

国内品牌零售业务 2012 年起真正发力

研究结论

- **出口欧美市场立足产品升级，受经济影响波动不大。**自 2010 年起，公司针对欧美市场公司进行了战略调整，重点做中高端产品，追求订单质量的提升而非单纯的数量增长。2011 年进行了进一步的贯彻落实。我们预计随着未来中高端产品比重的不断增加，公司欧美出口业务的收入和盈利增长将主要来自于产品单价和毛利率的提升。另外，从 2008 年金融危机后公司在欧美市场的出口实践看也证明了高端产品需求反而保持良好增长，中端产品受经济影响比较明显，因此我们认为公司在欧美市场的发展战略是符合欧美市场实际的，未来受经济波动的影响也相对较小。
- **出口非洲立足销量增长，同时逐步推进高端品牌零售业务。**对于非洲市场，公司目前主要还是以走量为主，今年非洲市场形势逐步好转，公司销量快速提升。全年看我们预计非洲市场的销售有望超过 5 亿元。2012 年起公司在非洲市场仍将立足当地产能增加带来的销量增长，同时根据目前非洲市场的消费情况（贫富两极分化），公司在非洲市场的高端品牌零售店也将稳步推进，2011 年在非洲开出的高端品牌零售店铺销售良好，我们预计公司未来在非洲市场的高端零售店存在约 100 家左右的开店空间。
- **预期国内零售 2011 年实现盈利，2012 年开始真正发力。**除了出口业务的稳步增长外，我们始终认为主导公司中长期盈利增长和估值的更重要因素是国内品牌零售业务的发展。值得欣喜的是，2011 年公司国内零售业务实现了预期中的快速发展。我们预计公司今年全年国内店铺数有望达到 260 家左右，国内零售业务有望实现收入 1.6 亿元左右（报表收入），并且能够实现 2000 万元左右的盈利。2012 年起随着瑞贝卡和 Sleek 的双品牌的共同推进，我们预计公司 2012 年国内零售业务报表收入在 2.5—3 亿元左右。2013 年有望达到 4 亿元左右。中长期看公司也将考虑对品牌和渠道控制力进行逐步提高。
- **盈利预测和投资评级：**根据公司目前的经营战略，我们预期公司未来的报表将伴随产品结构的调整和国内零售业务比重的提升，整体呈现出盈利增速明显超过收入增速的态势。根据前三季度持续跟踪的情况，我们维持预测公司 2011 年—2013 年每股收益分别为 0.34 元、0.48 元和 0.61 元。参照品牌服装企业，给予公司 2012 年 25 倍的估值水平，对应目标价格为 12 元。公司目前股价相对去年的定增价格折价 33% 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
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

糜韩杰

8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 11 月 18 日） 8.22 元

目标价格 12.00 元

总股本/A 股（百万股） 786/739

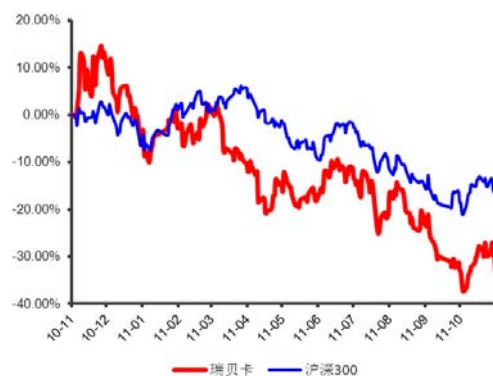
A 股市值（亿元） 60.75

国家/地区 中国

行业 纺织服装

报告发布日期 2011 年 11 月 21 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2005	2298	2740	3282
同比(%)	25	15	19	20
归属母公司净利润	178	270	375	481
同比(%)	43	52	39	28
毛利率(%)	26.7	30.0	31.5	32.1
ROE(%)	8.9	11.9	14.2	5.4
每股收益(元)	0.23	0.34	0.48	0.61
P/E(倍)	36.31	23.94	17.24	13.44
P/B(倍)	3.24	2.84	2.44	2.07
EV/EBITDA(倍)	21	15	12	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

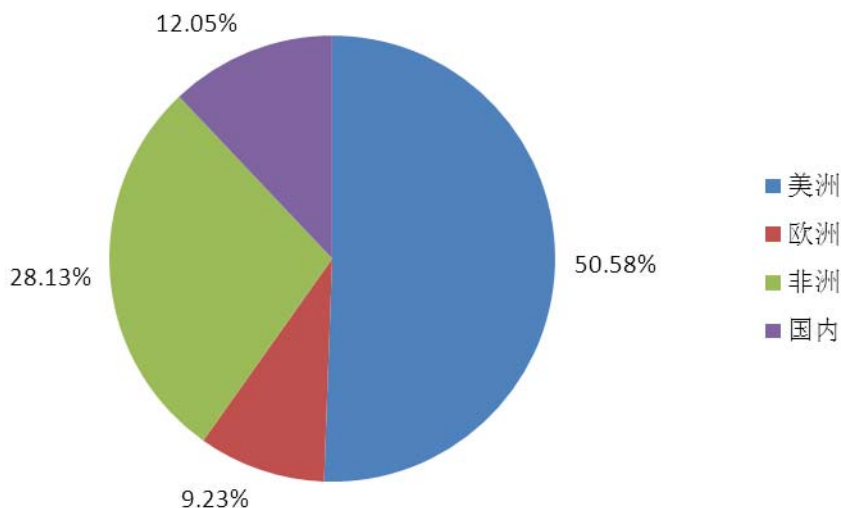
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

一、出口欧美立足产品升级 受经济影响不大

公司今年采取多种措施大力发展出口业务和国内零售业务。出口业务方面，公司对于欧美市场，主要通过产品的升级和结构调整，重点做中高端产品来实现收入和盈利的增长，单纯的数量增长不再是公司出口欧美市场的战略目标，我们预计随着未来中高端产品比重的不断增加，公司欧美出口业务的收入增长将主要体现为产品价格的增长，而销量不大增长甚至有可能下降，同时产品档次的提升也将带动公司欧美出口业务整体毛利率的上涨。

另外，虽然近期欧洲市场由于欧债危机会对公司的出口有一定的影响，但我们认为，考虑到欧债危机导致社会结构 M 型化，影响最大的是中端产品的需求，对高端和低端产品影响不大，从 2008 年金融危机后公司在欧美市场的出口实践看也证明了这一点，而公司在欧洲主要做高档产品，因此受影响不大。未来公司在欧美市场仍将坚持产品升级为主，我们预计未来 3 年公司在北美和欧洲市场的出口收入增速分别在 10% 和 20% 左右，毛利率将呈现稳步上升态势。

图 1 公司主营业务收入分地区情况（2011 年上半年）

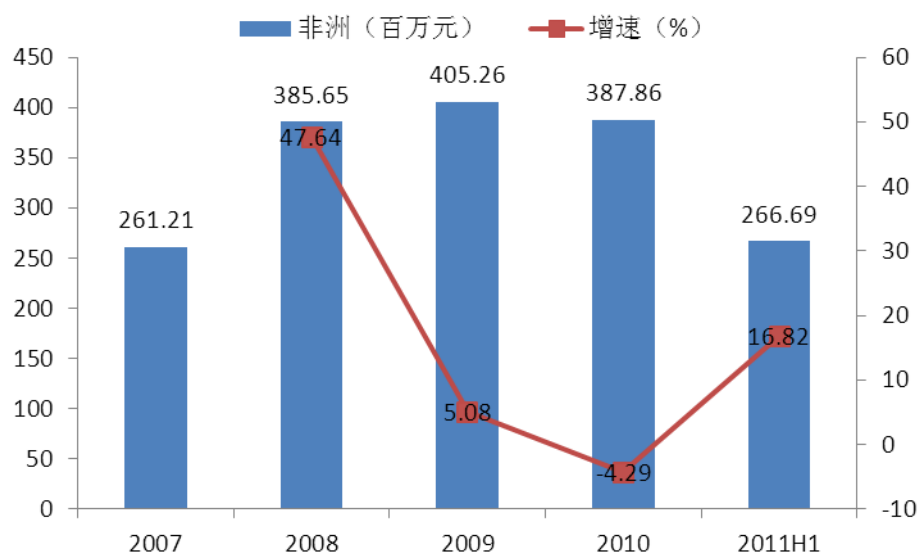


资料来源：公司财报、东方证券研究所

二、出口非洲立足销量增长 逐步推进高端品牌零售业务

对于非洲市场，公司目前主要还是以走量为主，相比去年的汇率和的当地经济波动，今年公司出口非洲市场形势逐步好转，公司销量快速提升。全年看我们预计非洲市场的销售有望实现 5 亿元以上。其中，值得注意的是，公司今年在非洲开始摸索高端直营店的销售，目前在非洲开了 5 家店，尼日利亚 2 家，加纳 2 家，南非 1 家，销售情况良好，其中在加纳首都的直营店 9 月单月销售额即达到 7 万多美元，

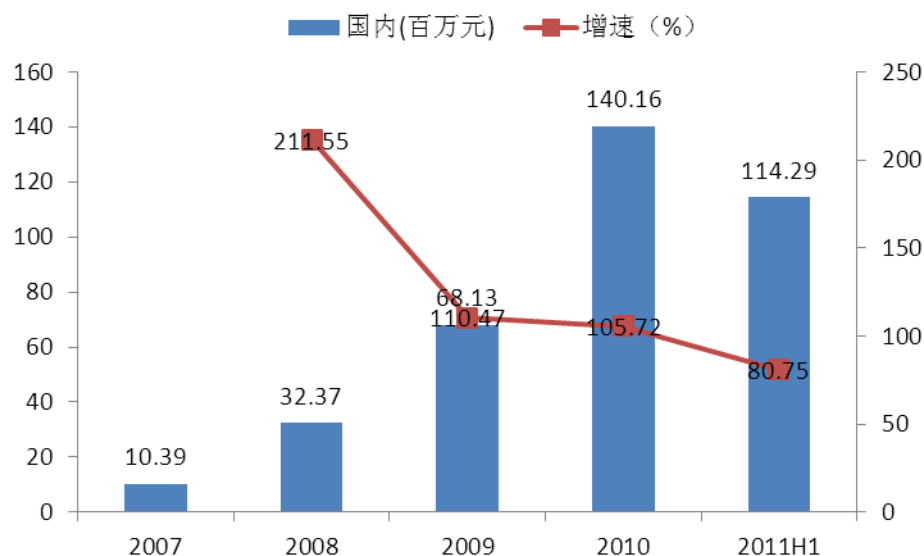
2012 年起公司在非洲市场仍将立足当地产能增加带来的销量增长（随着抚顺发丝原料项目 2011 年底进入规模化生产，2012 年起公司在非洲的两个大辫生产线项目也将规模化投产，成为非洲市场走量的一大看点），同时公司在非洲市场的高端品牌零售店也将稳步推进，根据目前非洲市场的消费情况（贫富两极分化），我们预计公司未来在非洲市场的高端零售店存在约 100 家左右的开店空间，

图 2 非洲市场逐步好转


资料来源： 公司财报、东方证券研究所

三、国内零售 2011 年实现盈利 2012 年开始真正发力

除了出口业务的稳步增长外，我们始终认为主导公司中长期盈利增长和估值的更重要因素是国内品牌零售业务的发展。值得欣喜的是，2011 年公司国内零售业务实现了预期中的快速发展。截止 2011 年 10 月，公司国内店铺数共 238 家，其中瑞贝卡 141 家，Sleek97 家，我们预计公司今年全年国内店铺数有望达到 260 家，国内零售业务有望实现收入 1.6 亿元左右（报表收入），并且能够实现 2000 万元左右的盈利。

图 3 国内零售业务大幅增长


资料来源： 公司财报、东方证券研究所

国内零售业务是公司近年及未来发展的重中之重，经过五年的摸索，我们认为公司国品牌零售业务已经走上了正确的轨道，未来的发展战略也日益清晰，瑞贝卡和 Sleek 的双品牌战略目前推进情况良好，其中瑞贝卡主要定位高端，创品牌，树形象，Sleek 则定位于中档和规模化，在经过瑞贝卡品牌成熟运作经验的基础上，我们预计 Sleek 的培育时间将大大缩短，从开店空间看，瑞贝卡由于其定位，基于国内的购买力和商圈情况，我们认为 200——300 家可能是一个比较适宜的店铺数量，因此其未来继续大幅开店的可能性不大，而 Sleek 我们预计其店铺数有望达到 500——600 家左右，目前还存在巨大的开店空间。

表 1 品牌对比

品牌	原料	工艺	均价
瑞贝卡	人发为主	手织	2600—3000 元
Sleek	化纤为主	机织	1000 元左右

资料来源：东方证券研究所

虽然目前国内以时尚定位的发制品市场几乎没有和公司接近的竞争对手，但随着国内消费水平的提高，时尚观念的提升和假发市场的逐步成熟，未来不排除有成熟的对手出现。为了应对未来行业的挑战，公司未来考虑对品牌和渠道控制力进行逐步提高，除此以外，公司还将加大投入进一步提升品牌形象，同时加大技术的创新力度。

我们认为公司国内品牌零售业务经过五年的实践，已经积累了一定的经验，同时经过公司的培育引导和国内消费者本身消费理念的提升，国内发制品时尚消费市场已经进入放量增长阶段，公司作为龙头企业将充分分享到这一市场的快速增长，从 2012 年起公司国内零售业务将真正发力，我们预计公司 2012 年国内零售业务报表收入在 2.5——3 亿元左右。2013 年有望达到 4 亿元左右。

四、盈利预测和投资评级

根据公司目前的经营战略，我们预期公司未来的报表将伴随产品结构的调整和国内零售业务比重的提升，整体呈现出盈利增速明显超过收入增速的态势。根据前三季度持续跟踪的情况，我们维持预测公司 2011 年—2013 年每股收益分别为 0.34 元、0.48 元和 0.61 元。参照品牌服装企业，给予公司 2012 年 25 倍的估值水平，对应目标价格为 12 元。公司目前股价相对去年的定增价格折价 33% 左右，维持公司“增持”评级。

附表：财务报表预测与比率分析

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	2595	2906	3448	营业收入	2005	2298	2740	3282
现金	1070	643	638	741	营业成本	1469	1608	1877	2230
应收账款	264	294	351	420	营业税金及附加	14	17	20	24
其它应收款	23	31	38	43	营业费用	122	142	167	197
预付账款	229	148	198	263	管理费用	124	138	164	197
存货	1247	1477	1679	1979	财务费用	74	82	80	79
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				
长期投资	51	22	22	22	益	0	0	0	0
固定资产	338	566	696	713	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	109	118	121	127	营业利润	200	308	430	553
其他	94	112	81	30	营业外收入	7	7	7	7
资产总计	3430	3413	3827	4340	营业外支出	1	1	1	1
流动负债	533	554	595	628	利润总额	206	314	436	559
短期借款	279	300	300	300	所得税	28	44	61	78
应付账款	105	130	150	176	净利润	178	270	375	481
其他	149	124	145	152	少数股东损益	-0	0	0	0
非流动负债	898	600	600	600	归属于母公司净				
长期借款	600	600	600	600	利润	178	270	375	481
其他	298	0	0	0	EBITDA	307	429	563	693
负债合计	1431	1154	1195	1228	EPS (元)	0.23	0.34	0.48	0.61
少数股东权益	5	5	5	5	主要财务比率				
股本	786	786	786	786	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	594	594	594	594	成长能力				
留存收益	666	936	1311	1792	营业收入	24.8%	14.6%	19.2%	19.8%
归属母公司股东权益					营业利润	45.8%	54.3%	39.6%	28.7%
合计	1994	2272	2644	3125	净利润	43.4%	51.7%	38.8%	28.3%
负债和股东权益	3430	3430	3844	4357	获利能力				
现金流量表					毛利率	26.7%	30.0%	31.5%	32.1%
单位:百万元					净利率	8.9%	11.7%	13.7%	14.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	8.9%	11.9%	14.2%	15.4%
经营活动现金流	-28	220	239	221	ROIC	7.1%	9.2%	10.8%	11.8%
净利润	178	270	375	481	偿债能力				
折旧摊销	33	39	54	61	资产负债率	41.7%	33.6%	31.1%	28.2%
财务费用	74	82	80	79	净负债比率				
投资损失	0	0	0	0	流动比率	5.32	4.69	4.88	5.49
营运资金变动	-240	-181	-268	-401	速动比率	2.98	2.02	2.06	2.34
其它	-73	9	-1	1	营运能力				
投资活动现金流	-28	-290	-164	-39	总资产周转率	0.66	0.67	0.76	0.80
资本支出	151	300	150	22	应收账款周转率	9	8	8	8
长期投资	0	-29	0	0	应付账款周转率	13.14	13.72	13.40	13.67
其他	123	-19	-14	-17	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	523	-358	-80	-79	每股收益	0.23	0.34	0.48	0.61
短期借款	-377	21	0	0	每股经营现金流	-0.04	0.28	0.30	0.28
长期借款	600	0	0	0	每股净资产	2.54	2.89	3.36	3.98
普通股增加	170	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	506	0	0	0	P/E	36.31	23.94	17.24	13.44
其他	-375	-378	-80	-79	P/B	3.24	2.84	2.44	2.07
现金净增加额	282	-427	-5	103	EV/EBITDA	21	15	12	9

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