

商业模式受市场肯定，业绩保持快速增长

评级: **买入-B**

上次评级: 买入-A

目标价格: **100.00元**

期限: 6个月 上次预测: 90.00元

现价(2011年08月02日): 89.90元

报告日期: **2011-08-03**

报告关键点:

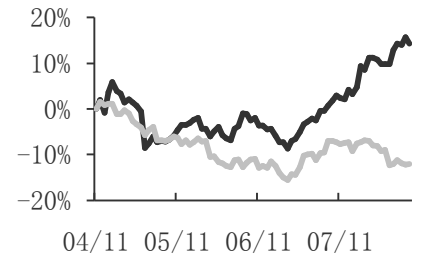
- 公司中期归属于上市公司净利润同比增长53.33%，符合预期；
- 商业模式得到市场肯定，证券简称更名为“索菲亚”提升品牌影响力；
- 6个月合理目标价为100元，维持投资评级，下调风险评级，给予“买入-B”。

报告摘要:

- 公司业绩增长符合预期。根据中报披露，公司上半年营业收入3.69亿元，同比增长44.23%，归属于母公司净利润0.46亿元、同比增长53.33%，折合每股收益1.03元、同比增长39.19%，业绩符合我们预期。
- 公司商业模式得到市场认可，证券简称将更名为“索菲亚”。公司业绩增长主要基于定制衣柜行业的快速发展，而公司品牌、独特的经销商制度、以及规模效益又在中报数据中显示出其商业模式得到市场肯定。同时，中报还披露公司证券简称将由“宁基股份”更名为“索菲亚”，本次更名将有效提升公司在市场中的品牌形象，增强“索菲亚”品牌的影响力。
- 家具组件业务快速增长，成为公司亮点。上半年家具组件业务得到快速发展，实现销售收入1.08亿元、同比增长64.73%，毛利率也同比增长0.62%。主要基于两点：首先公司从战略层面上有计划提升该业务比例及重要性；其次从销售市场上看，家具组件的多变性、更新性及损耗性更强，在行业提倡家居DIY的理念下，该业务的快速增长将为总收入发展提供推动力。另一亮点，即公司渠道下沉带来的新增动力。分析各区域销售收入可知，二三线城市的经销商收入增速明显快于一线城市。如西北、东北、华北地区，上半年销售收入分别增长为112.43%、98.29%、69.79%。此种情况说明，公司渠道的下沉已日见奇效，未来为企业盈利的拓展带来新增力量。
- 公司成本仍然控制良好。上半年公司营业成本同比增长44.67%、销售费用同比增长23.66%、管理费用同比增长71.78%。其中管理费用增长较快，主要因为公司业务的加速发展导致人力成本及技术研发费用的上升。但反观上半年净利润数据，可知其增速仍保持在50%以上，且略高于收入增速。因此我们认为，整体上成本费用仍然控制良好，没有从根本上侵蚀利润所得。此外，公司有大量的募集资金没有使用，未来这些资金的动向或许将为企业飞速发展提供保障。
- 高分红方案：每10股转增10股派8。公司以总股本5,350万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，且每10股派送现金股利8元（含税）。本次方案实施，符合市场对公司高分红方案的预期，同时还增强了公司股本的流动性。
- 我们预计公司2011-2013年营业收入分别为10、15和20.25亿元，实现净利润分别为1.53、2.32和3.08亿元。2011-2013年EPS分别为2.87、4.35和5.76元，对应PE为31倍、20倍、15倍。由于目前公司股价从低点以来涨幅已达29%，而其商业模式又具有长期投资价值。因此我们维持原有评级，但下调风险评级，给予“买入-B”投资评级，6个月目标价100元，对应PE为35倍。
- 风险提示：房地产市场的持续调控将对公司销售带来冲击；行业竞争继续加大，从而导致盈利低于预期。

总市值(百万元)	4,734.75
流通市值(百万元)	1,194.75
总股本(百万股)	53.50
流通股本(百万股)	13.50
12个月最低/最高	69.88/90.88元
十大流通股股东(%)	18.71%
股东户数	10,184

12个月股价表现



— 宁基股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.13	30.47	12.27
绝对收益	14.77	23.74	14.34

张龙
021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师
zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

前期研究成果

宁基股份：业绩增长符合预期，看好持续增长性

2011-07-15

宁基股份：索菲亚，定制衣柜的时尚达人
2011-05-19

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	354.7	604.5	1,000.3	1,500.4	2,025.5
Growth(%)	76.0%	70.4%	65.5%	50.0%	35.0%
净利润	46.9	84.0	153.5	232.6	308.2
Growth(%)	106.7%	79.2%	82.7%	51.5%	32.5%
毛利率(%)	30.2%	36.5%	38.8%	39.3%	37.8%
净利润率(%)	13.2%	13.9%	15.3%	15.5%	15.2%
每股收益(元)	0.88	1.57	2.87	4.35	5.76
每股净资产(元)	2.14	3.49	28.06	32.41	38.17
市盈率	101.0	56.3	30.8	20.4	15.4
市净率	41.4	25.3	3.2	2.7	2.3
净资产收益率(%)	41.0%	45.0%	10.2%	13.4%	15.1%
ROIC(%)	106.7%	111.8%	189.2%	74.5%	70.9%
EV/EBITDA	-	-	17.0	9.7	6.8
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-8-1
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	354.7	604.5	1,000.3	1,500.4	2,025.5	营业收入增长率	76.0%	70.4%	65.5%	50.0%	35.0%
减: 营业成本	247.7	383.6	612.1	910.6	1,259.6	营业利润增长率	82.6%	78.7%	80.1%	71.7%	32.5%
营业税费	1.5	0.5	3.0	4.5	6.1	净利润增长率	106.7%	79.2%	82.7%	51.5%	32.5%
销售费用	28.4	70.4	131.0	180.0	223.0	EBITDA 增长率	73.6%	74.5%	89.2%	69.3%	36.0%
管理费用	20.3	50.3	85.0	117.0	152.1	EBIT 增长率	77.6%	77.3%	67.2%	70.2%	33.8%
财务费用	1.1	1.1	-11.2	-21.8	-25.1	NOPLAT 增长率	98.5%	77.5%	69.2%	50.2%	33.8%
资产减值损失	1.2	0.0	1.1	1.4	0.4	投资资本增长率	69.4%	-0.1%	281.6%	40.5%	28.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	169.0%	63.3%	703.5%	15.5%	17.8%
投资和汇兑收益	1.6	1.7	1.4	1.5	1.5						
营业利润	56.1	100.3	180.6	310.1	411.0	利润率					
加: 营业外净收支	-0.0	1.4	-	-	-	毛利率	30.2%	36.5%	38.8%	39.3%	37.8%
利润总额	56.1	101.7	180.6	310.1	411.0	营业利润率	15.8%	16.6%	18.1%	20.7%	20.3%
减: 所得税	9.2	17.6	27.1	77.5	102.7	净利润率	13.2%	13.9%	15.3%	15.5%	15.2%
净利润	46.9	84.0	153.5	232.6	308.2	EBITDA/营业收入	17.7%	18.1%	20.7%	23.3%	23.5%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	16.1%	16.8%	16.9%	19.2%	19.1%
货币资金	37.7	132.1	1,361.0	1,540.9	1,801.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	67	47	51	57	53
应收账款	8.5	20.5	28.3	41.6	60.0	流动营业资本周转天数	-20	-10	10	25	28
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	66	86	306	386	337
预付帐款	3.0	9.7	19.7	25.6	42.5	应收帐款周转天数	6	7	7	7	8
存货	31.1	42.0	76.4	109.4	148.9	存货周转天数	26	22	21	23	23
其他流动资产	0.1	3.9	5.9	9.4	14.2	总资产周转天数	148	143	363	445	392
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	61	45	66	84	83
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	6.7	-	-	-	-	ROE	41.0%	45.0%	10.2%	13.4%	15.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	27.6%	27.0%	9.0%	11.6%	12.8%
固定资产	74.0	82.4	203.1	270.4	330.3	ROIC	106.7%	111.8%	189.2%	74.5%	70.9%
在建工程	-	2.2	2.2	2.2	2.2	费用率					
无形资产	7.3	6.9	6.4	6.0	5.6	销售费用率	8.0%	11.6%	13.1%	12.0%	11.0%
其他非流动资产	1.6	10.9	2.0	2.0	2.0	管理费用率	5.7%	8.3%	8.5%	7.8%	7.5%
资产总额	170.0	311.3	1,705.1	2,007.5	2,407.2	财务费用率	0.3%	0.2%	-1.1%	-1.5%	-1.2%
短期债务	-	27.0	-	-	-	三费/营业收入	14.0%	20.1%	20.5%	18.3%	17.3%
应付帐款	31.9	45.4	63.8	95.5	136.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	32.7%	40.0%	11.9%	13.6%	15.2%
其他流动负债	23.2	51.2	118.6	156.3	205.9	负债权益比	48.6%	66.6%	13.6%	15.8%	17.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.45	1.67	7.32	6.31	5.66
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.88	1.33	6.94	5.91	5.25
负债总额	55.6	124.4	203.7	273.5	365.0	利息保障倍数	54.15	93.25	-15.13	-13.25	-15.39
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	40.0	40.0	53.5	53.5	53.5	DPS(元)	-	0.22	-	-	-
留存收益	74.4	146.9	1,447.9	1,680.5	1,988.7	分红比率	0.0%	13.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	114.4	186.9	1,501.4	1,734.0	2,042.2	股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	46.9	84.0	153.5	232.6	308.2	EPS(元)	0.88	1.57	2.87	4.35	5.76
加: 折旧和摊销	5.8	11.2	37.5	62.0	90.4	BVPS(元)	2.14	3.49	28.06	32.41	38.17
资产减值准备	1.2	0.0	1.1	1.4	0.4	PE(X)	101.0	56.3	30.8	20.4	15.4
公允价值变动损失	1.0	-	-	-	-	PB(X)	41.4	25.3	3.2	2.7	2.3
财务费用	-	1.1	-11.2	-21.8	-25.1	P/FCF	-1,103.6	42.6	-69.8	41.2	24.6
投资收益	-1.6	-1.7	-1.4	-1.5	-1.5	P/S	13.3	7.8	4.7	3.2	2.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	17.0	9.7	6.8
营运资金的变动	-2.3	2.6	36.3	12.7	11.6	CAGR(%)	70.5%	54.2%	32.4%	23.7%	15.5%
经营活动产生现金流量	49.7	100.8	215.9	285.3	384.1	PEG	1.4	1.0	1.0	0.9	1.0
投资活动产生现金流量	-34.4	-19.5	-156.4	-127.2	-148.5	ROIC/WACC	9.7	10.2	17.2	6.8	6.5
融资活动产生现金流量	4.3	12.7	1,165.2	21.8	25.1	REP	-	-	0.7	1.2	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034