

索菲亚(002572.SZ)

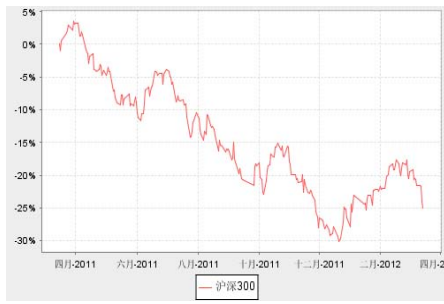
业绩符合预期，后期业绩继续快速增长

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 44.25-46.60
 分析师: 朱嘉 分析师: 孙国东
 S0740510120017 S0740207010008
 021-20315132 0531-68889511
 zhuja@r.qlzq.com.cn sungd@r.qlzq.com.cn
 2012年3月30日

基本状况

总股本(百万股)	107.00
流通股本(百万股)	27.00
市价(元)	37.70
市值(百万元)	4033.90
流通市值(百万元)	1017.90

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	688.94	1,003.60	1,378.50	1,784.00	2,261.00
营业收入增速	94.23%	45.67%	37.36%	29.42%	26.74%
净利润增长率	98.31%	44.88%	40.32%	31.68%	29.98%
摊薄每股收益(元)	2.32	1.26	1.77	2.33	3.02
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	32.60	21.24	16.13	12.41
PEG	0.00	0.73	0.53	0.51	0.41
每股净资产(元)	5.36	12.74	13.71	16.04	19.06
每股现金流量	2.50	1.30	1.89	2.89	3.48
净资产收益率	43.35%	9.88%	12.89%	14.51%	15.87%
市净率	0.00	3.22	2.74	2.34	1.97
总股本(百万股)	40.00	107.00	107.00	107.00	107.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司今日公布 2011 年年报, 实现营业收入 10.04 亿元, 同比增长 45.67%; 归属于公司股东净利润为 1.35 亿元, 同比增长 44.88%; 全面摊薄 EPS 为 1.26 元, 符合我们的预期。分红方案为每 10 股转增 10 股, 同时每 10 股派送现金股利 5 元(含税)。
- 公司业绩大幅增长的原因来自产能的增长与渠道的扩张。公司通过扩建易福诺厂房和添置生产设备解决了产能增长的问题, 而 2011 年公司门店数量大约为 800 家左右, 较 2010 年的 586 家门店大幅增长, 促进了公司销售的快速增长。
- 原材料成本上升导致毛利率出现下滑。2011 年公司综合毛利率为 33.62%, 同比下滑 2.92 个百分点, 其中“定制衣柜及其配件定制家具”的毛利率为 34.72%, 同比下滑 3.81 个百分点, 地板销售安装及加工业务的毛利率为 22.80%, 同比下滑了 2.86 个百分点。
- 公司期间费用率大幅下降亦是业绩快速增长的原因之一。2011 年公司期间费用率为 16.60%, 同比下降了 3.55 个百分点, 其中销售费用率为 9.49%, 同比下降 2.16 个百分点, 管理费用率为 9.19%, 同比上升了 0.87 个百分点, 财务费用率为 -2.08%, 同比下降 2.26 个百分点。
- 公司有望逆周期增长。房地产行业受调控影响, 其销量徘徊低位, 将对 2012 年整体的家具销售构成影响, 但我们认为在行业低谷时, 公司 2012 年业绩仍然有望保持快速增长。原因在于: 首先, 定制家具这一细分行业将仍然保持较快发展, 在家具整体行业的占比将继续提高, 公司有望凭借已经确立的渠道和品牌先发优势, 乘势提高市场份额; 其次, 公司募投项目的逐步投产将解决公司最大问题-产能不足; 再次, 公司渠道扩张继续进行, 并向三、四线城市进行渗透, 保证募投项目产能向销售的转化。

- 家具“以旧换新”活动有望刺激国内家具销售量的增长。商务部称将积极支持地方进行家具以旧换新的试点，并有望全国推广，目前北京正在试点。虽然家具的“以旧换新”目前仍有不少难题需要解决，例如回收家具的处理、补贴的标准等等，但这些问题的解决仅仅需要的是时间。
- 我们预计公司 2012、2013 和 2014 年的 EPS 分别为 1.77、2.33 和 3.02 元，对应的动态市盈率分别为 21 倍、16 倍和 12.4 倍，我们给予公司 2012 年 25 倍 PE，2013 年 20 倍 PE，目标价为 44.25 - 46.60 元，给予“买入”的投资评级。

图表 1: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,004	1,379	1,784	2,261	货币资金	1,195	1,252	1,462	1,820
增长率	45.7%	37.4%	29.4%	26.7%	应收款项	43	50	65	83
营业成本	-666	-901	-1,162	-1,466	存货	54	75	93	120
% 销售收入	66.4%	65.4%	65.2%	64.9%	其他流动资产	32	45	45	52
毛利	337	477	622	795	流动资产	1,324	1,422	1,665	2,075
% 销售收入	33.6%	34.6%	34.8%	35.1%	% 总资产	86.0%	81.5%	84.2%	87.3%
营业税金及附加	-7	-6	-7	-9	长期投资	0	0	0	0
% 销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	181	292	277	261
营业费用	-95	-128	-162	-203	% 总资产	11.8%	16.7%	14.0%	11.0%
% 销售收入	9.5%	9.3%	9.1%	9.0%	无形资产	30	27	31	36
管理费用	-92	-128	-166	-208	非流动资产	216	323	313	302
% 销售收入	9.2%	9.3%	9.3%	9.2%	% 总资产	14.0%	18.5%	15.8%	12.7%
息税前利润 (EBIT)	143	215	286	374	资产总计	1,540	1,746	1,977	2,377
% 销售收入	14.3%	15.6%	16.0%	16.5%	短期借款	19	0	0	0
财务费用	21	19	22	26	应付款项	108	122	170	214
% 销售收入	-2.1%	-1.4%	-1.2%	-1.2%	其他流动负债	33	133	59	79
资产减值损失	-1	0	0	0	流动负债	160	255	229	292
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	160	255	229	292
营业利润	163	234	308	400	普通股股东权益	1,363	1,467	1,716	2,039
营业利润率	16.2%	17.0%	17.2%	17.7%	少数股东权益	16	23	33	45
营业外收支	4	1	2	2	负债股东权益合计	1,540	1,746	1,977	2,377
税前利润	166	235	309	402					
利润率	16.6%	17.0%	17.3%	17.8%					
所得税	-27	-39	-51	-66					
所得税率	16.4%	16.5%	16.5%	16.5%					
净利润	139	196	258	336					
少数股东损益	4	7	9	12					
归属于母公司的净利润	135	189	249	324					
净利率	13.4%	13.7%	14.0%	14.3%					
现金流量表 (人民币百万元)					比率分析				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
净利润	139	196	258	336	每股指标				
少数股东损益	0	7	9	12	每股收益 (元)	1.259	1.767	2.327	3.024
非现金支出	19	20	26	27	每股净资产 (元)	12.743	13.710	16.036	19.060
非经营收益	0	-1	-2	-2	每股经营现金流 (元)	1.296	1.889	2.890	3.479
营运资金变动	-20	-13	27	12	每股股利 (元)	0.800	0.800	0.000	0.000
经营活动现金净流	139	209	319	384	回报率				
资本开支	85	126	13	14	净资产收益率	9.88%	12.89%	14.51%	15.87%
投资	-28	0	0	0	总资产收益率	8.75%	10.83%	12.59%	13.62%
其他	0	0	0	0	投入资本收益率	58.81%	75.05%	83.26%	118.03%
投资活动现金净流	-113	-126	-13	-14	增长率				
股权募资	1,161	0	0	0	营业总收入增长率	45.67%	37.36%	29.42%	26.74%
债权募资	-13	-19	0	0	EBIT 增长率	21.98%	49.77%	33.22%	30.69%
其他	-118	-1	-86	0	净利润增长率	44.88%	40.32%	31.68%	29.98%
筹资活动现金净流	1,030	-19	-86	0	总资产增长率	318.42%	13.35%	13.27%	20.19%
现金净流量	1,056	64	220	370	资产管理能力				
					应收账款周转天数	12.0	12.0	12.0	12.0
					存货周转天数	27.8	30.4	29.1	29.8
					应付账款周转天数	32.0	24.9	27.1	27.8
					固定资产周转天数	49.1	61.1	57.0	42.5
					偿债能力				
					净负债/股东权益	-85.24%	-83.98%	-83.60%	-87.32%
					EBIT 利息保障倍数	-6.9	-11.3	-13.2	-14.2
					资产负债率	10.40%	14.62%	11.57%	12.30%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。