



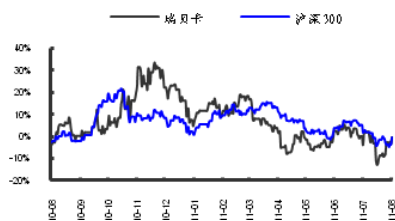
瑞贝卡 (600439):

内外兼修的美丽行业龙头

新消费-发制品

维持评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现 (%)	1m	3m	12m
瑞贝卡	3.8	1.2	-0.1
沪深 300	-2.2	-2.5	-0.3

市场数据 2011.08.26

当前价格 (元)	10.40
52 周价格区间 (元)	8.42-14.39
总市值 (百万)	8254.06
流通市值 (百万)	7767.81
总股本 (万股)	78610.10
流通股 (万股)	73979.10
日均成交额 (百万)	159.15
近一月换手 (%)	26.11

分析师

刘金沪

电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

执业证书编号: S0350510120005

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是☐ 否

- 发制品消费兼具刚需与可选的特征, 是美丽产业的典型代表, 国际市场已具备了数十亿美元的规模。未来欧美日韩等成熟市场将保持稳健增长, 非洲等新兴市场则更具增长潜力。
- 依托人发资源和劳动力等优势, 我国已经成为国际发制品的主要供应国, 年出口超过 20 亿美元, 其中河南是我国的主产省。
- 假发消费在国内处于导入期, 目前规模约 30 亿元。其中时尚消费将成为最有前途的增长点, 具备不可限量的发展潜力, 可望从无到有诞生数百亿元的产业规模。各大公司未来 5 年业务发展的重心将不可避免的由国外转向国内。
- 公司内外兼修, 是世界主流的发制品供应商, 在欧美非洲等主流市场均占据优势, 占据全球出货量的 1/4, 具有行业第二 3 倍以上的规模, 是中国发制品行业当仁不让的第一龙头。
- 公司研发等综合优势强大, 产品持续升级; 产能全球布局, 并加大人发收购市场掌控力度和向上游产业链延伸, 降低原料供应风险, 毛利率趋于提升。
- 内销市场近年来增长迅猛, 销售占比已超过 10%, 2015 年有望贡献超过 10 亿元销售收入。未来公司将逐步从出口导向型向内需拉动型进行转变, 其完整产业链的消费股属性日益凸显。
- 大规模的人发储备形成战略资源优势, 但也造成现金流压力。
- 2011-12 年 EPS 预计分别为 0.35、0.46 元, 动态市盈率分别为 30、22 倍。考虑到国际市场稳健增长的预期和国内不可限量的空间, 以及公司在内外两个市场一骑绝尘的领跑优势, 这一估值水平优势明显。公司正在从制造型企业向消费品公司转型, 将长期受益于我国消费升级的进程, 是投资我国萌芽消费股的绝佳候选。给予其“买入”评级。

预测指标	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	1,186	1,360	1,366	1,607	2,005	2,648	3,260	3,977
营业利润 (百万元)	147	261	249	137	200	311	413	524
净利润 (百万元)	102	191	221	124	178	272	360	455
摊薄每股收益 (元)	0.13	0.24	0.28	0.16	0.23	0.35	0.46	0.58
摊薄每股净资产 (元)	4.85	4.54	2.64	2.15	2.54	2.78	3.10	3.50
加权平均 ROE (%)	15.8	17.4	19.1	19.1	9.2	13.0	15.6	17.5

公司是我国乃至世界发制品行业的领头羊

公司是我国最大的发制品生产和销售企业，主要产品有工艺发条、化纤发、女装假发、教习头、男装头套等，产品目前主要销往国外。实际控制人为郑有全先生。

公司拥有世界规模最大、技术和设备最先进的发制品生产基地以及全国最大的发制品研究中心，并在伦敦和非洲等地设有控股子公司和生产工厂。公司和美国当地一流品牌进行合作，并以自有品牌开拓非洲和欧洲市场，是世界主流的发制品供应商，占据全球出货量的约 1/4。

假发消费在国内处于导入期，在人们追求美好生活天性的驱动力下，具备不可限量的发展潜力。公司正在以自有品牌积极拓展国内市场，并取得了快速的增长，有望成为利润增长的重要引擎。国内市场的无限空间和自有品牌的率先崛起，将驱使公司由面向国际市场的工业品提供商向面对广阔内需市场的消费品公司转型。公司业务内外兼修，正在成为我国乃至世界发制品行业的领头羊。

兼具刚需与可选消费特征，发制品市场前景广阔

我国是世界主要的发制品生产国和出口国，河南是我国的主产省

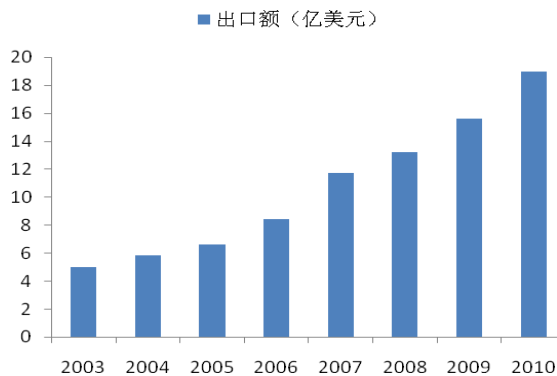
发制品行业是以人发或化纤为原料制成发条和假发等产品的行业。我国发制品行业的产业化起步于七十年代末，当时的市场主要是面向国外。国内发制品企业通过中外合资方式引进人发深加工技术，在由粗加工向深加工逐步转型的过程中，凭借原材料、人工成本等方面的优势逐年积累，我国在全球产业链分工中的层级不断上移，逐渐由单一的原材料供应国转变为半成品和成品出口国。

经过多年的发展，中国已经成为全球最大的发制品生产基地和最大的发制品出口国，占全球产量的约 8 成，出口额连年稳步增长，从 2003 年的 5 亿美元增加到 2010 年的约 19 亿美元。其中美国作为主要的消费市场，本世纪以来保持着 13% 的复合增长率，所占出口比重在 45-50% 之间，2010 年我国输美发制品超过 8 亿美元。

国内发制品也呈现地区集中的态势，河南许昌自清朝末年至今，人

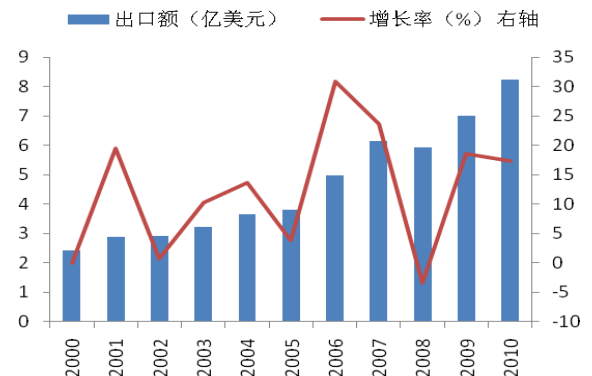
发经营历史已逾百年，是全国乃至全球最大的人发集散地。河南省占国内的约 5 成出货量，许昌又占据河南 85% 的份额，有 200 多家发制品厂，国内前 4 大公司均位于此。国内剩余的 5 成市场中山东占 3 成，其中青岛即发是国内第五大出口商。加上广东和天津，前 4 个地区贡献了我国合计约 9 成的出口量。

图 1 我国发制品出口额连年稳定增长



资料来源：恒源发制品招股说明书（申报稿）、国海证券研究所

图 2 我国输美发制品规模稳步扩张



资料来源：国海证券研究所

刚性需求稳步增长，时尚美观消费将成为最有前途的增长点

目前发制品的消费群体主要是四大类：弥补缺陷群体（包括先天性发质缺陷人群和后天性脱发人群）、特殊行业的消费者（例如演员、模特等）、追求时尚的消费者以及美容美发学校。

黑种人由于天生发质卷曲，生长缓慢，严重影响其对美的追求，对女性群体尤其明显。假发出现后即成为了这个群体必需性装饰品，需求刚性较强。白种人对发制品需求主要是时尚装饰和特殊行业需求。黄种人天生发质好，又没有形成佩戴假发的习惯，因此对发制品需求传统上主要是弥补后天脱发，但从近年来日本韩国等亚洲先行经济体的经验来看，时尚美观的消费具备明显的可选消费品特征，可望成为最有前途的增长点。

欧美市场将保持稳步增长态势，非洲市场潜力最大

目前，世界上最大的发制品消费市场在以美国为主的北美，也最为成熟，其增长的主要动力来自于产品升级。2010 年我国输美发制品超过 8 亿美元。随着消费群体的扩大和消费者对发饰需求的升级，北美市场将在未来几年保持 15-20% 的收入增速。

非洲市场有近 7 亿黑人，目前实际上戴假发的仅占 10-20%，未来刚需可发展空间很大，是全球潜力最大的发制品消费市场。随着非洲地区经济发展和人民生活水平的提高，未来 3-5 年有可能超过美国成为第一大市场，未来几年可望保持 30%以上的增速。

欧洲市场比美国和非洲市场小，但以白人的时尚消费（发套和卡子发）为主要需求，其总体消费档次较高，需求稳步攀升，未来几年市场增速在 20-30%。

其他：亚洲黄种人中以日韩市场为主，其中日本以时尚消费和弥补生理缺陷为主，市场规模约 200 亿元人民币，其龙头公司阿德兰斯凭借对高端男性的定制化服务占据了 4 成份额，日本可以为我国内需市场的发展提供参照。南美等市场都处于发展初期。

国内发制品消费正处于加速起飞阶段，未来前景不可限量

国内市场消费群体主要由以下三类构成：染发群体（女士居多，掩盖白头发，空间很大，占 30-40%）；病理患者群体加其他（约 20-30%）和时尚群体（职业白领、张扬个性的年轻人，约占 40%）。按照国际国内市场目前 8:2 的比例估算，国内假发市场规模在 30 亿人民币元左右。

近年来，随着人们消费观念的转变和消费能力的提高，发制品的时尚装饰需求将逐渐取代以弥补生理缺陷或后天脱发为主的传统需求。从龙头公司的市场开拓情况来看，时尚消费开始萌芽并发展迅速，在一二线城市已经成为主要的增长点，发展潜力巨大。我们认为，经过一定程度的消费引导和企业的推广，时尚发制品消费将成为我国发制品行业最有前途的增长点，各大发制品公司未来业务发展的重心将不可避免的由国外转向国内。

人发制品供应面临瓶颈，化纤制品市场份额稳步上升

人发是发制品的传统原料，其中中国和印度地区女性未经烫染的顺直黑发是最好的假发材料。资料禀赋决定了人发制品中心最终转移到中国。但人发具有一定的生长周期，加之现代越来越多人喜欢染烫头发，发质被破坏后不适合做原料，导致人发资源日益稀缺。面对需求增长拉

动的人发发制品行业规模的扩大，人发供应将面临瓶颈。人发价格上升将推动人发制品价格持续上升。

随着技术进步，目前一些高档化纤发丝在外观、手感、色泽、垂度等方面越来越接近人发，化纤发制品逐步被越来越多消费者接受。近年来，化纤发制品数量已经于人发制品持平。随着人发原料的减少和人发制品价格的持续攀升，化纤发制品的市场份额将稳步上升。目前化纤发在销售量上占一半，金额上占 35%。

劳动力资源优势和上游的控制力成为未来竞争的重点

发制品的生产特点决定了生产过程机械化程度较低，大部分工序必须以人工操作，具有劳动密集型的特点，劳动力成本占产品成本比重较大。世界发制品生产中心经历从欧洲到日本、韩国再到中国的演变，驱动因素之一即为劳动力成本上升。

随着我国人口红利的逐步消失，人工成本将出现不可避免的上升，行业将出现低端制造向东南亚等人工成本更低的国家转移的趋势。

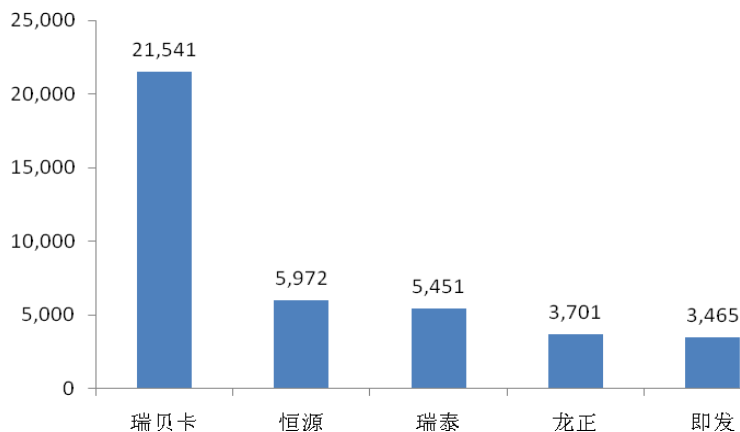
此外，人发原料具有特殊的资源禀赋属性，其难以迅速获取的特性使得企业为满足未来的订单必须保持相当的原料储备，这对资金形成了相当大的占用。为摆脱这种先天束缚，领先企业除保持人发的采购和储备量之外，还通过设立化纤发制造厂来向上游延伸，力求逐步摆脱对原材料的依赖。

内外兼修，中国发制品行业当仁不让的第一龙头

公司是发制品行业龙头，享有明显的规模优势

目前，中国发制品出口企业有近 2500 家，规模企业占比较小。瑞贝卡公司是国内上市融资的第一家发制品企业，经多年发展，经营状况明显领先于行业内其他企业，以较大优势占据行业龙头地位，独居行业第一梯队。2009 年公司出口 2.15 亿美元，占总出口比例的 13.81%，是行业第二的 3.5 倍，在业内的地位遥遥领先。

图 3 瑞贝卡出口规模在国内一骑绝尘（2009 年数据）



资料来源：海关数据、国海证券研究所

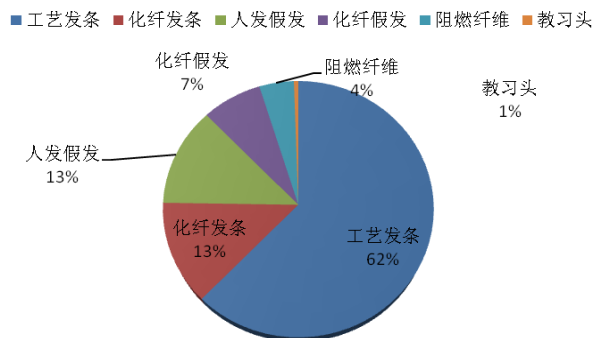
单位：万美元

公司目前以出口和发条为主，但消费品制造商属性正日益凸显

2010 年公司全年实现主营业务收入 20.05 亿元，同比增长 24.79%；实现净利润 1.78 亿元，基本每股收益 0.24 元，同比增长 46.09%。从收入结构来看，公司的 9 成业务依旧来自于海外市场，其中北美占据 63% 的份额；国内市场近年来取得了快速的增长，已经占到了收入的 7%，占比有望持续攀升。

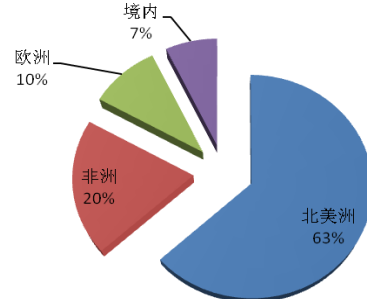
分产品构成中，工艺和化纤发条合计贡献了 3/4 的收入，可以直接佩戴的假发收入占比 20%。由于公司目前还是以 OEM 为主的发条出口业务为主，内销的假发占比并不高，整体而言还处于一个工业制造商阶段。随着内需市场的逐步培育和高附加值的假发占比稳步提升，公司的消费品制造商属性则会日渐凸显。

图 4 公司主营业务产品比例示意图



资料来源：公司年报、国海证券研究所

图 5 海外市场依旧占据 9 成以上份额

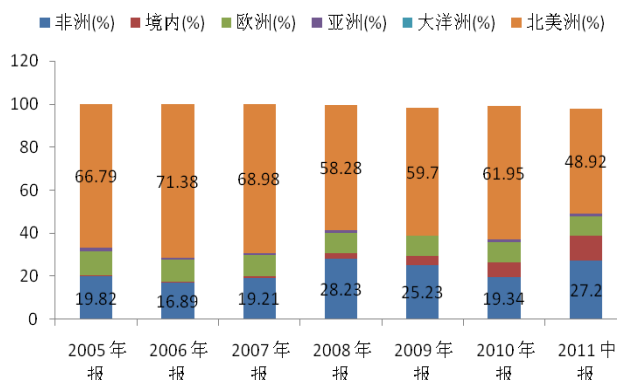


资料来源：公司年报、国海证券研究所

美洲市场：市场成熟，占比趋降，产品升级是主要的增长驱动力

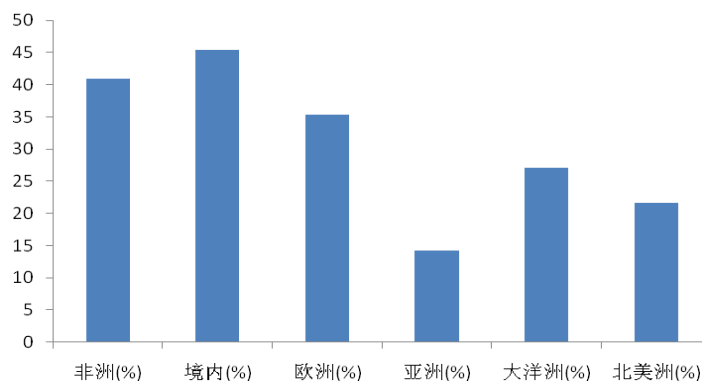
以美国为主的美洲市场是公司最重要的收入来源，以工艺发条和人发假发产品为主，近五年贡献了 60% 以上的收入。公司在该市场依赖美籍韩人的销售渠道，以贴牌生产为主，因此毛利率较低。2008 年金融危机期间营业收入有所下降，现在已经恢复并实现增长，2010 年销售收入 12.4 亿元。

图 6 北美业务占比逐年下降，非洲、国内业务上升显著



资料来源：公司年报、国海证券研究所

图 7 北美业务的毛利率相对较低（2011H 21.7%）



资料来源：公司年报、国海证券研究所

北美市场相对成熟，量的增长并不显著，公司约占我国输美总出货量的 23-24%，但对公司整体业务的贡献率呈现下降趋势，从 2005 年的约 67% 逐年下降到 2011 年上半年的不足 49%。2011 年上半年北美市场实现营业收入 4.79 亿元，同比减少 4.74%。近年来，公司通过加大产品升级和产品结构调整力度，加强和重点客户战略合作，积极推介高顺系列新产品及小面积蕾丝产品，今年在美国有望实现 250 万条高顺发的销量，相当于 700 万条普通发条的销售收入。高档产品的销售比重逐步提升弥补了销量徘徊不前的不足，

欧洲市场：规模相对较小，稳健增长

欧洲比美国和非洲市场规模小，公司 2004 年通过与英国品牌商 Sleek 公司合资成立亨得尔公司，现在 Sleek 商标已被全资收购，定位为中端品牌型公司。此外，公司已经在欧洲注册了 Rebecca 品牌，除了原有的英国市场，法国、荷兰、意大利等新市场都在开拓。通过开通白人沙龙销售渠道，广泛参与各种时尚商品展览会等，进一步扩大自有品牌的影响力。

除高顺发之外，公司还针对欧洲市场开发了卡子发产品，其介于发套和发条之间，消费者可以不用去专业的美发沙龙粘接，自己在家就可以做，具有 DIY 的特征，很适合消费升级的需求。目前公司有 200 万条产能即将释放，在英国终端价可以卖 68 英镑，出厂价约 30 美元，投产后可对销售形成极大促进。2011 上半年以高顺发等升级产品为主要销售突破点，带动了卡子发、高温丝、化纤产品销量的提升，实现营业收入 8754 万元，同比增长 20.38%。全年有望实现 2 亿元以上销售，未来几年将保持 20-30% 的增速。

非洲市场：发展空间大，有望成为海外增长最快的市场

非洲有 7 亿人口，目前实际上戴假发的约占 10-20%，随着其生活水平的提升，未来刚需可发展空间很大，处于高速成长期，未来 5 年可望成为全球最大的发制品市场。

公司非洲业务的拓展可以从深度和广度两个方面来进行。公司 2003 年开始在非洲注册设立了尼日利亚、加纳和南非三家子公司，自行运营产品销售，以中低端产品为主。金融危机以来，公司调整策略，一方面在巩固上述 3 个老市场的基础上，进一步挖掘非洲其他国家和地区的新兴市场，扩大销售网络，逐步形成遍及西非、东非和南非的销售网络，提高了品牌知名度和市场占有率；另一方面则向深度进军，依托自有品牌全力开发中高端市场，在尼日利亚和加纳分别设有专卖店，有望为非洲市场提供新的增长点。

随着高档产品销售呈快速增长势头，公司在非洲的品牌影响力将进一步提升。2011 上半年在非洲实现营业收入 2.67 亿元，同比增长 16.82%，全年预计可实现 5 亿元以上销售，未来增速将快于欧美。

国内市场：内销增长迅猛，发展潜力无限

美丽产业的典型代表，萌芽消费股先锋

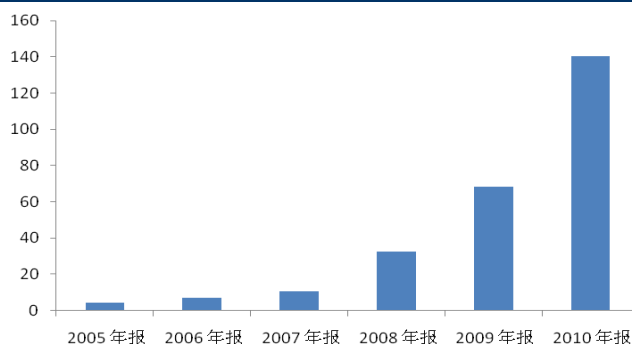
在国内市场上，随着人们消费观念的转变和消费能力的提高，发制品的时尚装饰需求将逐渐取代以弥补生理缺陷或后天脱发为主的传统需求，是美丽产业的典型代表。参考欧美白人和同为黄种人的日韩经验，时尚发制品将成为未来我国都市女性新兴的主要需求，其快捷改变形象

和彰显个性的特征，是投资萌芽消费股的绝佳标的。我国这一市场正处于导入初期，市场规模约 20-30 亿元，发制品具有成为和女性时装、坤包等类似大项的潜质，长期来看可望形成数百亿的产业规模。

国内市场开拓的领头羊，当仁不让的内销第一品牌

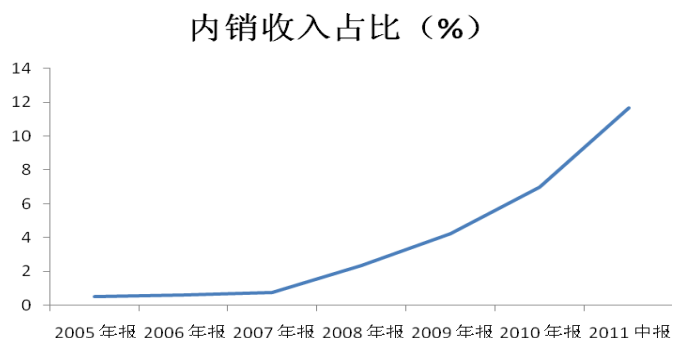
2007 年公司开始加大国内市场的开拓力度，委托业内知名的咨询公司做整体战略规划和广告设计，在东北、华北、华东、华中、西北和西南六个大区的重点城市都设立有销售子公司。近年来的工作重点是建立自营店和加盟店以及进行前期宣传和消费引导。公司在国内市场上以“创品牌、树形象、谋发展”为总的指导思想，进一步加快市场营销渠道建设，完善各项管理，将品牌推广深入到实质阶段。通过实施双品牌战略，公司实现了高端品牌“Rebecca”和大众品牌“Sleek”的差异化定位。

图 8 国内市场近年来开始井喷式增长 单位：百万元



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 9 内销收入占比从忽略不计到 2011H 的 11%



资料来源：公司公告、国海证券研究所

截止 2011 年上半年，公司在国内合计拥有 186 家店面，其中 Rebecca 超过 130 家。长期来看，公司计划在国内共开设 200 家 Rebecca 和 600 家 Sleek，其中覆盖一二线城市的旗舰店以直营为主，单店达到 100 平方米以上。

内销市场近年来连续井喷式增长，从 2005 年的 429 万元迅速增长到 2010 年的 1.4 亿元。2011 上半年，国内发制品实现销售收入 7301 万元，同比增长 80.58%，全年预计可实现销售 1.5-2 亿元。加上阻燃纤维类产品销售的 4128 万元，国内收入贡献从 2005 年的忽略不计到超过 11%。显而易见，随着国内消费升级的深入和发制品导入期结束，国内市场将成为公司未来最重要的收入增长来源。

广告推广和明星代言持续给力

考虑到发制品具备时尚消费的特征，公司聘请了当红明星范冰冰作为产品形象代言人，其妩媚多变的形象对公司产品有较好的诠释。传播方式上，采取电视、网络、平面媒体等多种广告模式。公司非常重视对时尚等一线活动事件的嵌入，比如在“非诚勿扰”等热门节目进行重点投放，赞助央视“时尚中国”节目发型设计大赛，和 Elle、艾莱依和瑞丽等寻机合作，并结合北京、上海、深圳等地举行的“瑞贝卡折服之旅”大型公关活动，对“Rebecca”品牌进行深度传播，有效引导了国内时尚假发消费并显著提升了品牌影响力。

国内市场广告投入去年 4000 万元，2011 上半年销售费用同比增长 36%，其中广告费用 1897 万元，增长 1000 万元，是主要的增长点，显示国内市场开拓力度在增强。随着内销战略的强化，公司的广告投入绝对额会稳步增长。

在公司全方位的营销战略下，国内市场未来的发展潜力巨大，将成为公司业绩的最重要增长点，2015 年有望贡献超过 10 亿元销售收入。未来公司将逐步从出口导向型向内需拉动型进行转变，其完整产业链的消费股属性日益凸显，市场对其的估值也将提升。

全方位发展战略提升公司核心竞争力

研发先行，产品持续升级，毛利率稳步提升

创新能力是企业盈利的源泉和未来持续增长的动力。公司围绕产品升级和产品结构调整，加大新产品、新工艺、新助剂、新材料以及新设备的研发与推广力度，加快了产品的升级换代，充分发挥了科技创新的引领和支撑作用。

首先，公司继续强化自主研发能力。2010 年全年研制的新产品多达 1962 种，贡献产值 1.25 亿美元。面对人发原材料的价格上涨，公司适时推出了人发的升级换代产品，通过加强与国外重点客户、国内发型机构的合作，不断开发出适合市场需求、具有高附加值的新产品。同时，公司还加大了自制原丝的试验、推广和使用力度，并结合自主品牌推出适合市场需求的化纤系列产品，为促进公司产品结构调整和基地转移提

供了有力支持。

其次，公司工业化设备的研制与推广也取得了新进展。通过自主创新与引进技术相结合的方式，一批机械化及自动化设备相继在生产中投入使用。公司还积极调动内部力量，大力实施设备革新，一定程度上减轻了员工劳动强度，提高了工作效率，也促使公司技术水平和产品质量得到了提升。

此外，公司的知识产权保护工作也取得了显著的成效。2010 年国内外申请商标 67 件，获得注册证 29 件，受理通知书 47 件；申请专利 51 项，获得专利授权 94 项。公司无形资产价值得到持续地提升。

得益于产品结构的升级，公司产品毛利率提升显著，2011 上半年工艺发条、化纤发条、人发发套和化纤发套的毛利率全面提升，分别增长 8.3%、3%、11.3%和 1.1%，综合毛利率 30.9%，创历史新高。化纤产品和人发发套的毛利率分别达到 42%和 48%，结构升级明显，是公司总体销售增长不大并且销售费用大幅上升背景下业绩高速增长的主要驱动力。

产能扩张降低成本，规模领先行业

截至 2010 年底，公司拥有工艺发条产能约 1200 万条，化纤发条产能约 1350 万条，假发产能约 400 万套。公司将在北徐和浚县分别扩建 200 万套假发产能，预计北徐地区产能可贡献产量 100 万套。公司还计划在总部建设 200 万套百人卡子发产能，在尼日利亚建设 1500 万条化纤大辫产能，在加纳建设 1000 万条化纤大辫产能，计划 2011 年投产。

公司使用 2006 年募集资金建设的 3000 吨化纤发丝项目已全部投产，另外，公司在抚顺购买并改造的 4000 吨生产化纤发丝产能预计年内将投产，达产后基本可满足非洲两个大辫生产线的生产需要。

公司生产所用的纤维发丝原先全部依赖日韩进口。新建产能扩张完成后，将能满足化纤类产品需求量的增加，并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，2010 年化纤发丝产量为 1350 吨，满足公司 30%原材料需求，预计 2011 年化纤发丝产量可达到 3000 吨，可满足公司原料需求的 70%左右。

表 1 2010 年增发募集资金产能扩张情况

项目名称	投资总额 (万元)	预计销售收入 (万元)	预计利润总额 (万元)	内部收益率 (%)	项目进度 (%)
年产 1,500 万条 (尼日利亚)化纤 大辫生产线	7616	16830	3310	38.93	29.28%
年产 1,000 万条 (加纳)化纤大辫 生产线	6218	11730	2430	37.55	25.40%
年产 4,000 吨负离 子聚氯乙烯发丝 生产线	13200	11966	4156	26.18	21.03%
年产 200 万套(浚 县)女装假发生产 线	8350	7194	1779	18.24	45.48%
年产 200 万套高 档白人系列产品 生产线	14270	42873	5974	30.1	5.29%
国内市场营销体 系建设	7095	12552	1898	27.99	17.02%
合计	56749	103145	19547	-	

资料来源：公司公告、国海证券研究所

加大人发收购市场掌控力度和产业链延伸降低原料供应风险

由于人发供应的瓶颈和消费者需求的持续上升，人发原料的价格长期处于上升趋势，厂商对人发资源的控制力度某种程度决定了其未来接单的能力，故其稀缺资源的属性日益显现。公司依托许昌这一国内最为成熟的人发流通市场积极从事人发收购业务，和专业的供应商建立了广泛的合作关系，合计占有行业 1/3 的采购量，对人发这一稀缺资源的掌控力可见一斑。此外，公司还充分利用人民币升值和亚洲其他国家人发收购成本低廉的优势，积极在出口人发原材料的主要国家，如印度、缅甸、越南等派驻专业人员，大量收购人发，以期获得更充足的低成本人发原料供应。

公司还积极建设化纤发丝生产项目，扩大化纤材料产能，以期能实现化纤发丝的自给自足，降低化纤原料的进口依赖性和供应风险。公司 2011 年预计可自产化纤发丝 3000 吨，满足化纤原料供应的 70% 左右。化纤原料的自主研发与产业化项目将有助于公司在化纤发领域的地位

提高，摆脱对日韩化纤原材料供应的垄断。

全球布局，消化成本压力，减少汇率风险

由于公司绝大多数业务以出口为主，特别是美国和非洲都是以美元结算，在人民币升值的大背景下，汇兑损失将是公司不得不长期面对的挑战。2011 上半年公司汇兑损失 1100 万元，同比增长 500 万元，显示人民币加速升值背景下公司面临一定的压力。此外，随着近年来我国人工成本的显著上升，发制品这一典型的劳动密集型产业都面临着人工成本上升的压力。

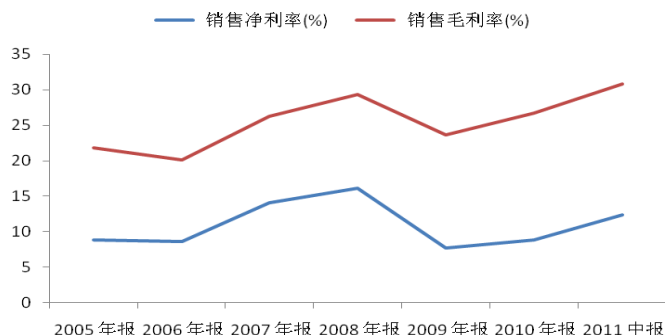
公司将通过转移生产线、扩大内销比例、及时结汇等策略进行全球布局，消化原材料和人工成本上升的压力，减少汇兑损失。

为了更好地降低成本，公司开始对部分生产基地和生产线实施战略性转移。公司计划未来几年内在非洲建立 4 家工厂，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，预计于 2011 年开始逐步释放产能。公司力争在非洲市场实现化纤大辫的地产地销，这将有效规避汇率波动的风险。此外，公司还将会在保留研发和营销中心的前提下，把部分中低档产品生产线转移到东南亚国家，例如柬埔寨等，以更好地利用东南亚国家劳动力成本优势。

盈利能力稳步提升，扩张期现金需求大，存货储备具双刃剑效应

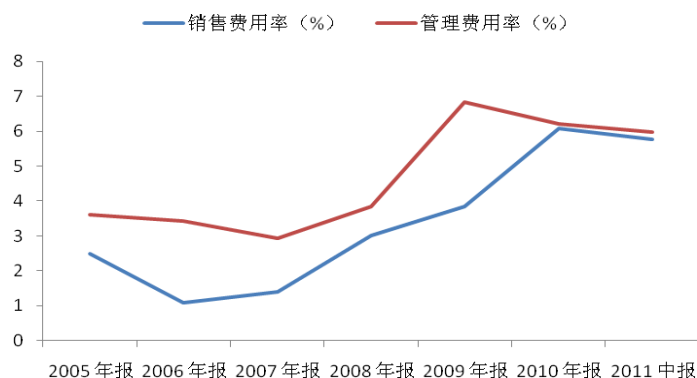
盈利能力稳步提升，费用投放力度加大

图 10 公司盈利能力稳步提升



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 11 内销启动和加大研发投入驱动费用率上升

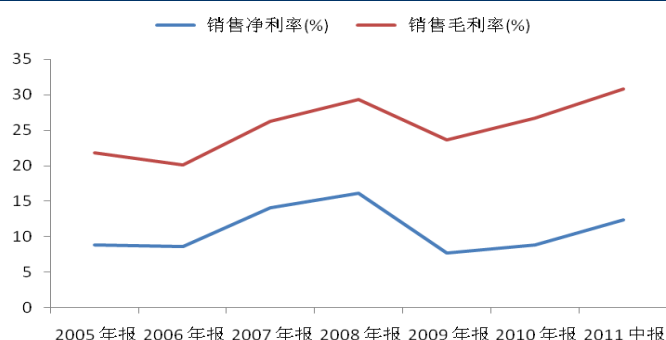


资料来源：公司公告、国海证券研究所

得益于强大的综合优势和稳步提升的产品档次，公司的毛利率和净利润率已经走出了金融危机时期的低谷。在国内市场启动等因素驱动下，2011 上半年毛利率达到 30.9% 的新高，预计随着内销比重不断增大和产品档次持续提升，毛利率趋升的态势明确。

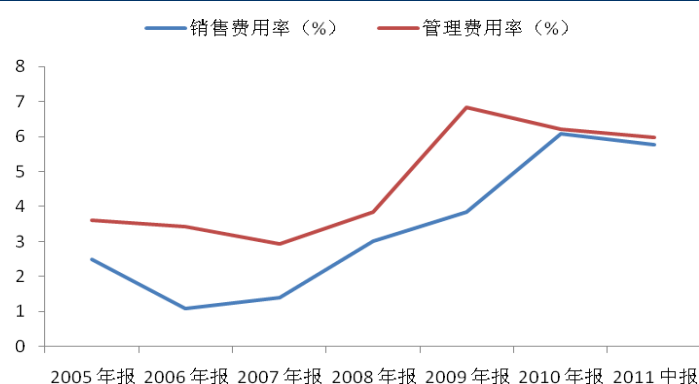
国内市场启动和打造时尚消费品战略不可避免的伴随着广告等费用高强度的投放，公司的销售费用率从 05 年的 2.5% 迅速攀升至 6% 的水平，预计随着公司战略的本土化，这一费用会继续保持。此外，在研发等创造性资源投放的驱动下，管理费用率也从 3% 增长至 6% 的水平。

图 12 公司盈利能力稳步提升



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 13 内销市场启动和研发等提升费用投放力度



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司的毛利率和费用率同步攀升，呈现了打造消费品领先公司的标准路径。

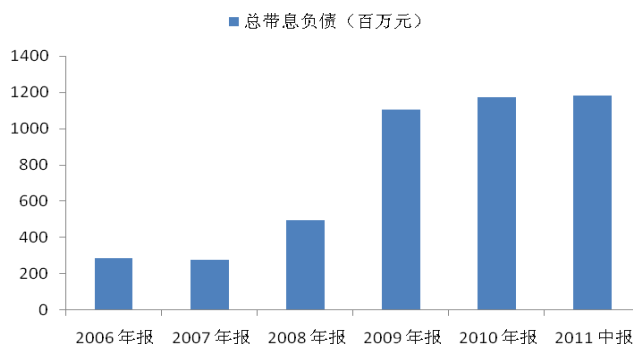
高速扩张期现金流较为紧张，带息负债较多

由于人发原料的稀缺性和价格不断走高，公司又一直处于高速扩张阶段，为保持原材料的储备优势和进行大规模的产能建设以形成规模领先优势，资本性支出和运营资金增量对公司形成了不小的压力，现金流一直较为紧张，2007 年以来公司的净利润和经营性现金流出现了明显的背离，显示公司需要在未来在盈利质量上有所提高。

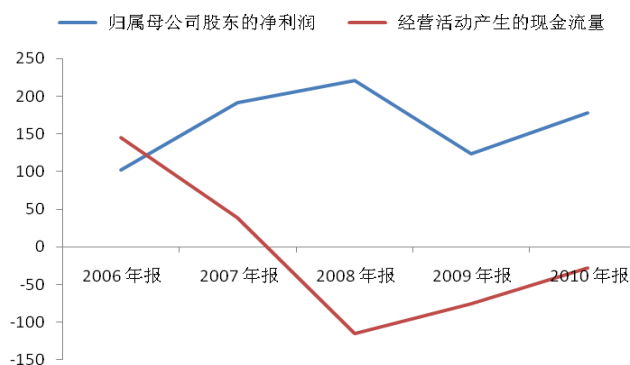
此外，在尽量避免股本被稀释的前提下，近年来公司的带息负债增长较快，从 2006 年的不足 3 亿元增加到近 12 亿元，每年的财务费用也逐年上升，11 年预计接近 1 亿元，对利润形成了一定的吞噬。

图 14 公司总带息负债增长很快，已达 12 亿元

图 15 Capex/Working Capital 对现金流吞噬明显



资料来源：公司公告、国海证券研究所



资料来源：公司公告、国海证券研究所

大规模的原材料储备赋予公司一定的战略资源优势

为保障对未来订单的满足，公司必须提前对人发这一稀缺资源进行储备，其储备量在某种程度上决定了未来业务扩张的规模潜力。公司的存货近年来增长迅速，特别是原材料从 2006 年的 1.5 亿元增长到 2010 年的 6.33 亿元。

表 2 公司原料和存货水平随着收入增长近年来同步增长

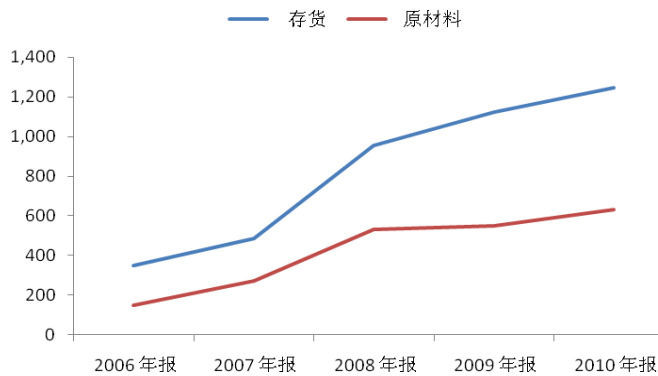
单位：人民币百万元	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 年报
营业总收入	1,186	1,360	1,366	1,607	2,005
归属母公司股东的净利润	102	191	221	124	178
经营活动产生的现金流量	145	39	-116	-76	-28
存货	349	486	954	1,125	1,247
原材料	150	272	533	551	633
原材料/收入（%）	13%	20%	39%	34%	32%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

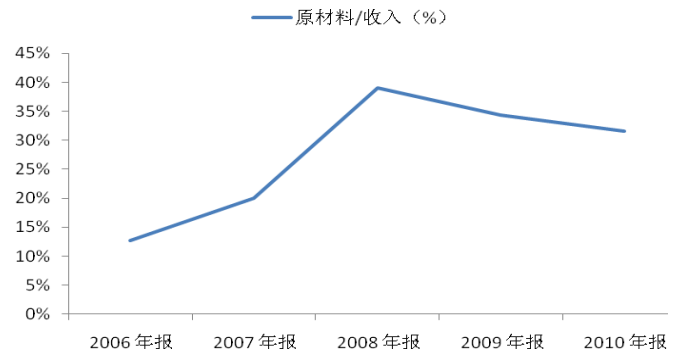
大规模的原材料库存具有一定的双刃剑效应，一方面沉淀了大量的流动资金，造成财务费用压力，另一方面又可以让公司获取上游的资源掌控力，是其核心竞争力构成中不可或缺的一个环节。随着 2009 年以来销售规模重新步入增长阶段，其原材料/收入占比保持相对稳定。

图 16 公司以原材料为主的存货增长迅猛

图 17 原材料/收入占比情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所



资料来源：公司公告、国海证券研究所

盈利预测

盈利预测主要假设：

- 1、根据国内外发制品行业发展趋势和前几年公司增长情况，2011 年公司发条、人发假发、化纤假发和其他业务销售收入分别增长 30%、50%、40%和 10%。此后，发条业务平均增长 20%，假发业务增长 30-40%。
- 2、2011 年工艺发条毛利率 21%，化纤发条随着上游产能不断释放，毛利率提高至 44%，假发毛利率 40%；整体毛利率 27.8%，此后每年略有增长。
- 3、2011-2012 年销售费用增长 30%，管理和财务费用年均增长 25%。
- 4、综合所得税率 14%。

表 3 实际盈利及预测表：

单位：人民币百万元

		2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入		840	1,186	1,360	1,366	1,607	2,005	2,648	3,260	3,977
销售成本		657	947	1,003	965	1,227	1,469	1,911	2,335	2,838
毛利		183	239	357	401	379	536	737	925	1,139
毛利率		21.8%	20.2%	26.2%	29.4%	23.6%	26.7%	27.8%	28.4%	28.6%
期间费用		77	91	91	148	237	320	413	495	595
期间费用率		9.1%	7.7%	6.7%	10.8%	14.8%	16.0%	15.6%	15.2%	15.0%
营业利润		106	147	261	249	137	200	311	413	524
营业利润率		12.6%	12.4%	19.2%	18.2%	8.5%	10.0%	11.8%	12.7%	13.2%
利润总额		106	147	263	247	142	206	316	418	529
所得税		32	45	72	27	18	28	44	59	74
归属母公司的净利润	右轴	74	102	191	221	124	178	272	360	455
净利润率		8.9%	8.6%	14.1%	16.1%	7.7%	8.9%	10.3%	11.0%	11.4%
EPS (摊薄)		0.09	0.13	0.24	0.28	0.16	0.23	0.35	0.46	0.58
P/E			78.9	42.3	36.7	65.2	45.5	29.7	22.5	17.8

资料来源：国海证券研究所

投资建议

发制品消费兼具刚需与可选的特征，是美丽产业的典型代表，在欧美日非等市场已经具备了相当的规模。假发消费在国内处于导入期，具备不可限量的发展潜力。

公司是世界主流的发制品供应商，在欧美非洲等主流市场均占据优势，占据全球出货量的约 1/4。此外，公司以自有品牌拓展国内市场，取得了快速的增长，有望成为利润增长的重要引擎之一。国内市场的无限空间和自有品牌的率先崛起，将驱使公司由面向国际市场的工业品提供商向面对广阔内需市场的消费品公司转型。

公司研发等综合优势强大，产品持续升级；产能全球布局，并加大人发收购市场掌控力度和向上游产业链延伸，降低原料供应风险，毛利率趋于提升。

2011-12 年 EPS 预计分别为 0.35、0.46 元，动态市盈率分别为 30、22 倍。考虑到国际市场稳健增长的预期和国内不可限量的空间，以及公司在内外两个市场一骑绝尘的领跑优势，这一估值水平优势明显。公司正在从制造型企业向消费品公司转型，将长期受益于我国消费升级的进程，是投资我国萌芽消费股的绝佳候选。给予其“买入”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。