

增 持 首次

宁基股份 (002572)

2011 年 06 月 02 日

专卖店数量和平均单店收入迅速增加

2011 年 06 月 01 日收盘价: 74.49 元

12 个月目标价: 90 元

造纸轻工行业分析师: 徐琳
SAC 执业证书编号: S0850511040008
xl6048@htsec.com
021-23219767

事件: 近日我们调研了宁基股份, 对公司目前专卖店和直营店的开设和盈利情况, 以及未来发展方向进行了了解。我们预计公司 2011-2013 年稀释每股收益分别为 2.60 元、3.54 元和 4.76 元, 给予增持评级, 目标价 90 元, 对应 2011 年动态 PE35 倍。

公司基本面的主要观点:

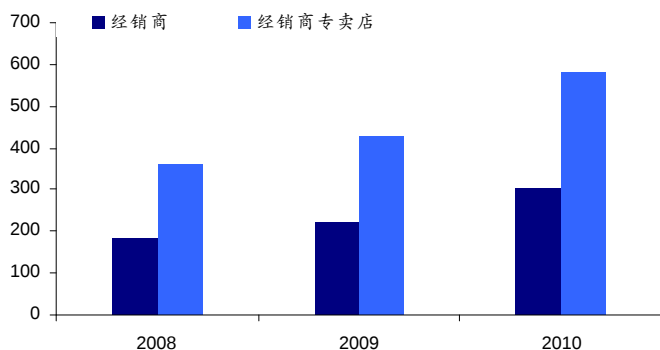
1. 经销商专卖店数量和平均单店收入都在迅速增加

宁基股份主营定制衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售。公司采用以经销商为主、以直营专卖店和大宗用户业务为辅的复合营销模式, 经销商模式占公司销售收入的 80%以上。注册商标“索菲亚”是国内定制衣柜行业的第一品牌, 2009 年市占率 5.9%, 连续几年保持行业排名第一。

公司坚持产业链利益共享原则, 采用经销商投资建设专卖店, 由当地人经营以单体城市或特定地域为主的区域市场, 可以充分调动其积极性, 同时能更好地适应区域的经济程度、以及消费习惯差异等。“一个地区只允许存在一个经销商”的规定有利于提高忠诚度, 经销商可以根据当地实际情况开设专卖店。

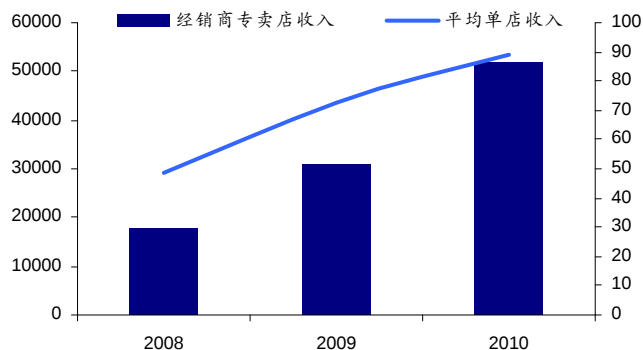
截至 2010 年 12 月 31 日, 公司已发展经销商 302 家, 经销商投资专卖店 582 家, 形成了覆盖全国一、二线城市和东部沿海地区三线、四线城市的销售网络格局, 逐步形成国内销售网络的合理布局。

图 1 2008-2010 年经销网络发展情况 (家)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 2 2008-2010 年经销商专卖店渠道销售情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

公司对经销商的培育以及任务考核管理使得经销商业务拓展迅速, 具体表现除了经销商专卖店迅速增加外, 平均单店收入也快速提升。经销商专卖店数量和单店平均收入同时提升, 是支撑未来公司业绩增长的主要来源。

2. 直营店及大宗业务情况

公司原有四家直营专卖店，分别是正佳分公司、吉盛伟邦分公司、花花分公司和宁基贸易，计划 2011 年年内新开三家，达到 7 家。

开直营店的目的是进行管理经验交流，给经销商旗舰作用，同时取得一些终端零售、管理经验。由于外地的直营店可能导致成本上升，目前不考虑在广州以外的地方开店。直营专卖店与其它专卖店的运作模式一致，但由于运输、广告及人才公司可以分摊，净利润水平稍高。

随着房地产领域商品住房精装修的范围不断向衣柜领域延伸，为大型房地产精装修项目提供定制衣柜配套的大宗用户业务将成为公司新的销售增长点。由于大宗项目可以集中生产，降低单位成本，公司正加大研发，以推进这一业务的发展。

3. 销售季节性特征

由于家具行业的季节性特征，公司年度销售情况通常自春节后逐月上升。据以往的经验来看，一季度是传统的销售淡季，约占全年总收入的 13%，上半年累计占比 1/3 左右，下半年尤其是四季度是行业旺季。

4. 募投项目进展及未来规划

募投项目“定制衣柜技术升级改造项目”进展顺利，今年已实现部分产能投放，以配合 9 月份起的销售旺季，预计到 2012 年中期项目全部完成。预计今年全年产值 10 亿左右，募投项目达产后公司产值可增加到 15 亿。

公司计划在未来五年内：发展 800 家经销商和 1500 家专卖店，建设成立 10 个分加工中心，其中在华北、华东、华中（或东北）、西南地区投资四个战略加工中心，主要生产定制衣柜标准件和非标准件，围绕公司本部和四个战略加工中心以及公司的主要销售区域，建设六个分加工中心，主要生产非标准件，从而形成以公司本部为核心、战略加工中心为支点、二级加工中心为补充、覆盖全国销售网络的生产支撑体系。

5. 盈利预测与投资建议

主要预测假设：

（1）募投项目产能逐步释放：项目建设周期为 24 个月，从 2010 年 7 月 1 日开始，分三个阶段完成。第一阶段至 2010 年 12 月 31 日，项目完工 25%，2010 年产能增长到 6 亿元；第二阶段至 2011 年 12 月 31 日，项目完工 75%，产能达到 10 亿元；第三阶段至 2012 年 6 月 30 日，项目竣工，达到项目预定 12 亿元产能目标。

（2）根据公司规模，未来三年内，经销商团队达到 500 家，设立专卖店 1000 家。

（3）索菲亚核心品牌推广计划：2010、2011 年品牌推广费用分别为 4400 万元、6600 万元。

（4）2011 年 1 月收购易福诺公司，于 2011 年开始并表。易福诺目前没有扩产计划，主要依靠自然增长，预计年增速 5% 左右。

我们预计公司 2011-2013 年主营收入分别为 10.03 亿元、13.39 亿元和 17.88 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 1.39 亿元、1.89 亿元和 2.55 亿元，摊薄每股收益分别为 2.60 元、3.54 元和 4.76 元。公司的经营模式与美克股份较接近，考虑到行业及公司的成长性、品牌优势以及超募资金可能带来的业绩进一步提升，给予一定的估值溢价，增持评级，目标价 90 元，对应 2011 年动态 PE35 倍。

表 1 木制家具相关上市公司最新收盘价估值一览（Wind 一致预期均值）

更新时间	2011-06-01	最新收盘价 PE（倍）		
代码	简称	2010E	2011E	2012E
600978.SH	宜华木业	28.96	18.63	14.73
600337.SH	美克股份	72.12	30.67	20.31
均值		50.54	24.65	17.52

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 利润表预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万元）	354.70	604.46	1002.61	1339.10	1788.29
增长（%）	76.0%	70.4%	65.9%	33.6%	33.5%
营业成本（百万元）	247.69	383.60	633.77	850.35	1133.63
营业税金及附加（百万元）	1.49	0.46	3.34	3.70	4.09
营业费用（百万元）	28.41	70.41	118.71	147.28	196.63
管理费用（百万元）	20.34	50.30	78.36	104.32	137.27
财务费用（百万元）	1.06	1.09	1.01	5.89	10.20
资产减值损失（百万元）	1.22	0.00	0.00	0.41	0.14
投资收益（百万元）	1.59	1.67	1.37	1.54	1.53
营业利润（百万元）	56.11	100.26	168.80	228.70	307.87
加：营业外收入（百万元）	0.00	1.55	0.00	0.52	0.69
减：营业外支出（百万元）	0.01	0.15	0.00	0.05	0.07
利润总额（百万元）	56.11	101.66	168.80	229.16	308.49
减：所得税费用（百万元）	9.21	17.62	29.49	39.88	53.78
减：少数股东损益（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	46.90	84.04	139.32	189.29	254.71
基本每股收益（元）	1.17	2.10	2.60	3.54	4.76
完全摊薄每股收益（元）	0.88	1.57	2.60	3.54	4.76
销售净利率（%）	13.2%	13.9%	13.9%	14.1%	14.2%
净利润增长率（%）	106.7%	79.2%	65.8%	35.9%	34.6%

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

6. 风险提示

（1）定制衣柜市场竞争加剧；（2）房地产行业宏观调控带来的风险。

相关报告：

宁基股份上市公司新股研究报告：国内定制衣柜行业的第一品牌 20110330

信息披露

分析师声明

徐琳：造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、景兴纸业、东港股份、美盈森、合兴包装、宜华木业、宁基股份、星辉车模

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。