


国海证券
SEALAND SECURITIES CO., LTD.

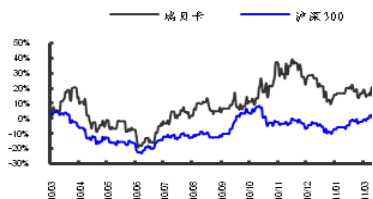
瑞贝卡 (600439) 研究报告:

2010 年业绩增速低于预期 未来持续增长态势依旧

新消费—发制品业

维持评级: 长线买入

相对沪深 300 表现



表现(%)	1m	3m	12m
瑞贝卡	-4.0	-10.9	9.4
沪深 300	1.8	6.3	-3.1

市场数据 2011. 3. 30

当前价格 (元)	11.39
52 周价格区间 (元)	8.11-14.69
总市值 (百万)	8953.69
流通市值 (百万)	8426.22
总股本 (万股)	78610.10
流通股 (万股)	73979.10
日均成交额 (百万)	167.09
近一月换手 (%)	47.83

相关报告

国海证券 * 研究报告 * 瑞贝卡 (600439)
国内“顶上时尚”的发展 有望带动其业绩持续增长 * 长线买入 * 卜忠东
2011-3-10

分析师

卜忠东 (执业证书编号 S0350510120003)
电话: 0755-83716694
邮件: buzhd@ghzq.com.cn

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

- 公司 2010 年实现营业收入 2,004,892,239.22 元, 同比增长 24.79%; 归属于上市公司股东的净利润 177,943,860.92 元, 同比增长 46.89%; 2010 年每股收益为 0.23 元, 略低于市场此前的预期。
- 业绩增速低于预期的原因主要有两方面: 一是公司在非洲市场的增长没有达到预期。前几年持续增长的非洲市场却在 2010 年出现销售收入同比下降 4.29%。二是公司内销市场的拓展过程中, 因广告费用增加等因素, 导致其 2010 年的销售费用同比增长了 97.3%, 也一定程度蚕食了利润。
- 公司通过产品结构调整和产业链延伸, 加大新产品、新工艺、新助剂、新材料、新设备的研发与推广力度, 加快产品的升级换代, 实现了盈利能力的提升。2010 年公司的销售毛利率为 26.74%, 较上年提升 3.13 个百分点; 销售净利率为 8.87%, 较上年提升 1.14 个百分点。公司各产品及各地区的销售毛利率也多呈现一定幅度的增长。各业务发展态势尚好。
- 在募集资金拟投资的项目中, 非洲加纳和尼日利亚的两条生产线项目低于我们此前的预期, 预计试生产时间将推迟到 2011 年下半年。预计定向增发募资资金项目 2011 年均将开始贡献利润。
- 预计公司 2011-2013 年的每股受益分别为 0.36 元, 0.53 元和 0.73 元。公司的长线合理估值在 18-20 元。给予瑞贝卡长线买入的投资评级。短线面临一定的调整压力, 建议投资者择机关注。
- 公司存在着汇率风险及海外市场转移过程中的管理风险和政策风险。此外, 其项目的实施也存在一定的不确定性。

预测指标	2009	2010	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	1606.56	2004.89	2656.11	3100.00
营业利润 (百万元)	136.84	199.56	318.92	476.00
净利润 (百万元)	124.12	177.94	281.77	415.56
摊薄每股收益 (元)	0.20	0.24	0.36	0.53
摊薄每股净资产 (元)	2.15	2.54	2.90	3.43
摊薄 ROE (%)	9.38	8.92	12.41	15.45

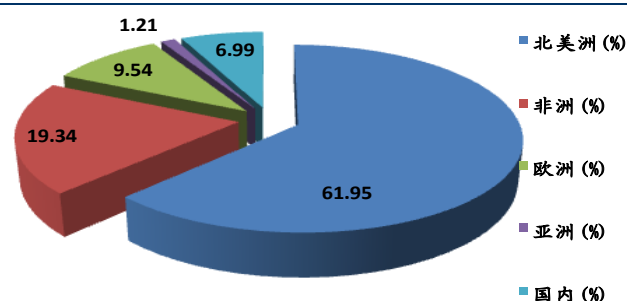
非洲市场销售微降和销售费用增长过快导致 2010 年业绩略低于预期

公司 2010 年报显示：全年实现营业收入 2,004,892,239.22 元，同比增长 24.79%；归属于上市公司股东的净利润 177,943,860.92 元，同比增长 46.89%；2010 年每股收益为 0.24 元，略低于市场此前的预期。

我们认为业绩增速低于预期的原因主要有两方面：一是公司在非洲市场的增长没有达到预期。因金融危机的滞后影响，西非市场中低端市场消费持续低迷，尼日利亚及加纳市场未达到年初的销售预期。前几年持续增长的非洲市场却在 2010 年出现销售收入同比下降 4.29%。二是公司内销市场的拓展过程中，因广告费用增加等因素，导致其 2010 年的销售费用同比增长了 97.3%，也一定程度蚕食了利润。

从 2010 年的营业收入构成来看，北美洲市场依然是公司收入的主要来源，占比达到 61.95%，较去年上涨了 2.25 个百分点；欧洲市场的销售收入占比达到 9.54%，略微增长；非洲市场因收入下降，其在营业收入中的比重由上年的 25.23% 下降到 19.34%。内销占营业收入的比重达到 6.99%，较上年提升了 2.75 个百分点。内销市场 2010 年的营业收入同比增长 105.73%，北美洲和欧洲市场营业收入的同比增速均在 30% 左右，处于相对平稳的增速水平。具体见下图 1 和表 1：

图 1 2010 年公司营业收入的地区分布



资料来源：wind

表 1 公司主营业务收入的分地区增长情况

营业收入 (万元)	2010 年报	2009 年报	同比增速: %
北美洲	124,217.08	95,909.54	29.51
非洲	38,785.89	40,526.32	-4.29
欧洲	19,133.26	14,664.93	30.47
国内	14,016.14	6,812.85	105.73
亚洲	2,431.32		
大洋洲	22.31		
合计	198,606.00	157,913.64	25.77

资料来源：wind

分市场看盈利能力，除了省内市场外，公司在多数区域的销售毛利率均有所提升，2010 年境内市场的销售毛利率（含阻燃纤维）达到 42.13%，同比增长 7.4 个百分点；境外市场的销售毛利率为 25.44%，也较上年提升了 2.35 个百分点。在各区域市场中，欧洲市场的毛利率提升了 11.95 个百分点，提升较为明显；销售量最大的北美洲市场也提升了 3.07 个百分点。2010 年销量有所下降的非洲市场的毛利率也提升了 1.13 个百分点。盈利能力的提升说明各区域的发展态势尚好。具体见下表 2。

表 2 公司 2010 年营业收入的地区分布及对应的销售毛利率情况（收入、成本的单位：元）

地区名称	2010 年报			2009 年报		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率:%	主营业务收入	主营业务成本	毛利率:%
省内	7,884,104.76	2,652,689.61	66.35	2,438,116.39	684,288.50	71.93
省外	132,277,270.02	78,465,033.91	40.68	65,690,367.25	43,786,387.99	33.34
境内小计	140,161,374.78	81,117,723.52	42.13	68,128,483.64	44,470,676.49	34.73
北美洲	1,242,170,772.37	1,001,685,296.91	19.36	959,095,399.31	802,835,076.80	16.29
欧洲	191,332,558.35	124,786,782.12	34.78	146,649,330.23	113,165,193.77	22.83
非洲	387,858,881.18	230,267,967.43	40.63	405,263,192.88	245,199,909.50	39.50
亚洲	24,313,169.62	19,414,898.71	20.15	23,142,319.80	18,694,226.13	19.22
大洋洲	223,124.89	132,894.44	40.44	321,060.83	220,241.97	31.40
境外小计	1,845,898,506.41	1,376,287,839.61	25.44	1,534,471,303.05	1,180,114,648.17	23.09
合计	1,986,059,881.19	1,457,405,563.13	26.62	1,602,599,786.69	1,224,585,324.66	23.59

资料来源 公司公告

公司在加快内销市场拓展的同时，也继续加大非洲市场的开拓，其董事会 2010 年底通过了《关于投资设立瑞贝卡时尚（坦桑尼亚）有限公司的议案》；《关于投资设立瑞贝卡时尚（肯尼亚）有限公司的议案》；《关于投资设立瑞贝卡时尚（刚果〔金〕）有限公司的议案》；《关于投资设立瑞贝卡时尚（巴西）有限公司的议案》。公司将在巩固现有尼日利亚、加纳和南非市场的基础上，进一步深度挖掘非洲地区其他国家新兴市场，扩大销售网络，逐步形成遍及西非、东非、南非的销售网络，提高 NOBLE 品牌知名度。由于非洲市场的不确定性较大，估计非洲市场销售网络的成熟还需时间。近期我们将密切关注其加纳和尼日利亚生产线的投产情况。预计这两条生产线有望在今年下半年逐步投产。

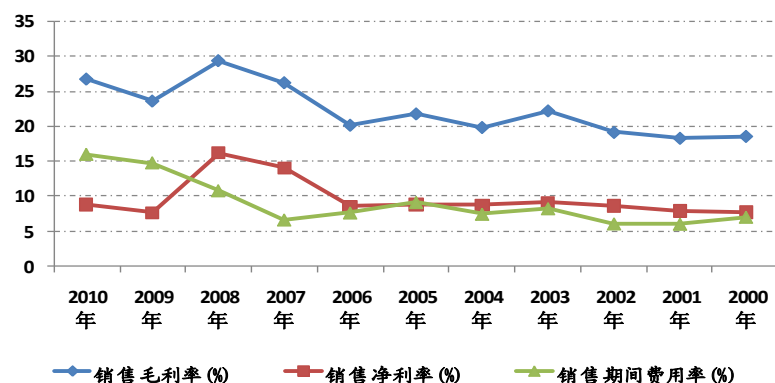
产品结构调整和产业链延伸一定程度提升了公司盈利能力

公司通过产品结构调整和产业链延伸，加大新产品、新工艺、新助剂、新材料、新设备的研发与推广力度，加快产品的升级换代，实现了盈利能力的提升。2010 年公司的销售毛利率为 26.74%，较上年提升 3.13 个百分点；销售净利率为 8.87%，较上年提升 1.14 个百分点。具体见下图 2。

分产品看：除了阻燃纤维销售毛利率有所下滑外，公司其他产品 2010 年的销售毛利率均较上年有所提升，其中化纤假发的毛利率提升最明显，同比提升 13.87 个百分点；人发假发的销售毛利率也提升了 9.51 个百分点；工艺发条和化纤发条的销售毛利率也分别提升了 3.18 个百

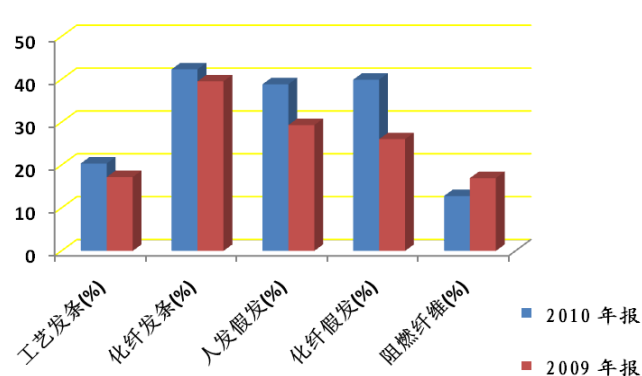
分点和 2.8 个百分点。分产品的销售毛利率具体见下图 3。

图 2 公司近十年的盈利能力变化



资料来源: wind

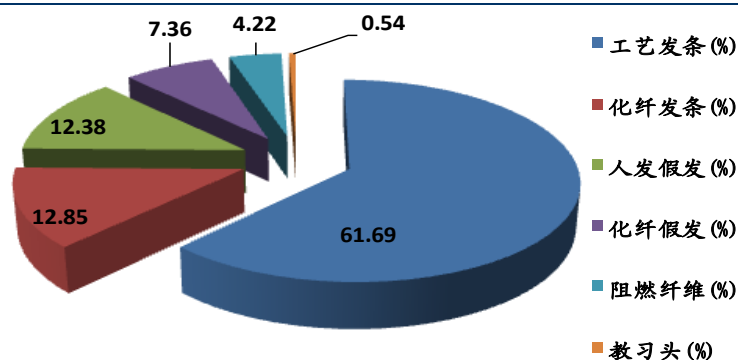
图 3 公司近两年分产品的销售毛利率 (%)



资料来源: wind

从产品结构看，由于非洲市场的销售有所萎缩，导致公司的化纤发条和化纤假发销售均较上年有所下降，提升了工艺发条在公司销售收入中的比重，2010 年工艺发条占销售收入的比重达到 61.69%，占比增加了 5.61 个百分点；而化纤发条和化纤假发占公司营业收入的比重则下降了 9.64 个百分点。具体见下图 4。

图 4 公司 2010 年营业收入的产品构成



资料来源: wind

表 3 截至 2010 年 12 月 31 日的公司十大股东名单

机构名称	机构类型	持股数(万)	占流通股本比例(%)	较2010-09-30持股变动数(万)
天弘精选混合型证券投资基金	基金	960	1.30	
普惠证券投资基金	基金	958	1.30	-148
海富通风格优势股票型证券投资基金	基金	906	1.22	100
华夏蓝筹核心混合型证券投资基金	基金	450	0.61	450
国信金理财4号集合资产管理计划	券商集合理财	411	0.56	411
华夏红利混合型证券投资基金	基金	350	0.47	350
光大阳光内需动力集合资产管理计划	券商集合理财	250	0.34	250
招商安泰股票投资基金	基金	236	0.32	
光大阳光3号集合资产管理计划	券商集合理财	218	0.29	218
鹏华行业成长证券投资基金	基金	125	0.17	125

资料来源: wind

公司营运能力处于相对合理的范围

从下表 4 可看到：2010 年公司的原材料储备进一步增加，在产品也随着公司业务规模的扩大而增加，而库存则较上年略有下降。我们认为公司的存货变化处于相对合理的范围内。与此同时，存货的略有改善，也带来了经营现金流的变化。公司的经营现金流由上年的-7585.76 万元减少到-2781.78 万元，情况略微好转。我们会继续高度关注其存货和经营现金流的变化。

表 4 公司近几年的存货结构

	2010 年报				
存货项目	发出商品	库存商品	原材料	在产品	
存货金额(万元)	254.8	16,283.36	63,260.70	44,939.58	
	2009 年报				
存货项目	发出商品	库存商品	原材料	在产品	
存货金额(万元)	140.89	21,694.30	55,131.15	35,580.96	
	2008 年报				
存货项目	发出商品	库存商品	原材料	在产品	
存货金额(万元)	54.79	13,052.94	53,276.45	29,003.04	
	2007 年报				
存货项目	发出商品	库存商品	原材料	在产品	
存货金额(万元)	7.33	9,540.51	27,222.04	11,813.47	
	2006 年报				
存货项目	产成品	低值易耗品	原材料	在产品	自制半成品
存货金额(万元)	7,909.33	15.72	14,975.44	6,880.67	5,146.83

资料来源 公司公告

从下表 5 可见：2003 年以来，公司应收账款占营业总收入的比例基本在 10—14% 间波动。从账龄结构看，2010 年应收账款中，一年以内的占 94.11%，占比较上年提高了 6.39 个百分点；1-2 年的占比为 4.55%。公司 2 年以内的应收款占比为 98.66%，处于相对可控的状态。

表 5 公司近几年的应收帐款情况

单位：万元	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业总收入	51735.67	77701.3	84014.3	118563	135991	136633.95	160656.17	200489.22
应收帐款总额	5714.13	10389.3	11872.2	14013.3	17647.7	9455.42	19026.6	26394.89
应收帐款总额/营业总收入 (%)	11.04	13.37	14.13	11.82	12.98	6.92	11.84	13.17

资料来源：公司公告

定向增发项目有望在 2011 年开始释放业绩

公司 2010 年 12 月 3 日完成非公开增发，增发价格为 12.2 元/股，募集资金 5.53 亿元。在募集资金到位前，公司已利用自筹资金对募投项目进行了先期建设；募集资金到位后，2011 年公司计划在经董事会审议通过后，利用募集资金对 2010 年募投项目先期投入的自筹资金进行置换。此外，公司计划用 2010 年度非公开发行募集资金对尚未完成的募投项目进行建设。在募集资金拟投资的项目中，非洲加纳和尼日利亚的两条生产线项目低于我们此前的预期，预计试生产时间将推迟到 2011 年下半年。预计定向增发募投资金项目 2011 年均将开始贡献利润。

募投资金的项目进度见下表 6：

表 6 公司非公开增发项目的进展情况

项目名称	投资总额： 万元	预计销售收入： 万元	预计利润总额： 万元	内部收益率： %	项目进度
年产1,500万条（尼日利亚）化纤大辫生产线	7616	16830	3310	38.93	2011年下半年有望试生产
年产1,000万条（加纳）化纤大辫生产线	6218	11730	2430	37.55	2011年下半年有望试生产
年产4,000吨负离子聚氯乙烯发丝生产线	13200	11966	4156	26.18	2011年有望陆续调试
国内市场营销体系建设	7095	12552	1898	27.99	2011年底有望完成
年产200万套（浚县）女装假发生产线	8350	7194	1779	18.24	2011年陆续试生产
年产200万套高档白人系列产品生产线	14270	42873	5974	30.1	2011年陆续小批量生产
合计	56749	103145	19547		0

资料来源 wind, 国海证券研究所

盈利预测

公司在 2010 年报披露：2011 年计划实现销售收入 26 亿元人民币，费用计划为 4.4 亿元人民币。据此推算，2011 年公司收入和利润的增速在 30% 左右。

基于谨慎性原则，根据公司的项目进度，我们重新调整了公司 2011--2013 年的业绩预测。业绩预测的前提条件如下：

- 1、假定未来三年公司所处行业及经营环境不发生大的变化项目实施计划如期实现，毛利率相对平稳，原材料价格基本平稳或微涨；
- 2、假定 2011-2013 年的主要产量如下表 7 所示的增长速度，且相关非洲国家的汇率基本稳定；

表 7 公司未来几年的产量预测

	2011年产量E	2012年产量E	2013年产量E
工艺发条（万条）	1200	1000	1000
化纤发条（万条）	1700	1800	1900
化纤假发（万套）	400	500	550
人发假发（万套）	150	150	150
化纤大辫（万条）	1000	1500	2500
高顺发（万条）	250	300	400
白人卡子发（万条）	60	120	200
化纤发丝（万吨）	4000	5000	6000

资料来源 wind

- 3、假定公司未来三年公司的期间费用率保持稳定，且不发生大的应收账款风险；

- 4、假定公司未来三年仍保持高新技术企业资格，享受所得税优惠 10% 的政策；

从下表 8 可看到：在上述假设前提下，按总股本 78610.1 万股测算，公司 2011 年--2013 年的每股收益分别为 0.36 元，0.53 元，0.73 元，有望保持较好的增长态势。

表8 公司2010-2012年的业绩预测

营业收入: 万元	2009 年报	2010 年报	2011 E	2012 E	2013 E
一、营业总收入	160,656.17	200,489.22	265,610.88	309,999.88	385,319.88
二、营业总成本	147,269.75	180,532.96	233,905.31	262,616.47	320,609.23
营业成本	122,730.85	146,875.66	189,346.87	211,445.82	260,351.63
营业税金及附加	610.57	1,446.16	1,414.38	1,570.67	1,541.28
销售费用	6,181.88	12,197.04	16,149.14	18,847.99	20,030.21
管理费用	10,994.47	12,423.49	16,467.87	18,331.33	22,785.25
财务费用	6,545.59	7,420.48	10,376.53	12,245.00	15,682.52
资产减值损失	206.39	170.12	150.51	175.67	218.35
三、其他经营收益					
投资净收益	297.97		185.93	217.00	269.72
四、营业利润	13,684.39	19,956.26	31,891.50	47,600.41	64,980.37
加: 营业外收入	586.11	735.78	805.69	527.00	1,168.80
减: 营业外支出	45.96	92.63	309.88	361.67	449.54
五、利润总额	14,224.55	20,599.41	32,387.30	47,765.74	65,699.63
减: 所得税	1,812.38	2,815.32	4,210.35	6,209.55	8,540.95
六、净利润	12,412.17	17,784.09	28,176.95	41,556.20	57,158.68
减: 少数股东损益		-10.29	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	12,412.17	17,794.39	28,176.95	41,556.20	57,158.68
七、每股收益: 元	0.20	0.23	0.36	0.53	0.73

来源 wind, 国海证券研究所

估值及投资建议

从下表9可看到: 与中小企业板及wind个人用品板块相比, 瑞贝卡的估值基本合理。鉴于瑞贝卡的行业龙头地位及其成长性高于其他个人用品公司, 笔者认为瑞贝卡的估值应比个人用品板块享有一定的估值溢价。

表9 瑞贝卡与其他公司的估值比较

	2009市盈率	2010预测市盈率	2011预测市盈率	2012预测市盈率	最新市净率	市销率
全部A股	24.83	18.32	14.79	12.3	2.87	2.06
中小企业板	56.33	40.21	28.66	21.46	5.33	4.32
Wind个人用品	74.96	47.61	31.99	22.74	6.16	4.89
瑞贝卡	72.52	47.46	31.64	21.49	4.51	4.49

资料来源 wind (数据取2011.3.30, 整体法统计, 剔除负数)

综上分析, 结合个人用品板块的历史估值水平及目前估值情况, 笔者认为20倍市盈率是瑞贝卡较具安全的估值水平, 而35-40倍市盈率是瑞贝卡的合理估值水平。

据此分析, 公司2012年业绩对应的合理估值在18—20元之间。给予瑞贝卡长线买入的投资评级。短线面临一定的调整压力, 建议投资者择机介入。

风险提示

- 公司实际控制人为郑全有及其关联方，公司一定程度存在大股东控制风险。
- 公司产品以出口为主，目前出口额占主营业务收入90%以上，进出口贸易主要以美元为报价和结算币。在我国实行管理浮动汇率制度下，汇率的波动会影响公司产品的国际市场竞争力和公司经营业绩。公司存在依赖出口市场及依赖主要客户的风险。
- 生产所用原材料为人发及化纤发。原材料来源及价格的波动将直接影响公司的盈利能力。
- 公司一定程度存在存货和应收账款周转风险。
- 公司拟实施的各项目实际进度存在一定的不确定性，有可能影响其未来收益。
- 二级市场的震荡可能会对公司的估值水平产生不确定性影响。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。