



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月19日

小盘股

研究部

李永喜¹

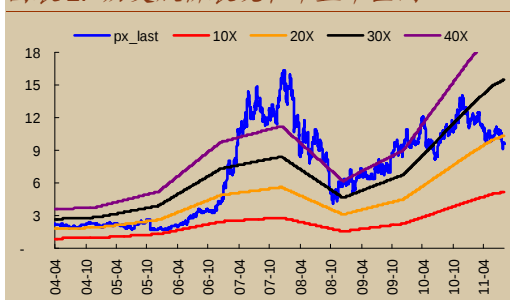
分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010002
liyongxi@cicc.com.cn

推荐

瑞贝卡(600439.SH)

业绩“量稳价增”，国内势头强劲

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 2: 分业务经营情况

(百万元)	1H10	2H10	1H11	YoY	QoQ
收入	885	1,120	980	10.7%	-12.4%
工艺发条	486	751	513	5.5%	-31.8%
化纤发条	170	88	213	25.3%	141.6%
化纤假发	96	52	73	-24.2%	39.7%
人发假发	95	154	98	3.4%	-36.4%
毛利率	25.4%	27.8%	30.8%	5.4%	3.1%
工艺发条	15.5%	23.6%	24%	8.3%	0.3%
化纤发条	39.4%	48.0%	42%	3.0%	-5.6%
化纤假发	41.0%	37.9%	42%	1.1%	4.2%
人发假发	37.4%	39.8%	49%	11.3%	8.9%
收入	885	1,120	980	10.7%	-12.4%
北美洲	503	739	480	-4.7%	-35.1%
非洲	228	160	267	16.8%	67.1%
欧洲	73	119	88	20.4%	-26.2%
国内	63	77	114	80.7%	48.6%
毛利率	25.4%	27.8%	30.8%	5.4%	3.1%
北美洲	15.7%	21.8%	21.7%	6.0%	-0.2%
非洲	39.4%	42.5%	40.9%	1.6%	-1.5%
欧洲	26.7%	39.7%	35.3%	8.6%	-4.5%
国内	50.6%	35.1%	45.3%	-5.3%	10.2%

资料来源: 公司公告, 中金公司

公司动态:

瑞贝卡公布 2011 年半季报: 公司上半年实现收入 9.80 亿元, 同比增长 10.7%, 归属母公司净利润 1.21 亿元, 同比增加 46.6%, 扣除非经常性损益净利 1.17 亿元, 同比增长 42.2%, 实现每股收益 0.15 元, 符合预期。

评论:

海外业务收入平稳增长, 毛利率提升提高盈利能力。公司上半年海外业务整体平稳增长, 北美市场需求疲软, 收入同比略降 5%; 欧洲市场在引进高顺发产品后带动其他发制品销量提升, 同比上涨 20%; 非洲市场是公司销售的重点, 建立高档店, 提高品牌影响力, 同比增长 20%。前两年公司持续进行的产品升级和工艺提高效果显著, 公司出口的高附加值的升级产品比重增大, 北美市场二季度平均提价 14% 左右, 直接导致北美毛利率分别同比上升 6ppt。而新工艺和高顺发产品对员工熟练度要求较高, 这也给产量带来一定压力, 因此收入增长主要来自“价升”而非“量增”。随着自产化纤发丝的投放, 带来成本节约, 化纤类产品毛利率将持续提高。而加纳、尼日利亚的两个大辫生产线投产将缓解国内劳动力成本上升的压力, 预计公司综合毛利率仍有提升空间。

国内业务保持强劲增长。公司上半年国内收入同比大增 81%。公司进一步加快国内销售网络建设速度, 尤其是二三线城市的门店投入, 2011 上半年公司新增门店 55 家, 达到 186 家, 预计年底将达到 270 家, 11/12 年将保持 120 家左右新店扩张的速度。公司实施高端品牌“Rebecca”和大众品牌“Sleek”进行差异化定位的双品牌战略; 同时各个地方卫视的广告投放仍将继续。上半年终端销售在 1.3 亿元左右, 随着下半年旺季到来以及门店增加, 全年终端销售可望突破 4 亿元, 成为业绩增长的最大动力。

下调盈利预测 11%。基于公司目前控制产量推动产品往高端升级的规划以及考虑到欧美经济复苏可能慢于预期, 我们下调了收入预测同时上调了毛利率假设。综合来看下调 2011 年每股收益 11% 至 0.37 元。

投资建议:

调整后 11~12 年每股收益预测 0.37 元和 0.55 元, 当前股价对应 11~12 年 PE 分别 25.8x 和 17.4x, 目前估值合理, 我们看好其全球龙头地位以及国内业务的爆发式增长, 维持长期“推荐”评级。

风险:

大盘下跌导致整体估值水平下降; 北美假发需求大幅下滑; 国内拓展速度慢于预期。

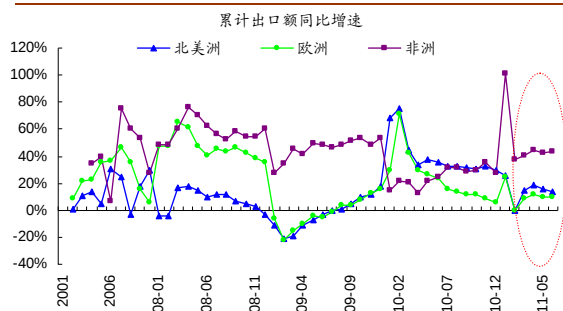
¹报告贡献人: 彭颖 pengying@cicc.com.cn

图表 3: 分季度数据

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	1H11YoY
营业收入	287.6	467.8	402.7	448.3	366.7	518.6	508.5	611.1	445.4	534.9	3.1%	20.1%	885.3	980.3	10.7%
营业成本	217.1	365.5	311.3	333.4	277.3	383.0	352.4	456.0	324.3	353.6	-7.7%	9.0%	660.3	677.9	2.7%
营业税金及附加	0.3	2.2	1.9	1.7	1.9	2.8	7.8	2.0	5.6	5.3	89.4%	-6.0%	4.64	10.9	1.3
毛利	70.3	100.1	89.5	113.2	87.5	132.8	148.3	153.1	115.5	176.1	32.6%	52.5%	220.3	291.5	32.3%
销售费用	11.3	14.4	15.1	21.0	16.0	25.7	26.0	54.3	23.5	33.2	29.3%	41.5%	41.7	56.7	35.9%
管理费用	18.6	26.9	22.5	41.9	19.5	29.2	33.1	42.5	24.1	34.5	18.1%	43.2%	48.7	58.6	20.4%
财务费用	10.4	21.6	12.8	20.8	13.3	22.8	19.6	18.5	18.3	23.6	3.5%	28.8%	36.1	41.8	15.9%
营业利润	30.0	35.8	39.1	31.9	38.7	54.2	69.7	36.9	49.7	83.2	53.4%	67.6%	93.0	132.9	42.9%
营业外收入	1.2	0.9	1.7	2.1	0.7	0.3	3.7	2.7	4.1	2.0	632.0%	-50.1%	0.9	6.1	553.3%
营业外支出	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.7	0.2	0.0	0.6	1392.8%	1689.3%	0.1	0.6	623.6%
利润总额	31.1	36.5	40.7	33.9	39.4	54.5	72.7	39.4	53.7	84.7	55.4%	57.7%	93.8	138.4	47.5%
所得税	4.9	3.5	5.2	4.4	4.9	6.0	9.9	7.4	6.7	10.0	67.5%	49.6%	10.9	16.8	53.5%
少数股东权益	0.0	-	-	-	-	-	-	0.1	-0.0	0.1	n.a	304.0%	0.0	0.0	n.a
净利润	26.2	32.9	35.6	29.4	34.4	48.5	62.8	32.2	47.0	74.6	53.8%	58.6%	82.9	121.6	46.6%
每股收益(元)	0.03	0.04	0.05	0.04	0.04	0.06	0.08	0.04	0.06	0.09	53.8%	58.6%	0.11	0.15	46.6%
毛利率	24.5%	21.9%	22.7%	25.6%	24.4%	26.1%	30.7%	25.4%	27.2%	33.9%	7.8%	6.7%	25.4%	30.8%	5.4%
营业费用率	3.9%	3.1%	3.8%	4.7%	4.4%	5.0%	5.1%	8.9%	5.3%	6.2%	1.3%	0.9%	4.7%	5.8%	1.1%
管理费用率	6.5%	5.8%	5.6%	9.4%	5.3%	5.6%	6.5%	7.0%	5.4%	6.4%	0.8%	1.0%	5.5%	6.0%	0.5%
营业利润率	10.4%	7.7%	9.7%	7.1%	10.6%	10.5%	13.7%	6.0%	11.1%	15.6%	5.1%	4.4%	10.5%	13.6%	3.1%
净利率	9.1%	7.0%	8.8%	6.6%	9.4%	9.4%	12.4%	5.3%	10.6%	13.9%	4.6%	3.4%	9.4%	12.4%	3.0%
有效税率	15.8%	9.6%	12.9%	13.1%	12.5%	11.0%	13.6%	18.7%	12.5%	11.9%	0.9%	-0.6%	11.6%	12.1%	0.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司

图表 4: 发制品累计出口增速下滑



资料来源: 国研网, 海关总署, 中金公司

图表 5: 盈利预测调整

	2011E			2012E		
	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
营业收入	2,682	2,255	-15.9%	3,322	2,960	-10.9%
毛利率	29.6%	31.1%	1.4%	31.7%	32.8%	1.1%
三项费用率	15.4%	16.1%	0.6%	15.0%	15.5%	0.5%
净利润	330	293	-11%	469	435	-7%
EPS	0.42	0.37	-11%	0.60	0.55	-7%

资料来源: 中金公司

图表6：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

损益表(人民币百万)							历史股价表现						
600439	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	(%)	1周	1月	1季度	YTD	1年	2年
销售收入	1,360	1,366	1,607	2,005	2,255	2,960	行业板块	2%	-9%	-10%	-19%	-9%	35%
销售成本	-1,003	-965	-1,227	-1,469	-1,560	-1,996	消费品			二级行业			个人用品
营业费用	-19	-41	-62	-122	-151	-213	第一大股东			持股比率			31%
管理费用	-40	-52	-110	-124	-137	-175	瑞贝卡控股公司						
EBIT	298	308	207	290	407	577	总市值(百万元)	7,562		流通市值(百万元)			7,117
EBITDA	314	326	241	323	440	618	发行股数(百万股)	786		股票现价(元)			9.62
财务费用	-32	-54	-65	-74	-74	-72							
投资收益	3	3	4	0	0	0							
其他损益项	0	0	0	0	0	0							
所得税	-72	-27	-18	-28	-46	-77							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于股东的净利润	191	221	121	178	293	435							

资产负债表(人民币百万)							成长性分析						
600439	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
现金	461	376	787	1,070	970	521	销售收入	14.7%	0.5%	17.6%	24.8%	12.5%	31.3%
应收帐款	173	93	187	264	297	390	销售毛利	48.7%	13.6%	-5.6%	39.8%	30.2%	38.9%
预付帐款	95	51	84	229	243	311	EBITDA	59.1%	3.9%	-26.1%	34.3%	36.2%	40.5%
存货	486	954	1,125	1,247	1,325	1,859	EBIT	60.5%	3.2%	-32.5%	39.7%	40.4%	41.8%
其他流动资产	-	-	-	-	-	-	净利润	86.5%	15.4%	-45.1%	46.9%	64.8%	48.3%
流动资产	1,225	1,490	2,211	2,836	2,865	3,120							
固定资产	189	257	313	400	578	680							
长期投资	21	22	12	51	51	51							
其他长期资产	-	-	-	-	-	-							
长期资产	293	396	439	593	799	926							
资产总额	1,518	1,886	2,650	3,430	3,663	4,045							
短期借款	91	343	656	279	279	279							
各项应付款	51	73	119	105	111	142							
应交税费	37	-14	-4	14	15	20							
应付职工薪酬	36	34	50	52	56	71							
其他流动负债	100	70	267	134	195	299							
流动负债	279	473	1,038	533	601	740							
长期借款	150	150	-	600	600	600							
其他长期负债	13	14	303	298	300	300							
长期负债	163	164	303	898	900	900							
负债总额	442	636	1,341	1,431	1,501	1,640							
少数股东权益	-	-	-	5	5	5							
股本	237	474	616	786	786	786							
公积金及未分配利润	839	775	693	1,208	1,371	1,614							
股东权益	1,076	1,250	1,310	1,994	2,158	2,400							
负债及股东权益	1,518	1,886	2,650	3,430	3,663	4,045							

偿债能力分析						
2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
流动比率	4.39	3.15	2.13	5.32	4.77	4.21
速动比率	2.65	1.13	1.05	2.98	2.56	1.70
现金比率	30%	20%	30%	31%	26%	13%
资产负债率	29%	34%	51%	42%	41%	41%
债务/权益	41%	51%	102%	72%	70%	68%
净债务/权益	-17%	9%	1%	-10%	-4%	15%
利息覆盖倍数	10	6	4	4	6	9

杜邦分析						
2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
税后利润/EBIT	64%	72%	58%	61%	72%	75%
xEBIT利润率	21.9%	22.5%	12.9%	14.5%	18.0%	19.5%
=销售净利润率	14.1%	16.1%	7.5%	8.9%	13.0%	14.7%
x资产周转率	0.90	0.72	0.61	0.58	0.62	0.73
=总资产收益率	13.5%	13.0%	5.3%	5.9%	8.3%	11.3%
x总资产/净资产	1.41	1.51	2.02	1.72	1.70	1.69
=净资产收益率	17.8%	17.6%	9.2%	8.9%	13.6%	18.1%

回报率分析						
2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
投入资本回报率	17.3%	16.6%	8.0%	7.9%	9.8%	13.7%
平均资本回报率	12.6%	11.7%	4.6%	5.2%	8.0%	10.8%

每股指标分析						
2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
摊薄每股收益	0.24	0.28	0.15	0.23	0.37	0.55
每股经营性现金	0.17	-0.24	-0.12	-0.04	0.37	-0.10
每股股息	0.03	0.04	0.06	0.10	0.16	0.24
每股净资产	2.27	2.64	2.76	4.20	4.55	5.06

估值分析						
2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
市盈率	34.3	62.4	42.5	25.8	17.4	
市净率	3.7	3.7	3.5	2.3	2.1	
股价/每股经营性现金流	-39.5	-78.2	-271.9	26.2	-94.4	
红利收益率	0.4%	0.7%	1.0%	1.7%	2.5%	

600439						
2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
净利润	191	221	121	178	293	435
折旧/摊销	16	18	33	34	33	41
运营资本变化	-166	-374	-207	-321	-111	-628
其他项	-1	19	-23	80	74	72
经营活动现金流	39	-116	-76	-28	289	-80
固定资产投资	-26	-129	-49	-151	-200	-130
其他投资活动	0	0	-11	-64	-38	-38
投资活动现金流	-26	-129	-59	-214	-238	-168
股权融资	-	-	-	558	-	-
借款变动	9	242	648	89	2	-
其他融资活动	-70	-78	-99	-124	-153	-202
融资活动现金流	-61	164	549	523	-151	-202
现金(等价物)变化	-47	-85	411	282	-99	-450

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED