

瑞贝卡(600439.sh)

内销市场量价齐升，收入翻番，11年将贡献正收益

马涛 分析师

电话：010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511010001

内销市场量价齐升，收入翻番，11年将贡献正收益

4月公司针对秋冬新品涨价幅度10%（平均），给予加盟商的折扣亦有所提高（平均上调3-4个百分点）。公司年内门店数量有望达到280家，下半年收入将环比大幅增长，收入占全年的比例将超过60%。量价齐升使得11年内销收入（终端）预计约3.5-4亿，确认收入1.5-1.8亿元，毛利率约60%，内销11年有望实现3000万元以上的净利润。

海外市场的看点在于非洲、欧洲

随着抚顺化纤发丝的试产、投产（11年8月），加纳、尼日利亚的两个大辨生产线将在年内发挥作用。公司将凭借产能属地化及原料成本优势，进一步对非洲市场进行广度和深度的开发，预计11年非洲的收入增速将在40%以上。未来公司有望将高端的Rebecca引进欧洲，在主要消费市场建立直营店，使得欧洲收入增幅保持30%以上。

在（改）建项目有望年内投产

改建的抚顺化纤发丝项目计划于5月试产100吨，8月份有望全面投产，尼日利亚、加纳的大辨项目（已竣工）将发挥作用；本部的负离子聚氯乙烯发丝生产线已投产两条，剩余两条生产线将于年内投产；浚县女装假发生产线计划于8月份投产，高档白人发饰项目年内也将投产。

盈利预测及投资评级

维持公司11年、12年EPS为0.35元、0.49元的盈利预测，目前股价对应11年PE 28.6X，估值优势不明显。但发制品行业处于高速发展期，公司在国内市场处于垄断地位，有望成长为全球假发龙头。所具有的原料优势、品牌优势必将带来高盈利，继续看好公司的长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

海外需求复苏的不确定性；内销收入增长低预期及费用率高预期的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1606.56	2004.89	2645.34	3211.81	3981.77
增长率(%)	17.58%	24.79%	31.94%	21.41%	23.97%
EBITDA(百万元)	234.41	308.52	425.16	523.01	660.37
净利润(百万元)	124.12	177.94	277.04	388.33	505.55
增长率(%)	-43.71%	43.36%	55.69%	40.17%	30.19%
每股收益(元)	0.20	0.23	0.35	0.49	0.64
市盈率	58.01	57.83	30.90	22.04	16.93
市净率	5.44	5.16	3.02	2.65	2.29
EV/EBITDA	32.08	33.69	20.37	16.86	13.71

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

公司评级

买入

当前价格(元)	9.90
目标价格(元)	13.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-13.91%	-19.18%	-0.90%
沪深300	-6.67%	0.82%	9.50%

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	8.92%
ROA	9.20%
资产负债率	41.72%
每股净资产(元)	2.54
2010年报数据	

内销市场量价齐升，收入翻番，11年将贡献正收益

通过09年以来的市场拓展，假发内销市场已初具规模。10年公司内销确认收入达到0.86亿元，同比增长247%。作为国内假发理念的倡导者，瑞贝卡公司在各个方面均实现了突破，伴随收入翻番（11年门店数量将达到280家，内销确认收入有望翻番），内销将贡献正收益。

假发的时尚消费属性逐步体现

10年公司新增门店80余家，广告投入超过4000万元，瑞贝卡作为国内假发品牌的龙头地位已确立。自07年开拓国内市场起，公司就作为假发时尚消费的引导者和培育者，目前国内市场消费者对于假发产品的态度已发生较大变化，由闻假发而色变，到不排斥，目前假发产品的消费者多为时尚性需求，消费理念的培育已初见成效。

加盟商折扣率稳步提升

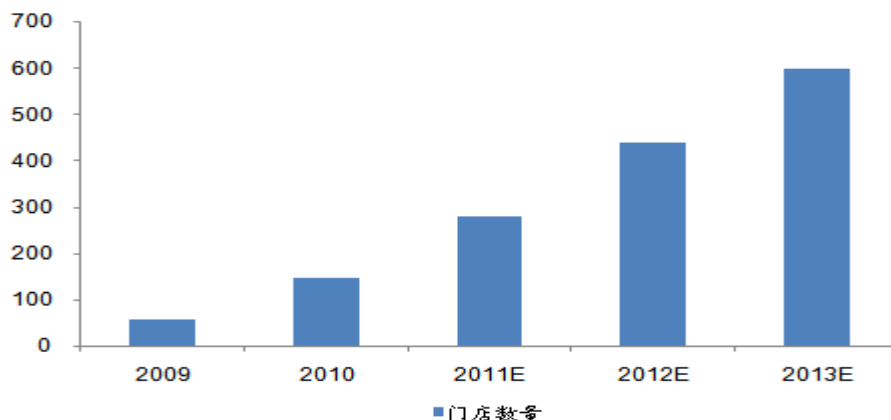
按照国际惯例，平效超过5万元的商品即可认定为精品，公司10年单店平效已接近6万元，假发产品高端、时尚化的定位已被市场所认可。越来越多的商场由之前的拒绝已转变为主动邀请，返点率也呈下降趋势，商场渠道的打开助于公司的加速扩张。

市场的火爆、加盟商开店热情的高涨，使得瑞贝卡的产品价格进一步上调，11年4月公司针对新品平均涨价幅度达到10%，而给予加盟商的折扣亦有所提高（平均上调3-4个百分点）。

门店年内有望达到280家

公司现拥有Rebecca、Sleek双品牌。高端的Rebecca主要定位一、二线城市，以直营店为主，而Sleek则主要聚焦于二、三线城市，将依靠加盟来实现收入的快速扩张。

图1：公司门店数量预测



数据来源：广发证券发展研究中心

为配合加盟商的开店，sleek的广告投入下半年也要启动。目前公司已拥有（含已签约）的门店约200家，11年底将超过280家，据我们预测13年公司门店数量将有望超过600家。

量价齐升，内销收入有望翻番，11年将贡献正收益

受商场门店调整周期影响，公司开店主要集中于4月、9月，且部分新店当月就能实现收入，因此下半年公司收入将环比上半年大幅增长，我们预计来自下半年的收入将占到全年收入的60%以上。

考虑到公司对于秋冬款新品提价幅度在10%左右，量价齐升使得公司11年确认收入有望翻番。预计11年公司内销收入（终端）预计实现3.5-4亿，确认收入1.5-1.8亿元，内销毛利率约60%，扣除费用后，内销11年有望实现3000万元以上的净利润。

图2：内销收入及增速比较

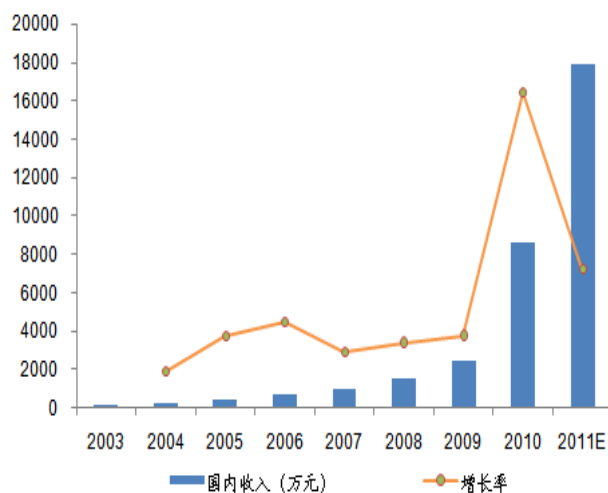
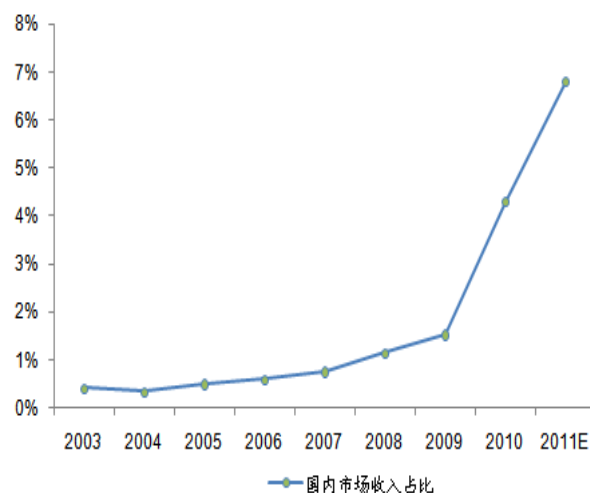


图3：内销收入占总收入比重逐年提高



数据来源：广发证券发展研究中心

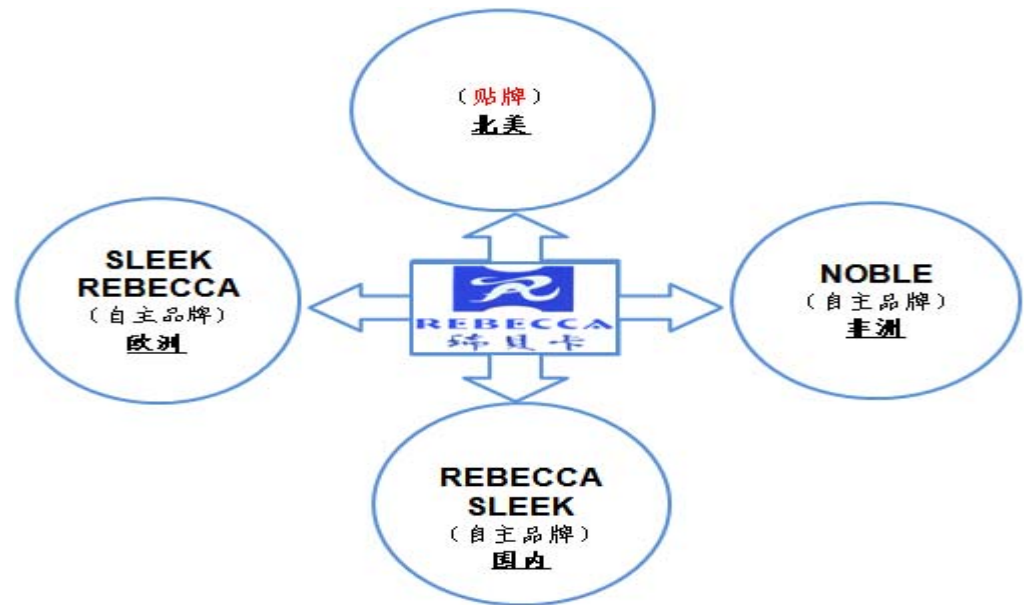
海外市场的看点在于非洲、欧洲

非洲市场是公司海外市场的重要看点。随着抚顺化纤发丝的试产、投产（11年8月），加纳、尼日利亚的两个大辫生产线（2500万条）将在年内发挥作用。韩国厂家是公司在非洲市场的主要竞争对手，但其原料来自于日本，因此公司抚顺化纤发丝投产后，将具有较强的成本及产业链配套优势。

公司将凭借产能属地化的优势，进一步对非洲市场进行广度和深度的开发，一方面调整产品结构，定位中高端市场，另一方面将向南非等新兴市场拓展。预计11年非洲的收入增速将在40%以上。未来伴随非洲市场开发的深入，公司有望进行产能的进一步扩张，在非洲的大辫产能有望达到5000万条。

目前欧洲市场主要依靠收购的sleek品牌运营，而未来公司有望将高端的Rebecca品牌引进欧洲，在主要消费市场建立直营店，使得欧洲收入增幅保持30%以上。

图4：公司品牌矩阵



数据来源：广发证券发展研究中心

在（改）建项目有望年内投产

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。由于全球化纤发丝的供应主要集中于日本，且日本震后化纤发丝价格有近30%的涨幅，因此公司在建的化纤发丝产能投产后，公司成本优势将凸显。

表1：公司在（改）建项目进度

项目	产能	进度
抚顺化纤发丝项目	4000 吨	8 月投产
负离子聚氯乙烯发丝生产线	4000 吨	已投产两条线，剩余 2 条线年内投产
尼日利亚化纤大辫生产线	1500 万条	9 月投产
加纳化纤大辫生产线	1000 万条	9 月投产
浚县女装假发生产线	200 万套	8 月投产
高档白人发饰系列产品生产线（许昌）	200 万套	11 年底

数据来源：广发证券发展研究中心

改建的抚顺化纤发丝项目计划于5月试产100吨，8月份有望全面投产，尼日利亚、加纳的大辫项目（已竣工）将发挥作用。

本部的负离子聚氯乙烯发丝生产线已投产两条，剩余两条生产线将于年内投产。

浚县女装假发生产线计划于8月份投产，高档白人发饰项目年内也将投产。

盈利预测及投资评级

维持公司11年、12年EPS为0.35元、0.49元的盈利预测，目前股价对应11年PE 28.6X，估值优势不明显。但公司所处的发制品行业处于高速发展阶段，公司在国内市场处于垄断地位，未来公司有望成长为全球的假发龙头。从中长期来看，公司在全球市场所具有的原料优势、品牌优势必将带来高盈利，继续看好公司的长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

海外需求复苏的不确定性；内销收入增长低预期及费用率高预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

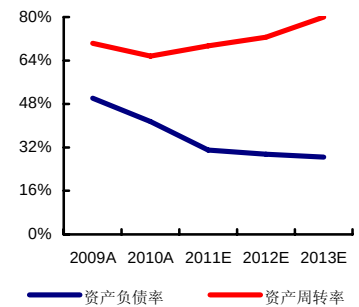
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,211	2,836	3,548	3,963	4,553
货币资金	787	1,070	795	637	445
应收及预付	298	519	1,177	1,426	1,764
存货	1,125	1,247	1,576	1,901	2,343
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	452	593	623	677	722
长期股权投资	25	51	51	51	51
固定资产	285	338	368	392	412
在建工程	29	62	81	105	128
无形资产	106	134	123	128	130
其他长期资产	8	9	0	0	0
资产总计	2,663	3,430	4,171	4,640	5,274
流动负债	1,038	533	387	467	596
短期借款	656	279	0	0	41
应付及预收	232	254	387	467	555
其他流动负债	150	0	0	0	0
非流动负债	303	898	896	896	896
长期借款	0	600	600	600	600
应付债券	300	296	296	296	296
其他非流动负债	3	2	0	0	0
负债合计	1,341	1,431	1,283	1,363	1,492
股本	616	786	786	786	786
资本公积	88	594	1,108	1,108	1,108
留存收益	661	666	943	1,332	1,837
归属母公司股东权益	1,323	1,994	2,837	3,226	3,731
少数股东权益	0	5	5	5	5
负债和股东权益	2,663	3,430	4,125	4,594	5,228

利润表

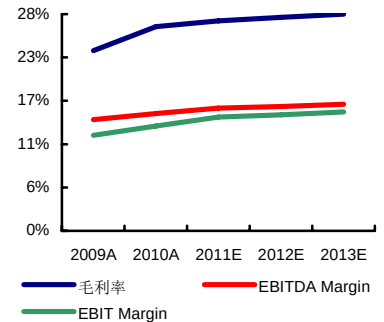
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1607	2005	2645	3212	3982
营业成本	1227	1469	1918	2313	2851
营业税金及附加	6	14	21	26	32
销售费用	62	122	153	193	239
管理费用	110	124	159	193	239
财务费用	65	74	75	40	36
资产减值损失	2	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0	0
营业利润	137	200	319	449	585
营业外收入	6	7			
营业外支出	0	1			
利润总额	142	206	322	452	588
所得税	18	28	45	63	82
净利润	124	178	277	388	506
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	124	178	277	388	506
EBITDA	234	309	425	523	660
EPS (元)	0.20	0.23	0.35	0.49	0.64

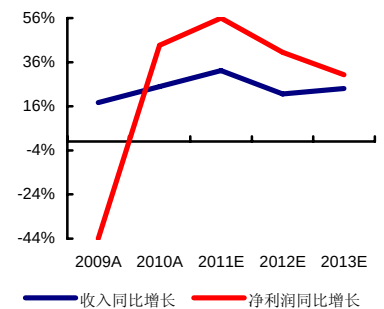
资产负债率趋势



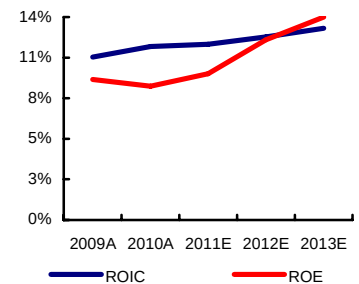
经营利润率趋势



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

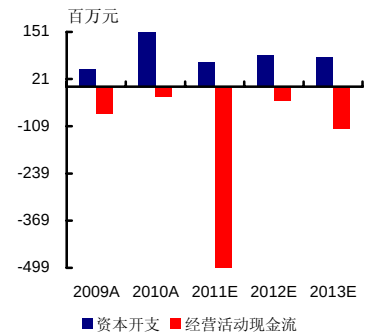
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-76	-28	-499	-38	-116
净利润	124	178	277	388	506
折旧摊销	33	33	31	35	39
营运资金变动	-260	-240	-853	-493	-693
其它	27	1	46	32	32
投资活动现金流	-59	-214	-66	-85	-81
资本支出	-48	-151	-66	-85	-81
投资变动	0	-12	0	0	0
其他	-12	-51	0	0	0
筹资活动现金流	547	525	290	-35	5
银行借款	721	989	-279	0	41
债券融资	-108	-916	-2	0	0
股权融资	0	558	560	0	0
其他	-67	-106	12	-35	-35
现金净增加额	411	282	-274	-158	-192
期初现金余额	376	787	1,070	795	637
期末现金余额	787	1,070	795	637	445

主要财务比率

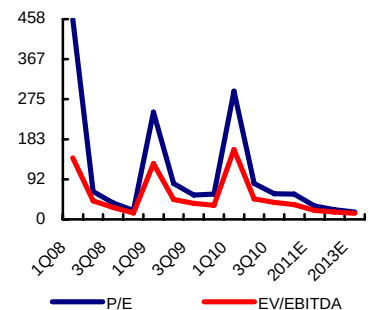
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	17.6%	24.8%	31.9%	21.4%	24.0%
营业利润	-45.0%	45.8%	59.9%	40.5%	30.4%
归属于母公司净利润	-43.7%	43.4%	55.7%	40.2%	30.2%
获利能力					
毛利率	23.6%	26.7%	27.5%	28.0%	28.4%
净利率	7.7%	8.9%	10.5%	12.1%	12.7%
ROE	9.4%	8.9%	9.8%	12.0%	13.5%
ROIC	10.9%	11.6%	11.7%	12.2%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	50.3%	41.7%	31.1%	29.7%	28.5%
净负债比率	24.1%	5.3%	3.5%	8.0%	13.1%
流动比率	2.13	5.32	9.16	8.48	7.64
速动比率	0.97	2.55	4.10	3.42	2.75
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.66	0.70	0.73	0.80
应收账款周转率	11.50	8.90	3.65	3.65	3.65
存货周转率	1.18	1.24	1.22	1.22	1.22
每股指标 (元)					
每股收益	0.20	0.23	0.35	0.49	0.64
每股经营现金流	-0.12	-0.04	-0.63	-0.05	-0.15
每股净资产	2.15	2.54	3.61	4.10	4.75
估值比率					
P/E	58.0	57.8	30.9	22.0	16.9
P/B	5.4	5.2	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	32.1	33.7	20.4	16.9	13.7

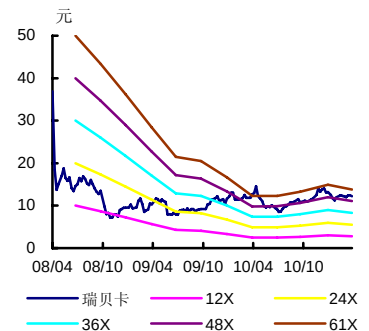
资本支出与经营活动现金流



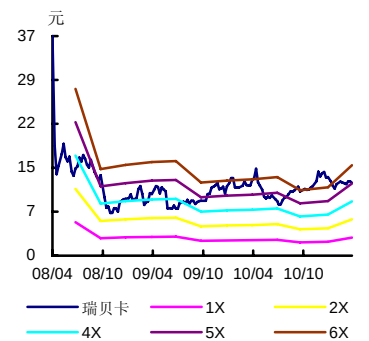
相对估值



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

瑞贝卡一季报点评：业绩低于市场预期_季报点评	马涛	2011-04-21
瑞贝卡年报点评：收入符合预期，净利润低预期_年报点评	马涛	2011-03-30
瑞贝卡(600439.sh)_公司调研简报	马涛	2011-01-30

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。