

瑞贝卡：内销抢眼，非洲市场亟待恢复

2010 年报点评

报告关键点：

- EPS为0.23元，低于市场预期
- 国内品牌零售同比大幅增长246.75%
- 维持“买入-B”投资评级，12个月目标价18元

报告摘要：

- EPS为0.23元，低于市场预期：**2010年，公司实现营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分别为20.05亿元和1.78亿元，同比分别增长24.79%和43.36%，按定向增发后总股本7.86亿股全面摊薄的EPS为0.23元，低于市场和我们此前的预期。2010年报利润分配方案为：向全体股东每10股派发现金股利1元（含税）。
- 非洲市场拖后腿：**2010年公司出口稳步恢复，北美地区销售在终端消费回暖和产品结构提升的双重驱动下量价齐升，营业收入和营业利润同比分别增长29.51%和53.90%。欧洲市场全资控股原合资公司后，制定新的市场拓展和销售策略，不论是“SLEEK”品牌推广还是渠道销售方面进步明显，全年营业收入和营业利润同比分别增长30.47%和98.74%。但金融危机后公司在非洲市场的销售恢复缓慢，2010年非洲市场营业收入和营业利润同比分别下降4.29%和1.54%，拖累了出口整体增速。目前，公司已对非洲市场重新定位，加大中高档市场开拓，我们期待2011年非洲市场的恢复。
- 国内品牌零售进入快速成长期：**2010年公司实施双品牌战略，在重点运营高档品牌“REBECCA”的同时，全新推出中档品牌“SLEEK”，通过明星品牌代言、央视广告、平面时尚杂志等全方位的品牌推广策略，品牌知名度和终端零售快速发展，全年实现营业收入8622.35万元，同比大幅增长246.75%。此外，成熟加盟商的加盟大大加快了渠道扩展速度，我们估计截至2010年底，公司店铺总数在130-140家左右，比2009年翻了一番，我们认为未来快速的渠道扩张仍将持续，公司的品牌零售进入了快速成长期。
- 维持“买入-B”投资评级：**非洲市场在策略调整后恢复的进程需进一步观察，基于谨慎原则，我们下调2011-2013年EPS至0.40元、0.52元和0.70元，但我们长期看好国内假发品牌零售市场的快速发展，公司品牌零售的高速成长和行业龙头地位应享有一定的估值溢价，维持公司“买入-B”的投资评级，维持12个月目标价为18元。
- 风险提示：**非洲市场恢复低于预期；人民币对美元汇率短期大幅升值。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,606.6	2,004.9	2,563.1	3,153.2	3,822.2
Growth(%)	17.6%	24.8%	27.8%	23.0%	21.2%
净利润	124.1	177.9	311.3	408.9	552.7
Growth(%)	-43.7%	43.4%	74.9%	31.4%	35.2%
毛利率(%)	23.6%	26.7%	28.6%	29.9%	31.6%
净利润率(%)	7.7%	8.9%	12.1%	13.0%	14.5%
每股收益(元)	0.16	0.23	0.40	0.52	0.70
每股净资产(元)	1.68	2.54	2.91	3.30	3.82
市盈率	76.6	53.5	30.6	23.3	17.2
市净率	7.2	4.8	4.2	3.7	3.2
净资产收益率(%)	9.4%	8.9%	13.6%	15.8%	18.4%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：

18.00 元

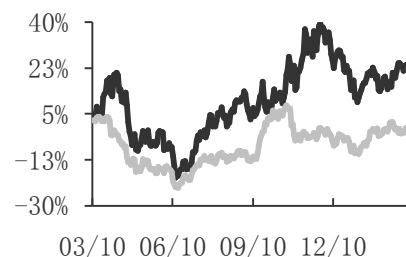
期限： 12 个月 上次预测： 18.00 元

现价（2011 年 03 月 28 日）： 12.10 元

报告日期： 2011-03-29

总市值(百万元)	9,511.82
流通市值(百万元)	8,951.47
总股本(百万股)	786.10
流通股本(百万股)	739.79
12 个月最低/最高	8.11/14.69 元
十大流通股东(%)	45.70%
股东户数	48,994

12 个月股价表现



—— 瑞贝卡 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.40)	(10.96)	18.55
绝对收益	0.17	(2.89)	19.03

赵梅玲

021-68765110
执业证书编号

行业分析师

zhaoml@essence.com.cn
S1450511020032

前期研究成果

瑞贝卡：加盟助力内销

2010-12-17

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

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2011-3-28

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,606.6	2,004.9	2,563.1	3,153.2	3,822.2	成长性					
减:营业成本	1,227.3	1,468.8	1,829.1	2,208.8	2,615.6	营业收入增长率	17.6%	24.8%	27.8%	23.0%	21.2%
营业税费	6.1	14.5	10.3	12.6	15.3	营业利润增长率	-45.0%	45.8%	80.9%	32.8%	35.5%
销售费用	61.8	122.0	166.6	205.0	248.4	净利润增长率	-43.7%	43.4%	74.9%	31.4%	35.2%
管理费用	109.9	124.2	158.9	195.5	237.0	EBITDA 增长率	-29.2%	33.1%	46.2%	32.1%	31.5%
财务费用	65.5	74.2	37.3	52.1	56.7	EBIT 增长率	-33.2%	35.3%	45.5%	33.4%	32.9%
资产减值损失	2.1	1.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	-30.9%	33.0%	36.2%	32.1%	32.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.4%	28.2%	41.2%	22.4%	20.3%
投资和汇兑收益	3.0	-	-	-	-	净资产增长率	5.8%	51.1%	14.3%	13.4%	16.0%
营业利润	136.8	199.6	360.9	479.2	649.2	利润率					
加:营业外净收支	5.4	6.4	1.0	-1.0	1.0	毛利率	23.6%	26.7%	28.6%	29.9%	31.6%
利润总额	142.2	206.0	361.9	478.2	650.2	营业利润率	8.5%	10.0%	14.1%	15.2%	17.0%
减:所得税	18.1	28.2	50.7	69.3	97.5	净利润率	7.7%	8.9%	12.1%	13.0%	14.5%
净利润	124.1	177.9	311.3	408.9	552.7	EBITDA/营业收入	13.9%	14.8%	16.9%	18.2%	19.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.6%	13.7%	15.5%	16.8%	18.5%
货币资金	787.3	1,069.7	922.2	811.3	405.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	57	56	58	60	55
应收账款	214.0	287.1	372.2	457.9	555.0	流动营业资本周转天数	244	243	265	293	303
应收票据	0.5	3.3	4.2	5.2	6.3	流动资产周转天数	415	453	425	396	364
预付账款	83.9	228.7	411.6	632.5	894.0	应收账款周转天数	32	40	42	43	43
存货	1,125.5	1,247.4	1,503.4	1,815.5	2,149.8	存货周转天数	233	213	193	189	187
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	510	547	516	480	438
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	336	335	355	376	376
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	24.6	51.3	51.3	51.3	51.3	ROE	9.4%	8.9%	13.6%	15.8%	18.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	5.2%	7.9%	9.1%	11.5%
固定资产	284.7	338.4	489.7	559.0	612.3	ROIC	13.9%	15.4%	16.4%	15.3%	16.6%
在建工程	28.7	61.5	28.3	15.7	13.1	费用率					
无形资产	100.0	109.3	102.1	95.4	89.1	销售费用率	3.8%	6.1%	6.5%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	14.2	32.9	37.8	37.8	37.8	管理费用率	6.8%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
资产总额	2,663.2	3,429.6	3,922.8	4,481.5	4,814.6	财务费用率	4.1%	3.7%	1.5%	1.7%	1.5%
短期债务	656.4	279.3	200.0	300.0	361.4	三费/营业收入	14.8%	16.0%	14.2%	14.4%	14.2%
应付账款	171.3	164.5	205.5	248.1	293.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	50.3%	41.7%	41.7%	42.2%	37.6%
其他流动负债	60.3	89.1	105.0	120.4	138.5	负债权益比	101.4%	71.6%	71.7%	72.9%	60.2%
长期借款	-	600.0	600.0	700.0	800.0	流动比率	2.13	5.32	4.37	4.19	5.68
其他非流动负债	302.8	298.0	302.2	302.2	302.2	速动比率	1.05	2.98	2.33	2.15	2.64
负债总额	1,340.7	1,430.9	1,637.7	1,889.8	1,808.4	利息保障倍数	3.09	3.69	10.68	10.20	12.44
少数股东权益	-	4.9	4.9	4.9	4.9	分红指标					
股本	616.5	786.1	786.1	786.1	786.1	DPS(元)	0.04	-	0.08	0.10	0.14
留存收益	748.7	1,260.7	1,494.1	1,800.8	2,215.3	分红比率	26.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,322.6	1,998.7	2,285.1	2,591.8	3,006.3	股息收益率	0.3%	0.0%	0.7%	0.9%	1.2%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	124.1	177.9	311.3	408.9	552.7	EPS(元)	0.16	0.23	0.40	0.52	0.70
加:折旧和摊销	33.0	33.1	35.0	41.1	46.6	BVPS(元)	1.68	2.54	2.91	3.30	3.82
资产减值准备	2.1	1.7	-	-	-	PE(X)	76.6	53.5	30.6	23.3	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.2	4.8	4.2	3.7	3.2
财务费用	26.2	30.4	-	37.3	52.1	P/FCF	20.6	-44.2	-29.0	-170.3	-29.6
投资收益	-3.0	-	-	-	-	P/S	5.9	4.7	3.7	3.0	2.5
少数股东损益	-	-0.1	-	-	-	EV/EBITDA	34.9	32.4	23.5	18.4	14.4
营运资金的变动	-273.1	-241.2	-467.7	-561.5	-630.4	CAGR(%)	48.8%	45.9%	32.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-75.9	-27.8	-84.2	-59.5	25.6	PEG	1.6	1.2	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-59.4	-214.4	-151.1	-91.1	-91.1	ROIC/WACC	1.5	1.6	1.7	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	548.9	523.3	125.4	66.1	-305.8	REP	3.2	2.8	2.0	1.8	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

赵梅玲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 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;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10% 至 10%;
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 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

黄方禅

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

马正南

010-59113593

周蓉

010-59113563

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@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