

业绩略低预期，等待旺季来临

——索菲亚 2012 年一季报点评

报告关键点:

- 一季报显示，归属于母公司净利润同比下滑9.57%，略低于预期；
- 整体费用控制良好，等待“五一、十一”假日带来的旺季效应；
- 维持“买入-A”投资评级，6个月合理目标价为50元。

报告摘要:

- 公司业绩增长符合预期。**根据一季报披露，公司一季度实现销售收入1.41亿元、同比下滑2.99%，归属于母公司净利润0.14亿元、同比下滑9.57%，实现摊薄后每股收益0.13元，业绩略低于我们预期。
- 一季度属行业传统淡季，业绩增长缓慢属正常情况。**根据2011年单季数据分析，一季度属于行业传统淡季，单季销售收入仅占到总收入的10%-15%。由于2012年1月份两节气相对集中，使传统淡季时间较上年同期增加，从而进一步影响消费者下单数量。但从公司主营业务看，一季度实现销售收入1.24亿元、同比增长1.6%，合并报表后是出口及木板业务收入下滑导致总收入下滑，所以总体上使一季度收入增长略低于预期。
- 整体费用控制良好，销售费用增长较快。**公司一季度销售费用为2100万元、同比增长64.31%，主要系两方面：一，公司本期内加大对广告费用的投入，按照广告发布时间摊销的费用比上年同期增加约581万元；二，公司在销售淡季增加对销售渠道的培训投入，导致本期内培训费用增长。报告期内净利率同比下滑1.04%，整体上费用控制良好。
- 持续看好全年增长，等待假日带来的旺季效应。**公司借助“索菲亚”品牌优势已在全国一、二线市场具有影响力，预计2012年将新增200家经销商店，并下沉渠道至三、四线市场，使其客户群体得到延伸。我们认为，随着公司产品品牌影响力的提升、渠道的拓展、以及产能的逐步释放，将在“五一、十一”黄金节假日实现较快增长，持续看好全年增长势头。
- 预计2012-2014年销售收入为13.51亿元、17.42亿元及21.16亿元，**归属于母公司净利润为1.84亿元、2.39亿元及2.91亿元，期间复合增速分别为25.49%和27.35%。预计2012-2014年EPS分别为1.72元、2.23元及2.72元，对应PE为21、16、13倍。基于公司是唯一一家定制衣柜上市企业，且具有新颖的商业模式，维持“买入-A”投资评级，6个月合理目标价为50元，对应2012年PE为29倍。
- 风险提示：**新增产能得不到及时消化的风险；房地产需求下滑所带来的销售增长减速风险。

财务和估值数据摘要

| (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 604.5 | 1,003.6 | 1,350.5 | 1,742.3 | 2,116.2 |
| Growth(%) | 70.4% | 66.0% | 34.6% | 29.0% | 21.5% |
| 净利润 | 93.0 | 134.7 | 184.3 | 238.7 | 290.6 |
| Growth(%) | 98.3% | 44.9% | 36.8% | 29.5% | 21.7% |
| 毛利率(%) | 36.5% | 33.6% | 33.8% | 33.6% | 33.3% |
| 净利率(%) | 15.4% | 13.4% | 13.6% | 13.7% | 13.7% |
| 每股收益(元) | 0.87 | 1.26 | 1.72 | 2.23 | 2.72 |
| 每股净资产(元) | 1.75 | 12.74 | 14.03 | 15.71 | 17.75 |
| 市盈率 | 43.2 | 29.8 | 21.8 | 16.8 | 13.8 |
| 市净率 | 21.5 | 2.9 | 2.7 | 2.4 | 2.1 |
| 净资产收益率(%) | 45.0% | 10.1% | 12.5% | 14.4% | 15.5% |
| ROIC(%) | 123.6% | 155.4% | 91.0% | 54.0% | 47.3% |
| EV/EBITDA | - | 20.8 | 12.6 | 9.3 | 7.3 |
| 股息收益率 | 0.3% | 1.1% | 1.1% | 1.5% | 1.8% |

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

50.00 元

期限: 6个月 上次预测: 50.00元

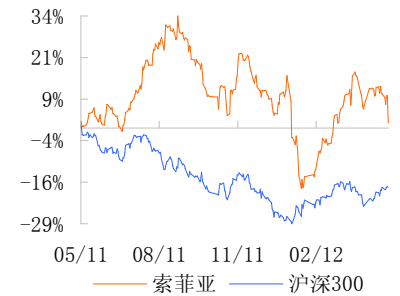
现价(2012年05月2日): 37.39元

报告日期:

2012-05-02

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 3,852.00 |
| 流通市值(百万元) | 972.00 |
| 总股本(百万股) | 107.00 |
| 流通股本(百万股) | 27.00 |
| 12个月最低/最高 | 28.33/96.40 元 |
| 十大流通股东(%) | 50.46% |
| 股东户数 | 4,249 |

12个月股价表现



| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|---------|-------|-------|
| 相对收益 | (11.99) | 10.08 | 19.27 |
| 绝对收益 | (5.01) | 15.71 | 1.52 |

张琛

021-68765905
执业证书编号

助理行业分析师

zhangdan@essence.com.cn
S1450511080006

前期研究成果

索菲亚: 业绩增长超预期, 消费需求仍然较旺

2012-04-05

索菲亚: 业绩增长良好, 看好四季度旺季销量

2011-10-27

宁基股份: 订单增长良好, 产能投放短期受阻

2011-09-23

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元 模型更新时间 2012-4-27

| 利润表 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 财务指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 604.5 | 1,003.6 | 1,350.5 | 1,742.3 | 2,116.2 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 383.6 | 666.2 | 893.4 | 1,156.5 | 1,411.5 | 营业收入增长率 | 70.4% | 66.0% | 34.6% | 29.0% | 21.5% |
| 营业税费 | 0.5 | 6.6 | 4.1 | 5.2 | 6.3 | 营业利润增长率 | 78.7% | 62.3% | 38.1% | 29.5% | 21.7% |
| 销售费用 | 70.4 | 95.2 | 116.0 | 143.0 | 165.0 | 净利润增长率 | 98.3% | 44.9% | 36.8% | 29.5% | 21.7% |
| 管理费用 | 50.3 | 92.3 | 129.2 | 164.0 | 198.5 | EBITDA 增长率 | 74.5% | 41.7% | 51.3% | 34.1% | 21.0% |
| 财务费用 | 1.1 | -20.9 | -17.2 | -17.8 | -19.8 | EBIT 增长率 | 77.3% | 39.9% | 46.3% | 31.7% | 22.4% |
| 资产减值损失 | - | 1.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | NOPLAT 增长率 | 96.2% | 25.7% | 49.2% | 31.7% | 22.4% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -0.1% | 154.7% | 122.0% | 39.6% | 10.7% |
| 投资和汇兑收益 | 1.7 | - | - | - | - | 净资产增长率 | 63.3% | 638.4% | 10.5% | 12.3% | 13.3% |
| 营业利润 | 100.3 | 162.7 | 224.7 | 291.1 | 354.3 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 1.4 | 3.8 | - | - | - | 毛利率 | 36.5% | 33.6% | 33.8% | 33.6% | 33.3% |
| 利润总额 | 101.7 | 166.5 | 224.7 | 291.1 | 354.3 | 营业利润率 | 16.6% | 16.2% | 16.6% | 16.7% | 16.7% |
| 减: 所得税 | 17.6 | 27.3 | 33.7 | 43.7 | 53.1 | 净利润率 | 15.4% | 13.4% | 13.6% | 13.7% | 13.7% |
| 净利润 | 93.0 | 134.7 | 184.3 | 238.7 | 290.6 | EBITDA/营业收入 | 18.1% | 15.4% | 17.4% | 18.0% | 18.0% |
| 资产负债表 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | EBIT/营业收入 | 16.8% | 14.1% | 15.4% | 15.7% | 15.8% |
| 货币资金 | 132.1 | 1,194.9 | 1,202.3 | 1,241.6 | 1,426.0 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 固定资产周转天数 | 47 | 46 | 60 | 69 | 67 |
| 应收账款 | 20.5 | 42.5 | 59.0 | 76.2 | 92.5 | 流动营业资本周转天数 | -10 | -6 | 15 | 31 | 36 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 86 | 275 | 361 | 296 | 272 |
| 预付账款 | 9.7 | 7.8 | 5.1 | 1.6 | -2.6 | 应收账款周转天数 | 7 | 10 | 13 | 13 | 13 |
| 存货 | 42.0 | 54.2 | 73.2 | 94.8 | 115.7 | 存货周转天数 | 22 | 17 | 17 | 17 | 18 |
| 其他流动资产 | 3.9 | 24.6 | 43.7 | 65.2 | 85.8 | 总资产周转天数 | 143 | 332 | 433 | 374 | 347 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资资本周转天数 | 45 | 48 | 83 | 107 | 108 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROE | 45.0% | 10.1% | 12.5% | 14.4% | 15.5% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROA | 27.0% | 9.0% | 11.2% | 12.9% | 13.9% |
| 固定资产 | 82.4 | 175.3 | 278.4 | 388.5 | 393.9 | ROIC | 123.6% | 155.4% | 91.0% | 54.0% | 47.3% |
| 在建工程 | 2.2 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 6.9 | 17.5 | 16.4 | 15.3 | 14.3 | 销售费用率 | 11.6% | 9.5% | 8.6% | 8.2% | 7.8% |
| 其他非流动资产 | 10.9 | 17.3 | 21.4 | 25.3 | 29.1 | 管理费用率 | 8.3% | 9.2% | 9.6% | 9.4% | 9.4% |
| 资产总额 | 311.3 | 1,540.1 | 1,705.6 | 1,914.7 | 2,160.8 | 财务费用率 | 0.2% | -2.1% | -1.3% | -1.0% | -0.9% |
| 短期债务 | 27.0 | 18.7 | 13.3 | 7.9 | 1.7 | 三费/营业收入 | 20.1% | 16.6% | 16.9% | 16.6% | 16.2% |
| 应付账款 | 45.4 | 83.6 | 113.8 | 147.3 | 179.8 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 40.0% | 10.4% | 10.6% | 10.6% | 10.2% |
| 其他流动负债 | 51.2 | 54.9 | 48.9 | 40.2 | 29.6 | 负债权益比 | 66.6% | 11.6% | 11.9% | 11.8% | 11.3% |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 1.67 | 8.26 | 7.65 | 7.32 | 7.82 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 1.33 | 7.92 | 7.25 | 6.85 | 7.29 |
| 负债总额 | 124.4 | 160.2 | 180.8 | 202.1 | 219.7 | 利息保障倍数 | 93.25 | 6.78 | 12.08 | 15.35 | 16.92 |
| 少数股东权益 | - | 16.4 | 23.1 | 31.8 | 42.3 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 40.0 | 107.0 | 107.0 | 107.0 | 107.0 | DPS(元) | 0.11 | 0.40 | 0.43 | 0.56 | 0.68 |
| 留存收益 | 146.9 | 1,256.5 | 1,394.7 | 1,573.8 | 1,791.7 | 分红比率 | 12.5% | 31.8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 股东权益 | 186.9 | 1,379.9 | 1,524.8 | 1,712.5 | 1,941.0 | 股息收益率 | 0.3% | 1.1% | 1.1% | 1.5% | 1.8% |
| 现金流量表 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 业绩和估值指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润 | 84.0 | 139.2 | 184.3 | 238.7 | 290.6 | EPS(元) | 0.87 | 1.26 | 1.72 | 2.23 | 2.72 |
| 加: 折旧和摊销 | 11.2 | 18.0 | 26.8 | 41.0 | 45.6 | BVPS(元) | 1.75 | 12.74 | 14.03 | 15.71 | 17.75 |
| 资产减值准备 | - | 1.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | PE(X) | 43.2 | 29.8 | 21.8 | 16.8 | 13.8 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 21.5 | 2.9 | 2.7 | 2.4 | 2.1 |
| 财务费用 | 1.1 | 1.2 | -17.2 | -17.8 | -19.8 | P/FCF | 33.4 | 460.4 | -69.8 | 63.8 | 18.2 |
| 投资收益 | -1.7 | - | - | - | - | P/S | 6.6 | 4.0 | 3.0 | 2.3 | 1.9 |
| 少数股东损益 | - | 4.4 | 6.7 | 8.7 | 10.5 | EV/EBITDA | - | 20.8 | 12.6 | 9.3 | 7.3 |
| 营运资金的变动 | 2.6 | -43.9 | -31.1 | -34.2 | -33.8 | CAGR(%) | 43.3% | 29.3% | 24.3% | 21.8% | 21.9% |
| 经营活动产生现金流量 | 100.8 | 138.7 | 169.8 | 236.6 | 293.5 | PEG | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -19.5 | -113.0 | -128.8 | -150.0 | -50.0 | ROIC/WACC | 11.3 | 14.2 | 8.3 | 4.9 | 4.3 |
| 融资活动产生现金流量 | 12.7 | 1,029.9 | -34.3 | -47.3 | -59.1 | REP | - | 1.2 | 0.8 | 1.0 | 1.0 |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张殚，安信证券中小板行业助理分析师，武汉大学法学学士，2007年加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张殚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

| | | | |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 朱贤 | 上海联系人 | 张勤 | 上海联系人 |
| 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| 凌洁 | 上海联系人 | 黄方祥 | 上海联系人 |
| 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn | 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn |
| 梁涛 | 上海联系人 | 潘冬亮 | 北京联系人 |
| 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn | 010-59113590 | pandl@essence.com.cn |
| 周蓉 | 北京联系人 | 马正南 | 北京联系人 |
| 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn | 010-59113593 | mazn@essence.com.cn |
| 胡珍 | 深圳联系人 | 李国瑞 | 深圳联系人 |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034