

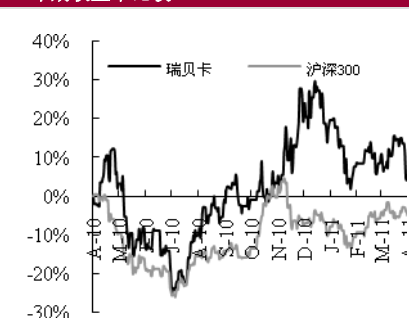


化工
Chemistry

2011 年 04 月 06 日

市场数据	2011 年 04 月 01 日
当前价格 (元)	11.49
52 周价格区间 (元)	8.11-14.19
总市值 (百万)	9032.30
流通市值 (百万)	8500.20
总股本 (万股)	78610
流通股 (万股)	73979
日均成交额 (百万)	135
近一月换手 (%)	46.67
Beta (2 年)	0.44
第一大股东	河南瑞贝卡控股有限责 任公司
公司网址	www.rebecca.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
瑞贝卡	-5.3	-12.2	4.9
沪深 300	0.5	4.6	-3.5

杨杰

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

执业证书编号: S0370511030002

瑞贝卡 (600439) 年报点评

——业绩大幅增长，非洲和国内市场将成为重要增长点

评级: 买入

赢利预测	2010 年	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	2005	2526	3093	3760
主营收入增长率 (%)	24.8%	26.0%	22.4%	21.6%
净利润 (百万元)	178	313	428	578
净利润增长率 (%)	43.4%	75.9%	36.9%	34.9%
每股收益 (元)	0.23	0.40	0.55	0.74
PE	50.8	28.9	21.1	15.6

资料来源: 金元证券研究所

● **公司业绩大幅增长。**2010 年公司实现营业收入、净利润分别为 20.05 亿元和 1.78 亿元，分别同比增长 24.8%和 43.4%。公司实现每股收益为 0.23 元，平均净资产收益率达 10.73%。分配预案为每 10 股派 1 元。

● **北美市场收入大幅增长 29.51%。**在美国经济逐步复苏拉动需求增长，以及高端产品带动普通产品的销售策略发挥了积极作用。公司来自北美洲的收入达到 12.42 亿元，大幅增长 29.51%；毛利率达到 19.36%，提升 3.07 个百分点。公司在北美市场缺乏渠道和品牌影响力，毛利率偏低。未来公司主要通过加大产品升级和产品结构调整力度，实现北美业务盈利质量的稳步提高。

● **控股亨得尔，加快欧洲市场全面开发。**公司通过全资控股亨得尔公司，掌控了欧洲销售渠道和“sleek”品牌，为全面开发欧洲市场打下了基础。2010 年公司欧洲业务达到 1.91 亿元，同比大幅增长 30.47%。凭借渠道、品牌优势，公司欧洲业务毛利率高达 40.63%。

● **非洲市场开拓稳步推进。**受金融危机滞后影响，公司非洲业务收入下滑 4.29%。随着非洲经济的逐步复苏，未来对假发的需求将稳步增长。公司正逐步形成遍及西非、东非、南非的销售网络，并转向中高端市场，预计公司来自非洲的收入有望大幅增长。公司在非洲以销售化纤发为主，价格偏低；但公司在当地拥有“NOBLE”品牌和渠道控制力，毛利率高达 40.63%，比北美市场高 15.19 个百分点。

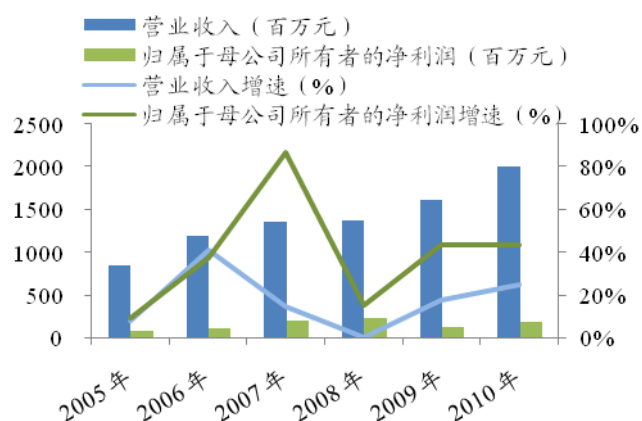
● **国内业务迅猛增长，引领时尚消费潮流。**公司在国内实施高端“Rebecca”和大众“sleek”双品牌战略，加大宣传和开店力度，实现了收入的迅猛增长。公司 10 年国内市场收入达到 1.4 亿元，同比增长 106%。我们估计公司 10 年底开店数量较去年翻番，达到 120 家左右，未来公司品牌零售店有望逐步向二、三级城市推广。公司作为国内假发龙头，通过深度营销策略开发和引领国内时尚假发消费潮流，将成为国内假发消费升级的最大受益者。

● **增发扩大产能和延长产业链、生产基地战略性转移降低劳动力成本和汇兑风险。**公司 10 年 12 月发行 4631 万股，募集资金 5.65 亿元，投入尼日利亚 1500 万条化纤大辫、加纳 1000 万条化纤大辫、4000 吨负离子聚氯乙烯发丝、200 万套（浚县）女装假发、200 万套高档白人发饰、国内市场营销体系建设（43 家店）。通过项目的实施，公司实现了产业链的向上延伸，产能（尤其是化纤发）大幅提高。公司通过实施聚氯乙烯项目，可替代化纤发丝原料的进口，有利于降低生产成本。通过尼日利亚和加纳项目，实现了生产基地的战略性转移，有助于降低国内劳动力成本上涨风险和人民币升值带来的汇兑风险。

● **估值。**我们预计公司 11-13 年每股收益 0.4、0.55、0.74 元，按照 11.49 元的股价，对应 PE 为 28.9、21.1、15.6 倍。公司作为国内假发行业龙头，规模优势突出，未来产能大幅扩张。公司在欧洲、非洲和国内市场加强实施品牌战略、渠道控制力增强、市场开拓力度提高带来收入和毛利率的提高。给予公司买入评级。

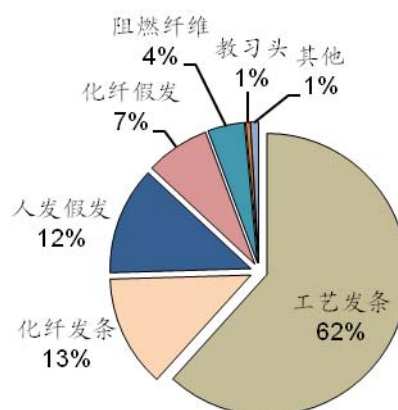
● **风险。**劳动力价格上涨风险、人民币升值风险、市场开拓风险。

图表 1 公司业绩快速增长



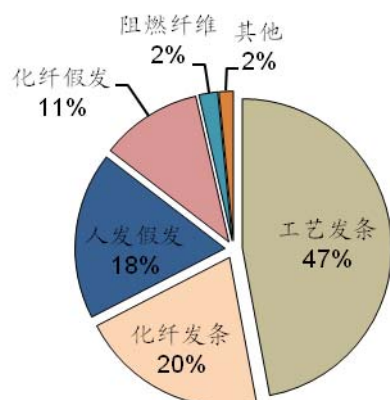
资料来源: wind

图表 2 公司主要收入来源为工艺发条、化纤发条和人发假发



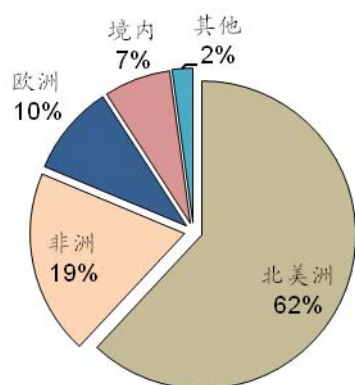
资料来源: wind

图表 3 公司主要利润来源



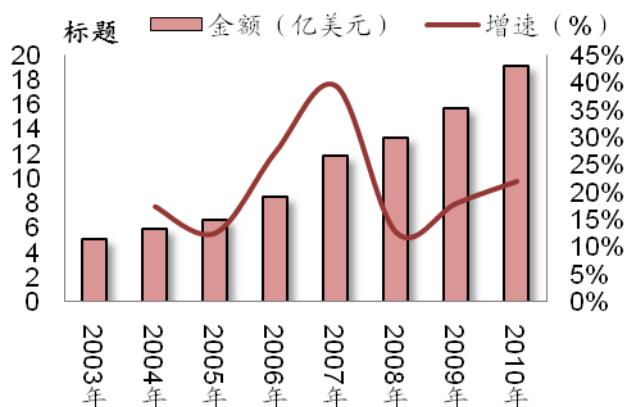
资料来源: wind

图表 3 公司收入主要来自于北美洲、非洲和欧洲



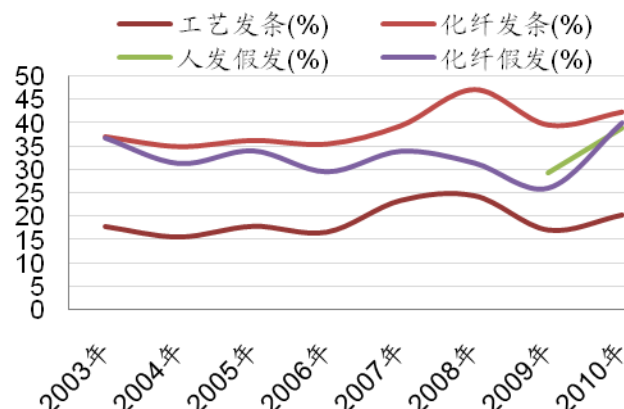
资料来源: wind

图表 5 我国发制品出口增速上升至 22%



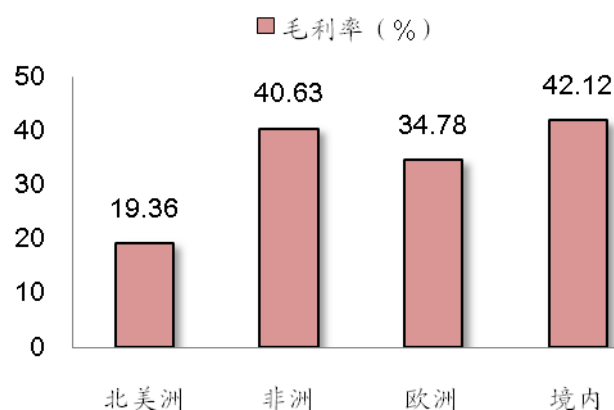
资料来源: 金元证券研究所

图表 4 除工艺发条毛利率略低外, 其他主要产品毛利率偏高



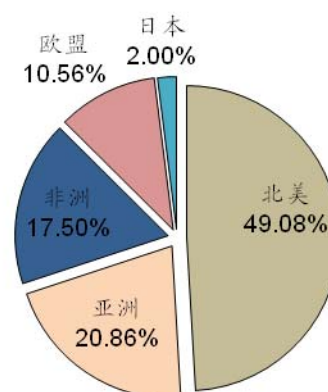
资料来源: wind

图表 4 品牌和渠道是影响产品毛利率的关键因素



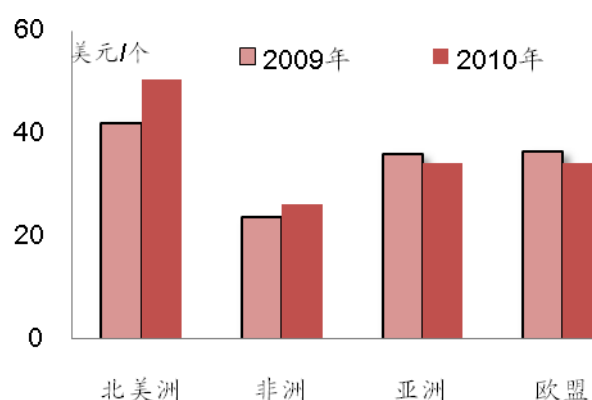
资料来源: wind

图表 6 我国发制品主要出口北美为主



资料来源: 金元证券研究所

图表 7 我国发制品出口单价



资料来源：金元证券研究所

图表 8 公司增发项目情况

序号	项目名称	项目投资总额	本次募集资金 投资额	预计收入 (万 元)	预计利润总 额 (万元)
1	年产 1,500 万条 (尼日利亚) 化纤大辫生产线	7,616	7,616	16830	3310
2	年产 1,000 万条 (加纳) 化纤大辫生产线	6,218	6,218	11730	2433
3	年产 4000 吨负离子聚氯乙烯发丝生产线	13,200	13,200	11966	4156
4	国内市场营销体系建设 (43 家)	7,095	7,095	12552	1898
5	年产 200 万套 (浚县) 女装假发生产线	8,350	8,350	7194	1799
6	年产 200 万套高档白人发饰系列产品生产线	14,270	14,021	42873	5974
合计		56,749	56,500	103145	19570

资料来源：公司公告

图表 10 公司利润表预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2005	2526	3093	3760
营业成本	1469	1767	2110	2508
营业税金及附加	14	18	22	27
销售费用	122	154	188	229
管理费用	124	152	186	226
财务费用	74	72	87	96
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	200	362	498	673
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	206	368	504	680
所得税	28	55	76	102
净利润	178	313	428	578
少数股东损益	-0	0	0	0
归属于母公司净利润	178	313	428	578
EBIT	280	440	591	776
EPS (元)	0.23	0.40	0.55	0.74

资料来源：金元证券

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.