

静待公司华丽转身

公司研究动态

◆国内市场爆发期显现:

2010 年, 公司国内门店数目为 138 家, 为公司贡献收入达到 8600 多万元, 较 06 年同期的 340 万元营业收入增幅高达 2429%。公司采取“门店倍增”计划, 预计 2011-2013 年公司门店数目将分别达到 260 家、380 家和 500 家左右; 预计公司 2011 年公司国内门店终端收入将达到 3.5-4 亿元, 可确认 1.75-2 亿元的销售收入。

◆非洲市场将成为公司国际市场的重中之重:

非洲市场成为公司国际市场发展的重中之重, 目前公司正在加紧对非洲南部、西部和东部地区进行销售网络的建设, 努力进行销售区域的广度扩张, 力争 5 年内将非洲市场建立成为公司国际第一大市场。2010 年金融危机滞后效应对非洲市场的影响已经远去, 目前非洲市场订单量已经恢复到原有水平。公司为了能更好的降低成本, 提高盈利能力, 对非洲的部分生产基地开始战略性转移。目前已经在尼日尼亚和加纳新建了两条大辫生产线, 产能共计达到 2500 万条, 预计 2011 年可以逐步释放产能。

◆北美市场产品升级进行时:

北美是目前公司最大的海外市场, 2010 占到公司总营收的 61.96%。公司为了提高北美市场的整体盈利能力, 对产品市场进行了细化, 对产品本身进行了升级, 加大了产品售价和毛利率都相对较高的高档产品占销量的比重, 从而在保证营收增长的同时, 提高了公司北美地区的综合毛利率。我们预计未来公司将可能继续提高高档产品的销量, 除此之外, 还可能对北美市场更加细化, 推出适应于不同细分市场的产品。

◆盈利预测:

我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入分别为 24.64 亿元、31.96 亿元和 42.68 亿元, 对应摊薄后的 eps 分别为 0.35、0.53 和 0.75 元。我们首次给予“增持”评级, 目标价 13 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,607	2,005	2,464	3,196	4,268
营业收入增长率	17.58%	24.79%	22.90%	29.72%	33.53%
净利润(百万元)	124	178	275	419	592
净利润增长率	-43.71%	43.36%	54.80%	52.15%	41.28%
EPS(元)	0.16	0.23	0.35	0.53	0.75
ROE(归属母公司) (摊薄)	9.38%	8.92%	12.57%	16.68%	20.01%
P/E	64	44	29	19	13

(增持) 首次

当前价/目标价: 10.74/13.00 元

目标期限: 6 个月

分析师

石磊 (执业证书编号: S0930511010009)

021-22169154

shilei@ebsecn.com

联系人

于青青

021-22169165

yuyq@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 7.86

总市值(亿元): 78.85

一年最低/最高(元): 8.11/14.39

近 3 月换手率: 68.37%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.40	-4.15	5.38
绝对	4.05	-12.26	16.02

相关研报

国内市场爆发期显现

假发消费观念转变，消费热潮显现。假发在传统意义上是用来弥补缺陷之用，其受众群体非常局限，从而制约了该行业的发展。随着国民经济的逐步提高，以及国外时尚消费的影响和国内龙头公司的引导（公司 2007 年公司在北京东单开设了首家旗舰店），国人对假发消费观念出现了转变，对假发的消费更多倾向于追求时尚潮流和提高生活健康品质方面。我们从几家门店的实地调研情况来看，目前的假发消费者的年龄层次跨度很大，上至 60 岁，下至 18 岁，消费目的主要分为两部分：第一，追求时尚潮流的年轻人；第二，拥有染发需求，但对健康生活要求较高的中老年。

表 1 假发与烫染发优劣比较

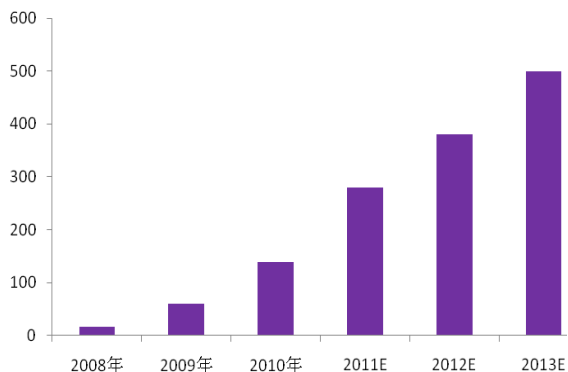
	烫染发	假发
危害性	烫染发除了对发质和头皮造成不同程度的损害外，烫染过程中使用的化学药水含有致癌物质，诱发癌症发生	无伤害
时间性	需要耗时 3-4 个小时	迅速快捷
可变性	一次定型后需要维持 3 个月左右的时间	随心而变

数据：光大证券研究所

公司开展“门店倍增”计划分享国内市场盛宴。由于公司前期的消费引导，公司已经开始享受国内市场假发行业的高增长。2010 年，公司的国内门店数目为 138 家，为公司贡献收入达到 8600 多万元，较 06 年同期 340 万元的营业收入增幅高达 2429%。为了能够更好的分享国内假发市场的高速成长，公司采取了“门店倍增”计划，预计 2011 年公司门店将达到 260 家，而 2012 年和 2013 年预计门店数量将分别达到 380 家和 500 家左右。预计公司 2011 年门店终端收入将达到 3.5-4 亿元，公司可确认 1.75-2 亿元的销售收入。

图 1：公司门店倍增计划启动

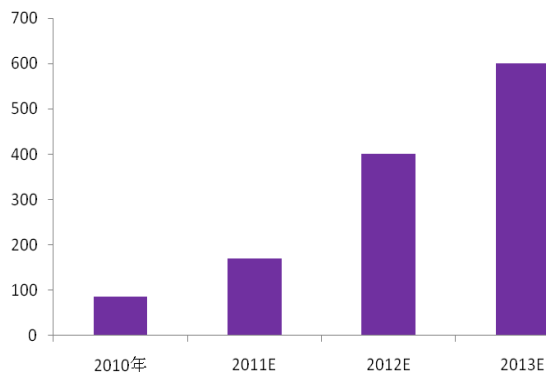
2008 年-2013 年门店扩张数量预测（单位：家）



资料来源：光大证券研究所

图 2：国内市场收入快速增长

2010 年-2013 年国内市场营业收入预测（单位：百万元）



资料来源：光大证券研究所

双品牌战略进行产品线延伸。公司的 Rebecca 属于公司的高端品牌，定位于一、二线城市中高收入人群。而假发时尚消费不仅限于高端客户，二、三线城市的中产阶级收入人群也同样存在着需求。面对二、三线城市的广阔空间，公司 10 年推出了价格相对便宜的中端 Sleek 品牌来满足该类消费者的需求。

国际市场有的放矢

非洲市场将成为公司国际市场重点。由于黑人特殊的生理特点，头发生长特别缓慢，使得假发对黑人来说则为刚性需求（一般来说一个黑人 2 个月需要消耗掉 3 条发条），所以面对黑人数量最多的非洲市场，则将成为公司国际市场发展的重点。目前公司正在加紧对非洲南部、西部和东部地区进行销售网络的建设，努力进行销售区域的广度扩张，力争 5 年内将非洲市场建立成为公司国际第一大市场。

订单数量回升明显。公司 2010 年非洲市场较 09 年下滑 4 个百分点，主要是由于金融危机对非洲市场产生了滞后情况所致，从目前我们了解到的情况来看，今年非洲消费情况已经好转，公司的订单量也已经回升至金融危机之前的水平。

战略性基地转移进行时。公司为了能更好的降低成本，提高盈利能力，对非洲的部分生产基地开始战略性转移。公司计划未来 5 年内将在非洲建立 4 家工厂，而目前已有尼日利亚 1500 万条大辫生产线和加纳的 1000 万条大辫生产线同时在建，预计 2011 年这两个工厂就可以开始逐步的释放产能。

深度开发刚刚起步。非洲市场两极分化情况严重，非洲当地高端人群对假发的需求在增长。公司在非洲开始通过建立高档店的形式进行高档产品的销售，目前试点店面有 2 个，店面盈利情况良好。随着公司高端的逐步深入推广，未来公司在非洲的高档产品的销售也将呈现出高速增长态势。

自产化纤发丝有效降低化纤类产品成本。公司原有的化纤类产品原材料化纤发丝来自于日、韩进口，由于化纤类产品需求量的增加，公司对化纤发丝的需求也逐步增加，为了降低原材料的依赖性和降低生产成本，公司 2009 年开始逐步进行化纤发丝的自产。公司化纤发丝设计产能为 7000 吨，10 年公司化纤发丝产量为 1350 吨，满足公司 30% 的原材料需求，我们预计 11 年公司可自产化纤发丝 3000 吨，可满足公司原材料需求将达到 70% 左右。日本地震后化纤发丝的价格上涨至 5.7 万元/吨，而公司自产化纤发丝价格仅为 2 万元/吨，有效的降低了化纤类产品的成本。

北美市场产品升级正当时。北美是公司目前最大的海外市场，2010 年北美市场的营收占到公司总营收的 61.96%。北美市场主要销售的产品是工艺发条，此类发条的主要原材料是人发，原材料成本上涨压力较大，加之公司在北美市场仅做到经销商阶段，而没有对终端市场进行衍生，所以导致公司北美地区毛利率业务相对较低。为了解决公司成本压力和毛利率较低的问题，公司对北美市场进行了产品结构的调整，加大了产品售价和毛利率都相对较高的高档产品的销售，从而在保证营收增长的同时，提高了公司北美地区的综合毛利率。我们预计未来公司将可能继续提高高档产品的销量，除此之外，还可能对北美市场更加细化，推出适应于不同细分市场的产品。

欧洲市场品牌推广和市场扩展同步走。公司 2004 年就通过与英国品牌商“Sleek”合资成立亨得尔公司，成功的建立起英国渠道，2010 年初公司通过收购亨得尔公司另外 50% 的股权，将渠道归为己有。目前公司借助渠道的优势

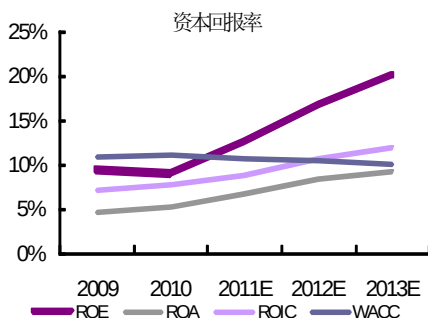
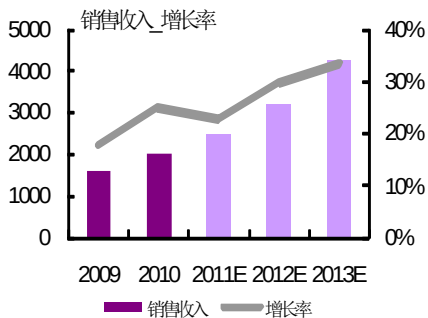
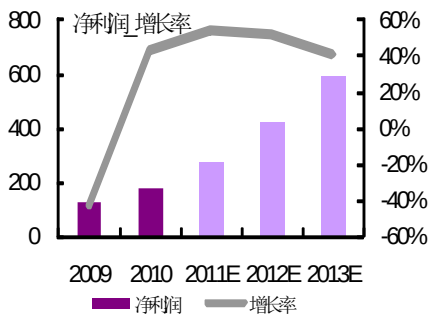
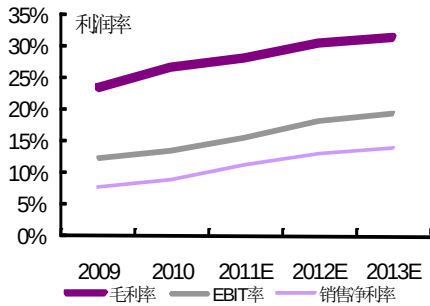
成功开拓了英国和法国等市场，未来将会以英国、法国为中心，将市场进一步拓展到欧洲其他国家。在不断扩大区域的同时，公司也将加大品牌的推广，未来欧洲市场上除了“Sleek”品牌，将推出更高端的品牌。

盈利预测

假设条件：

- 1) 假设国内市场今年终端收入为 3.5 亿元，确认收入为 1.7 亿元；
- 2) 非洲市场订单量恢复金融危机前水平；
- 3) 化纤类产品 70%原材料由公司自产化纤发丝供给；

预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入分别为 24.64 亿元、31.96 亿元和 42.68 亿元，对应摊薄后的 eps 分别为 0.35、0.53 和 0.75 元。我们首次给予“增持”评级，目标价 13 元。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,607	2,000	2,464	3,196	4,268
营业成本	1,227	1,469	1,769	2,219	2,920
折旧和摊销	33	33	47	53	57
营业税费	6	14	17	22	28
销售费用	62	122	147	185	243
管理费用	110	124	148	185	243
财务费用	65	74	68	101	148
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	0
营业利润	137	200	314	481	683
利润总额	142	206	320	487	689
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	124.12	177.94	275.46	419.13	592.12

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,663	3,430	4,090	5,069	6,462
流动资产	2,211	2,836	3,418	4,353	5,763
货币资金	787	1,070	1,232	1,598	2,134
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	187	26	315	408	54
应收票据	0	3	0	0	0
其他应收款	27	23	32	38	47
存货	1,125	1,247	1,592	1,997	2,628
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	25	51	51	51	51
固定资产	285	338	420	466	462
无形资产	100	109	104	99	94
总负债	1,341	1,431	1,895	2,550	3,498
无息负债	234	256	276	342	43
有息负债	1,107	1,175	1,618	2,208	3,065
股东权益	1,323	1,999	2,196	2,518	2,964
股本	616	786	786	786	786
公积金	182	701	729	771	830
未分配利润	567	560	729	1,010	1,396
少数股东权益	0	5	5	5	5

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-76	-28	-1	71	14
净利润	124	178	275	41	592
折旧摊销	3	33	47	53	57
净营运资金增加	327	520	629	869	1,319
其他	-560	-759	-952	-1,270	-1,954
投资活动产生现金流	-59	-214	-133	-97	-40
净资本支出	48	151	133	97	40
长期投资变化	25	51	0	0	0
其他资产变化	-132	-416	-266	-194	-80
融资活动现金流	549	523	297	392	562
股本变化	142	170	0	0	0
债务净变化	613	68	443	50	857
无息负债变化	91	22	21	66	91
净现金流	411	282	162	366	536

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.58%	24.79%	22.90%	29.72%	33.53%
净利润增长率	-43.71%	43.36%	54.80%	52.15%	41.28%
EBITDA 增长率	-27.54%	32.06%	39.74%	48.26%	39.64%
EBIT 增长率	-34.11%	37.35%	39.57%	52.52%	42.54%
估值指标					
PE	64	44	29	19	13
PB	6	4	4	3	3
EV/EBITDA	31	29	22	16	12
EV/EBIT	37	33	25	17	13
EV/NOPLAT	42	38	29	20	15
EV/Sales	5	4	4	3	3
EV/IC	3	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	23.61%	26.74%	28.21%	30.57%	31.57%
EBITDA 率	14.46%	15.30%	17.40%	19.89%	20.80%
EBIT 率	12.41%	13.65%	15.51%	18.23%	19.47%
税前净利润率	8.85%	10.27%	13.00%	15.25%	16.13%
税后净利润率 (归属母公	7.73%	8.88%	11.18%	13.11%	13.87%
ROA	4.66%	5.19%	6.73%	8.27%	9.16%
ROE (归属母公司) (摊	9.38%	8.92%	12.57%	16.68%	20.01%
经营性 ROIC	7.19%	7.74%	8.73%	10.72%	11.95%
偿债能力					
流动比率	2.13	5.32	3.44	2.81	2.51
速动比率	1.05	2.98	1.84	1.52	1.37
归属母公司权益/有息债务	1.20	1.70	1.35	1.14	0.97
有形资产/有息债务	2.30	2.80	2.45	2.24	2.07
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.16	0.23	0.35	0.53	0.75
每股红利	0.06	0.10	0.12	0.19	0.26
每股经营现金流	-0.10	-0.04	0.00	0.09	0.02
每股自由现金流(FCFF)	-0.21	-0.51	-0.49	-0.52	-0.74
每股净资产	1.68	2.54	2.79	3.20	3.76
每股销售收入	2.04	2.55	3.13	4.07	5.43

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

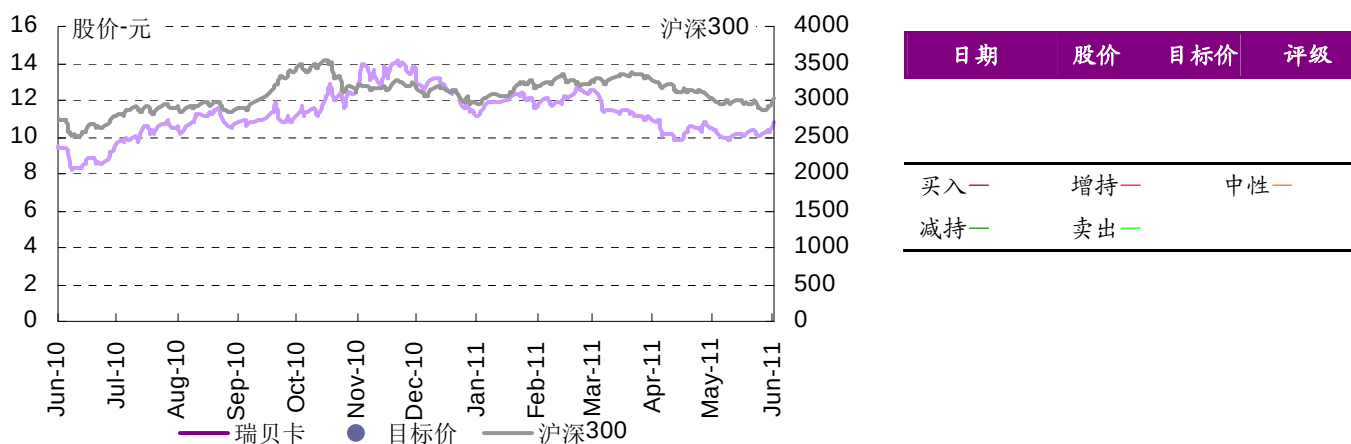
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

石磊，同济大学材料学院毕业，获工学学士。复旦大学管理学院获管理学硕士学位。2004 年于中信建投证券从事建筑建材行业研究，2007 年就职于安信证券从事建筑建材行业研究，多次入围并获得“新财富建材行业最佳分析师”，2010 年 12 月加盟光大证券从事中小市值企业的研究。

投资建议历史表现图

瑞贝卡（600439）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com