

证券研究报告

造纸印刷

推荐 (首次)

证券分析师

邵青

投资咨询资格编号 S1060205070049
电话 22622740
邮编 shaoqing001@pingan.com.cn

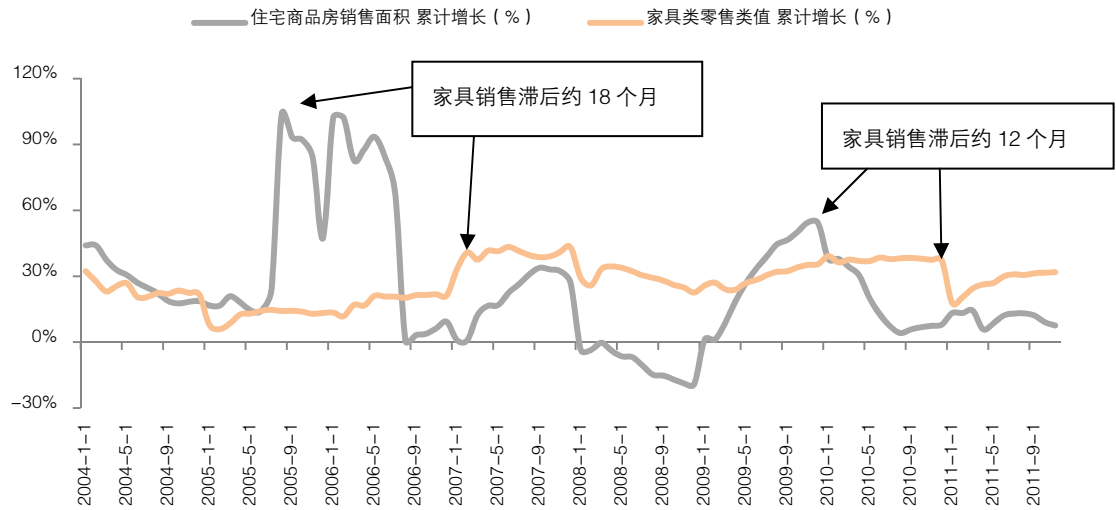
索菲亚 (002572)

看好长期价值，警惕短期房地产滞后效应

- 高品牌认知度和良好的品质管控支撑公司长期发展。
 - 1) 公司目前拥有经销商 400 余家,经销专卖店 800 余家,较年初增加约 220 家,直营专卖店 7 家。预计 2012 年公司开设 200 家经销专卖店 (预计单店平均收入 > 1000 万),而直营专卖店则不会增加。销售终端的扩张提高了公司的品牌认知度,市场占有率逐年提升,成为定制衣柜行业的龙头企业,公司的市场份额从 2006 年的 3.3% 提升到 2009 年的 5.9%,目前约为 7%。
 - 2) 从质量和设计方面加强品质管控。公司的设备均为德国进口,在制造具有较高的品质管控能力;由于是定制化产品,客户对设计能力要求相对较高,公司目前有店面设计人员 20 人,产品设计人员有望达到 100 人。
- 大宗用户可能成为公司新的增长点。公司是定制衣柜的龙头企业,具备与大型房地产商合作的潜质。目前大宗用户的销售占比约为 4%,而毛利率则达到 40%,高于 36% 的综合毛利率水平。公司已成立专门的车间和团队从事大宗用户业务,预计未来大宗用户的销售占比将呈逐渐上升趋势,2012 年可能达到 6.5%。
- 警惕短期房地产的滞后效应。由于房地产交房和销售在时间点存在差别,导致家具销售和房地产销售之间存在时间差,一般家具销售滞后 12-18 个月。公司销售中“一次装修”占比约为 80%,公司的业绩受房地产的影响较大。下半年家居卖场的人流有所下降,限购城市的下降幅度约为 3-4 成。
- 公司募投项目符合预期。预计 2012 年 8 月份募投项目可以贡献产能,产能达产后产能是目前的 3.5 倍。今年部分订单受产能限制,排产较晚或者被取消,比如大宗用户业务。
- 我们看好公司在行业内的竞争优势,首次给予“推荐”评级。预计 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.32 元,1.87 元和 2.46 元,对应 2011 年 12 月 30 日 41.05 元的收盘价,动态 PE 分别为 31 倍,22 倍和 16.7 倍,首次给予“推荐”评级。
- 风险提示: 房地产政策收紧导致公司业绩低于预期;原材料价格波动。

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表1 家具行业表现滞后于房地产



资料来源: CEIC, 华通人, 平安证券研究所整理

图表2 营业收入分拆预测

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 A
经销商专卖店 (百万元)	175.37	309.95	518.77	820.05	1127.57	1488.40
YOY	-	49.07%	23.09%	15.00%	10.00%	10.00%
占比	87.54%	87.81%	86.44%	86.21%	85.81%	86.43%
毛利率	28.00%	29.00%	35.00%	34.50%	35.00%	35.00%
直营专卖店 (百万元)	17.65	30.05	50.18	92.20	96.81	101.65
YOY	-	70.24%	66.97%	83.75%	5.00%	5.00%
占比	8.81%	8.51%	8.36%	9.69%	7.37%	5.90%
毛利率	39.50%	40.00%	53.00%	52.50%	53.00%	53.00%
大宗用户 (百万元)	7.31	12.99	26.00	33.80	84.50	126.75
YOY	-	77.60%	100.14%	30.00%	150.00%	50.00%
占比	3.65%	3.68%	4.33%	3.55%	6.43%	7.36%
毛利率	31.00%	32.00%	42.00%	41.00%	42.00%	42.00%
营业收入合计 (百万元)	201.52	354.70	604.46	956.97	1321.97	1732.33
YOY	-	76.02%	70.41%	58.32%	38.14%	31.04%
毛利率	28.66%	30.17%	36.54%	36.29%	36.67%	36.52%

资料来源: 平安证券研究所整理

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	208	1294	1524	1844	营业收入	604	957	1322	1732
现金	132	1175	1362	1633	营业成本	384	610	837	1100
应收账款	16	29	40	52	营业税金及附加	0	6	8	10
其他应收款	4	7	9	12	营业费用	70	102	145	186
预付账款	10	16	21	28	管理费用	50	87	125	158
存货	42	64	88	115	财务费用	1	-19	-38	-45
其他流动资产	4	4	4	4	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	103	241	261	264	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	82	77	244	236	营业利润	100	171	245	323
无形资产	7	7	7	7	营业外收入	2	3	0	0
其他非流动资产	14	157	11	21	营业外支出	0	1	0	0
资产总计	311	1535	1785	2108	利润总额	102	174	245	323
流动负债	124	140	182	230	所得税	18	26	37	48
短期借款	27	0	0	0	净利润	84	148	208	275
应付账款	40	67	92	121	少数股东损益	0	6	9	11
其他流动负债	58	73	90	109	归属母公司净利润	84	142	200	263
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	101	158	218	296
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.10	1.32	1.87	2.46
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	124	140	182	230	主要财务比率				
少数股东权益	0	6	15	26	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	40	107	107	107	成长能力				
资本公积	31	1067	1067	1067	营业收入	70.4%	58.3%	38.1%	31.0%
留存收益	116	215	414	678	营业利润	78.7%	70.9%	43.0%	31.9%
归属母公司股东权	187	1389	1588	1852	归属于母公司净利润	79.2%	68.6%	40.9%	31.9%
负债和股东权益	311	1535	1785	2108	获利能力				
					毛利率(%)	36.5%	36.3%	36.7%	36.5%
					净利率(%)	13.9%	14.8%	15.1%	15.2%
					ROE(%)	45.0%	10.2%	12.6%	14.2%
					ROIC(%)	98.3%	58.0%	71.8%	95.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.0%	9.1%	10.2%	10.9%
					净负债比率(%)	21.70%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.67	9.25	8.37	8.01
					速动比率	1.33	8.79	7.89	7.51
					营运能力				
					总资产周转率	2.51	1.04	0.80	0.89
					应收账款周转率	49	42	39	38
					应付账款周转率	12.92	11.43	10.52	10.32
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.79	1.32	1.87	2.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.25	1.69	2.30
					每股净资产(最新摊薄)	1.75	12.98	14.84	17.31
					估值比率				
					P/E	52.27	31.00	22.00	16.68
					P/B	23.51	3.16	2.77	2.37
					EV/EBITDA	42	27	20	14

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	101	134	181	246
净利润	84	148	208	275
折旧摊销	0	5	11	18
财务费用	1	-19	-38	-45
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	0	0	-1	-1
其他经营现金流	17	-1	0	0
投资活动现金流	-20	-143	-32	-20
资本支出	20	144	32	20
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	1	0	0
筹资活动现金流	13	1052	38	45
短期借款	27	-27	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	67	0	0
资本公积增加	0	1036	0	0
其他筹资现金流	-14	-24	38	45
现金净增加额	94	1043	187	271

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257