风险提示

国内市场消费增长低预期；公司在建项目投产进度低预期。

资产负债表

单位：百万元

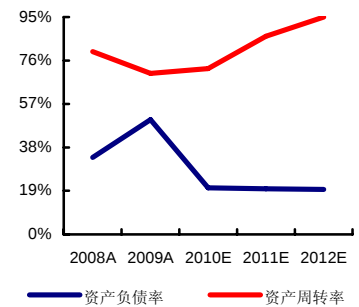
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,490	2,211	2,249	2,707	3,392
货币资金	376	787	207	87	2
应收及预付	161	298	872	1,137	1,486
存货	954	1,125	1,170	1,483	1,904
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	396	452	480	511	541
长期股权投资	22	25	25	25	25
固定资产	222	285	317	346	371
在建工程	35	29	34	35	38
无形资产	111	106	104	105	107
其他长期资产	6	8	0	0	0
资产总计	1,886	2,663	2,728	3,218	3,933
流动负债	473	1,038	283	365	498
短期借款	343	656	0	0	41
应付及预收	129	232	283	365	458
其他流动负债	0	150	0	0	0
非流动负债	164	303	300	300	300
长期借款	150	0	0	0	0
应付债券	0	300	300	300	300
其他非流动负债	14	3	0	0	0
负债合计	636	1,341	583	666	798
股本	474	616	786	786	786
资本公积	183	88	602	602	602
留存收益	617	661	881	1,288	1,870
归属母公司股东权益	1,250	1,323	2,269	2,676	3,258
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,886	2,663	2,852	3,341	4,056

利润表

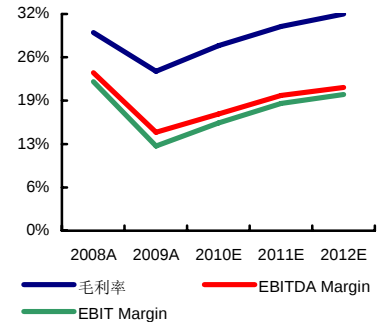
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1366	1607	1960	2587	3412
营业成本	965	1227	1423	1805	2316
营业税金及附加	6	6	16	21	27
销售费用	41	62	95	124	174
管理费用	52	110	114	150	205
财务费用	54	65	56	12	8
资产减值损失	-1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	0	0	0
营业利润	249	137	256	476	682
营业外收入	2	6			
营业外支出	4	0			
利润总额	247	142	259	479	685
所得税	27	18	39	72	103
净利润	221	124	220	407	582
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	221	124	220	407	582
EBITDA	320	234	339	519	725
EPS (元)	0.47	0.20	0.28	0.52	0.74

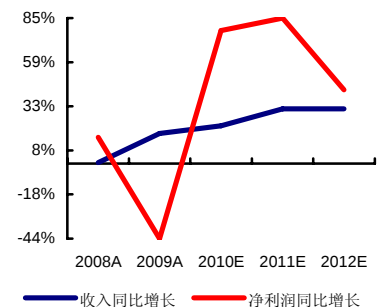
资产负债率趋势



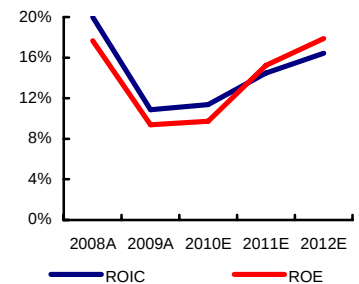
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

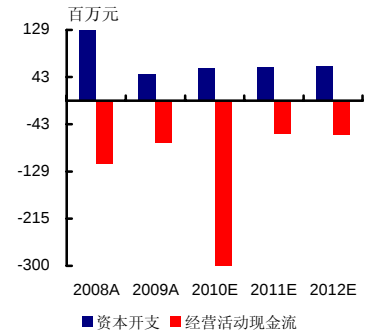
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-116	-76	-300	-60	-63
净利润	221	124	220	407	582
折旧摊销	18	33	26	32	35
营运资金变动	-380	-260	-567	-495	-678
其它	25	27	20	-3	-2
投资活动现金流	-129	-59	-59	-60	-62
资本支出	-129	-48	-59	-60	-62
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	-12	0	0	0
筹资活动现金流	159	547	-221	0	40
银行借款	644	721	-656	0	41
债券融资	-430	-108	-153	0	0
股权融资	0	0	560	0	0
其他	-55	-67	28	0	-1
现金净增加额	-85	411	-581	-120	-85
期初现金余额	461	376	787	207	87
期末现金余额	376	787	207	87	2

主要财务比率

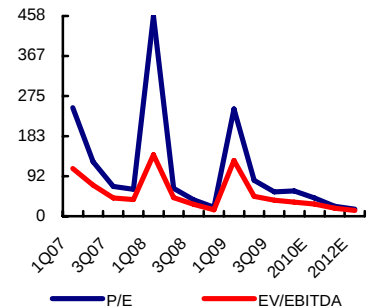
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	0.5%	17.6%	22.0%	32.0%	31.9%
营业利润	-4.7%	-45.0%	87.3%	85.7%	43.2%
归属于母公司净利润	15.4%	-43.7%	77.5%	84.7%	42.9%
获利能力					
毛利率	29.4%	23.6%	27.4%	30.3%	32.1%
净利率	16.1%	7.7%	11.2%	15.7%	17.1%
ROE	17.6%	9.4%	9.7%	15.2%	17.9%
ROIC	20.0%	10.9%	11.4%	14.5%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	33.7%	50.3%	20.4%	19.9%	19.7%
净负债比率	9.4%	24.1%	4.1%	8.0%	10.4%
流动比率	3.15	2.13	7.95	7.41	6.81
速动比率	1.03	0.97	2.81	2.36	2.06
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.71	0.73	0.87	0.95
应收账款周转率	10.27	11.50	3.65	3.65	3.65
存货周转率	1.34	1.18	1.22	1.22	1.22
每股指标（元）					
每股收益	0.47	0.20	0.28	0.52	0.74
每股经营现金流	-0.24	-0.12	-0.38	-0.08	-0.08
每股净资产	2.64	2.15	2.89	3.40	4.14
估值比率					
P/E	20.4	58.0	42.0	22.7	15.9
P/B	3.6	5.4	4.1	3.5	2.8
EV/EBITDA	14.4	32.1	27.6	18.2	13.2

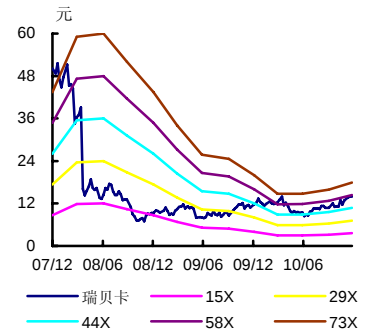
资本支出与经营活动现金流



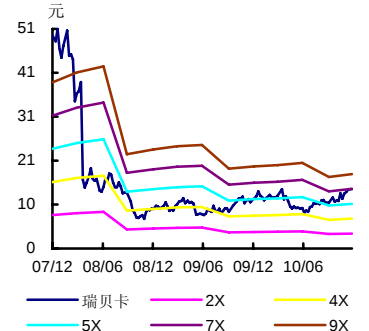
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，7 年钢铁企业工作经历，2 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-418。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。