

基本面难有实质改善，给予“增持”评级

公司调研简报

◆预计 2011 年收入和净利润分别同比增长 15%、2%:

公司前三季度收入同比增长 9.2%，净利润略微下滑 0.3%。由于上半年出货的订单在 2010 年已签订，2011 年原料铝材价格上涨的幅度超出当时签约时的报价预期，同时行业不景气亦削弱公司的议价能力，使得前三季度毛利率较去年同期下滑 5.6 个百分点。与此同时，人力成本的上升及欧洲新设立办事处增加营运开支，导致业绩增速不尽如人意。

四季度公司出货的订单是今年年初签订，公司根据原料价格的变动，相应提高产品报价，故四季度企业的毛利率应有所改善。但由于对铝材的需求量大，三季度初期便已着手备货，企业四季度的毛利率难以很大程度受益于原料降价的提振作用。

◆欧洲经济下滑势头仍在延续，美国经济复苏步伐较缓，行业景气度受压制:

公司主要的销售区域为欧洲，占收入的比重达 70% 以上，欧洲经济受主权债务影响，增速呈下滑趋势。作为政府债台高筑的必然结果，财政紧缩和去福利化将令欧元区各国居民承担更多日常生活开支，延长工作时间，随之用于休闲度假方面的投入相应减少，预计欧洲户外休闲家具行业未来几年的基本面难有起色。

三季度美国 GDP 环比增速达到 2%，同比增长 1.5%，美国经济当前的情况相对于欧洲更加乐观。但房地产持续低迷、失业率高位徘徊以及民、共两党在开源节流方面的互不相让使得经济复苏步伐较为缓慢。

今年前 10 月，国内金属家具累计出口额增速为 18.5%，较去年同期增速 37.2% 下滑明显，行业景气度受大环境压制。

◆欧洲市场以稳为主，北美市场是业绩增长的关键:

针对欧洲市场，公司在其最具优势的德国凭借收购 MWH 品牌及设立子公司，开始品牌化运作。与此同时，下半年于英、法和西班牙设立办事处，以提高自身在欧洲市场的占有率。我们认为未来 2-3 年公司将努力扩大欧洲市场占有率和攫取品牌溢价，稳住业务规模及提升盈利能力。

而北美市场，鉴于当下市场占有率较低的情况，我们认为美国是未来业绩增长的关键。

◆业绩增速难有实质性改善，给予“增持”评级:

我们预计 2011-2012 年公司的 EPS 为 1.06 和 1.18 元，当前股价对应 2012 年的 PE 为 17 倍，公司的估值在轻工板块中处较低水平，但考虑未来业绩增速不快，给予“增持”评级。

◆风险提示：欧盟主权信用评级遭三大评级机构下调

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,719	2,406	2,773	3,251	3,993
营业收入增长率	-14.18%	39.96%	15.22%	17.25%	22.83%
净利润（百万元）	178	250	255	282	323
净利润增长率	20.10%	40.25%	1.99%	10.72%	14.47%
EPS（元）	0.74	1.04	1.06	1.18	1.35
ROE	27.45%	8.16%	8.28%	8.60%	9.18%

增持（维持）

当前价/目标价：20.27/21.24 元

目标期限：6 个月

分析师

姜浩

执业证书编号：S0930511120001

021-22169125

jianghao@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.40

总市值(亿元)：48.65

一年最低/最高(元)：19.48/40.75

近 3 月换手率：19.20%

股价表现(一年)

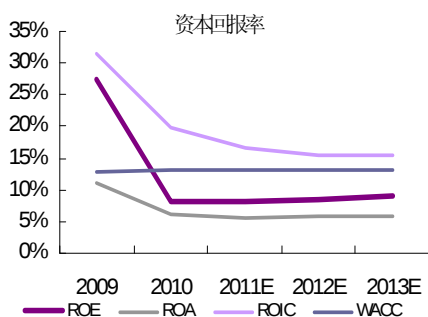
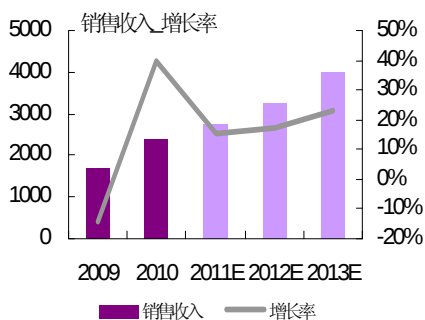
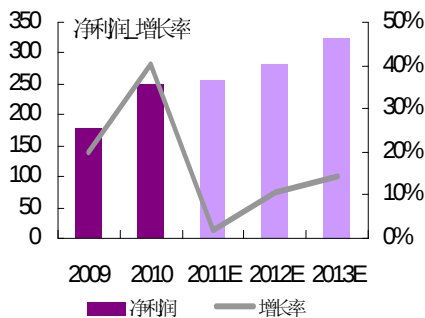
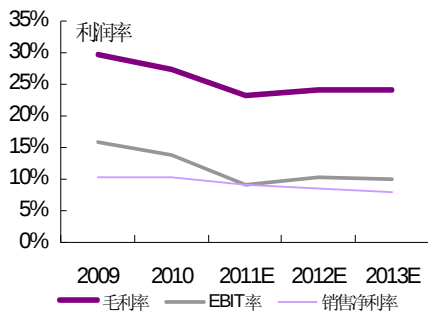


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.81	-10.95	-22.16
绝对	-15.02	-23.53	-48.06

相关研报

P/E 27 19 19 17 15



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,719	2,406	2,773	3,251	3,993
营业成本	1,211	1,750	2,128	2,467	3,024
折旧和摊销	105	29	56	68	84
营业税费	15	15	17	20	24
销售费用	127	168	202	237	299
管理费用	107	123	164	187	226
财务费用	42	-5	-73	-42	-22
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-10	0	0	0	0
营业利润	219	338	327	373	426
利润总额	226	335	340	376	430
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	178.09	249.76	254.73	282.04	322.85

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,609	4,150	4,508	4,954	5,604
流动资产	1,110	3,481	3,757	3,785	4,117
货币资金	393	2,276	2,482	2,322	2,346
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	280	413	486	571	701
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	30	34	39	46	56
存货	338	511	600	678	816
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	3	3	3	3	3
固定资产	283	411	514	865	1,145
无形资产	119	130	123	117	111
总负债	960	1,090	1,433	1,674	2,085
无息负债	861	1,090	1,433	1,674	2,085
有息负债	99	0	0	0	0
股东权益	649	3,060	3,075	3,280	3,519
股本	120	240	240	240	240
公积金	150	2,235	2,273	2,316	2,364
未分配利润	381	589	566	729	919
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	336	39	519	361	488
净利润	178	250	255	282	323
折旧摊销	105	29	56	68	84
净营运资金增加	-44	405	-210	43	45
其他	97	-645	418	-32	36
投资活动产生现金流	-99	-194	-147	-487	-402
净资本支出	-119	-130	161	487	402
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	17	-67	-308	-973	-803
融资活动现金流	-190	2,039	-167	-35	-63
股本变化	0	120	0	0	0
债务净变化	-162	-99	0	0	0
无息负债变化	-163	229	343	241	412
净现金流	47	1,883	206	-161	24

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	-14.18%	39.96%	15.22%	17.25%	22.83%
净利润增长率	20.10%	40.25%	1.99%	10.72%	14.47%
EBITDA 增长率	145.84%	-3.76%	-14.46%	28.77%	22.54%
EBIT 增长率	77.00%	22.90%	-23.81%	30.48%	22.29%
估值指标					
PE	27	19	19	17	15
PB	7	2	2	1	1
EV/EBITDA	7	8	9	8	7
EV/EBIT	9	9	12	10	8
EV/NOPLAT	12	12	15	13	11
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	4	2	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	29.59%	27.29%	23.26%	24.11%	24.26%
EBITDA 率	21.89%	15.05%	11.17%	12.27%	12.24%
EBIT 率	15.76%	13.84%	9.15%	10.18%	10.14%
税前净利润率	13.13%	13.93%	12.25%	11.57%	10.78%
税后净利润率 (归属母公司)	10.36%	10.38%	9.19%	8.68%	8.09%
ROA	11.07%	6.02%	5.65%	5.69%	5.76%
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.45%	8.16%	8.28%	8.60%	9.18%
经营性 ROIC	31.43%	19.89%	16.63%	15.46%	15.42%
偿债能力					
流动比率	1.20	3.22	2.62	2.26	1.97
速动比率	0.84	2.75	2.20	1.86	1.58
归属母公司权益/有息债务	6.56	-	-	-	-
有形资产/有息债务	14.95	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.74	1.04	1.06	1.18	1.35
每股红利	0.00	1.00	0.32	0.35	0.40
每股经营现金流	1.40	0.16	2.16	1.50	2.03
每股自由现金流(FCFF)	1.55	0.00	1.26	-0.85	-0.19
每股净资产	2.70	12.75	12.81	13.67	14.66
每股销售收入	7.16	10.03	11.55	13.54	16.64

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姜浩，上海交通大学管理学硕士，CFA 持证候选人，2009 年加入光大证券研究所，目前担任造纸轻工研究员。此前就职于美资财务咨询公司 Duff&Phelps，担任分析师。

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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com