

新兴产品仍受青睐，业绩符合预期

索菲亚 2012 年中报点评

报告关键点：

- 报告期内公司实现归属于母公司净利润5.10亿元、同比增长11.69%；
- 建立西部分加工中心，优化营销渠道，强化品牌建设；
- 维持“买入-A”评级，下调六个月合理目标价至21.50元。

报告摘要：

- 公司业绩符合预期。**公司实现销售收入4.26亿元、同比增长15.34%，归属于母公司净利润0.51亿元、同比增长11.69%，实现摊薄后每股收益0.24元。二季度单季实现销售收入2.85亿元、同比增加27.17%，净利润0.35亿元、同比增长11.33%，公司整体盈利符合预期。
- 建立西部分加工中心，强化渠道及品牌优势。**公司四川加工中心的设立，将进一步优化产能供给渠道，强而快的覆盖中西部地区。从产品结构看，各类型产品毛利率略有浮动，但整体仍保障公司稳定盈利；从销售区域看，除华南地区收入同比降低6.91%之外，其余各销售区域收入均有不同程度的增长，二三线渠道下沉进展顺利，其中以东北、西北地区最为快速，分别同比增长55.20%及51.59%。
- 维持2012-2014年实现销售收入13.5、17.42、21.16亿元，净利润1.84、2.39、2.91亿元，期间复合增速分别为25.49%及27.35%。**预计2012-2014年EPS分别为0.86、1.12、1.36元，对应PE为22、17、14倍，维持“增持-A”投资评级，基于中小市值股票市场风险提升，下调6个月合理目标价至21.5元，对应2012年PE为25倍。
- 风险提示：**房地产调控风险；市场竞争加剧风险；管理风险；信息系统风险。

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%
净利润率(%)	15.4%	13.4%	13.6%	13.7%	13.7%
每股收益(元)	0.43	0.63	0.86	1.12	1.36
每股净资产(元)	0.87	6.37	7.02	7.85	8.87
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	9.4	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： 21.50 元

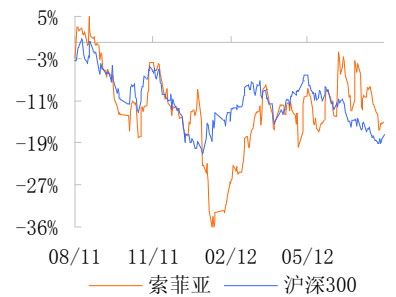
期限： 6 个月 上次预测： 25.00 元

现价 (2012 年 08 月 07 日) : 19.70 元

报告日期： 2012-08-08

总市值(百万元)	4,031.76
流通市值(百万元)	1,017.36
总股本(百万股)	214.00
流通股本(百万股)	54.00
12 个月最低/最高	17.70/96.40 元
十大流通股东(%)	25.23%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.29)	6.68	2.24
绝对收益	(11.81)	(5.48)	(15.42)

张琛

021-68765905
执业证书编号

助理行业分析师

zhangdan@essence.com.cn
S1450511080006

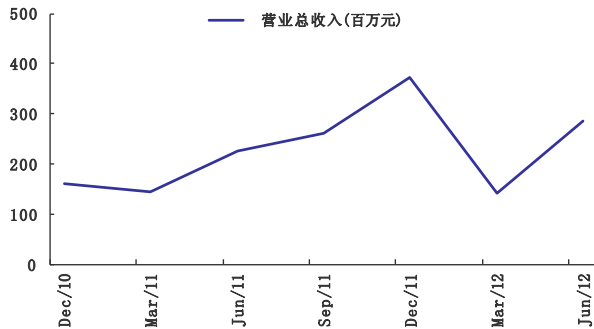
前期研究成果

- 索菲亚：业绩略低预期，等待旺季来临
2012-05-02
- 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

1. 新兴产品仍受青睐，业绩符合预期

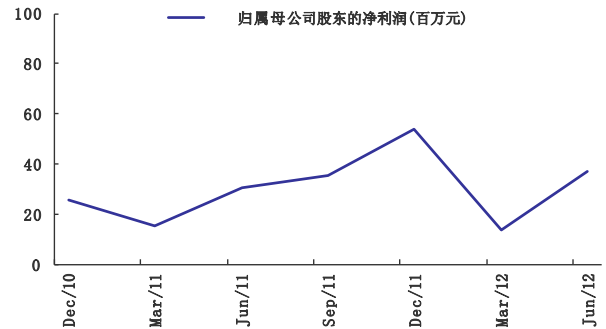
公司实现销售收入 4.26 亿元、同比增长 15.34%，利润总额 0.61 亿元、同比增长 7.44%，归属于母公司净利润 0.51 亿元、同比增长 11.69%，实现摊薄后每股收益 0.24 元。期间公司实现销售净利率 14.40%，毛利率 12.19%，同比略有下降。受到大宏观环境影响，再加上上半年非建筑家装行业的传统旺季，所以相应受到影响，公司保持平稳增长。

图 1 公司销售收入情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

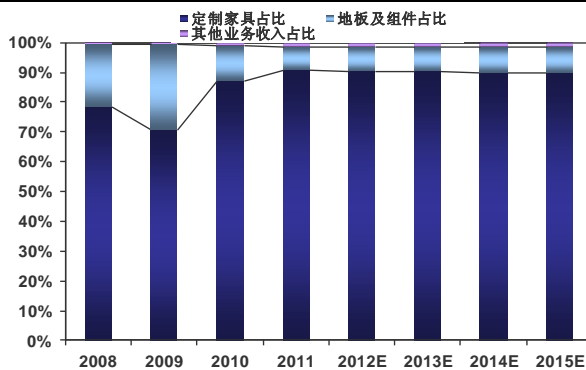
图 2 公司归属于母公司净利润情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

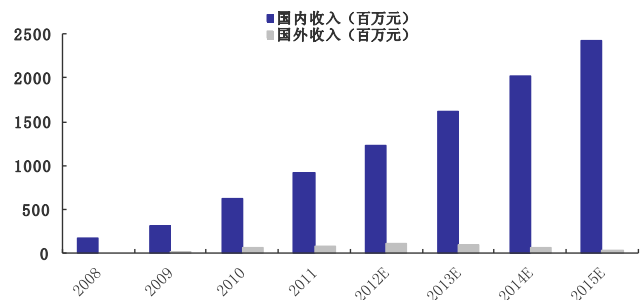
从产品结构来看，各类别产品毛利率有小幅减少，定制衣柜及其配件收入同比增加 20.39%，地板销售与安装及加工收入同比减少 26.54%。新兴细分行业—定制衣柜行业，由于能为城市家庭卧室衣柜装修提供较佳解决方案，目前仍比较容易获得用户青睐，仍保持着整体增长的形势，但是受限于大环境经济萎缩，通货膨胀等一系列因素，整体增长速度平稳。

图 3 公司产品收入占比情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 4 公司区域收入情况



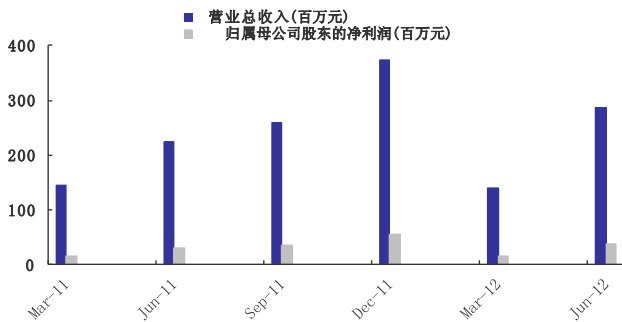
数据来源：wind，安信证券研究中心

从销售区域来看，受国外经济形势不景气影响，出口收入同比减少 16.81%。国内市场，除华南地区收入同比降低 6.91%之外，其余各销售区域收入均有不同程度的增长，二三线渠道下沉进展顺利，其中以东北、西北地区最为快速，分别同比增长 55.20%及 51.59%。

2. 二季度盈利稳定，业绩符合预期

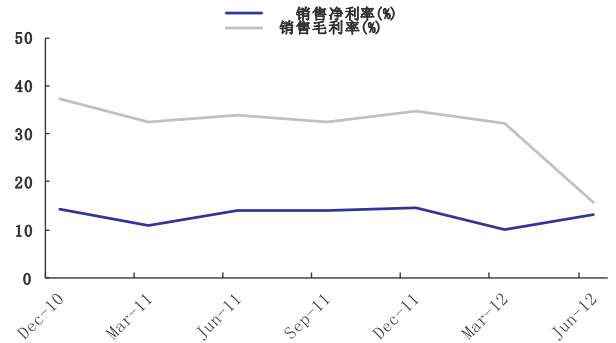
二季度单季实现销售收入 2.85 亿元、同比增加 27.17%，净利润 0.35 亿元、同比增长 11.33%。期间公司实现销售净利率为 13.29%，销售毛利率为 15.64%，相比与一季度有小幅上升，说明二季度公司整体盈利能力相对稳定。

图 5 单季度收入及净利润情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 6 单季度净利率及毛利率变化情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

3. 两费略有上升，整体情况良好

报告期内，销售费用和管理费用分别同比增长 25.25%及 25.65%，主要是报告期内公司筹建西部分加工中心，扩大销售网络，强化品牌建设及加大研发投入所致。鉴于前期投入会带来长远收益，后期公司业务费用增长幅度有望减缓，后期整体费用控制良好。

4. 2012 年三季度业绩预告说明

报告期内，公司持续加大研发的投入，不断推出一系列新产品，它们将成为公司 2013 年销售增长点。同时，建立西部分加工中心，优化营销渠道，强化品牌建设。进一步提高公司行业竞争力和可持续发展能力，有利于提高募集资金的使用效率，最大限度地增加企业创造价值的能力，保障股东权益长期的最大化；加快建设定制衣柜技术升级改造项目最后一期工程；继续补充现有销售渠道，持续深化销售网络，网络销售强化品牌建设。预计三季度公司业绩仍将稳定增长。

5. 盈利与估值

盈利：维持 2012-2014 年实现销售收入 13.5、17.42、21.16 亿元，净利润 1.84、2.39、2.91 亿元，期间复合增速分别为 25.49% 及 27.35%。

表 1 公司业务预测情况

单位：百万元

项目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
产品总收入	201.50	354.70	688.94	1003.60	1350.52	1742.34	2116.17	2488.89
产品总成本	143.77	247.69	433.13	666.16	893.44	1156.53	1411.53	1667.93
毛利率	28.65%	30.17%	37.13%	33.62%	33.85%	33.62%	33.30%	32.99%
定制家具								
收入	158.17	251.09	600.16	912.31	1222.22	1573.33	1906.67	2240.00
收入增速		58.75%	139.02%	52.01%	33.97%	28.73%	21.19%	17.48%
收入占比	78.50%	70.79%	87.11%	90.90%	90.50%	90.30%	90.10%	90.00%
成本	110.78	167.02	368.93	595.57	794.44	1025.81	1248.87	1473.92
成本增速		50.76%	120.89%	61.43%	33.39%	29.12%	21.74%	18.02%
成本占比	77.06%	67.43%	85.18%	89.40%	88.92%	88.70%	88.48%	88.37%
毛利率	29.96%	33.48%	38.53%	34.72%	35.00%	34.80%	34.50%	34.20%
地板及组件								
收入	42.17	101.90	83.34	79.80	108.04	144.61	179.87	211.56
收入增速		141.66%	-18.21%	-4.25%	35.39%	33.85%	24.38%	17.61%
收入占比	20.93%	28.73%	12.10%	7.95%	8.00%	8.30%	8.50%	8.50%
成本	32.49	79.92	61.96	61.60	83.19	111.64	139.40	164.59
成本增速		145.98%	-22.48%	-0.57%	35.04%	34.20%	24.87%	18.07%
成本占比	22.60%	32.27%	14.30%	9.25%	9.31%	9.65%	9.88%	9.87%
毛利率	22.95%	21.57%	25.66%	22.80%	23.00%	22.80%	22.50%	22.20%
其他业务								
收入	1.17	1.71	5.43	11.49	20.26	24.39	29.63	37.33
收入增速		46.65%	217.97%	111.40%	76.38%	20.41%	21.46%	26.01%
收入占比	0.58%	0.48%	0.79%	1.14%	1.50%	1.40%	1.40%	1.50%
成本	0.49	0.75	2.24	8.98	15.80	19.08	23.26	29.42
成本增速		51.31%	199.94%	300.99%	75.94%	20.72%	21.92%	26.50%
成本占比	0.34%	0.30%	0.52%	1.35%	1.77%	1.65%	1.65%	1.76%
毛利率	57.64%	56.30%	58.77%	21.80%	22.00%	21.80%	21.50%	21.20%

数据来源：wind，安信证券研究中心

估值：预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.86、1.12、1.36 元，对应 PE 为 22、17、14 倍，维持“买入-A”投资评级，基于中小市值股票市场风险提升，下调 6 个月合理目标价至 21.5 元，对应 2012 年 PE 为 25 倍。

6. 风险提示

房地产调控风险；市场竞争加剧风险；管理风险；信息系统风险等。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-8-6		
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
应收帐款	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
预付帐款	9.7	7.8	5.1	1.6	-2.6	应收帐款周转天数	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%
应付帐款	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	214.0	214.0	214.0	DPS(元)	0.05	0.20	0.22	0.28	0.34
留存收益	146.9	1,256.5	1,287.7	1,466.8	1,684.7	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)	0.43	0.63	0.86	1.12	1.36
加:折旧和摊销	11.2	18.0	26.8	41.0	45.6	BVPS(元)	0.87	6.37	7.02	7.85	8.87
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	33.5	460.9	-69.9	63.9	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	9.4	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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@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
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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