

# 索菲亚，定制衣柜的时尚达人

——独特的经销商制度，增强渠道粘性

## 报告关键点:

- 公司具有独特的经销商制度，增强渠道粘性
- 募投项目突破产能瓶颈，提升成长速度
- 预计2011-2013年EPS分别为2.87元、4.35元和5.76元，6个月目标价90元，首次给予“买入-A”投资评级

## 报告摘要:

- 消费升级引领定制衣柜行业蓬勃发展。**随着小户型商品房成为主流房型，以及“80后”婚育消费时代的来临，定制衣柜将以其个性化设计及100%空间利用迅速得到市场认可。预计2014年定制衣柜的市场容量将达到200亿元左右，市场份额提升至40%，复合增长率达到21.67%，快速抢占成品与手工打制衣柜市场。
- 经销商享有区域唯一性。**公司采用“一个地区只能有一个经销商”的管理制度，这样一方面杜绝了同品牌产品在同一地区的恶性竞争，保证了“索菲亚”品牌客户美誉度；另一方面也大为增强经销商与公司之间的合作粘性，保持了经销商对公司的高度忠诚度。公司未来仍以新增经销商外延式发展为主，计划将经销商发展的重心转移至三、四线城市，以完善销售渠道。**预计2011年新增218家经销商店，使总店数量达到800家，贡献销售额8.31亿元，同比增长60.24%，占总额的83.95%。**
- 募投项目打开产能瓶颈，保障公司未来成长。**本次募投项目计划新增产值8.7亿元，待2012年完工后，总产值将达到12亿元。此外，外地生产基地的建设已提上日程，如果三个生产基地能如期投产，将再为公司新增9亿元产值，产能问题迎刃而解。
- 盈利预测与估值。**截至五一假期，全国已接单达全年计划60%（相应销售收入需等出货后确认），各区域经销商对今年销售量持乐观态度。**我们认为，等“十一黄金周”销售订单确认后，全年实现9-10亿元的销售收入预测较为确定。**预计公司2011-2013年营业收入分别为10亿元、15亿元和20.25亿元，实现净利润分别为1.53亿元、2.32亿元和3.08亿元，复合增长率达到41.69%。预计2011-2013年公司的EPS分别为2.87元、4.35元和5.76元，给予买入-A的投资评级，6个月目标价90元，对应PE为31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；产能利用率不断下降的风险。

## 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	90.0	50.2	27.5	18.1	13.7
市净率	36.9	22.6	2.8	2.4	2.1
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	-	-	14.5	8.3	5.7
股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 买入-A

上次评级:

目标价格: 90.00 元

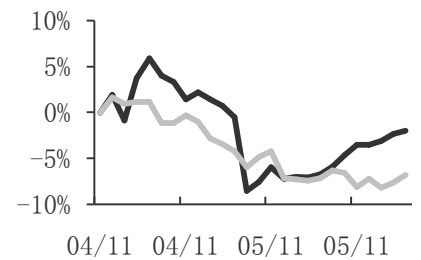
期限: 6个月 上次预测:

现价(2011年05月19日): 74.07元

报告日期: 2011-05-19

总市值(百万元)	4,059.05
流通市值(百万元)	819.40
总股本(百万股)	53.50
流通股本(百万股)	10.80
12个月最低/最高	70.00/82.77元
十大流通股股东(%)	
股东户数	3

## 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	(1.00)	0.28	(15.64)
绝对收益	(5.75)	(1.98)	(1.98)

张龙

首席行业分析师

021-68766113

zhanglong@essence.com.cn

执业证书编号

S1450511020030

报告联系人

张磬

zhangdan@essence.com.cn

## 目录

1. 公司概况.....	4
2. 定制衣柜, 增长潜力显现.....	6
2.1. 行业进入快速成长时期.....	6
2.2. 消费升级引领定制衣柜时代.....	7
2.2.1. 定制衣柜 VS 成品衣柜 VS 手工打制衣柜.....	7
2.2.2. 三大驱动因素助力定制衣柜行业快速发展.....	7
2.3. “索菲亚”, 行业第一品牌.....	8
3. 独特的经销商制度, 增强渠道粘性.....	10
3.1. 经销商享有区域唯一性, 品牌投资回报率高.....	10
3.2. 经销商店快速扩张, 可复制性高.....	11
4. 募投项目缓解产能瓶颈, 保障公司未来成长.....	12
4.1. 产能瓶颈得到有效解决.....	12
4.2. 外地生产基地助推产能增长.....	13
5. 原材料成本上涨, 可通过产品提价进行转移.....	13
6. 大宗用户订单是未来惊喜之作, 值得期待.....	14
7. 估值及盈利预测.....	15
7.1. 盈利预测: 未来3年主营销售复合增长率达42.3%.....	15
7.2. 估值与定价.....	16
7.2.1. 绝对估值: 每股价值97.8元.....	16
7.2.2. 相对估值: 6个月合理价格90元.....	17
8. 风险提示.....	17

## 图目录

图1 2006-2009年定制衣柜知名品牌的市场占有率变化情况.....	4
图2 2010年收入结构情况.....	4
图3 公司最近三年又一期销售收入情况.....	5
图4 公司最近三年又一期净利润情况.....	5
图5 最新公司股权结构.....	5
图6 家具行业销售额增速对比.....	6
图7 2005-2010年家具行业销售额.....	6
图8 木质家具行业产量情况.....	6
图9 定制衣柜市场容量预测.....	8
图10 定制、成品、手工衣柜分布预测.....	8
图11 2009年消费者年龄分布调查.....	8
图12 生产流程.....	9
图13 全国经销商店区域分布.....	11
图14 2010年经销商店销售额占比.....	11
图15 西南地区门店、及销售收入情况.....	11
图16 产值情况预测.....	13
图17 2010年原材料分布.....	13
图18 原材料中密度板成本上涨分析.....	13
图19 2009年全国重点城市入住精装修与毛坯房比例.....	14
图20 2010年主要品牌房地产企业产品装修比例.....	14

## 表目录

表 1	发行前后公司股权结构对比.....	5
表 2	定制衣柜 VS 成品衣柜、手工打制衣柜.....	7
表 3	定制衣柜行业六大品牌分类比较.....	9
表 4	经销商资格认定管理制度.....	10
表 5	定制衣柜及其配套定制家具详细.....	12
表 6	募集资金运用前后，公司产能变化情况.....	12
表 7	公司销售收入预测情况.....	15
表 8	EVA 估值表.....	16
表 9	OPFCF 估值表.....	16
表 10	可比公司估值表.....	17

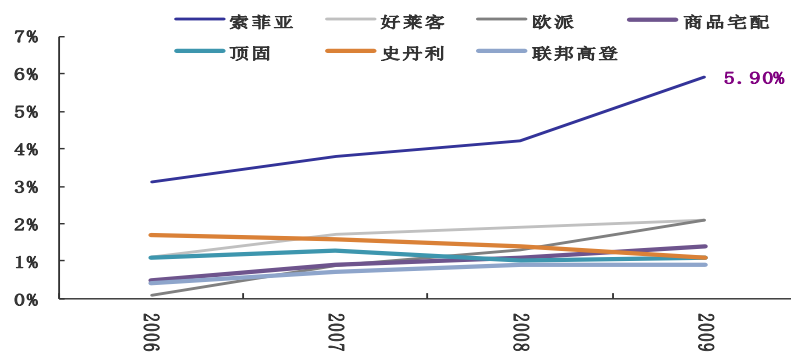
## 1. 公司概况

宁基股份，主要从事定制衣柜及配套定制家具的研发、生产和销售，旗下品牌“索菲亚”为国内定制衣柜第一品牌。2010年，公司被易居、新浪网、中国房产信息集团评选为“年度最值得推荐家居品牌”。

定制衣柜（又称整体衣柜），是把装饰装修行业手工打制衣柜的个性化解方案和家庭行业成品衣柜规模化、标准化生产的优势有效结合起来，通过运用信息技术和现代制造技术，集成创新的产品。随着我国居民生活水平与生活质量的提高，居民将开始注重家居环境的个性化设计及美化，因此定制衣柜将成为一种潮流，为家具行业开创一种全新的营销模式。

品牌处于行业第一名。截至2010年底，公司拥有直营专卖店4家，已发展经销商302家，经销商专卖店582家，拥有专业设计人员和服务人员超过2000名，形成覆盖全国一、二线城市和东部沿海地区三线、四线城市的销售网络格局。2009年市场占有率达到5.9%，高于第二名3.8个百分点，未来公司将积极开拓三、四线城市，形成拥有1000家经销商店与6家直营店的销售渠道市场，市场占有率有望加速，预计在2014年可达到12%。

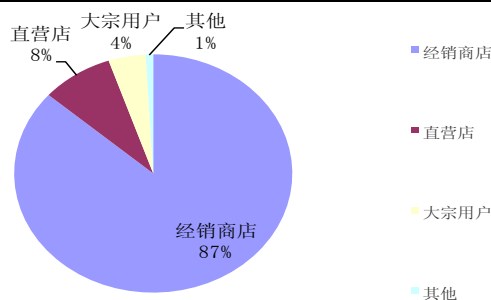
图1 2006-2009年定制衣柜知名品牌的市场占有率变化情况



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

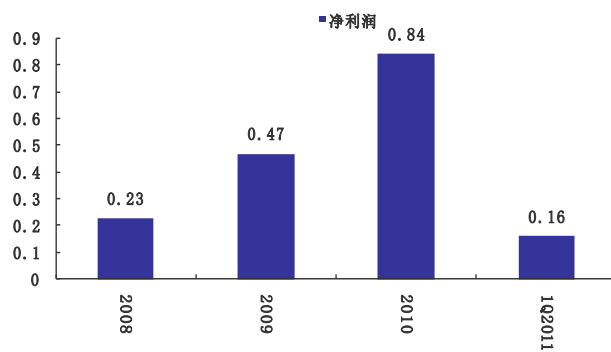
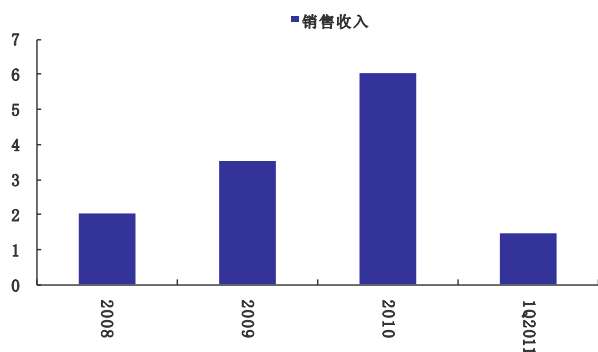
2010年公司销售额、净利润呈现快速增长。公司收入按照销售渠道模式不同，分为：经销商店、直营店、大宗用户业务三类。其中，经销商店销售收入占比历年来都高达80%以上，2008-2010年分别贡献销售额为1.75亿元、3.09亿元、5.19亿元，年复合增长率达到71.99%。公司2010年共实现销售收入6亿元，同比增长70%，净利润0.84亿元、同比增长79.1%，增长势头极为良好。

图2 2010年收入结构情况



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 3 公司最近三年又一期销售收入情况 单位: 亿元 图 4 公司最近三年又一期净利润情况 单位: 亿元



数据来源: wind, 安信证券研究中心

数据来源: wind, 安信证券研究中心

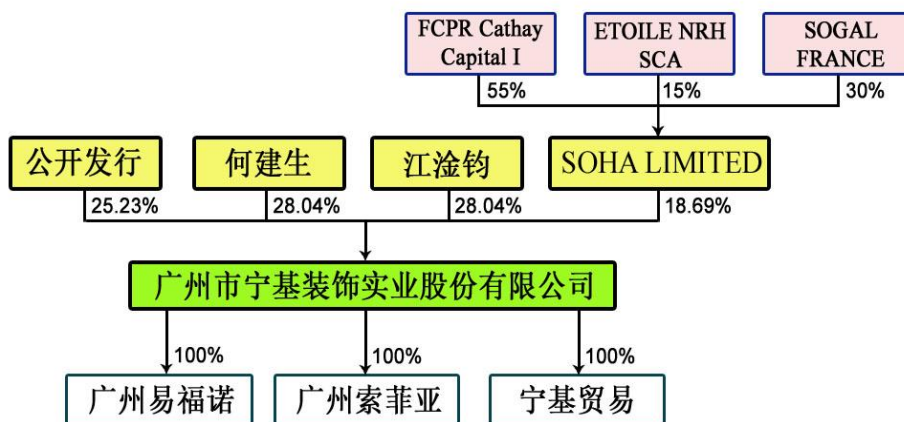
**公司股东介绍。**2003 年, 江淦钧、柯建生先生共同创立宁基有限, 各持股 50%。随着公司的快速发展, 2009 年引入外资股东 SOHA LIMITED, 占公司股份的 25%。本次 IPO 发行后, 三大股东的持股比例将转变为 28.04%、28.04%、18.69%, 其中江淦钧任公司董事长, 柯建生任总经理。

表 1 发行前后公司股权结构对比

股东	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	1500	37.50%	1500	28.04%
柯建生	1500	37.50%	1500	28.04%
SOHA LIMITED	1000	25.00%	1000	18.69%
本次发行的股份			1350	25.23%

数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图 5 最新公司股权结构



注: 2011 年一季度已收购广州易福诺公司剩余 30% 股份, 为 100% 控股;  
数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

## 2. 定制衣柜，增长潜力显现

### 2.1. 行业进入快速成长时期

市场消费增速显著。2010年，家具制造业完成工业总产值4487亿元，实现销售收入3793亿元，同比增长30.3%。在2005-2010年短短5年间，市场销售额从1337亿元增长到3793亿元，期间复合增长率达到23.19%，高于社会消费品零售总额的18.09%。未来，随着中国经济的快速发展、以及人民生活消费水平的日益提升，家具行业将加快扩张整合速度，使企业效益高效发展。业内预计，未来5年，家具行业产量将保持每年15%的增长速度，我们认为具有品牌优势的企业将在日益激励的市场竞争中脱颖而出。

图6 家具行业销售额增速对比

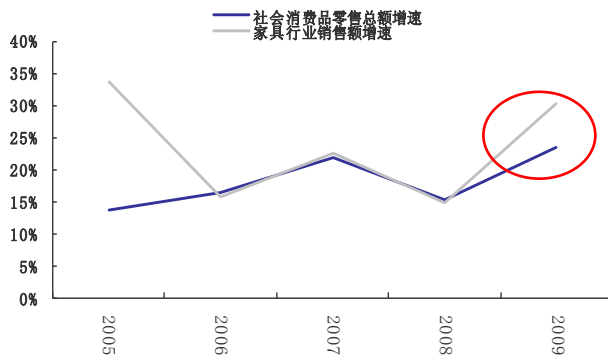
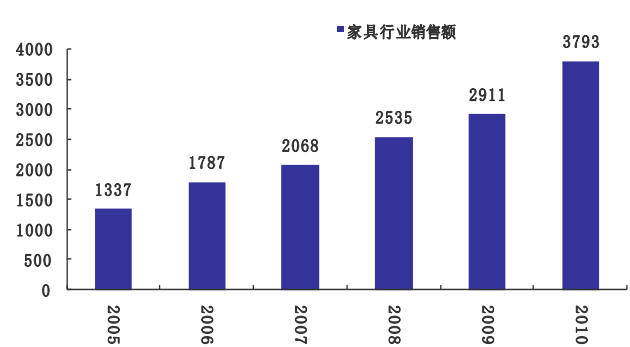


图7 2005-2010年家具行业销售额 单位：亿元

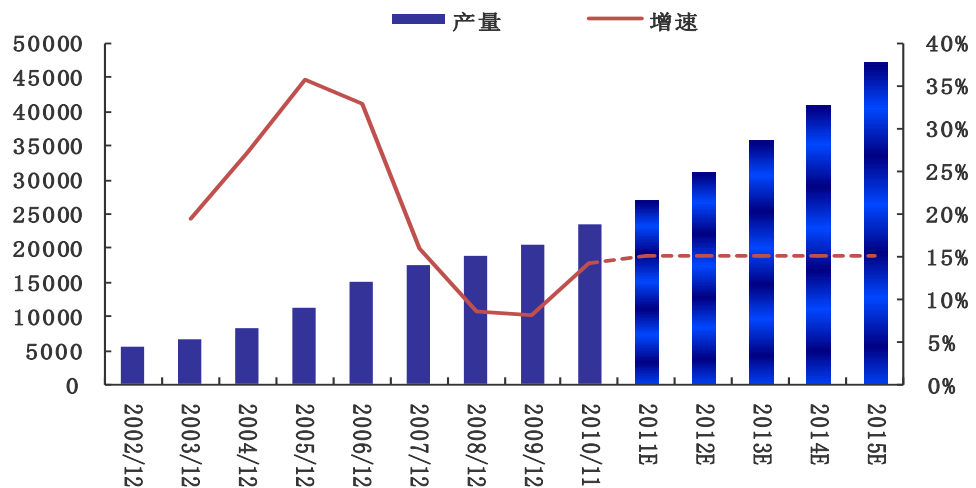


数据来源：中商情报网，安信证券研究中心

数据来源：中商情报网，安信证券研究中心

图8 木质家具行业产量情况

单位：万件



数据来源：wind，安信证券研究中心

## 2.2. 消费升级引领定制衣柜时代

### 2.2.1 定制衣柜 VS 成品衣柜 VS 手工打制衣柜

定制衣柜，以其个性化设计、100%空间利用、易于拆卸维护、及环保等优势，迅速得到市场认可。与手工打制衣柜相比，定制衣柜更具环保性，它一般采用中密度纤维板，双面利用三聚氰胺贴面纸通过机器贴面，可防潮、防蛀，其中一线品牌更是采用 E1 级的板材标准；而与成品衣柜相比，定制衣柜又更具人性化设计，可满足消费者对品种、样式、花色的不同搭配，使家居 DIY 模式得到充分体现。

表 2 定制衣柜 VS 成品衣柜、手工打制衣柜

	产品特点	原材料选择	消费者参与程度	产品设计模式	产品生产模式	产品安装服务	不足
定制衣柜	100%空间利用 个性化设计，量身定做 易于维护、拆卸	多样，中密度纤维板 三聚氰胺贴面纸 环保，可防虫、防蛀	与专业设计人员 共同参与设计	在经销商店 电脑上进行 个性化设计	标准化生产+柔 性化生产相结合 的复合生产模式	经销商店 专业人员 上门安装	产品专业安装性强
成品衣柜	美观，专业 品质稳定 可移动	标准板 环保 多样	不参与	工厂标准化 设计	工厂标准化设计	送货人员 简单组装	与现场环境不符 合，空间不能充分 利用
手工打制衣柜	可量身定做	大芯板 环保标准不易达到 不标准	参与设计	手工绘制	木工现场加工	现场安装	不环保，价格不透 明，品质不易控 制，难以拆卸

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

### 2.2.2 三大驱动因素助力定制衣柜行业快速发展

根据《中国人造板》杂志统计，2009 年定制、手工、成品衣柜三者市场占有率分别为 15%、35%、50%，成品衣柜独占半边天。但我们认为，未来定制衣柜的市场份额会因以下三方面而迅速提升，表现为：

**第一，小户型商品房消费者将快速激增。**随着房价的高企，未来小户型商品房将成为主流房型，这部分住房者将更加追求房屋的高效空间利用，最大化地发挥房屋空间功能。因此，定制衣柜的主要客户群体除原 90-150 平方米的住房家庭外，将快速激增小户型商品房消费者。

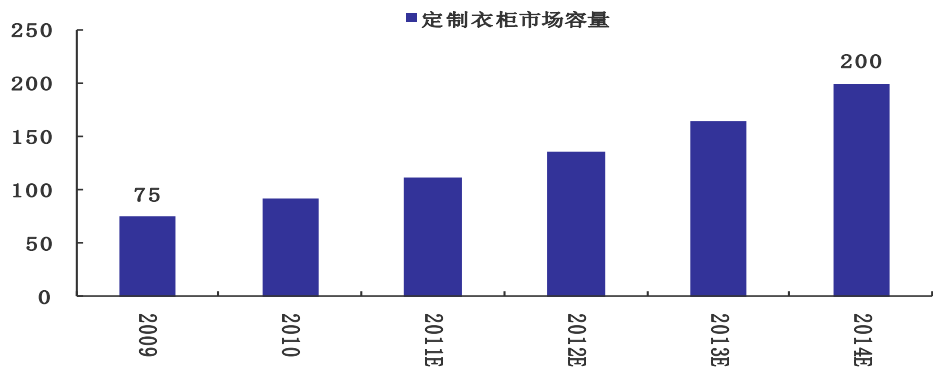
**第二，目前我国已进入“80 后”的婚育消费时代。**新一代年轻人对于时尚、独特设计的追求日益加剧，定制衣柜所带来的家具 DIY 模式正好为其带来全新的选择方向。根据《2009 年重点城市家居消费趋势研究报告》显示，家居消费群体的年龄结构比重主要集中在 25-35 岁之间，比例达到 61%，而该年龄段正是现阶段的婚育高峰周期。

**第三，定制衣柜将以环保优势，首先抢占手工打制衣柜市场。**根据我国 GB18580-2001 标准要求，“只有甲醛释放量符合 E1 标准的板材才可直接用于室内”。三类衣柜相比，定制与成品衣柜均通过国家验证，符合环保标准。相比之下，手工打制衣柜因采用木工现场加工的形式完成，没有统一的质量验证，所以包工头常选用大芯板为原材料以提高利润空间，而超标甲醛所带来的危害已被世界卫生组织确定为致癌和致畸形物质的潜在杀手。因此，随着消费者环保意识的加强，定制衣柜将以其相类似的功能首先抢占手工打制衣柜市场。

基于以上原因，我们认为小户型商品房消费者的激增、“80 后”婚育时代的启动、以及环保优势，将推动定制衣柜行业的快速发展。预计定制衣柜的市场容量将从 2009 年的 70-80 亿元发展到 2014 年的 200 亿元左右，市场份额也由 15% 提升至 40%，复合增长率达到 21.67%，快速抢占成品与手工打制衣柜市场。

图9 定制衣柜市场容量预测

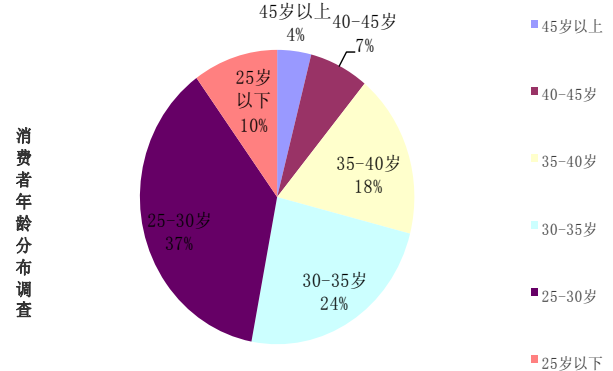
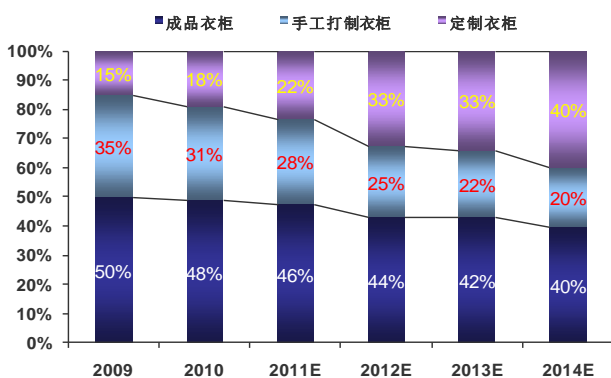
单位: 亿元



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图10 定制、成品、手工衣柜分布预测

图11 2009年消费者年龄分布调查



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

### 2.3. “索菲亚”，行业第一品牌

定制衣柜在我国发展不到 10 年，产品竞争趋向同质化，产品升级及模仿速度加快，因此品牌竞争成为公司成败的关键因素。而知名品牌的创立和形成需要企业长期的投入、建设、经营和积累，非一般企业轻易可以获得。我们将行业前六大品牌进行分类比较，认为索菲亚在品牌上具有以下优势：

- **品牌营销优势。**公司邀请著名影星舒淇小姐为品牌代言人，并在 2010 年投入 4100 万元用于品牌形象的推广活动。而除了公司本身的投入以外，各地经销商的品牌营销行为更为积极，去年各地合计投入达到 6000 万元。据了解，公司今年仍将持续投入品牌建设，预计费用为 6600 万元，主要用于央视投放、高速公路广告牌、互联网及瑞丽家居杂志等方面。
- **渠道优势。**公司今年将拥有 800 家经销商店、6 家直营店，共计 806 家。相比其他 5 个公司可知，无论是从单店面积还是从门店总量上讲，公司都占有相对优势，渠道的领先将为公司抢占市场提供先机。并且，索菲亚的单店投资额处于行业较高水平，我们认为正是这种高标准、高要求的品牌形象为经销商带来了更高的利润，而更高的利润又促使更多地投资者加盟索菲亚，如此良性的循环将为公司未来的快速增长增加动力。
- **生产优势。**公司目前采用“标准化+非标件”相结合的复合生产模式，其中“标准化生产”是指公司数据中心将各订单中的尺寸、花色一致的板件抽取出来，进行统一的采购、生产、发送；而“非标件的柔性化生产”是指把各订单中独有的、不可



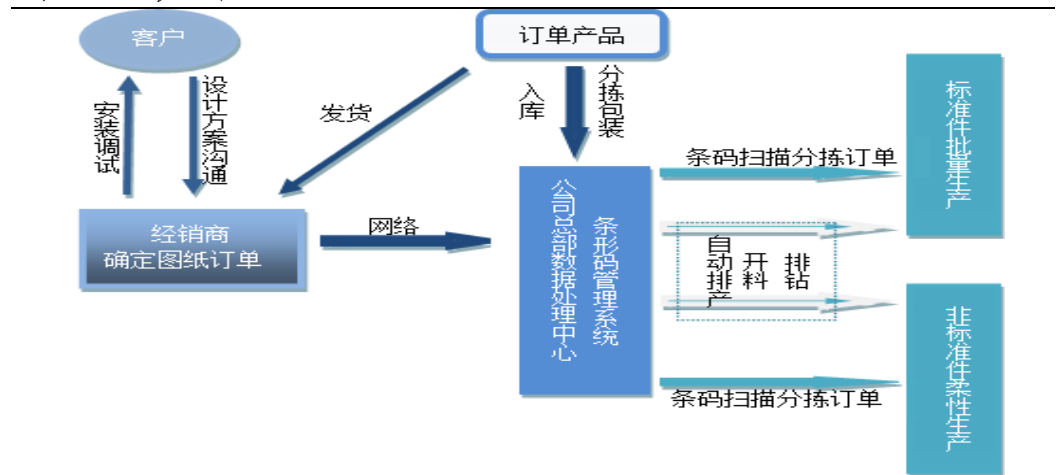
共用的板件，通过智能型生产线对各类需求做出生产环境的各式调整，以满足产品组合的完美与个性。以上两种生产模式的结合，可以有效降低生产成本，提高板材利用率，从而使公司在行业竞争中更具优势。

表 3 定制衣柜行业六大品牌分类比较

公司成立			现有门店数	品牌营销	加盟要求				2009年市场占有率
名称	时间	地点			渠道分类	市场级别	单店面积 (㎡)	单店投资额	
索菲亚	2003	广州市	800家经销商店，6家直营店	舒淇代言，全国性投放广告	经销商、直营店	全国城市	200起 (2009年开始)	60万元/店	5.9%
好莱客	暂无	广州市	500家	《交换空间》、《对话》等			暂无公开信息		2.1%
欧派	1994	广东省	近800家	蒋雯丽代言，全国性投放广告	加盟店	特级、一级城市 二级城市 三级城市 三级城市以下	250起 180起 120起 80起	15-50万元/店	2.1%
尚品宅配	2004	广州市	20家直营店，200家加盟店	暂无明显全国性广告	加盟店	一级城市 二级城市 三级城市	400起 350起 300起	暂无	1.4%
顶固	2002	中山市	标准化终端网点突破1000家	暂无明显全国性广告	形象店、专卖店、加盟店 (专区、专柜)	省会、重点城市 其他地区城市	100起 80起	暂无	1.1%
联邦高登	2004	佛山市	300家	暂无明显全国性广告	加盟店	特级城市 一级城市 二级城市 三级城市	300起 220起 200起 150起	15-50万元/店	0.9%

数据来源：各公司网站，安信证券研究中心

图 12 生产流程



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

### 3. 独特的经销商制度，增强渠道粘性

#### 3.1. 经销商享有区域唯一性，品牌投资回报率高

公司主营按销售渠道分为经销商店、直营店和大宗用户业务，其中经销商店所带来的销售收入占主营的 80%以上，对公司收入增长、品牌建立起决定性作用。正是由于这些因素，使得公司管理层在制订经销商管理制度上采用了独特的方式，规定“一个地区只能有一个经销商”。这样的管理制度，一方面大大地杜绝了同品牌产品在同一地区的恶性竞争，保证了“索菲亚”品牌客户美誉度；另一方面也大为增强经销商与公司之间的合作粘性，保持了经销商对公司极高的忠诚度。另外，公司对经销商的审核也十分严格。除了要求经销商对定制衣柜概念和公司品牌具有深刻的理解外，还需要保证每年完成销售指标的 80%，如两年低于 80%，那么原有经销商资格将被新经销商取代。

表 4 经销商资格认定管理制度

项目	要求	支持回馈
优质经销商	年度任务完成率100%以上，同比增长80%以上	公司给予促销价格折让、优先获得广告投放、区域扩张机会
进步经销商	年度任务完成率90%以上，同比增长50%以上	公司给予广告投放倾斜资格
合格经销商	年度任务完成率80%以上，无重大违约行为	在经销商承诺下一合同年度完成任务前提下，可续约，但不允许区域扩张
不合格经销商	年度任务完成率80%以下，或有违约行为	公司给予书面警告，要求经销商提出整改方案，可续约，但不允许区域扩张
撤销经销商	连续两年任务完成率80%以下，或有违约行为	公司进入撤销经销商程序，物色替换对象，进入经销商优化阶段

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

2009 年开始，公司规定新经销商门店面积必须在 200 平方米以上，若按此测算，一般情况下单个店面的投资额大约为 60 万元左右（不包括店面租金）。一线城市的门店大约在 3 个月左右实现盈亏平衡、1 年内回本；二、三线城市的门店大约在 6 个月左右实现盈亏平衡、2 年内回本。公司一般以终端售价的 5 折将产品批发给经销商，若以 2010 年单店年批发额 89 万为参考，当年经销商单店年销售收入则可达 178 万，再以直营店毛利率 53%、及经销商店毛利率 33%进行估算，我们认为经销商毛利率为 30%左右，毛利为 53 万元，即使再扣除各项费用，1-2 年内也能完全收回成本。因此，我们相信经销商店平均培育期缩短、单店盈利能力强都是增加“索菲亚”品牌吸引力的关键之处。

除此以外，公司对经销商还提供多方面支持。在经销商门店店铺位置选择上，公司根据多年经验发现，消费者对衣柜的选购时机往往发生在房屋装修设计时，因此将经销门店开在建材大卖场往往能取得更高的销售业绩。所以，公司在为经销商提供开店建议时，多数会建议其开设在建材大卖场，并且还会从总层面上与各建材大卖场签订协议，如果索菲亚品牌进驻，一定给予最佳店铺位置，使消费者能在第一时间接触索菲亚品牌。此举在实际操作中收到很好的实效，如开设在红星美凯龙连锁店里的经销商店，基本上每个月在公开销售榜单上都占据定制衣柜行业的第一名。公司还在 2006 年创办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专业培训，从而提高他们对品牌的认识。公司还不定期举办经销商大会，使不同区域的经销商有机会进行充分的交流，甚至在某些方面，优质经销商还会不断地帮助新进入者，形成互利共赢的良性竞争关系。

### 3.2. 经销商店快速扩张，可复制性高

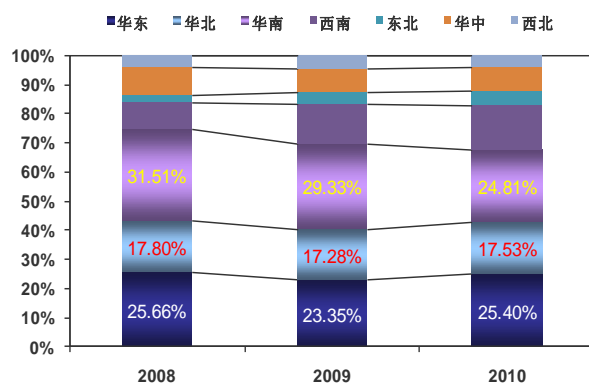
截至去年底，公司拥有经销商 302 家，经销商店 582 家，处于行业领先地位。从区域分布来看，公司过去几年积极布局一、二线城市市场，不断建立索菲亚在消费者心目中的品牌形象。其中，华东、华北、华南地区发展较快，按 2010 年统计，上述区域共计经销商店 145、137 和 85 家，其销售额占经销商店总量的 25.4%、17.53% 和 24.81%，位于公司前三甲地位。

图 13 全国经销商店区域分布



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 14 2010 年经销商店销售额占比

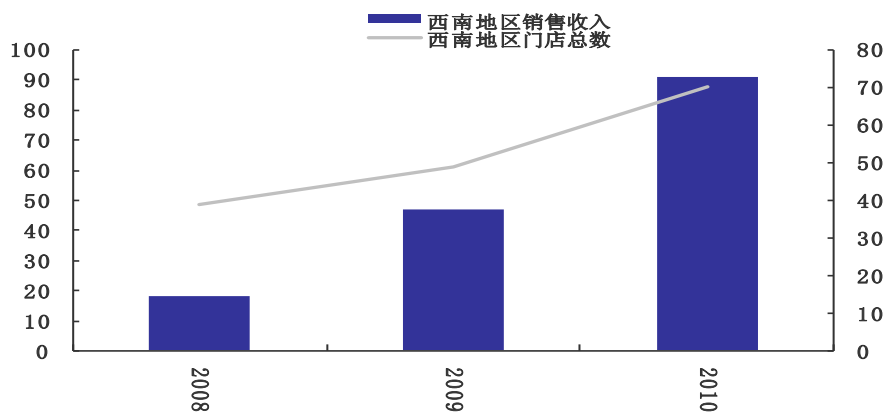


数据来源：公司资料，安信证券研究中心

**加速渠道下沉速度，拓展盈利增长动力。**2011 年，公司将新增经销商 99 名，经销商店 218 家，预计实现销售收入 8.31 亿元。而随着一、二线城市市场份额的饱和，公司未来将把经销商店的发展重心转移至三、四线城市，**原因在于：三、四线城市能为公司带来新的增长动力。**据了解，公司对全国经销商店产品拥有统一的定价权，并且严格规定对于当年的新产品在一年内不能进行任何折扣行为。我们认为三、四线城市的经销商会因相对便宜的租金、及人力成本，从而获取更高的盈利空间。以西南地区的经销商为例，我们发现该地区过去三年门店仅新增 32 家，但其销售额却由 2008 年的 1837.05 万元增长到 2010 年的 9078.22 万元，三年复合增长率高达 122.03%。因此，我们相信加快三、四线城市的门店布局战略，将对公司完善销售渠道，拓展盈利增长动力产生重大影响。

图 15 西南地区门店、及销售收入情况

单位：百万元



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

## 4. 募投项目缓解产能瓶颈，保障公司未来成长

### 4.1. 产能瓶颈得到有效解决

2008-2010年间，公司生产能力从160万平方米增加到390万平方米、复合增长率为34.58%，销量从1,365,449平方米增长到3,386,029平方米、复合增长率为35.35%，产能利用率按照公司两班制生产计算，年平均值始终保持在88%以上。而就在这么高的产能利用率基础上，我们从实体店了解到，目前公司仍面临产品供不应求的局面，甚至连广东地区经销商的产品订货周期也出现延长问题，没有办法保障15天左右交货的供货优势，产能约束已成为公司快速发展的重要瓶颈。

表5 定制衣柜及其配套定制家具详细 单位：平方米

项目	2008	2009	2010
生产能力	1,600,000	2,500,000	3,900,000
产量	1,426,384	2,315,866	3,368,623
产能利用率	89.15%	92.63%	86.37%
销量	1,365,449	2,292,975	3,386,029
产销率	95.73%	99.01%	100.52%
加权平均销售价格 (元/平方米)	115.84	109.5	122.6

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司IPO后，募集资金中的1.98亿元将用于投资“定制衣柜技术升级改造项目”，建设周期为24个月，主要用于建设更先进的生产线，提高产品的质量和附加值。按照原有产能计算，截至2009年底，公司总产值只有3.3亿元，募投项目完成后，将使公司产值提升至12亿元（剔除销售端影响因素），打破制约企业快速发展的产能瓶颈。其中，固定资产项目分三期完成：第一期，2010年7-12月，完成项目25%，新增产值2.7亿元（已于10年的销售额中反映）；第二期，2011年1-12月，完成项目75%，新增产值4亿元，合计10亿元；第三期，2012年1-6月，完成100%，新增产值2亿元，达到预定12亿元目标。我们假设，如果同样剔除销售终端的其他影响因素，预估产能被完全利用，那么到2012年末，公司销售收入将比10年的6亿元翻一倍，相当于再造一个宁基。

表6 募集资金运用前后，公司产能变化情况

项目	2009年产能	募投新增产能	募投达产后产能	产能增长幅度
中间产品 贴面板	0	380万张	380万张	
柜体	25万件	65万件	90万件	260%
终端产品 柜门	20万扇	50万扇	70万扇	250%
抽屉	53万件	137万件	190万件	258%
产值	3.3亿元	8.7亿元	12亿元	264%

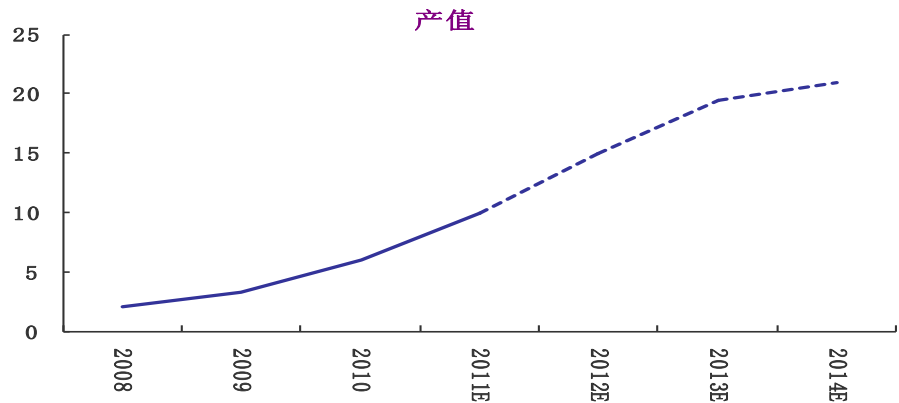
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2011年全年预计实现10亿元销售收入。截至五一假期，全国已接单达全年计划60%（相应销售收入需等出货后确认），在此前召开的经销商大会上，众多区域经销商对今年销售量持乐观态度，表示正常情况下均能完成年度任务。而对于定制衣柜行业，上半年属于行业淡季，一般只占到销售收入的1/3，下半年特别是四季度才属于行业旺季，一般能占到销售额的2/3。一季度公司已购买生产设备，待6月安装调试后正好赶上四季度销售旺季，保障全年产品供给。因此我们认为，等“十一”黄金周销售订单确认后，全年实现9-10亿元的销售收入预测较为确定。

### 4.2. 外地生产基地助推产能增长

**外地生产基地扩建已提上日程。**根据公司预期,将在未来三年冲击 15 亿元销售收入,而广州生产基地只能给予 12 亿元产值(按两班制测算)。因此,公司按照需求配置,未来可能将在成都建设第一个外地生产基地,以支持西部大区经销商,从而降低运输成本以及提高出货效率,使更多地区的消费者能享受 15 日左右的提货服务(原有速度为 1 个月左右,但已比同行 1.5-2 个月的出货速度快),以增强消费者对索菲亚品牌的信心。另外,公司还会根据每季的订单情况,确定在北京、杭州(或上海)再建两个生产基地的时间,以提高供货速度,加快周转。我们认为,如果三个生产基地都如期建好,将贡献产值达 9 亿元,提升总额 75%,实现总产值 21 亿元。

图 16 产值情况预测

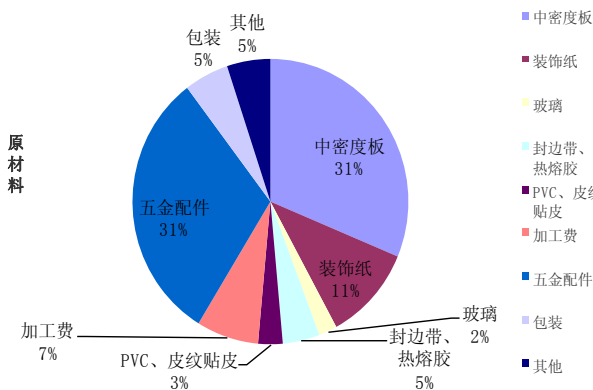


数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

### 5. 原材料成本上涨, 可通过产品提价进行转移

公司主要原材料是中密度板(适用标准件生产)和五金配件(适用非标件生产),两者大概各占成本的 30%左右。未来中密度板涨价预期较强,幅度将在 20%左右。按此计算,若保持营业利润不变,板材价格每上涨 5%,营业收入需要提升 2%左右,终端售价则只需提高 1%(经销商价格为批发价的一倍)。因此,经销商只需提升 4 个百分点即可消除原材料涨价因素。若以 2010 年终端产品提价 5%来看,成本上涨完全可能通过提价来化解,并且我们也不排除未来公司将会有提价可能。

图 17 2010 年原材料分布



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图 18 原材料中密度板成本上涨分析 单位: 百万元

板材成本上涨幅度	单位: 百万元				
	5%	10%	15%	20%	25%
板材成本上涨额度	631.96	651.85	671.74	691.64	711.53
假设营业利润保持不变	385.19	385.19	385.19	385.19	385.19
新营业收入	1017.15	1037.04	1056.93	1076.83	1096.72
原营业收入	1000.26	1000.26	1000.26	1000.26	1000.26
营业收入提高幅度	1.69%	3.68%	5.67%	7.65%	9.64%

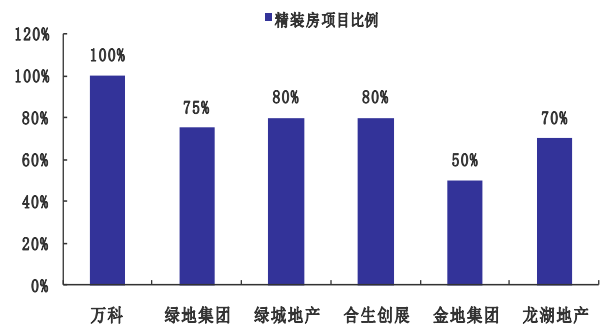
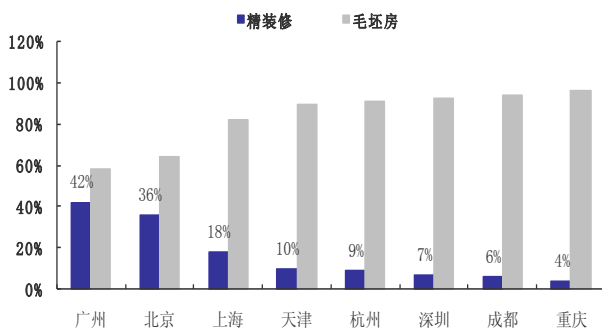
数据来源: 安信证券研究中心

从 2010 年销售额统计情况来看，提价对当年的销售收入几乎没有影响。以门板销售作为例子，中端门板价格是 1000 元/平方米，如果提价 5%，即 1050 元/平方米，相对中高端追求品牌设计的消费者而言，价格敏感系数相对较低。并且在一般情况下，经销商对商品销售都有折扣价，经销商只需缩小折扣幅度，即可覆盖原材料上涨带来的冲击。

## 6. 大宗用户订单是未来惊喜之作，值得期待

大宗用户业务，是指公司与大型房地产商合作，为其精装修项目提供定制衣柜配套的业务。目前，精装修房在我国的普及率还不是很高，除了广州、北京、上海三个城市以外，其他城市的比例还没超过 10%，而欧美等发达国家已实现民用住宅的全面精装修。同时，根据 08 年住房与城乡建设部颁布的 133 号文件《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》显示，“要求各地制定出台相关扶持政策，引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式。各地逐步达到取消毛坯房，直接向消费者提供全装修成品房的目标”。因此，未来随着我国房地产市场的可持续发展，精装修领域将成为行业新的竞争点。

图 19 2009 年全国重点城市入住精装修与毛坯房比例 图 20 2010 年主要品牌房地产企业产品装修比例



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

数据来源：中国房地产指数系统，安信证券研究中心

**公司将积极开展大宗业务领域。**公司 2008 年开始建立大宗用户部，期间收入分别为 731.41 万元、1299.02 万元、3599.90 万元，占总收入 3.65%、3.68%、4.33%。虽然目前看来此类销售渠道还不是公司主营产品，但从 2009 和 2010 年大宗用户业务收入看，同比增长为 77.6%和 100.14%，3 年复合增长率达到 88.54%，高于经销商店的 71.99%与直营店的 68.6%。实际上，过去几年大宗用户业务由于所需资金量较大，其发展是受到制约的。本次募集资金后，公司除去 2.3 亿元的募集项目，还剩余 9 亿元超募资金，我们认为足以对大宗业务的升级化发展提供资金保障。一季度公司已接订单超过 500 万，与保利、城建等房地产商签订合作协议，预计今年该业务将会达到 3-5 千万元收入。同时，公司正在与某大型房地产商积极洽谈一个全国性的精装修房开发业务，如果能顺利签约，未来预期将对公司带来 3 个亿的收入，是一个可期待的巨大惊喜之作。此外，随着定制衣柜市场饱和程度的提高，公司未来还将着重发展室内配套产品。

## 7. 估值及盈利预测

### 7.1. 盈利预测：未来 3 年主营销售复合增长率达 42.3%

综合以上分析，我们认为定制衣柜行业经过过去几年的发展，目前已进入行业快速扩张期，加上未来公司对“索菲亚”品牌形象的持续巩固、以及经销商渠道的下沉，三大因素将给公司快速成长带来动力。在此基础上，我们预计 2011-2013 年，公司主营将实现销售收入分别为 9.9 亿元、14.85 亿元及 20.05 亿元，复合增长率为 42.3%。

表 7 公司销售收入预测情况

单位：百万元

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
	销售额	175.37	309.96	518.79	831.33	1234.96	1664.71
	增速		76.75%	67.37%	60.24%	48.55%	34.80%
	占比	87.54%	87.81%	86.44%	83.95%	83.14%	83.02%
经销商店	门店数量	361	428	582	800	1000	1200
	增速		18.56%	35.98%	37.46%	25.00%	20.00%
	单店平均销售额	0.49	0.72	0.89	1.04	1.23	1.39
	增速		49.08%	23.09%	16.58%	18.84%	12.55%
	销售额	17.65	30.05	50.18	99.03	138.14	180.47
	增速		70.24%	66.97%	97.34%	39.50%	30.64%
	占比	8.81%	8.51%	8.36%	10.00%	9.30%	9.00%
直营店	门店数量	3	3	4	6	6	6
	增速			33.33%	50.00%		
	单店平均销售额	5.88	10.02	12.54	16.50	23.02	30.08
	增速		70.24%	25.22%	31.56%	39.50%	30.64%
大宗用户	销售额	7.31	12.99	26.00	50.00	90.00	130.00
	增速		77.60%	100.14%	92.32%	80.00%	44.44%
	占比	3.65%	3.68%	4.33%	5.05%	6.06%	6.48%
易福诺木业	销售额	0.00	0.00	5.20	9.90	22.28	30.08
	增速				90%	125%	35%
	占比	0.00%	0.00%	0.87%	1.00%	1.50%	1.50%

数据来源：安信证券研究中心

## 7.2. 估值与定价

### 7.2.1 绝对估值：每股价值 97.8 元

前提假设：无风险利率 3%，风险溢价 8%，行业 Beta 值=1，WACC=9.97%；Ke=10，半显性期增长率 5%，永续增长率 2%。

EVA、OPFCF 分别对应的每股权益价值是 94.31 元、101.29 元，均值为 97.8 元。

表 8 EVA 估值表

EVA 估值			主要假设				
显性预测	658.2	17.5%	无风险利率	3.00%			
半显性预测	1,303.2	34.7%	风险溢价	8.00%			
永续价值	1,794.1	47.8%	β 系数	1.00			
<b>经济利润附加值</b>	<b>3,755.5</b>	<b>100.0%</b>	Rm	11.00%			
加:投入资本和非营业资产	1,310.1		Ke	11.00%			
<b>企业价值</b>	<b>5,065.6</b>		Kd	6.00%			
减:付息债务	20.0		D/DE	0.47%			
减:少数股东权益	-		E/DE	99.53%			
<b>权益价值</b>	<b>5,045.6</b>		WACC	10.97%			
总股本	53.5		半显性期增长	5.00%			
<b>每股权益价值</b>	<b>94.31</b>		永续增长率	2.00%			
股价	78.90						
WACC		永续增长率					
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%		80.85	83.10	85.79	89.09	93.20	98.50
11.00%		87.43	90.39	94.02	98.55	104.37	112.14
10.00%		95.45	99.44	104.43	110.84	119.39	131.36
9.00%		105.41	110.90	117.97	127.39	140.58	160.36
8.00%		118.05	125.84	136.23	150.78	172.60	208.97
7.00%		134.54	146.01	162.07	186.16	226.30	306.59
6.00%		156.84	174.59	201.20	245.56	334.27	600.41

数据来源：wind，安信证券研究中心

表 9 OPFCF 估值表

公司OPFCF估值			主要假设				
显性预测	388.7	9.2%	无风险利率	3.00%			
半显性预测	1,640.6	39.0%	风险溢价	8.00%			
永续价值	2,178.8	51.8%	β 系数	1.00			
<b>经营价值</b>	<b>4,208.1</b>	<b>100.0%</b>	Rm	11.00%			
加:非营业资产	1,231.0		Ke	11.00%			
<b>企业价值</b>	<b>5,439.1</b>		Kd	6.00%			
减:付息债务	20.0		D/DE	0.47%			
减:少数股东权益	-		E/DE	99.53%			
<b>权益价值</b>	<b>5,419.1</b>		WACC	10.97%			
总股本	53.5		半显性期增长	5.00%			
<b>每股权益价值</b>	<b>101.29</b>		永续增长率	2.00%			
股价	78.90						
WACC		永续增长率					
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%		86.20	88.36	90.96	94.12	98.08	103.18
11.00%		94.43	97.36	100.94	105.41	111.15	118.82
10.00%		104.48	108.52	113.57	120.06	128.71	140.83
9.00%		116.99	122.69	130.02	139.79	153.47	173.99
8.00%		132.88	141.16	152.20	167.66	190.84	229.49
7.00%		153.64	166.12	183.59	209.79	253.47	340.82
6.00%		181.74	201.50	231.12	280.50	379.26	675.54

数据来源：wind，安信证券研究中心



### 7.2.2 相对估值：6个月合理价格90元

**品牌效应可提升估值溢价。**我们认为公司的快速增长除了得益于子行业的蓬勃发展以外，还主要受益于公司品牌形象的建立，这使得公司在行业整合中具有溢价优势，而本次 IPO 募集资金又为公司发展进一步提速，预计 2011-2013 年，EPS 分别为 2.87 元、4.35 元和 5.76 元，对应 PE 为 27、18、13 倍。考虑公司的品牌竞争优势，以及行业龙头地位，我们认为 6 个月目标价为 90 元，对应 PE 为 31 倍，给予“买入-A”的投资评级。

表 10 可比公司盈利预测和估值表

公司代码	公司名称	股价	市值	净利润			EPS			PE		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002572	宁基股份	75.00	4,012.50	153.53	232.58	308.23	2.87	4.35	5.76	26	17	13
600978	宜华木业	5.92	6,823.76	382.26	483.50	418.00	0.33	0.42	0.36	18	14	16
600337	美克股份	11.74	7,427.67	208.48	315.52	395.50	0.33	0.50	0.63	36	24	19
002043	兔宝宝	9.90	1,811.70	48.43	91.66	165.72	0.26	0.50	0.91	37	20	11
399005	中小板指	6,012.85								29		

数据来源：wind，安信证券研究中心

## 8. 风险提示

2010 年 4 月，国家开始对房地产市场进行严格调控，同时随着年初限购令的实施，房地产市场对家具行业的冲击令市场担忧。但是我们认为房地产市场调控的是投资需求，对刚性需求并没有进行压制。由此，我们相信，房地产市场的政策调控对家具行业冲击有限，具有品牌溢价能力的龙头企业将有可能反受益于刚性需求购房者的青睐。但是，如果政府对房地产的调控持续进行，进而扼杀掉原有的购买需求，可能会对家具行业形成有力冲击。

定制衣柜行业目前集中度仍然较低，虽然公司具有品牌溢价能力，但是如果行业竞争继续加大，或者新增更多竞争者，或许会导致价格下挫，从而导致盈利低于预期。公司经销商及产能扩张迅速，如果市场容量增长低于此前预期，或市场占有率开拓达不到既定目标，会引起新增产能不能及时消化、产能利用率不断下降的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-4-13
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>											
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						
<b>营业利润</b>	<b>56.1</b>	<b>100.3</b>	<b>180.6</b>	<b>310.1</b>	<b>411.0</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-0.0	1.4	-	-	-	毛利率	30.2%	36.5%	38.8%	39.3%	37.8%
<b>利润总额</b>	<b>56.1</b>	<b>101.7</b>	<b>180.6</b>	<b>310.1</b>	<b>411.0</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>46.9</b>	<b>84.0</b>	<b>153.5</b>	<b>232.6</b>	<b>308.2</b>	EBITDA/营业收入	17.7%	18.1%	20.7%	23.3%	23.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	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	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	67	47	51	57	53
应收帐款	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	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
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	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>170.0</b>	<b>311.3</b>	<b>1,705.1</b>	<b>2,007.5</b>	<b>2,407.2</b>	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	<b>偿债能力</b>					
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
<b>负债总额</b>	<b>55.6</b>	<b>124.4</b>	<b>203.7</b>	<b>273.5</b>	<b>365.0</b>	利息保障倍数	54.15	93.25	-15.13	-13.25	-15.39
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
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%
<b>股东权益</b>	<b>114.4</b>	<b>186.9</b>	<b>1,501.4</b>	<b>1,734.0</b>	<b>2,042.2</b>	股息收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
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)	90.0	50.2	27.5	18.1	13.7
公允价值变动损失	1.0	-	-	-	-	PB(X)	36.9	22.6	2.8	2.4	2.1
财务费用	-	1.1	-11.2	-21.8	-25.1	P/FCF	-983.9	38.0	-62.3	36.8	21.9
投资收益	-1.6	-1.7	-1.4	-1.5	-1.5	P/S	11.9	7.0	4.2	2.8	2.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	14.5	8.3	5.7
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%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>49.7</b>	<b>100.8</b>	<b>215.9</b>	<b>285.3</b>	<b>384.1</b>	PEG	1.3	0.9	0.8	0.8	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-34.4</b>	<b>-19.5</b>	<b>-156.4</b>	<b>-127.2</b>	<b>-148.5</b>	ROIC/WACC	9.7	10.2	17.3	6.8	6.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>4.3</b>	<b>12.7</b>	<b>1,165.2</b>	<b>21.8</b>	<b>25.1</b>	REP	-	-	0.6	1.0	0.8

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

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	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@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	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@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: 200122

### 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