

宁基股份 002572·SZ

国内定制衣柜第一品牌商

◇ 报告起因：新股 IPO

◆ 公司是国内定制衣柜第一品牌商

公司的主营业务为定制衣柜及配套定值家具的研发、生产和销售，目前拥有定制衣柜及配套定制家具 5 大系列、16 种款型和 182 款产品。

在 2008 年国内整体衣柜十大品牌的评选中，公司生产的“索菲亚”品牌定制衣柜荣获中国定制衣柜行业的第一品牌，根据《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。

◆ 公司在业内竞争实力突出

我们认为凭借突出的品牌、全信息化流程和销售网络等优势，公司在国内定制衣柜行业拥有突出的竞争优势。

公司定制衣柜品牌“索菲亚”在市场中拥有卓越的品牌认知度和美誉度，2010 年 1 月，被易居、新浪网、中国房产信息集团评选为“2010 年度最值得推荐家居品牌”。“索菲亚”品牌良好的市场美誉度将使公司在竞争中占据有利位置。

公司的研发、生产、经销体系已全面实现了信息技术的应用，全信息化流程助力公司提升经营效率。

截至 2010 年底，公司共拥有直营专卖店 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。未来公司计划新增 2 家直营专卖店，并在 5 年内发展 800 家经销商和新开 1500 家专卖店，加大县一级城市经销商专卖店的开拓。与此同时，公司自 2006 年开始，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。成熟的销售渠道有利于公司抢占市场。

◆ 募投项目将助力公司业绩实现下一个飞跃

本次 IPO 募集资金拟投资项目包括：定制衣柜技术升级改造项目和信息系统技术升级改造项目，总投资额为 2.28 亿元。

定制衣柜技术升级改造项目主要用于解决产能瓶颈，该项目将新增 65 万件板、50 万扇趟门、137 万套抽芯。

信息系统技术升级改造项目是以公司现有信息系统为基础，通过升级改造，实现公司信息化的一体化运作，满足业务快速增长的市场需求。

◆ 2011-2013 年净利润 CAGR 为 42%，合理的价值区间为 80.07-87.68 元

我们预计公司 2011-2013 年净利润的复合增速为 42%，2011 年 EPS 为 2.51 元。通过绝对估值和相对估值，我们认为其合理的价格区间为 80.07-87.68 元，对应 2011 年的 PE 区间为 23-25 倍。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	355	604	959	1,288	1,733
净利润(百万元)	47	84	134	186	242
每股收益	0.88	1.57	2.51	3.47	4.53
每股自由现金流(FCFF)	-0.22	1.02	-0.25	1.85	3.58
经营性 ROIC	42.57%	55.57%	44.35%	47.94%	57.32%
ROE	40.98%	44.97%	9.80%	12.27%	14.26%

合理申购价格 80.07-87.68 元

预计上市合理价 80.07-87.68 元

询价开始日期 3 月 23 日

分析师：

李婕

证书编号：S0930511010001

联系人：

姜浩

021-22169125

jianghao@ebscn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	13.5
发行后总股本(百万股)	53.5
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2011-03-30
主承销商	民生证券有限责任公司
主要股东	柯建生
第一大股东持有比例(%)	37.50%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
定制衣柜技术升级改造	197.8
信息系统技术升级改造	30.0
总金额	227.8

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、国内定制衣柜的第一品牌商

公司的主营业务为定制衣柜及配套定制家具的研发、生产和销售，定制衣柜产品主要包括壁柜、移门、衣柜、步入式衣帽间；配套定制家具主要包括定制书柜、电脑台、床、床头柜、梳妆台、梳妆凳、斗柜、电视柜、鞋柜和饰物柜。公司共拥有定制衣柜及配套定制家具 5 大系列、16 中款型和 182 款产品。

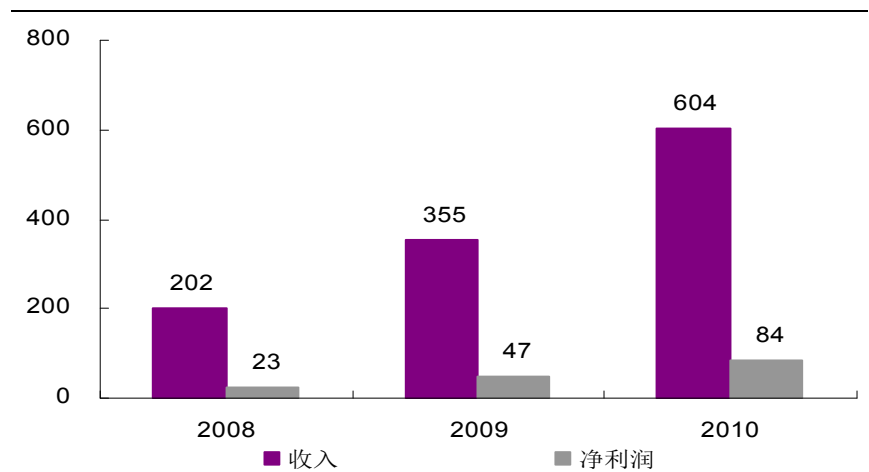
在 2008 年国内整体衣柜十大品牌的评选中，公司生产的“索菲亚”品牌定制衣柜荣获中国定制衣柜行业的第一品牌，根据《中国人造板》杂志的调查，2009 年公司生产的定制衣柜市场占有率为 5.9%，排名第一。

（一）公司历史经营情况介绍

公司近三年业绩大幅增长，2008-2010 年收入分别为 2.02 亿元、3.55 亿元和 6.04 亿元，同比增长 76%和 70%；净利润分别为 2269 万元、4690 万元和 8404 万元，同比增速达到 107%和 79%。（见图 1）。

图 1:公司近三年业绩增长迅猛

2008-2010 公司收入、净利润情况（单位：百万元）



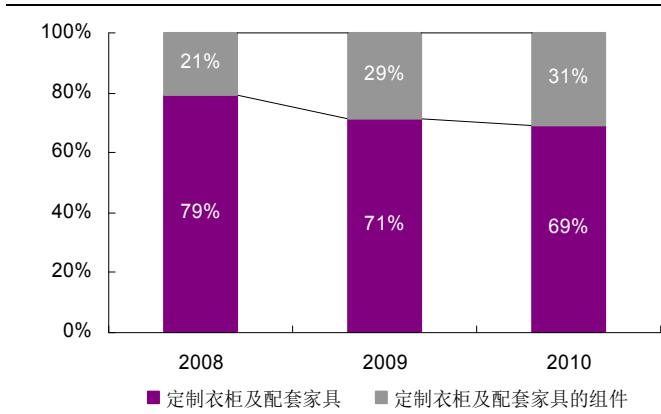
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司的主要产品为定制衣柜及配套家具，2008-2010 年占比分别为 79%、71%和 69%（见图 3），在公司逐步增加其他组件产品销售的情况下，定制衣柜及配套家具的占比呈下降趋势。

分区域看，公司收入几乎全部来自内销，华南和华东是公司收入主要的来源地，08 和 09 年华南区对收入的贡献最大，占收入比例分别为 31.5%和 29.2%，2010 年华东地区超过华南，成为收入最重要的来源地。与此同时，西南地区的收入占比亦不断提升，表明公司的收入来源结构日趋合理，对单一地区依赖的下降不仅证明公司拥有不俗的跨区域业务拓展能力，而且意味着其经营性风险在不断降低（见表 1）。

图 2: 定制衣柜及配套家具是公司收入的主要来源

2008-2010 公司各产品占收入比例情况



资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

注: 定制衣柜及配套家具组件是指用于加工定制衣柜及配套家具所需的中纤板和五金配件。

表 1: 公司的销售收入主要来自华南和华东

2008-2010 各区域销售额占总收入比例情况

地区	2008	2009	2010
华南	31.5%	29.2%	24.6%
华东	25.7%	23.2%	25.2%
华北	17.8%	17.2%	17.4%
西南	9.2%	13.3%	15.1%
华中	9.7%	8.4%	8.0%
西北	3.7%	4.2%	3.7%
东北	2.5%	4.0%	5.2%
出口	0.0%	0.5%	0.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

(二) 公司股权结构

发行后公司的总股本为 5,350 万股, 本次公开发行的股份为 1,350 万股, 占发行后总股本的 25.23%。发行后控股股东仍为公司董事长江淦钧和总经理柯建生, 其合计持股比例达到 56.08% (见表 2)。

表 2: 发行后公司的控股股东仍为公司董事长江淦钧和总经理柯建生

公司发行前和发行后持股情况

项目/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	25.0%	1,000	18.69%
本次发行的股份	-	-	1,350	25.23%
合计	4,000	100.0%	5,350	100.00%

资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

二、定制衣柜行业介绍

(一) 定制衣柜产业链描述

定制衣柜行业的主要原材料是达到 E1 标准的中纤板和五金配件, 国内目前中纤板行业处于供过于求的状态, 且市场极度分散, 五金配件行业市场集中度亦较低, 产品价格随金属价格波动。

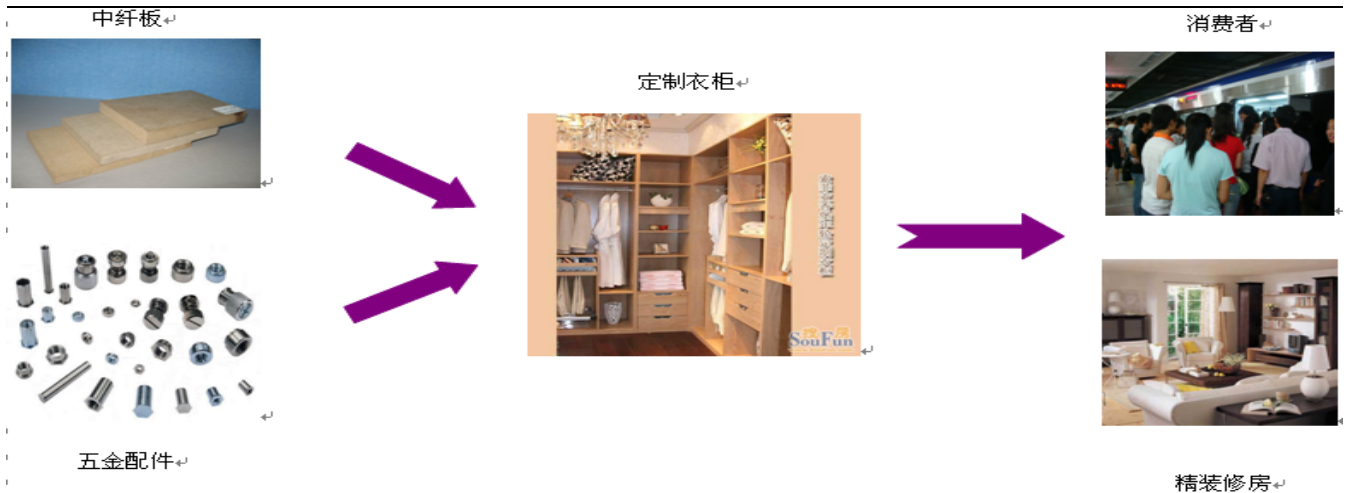
根据《中国人造板》杂志的调查, 目前国内定制衣柜的品牌约为 300 个, 据此估算国内从事定制衣柜生产的企业不少于 200 家, 行业也处于较为零散的阶段。

定制衣柜行业的下游客户为具有家装需求的消费者和房地产开发商。

我们认为定制衣柜行业对上游具备一定的议价能力, 对下游客户的成本转

嫁能力并不特别理想,但我们看好具备较高品牌知名度和美誉度企业的成本转嫁能力。

图 3: 定制衣柜行业产业链介绍



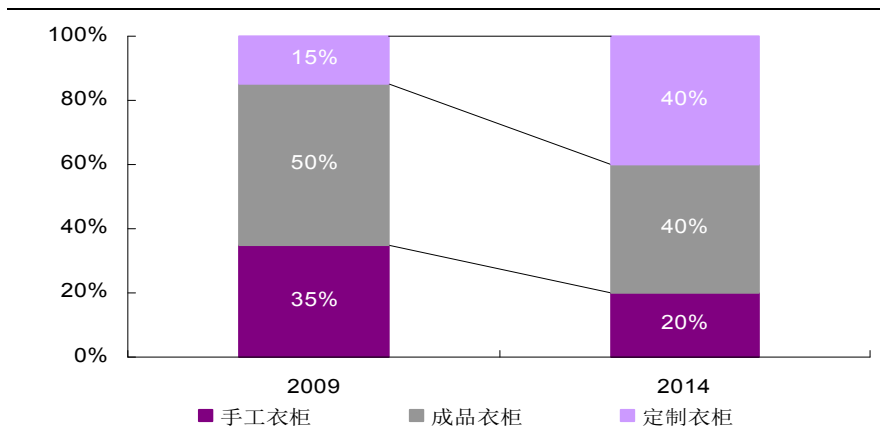
资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

(二) 定制衣柜行业未来五年的复合增速有望达到 30%

根据统计, 2009 年手工衣柜、成品衣柜和定制衣柜的占比分别为 35%、50%和 15%, 预计到 2014 年定制衣柜的占比将达到 40%(见图 4)。假定衣柜市场每年以 10%的速度递增, 定制衣柜的占比每年提升 5 个百分点, 则定制衣柜行业未来五年的复合增速有望达到 30%。

图 4: 定制衣柜将成为未来衣柜的主流

2009-2014 衣柜各个门类的占比情况



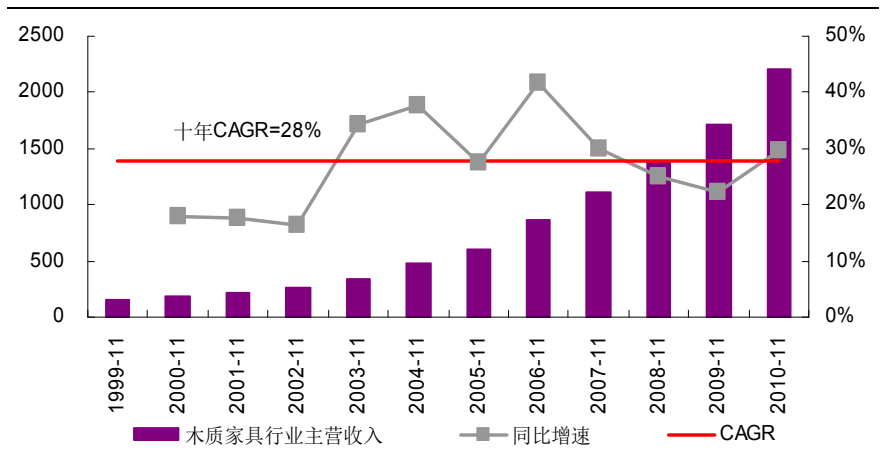
资料来源: 公司招股书、光大证券研究所

1、房地产的飞速发展及居民收入的不断攀升支撑起家具行业的黄金十年

1999 年国内木质家具行业的主营业务收入为 160 亿元, 到 2010 年 11 月, 木质家具行业的主营业务收入增加到 2210 亿元, 十年间复合增速达到 28% (见图 5)。我们认为房地产的飞速发展及居民收入的持续增加支撑起家具行业的黄金十年。

图 5: 2000-2010 年木质家具行业的 CAGR 达到 28%

1999-2010 木质家具行业主营收入和增长情况 (单位: 亿元)

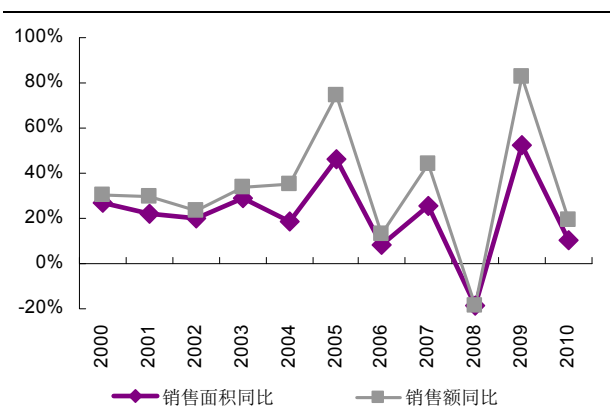


资料来源: WIND、光大证券研究所

2000 年国内商品房销售面积为 1.7 亿平米, 2010 年国内商品房销售达到 10.43 亿平米, 十年的 CAGR 为 20% (见图 6)。于此同时, 国民经济的健康发展令居民的可支配收入不断增加, 民众消费能力大幅提升。房地产旺盛的销售加之居民购买力的增强刺激家具行业飞速发展。

图 6: 商品房飞速发展拉动家具销量持续增长

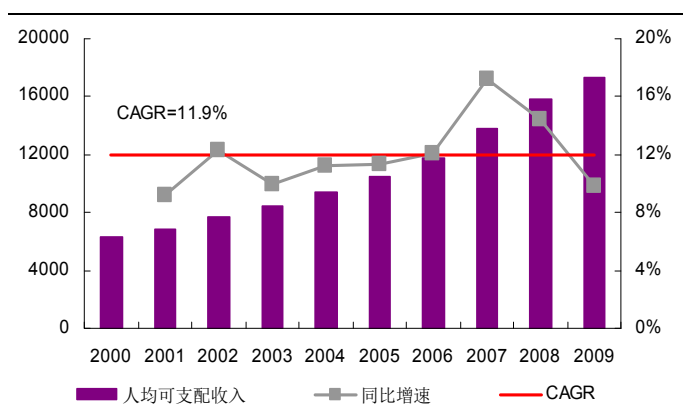
2000-2010 国内商品房销售面积和销售额同比增速情况



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 7: 国民经济的健康发展使得居民消费能力不断增强

2000-2009 国内人均可支配收入及同比增长情况



资料来源: 国家统计局、光大证券研究所

2、装修潮流不断变幻, 定制衣柜大行其道

20 世纪 80 年代, 随着制造业水平的不断提高, 家具走向成品时代和工厂化生产时代, 成品衣柜成为衣柜的主流。进入 90 年代, 居民收入的不断提高激发起民众对家具美化的重视, 现场打制家眷、特别是手工打制衣柜成为流行的趋势。

而到 21 世纪, 居民对衣柜在空间布局、功能性、衣柜风格等多方面的个性化需求引发民众对定制衣柜的喜好, 定制衣柜成为新的流行趋势,

3、地产调控短期削弱行业景气度, 长期我们坚定看好

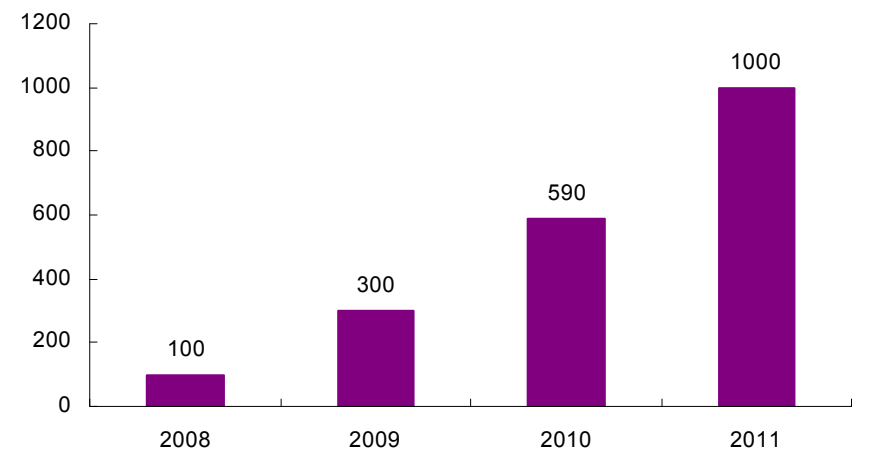
2011 年 1 月 26 日国家颁布新国八条, 对楼市的调控进一步升级, 限购令和房产税的征收使得一线城市的房地产成交量出现大幅下滑。我们认为房地产成交量的下滑将在短期影响整个家具市场, 定制衣柜行业的景气度会出现短期的下滑。

但我们坚定看好定制衣柜行业长期的发展前景，保障房建设力度的增强、刚性需求依旧旺盛仍将支撑起房地产未来的销量，与此同时，国家调控房地产的最终动因是希望房价同居民收入之间的鸿沟缩小，当居民对房产的支付能力更强时，其将对家居装修具备更强的购买力，对衣柜行业是一大利好。

2009 年国家投资兴建了保障性住房 590 万套，竣工 370 万套，今年国家计划建设保障性住房和棚户区改造住房 1000 万套（见图 8），同时在“十二五”期间新建保障性住房 3600 万套。政府大力推进保障房的建设，将在一定程度抵消商品房调控对衣柜行业所带来的负面影响。

图 8：政府加大力度兴建保障房能一定程度抵消商品房调控的负面影响

2008-2011 国家投资兴建保障房数量（单位：万套）



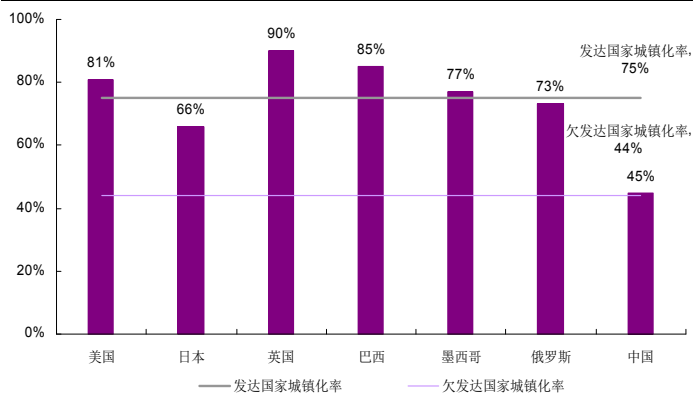
资料来源：光大证券研究所整理

据统计，2007 年国内城镇化率的水平为 45%，而同期发达国家的城镇化率为 75%，一些发展中国家如巴西、墨西哥的城镇化率亦远高于国内，达到 85% 和 77%。低城镇化率和庞大的国民基数预示着国内城镇巨大的新建住宅需求（见图 9）。

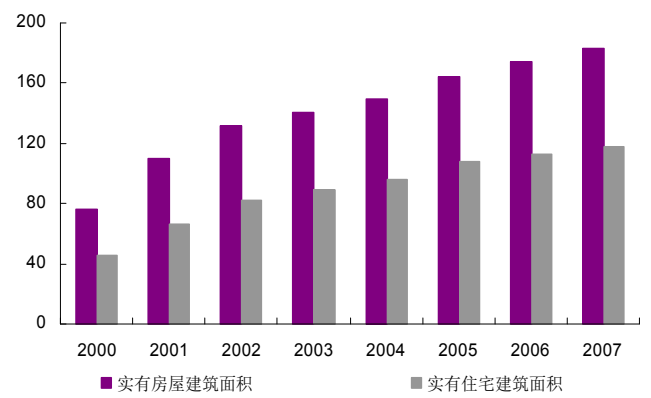
假定到 2020 年国内城镇化率达到 60%，同时 2008-2020 年间国内人口以 1% 的自然增长率递增，到 2020 年国内人口将达到 15 亿，城镇人口将有 9 亿的规模。按照建设部颁布的小康社会标准，2020 年国内城镇人均住房面积要达到 35M^2 ，国内城镇共需住房面积 315 亿 M^2 。2007 年底国内城镇人均住房面积为 28M^2 ，城镇居民住房面积共计 166 亿 M^2 （见图 10），要达到要求还需新增住房 149 亿 M^2 ，折合年新增住房需求近 15 亿 M^2 。

图 9: 国内低城镇化率的现状预示着巨大的新增住宅需求

2007 年 世界各国城镇化率情况



资料来源: 光大证券研究所

图 10: 国内城镇对住房仍有很大的需求量2000-2007 年 国内城镇房屋建筑面积存量情况 (单位: 亿 M²)

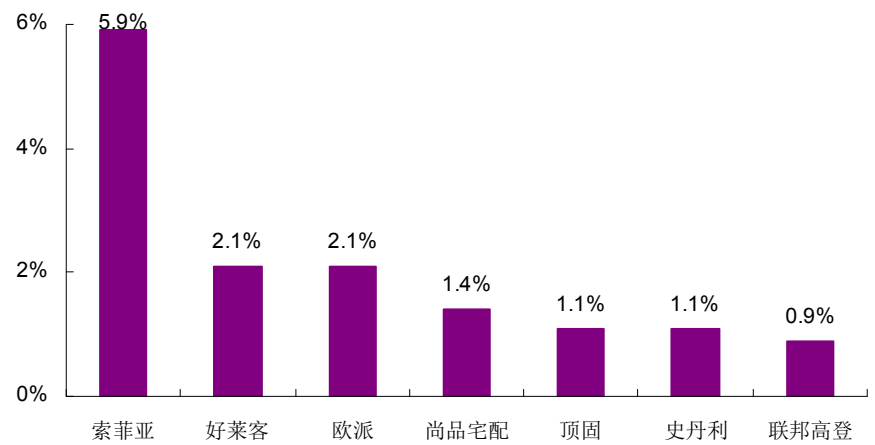
资料来源: 国家统计局、光大证券研究所

三、公司在行业内竞争优势突出

公司在国内的竞争对手主要是好莱客、欧派、尚品宅配、顶固、史丹利和联邦高登。根据《中国人造板》的调查, 09 年公司在国内的市场占有率达到 5.9%, 排名第一 (见图 11)。我们认为凭借突出的品牌、全信息化流程和销售网络等优势, 公司在定制衣柜行业拥有突出的竞争优势。

图 11: 公司在国内定制衣柜领域排名第一

2009 年国内定制衣柜行业市场占有率情况



资料来源: 《中国人造板》、光大证券研究所

(一) 公司拥有卓越的品牌认知度和美誉度

公司定制衣柜品牌“索菲亚”在市场中拥有卓越的品牌认知度和美誉度, 2006 年在《南方都市报》组织的评选中获得“读者最喜爱的建材品牌”称号, 2007 年获得“消费者信赖的建材品牌”称号; 2008 年在中国名企排行网、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, “索菲亚”品牌定制衣柜被评为中国定制衣柜行业的第一品牌。

2010 年 1 月, 公司又被易居、新浪网、中国房产信息集团评选为“2010

年度最值得推荐家居品牌”。为进一步强化公司的品牌战略优势，公司已于 2010 年初聘请香港国际影星舒淇小姐为形象代言人，启动了“索菲亚”品牌推广计划。

国内目前正进入消费升级的时代，消费者更加注重产品的品质、环保、服务，而品牌作为一种信号，成为企业差异化战略的有力武器，也成为消费者在产品的海洋中做出选择的主要判断依据。“索菲亚”品牌良好的市场美誉度将使公司在竞争中占据有利位置。

（二）全信息化流程助力效率的提升

公司的研发、生产、经销体系已全面实现了信息技术的应用（见图 12）。

获取订单：

经销商专卖店通过索菲亚专业设计软件为客户提供衣柜个性化设计方案，并通过该软件实现虚拟仿真；客户确认后，专卖店即通过索菲亚经销商管理系统将设计方案提交到客服中心，客服中心通过公司定制开发的 MRP 软件-索菲亚条码管理系统（公司数据中心），对客户订单进行分类整理后，相关的客服人员通过索菲亚衣柜设计软件对设计方案分解为标准件和非标准件，并将相关的明细存入 MRP 软件。

生产制造：

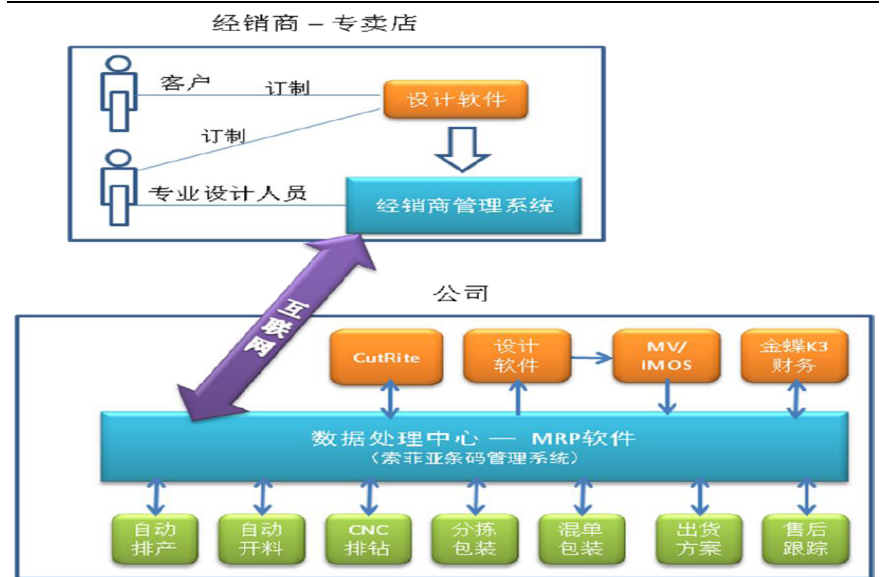
公司的生产模式为“标准件+非标件”相结合的复合生产模式，标准件进行批量化生产，非标件则采取柔性化生产。在“标准件”、“非标准件”两种生产模式上，公司已全面采用电子图纸生产，CNC 设备可直接读取部件条码进行加工。信息化令公司的制造优势具有以下四个主要特点：（1）自动分解产品订单；（2）智能识别系统和条形码技术（物联网技术）覆盖生产全过程，生产过程实现智能化；（3）多订单混合排产；（4）实现与 CNC 设备无缝连接

标准件批量化生产：将需要生产的各订单中的尺寸、花色一致的板件通过数据中心从订单中抽取出来，统一生产，生产完成后，重新分配到各订单中，此类产品企业称之为“标准件”。由于尺寸一致，所以加工“标准件”的设备为重型高速的进口设备，可以大批量生产，在提高生产效率的同时还能保证此类板件的质量。

“非标件”是指各订单中独有的、不可以共用的板件，此部分板件是通过柔性化生产方式生产，确保订单的个性化需求。非标准件的生产体现了公司的柔性化制造能力。公司的非标准件生产线由计算机信息控制系统、物料储运装置和一组数控加工设备组成，是一种智能型的生产方式，它具有根据制造任务和生产环境的变化进行迅速调整的能力，即具有多方面的柔性特征：机器柔性、工艺柔性、产品柔性、生产能力柔性、维护柔性、扩展柔性。

销售：

加工完成后的成品由包装部门根据条形码进行分类、包装，物流部门利用条形码识别技术予以分拣、发货。

图 12: 公司的研发、生产、经销体系已全面实现信息化

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

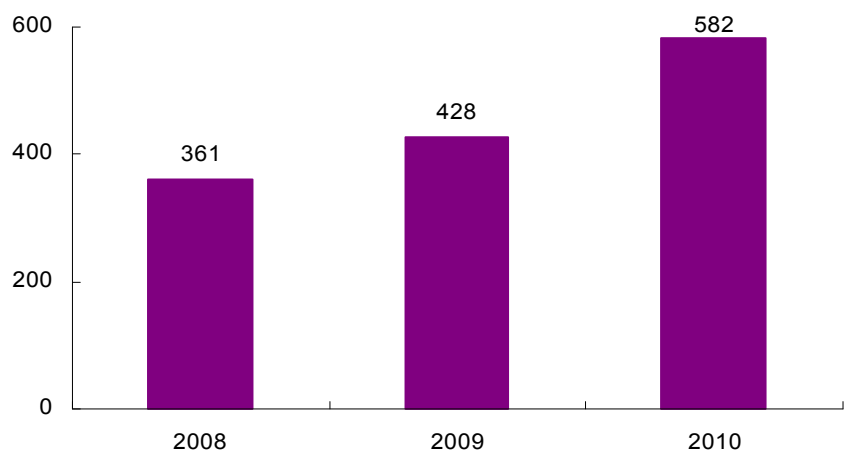
(三) 较为成熟的销售网络

截至 2010 年底，公司共拥有直营专卖店 4 家，经销商 302 家，经销商投资专卖店 582 家（见图 13）。公司及旗下经销商拥有专业设计人员和服务人员超过 2000 名，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，公司的销售网络覆盖、专业设计服务居行业领先地位。未来公司计划新增 2 家直营专卖店，并在 5 年内发展 800 家经销商和新开 1500 家专卖店，加大县一级城市经销商专卖店开拓。

与此同时，公司自 2006 年开始，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。截至 2010 年底，累计举办 45 期培训，培训学员 1563 名，为公司的市场拓展提供了有力保障。

图 13: 公司的销售网络日趋成熟

2008-2010 年 公司经销商专卖店数量情况（单位：家）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

四、募集资金投向分析

本次 IPO 募集资金拟投资项目包括：定制衣柜技术升级改造项目 and 信息系统技术升级改造项目，总投资额为 2.28 亿元(见表 3)。

定制衣柜技术升级改造项目是在定制衣柜市场快速发展、公司现有产能已成为制约公司快速成长的瓶颈的背景下提出的，本项目将新增 65 万件板、50 万扇趟门、137 万套抽芯。

信息系统技术升级改造项目是以公司现有信息系统为基础，通过本次升级改造，实现公司信息化的一体化运作，满足业务快速增长的市场需求，解决公司内部部门之间存在的信息孤岛问题，将客户关系管理延伸到最终消费者，以及及时掌握市场信息，增强公司应对市场需求变化的快速反应能力。

表 3: 募投项目投资和建设情况介绍 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资项目	募投资金使用计划				建设期
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计	
1	定制衣柜技术升级改造项目	项目总投资	14,400.60	3,319.20	2,061.80	19,781.60	24 个月
		固定资产投资	13,987.60	1,667.40	-	15,655.00	
		流动资金	413	1,651.80	2,061.80	4,126.60	
2	信息系统技术升级改造项目	项目总投资	1,790.00	1,210.00	-	3,000.00	24 个月
		固定资产投	1,790.00	1,210.00	-	3,000.00	

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

五、盈利预测与估值

我们根据以下几个关键假设对公司未来盈利情况进行预测：

	2010E	2011E	2012E
收入同比增速	58.7%	34.3%	34.5%
毛利率	36.3%	36.2%	36.1%
期间费用率	19.7%	18.9%	19.1%

我们预测公司未来三年净利润分别为 1.34 亿元、1.86 亿元和 2.42 亿元，按照 IPO 发行后总股本 5350 亿股来计算，2011-2013 年 EPS 分别为 2.51 元、3.47 元和 4.53 元。

估值

综合考虑 FCFF 和 FCFE, 绝对估值的价格为 80.07 元。

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β (Blevered)	0.84
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	11.08%
税率	16.50%
Kd	4.43%
Ve	249.9
Vd	27.0
目标资本结构	5.00%
WACC	10.75%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	601.70	13.41%
第二阶段	1,502.20	33.47%
第三阶段(终值)	2,384.22	53.12%
企业价值 AEV	4,488.13	100.00%
加: 非经营性净资产 价值	65.57	1.46%
减: 少数股东权益(市 值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	27.00	-0.60%
总股本价值	4,526.70	100.86%
股本(百万股)	53.50	-
每股价值(元)	84.61	-

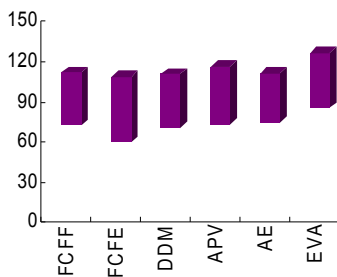
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.01	0.015	0.02	0.025	0.03
9.75%	92.51	95.78	99.46	103.66	108.47
10.25%	85.70	88.46	91.55	95.04	99.02
10.75%	79.65	82.00	84.61	87.54	90.86
11.25%	74.25	76.26	78.48	80.96	83.75
11.75%	69.40	71.13	73.04	75.15	77.50

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值	敏感度分析区间
FCFF	84.61	69.40 - 108.47	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	75.53	56.36 - 105.63	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	83.19	67.42 - 107.47	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	86.65	70.22 - 112.90	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	85.53	71.05 - 107.78	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	97.97	81.85 - 123.18	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

(二) 相对价值评估

我们选取中福实业、科冕木业、浙江永强、美克股份和宜华木业作为可比公司。可比样本 2011 年和 2012 年的平均 PE 分别为 32 倍和 23 倍。

表 5:可比样的估值水平

公司	收盘价	EPS		PE	
	3月24日	2011E	2012E	2011E	2012E
中福实业	8.15	0.15	0.17	54	48
科冕木业	20.21	0.58	1.03	35	20
浙江永强	34.17	1.44	1.86	24	18
美克股份	11.16	0.34	0.56	33	20
宜华木业	6.28	0.43	0.56	15	11
均值				32	23

资料来源：WIND、光大证券研究所

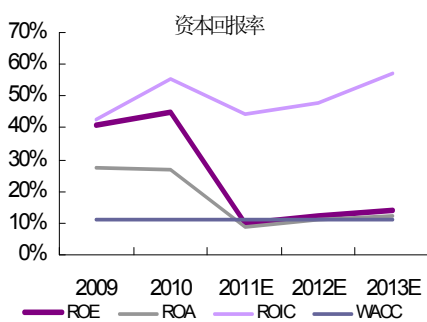
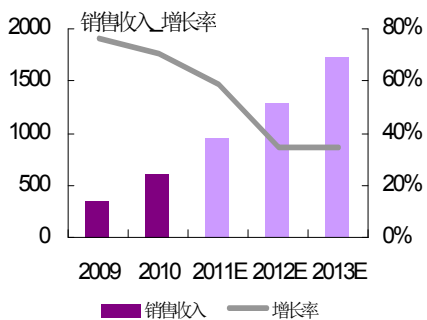
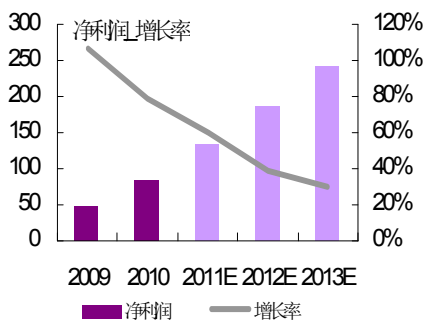
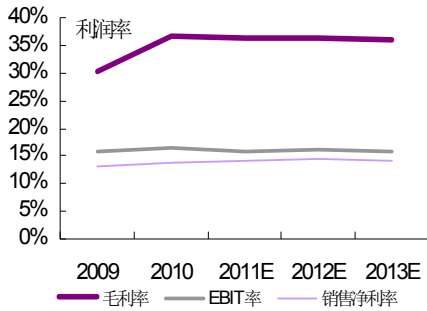
考虑公司拥有较好的品牌知名度以及销售渠道健全，我们给予公司 2011 年 35 倍 PE，对应目标价为 87.68 元。

综合考虑绝对估值和相对估值，公司合理的估值区间为 80.07-87.68 元，对应 2012 年的 PE 为 23-25 倍。

七、风险分析

我们认为公司未来的主要风险主要有两点：行业出现恶性竞争、房地产因政策调控长时间低迷。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	355	604	959	1,288	1,733
营业成本	248	384	611	821	1,108
折旧和摊销	6	11	13	17	19
营业税费	1	0	2	4	7
销售费用	28	70	115	152	204
管理费用	20	50	79	103	139
财务费用	1	1	-5	-12	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	56	100	159	221	289
利润总额	56	102	161	222	290
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	46.90	84.04	134.03	185.64	242.34

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	170	311	1,528	1,718	1,971
流动资产	80	208	1,309	1,460	1,718
货币资金	38	132	1,186	1,293	1,491
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	7	16	26	35	47
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1	4	6	8	10
存货	31	42	67	90	121
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	7	0	0	0	1
固定资产	74	82	176	209	208
无形资产	7	7	7	6	6
总负债	56	124	161	204	271
无息负债	56	97	161	204	271
有息负债	0	27	0	0	0
股东权益	114	187	1,390	1,556	1,760
股本	40	40	54	54	54
公积金	36	44	1,091	1,091	1,091
未分配利润	39	103	223	369	555
少数股东权益	0	0	22	42	60

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	50	101	158	189	254
净利润	47	84	134	186	242
折旧摊销	6	11	13	17	19
净营运资金增加	31	19	23	37	42
其他	-34	-13	-11	-51	-50
投资活动产生现金流	-34	-20	-129	-54	-13
净资本支出	34	20	131	55	15
长期投资变化	7	0	0	0	0
其他资产变化	-75	-40	-260	-108	-28
融资活动现金流	4	13	1,025	-28	-43
股本变化	30	0	14	0	0
债务净变化	-20	27	-27	0	0
无息负债变化	-4	42	63	44	67
净现金流	20	94	1,054	107	197

资料来源: 光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	76.02%	70.41%	58.66%	34.32%	34.49%
净利润增长率	106.66%	79.20%	59.49%	38.50%	30.55%
EBITDA 增长率	73.78%	80.61%	48.73%	36.22%	30.58%
EBIT 增长率	77.34%	79.39%	52.91%	36.15%	32.14%
盈利能力 (%)					
毛利率	30.17%	36.54%	36.33%	36.24%	36.06%
EBITDA 率	17.31%	18.35%	17.20%	17.44%	16.94%
EBIT 率	15.67%	16.49%	15.89%	16.11%	15.83%
税前净利润率	15.82%	16.82%	16.74%	17.26%	16.75%
税后净利润率 (归属母公司)	13.22%	13.90%	13.98%	14.41%	13.99%
ROA	27.58%	27.00%	8.77%	10.81%	12.30%
ROE (归属母公司) (摊薄)	40.98%	44.97%	9.80%	12.27%	14.26%
经营性 ROIC	42.57%	55.57%	44.35%	47.94%	57.32%
偿债能力					
流动比率	1.45	1.67	8.15	7.15	6.34
速动比率	88.76%	133.52%	773.73%	670.63%	589.12%
归属母公司权益/有息债务	-	6.92	-	-	-
有形资产/有息债务	-	10.84	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.88	1.57	2.51	3.47	4.53
每股红利	0.00	0.00	0.75	1.04	1.36
每股经营现金流	0.93	1.88	2.96	3.53	4.74
每股自由现金流(FCFF)	-0.22	1.02	-0.25	1.85	3.58
每股净资产	2.14	3.49	25.57	28.29	31.78
每股销售收入	6.63	11.30	17.93	24.08	32.39

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。