

索菲亚 (002572.SZ) 室内家具行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

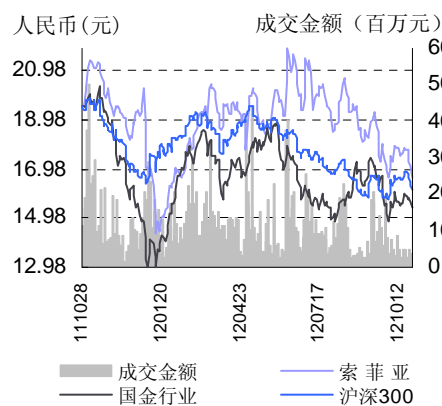
市价(人民币): 16.60元

经营持续改善, 建议买入

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)	54.00
总市值(百万元)	35.52
年内股价最高最低(元)	21.87/14.39
沪深300指数	2247.91
中小板指数	4767.92



相关报告

1. 《逆势扩张, 彰显龙头风范》, 2012.9.18
2. 《地产调控影响有所显现》, 2012.8.7
3. 《Q1 负增长对全年影响不大》, 2012.4.27

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	0.810	1.065	1.371
每股净资产(元)	4.67	12.74	7.18	8.25	9.62
每股经营性现金流(元)	2.52	1.30	1.15	1.30	1.63
市盈率(倍)	N/A	32.60	20.51	15.59	12.11
行业优化市盈率(倍)	40.67	14.27	30.85	30.85	30.85
净利润增长率(%)	79.20%	60.32%	28.58%	31.53%	28.74%
净资产收益率(%)	44.97%	9.88%	11.27%	12.91%	14.25%
总股本(百万股)	40.00	107.00	214.00	214.00	214.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 索菲亚前三季度营业收入 7.84 亿元, 增长 24.5%; 归属上市公司股东净利润 1.02 亿元, 增长 29.3%, EPS 0.49 元。其中三季度单季营业收入 3.58 亿元, 增长 37.5%; 归属上市公司股东净利润 5359 万元, 增长 52.2%, EPS 0.25 元。公司预计全年归属上市公司股东净利润增长 10%-40%。

经营分析

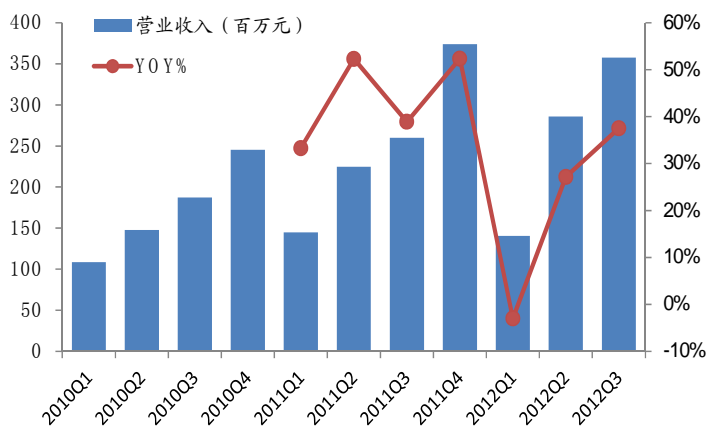
- **经营情况向好明显:** 在家具消费受困于地产调控的大背景下, 公司前三季度无论是收入、还是净利润仍保持较好的增长, 再次验证了公司具有高效的管理团队以及卓越的管理水平。分季度看, 公司 Q1-Q3 单季收入增速分别为-3%、27.2%、37.5%, 逐季改善。从营收结构来看, 因地产的影响, 公司老店收入增速有所下滑, 但新开店带来的销售增量以及大宗业务的拓展抵消了这部分的影响。公司今年上半年公司新开了 100 家经销商专卖店, 截至 6 月底, 公司拥有经销商 442 位, 经销商专卖店约 900 家。下半年公司将新开 100 家经销商专卖店, 2012 年底公司经销商专卖店将达到 1000 家左右。此外, 今年大宗业务的拓展也贡献了一部分增量, 目前公司已成立独立的大宗业务部, 直接与房地产商合作, 加大市场开发力度。公司已与保利、金地等知名房地产商签有战略合作协议, 大宗业务的推进可部分对冲零售业务增速下降风险。
- **毛利率提升致利润加速增长:** 受益于原材料铝材的价格降低, 公司三季度毛利率达 35.7%, 较去年同期上升 3 个百分点, 环比二季度上升 3.7 个百分点, 毛利率的提升使得利润增速快于收入增速。由于广告支出的增加, 公司前三季度销售费用增长 36.6%, 销售费用率上升 1 个百分点。但由于利息收入的贡献, 公司前三季度费用率持平去年, 为 16.9%。此外前三季度公司经营现金流量净额 1.03 亿元, 同比增长 41.1%, 现金流良好。
- **地产销售回暖, 高增长有望保持:** 年初以来在政策放松和降价等因素作用下, 消费者对地产的预期有所改变, 刚需开始回流市场, 房屋销量逐渐回升。根据国金房地产组的预测, 2012-2013 年商品房销售增速分别为-5%、5%, 地产行业正走出寒冬。房地产是泛家居行业上游, 直接决定着家具行业的消费。我们预计随着国内地产市场的回暖, 国内家具消费有望逐渐走出谷底。公司作为定制衣柜细分行业的龙头, 公司市场份额仅 10% 左右。在行业受地产调控景气下行阶段, 公司正借助强大的资金实力加大品牌投入, 构筑良好的市场口碑及品牌力, 而渠道网络的覆盖扩大也将为公司长远发展奠定坚实的基础, 我们预计公司高速增长有望保持。

- **战略布局稳步推进，看好公司长远发展前景：**公司 9 月份公告收购浙江名隆家具部分资产，并拟投资 2 亿元设立全资子公司“索菲亚家居（浙江）有限公司”，打造华东生产基地。项目拟分二期实施，第一期投资总额 2 亿元，新增产能 3 亿元（以产值计），投产时间预计 2013Q2。这也是公司今年的第二次收购，今年 3 月份公司收购的四川宁基建筑装饰材料公司，新增产能 1 亿元左右。加上公司本部，公司目前共拥有 3 个家具制造基地。而未来公司可能在华北通过收购或新建的方式再建设一个加工中心，由此公司全国范围将拥有 4 个加工中心，基本完成全国战略布局，这将有力地提高公司的竞争力，利好公司长远发展。随着公司广州本部募投项目的最后一期工程投产，2012 年底公司总产能预计达到 15 亿元（以产值计/广州 14 亿元+成都 1 亿元），已基本可满足销售所需，有力地保证公司业务的拓展。

盈利调整及投资建议

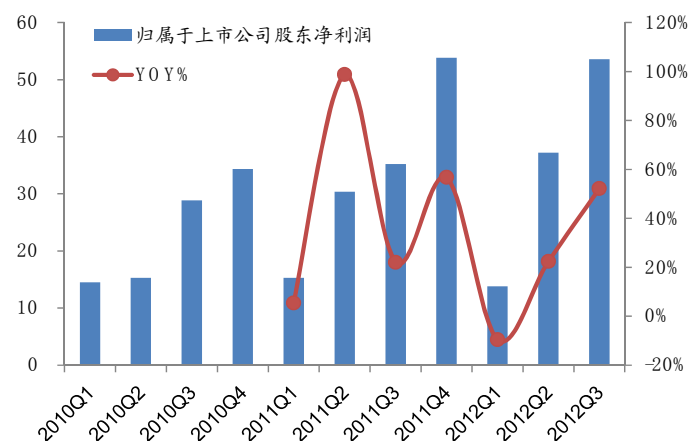
- 我们维持公司业绩预测，预计公司 2012-2014 年营业收入 12.86 亿元、16.7 亿元、21.27 亿元，归属母公司股东净利润 1.73 亿元、2.28 亿元、2.93 亿元，对应 EPS 为 0.81 元、1.07 元、1.37 元。
- 公司作为定制衣柜行业的龙头企业，同时也是唯一一家上市公司，已积累了良好的市场口碑及美誉度。而且随着地产销售的回暖，我们预计公司的经营环境将逐步改善，目前公司股价受市场悲观预期的影响持续下跌，动态估值仅 20 倍左右，我们建议买入。

图表1：公司营业收入（百万元）

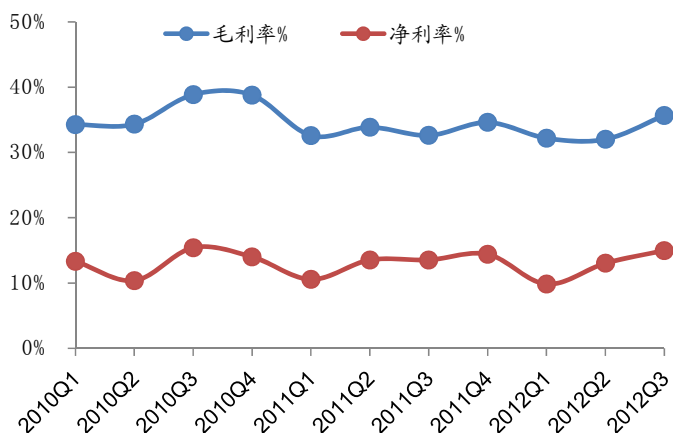


来源：公司财报、国金证券研究所

图表2：公司净利润（百万元）

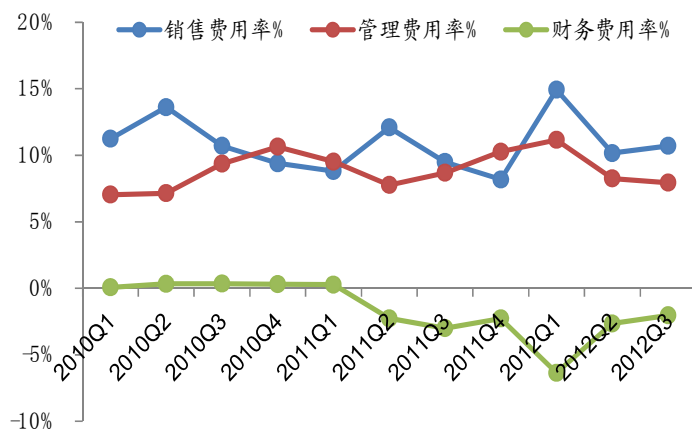


图表3：公司盈利能力

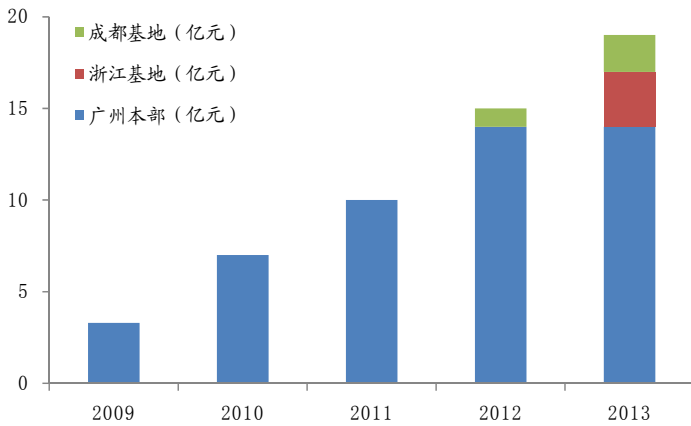


来源：公司财报、国金证券研究所

图表4：公司期间费用率

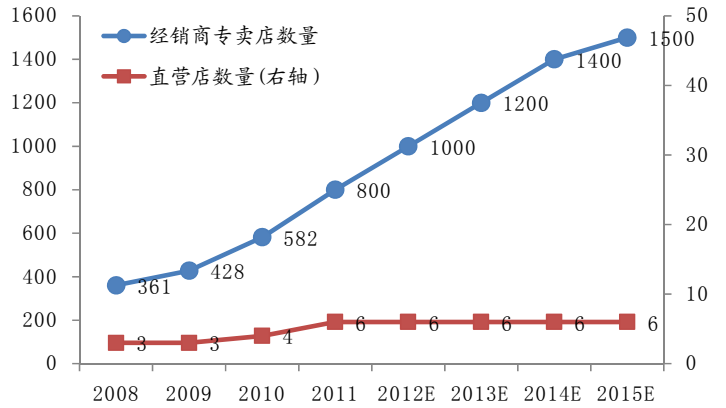


图表5: 公司产能及布局 (以产值计)

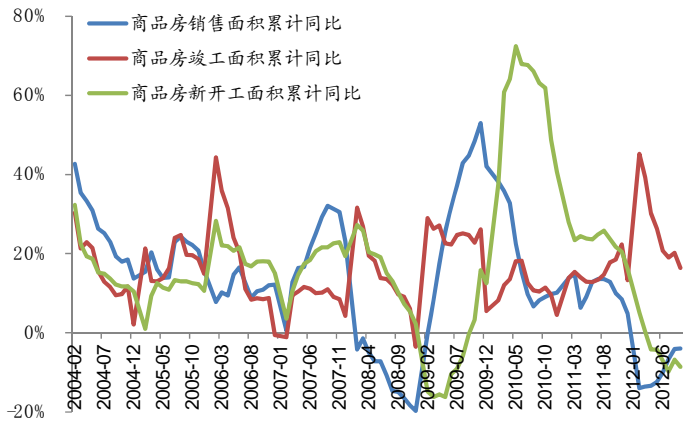


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表6: 公司渠道扩张

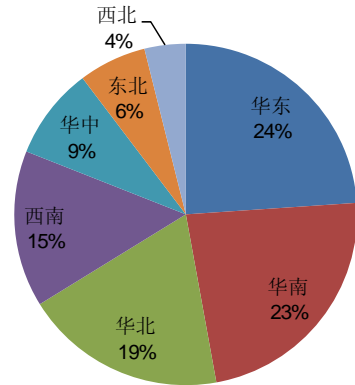


图表7: 今年以来房屋销售已有所改善

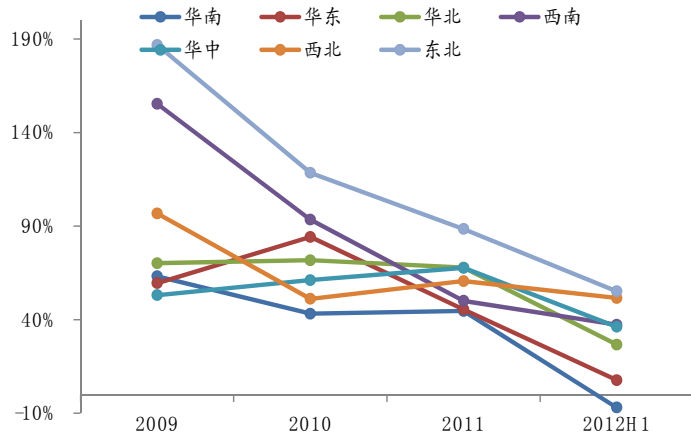


来源: WIND、公司财报、国金证券研究所

图表8: 公司收入区域结构

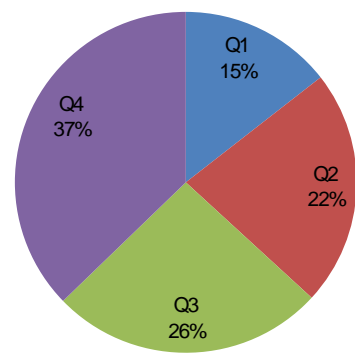


图表9: 各区域收入增速%



来源: 公司财报、国金证券研究所

图表10: 公司收入季节性 (2011年)



图表11: 三张报表简表

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	1,286	1,670	2,127
增长率		70.4%	66.0%	28.2%	29.9%	27.4%
主营业务成本	-248	-384	-666	-854	-1,104	-1,403
%销售收入	69.8%	63.5%	66.4%	66.4%	66.1%	65.9%
毛利	107	221	337	432	566	725
%销售收入	30.2%	36.5%	33.6%	33.6%	33.9%	34.1%
营业税金及附加	-1	0	-7	-6	-8	-11
%销售收入	0.4%	0.1%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-28	-70	-95	-122	-159	-202
%销售收入	8.0%	11.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-20	-50	-92	-118	-154	-196
%销售收入	5.7%	8.3%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	57	100	143	185	245	316
%销售收入	16.0%	16.5%	14.3%	14.4%	14.7%	14.9%
财务费用	-1	-1	21	25	29	35
%销售收入	0.3%	0.2%	-2.1%	-1.9%	-1.7%	-1.6%
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	210	274	351
营业利润率	15.8%	16.6%	16.2%	16.3%	16.4%	16.5%
营业外收支	0	1	4	0	0	0
税前利润	56	102	166	210	274	351
利润率	15.8%	16.8%	16.6%	16.3%	16.4%	16.5%
所得税	-9	-18	-27	-31	-41	-53
所得税率	16.4%	17.3%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	47	84	139	178	233	298
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	173	228	293
净利率	13.2%	13.9%	13.4%	13.5%	13.6%	13.8%

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	1,280	1,518	1,837
应收款项	9	20	43	33	43	55
存货	31	42	54	82	106	134
其他流动资产	3	14	32	23	30	37
流动资产	80	208	1,324	1,418	1,697	2,064
%总资产	47.3%	66.9%	86.0%	81.1%	83.3%	85.8%
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%	17.9%	16.0%	13.6%
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%	18.9%	16.7%	14.2%
资产总计	170	311	1,540	1,749	2,038	2,404
短期借款	0	27	19	0	0	0
应付款项	46	74	108	148	191	243
其他流动负债	9	23	33	43	55	71
流动负债	56	124	160	190	247	314
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	190	247	315
普通股股东权益	114	187	1,363	1,537	1,765	2,058
少数股东权益	0	0	16	21	26	31
负债股东权益合计	170	311	1,540	1,749	2,038	2,404

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.172	2.101	1.259	0.810	1.065	1.371
每股净资产	2.861	4.672	12.743	7.181	8.246	9.617
每股经营现金净流	1.244	2.520	1.296	1.145	1.296	1.628
每股股利	0.000	0.000	1.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	40.98%	44.97%	9.88%	11.27%	12.91%	14.25%
总资产收益率	27.58%	27.00%	8.75%	9.91%	11.18%	12.20%
投入资本收益率	41.47%	38.53%	8.56%	10.09%	11.63%	12.87%
增长率						
主营业务收入增长率	76.02%	70.41%	66.03%	28.16%	29.86%	27.37%
EBIT增长率	81.80%	75.55%	43.76%	29.07%	32.50%	29.10%
净利润增长率	106.66%	79.20%	60.32%	28.58%	31.53%	28.74%
总资产增长率	39.40%	83.10%	394.73%	13.54%	16.54%	17.98%
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	81.2	65.6	51.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.91%	-56.22%	-85.24%	-82.12%	-84.75%	-87.89%
EBIT利息保障倍数	53.8	91.7	-6.9	-7.4	-8.5	-9.1
资产负债率	32.69%	39.97%	10.40%	10.89%	12.11%	13.10%

来源: 国金证券研究所

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
买入	0	0	4	11	12
增持	0	0	3	9	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.43	1.44	1.47

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 2011-08-02	增持	21.97	100.00 ~ 100.00
2 2011-10-26	增持	19.50	N/A
3 2012-01-17	增持	14.86	N/A
4 2012-03-06	增持	18.96	N/A
5 2012-03-30	增持	18.72	N/A
6 2012-04-27	增持	17.79	N/A
7 2012-08-07	买入	19.70	N/A
8 2012-09-18	买入	17.29	N/A

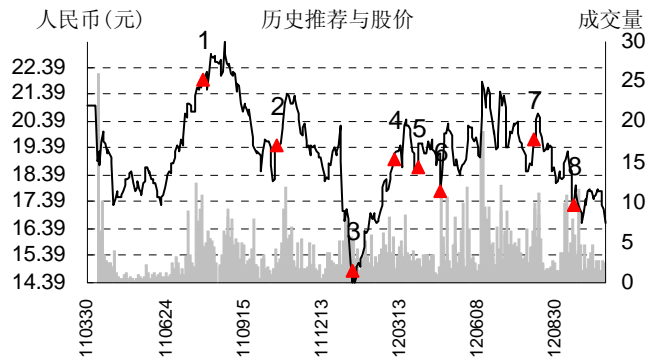
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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