

宁基股份 (002572)

A股首家定制家具公司，建议询价区间 79.8-90.7 元

盈利预测:

单位: 百万元、元、%

	主营业务收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务利润率	净资产收益率
2009	355	76	47	107	0.88	30.2	68.1
2010	604	70	84	79	1.57	36.5	56.3
2011E	1016	68	147	75	2.75	35.4	18.5
2012E	1405	38	226	54	4.23	36.9	16.2
2013E	1846	31	284	26	5.31	34.5	19.7

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收帐款周转率	存货周转率
2008A	0.63	0.37	65	25.0	8.0
2009A	1.45	0.89	32	54.3	9.6
2010A	1.67	1.34	39	49.0	10.4

投资要点:

1 公司为国内定制衣柜行业龙头。10年收入为6.04亿元，净利润为8403.93万元；主要产品为“索菲亚”品牌的衣柜、衣帽间、移门等；定制衣柜及其配套家具是公司目前的主要收入和利润贡献（10年收入占比68.7%，毛利占比71.8%）。公司09年在定制衣柜市场占有率5.9%、排名第一。

1 渠道迅速扩张+单店盈利能力提升，带动公司近几年收入高速增长（近三年CAGR 73.2%）；品牌溢价+经营模式创新，推动毛利率稳中有升（由08年的28.7%提升至10年的36.5%），净利增速（近三年CAGR 92.4%）高于收入增速；定制模式轻资产运作，公司资产（应收账款、存货）周转率远高于同业。

1 兼具标准化生产和个性化设计的优点，定制衣柜细分市场蕴含高增长潜力，品牌、渠道和研发构成公司综合竞争优势。城市化进程加之住房刚性需求替代投资性需求，衣柜行业整体增速不低于10%；定制衣柜相比传统手工定制衣柜有标准化规模化生产的优点，相比成品衣柜有空间利用率高、设计个性化、功能多样化的优点，未来五年市场容量有望从09年70-80亿元达到200亿元。公司有望借助品牌优势、业内一流的设计开发能力、生产制造工艺和销售服务网络，实现业绩腾飞。

1 借助募投项目产能增长2.5倍以上。公司计划总投资2.28亿元，募投项目主要用于缓解产能瓶颈，升级信息系统进一步提高生产效率。

1 风险因素：中密度板和五金配件价格波动、行业竞争风险。

1 盈利预测及询价建议：我们预计公司11-13年摊薄后EPS分别为2.75、4.23和5.31元；综合考虑可比公司及近期发行的公司询价估值情况，我们建议的询价区间为79.8-90.7元，对应11年动态市盈率为29-33倍。

发行上市资料:

发行价格(元)	
发行股数(万股)	1350
发行日期	2011/3/30
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	民生证券
上市日期	-/-

基础数据(发行前):2010年12月31日

每股净资产(元)	4.67
总股本/流通A股(万股)	4000/0
流通B股/H股(万股)	0/0

相关研究

分析师

周海晨 A0230208080453
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

屠亦婷
tuyt@swsresearch.com
 徐晓
xuxiao@swsresearch.com

联系人

徐晓
 (8621)23297818×7423
xuxiao@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621) 63295888
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本研究報告通過網絡僅供申銀万国證券研究所舉例(00789)使用!

目 录

1. 自然人控股的定制衣柜行业龙头企业	5
2. 公司主营业务分析	7
2.1 定制衣柜及其配套订制家具是主要收入和利润贡献	7
2.2 产能扩张带动收入高速增长；毛利率稳步提升，净利润增速高于收入	7
2.3 目标市场和经营模式差异，决定公司较高的盈利水平	9
3. 细分市场蕴含高增长潜力，品牌、渠道和研发奠定公司竞争优势	11
3.1 兼具标准化生产和个性化设计的特点，定制衣柜市场蕴含高增长潜力	11
3.2 公司核心竞争力在于品牌优势、研发能力和销售服务网络	12
4. 募集资金项目分析	14
5. 风险提示	15
6. 盈利预测	15

图表目录

图 1: 发行人组织结构及控制关系	6
图 2: 定制衣柜及其配套定制家具是主要收入贡献, 10 年收入占比为 68.7%	7
图 3: 定制衣柜及其配套定制家具是主要利润贡献, 10 年毛利占比为 71.8%	7
图 4: 09-10 年, 收入增速分别为 76.0% 和 70.4%	7
图 5: 09-10 年, 净利增速分别为 106.7% 和 79.2%	7
图 6: 公司近几年渠道快速扩张	8
图 7: 专卖店销售能力提升	8
图 8: 华东、华南为公司主要销售市场	8
图 9: 经销商专卖店渠道销售为公司主要销售模式	8
图 10: 中密度板和五金配件为公司主要原材料, 10 年合计占比为 62.3%	9
图 11: 公司近几年毛利率稳定提升	9
图 12: 公司毛利率高于宜华, 低于美克内销部分	9
图 13: 调查结果显示 25-35 岁年为家居消费主力	9
图 14: 通过对经销商采取先交款、后发货的方式, 公司实现高于同业的应收账款周转率	10
图 15: 通过先订购、后生产的方式, 公司实现了较高的存货周转率	10
图 16: 公司期间费用率 10 年大幅上升	10
图 17: 公司广告宣传费 20 年大幅上升	10
图 18: 我国家具生产值 00-08 年 CAGR 23.5%	11
图 19: 定制衣柜子行业占比有望从 15% 提高至 40%	11
图 20: 近几年公司在国内定制衣柜市场占有率稳步提升	12
图 21: 公司聘请舒淇为其形象代言人	13
图 22: 公司生产模式体现为标准件批量化生产+非标件柔性化生产	13
图 23: 公司销售服务网络覆盖全国	14
表 1: 相关公司盈利预测与估值表	4
表 2: 公司“索菲亚”品牌包括衣柜系列、门系列、书房系列、卧室系列、客厅系列	5
表 3: IPO 前后公司股权结构	6
表 4: 募集资金运用	14
表 5: 募投项目使公司产能大幅扩张 2.5 倍以上	15
表 6: 公司分渠道收入成本拆分	17
表 7: 盈利预测表	

..... 18

估值与询价建议

相对估值法定价

公司为 A 股首家定制家具上市公司，尚无完全可比公司。我们选取 A 股家具类上市公司（美克股份、宜华木业和浙江永强）作为估值参考。其中，美克股份兼有国内零售和出口两部分业务（10H1 占比分别为 44% 和 56%）；宜华木业以出口为主（10H1 外销占比达 96%）；而浙江永强主营为户外休闲家具，产品以出口为主（10 外销占比 99%）。我们认为从目标顾客市场而言，公司更接近美克；和美克股份相比，公司以经销商为主的销售模式虽在盈利能力上稍逊一筹，但是能较快实现规模扩张（我们预测公司 11-13 年的净利润增长率分别为 75%，54% 和 26%），因此估值应更接近美克股份。

表 1：相关公司盈利预测与估值表

	股价	市值	EPS			P/E			评级	业务类似之处
	(元)	(亿元)	09A	10A/E	11E	09A	10A/E	11E		
家具	2011-3-24									
美克股份	11.16	70.61	0.07	0.15	0.38	159	74	29	买入	均为 A 股家具类上市公司
宜华木业	6.28	72.39	0.26	0.29	0.35	25	22	18	增持	
浙江永强	34.17	82.01	0.74	1.04	1.20	46	33	28	--	
平均						77	43	25		

资料来源：申万研究

综合考虑：1) 公司 2010-2013 年净利润 CAGR 为 50.1% (预计 11-13 年摊薄后 EPS 分别为 2.75 元，4.23 元和 5.31 元)；2) 和公司同样面向内销市场的美克股份 11 年 PE 为 29 倍；3) 近期中小板询价区间为 28-33 倍；我们最终建议公司的询价区间为 79.8-90.7 元，对应 11 年动态市盈率为 29-33 倍。

1. 自然人控股的定制衣柜行业龙头企业

公司主营业务为：定制衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售，主导产品为定制衣柜。广州宁基装饰实业股份有限公司（下称“宁基股份”或“公司”）主要产品为“索菲亚”品牌的定制衣柜系列，如衣柜、壁柜、移门、步入式衣帽间，和定制家具系列，如书柜、电脑台、床、床头柜、梳妆台、电视柜、鞋柜等。公司定制衣柜及其配套定制家具拥有5大系列、16种款型的182款产品，主要面向内销市场。根据中国林业科学研究院木材工业研究所《中国人造板》杂志的调查，2009年公司生产的定制衣柜市场占有率为5.9%，排名第一。“索菲亚”在“2008中国整体衣柜十大品牌”评选活动被评为中国定制衣柜行业的第一品牌。截至2010年12月31日，公司拥有直营专卖店4家，经销商302家，经销商投资专卖店582家；形成了覆盖全国一、二线城市和东部沿海地区三线、四线城市的销售网络格局。

截止2010年12月31日，公司总资产为3.11亿元；营业收入为6.04亿元，（归属于母公司股东的）净利润为8403.93万元；发行前总股本为4000万股，每股收益为2.10元。

表 2：公司“索菲亚”品牌包括衣柜系列、门系列、书房系列、卧室系列、客厅系列

衣柜系列：衣柜



衣柜系列：衣帽间



移门系列



书房系列



卧室系列



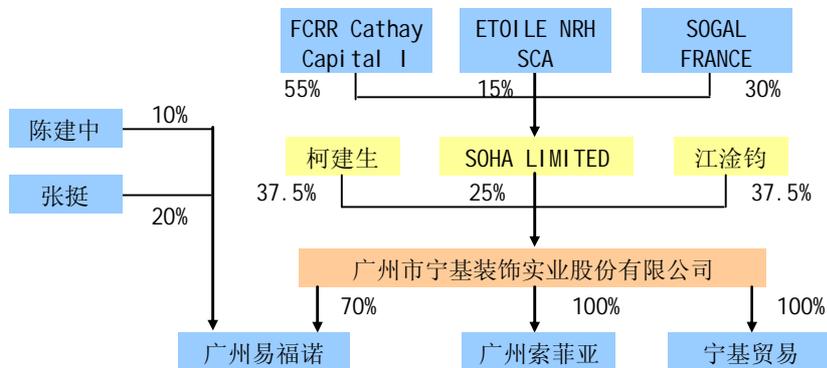
客厅系列



资料来源：公司招股意向书，申万研究

江淦钧和柯建生为公司控股股东和实际控制人。公司2009年5月由广州市宁基装饰实业有限公司整体变更而成；实际控制人为公司董事长江淦钧、总经理柯建生，发行前各持有公司37.5%的股权，发行后各持有28.04%的股权。控股子公司广州易福诺2011年开始并入公司财务报表，公司目前持有其70%的股权。

图1：发行人组织结构及控制关系



资料来源：公司招股意向书，申万研究

表3：IPO前后公司股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	所占比例（%）	持股数量（万股）	所占比例（%）
江淦钧	1,500	37.5	1,500	28.04
柯建生	1,500	37.5	1,500	28.04
SOHA LIMITED	1,000	25	1,000	18.69
本次发行的股份			1,350	25.23
合计	4,000	100	5,350	100

资料来源：公司招股意向书，申万研究

2. 公司主营业务分析

2.1 定制衣柜及其配套订制家具是主要收入和利润贡献

定制衣柜及其配套订制家具是主要收入和利润贡献。08-10年收入占比分别为78.5%，70.8%和68.7%；毛利占比分别为82.1%，78.6%和71.8%。

图 2：定制衣柜及其配套定制家具是主要收入贡献，10年收入占比为 68.7%

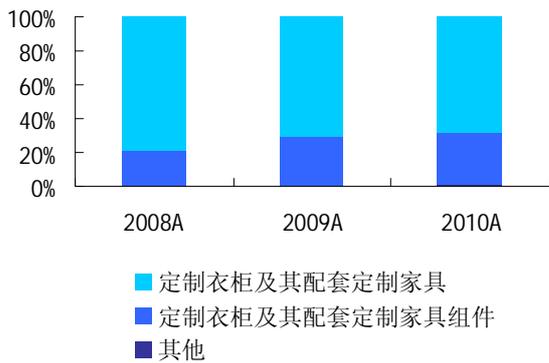
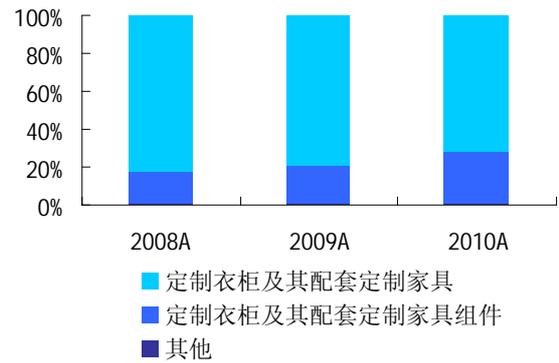


图 3：定制衣柜及其配套定制家具是主要利润贡献，10年毛利占比为 71.8%



资料来源：公司招股意向书，申万研究

资料来源：公司招股意向书，申万研究

2.2 产能扩张带动收入高速增长；毛利率稳步提升，净利润增速高于收入

公司近几年收入净利实现高速增长。公司 09-10 年的收入增速分别为 76.0%和 70.4%，净利润增速分别为 106.7%和 79.2%，高于收入增速。

图 4：09-10 年，收入增速分别为 76.0%和 70.4%

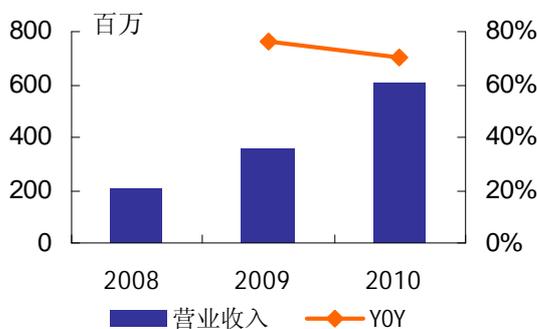
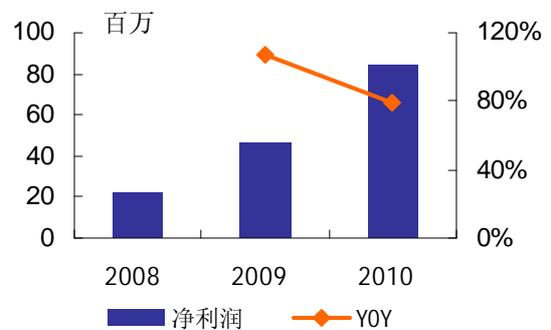


图 5：09-10 年，净利增速分别为 106.7%和 79.2%

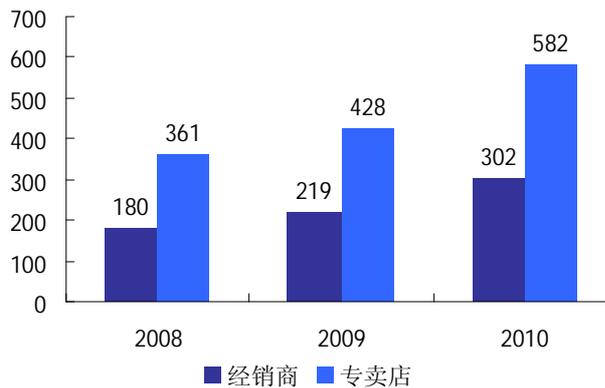


资料来源：公司招股意向书，申万研究

资料来源：公司招股意向书，申万研究

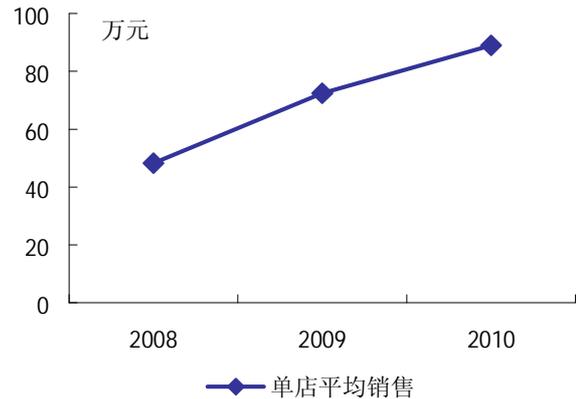
渠道快速扩张+单店销售能力提升，推动公司近几年销量快速增长。公司以经销商开设专卖店为主要销售方式，近几年渠道快速扩张，现有经销商专卖店 582 家，直营店 4 家；伴随单店销售能力提升（由 08 年的 48.58 万元提升至 10 年的 89.14 万元），推动公司近几年销量快速增长（08-10 年 CAGR 为 57.5%）。从地域上看，华东、华南地区为公司主要销售区域（10 年合计占比为 49.8%）。

图 6：公司近几年渠道快速扩张



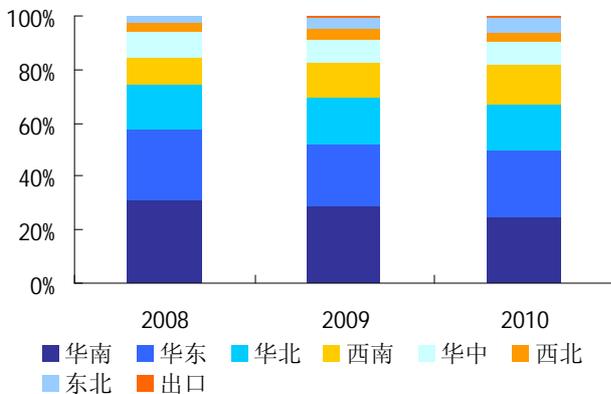
资料来源：公司招股意向书

图 7：专卖店销售能力提升



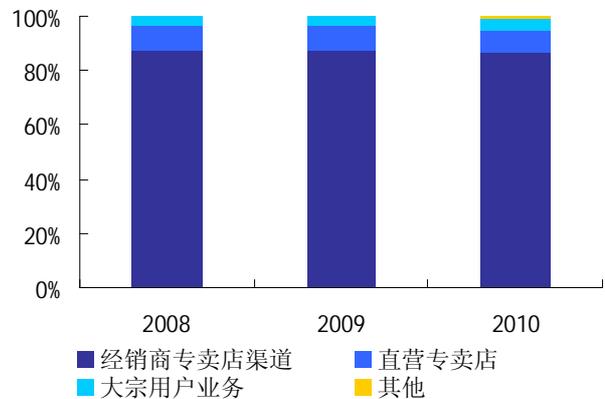
资料来源：公司招股意向书

图 8：华东、华南为公司主要销售市场



资料来源：公司招股意向书

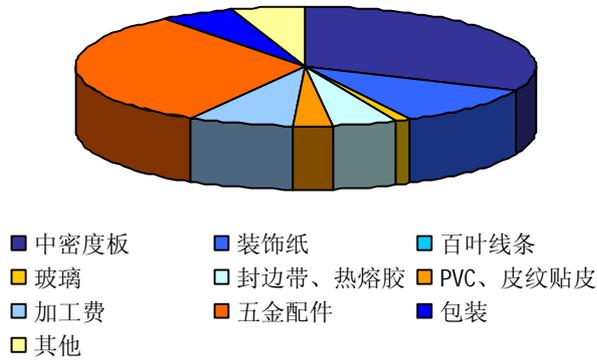
图 9：经销商专卖店渠道销售为公司主要销售模式



资料来源：公司招股意向书

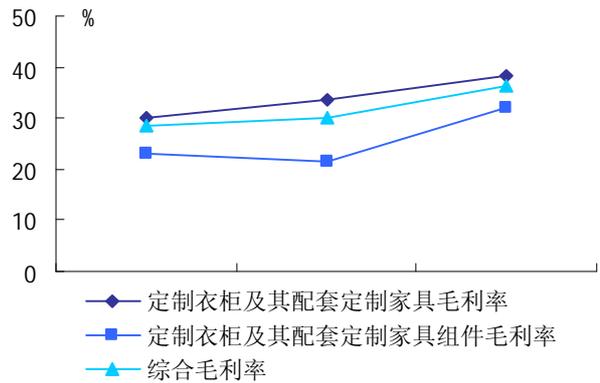
品牌溢价+创新的经营模式，推动近三年毛利率稳定提升。公司主要原材料为中密度板和五金配件（08-10 年占比分别为 54.65%、57.85%和 62.25%）。虽原材料价格近几年有所波动，但得益于“索菲亚”品牌的中高端定位，和公司“标准件+非标准件”个性化定制与柔性化制造相结合的生产模式，近三年毛利率稳步提升（综合毛利率由 08 年的 28.7%提升到 10 年的 36.3%）。

图 10: 中密度板和五金配件为公司主要原材料, 10 年合计占比为 62.3%



资料来源: 公司招股意向书

图 11: 公司近几年毛利率稳定提升

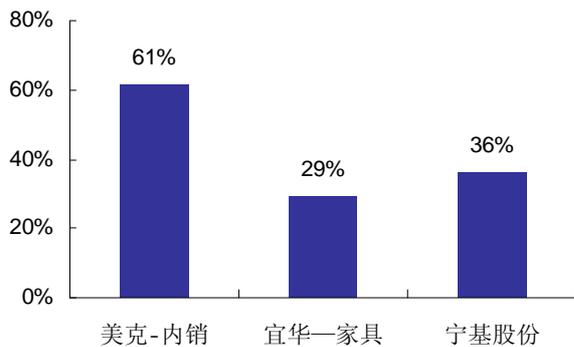


资料来源: 公司招股意向书

2.3 目标市场和经营模式差异, 决定公司较高的盈利水平

目标市场和经销模式差异, 决定公司盈利水平; “定制”模式适应消费者个性时尚的消费需求, 使公司毛利率仍有提升空间。公司以经销商销售模式为主, 面向内销市场; 毛利率水平高于面向外销市场的宜华木业, 低于直营模式的美克内销部分。我国目前家居消费群体年龄结构在 25-35 岁之间 (占比 60%以上), 拥有个性化、时尚化、环保的家具消费观念, 公司推出的“定制”产品很好地迎合了这部分群体的需求导向, 未来毛利率仍有提升空间。

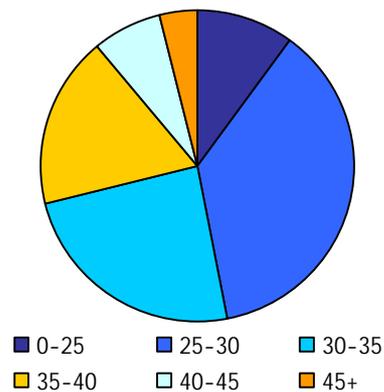
图 12: 公司毛利率高于宜华, 低于美克内销部分



资料来源: 申万研究

注: 宁基股份为 10 年数据, 美克-内销和宜华-家具为 10H1 值

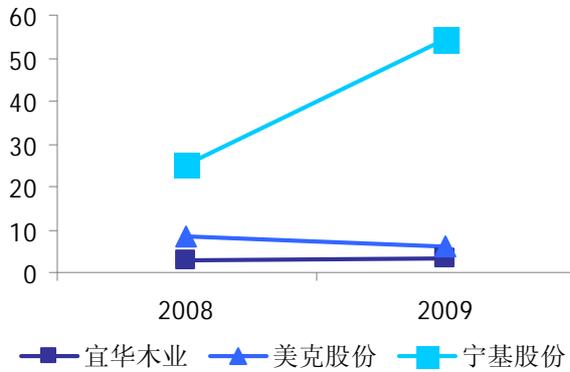
图 13: 调查结果显示 25-35 岁为家居消费主力



资料来源: 公司招股意向书, 申万研究

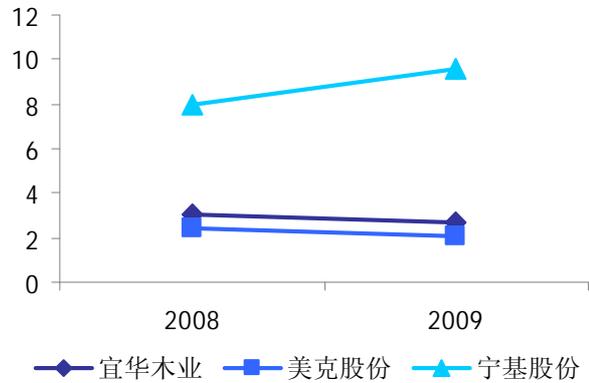
定制模式轻资产运作, 公司资产周转率较高。公司产品为顾客定制后, 经销商向工厂下单生产, 生产结束后先收取货款再予以发货, 最后由经销商收货、负责安装。公司存货少, 应收账款少, 能以较小的固定资产规模获得高收益。

图 14: 通过对经销商采取先交款、后发货的方式, 公司实现高于同业的应收账款周转率



资料来源: 公司招股意向书

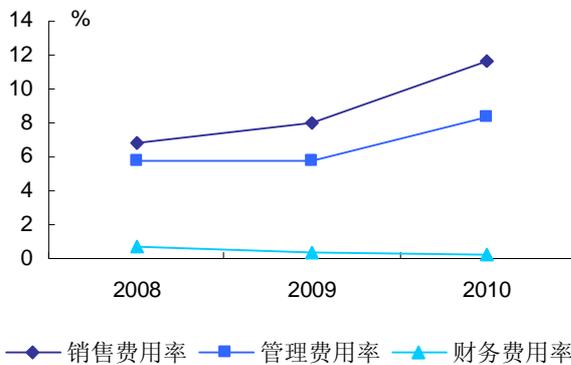
图 15: 通过先订购、后生产的方式, 公司实现了较高的存货周转率



资料来源: 公司招股意向书

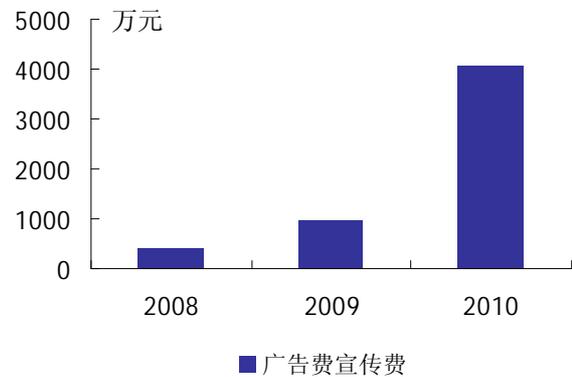
加大品牌推广力度, 公司费用率快速上升。公司近几年加大对“索菲亚”品牌的宣传推广力度, 10年初聘请香港国际影星舒淇小姐为形象代言人, 并配合展开系列品牌推广活动, 以提升品牌知名度和美誉度, 相应地销售费用也大幅提升。

图 16: 公司期间费用率 10 年大幅上升



资料来源: 公司招股意向书

图 17: 公司广告宣传费 20 年大幅上升



资料来源: 公司招股意向书

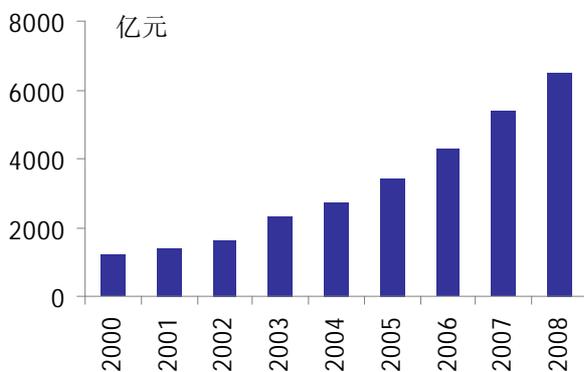
3. 细分市场蕴含高增长潜力，品牌、渠道和研发奠定公司竞争优势

3.1 兼具标准化生产和个性化设计的特点，定制衣柜市场蕴含高增长潜力

城市化进程加之住房刚性需求替代投资性需求，预计未来五年衣柜市场 CAGR 不低于 10%。08 年，国内衣柜市场容量约为 750 亿元（以零售价格计算），其中：新购商品住房的衣柜市场容量约为 550 亿元，旧房改造和商品住房二手交易形成的衣柜市场容量约为 200 亿元，09 年市场容量为 800 亿元。随着中国城市化进程的加快，加之在系列宏观调控下，住房的刚性需求替代投资性需求，预计仍将推动我国衣柜市场在未来 5 年保持 10% 以上的增速。

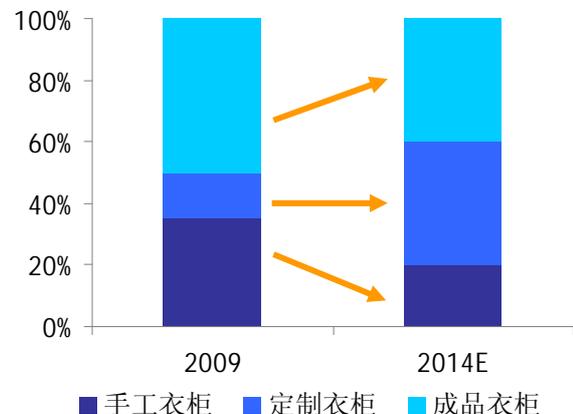
作为衣柜行业的后起之秀，定制衣柜兼具标准化生产和个性化设计的特点，将逐步获取成品衣柜、手工打制衣柜的市场份额，预计未来 5 年内 CAGR 不低于 30%。衣柜按照加工、生产流程的不同，可以分为成品衣柜、手工打制衣柜和定制衣柜。**成品衣柜**为目前市场主流品种，具有工业化生产、低成本的特点，但难以满足客户的个性化需求。**手工打制衣柜**虽可充分利用空间，但也存在缺乏标准化生产工艺、存在安全隐患和施工期较长的弱势。**定制衣柜**作为后起之秀，相比传统手工定制衣柜有着标准化、规模生产的优点，相比成品衣柜有空间利用率高、设计个性化、量身定做、功能多样化的优点。预计未来五年，随着中国城市化进程的加快发展、商品房成交量的不断扩大、以及居民消费结构升级与消费观念向时尚、环保和多功能方向的转变，成品衣柜、手工打制衣柜、定制衣柜三者市场的比例将由目前的 50%、35% 和 15% 发展至 40%、20% 和 40%。根据《中国人造板》杂志判断，09 年国内定制衣柜的市场容量在 70-80 亿元左右（以企业生产产值计算），未来 5 年有望以 30% 的 CAGR 达到 200 亿元的产值。

图 18：我国家具生产值 00-08 年 CAGR 23.5%



资料来源：公司招股意向书

图 19：定制衣柜子行业占比有望从 15% 提高至 40%



资料来源：公司招股意向书

定制衣柜行业进入竞争整合阶段，公司作为行业龙头将受益。我国定制衣柜行业历史不足10年，目前地域性强、集中度低，行业发展正逐渐从价格竞争演变为品牌优势的竞争。公司定位于中高端市场，重视品牌建设、产品技术创新，销售服务网络覆盖全国一、二线城市和东部沿海地区三、四线城市，在竞争中有较大优势。“索菲亚”是率先开展国内定制衣柜的品牌，09年市场占有率5.9%排名第一，未来行业整合仍有较大空间。

图 20：近几年公司在国内定制衣柜市场占有率稳步提升



资料来源：公司招股意向书

3.2 公司核心竞争力在于品牌优势、研发能力和销售服务网络

公司注重品牌建设。公司生产的“索菲亚”定制衣柜在中国名企排行网、中国采购与招标网、中国建材网、中国建筑装饰网联合举办的“中国整体衣柜十大品牌”评选活动中08、09年连续排名第一。《中国人造板》杂志的市场占有率调查数据表明，2009年公司在定制衣柜行业市场占有率为5.9%，行业排名第一。为进一步强化公司的品牌战略优势，公司已于2010年初聘请舒淇为形象代言人，启动了“索菲亚”品牌推广计划。

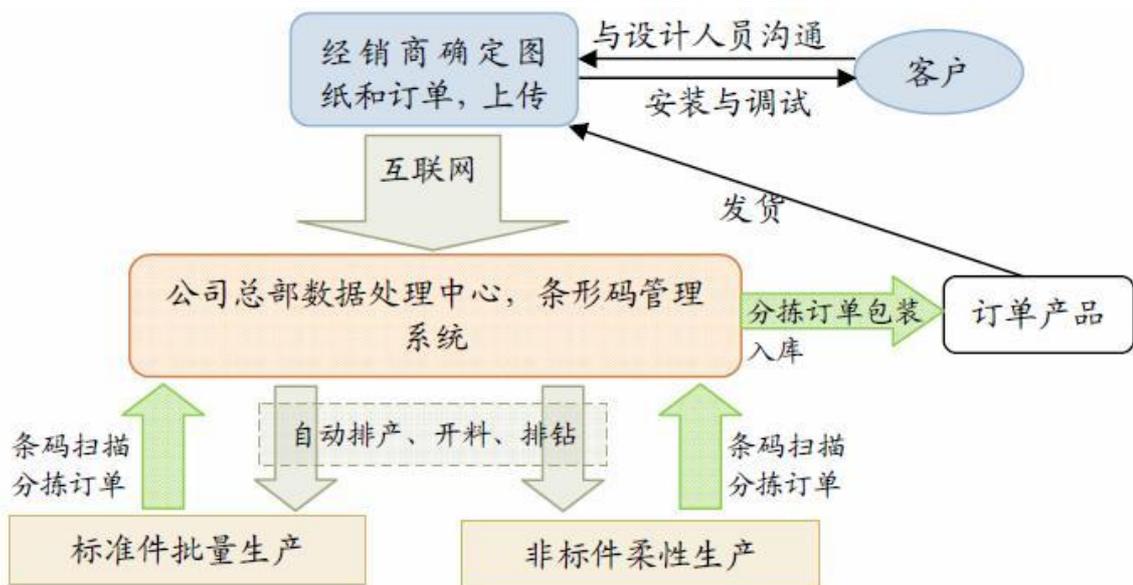
图 21：公司聘请舒淇为其形象代言人



资料来源：公司网站

设计开发能力强、生产技术先进。公司的研发、生产、经销体系已全面实现了信息技术的应用。公司拥有资深的设计师队伍和行业领先的设计理念，研发和设计实力在国内同行业处于领先水平，现有 5 大系列产品、共 182 款。公司的生产模式为：标准件批量化生产+非标件柔性化生产，是行业内采用这一模式的领军企业。经销商专卖店通过专业设计软件为客户提供衣柜个性化设计方案，并可以通过该软件实现虚拟仿真。

图 22：公司生产模式体现为标准件批量化生产+非标件柔性化生产



资料来源：公司网站

日益健全的销售服务网络，注重培训体系建设。定制衣柜的个性化需求、住宅的天然区域性和组合安装的专业化要求，使得销售服务网络的建设对产品销量十分关键。截至10年12月31日，公司已发展经销商302家，经销商投资专卖店582个，拥有专业设计人员和服务人员超过2,000名，网络覆盖全国一、二线城市和东部沿海地区三线、四线城市。公司还建立了索菲亚内部培训学校，专门对经销商、专卖店店长、专业设计师和安装人员进行培训。

图 23：公司销售服务网络覆盖全国


资料来源：公司招股意向书

4. 募集资金项目分析

本次公司拟发行1350万股A股，拟投资定制衣柜技术升级改造项目、信息系统升级改造项目，总投资额分别为19781.6万元、3000万元。

募投项目使产能增长2.5倍以上，生产效率提高。此次募投项目主要用于提高公司总体产能，填补贴面板产能空缺，升级信息系统提高生产效率。

表 4：募集资金运用（单位：万元）

项目名称	项目总投资	预计销售收入增加额			建设期
		第一阶段 10.07—10.12	第二阶段 11.01-11.12	第三阶段 12.01 -12.06	
定制衣柜技术升级改造项目	19782	27000	40000	20000	24个月
信息系统技术升级改造项目	3000				24个月

资料来源：公司招股意向书

表 5：募投项目使公司产能大幅扩张 2.5 倍以上

产品	类别	2009 年产能或收入	募投项目新增产能或收入	募投项目达产后的产能或收入	产能增长幅度
中间产品	贴面板	0	380 万张	380 万张	260%
	柜体	25 万件	65 万件	90 万件	250%
终端产品	柜门	20 万扇	50 万扇	70 万扇	258%
	抽屉	53 万件	137 万件	190 万件	257%
	合计	98 万件	252 万件	350 万件	264%
收入	销售收入	3.3 亿元	8.7 亿元	12 亿元	

资料来源：公司招股意向书

5. 风险提示

中密度板和五金配件价格短期内大幅波动的影响。公司主要原材料为中密度板和五金配件。08-10 年，两者占公司采购成本的比重分别为 54.7%、57.9%和 62.3%。若原材料价格短时间内大幅上涨，而公司向消费者传导时有滞后，则将对公司盈利产生不利影响。

对终端的控制能力风险。未来三年，公司计划继续加快发展经销商团队，预计 2012 年，公司经销商队伍发展到 500 家，经销商专卖店 1,000 家，直营专卖店 6 家。经销商数量的快速增加和地域上的分散，将对公司对渠道终端的掌控能力提出更多挑战。

市场竞争加剧的风险。若未来定制衣柜行业品牌竞争激烈，也将压缩公司盈利空间。

6. 盈利预测

公司新增产能项目已陆续分批试产，募投项目产能 11 年下半年全部投产，12 年达到达产状态，带动收入于未来三年快速增长。我们按照不同的渠道，按照如下主要假设，对公司的收入和毛利进行预测：

- 渠道扩张：**公司 11-13 年经销商专卖店数量分别为 800 家、1000 家和 1150 家。
- 单店销售额（经销商、直营）增速假设：**1）由于当年新开店面贡献业绩有限，故新开店面占比越高，当年增速相对较低；2）由于公司渠道下

沉，单店销售额较低的三四线城市门店占比上升，将使单店销售额难以延续09-10年的高速增长。

- 3、 **经销商和直营店的毛利率未来稳中有升：**1) 公司技改使生产效率提高；2) 规模效应使公司原料采购具备成本优势；3) 品牌效应日益体现，公司产品在市场中享有更高溢价。
- 4、 **大宗用户：**1) **增速：**公司将加大对大宗用户业务的培育，随着募投资项目释放，产能瓶颈将得到缓解；2) **毛利率：**由于下游（大型房地产开发商）相对集中而强势，预计将挤压公司这部分业务的盈利。
- 5、 **出口：**1) **增速：**公司未来重心在内销市场，预计出口增速将放缓；2) **毛利率：**公司出口业务毛利率受人民币升值等多项不利因素影响，预计将徘徊低位。

表 6: 公司分渠道收入成本拆分

单位: 百万元, 元

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经销商渠道	经销商专卖店数量 (家)	361	428	582	800	1000	1150
	新增店面数		67	154	218	200	150
	单店平均销售额 (万元)	49	72	89	102	118	138
	yoy		49%	23%	14%	16%	17%
	收入 (百万元)	175	310	519	813	1179	1586
	yoy		76.74%	67.37%	58.08%	43.75%	43.75%
	毛利率	27.3%	29.0%	34.6%	35.5%	36.7%	38.0%
成本 (百万元)				524	746	983	
直营渠道	直营店数量 (家)			4	6	6	6
	新增店面数				2	0	0
	单店平均销售额 (万元)			1250	1225	1348	1563
	yoy				-2%	10%	16%
	收入 (百万元)	17.65	30.05	50	74	81	94
	yoy		70.25%	66.39%	47.00%	10.00%	16.00%
	毛利率	39.3%	40.2%	53.6%	55.0%	56.5%	57.9%
成本 (百万元)				33	35	39	
大宗用户	收入 (百万元)	7.31	12.99	26	31	42	58
	yoy		77.7%	100.2%	20.0%	35.0%	38.0%
	毛利率	30.74%	31.99%	42.28%	38.50%	35.00%	30.00%
出口	成本 (百万元)				19	27	41
	收入 (百万元)			5.2	5.5	5.7	6.0
	yoy				5%	5%	5%
易福诺	毛利率			7%	5%	5%	5%
	成本 (百万元)			4.8	5.2	5.4	5.7
	收入 (百万元)				89	93	98
其他	yoy					5%	5%
	毛利率				25%	25%	25%
	成本 (百万元)				67	70	73
合计	收入 (百万元)	1.2	1.7	4.3	4.3	4.3	4.3
	成本 (百万元)	0.5	0.6	1.2	1.2	1.2	1.2
合计	收入 (百万元)	202	355	604	1016	1405	1846
	yoy		76.0%	70.4%	68.1%	38.3%	31.4%
	成本 (百万元)	144	248	384	657	887	1210
	yoy		72.3%	54.9%	71.2%	35.1%	36.4%
	毛利率	28.7%	30.2%	36.5%	35.4%	36.9%	34.5%

资料来源: 申万研究

表 7: 盈利预测表

单位: 百万元, 元

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	202	355	604	1016	1405	1846
二、营业总成本	172	300	506	843	1136	1509
其中: 营业成本	144	248	384	657	887	1210
营业税金及附加	1	1	0	3	4	6
销售费用	14	28	70	112	140	166
管理费用	12	20	50	81	112	138
财务费用	1	1	1	(13)	(8)	(11)
资产减值损失	(0)	1	0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	0	0	0
三、营业利润	31	56	100	176	269	338
加: 营业外收入	0	0	2	0	0	0
减: 营业外支出	1	0	0	0	0	0
四、利润总额	30	56	102	176	269	338
减: 所得税	7	9	18	26	40	51
五、净利润	23	47	84	150	229	287
少数股东损益				3	3	3
归属于母公司所有者的净利润	23	47	84	147	226	284
六、全面摊薄每股收益	0.42	0.88	1.57	2.75	4.23	5.31
发行后总股本(百万)	53.5	53.5	53.5	53.5	53.5	53.5

资料来源: 申万研究

信息披露

分析师承诺

周海晨：造纸轻工。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。