

订单增长良好，产能投放短期受阻

评级: **买入-B**

上次评级: 买入-B

目标价格: **50.00 元**

期限: 6个月 上次预测: 50元

现价(2011年09月22日): 41.20元

报告日期: **2011-09-23**

报告关键点:

- 公司订单增长情况良好，产能受多重因素影响短期投放受阻；
- 渠道建设进度正常，县级城市成为未来发展重点；
- 6个月合理目标价50元，维持“买入-B”投资评级。

报告摘要:

- 订单增长良好，产能投放短期受阻。** 近日我们对宁基股份进行调研，从终端反馈来看，公司受益于行业新商业模式效应的带动，整体订单增长情况依然十分良好，随着四季度销售旺季的来临，预计2011年业绩仍保持快速增长。但是，从短期来看，公司目前产能投放情况较为缓慢，主要影响因素集中在劳动力招工难、流动性较大，且前期公司对于厂房和机器到货期有一定调整。我们预计新产能或将在今年年底前释放，对明年业绩增长没有影响，只对公司盈利呈现短期波动。
- 渠道建设进度正常，预计2011年将有800家经销商店。** 渠道建设上，公司仍处于行业领先地位，预计2011年公司将建成6家直营店和800家经销商店。其中，对于经销店的建设主要以下沉三、四线县级城市为主，且集中向中西部区域，主要原因在于三、四线县级城市消费者的购买理念在发生重大转变，消费升级为定制衣柜市场的发展带来巨大空间。同时，三、四线县级城市的经销商，还受益于店铺租金较低的成本优势，可在公司统一终端指导价下，享有更大幅度的盈利收益及折扣幅度，为总销量增长带来动力。公司未来几年，计划以每年200家的开店速度占领该市场，从而不断拉大与竞争对手的差距，增强索菲亚品牌影响力。
- 原材料成本上升，公司毛利率短期受一定影响。** 从业内了解到，原材料价格近期有一定上涨。而随着行业新进入者的增多，定制衣柜市场竞争加剧，公司目前仍以抢占市场占有率为主要业务拓展方式，预计年内将不实施提价政策，毛利率短期内会受到一定影响。我们认为，随着公司未来渠道建设的完成以及产品结构的优化，公司毛利率将会有所回升，长期看毛利率水平仍可保持稳定状态。
- 综合考虑短期产能投放受阻及毛利率下滑因素，预计2011-2013年营业收入为9.39亿元、13.48亿元、17.27亿元，净利润为1.23亿元、1.82亿元、2.45亿元，期间复合增速分别为41.9%与42.8%。预计2011-2013年EPS分别为1.16元、1.71元、2.29元，对应PE为35、24、18倍，6个月合理目标价为50元，对应2012年PE为29倍，维持“买入-B”投资评级。**
- 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；产能投放低于预期风险。

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 4,408.40 |
| 流通市值(百万元) | 1,112.40 |
| 总股本(百万股) | 107.00 |
| 流通股本(百万股) | 27.00 |
| 12个月最低/最高 | 40.21/96.40元 |
| 十大流通股东(%) | 9.36% |
| 股东户数 | 10,184 |

12个月股价表现



| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|--------|-------|-------|
| 相对收益 | (3.78) | 22.25 | 13.37 |
| 绝对收益 | (8.58) | 13.06 | 7.36 |

张骅

021-68765905
执业证书编号

张龙

021-68766113
执业证书编号

助理行业分析师

zhangdan@essence.com.cn
S1450511080006

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

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 | 939.4 | 1,348.5 | 1,727.3 |
| Growth(%) | 76.0% | 70.4% | 55.4% | 43.5% | 28.1% |
| 净利润 | 46.9 | 84.0 | 123.8 | 182.6 | 245.1 |
| Growth(%) | 106.7% | 79.2% | 47.4% | 47.5% | 34.2% |
| 毛利率(%) | 30.2% | 36.5% | 33.0% | 34.5% | 34.3% |
| 净利润率(%) | 13.2% | 13.9% | 13.2% | 13.5% | 14.2% |
| 每股收益(元) | 0.44 | 0.79 | 1.16 | 1.71 | 2.29 |
| 每股净资产(元) | 1.07 | 1.75 | 13.75 | 15.46 | 17.75 |
| 市盈率 | 94.0 | 52.5 | 35.6 | 24.1 | 18.0 |
| 市净率 | 38.5 | 23.6 | 3.0 | 2.7 | 2.3 |
| 净资产收益率(%) | 41.0% | 45.0% | 8.4% | 11.0% | 12.9% |
| ROIC(%) | 106.7% | 111.8% | 150.5% | 59.0% | 58.6% |
| EV/EBITDA | - | - | 18.7 | 11.0 | 7.6 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

前期研究成果

宁基股份: 商业模式受市场肯定, 业绩保持快速增长

2011-08-03

宁基股份: 业绩增长符合预期, 看好持续成长性

2011-07-15

宁基股份: 索菲亚, 定制衣柜的时尚达人

2011-05-19

财务报表预测和估值数据汇总

| | | | | | 单位 | 百万元 | 模型更新时间 | | 2011-9-22 | | |
|-------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | | 财务指标 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
| 利润表 | | | | | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 成长性 | |
| 营业收入 | 354.7 | 604.5 | 939.4 | 1,348.5 | 1,727.3 | 营业收入增长率 | 76.0% | 70.4% | 55.4% | 43.5% | 28.1% |
| 减: 营业成本 | 247.7 | 383.6 | 629.4 | 883.3 | 1,134.8 | 营业利润增长率 | 82.6% | 78.7% | 45.3% | 67.1% | 34.2% |
| 营业税费 | 1.5 | 0.5 | 2.8 | 4.0 | 5.2 | 净利润增长率 | 106.7% | 79.2% | 47.4% | 47.5% | 34.2% |
| 销售费用 | 28.4 | 70.4 | 95.0 | 128.0 | 146.0 | EBITDA 增长率 | 73.6% | 74.5% | 57.5% | 65.2% | 38.4% |
| 管理费用 | 20.3 | 50.3 | 77.8 | 110.9 | 139.3 | EBIT 增长率 | 77.6% | 77.3% | 32.9% | 65.2% | 36.3% |
| 财务费用 | 1.1 | 1.1 | -11.0 | -20.9 | -23.4 | NOPLAT 增长率 | 98.5% | 77.5% | 34.5% | 45.8% | 36.3% |
| 资产减值损失 | 1.2 | 0.0 | 1.1 | 1.2 | 0.1 | 投资资本增长率 | 69.4% | -0.1% | 271.5% | 37.4% | 24.7% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 169.0% | 63.3% | 687.6% | 12.4% | 14.8% |
| 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 | 145.7 | 243.5 | 326.8 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | -0.0 | 1.4 | - | - | - | 毛利率 | 30.2% | 36.5% | 33.0% | 34.5% | 34.3% |
| 利润总额 | 56.1 | 101.7 | 145.7 | 243.5 | 326.8 | 营业利润率 | 15.8% | 16.6% | 15.5% | 18.1% | 18.9% |
| 减: 所得税 | 9.2 | 17.6 | 21.9 | 60.9 | 81.7 | 净利润率 | 13.2% | 13.9% | 13.2% | 13.5% | 14.2% |
| 净利润 | 46.9 | 84.0 | 123.8 | 182.6 | 245.1 | EBITDA/营业收入 | 17.7% | 18.1% | 18.3% | 21.1% | 22.8% |
| 资产负债表 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | EBIT/营业收入 | 16.1% | 16.8% | 14.3% | 16.5% | 17.6% |
| 货币资金 | 37.7 | 132.1 | 1,331.1 | 1,461.2 | 1,659.7 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 67 | 47 | 55 | 63 | 63 |
| 应收帐款 | 8.5 | 20.5 | 26.6 | 37.4 | 51.2 | 流动营业资本周转天数 | -20 | -10 | 9 | 24 | 26 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 66 | 86 | 320 | 414 | 369 |
| 预付帐款 | 3.0 | 9.7 | 20.0 | 25.7 | 40.9 | 应收帐款周转天数 | 6 | 7 | 7 | 7 | 8 |
| 存货 | 31.1 | 42.0 | 78.6 | 106.1 | 134.1 | 存货周转天数 | 26 | 22 | 23 | 25 | 25 |
| 其他流动资产 | 0.1 | 3.9 | 5.6 | 8.5 | 11.9 | 总资产周转天数 | 148 | 143 | 381 | 480 | 433 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资资本周转天数 | 61 | 45 | 69 | 90 | 91 |
| 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% | 8.4% | 11.0% | 12.9% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROA | 27.6% | 27.0% | 7.4% | 9.5% | 11.0% |
| 固定资产 | 74.0 | 82.4 | 203.1 | 270.4 | 330.3 | ROIC | 106.7% | 111.8% | 150.5% | 59.0% | 58.6% |
| 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% | 10.1% | 9.5% | 8.5% |
| 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% | 8.3% | 8.2% | 8.1% |
| 资产总额 | 170.0 | 311.3 | 1,675.7 | 1,919.5 | 2,238.0 | 财务费用率 | 0.3% | 0.2% | -1.2% | -1.6% | -1.4% |
| 短期债务 | - | 27.0 | - | - | - | 三费/营业收入 | 14.0% | 20.1% | 17.2% | 16.2% | 15.2% |
| 应付帐款 | 31.9 | 45.4 | 65.6 | 92.7 | 123.4 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 32.7% | 40.0% | 12.2% | 13.8% | 15.1% |
| 其他流动负债 | 23.2 | 51.2 | 117.1 | 151.0 | 193.2 | 负债权益比 | 48.6% | 66.6% | 13.9% | 16.0% | 17.8% |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 1.45 | 1.67 | 7.17 | 6.18 | 5.61 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 0.88 | 1.33 | 6.78 | 5.78 | 5.21 |
| 负债总额 | 55.6 | 124.4 | 204.0 | 265.2 | 338.5 | 利息保障倍数 | 54.15 | 93.25 | -12.28 | -10.63 | -12.96 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 40.0 | 40.0 | 107.0 | 107.0 | 107.0 | DPS(元) | - | 0.11 | - | - | - |
| 留存收益 | 74.4 | 146.9 | 1,364.7 | 1,547.3 | 1,792.4 | 分红比率 | 0.0% | 13.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 114.4 | 186.9 | 1,471.7 | 1,654.3 | 1,899.4 | 股息收益率 | 0.0% | 0.3% | 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 | 123.8 | 182.6 | 245.1 | EPS(元) | 0.44 | 0.79 | 1.16 | 1.71 | 2.29 |
| 加: 折旧和摊销 | 5.8 | 11.2 | 37.5 | 62.0 | 90.4 | BVPS(元) | 1.07 | 1.75 | 13.75 | 15.46 | 17.75 |
| 资产减值准备 | 1.2 | 0.0 | 1.1 | 1.2 | 0.1 | PE(X) | 94.0 | 52.5 | 35.6 | 24.1 | 18.0 |
| 公允价值变动损失 | 1.0 | - | - | - | - | PB(X) | 38.5 | 23.6 | 3.0 | 2.7 | 2.3 |
| 财务费用 | - | 1.1 | -11.0 | -20.9 | -23.4 | P/FCF | -1,027.5 | 39.7 | -49.1 | 57.3 | 29.5 |
| 投资收益 | -1.6 | -1.7 | -1.4 | -1.5 | -1.5 | P/S | 12.4 | 7.3 | 4.7 | 3.3 | 2.6 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | - | - | 18.7 | 11.0 | 7.6 |
| 营运资金的变动 | -2.3 | 2.6 | 36.2 | 13.1 | 12.8 | CAGR(%) | 57.3% | 42.9% | 32.4% | 25.4% | 17.2% |
| 经营活动产生现金流量 | 49.7 | 100.8 | 186.3 | 236.4 | 323.5 | PEG | 1.6 | 1.2 | 1.1 | 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 | 13.7 | 5.4 | 5.3 |
| 融资活动产生现金流量 | 4.3 | 12.7 | 1,165.0 | 20.9 | 23.4 | REP | - | - | 0.8 | 1.5 | 1.2 |

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

张彗、张龙分别声明，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

| | | | |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 凌洁 | 上海联系人 | 朱贤 | 上海联系人 |
| 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 黄方禅 | 上海联系人 | 张勤 | 上海联系人 |
| 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| 梁涛 | 上海联系人 | 潘冬亮 | 北京联系人 |
| 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn | 010-59113590 | pandl@essence.com.cn |
| 李昕 | 北京联系人 | 马正南 | 北京联系人 |
| 010-59113565 | lixin@essence.com.cn | 010-59113593 | mazn@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