

宁基股份 (002572.SZ) 室内家具行业

评级: 买入 首次评级

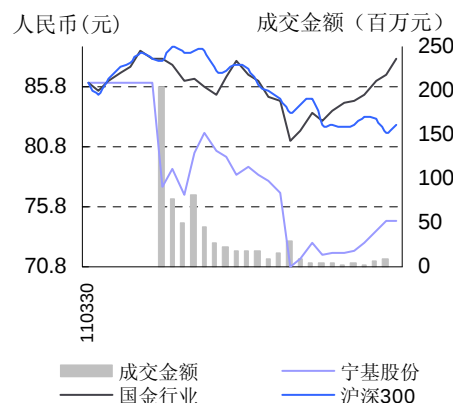
公司研究

市价(人民币): 74.70 元
 目标(人民币): 97.00-117.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	10.80
总市值(百万元)	3,996.45
年内股价最高最低(元)	86.00/70.80
沪深 300 指数	3128.09
中小板指数	6764.70



公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.172	2.101	2.715	4.050	5.381
每股净资产(元)	2.86	4.67	26.50	30.31	35.69
每股经营性现金流(元)	1.24	2.52	3.40	4.66	6.11
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	35.18	35.18	35.18	35.18	35.18
净利润增长率(%)	106.66%	79.20%	72.84%	49.15%	32.88%
净资产收益率(%)	40.98%	44.97%	10.24%	13.36%	15.08%
总股本(百万股)	40.00	40.00	53.50	53.50	53.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是一个品牌零售企业, 成长性好:** 公司是国内定制衣柜的龙头企业, 其产品品牌索菲亚衣柜是行业内强势品牌, 公司拥有行业内最多的零售渠道, 公司未来三年年均复合增长 36%。
- **定制衣柜正处于成长期, 未来 5 年行业容量增长四倍:** 定制衣柜是近十年欧美传入中国的, 其市场迅速成长。定制衣柜市场的高成长性源自地产带动的家具行业增长以及其对传统的打制衣柜和成品衣柜的替代。
- **公司在行业内具有较强的先发优势, 会是行业的胜利者:** 产品的歧异、规模经济和获得分销渠道是定制衣柜行业竞争的壁垒所在, 而公司在品牌、规模以及销售渠道三个方面都是行业内领先的。率先上市后, 强大的资金实力使得公司能够更加强化自身的先发优势, 强者将更强。

投资建议

- 我们认为定制衣柜行业能够获得长期快速的的增长, 看好索菲亚衣柜在行业增长中的表现; 我们不仅认为公司在未来三年能够获得较快的成长, 我们也相信在定制衣柜市场扩大的同时, 公司能够成为长期的胜者, 获得长期的发展。我们认为公司具有长期投资价值, 建议“买入”。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 97-117 元目标价位, 相当于 2010 年 36-43 倍 PE, 2011 年 23-28 倍 PE。

风险

- 房地产市场波动会给公司带来影响, 未来体量较大的成品家具厂商加入定制衣柜市场将加大竞争。

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016
 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

内容目录

新公司，新行业.....	4
定制衣柜行业发展潜力巨大.....	4
什么是定制衣柜.....	4
定制衣柜是衣柜行业发展的方向	5
定制衣柜的市场规模	6
拉动定制衣柜增长的动力：衣柜行业增长+替代.....	7
小荷已露尖尖角.....	9
公司已是是行业中的领头羊.....	9
公司拥有先发优势	10
公司未来的发展方向	12
公司盈利预测及估值	12
公司基本情况	12
盈利预测及估值.....	14
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：索菲亚定制衣柜	4
图表 2：A 股市场家具企业比较.....	4
图表 3：公司产品-定制衣柜	5
图表 4：公司产品-步入室衣帽间	5
图表 5：公司产品-卧室系列	5
图表 6：公司产品-书房系列	5
图表 7：四种典型生产方式的主要特点比较.....	5
图表 8：大批量定制和大批量生产比较表.....	6
图表 9：打制衣柜、成品衣柜和定制衣柜的比较	6
图表 10：衣柜市场、定制衣柜市场规模（亿元）	7
图表 11：我国整体橱柜市场容量变化（万套）	7
图表 12：我国商品房销售面积（万平方米）	8
图表 13：我国城镇化率（%）	8
图表 14：90 平米以下房地产开发累计投资额（亿元）	8
图表 15：我国精装房才刚起步	8
图表 16：衣柜结构的变化	8
图表 17：索菲亚市场占有第一	9
图表 18：索菲亚索菲亚是消费者认可度最高的品牌.....	9
图表 19：定制衣柜行业优秀公司近几年销售增长迅速	9

图表 20: 公司渠道快速发展.....	10
图表 21: 不同渠道毛利率%	10
图表 22: 公司生产流程	11
图表 23: 两个样本专卖店盈利情况	11
图表 24: 主要竞争对手情况	12
图表 25: 发行前后公司股权变化	12
图表 26: 公司组织结构图	13
图表 27: 定制衣柜占 公司销售和利润的比重变化	13
图表 28: 公司募投项目	14
图表 29: 募投项目投产后公司产能增长.....	14
图表 30: 公司定制衣柜成本结构	14
图表 31: 一些假设	14
图表 32: 分产品销售预测表.....	15
图表 33: DCF 估值	16
图表 34: 可比公司的估值	16

新公司，新行业

- 宁基股份虽然是一个新上市的 A 股公司，不过它的产品——索菲亚衣柜知名度很高。
- 公司属于室内家具制造业，从事的是细分子行业定制衣柜业务；
- 索菲亚衣柜是定制衣柜的龙头，索菲亚品牌是定制衣柜行业的强势品牌，索菲亚的专卖店遍布全国；
- 公司是一个品牌零售企业。

图表1：索菲亚定制衣柜



来源：国金证券研究所

- 在目前的 A 股市场中没有与公司业务相同的，最相似的是美克股份。两者都是品牌零售企业，建立了自己的品牌和渠道，不同在于美克所从事的是成品家具生产，公司是定制衣柜的龙头，定制衣柜子行业的增速显著高于成品家具行业。

图表2：A 股市场家具企业比较

公司名称	代码	所属行业	细分行业	行业增长驱动因素	细分行业增长速度	销售市场	销售模式
美克股份	600337	家具制造	成品家具	装修需求	同于家具行业增长速度	内销+外销	内销有品牌，自营店模式
宜华木业	600978	家具制造	成品家具	装修需求	同于家具行业增长速度	外销为主	代工
浙江永强	002489	家具制造	户外家具	休闲需求	高于家具行业增长速度	外销为主	代工
宁基股份	002572	家具制造	定制衣柜	装修需求+替代	高于家具行业增长速度	内销为主	有品牌，加盟店模式

来源：国金证券研究所

定制衣柜行业发展潜力巨大

什么是定制衣柜

- 按照加工制造流程划分，衣柜可以分为成品衣柜、手工打制衣柜和定制衣柜。定制衣柜，也叫“整体衣柜”，指根据消费者的个性化需求进行量身定做的衣柜，把装修行业手工打制衣柜的个性化和家具行业成品衣柜规模

化、标准化生产的优势结合，通过信息技术和现代制造技术集成创新的产品。

图表3：公司产品-定制衣柜



来源：国金证券研究所

图表4：公司产品-步入室衣帽间



图表5：公司产品-卧室系列



来源：国金证券研究所

图表6：公司产品-书房系列



定制衣柜是衣柜行业发展的方向

- 随着经济的发展，整个制造业的生产方式正在由以前的成本主导转向需求、服务主导，而信息技术的进步逐步使这一变化成为可能。

图表7：四种典型生产方式的主要特点比较

	手工生产	大批量生产	大批量定制	服务型制造
市场特征	需求量小	需求量大	个性化、多样化	个性化、实时性
产品类型	不标准	标准	标准与定制结合	标准与定制结合
同类产品产量	小量	大量	少量	少量
价值定向	技能	产品	产品、顾客	服务增值
制造战略重点	产品形式	低成本	低成本、灵活	服务形式
动因、手段	手工	机器	人力发挥、组织创新、需求多元化	主动性服务、以人为中心
组织形式	作坊	集权、等级化	精简企业、相对自主的动态网络化组织等	不确定性动态拓扑关系网络结构

来源：国金证券研究所

图8：大批量定制和大批量生产比较表

	大批量生产	大批量定制
目的	以批量生产的低成本、开发、生产、销售、交付产品和服务	多元化和定制化的产品与服务，客户能买得起自己定制的产品
战略	成本领先战略，通过降低生产成本，提高生产效率取得竞争优势	差异化战略，通过快速反应，提供个性化产品以获得竞争优势
经营策略	企业造什么就卖什么	顾客要什么就生产什么
生产方式	大批量、少品种、预测型、集中化	小批量、多品种、定制型、分散化
产品生命周期	产品单一、开发周期长、生命周期长，设备专用	产品随顾客需求而变化，开发周期短，生命周期短，柔性设备
产品及观念	标准化产品和服务，强调产品性能价格比	定制的产品和个性化的服务，强调产品的性能价值比
供应链	以制造为中心	以客户增益为中心
与客户关系	客户处于被动状态，难以参与	企业和客户达到高效协调
市场及需求特征	庞大统一的市场、稳定的需求	分散细化的市场、动态的需求
利润模式	通过规模效益获得利润	通过对满足客户个性化需求的不同产品实行差别定价实现利润最大化
企业生存基础	企业以产品质量为生命线	企业以全面服务为生命线
适应范围	需求稳定的统一市场	需求不确定的分散市场

来源：国金证券研究所

- 定制衣柜相对于打制衣柜和成品衣柜具有明显的优势，是衣柜行业的发展方向。
- 从衣柜发展历史来看，我国的衣柜发展从最早的打制衣柜转向成品衣柜，近十年定制衣柜开始出现。打制衣柜转向成品衣柜反映的是生产工业化的过程，而定制衣柜的出现则是体现了人民生活水平的提高在工业化产品的基础上追求个性化的需求的趋势。

图9：打制衣柜、成品衣柜和定制衣柜的比较

	打制衣柜	成品衣柜	定制衣柜
生产比较	现场打制；无法规模化生产，效率低	标准化生产，效率高	标准化组件+非标组件；规模化生产大部分的标准化组件，柔性化生产非标组件，效率高
产品优劣比较	木工工艺和设备专业化不足，质量无法保障；没有售后服务；现场施工噪音、气体影响，安装后需要一段时间才能入住；空间利用率高	难以满足消费者个性化需求；专业生产，质量有保障；空间利用率不高	规模化生产大部分的标准化组件，柔性化生产非标组件，能够满足大部分个性化的需求；专业生产，质量有保障；个性化设计，客户需求满足度高；空间利用率高
销售模式比较	现场销售；定金，装修后验收后收款	家具卖场、专卖店等渠道销售；卖出收款，占用资金	家具卖场、专卖店等渠道销售；定金，款到发货，资金占用较小
价格比较	三种形式的衣柜，我们假设在选用相同材料的情况下，价格相差不大，现实中打制家具价格有时较低主要是材料原因		

来源：国金证券研究所

定制衣柜的市场规模

- 我国衣柜市场 2009 年市场规模 800 亿（以零售价格计算）左右，假设出厂价是零售价的 60%，因此对于衣柜生产企业 2009 年该市场规模在 480 亿左右。其中成品衣柜、打制衣柜和定制衣柜的占比约为 50%、35%和 15%，2009 年定制衣柜市场规模在 72 亿左右。
- 定制衣柜市场增速我们认为未来五年年均增长超过 30%，按照 30%的年均增长计算 2015 年行业的市场规模 350 亿左右，是 2009 年五倍。

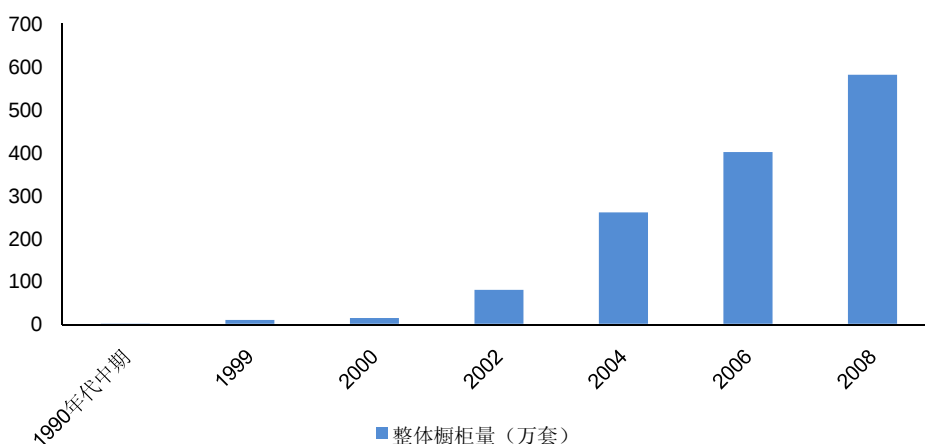
图表10：衣柜市场、定制衣柜市场规模（亿元）

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	备注
市场容量（以零售价格计算）	800							
市场容量（以出厂价格计算）	480	528	581	639	703	773	850	假设出厂价是零售价的60%
增速假设		10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
成品衣柜	240							占衣柜市场的50%
打制衣柜	168							占衣柜市场的35%
定制衣柜	72	94	122	158	206	267	348	占衣柜市场的15%
增速假设		30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	
定制衣柜占比变化	15.00%	17.73%	20.95%	24.76%	29.26%	34.58%	40.87%	

来源：招股书、网络整理

- 我国家具市场增速 10%—20%左右，我们假设未来衣柜市场行业增速 10%，定制家具增速 30%，五年后定制衣柜占整个衣柜行业的 40%，这一比重在欧美地区是 73%。
- 参考我国的整体橱柜市场；我国的整体橱柜和整体衣柜具有可比性，都是从欧美传入，不过橱柜市场在 1990 年代初传入我国，而整体衣柜近十年在国内发展。2008 年我国整体橱柜市场容量 580 万套（我国城市居民家庭整体厨房拥有率 7%，欧美发达国家的平均水平 35%）。如果整体衣柜按照 600 万套计算，假设平均出厂售价 10000 万元，整体市场规模将达到 600 亿元。因此我们认为国内整体衣柜市场发展空间很大，行业还处于高速发展的时期。

图表11：我国整体橱柜市场容量变化（万套）

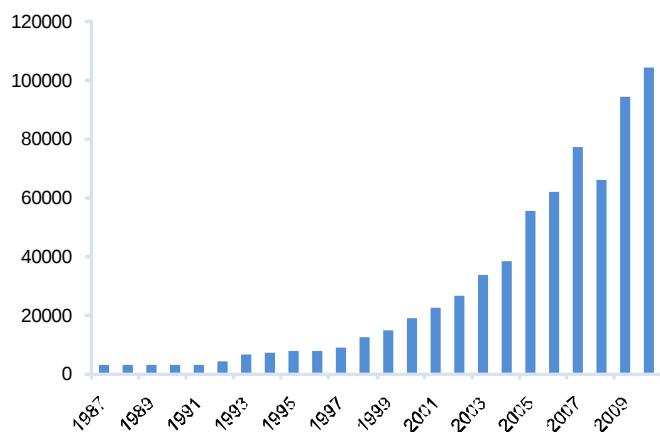


来源：国金证券研究所

拉动定制衣柜增长的动力：衣柜行业增长+替代

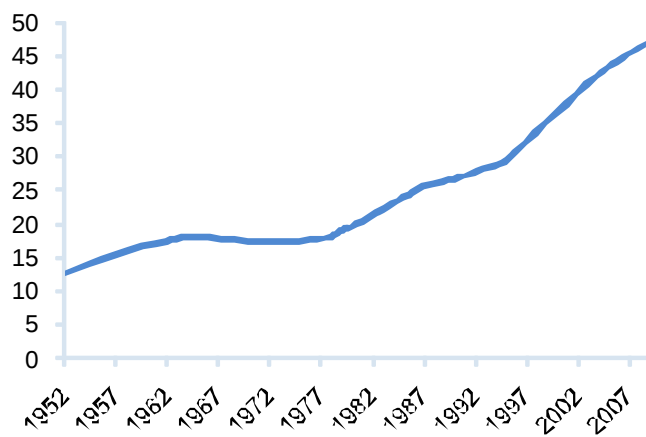
- 房地产销售带动衣柜行业销售，同时房地产市场的一些变化有利于定制衣柜的增长。
 - 住房小型化，用户重视对空间使用。90 平米以下的商品房占比逐年增加，空间相对较小，使得居民对空间使用提出更高的要求，有利于定制衣柜发展；
 - 精装房将成为定制衣柜行业重要增长点。我国精装住宅还处于刚起步阶段，未来还有较大的提升空间，精装房对空间的高度重视以及规模化要求正好符合定制衣柜的特点；
 - 用户年轻化，定制模式更加受宠。目前，我国 75 后、80 后已成为社会的中坚力量，这一批人是目前我国购房主体，同样也是家具、衣柜的主要购买者。注重个性化、时尚化以及环保是他们的典型特征，这些因素使得他们更倾向于个性化的定制模式。

图表12：我国商品房销售面积（万平方米）

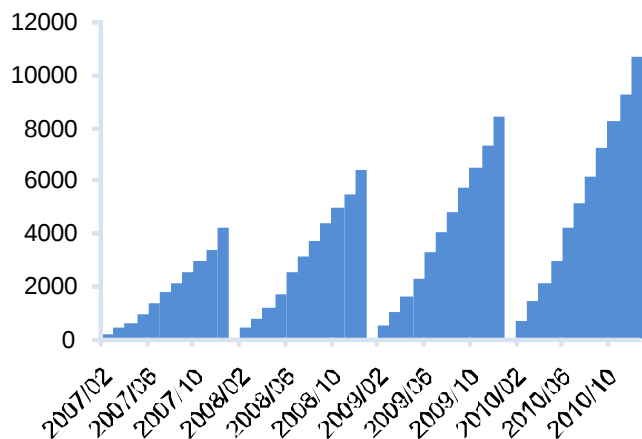


来源：国金证券研究所

图表13：我国城镇化率（%）

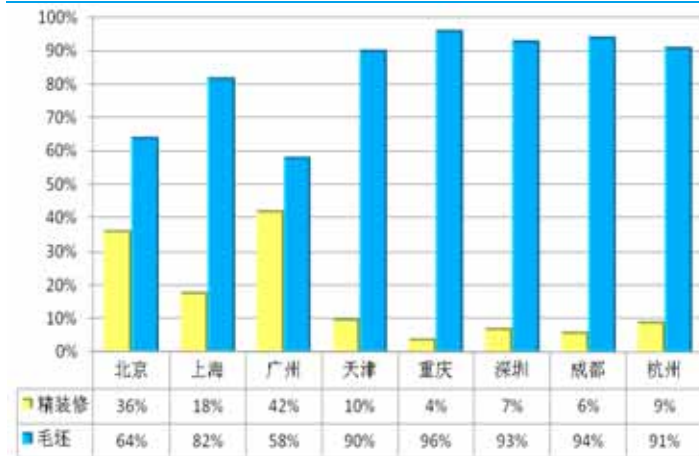


图表14：90 平米以下房地产开发累计投资额（亿元）



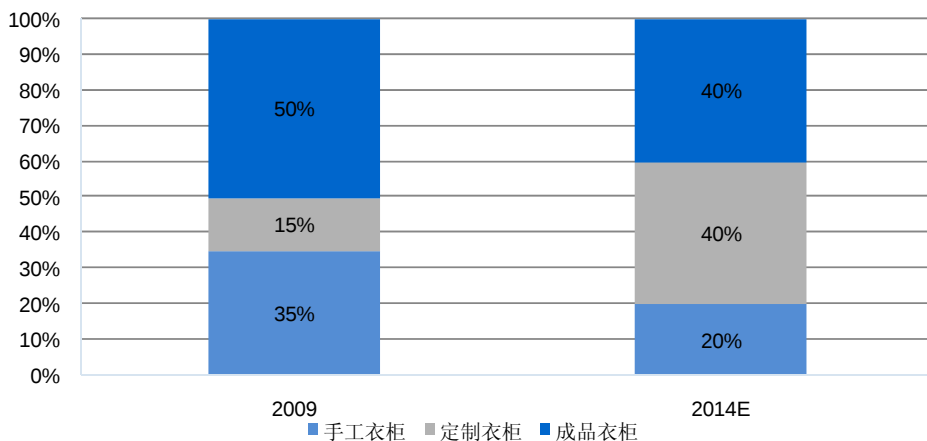
来源：招股意向书，国金证券研究所

图表15：我国精装房才刚起步



- 替代：从我们前文成品衣柜、打制衣柜和定制衣柜的对比，我们相信定制衣柜是发展的趋势，这三类产品在未来结构将出现变化。

图表16：衣柜结构的变化



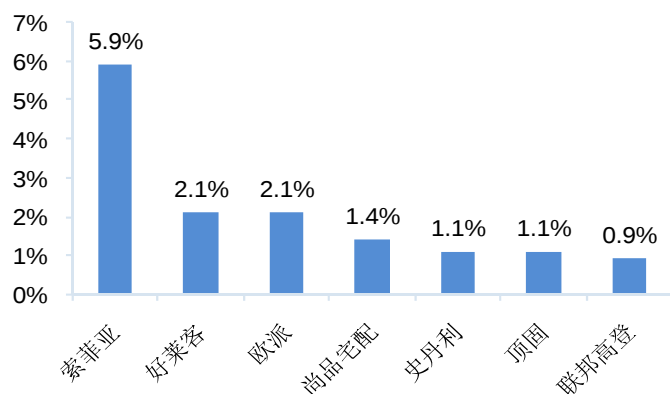
来源：招股书、国金证券研究所

小荷已露尖尖角

公司已是行业中的领头羊

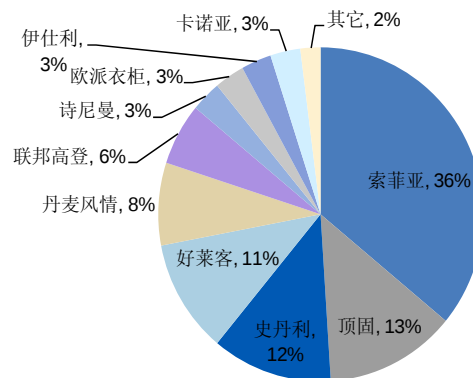
- 从公司进入定制衣柜这一朝阳行业后，业务不断开拓，目前已经是行业中份额最大的企业，其产品品牌索菲亚也是行业中的强势品牌。

图表17：索菲亚市场占有率第一



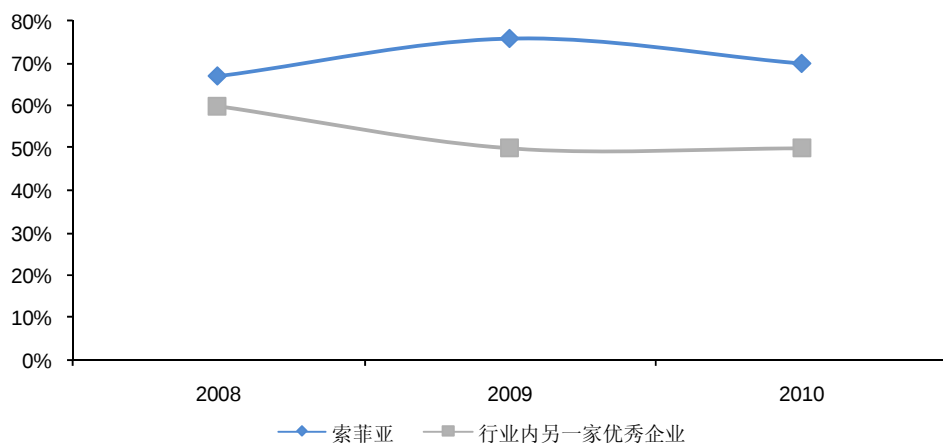
来源：国金证券研究所

图表18：索菲亚是消费者认可度最高的品牌



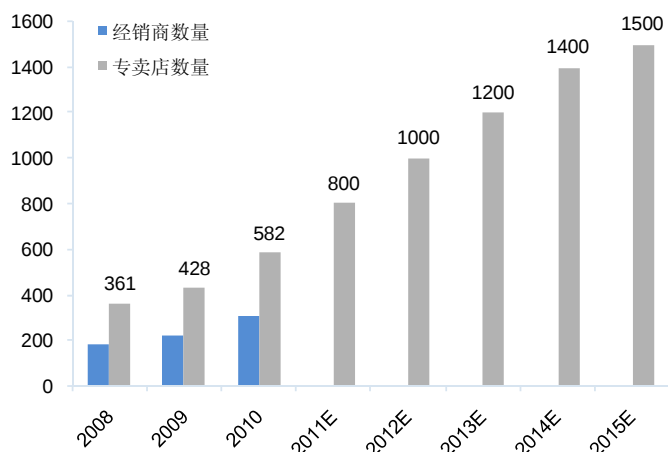
- 公司伴随行业快速增长，销售渠道不断扩展。

图表19：定制衣柜行业优秀公司近几年销售增长迅速



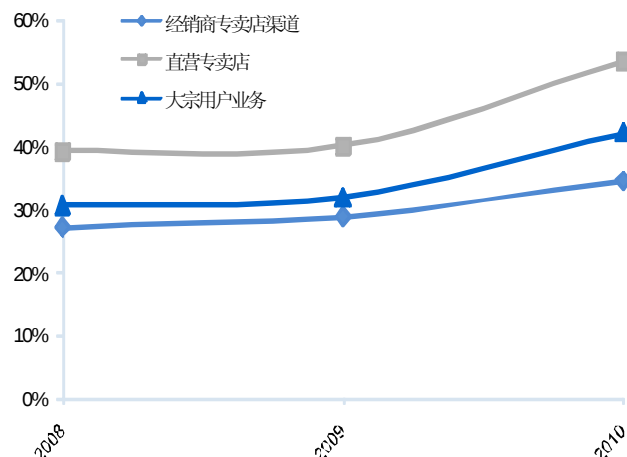
来源：国金证券研究所

图表20：公司渠道快速发展



来源：国金证券研究所

图表21：不同渠道毛利率%



公司拥有先发优势

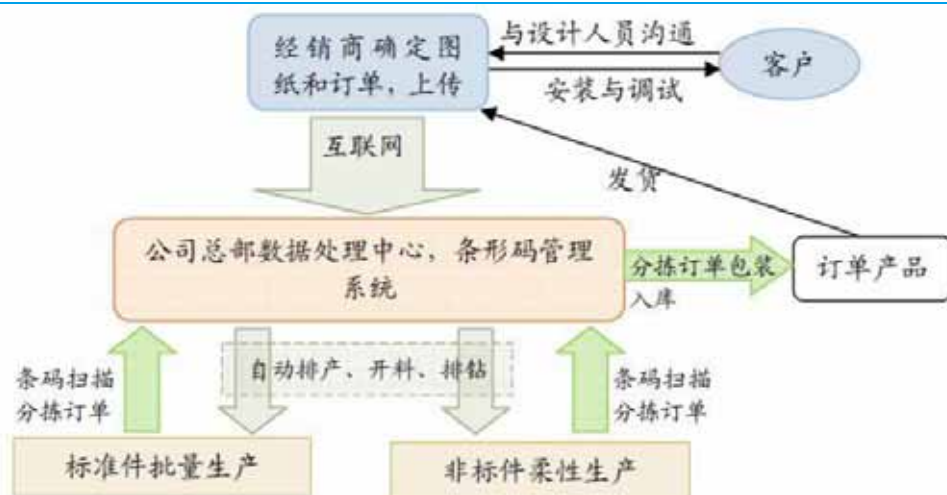
■ 目前定制衣柜行业存在的壁垒主要有：

- 产品的歧异：目前已有的定制衣柜企业由于之前的经营活动，如广告、顾客服务、产品特色、及先期进入该行业而获得的商标信誉及客户忠诚度上的优势产生了产品的歧异。产品的歧异产生了较高的进入壁垒，它迫使后进入者必须耗费大量的资金去消除原有的客户忠诚。这就需要后进入者必须具有雄厚的资金基础以及较长的时间成本。
- 规模经济：已存在的定制衣柜公司在市场上占有了一定的市场份额，生产上形成了规模，具有规模经济性，新的企业要想投资成为该类型的企业将会发现在生产、研发、市场开发及服务方面的规模经济是导致其无法进入的壁垒。
- 获得分销渠道：在定制衣柜行业受到运输的限制，各企业为了减少风险一般都通过经销商去销售。已有的企业拥有相对成熟的经销网络，新进入者必须重新寻找或是开发新的经销商，建立分销渠道。新公司必须通过压价协同分担广告费用等方法促使分销渠道接受其产品，这些方法的使用降低其利润使其在竞争中处于不利地位。

■ 公司的竞争优势

- 品牌优势：公司品牌“索菲亚”在市场中拥有卓越的品牌认知度和美誉度，接连获得“读者最喜爱的建材品牌”、“消费者信赖的建材品牌”、中国定制衣柜行业的第一品牌等称号。2010 年公司聘请舒淇作为形象代言人，开启全方位品牌推广计划。
- 生产优势：定制在生产上最大的难点在于个性化与规模化之间的矛盾，公司在信息化的基础上采用标准件批量化生产，非标件柔性化生产解决这一矛盾，同时由于公司目前已是行业中最大的企业，较大的订单需求有利于公司在实际生产中提高效率。

图表22：公司生产流程



来源：国金证券研究所

- 经销网络保障公司的长久竞争优势：公司本质上是一个品牌零售企业，同时定制是先有需求再有生产，定制生产较之标准化生产要求更多的服务，而这些更多的是通过经销渠道去完成的，因此强有力的网络是一个品牌零售企业重要的竞争力。经销商盈利是保障公司在网络方面的优势，公司知名的品牌，良好的产品质量能够保障其网络的盈利在行业中处于较好的位置。

图表23：两个样本专卖店盈利情况

	专卖店1	专卖店2
收入	900	200
购货	450	100
毛利	450	100
租金	30	12
人工	100	15
广告	80	10
电费	5	2
运费	20	10
税和杂费	10	1
净利润	205	50
初始投资	50-80万	

来源：国金证券研究所

- 资金优势：公司是定制衣柜行业第一个上市的，这个行业中的企业规模比较小，公司上市后将获得同行无法比拟的资金实力，这有助于扩大规模，强化品牌、服务，进一步增强公司的优势。
- 行业内竞争对手与公司相比存在一定的差距，也许未来公司面临的更大竞争来自于目前体量庞大的成品家具企业转型，毕竟目前定制家具的市场要好于成品家具。不过定制衣柜行业未来还处于高速增长的成长期，真正的竞争尚未来临。

图表24：主要竞争对手情况

	从事定制衣柜时间	简介
好莱客	2002	生产好莱客品牌的定制衣柜，销售网络副高较广，全国约有300多家加盟店，是较早从事定制衣柜的企业之一，销售收入2亿左右。
尚品宅配	2004	公司定位于数码化家具定制连锁，在广州、上海、北京拥有20家左右的直营店，全国拥有200多家加盟店，公司品牌商品宅配，销售收入一亿左右。
顶固	2002	公司源于五金产品，后转型也做定制衣柜，销售收入在一亿左右。
史丹利中国	1997	源于美国史丹利公司，由五金制品生产销售转变而来，美国史丹利公司1997年在国内建厂。
欧派	1994	较早从事整体橱柜生产的厂商，是国内整体橱柜的龙头企业，拥有1000多家专卖店，2005年开始进入定制衣柜行业，销售收入2亿元左右。
联邦高登	2004	是由广东联邦家私集团和东南亚家私品牌新加坡高登国际联合组建的品牌，销售收入一亿元左右。

来源：国金证券研究所

公司未来的发展方向

- 发展之一：定制衣柜市场的快速增长给公司带来持续增长的环境，
 - 公司规模继续扩大；
 - 大客户即精装修市场的开拓：我们认为这可能是公司未来重点开拓的市场。目前定制衣柜市场尚未出现大规模进入精装修市场的企业，这主要是由于行业内企业规模都较小，实力不够导致对风险的厌恶（精装修市场需要投资较大的产能，同时开发商会压低毛利率以及押款）。公司上市之后这块业务可能会出现较快增长；
 - 多品牌战略，增加客户群体的覆盖面。
- 发展之二：其他定制产品的拓展。

公司盈利预测及估值

公司基本情况

- 宁基股份是A股新上市的公司，是自然人创立的民营企业。
 - 公司实际控制人为江淦钧先生和柯建生先生，二人合计持股占发行后总股份的56.08%，战略投资者SOHA持股1000万，占发行后总股本18.69%，本次发行1350万股，占发行后总股本25.23%。

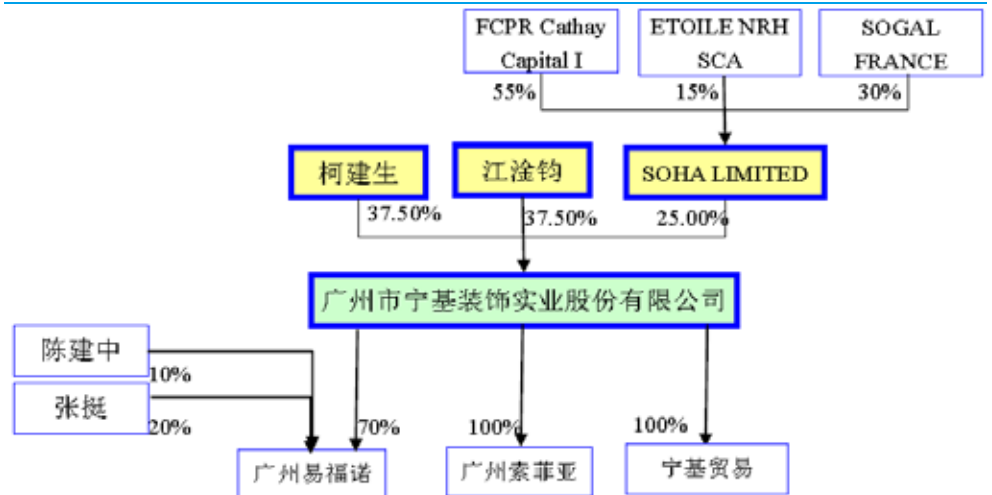
图表25：发行前后公司股权变化

	发行前		发行后		承诺上市后锁定期	在公司任职
	持股数量（万股）	所占比例（%）	持股数量（万股）	所占比例（%）		
一、自然人持股	3,000	75	3,000	56.08		
江淦钧	1,500	37.50	1,500	28.04	36个月	董事长
柯建生	1,500	37.50	1,500	28.04	36个月	董事及总经理
二、法人持股	1,000	25.00	1,000	18.69		
SOHA LIMITED	1,000	25.00	1,000	18.69	36个月	
三、社会公众持股	-	-	1,350	25.23		
合计	4,000	100	5,350	100		

来源：招股意向书，国金证券研究所

- 公司主要业务是定制衣柜的生产和销售。旗下子公司广州易福诺主要从事强化木地板的生产和销售以及建筑用木料、木材组件加工，2011年开始并入报表，公司持有70%股份；广州索非亚主要从事五金配件半成品或成品的采购、组装以及受母公司委托加工五金配件；宁基贸易从事厨房设备、家具、日用品、针纺织品的销售。

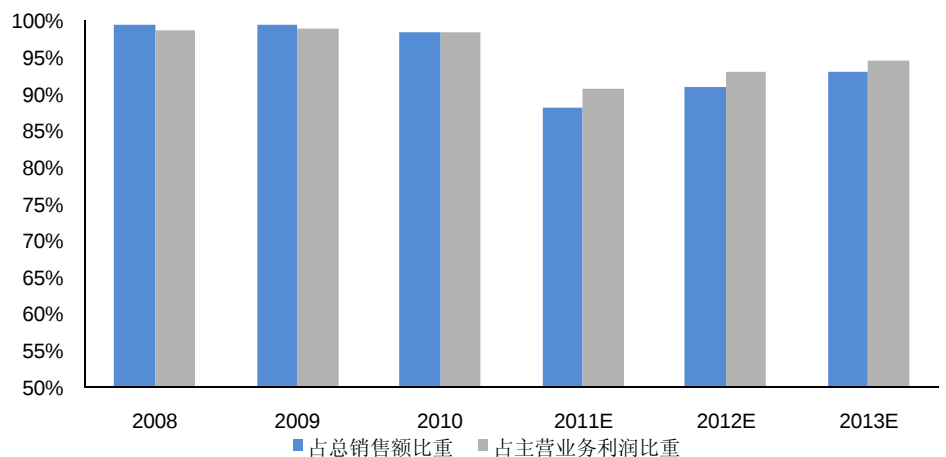
图表26：公司组织结构图



来源：招股意向书、国金证券研究所

- 索菲亚是公司核心业务定制衣柜的品牌，是行业中的第一品牌。定制衣柜是公司的主要业务。

图表27：定制衣柜占公司销售和利润的比重变化



来源：国金证券研究所

- 募集资金项目：拟用于定制衣柜以及信息系统技术升级改造项目，总投资额分别为 19781.6 万元、3000 万元。项目投产后，将使公司产能增长 2.5 倍以上。

图表28：公司募投项目

序号	项目名称	所需资金(万元)	与现有业务关系
1	定制衣柜技术升级改造项目	19781.6	1、建设更先进的生产线，扩大产能 解决制约公司快速发展的产能瓶颈 2、优化生产工艺，提高产品的质量和附加值
2	信息系统技术升级改造项目	3000	1、实现公司信息化的一体化运作 2、满足业务快速增长的市场需求

来源：国金证券研究所

图表29：募投项目投产后公司产能增长

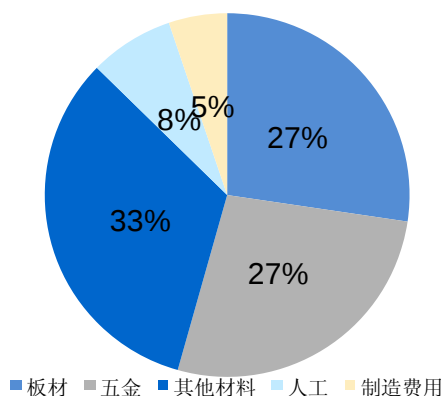
产品	类别	2009年产能	募投项目新增产能	募投项目达产后的产能	产能增长幅度
中间产品	贴面板	0.00	380万张	380万张	
终端产品	柜体	25万件	65万件	90万件	260%
	柜门	20万扇	50万扇	70万扇	250%
	抽屉	53万件	137万件	190万件	258%
	合计	98万件	252万件	350万件	257%
收入	销售收入	3.3亿元	8.7亿元	12亿元	264%

来源：国金证券研究所

盈利预测及估值

- 假设公司的毛利率与 2010 年相比有所小幅下降（见分产品销售预测表），其原因在于产品原材料价格的上升。

图表30：公司定制衣柜成本结构



来源：国金证券研究所

- 具体的单店销售额、加盟店数量参见销售预测表
- 期间费用及所得税率的假设

图表31：一些假设

	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用/销售收入	11.65%	11.50%	11.00%	11.00%
管理费用/销售收入	8.32%	8.50%	8.00%	7.00%
所得税税率	17.33%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：国金证券研究所

- 在以上假设的前提下，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 2.715 元、4.050 元和 5.381 元，同比增速分别为 72.84%、49.15%和 32.88%。

图表32：分产品销售预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经销商专卖店渠道						
单店平均销售额（万元）	48.58	72.42	89.14	100.00	110.00	121.00
增长率（YOY）		49.07%	23.09%	12.18%	10.00%	10.00%
经销商专卖店数量（个）	361.00	428.00	582.00	800.00	1,000.00	1,200.00
增长率（YOY）		18.56%	35.98%	37.46%	25.00%	20.00%
销售收入（百万元）	175.37	309.96	518.79	800.00	1,100.00	1,452.00
增长率（YOY）		76.74%	67.38%	54.20%	37.50%	32.00%
毛利率	27.30%	28.97%	34.59%	34.00%	35.00%	35.00%
销售成本（百万元）	127.50	220.16	339.34	528.00	715.00	943.80
增长率（YOY）		72.68%	54.13%	55.59%	35.42%	32.00%
毛利（百万元）	47.88	89.79	179.45	272.00	385.00	508.20
增长率（YOY）		87.55%	99.85%	51.57%	41.54%	32.00%
占总销售额比重	87.02%	87.38%	85.82%	76.23%	79.16%	80.91%
占主营业务利润比重	82.90%	83.91%	81.25%	74.20%	78.01%	80.42%
直营专卖店						
单店平均销售额（万元）	588.33	1,001.67	1,254.50	1,250.00	1,400.00	1,600.00
增长率（YOY）		70.26%	25.24%	-0.36%	12.00%	14.29%
直营店数量（个）	3.00	3.00	4.00	6.00	6.00	6.00
增长率（YOY）		0.00%	33.33%	50.00%	0.00%	0.00%
销售收入（百万元）	17.65	30.05	50.18	75.00	84.00	96.00
增长率（YOY）		70.25%	66.99%	49.46%	12.00%	14.29%
毛利率	39.33%	40.24%	53.63%	53.00%	53.00%	53.00%
销售成本（百万元）	10.71	17.96	23.27	35.25	39.48	45.12
增长率（YOY）		67.70%	29.57%	51.49%	12.00%	14.29%
毛利（百万元）	6.94	12.09	26.91	39.75	44.52	50.88
增长率（YOY）		74.19%	122.55%	47.71%	12.00%	14.29%
占总销售额比重	8.76%	8.47%	8.30%	7.15%	6.05%	5.35%
占主营业务利润比重	12.02%	11.30%	12.19%	10.84%	9.02%	8.05%
大宗用户业务						
销售收入（百万元）	7.31	12.99	26.00	50.00	80.00	120.00
增长率（YOY）		77.70%	100.15%	92.31%	60.00%	50.00%
毛利率	30.74%	31.99%	42.28%	41.00%	37.00%	32.00%
销售成本（百万元）	5.06	8.83	15.01	29.50	50.40	81.60
增长率（YOY）		74.49%	69.87%	96.57%	70.85%	61.90%
毛利（百万元）	2.25	4.16	10.99	20.50	29.60	38.40
增长率（YOY）		84.93%	164.54%	86.49%	44.39%	29.73%
占总销售额比重	3.63%	3.66%	4.30%	4.76%	5.76%	6.69%
占主营业务利润比重	3.89%	3.88%	4.98%	5.59%	6.00%	6.08%
广州易福诺						
销售收入（百万元）			102.78	100.00	100.00	100.00
增长率（YOY）				-2.70%	0.00%	0.00%
毛利率			33.17%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）			68.69	70.00	70.00	70.00
增长率（YOY）				1.91%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）			34.09	30.00	30.00	30.00
增长率（YOY）				-12.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重			17.00%	9.53%	7.20%	5.57%
占主营业务利润比重			15.44%	8.18%	6.08%	4.75%
销售总收入（百万元）	201.52	354.71	604.48	1049.51	1389.52	1794.58
销售总成本（百万元）	143.77	247.70	383.63	682.92	896.00	1162.63
毛利（百万元）	57.76	107.01	220.86	366.59	493.52	631.95
平均毛利率	28.66%	30.17%	36.54%	34.93%	35.52%	35.21%

来源：国金证券研究所

■ 绝对估值

- 根据国金证券宏观研究组的成果，无风险利率为 3.62%，风险溢价为 6.45%；
- 行业 Beta 值为 1.21；
- WACC=10.67%；
- TV=4%；
- DCF 估值结果显示，公司的合理价值为 117 元。

图表33：DCF 估值

每股价值	117.18	TV增长率						4.0%				
		WACC						10.67%				
企业值	4,714.35	债务						27.00				
		投资						0.00				
股票价值	4,687.35	少数股东权益						0.00				
会计年度截止日: 12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合 计
FCF	55.04	165.37	259.14	442.89	332.79	393.93	430.10	446.65	463.20	503.67	7,853.57	11,346.34
PV(FCF)	49.73	135.02	191.18	295.24	200.46	214.41	211.53	198.49	186.00	182.75	2,849.55	4,714.35

来源：国金证券研究所

■ 相对估值

- 我们选取家具行业上市公司做对比，前文已经阐述，在这些上市公司中美克与宁基比较类似，我们认为宁基的估值应该与美克接近，而且宁基所从事的细分行业增速快于美克。
- 公司未来三年年均复合增长为 36%，我们取 PEG = 1，估值为 36 倍。

图表34：可比公司的估值

公司	收盘价 (5/13)	EPS		PE	
		2011E	2012E	2011E	2012E
宜华木业	6.04	0.31	0.36	19	17
浙江永强	32.49	1.34	1.83	24	18
美克股份	11.84	0.34	0.53	35	22
均值				26	19

来源：国金证券研究所

- 综合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理价值区间为 97 元-117 元，给予“买入”建议。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	202	355	604	1,050	1,390	1,795
增长率		76.0%	70.4%	73.6%	32.4%	29.2%
主营业务成本	-144	-248	-384	-683	-896	-1,163
% 销售收入	71.3%	69.8%	63.5%	65.1%	64.5%	64.8%
毛利	58	107	221	367	494	632
% 销售收入	28.7%	30.2%	36.5%	34.9%	35.5%	35.2%
营业税金及附加	-1	-1	0	-1	-1	-2
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-14	-28	-70	-121	-153	-197
% 销售收入	6.9%	8.0%	11.6%	11.5%	11.0%	11.0%
管理费用	-12	-20	-50	-89	-111	-126
% 销售收入	5.8%	5.7%	8.3%	8.5%	8.0%	7.0%
息税前利润（EBIT）	31	57	100	156	228	307
% 销售收入	15.5%	16.0%	16.5%	14.8%	16.4%	17.1%
财务费用	-1	-1	-1	16	28	33
% 销售收入	0.7%	0.3%	0.2%	-1.6%	-2.0%	-1.8%
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	0	0	0
% 税前利润	2.8%	2.8%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	31	56	100	172	256	340
营业利润率	15.2%	15.8%	16.6%	16.4%	18.4%	18.9%
营业外收支	-1	0	1	0	0	0
税前利润	30	56	102	172	256	340
利润率	14.9%	15.8%	16.8%	16.4%	18.4%	18.9%
所得税	-7	-9	-18	-26	-38	-51
所得税率	24.7%	16.4%	17.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	23	47	84	146	218	289
少数股东损益	0	0	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	23	47	84	145	217	288
净利率	11.3%	13.2%	13.9%	13.8%	15.6%	16.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	23	47	84	146	218	289
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	7	11	11	17	21
非经营收益	0	-1	-2	2	0	0
营运资金变动	5	-4	7	23	15	17
经营活动现金净流	32	50	101	182	249	327
资本开支	-18	-34	-20	-110	-60	-40
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-18	-34	-20	-111	-60	-40
股权募资	0	25	0	1,086	-13	0
债权募资	0	-20	27	-27	0	0
其他	-1	-1	-14	-1	0	0
筹资活动现金净流	-1	4	13	1,058	-13	0
现金净流量	12	20	94	1,129	176	287

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	17	38	132	1,261	1,438	1,725
应收款项	6	9	20	26	35	45
存货	20	31	42	65	86	111
其他流动资产	7	3	14	19	24	31
流动资产	50	80	208	1,372	1,583	1,912
% 总资产	40.7%	47.3%	66.9%	87.2%	86.6%	87.9%
长期投资	5	7	0	0	0	0
固定资产	58	74	85	185	229	248
% 总资产	47.9%	43.5%	27.2%	11.8%	12.5%	11.4%
无形资产	8	8	16	13	13	13
非流动资产	72	90	103	201	244	263
% 总资产	59.3%	52.7%	33.1%	12.8%	13.4%	12.1%
资产总计	122	170	311	1,573	1,826	2,175
短期借款	20	0	27	0	0	0
应付款项	51	46	74	119	157	203
其他流动负债	8	9	23	35	46	59
流动负债	79	56	124	154	203	262
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	79	56	124	154	203	262
普通股股东权益	43	114	187	1,418	1,622	1,909
少数股东权益	0	0	0	1	2	3
负债股东权益合计	122	170	311	1,573	1,826	2,175

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	2.269	1.172	2.101	2.715	4.050	5.381
每股净资产	4.255	2.861	4.672	26.504	30.310	35.691
每股经营现金净流	3.155	1.244	2.520	3.401	4.656	6.111
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	53.33%	40.98%	44.97%	10.24%	13.36%	15.08%
总资产收益率	18.61%	27.58%	27.00%	9.23%	11.86%	13.24%
投入资本收益率	37.62%	41.47%	38.53%	9.32%	11.94%	13.65%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	76.02%	70.41%	73.63%	32.40%	29.15%
EBIT增长率	N/A	81.80%	75.55%	56.13%	46.57%	34.63%
净利润增长率	N/A	106.66%	79.20%	72.84%	49.15%	32.88%
总资产增长率	N/A	39.40%	83.10%	405.27%	16.11%	19.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.7	6.4	7.1	7.1	7.1	7.1
存货周转天数	25.4	37.7	34.8	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	16.2	24.0	28.3	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	105.7	76.1	49.7	56.4	56.6	45.8
偿债能力						
净负债/股东权益	7.28%	-32.91%	-56.22%	-88.90%	-88.54%	-90.17%
EBIT利息保障倍数	21.4	53.8	91.7	-9.5	-8.2	-9.4
资产负债率	65.11%	32.69%	39.97%	9.79%	11.10%	12.06%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室