



出口非洲快速恢复 国内零售持续高增长

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 6 月 27 日)	10.74 元
目标价	13.00 元
行业	日常消费品
报告发布日期	2011 年 6 月 27 日 星期一

施红梅

纺织服装行业首席分析师

63325888×6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010014

事件：近期我们组织了公司和广东地区加盟商与机构的交流，就公司最新经营情况进行了深入探讨。据此得出如下分析观点。

我们的观点：

- **出口增速整体好于去年，特别是非洲呈现明显的恢复性增长。**作为全球最大的发制品企业，目前公司营业收入的 90% 左右仍然来自出口，其中对北美出口占 60% 左右，对欧洲出口占 10% 左右，对非洲出口占 20% 左右。2010 年由于后金融危机的影响，非洲地区对发制品的消费低于预期，全年公司对非洲出口同比下降了 4% 左右，在一定程度上也拖累了公司 2010 年的业绩增速。而从 2010 年 11 月开始公司对非洲出口订单明显恢复，体现在公司一季报中对发非洲出口收入同比明显增长。我们预计 2011 年前 4 月公司对非洲出口增长 40% 以上，对非洲的订单同比增长 50% 以上，因此可以预期后期对非洲的出口收入增速会进一步提升。对北美和欧洲地区出口基本延续了去年以来较快的增速，因此我们预计 2011 年全年公司出口收入的增速将明显好于 2010 年。
- **国内零售持续高速增长。**2010 年上半年公司国内品牌零售业务保持持续高速增长，我们预计前 5 月国内零售终端收入 1.1 亿元左右，预计 5 月底国内店铺数量在 184 家左右。通过 2010 年以来对全国多地市场加盟和直营的调研，我们认为国内假发作为时尚消费品正逐步迈入快速发展阶段，我们判断行业繁荣期至少还有 4—5 年，而近年来不少实业资本的竞相进入也从一个侧面反映了假发消费的繁荣增长。公司 Rebecca 品牌经过 3 年的培育，已经在国内市场树立了高端形象，而 2010 年新推出的 Sleek 品牌目前正逐步导入发展阶段，其相对更大众的定位为公司国内市场的拓展打开了充足的空间。我们预计公司 2011 年国内新开店在 120 家以上，预计公司全年零售业务报表收入有望达到 1.8—2 亿元左右（去年 8600 万元）。
- **2011 年开始公司主营业务盈利能力将呈现持续上升态势。**出口方面，随着产品结构的不断提升，整体均价和毛利率都将呈现上升态势，特别是 2010 年底增发募集资金项目更是聚焦于高档产品的开发、对原料自产率的提高，我们预计增发项目从今年四季度开始将逐步贡献业绩，会进一步推动公司盈利能力的提升。而内销方面，随着销售收入的持续高增长其对公司综合毛利率的提升作用将日益明显。因为公司出口业务毛利率历史综合水平在 25%—30% 之间，而国内品牌零售毛利率在 60% 以上，因此随着 2011 年开始国内零售业务的持续放量，可以预期公司主业盈利能力将呈现持续上升态势。
- **广东地区零售业务呈现同店高增长、渠道数量快速扩张的态势。**目前公司广东地区的品牌零售业务由一个加盟商负责，从 2010 年 5 月开第一家店，到目前为止在广东地区共有 8 家店。从广东地区的发制品零售看，成熟门店的同店增长在 50% 以上，新开门店基本在当月就可实现盈亏平衡或盈利。未来广东地区的渠道扩张还有很大空间，特别是随着 Sleek 品牌的推出，将有更多的二/三线城市的渠道空间。广东地区去年零售 800 万元左右，预计 2011 年全年零售收入 2000 万元以上。
- **公司战略规划清晰，未来业绩持续增长可期。**从区域规划看，公司未来将稳步发展欧美市场、大力开发非洲市场，深入开发国内零售市场。欧美市场将通过产品结构的提升实现盈利的增长，非洲市场将通过扩大销售区域和部分开发高端产品来实现营收增长，国内市场将通过渠道的快速扩张、品牌的深度运营实现盈利的爆发式增长。
- **盈利预测与投资评级：**根据动态跟踪获得的信息，我们小幅上调公司的盈利预测，预计 2011—2013 年的每股收益分别为 0.36 元、0.48 元和 0.66 元，预计三年盈利复合增长率在 43% 左右，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**原料、人力成本上升及非洲地区政治经济形势、汇率波动等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析（瑞贝卡（600439））

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2836	2701	3254	3981	营业收入	2005	2594	3224	4037
现金	1070	500	550	605	营业成本	1469	1871	2276	2827
应收账款	264	273	380	477	营业税金及附加	14	19	23	29
其它应收款	23	35	45	53	营业费用	122	158	193	238
预付账款	229	172	240	333	管理费用	124	160	213	254
存货	1247	1718	2036	2509	财务费用	74	66	79	92
其他	3	2	3	4	资产减值损失	2	2	2	3
非流动资产	593	818	921	892	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	51	22	22	22	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	338	566	696	713	营业利润	200	320	437	594
无形资产	109	118	121	127	营业外收入	7	7	7	7
其他	94	112	81	30	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3430	3519	4175	4872	利润总额	206	326	443	600
流动负债	533	650	926	1108	所得税	28	46	62	84
短期借款	279	372	594	726	净利润	178	280	381	516
应付账款	105	151	182	223	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	149	127	150	159	归属于母公司净利润	178	280	381	516
非流动负债	898	600	600	600	EBITDA	307	424	570	747
长期借款	600	600	600	600	EPS（元）	0.23	0.36	0.48	0.66
其他	298	0	0	0					
负债合计	1431	1250	1526	1708	主要财务比率				
少数股东权益	5	5	5	5	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	786	786	786	786	成长能力				
资本公积	594	594	594	594	营业收入	24.8%	29.4%	24.3%	25.2%
留存收益	666	946	1328	1844	营业利润	45.8%	60.1%	36.8%	35.9%
归属母公司股东权益合计	1994	2282	2661	3177	净利润	43.4%	57.4%	36.2%	35.4%
负债和股东权益	3430	3537	4192	4890	获利能力				
					毛利率	26.7%	27.9%	29.4%	30.0%
现金流量表					净利率	8.9%	10.8%	11.8%	12.8%
单位：百万元					ROE	8.9%	12.3%	14.3%	16.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	7.1%	8.9%	10.0%	11.4%
经营活动现金流	-28	-12	71	54	偿债能力				
净利润	178	280	381	516	资产负债率	41.7%	35.3%	36.4%	34.9%
折旧摊销	33	39	54	61	净负债比率				
财务费用	74	66	79	92	流动比率	5.32	4.16	3.51	3.59
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.98	1.51	1.31	1.33
营运资金变动	-240	-406	-443	-617	营运能力				
其它	-73	9	-0	2	总资产周转率	0.66	0.75	0.84	0.89
投资活动现金流	-28	-290	-164	-39	应收账款周转率	9	10	10	9
资本支出	151	300	150	22	应付账款周转率	13.14	14.64	13.66	13.95
长期投资	0	-29	0	0	每股指标（元）				
其他	123	-19	-14	-17	每股收益	0.23	0.36	0.48	0.66
筹资活动现金流	523	-269	143	39	每股经营现金流	-0.04	-0.01	0.09	0.07
短期借款	-377	93	222	131	每股净资产	2.54	2.90	3.38	4.04
长期借款	600	0	0	0	估值比率				
普通股增加	170	0	0	0	P/E	47.71	30.32	22.27	16.45
资本公积增加	506	0	0	0	P/B	4.26	3.72	3.19	2.67
其他	-375	-361	-79	-92	EV/EBITDA	28	20	15	11
现金净增加额	282	-570	50	55					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn