



东兴证券
DONGXING SECURITIES

二季度业绩大幅改善 后期仍可持 续

2012年8月7日

推荐/维持

索菲亚

财报点评

——索菲亚（002572）2012 半年度财报点评

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 孙玉姣	010-6655 4090	邮箱: sunyj@dxzq.net.cn

事件:

索菲亚发布半年报, 公司实现营业收入 4.26 亿元, 比上年同期增长 15.34%; 实现营业利润 6139 万元, 归属于上市公司股东的净利润 5103 万元, 分别比上年同期增长 13.41%、11.69%, EPS 为 0.24 元。

公司分季度财务指标

指标	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入(百万元)	187.27	160.84	145.02	224.71	260.11	373.76	140.68	285.76
增长率(%)			33.29%	52.29%	38.90%	132.38%	-2.99%	27.17%
毛利率(%)	38.85%	37.41%	32.58%	33.85%	32.61%	34.60%	32.19%	32.01%
期间费用率(%)	20.42%	20.19%	18.61%	17.61%	15.19%	16.20%	19.73%	15.77%
营业利润率(%)	19.21%	17.22%	13.37%	15.46%	16.82%	17.35%	11.89%	15.63%
净利润(百万元)	29.99	23.02	15.95	31.68	36.44	55.09	14.01	37.97
增长率(%)			6.02%	98.26%	21.48%	139.30%	-12.16%	19.84%
每股盈利(季度, 元)		0.635	0.382	0.568	0.329	0.503	0.129	0.174
资产负债率(%)		39.97%	26.56%	7.61%	10.67%	10.40%	7.94%	10.01%
净资产收益率(%)		12.32%	7.43%	2.38%	2.75%	3.99%	1.00%	2.72%
总资产收益率(%)		7.40%	5.46%	2.20%	2.46%	3.58%	0.93%	2.45%

评论:

- ▶ 二季度业绩大幅反弹。第二季度销售为2.85亿元, 同比增长27.2%, 略高于我们之前预期, 主要是季节性因素。除此之外, 公司确认收入是以定制的产品送到消费者家中为准, 而订单从产生到最后确认时间不好把握, 短则三个月, 长则一年, 因此, 订单确认的不确定性也加剧了收入增速的波动。
- ▶ 收入增长仍受房地产销售的影响。公司过去三年的复合增速为60%, 去年全年增速为46%, 今年上半年增速仍较去年放缓20个百分点。除了公司自身的生命周期因素之外, 房地产低迷影响较大; 从区域来看, 刨除市场竞争及基数原因, 华东、华南等房地产限购严厉的地区增速仍较慢, 分别增长7.71%和-6.91%; 而东北、西北等未限购地区有50%以上增长。西南和华中地区增速也较快, 分别增长37%和36%。

- 品牌力彰显，渠道建设顺利。公司拥有经销商专卖店约900家，经销商442位。较去年底增加100家加盟店，基本符合全年规划进度。公司上市以来品牌力持续提升，渠道向三四线城市延伸，渠道的拓展受房地产低迷影响不大。今年年底预计能达到1000家。
- 毛利率略下滑，三项费用率保持相对稳定。上半年整体毛利率为32.27%，较去年同期下滑1.27个百分点，主要是在行业调整期，公司为维护终端价格及渠道利润，未调整产品的出厂价格，导致未能完全覆盖原材料及人力成本的上涨。销售费用率为11.74%，较去年全年提高2.15个百分点，主要是由于品牌宣传支持加大。

业务展望：

我们认为今年二季度后房地产销售的阶段性反弹会在一定程度上刺激第三季度家具的销售，加上旺季的季节性因素，三季度同比和环比继续改善的可能性加大。公司作为定制衣柜的第一品牌，将继续享受其品牌效应；且随着其西部分加工中心和募投项目9月份试生产，其产能瓶颈将大幅缓解。

盈利预测

我们预测 2012-2014 年公司营业收入为 12.7 亿元、16.5 亿元和 20.5 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 1.65 亿元、2.16 亿和 2.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.77 元、1.01 元和 1.29 元。对应目前估值分别为 24.35 倍、18.66 倍和 14.64 倍。

投资建议

定制衣柜行业在中国处于高速成长期，公司作为绝对龙头，将畅享行业成长机遇。公司品牌力、渠道力、管理能力将在未来几年持续发力。作为家具行业最具特色和综合竞争能力最强的公司之一，公司应该享受高于行业平均的估值水平，6个月目标价25元。维持“推荐”评级。

表 1：盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	604.46	1,003.60	1,270.00	1,650.00	2,050.00
(+/-)%	70.41%	66.03%	26.54%	29.92%	24.24%
经营利润（EBIT）（百万元）	101.35	141.81	177.80	237.60	305.45
(+/-)%	77.30%	39.92%	25.38%	33.63%	28.56%
净利润（百万元）	84.04	134.73	165.56	216.08	275.40
(+/-)%	79.20%	60.32%	22.88%	30.51%	27.45%
每股净收益（元）	2.1	1.3	0.77	1.01	1.29

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011年加盟东兴证券研究所，轻工、造纸行业高级研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。