

索菲亚 (002572.SZ) 室内家具行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

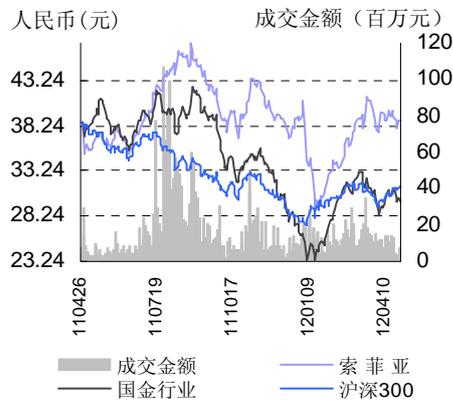
市价(人民币): 38.91元

Q1 负增长对全年影响不大

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)	27.00
总市值(百万元)	4,163.37
年内股价最高最低(元)	47.38/29.05
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《悲观预期缓解,继续看好公司前景》, 2012.3.30
2. 《战略分中心启动,布局内地市场》, 2012.3.6
3. 《业绩符合预期,市场调整带来机遇》, 2012.1.17

周文波 联系人
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

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

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.101	1.259	1.859	2.442	3.112
每股净资产(元)	4.67	12.74	13.30	15.50	18.61
每股经营性现金流(元)	2.52	1.30	2.54	2.88	3.59
市盈率(倍)	N/A	32.60	20.93	15.94	12.51
行业优化市盈率(倍)	35.07	36.38	36.38	36.38	36.38
净利润增长率(%)	79.20%	60.32%	47.65%	31.33%	27.43%
净资产收益率(%)	44.97%	9.88%	13.98%	15.76%	16.72%
总股本(百万股)	40.00	107.00	107.00	107.00	107.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 索菲亚 Q1 营业收入 1.41 亿元, 下降 3%; 营业利润 1673 万元, 下降 13.7%; 归属上市公司股东净利润 1382 万元, 下降 9.6%。公司预计 2012 年上半年归属上市公司股东净利润增长 10%-40%。
- 公司同时公告将使用超募资金 2193 万元收购控股子公司广州易福诺 30% 的少数股权, 并增资 4600 万元。

经营分析

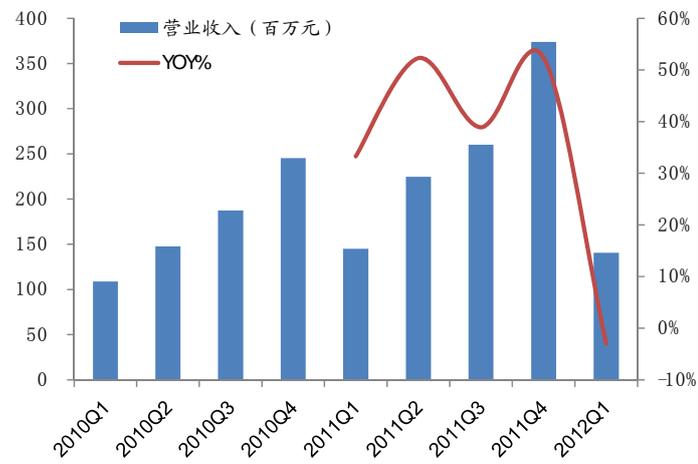
- **Q1 业绩对全年影响不大:** 定制衣柜行业具有很强的周期性, 从公司以往历史看, Q1 是行业低点, 仅占公司全年收入 11%-15%, 因此一季度的业绩对公司全年影响不大。公司一季度收入负增长, 部分受地产调控的影响, 但主要是由于 2012 年春节时间较早, 传统淡季期比去年长, 对公司一季度产生较大影响。从具体分业务看, 公司定制衣柜收入增长 2.7%, 子公司出口和木地板业务下降幅度较大, 达 34.1%, 拖累公司整体收入。分月度看, 公司一月份收入大幅度下滑, 二、三月则逐月改善。我们预计二季度持续向好的趋势仍将延续, 同时公司五月一日起开始大规模促销, 我们将及时跟踪订单变化。
- **盈利力微幅下降:** Q1 公司毛利率 32.2%, 与去年同期基本持平。此外, 受期间费用率上升的影响 (2012Q1 19.7% VS 2011Q1 18.6%), 公司 Q1 净利率微幅下降 (2012Q1 9.83%VS 2011Q1 11.55%)。
- **立足长远, 加大费用投入:** Q1 公司销售费用增长 64.3% (绝对额增加 822 万元), 销售费用率达 14.9%, 上升 6.1 个百分点。销售费用的增长主要来自广告费用的投入 (增加 580 万元) 及渠道销售人员的培训费用, 均是为长远发展打基础, 功在千秋之事。目前我国定制衣柜行业仍属于“年轻”行业, 市场集中度较低, 公司仅 10% 左右。在地产调控导致行业景气下行, 市场进入洗牌阶段, 同时公司 2012 年将释放 5 亿产值新产能的背景下, 公司借助强大资金实力加大品牌投入, 构筑良好的市场口碑及品牌力, 进一步提高市场占有率, 为公司长远发展奠定坚实的基础。

- **收购广州易福诺，有望发挥协同效应，增强盈利性：**广州易福诺是公司控股子公司（占股权 70%），主营木地板加工及销售，其中地板产能 400 万平方米/年，贴面板加工产能 1000 万平方米。易福诺原先原料采购、生产、销售都独立进行，此次收购后，公司将重新整合，加强双方资源共享，发挥协同效应，增强盈利能力（易福诺 2011 年净利率达 13.2%，与公司基本相当）。
- **品牌力及渠道力双提升期，继续看好公司长期前景：**2011 年末公司已拥有经销商专卖店约 800 家，公司 2012 年计划新开约 200 家经销商专卖店，其中在三四线城市开约 100 家专卖店。公司作为定制衣柜行业的龙头企业，同时也是唯一一家上市公司，在业内已积累了良好的市场口碑及市场美誉度，随着广告等费用的持续投入，公司品牌力稳步上升，我们认为公司已进入品牌力拉动渠道拓展，渠道力反哺品牌的良性互动期，预计公司在品牌力、渠道力双提升的推动下，将继续维持快速发展。

盈利预测及投资建议

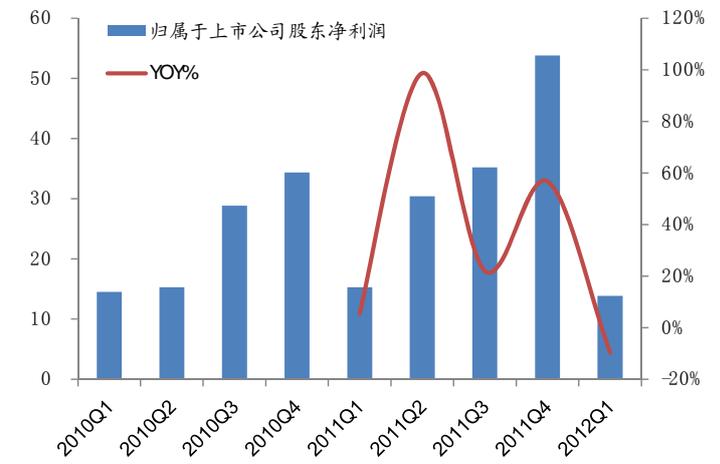
- 我们预计公司 2012-2014 年营业收入 13.89 亿元、17.81 亿元、22.16 亿元，归属母公司股东净利润 1.99 亿元、2.61 亿元、3.33 亿元，对应 EPS 为 1.86 元、2.44 元、3.11 元。
- 我们认为随着消费者的品牌认知度提升，已具备品牌、渠道优势的龙头企业将构筑宽广护城河，奠定长期发展的基石。而在行业景气低谷时，龙头企业也有望进一步抢占市场份额，我们继续看好具有品牌、渠道优势的内销龙头企业，我们维持公司“买入”评级。

图表1：公司营业收入（百万元）

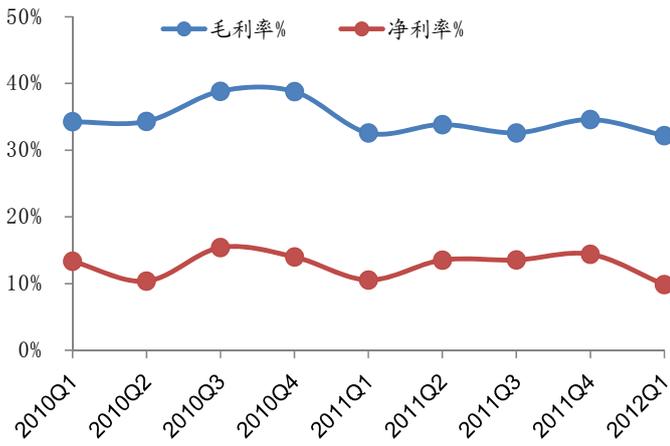


来源：国金证券研究所

图表2：公司净利润（百万元）

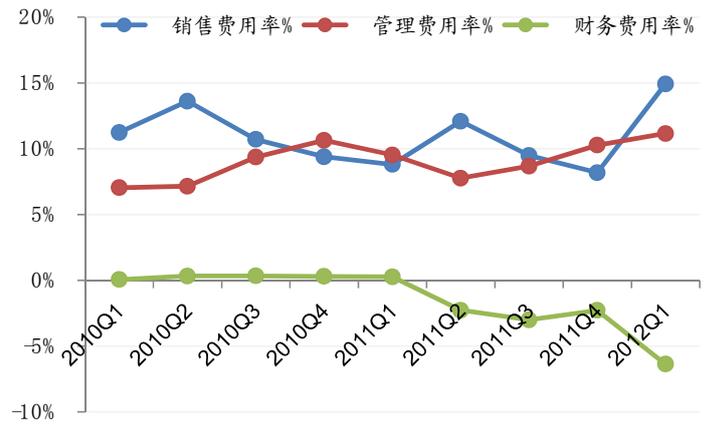


图表3: 公司盈利能力

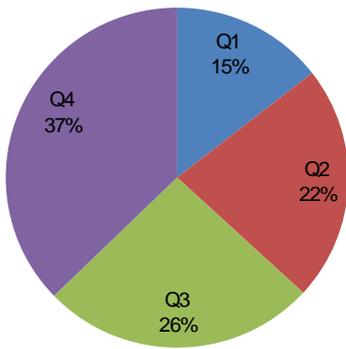


来源: 国金证券研究所

图表4: 公司期间费用率



图表5: 公司收入具有较强的季节性 (2011年)



来源: 国金证券研究所

图表6: 广州易福诺重点财务数据 (百万元)

	2008	2009	2010	2011
营业收入	115.82	91.09	102.78	111.58
主营业务利润	14.5	31.68	34.67	37.21
营业利润	9.06	20.41	16.57	18.37
利润总额	8.92	20.75	16.71	19.05
净利润	6.69	15.88	12.39	14.76

图表7: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	355	604	1,004	1,389	1,781	2,216
增长率		70.4%	66.0%	38.4%	28.2%	24.4%
主营业务成本	-248	-384	-666	-913	-1,169	-1,455
%销售收入	69.8%	63.5%	66.4%	65.7%	65.7%	65.7%
毛利	107	221	337	476	612	760
%销售收入	30.2%	36.5%	33.6%	34.3%	34.3%	34.3%
营业税金及附加	-1	0	-7	-7	-9	-11
%销售收入	0.4%	0.1%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-28	-70	-95	-132	-169	-210
%销售收入	8.0%	11.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-20	-50	-92	-125	-151	-177
%销售收入	5.7%	8.3%	9.2%	9.0%	8.5%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	57	100	143	212	282	362
%销售收入	16.0%	16.5%	14.3%	15.3%	15.8%	16.3%
财务费用	-1	-1	21	25	28	33
%销售收入	0.3%	0.2%	-2.1%	-1.8%	-1.6%	-1.5%
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	0	0	0	0
%税前利润	2.8%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	56	100	163	237	310	395
营业利润率	15.8%	16.6%	16.2%	17.1%	17.4%	17.8%
营业外收支	0	1	4	3	3	3
税前利润	56	102	166	240	313	398
利润率	15.8%	16.8%	16.6%	17.3%	17.6%	17.9%
所得税	-9	-18	-27	-36	-47	-60
所得税率	16.4%	17.3%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	47	84	139	204	266	338
少数股东损益	0	0	4	5	5	5
归属于母公司的净利润	47	84	135	199	261	333
净利率	13.2%	13.9%	13.4%	14.3%	14.7%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	47	84	139	204	266	338
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	11	19	22	28	31
非经营收益	-1	-2	0	1	-3	-3
营运资金变动	-4	7	-20	45	16	18
经营活动现金净流	50	101	139	272	308	384
资本开支	-34	-20	-85	-137	-36	-27
投资	0	0	-28	-1	0	0
其他	0	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	-34	-20	-113	-138	-36	-27
股权募资	25	0	1,161	0	-26	0
债权募资	-20	27	-13	-19	0	1
其他	-1	-14	-118	-1	-139	0
筹资活动现金净流	4	13	1,030	-19	-165	1
现金净流量	20	94	1,056	115	107	358

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	38	132	1,195	1,310	1,416	1,774
应收款项	9	20	43	36	46	57
存货	31	42	54	88	112	140
其他流动资产	3	14	32	25	31	38
流动资产	80	208	1,324	1,458	1,605	2,009
%总资产	47.3%	66.9%	86.0%	81.5%	82.5%	85.5%
长期投资	7	0	0	1	0	0
固定资产	74	85	181	313	327	328
%总资产	43.5%	27.2%	11.8%	17.5%	16.8%	14.0%
无形资产	8	16	30	15	12	10
非流动资产	90	103	216	331	341	340
%总资产	52.7%	33.1%	14.0%	18.5%	17.5%	14.5%
资产总计	170	311	1,540	1,788	1,947	2,349
短期借款	0	27	19	0	0	0
应付款项	46	74	108	158	203	252
其他流动负债	9	23	33	185	59	73
流动负债	56	124	160	344	262	326
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	56	124	160	344	262	327
普通股股东权益	114	187	1,363	1,423	1,658	1,991
少数股东权益	0	0	16	21	26	31
负债股东权益合计	170	311	1,540	1,788	1,947	2,349

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.172	2.101	1.259	1.859	2.442	3.112
每股净资产	2.861	4.672	12.743	13.302	15.497	18.609
每股经营现金净流	1.244	2.520	1.296	2.543	2.879	3.588
每股股利	0.000	0.000	0.800	1.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	40.98%	44.97%	9.88%	13.98%	15.76%	16.72%
总资产收益率	27.58%	27.00%	8.75%	11.12%	13.42%	14.17%
投入资本收益率	41.47%	38.53%	8.56%	12.47%	14.23%	15.19%
增长率						
主营业务收入增长率	76.02%	70.41%	66.03%	38.35%	28.23%	24.43%
EBIT增长率	81.80%	75.55%	43.76%	47.86%	33.14%	28.20%
净利润增长率	106.66%	79.20%	60.32%	47.65%	31.33%	27.43%
总资产增长率	39.40%	83.10%	394.73%	16.12%	8.85%	20.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.4	7.1	10.1	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	37.7	34.8	26.4	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	24.0	28.3	30.4	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	76.1	49.7	63.7	75.2	61.5	49.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.91%	-56.22%	-85.24%	-90.64%	-84.06%	-87.66%
EBIT利息保障倍数	53.8	91.7	-6.9	-8.4	-10.0	-11.0
资产负债率	32.69%	39.97%	10.40%	19.21%	13.46%	13.91%

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	4	6	6	10
买入	0	3	4	4	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.43	1.41	1.41	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-05-16	买入	37.17	97.00 ~ 117.00
2 2011-07-05	买入	39.07	100.00 ~ 100.00
3 2011-08-02	买入	44.56	100.00 ~ 100.00
4 2011-10-26	买入	39.50	N/A
5 2012-01-17	买入	30.01	N/A
6 2012-03-06	买入	38.39	N/A
7 2012-03-30	买入	37.90	N/A

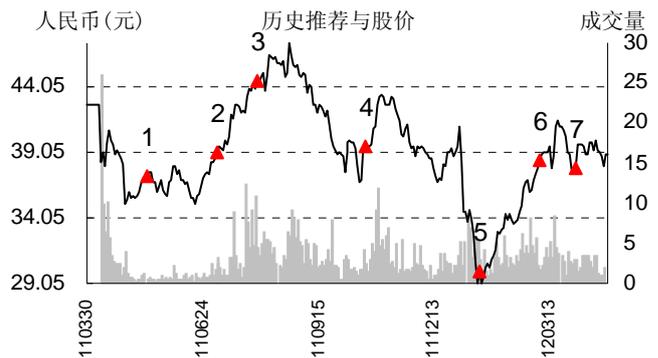
来源：国金证券研究所

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B