

索菲亚 (002572.SZ) 室内家具行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

加速布局，打造成长之路

事件

索菲亚公告：公司决定使用超募资金 10000 万元投资设立全资子公司索菲亚家居（廊坊）有限公司，并由廊坊索菲亚实施华北生产基地投资计划。

评论

华北分基地设立，可更好地服务华北/东北市场，显著增强公司区域市场竞争力：廊坊索菲亚的设立将完善公司在华北和东北的布局，提升产品和服务品质，利好公司华北/东北市场长远发展，影响正面。华北/东北市场是公司最重要市场之一，合计占公司收入比重 1/4，2011 年华北/东北市场营业收入分别达 1.75、0.59 亿元，增速分别为 68%、89%。目前公司在华北及东北市场拥有门店 200 多家。在行业景气下滑阶段，如何更好地服务市场，增强区域市场竞争力是公司当前的工作重点，同时在竞争对手遭受行业景气下滑冲击的背景下，通过竞争力的提升可快速抢占市场，提高市场份额。目前公司华北/东北市场的货源全部由广州基地供货，运输距离远、时间长、费用高。而廊坊索菲亚的设立一方面可大幅降低运费，让利经销商，使得经销商拥有更多的资金进行广告投放或促销，产品价格也更有竞争力；另一方面，大幅缩短交货期（交货期可由 50 天下降至 2 周左右），提高企业响应速度，增强企业的服务力。

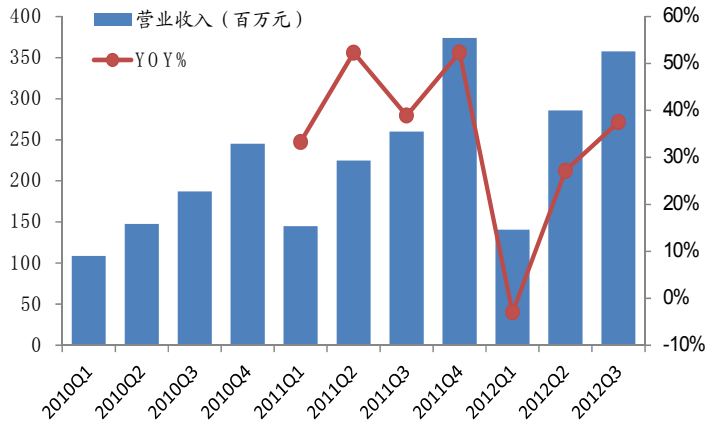
全国战略布局已基本完成，长期成长之路已打牢：公司 3 月份收购四川宁基建筑装饰材料公司，规划打造西部战略分加工中心；9 月份又收购浙江名隆家具部分资产，并拟投资 2 亿元设立全资子公司“索菲亚家居（浙江）有限公司”，打造华东生产基地；此次公司利用超募资金设立华北基地，加上本部广州，公司目前共拥有 4 个家具制造基地，基本完成全国战略布局。华南、华东、华北以及西南都属于我国家具消费较大的区域市场，是兵家必争之地，通过在区域内建设生产基地，可更好地服务市场，增强公司的竞争力，利好公司长远发展。随着公司广州本部募投项目的最后一期工程投产，2012 年底公司总产能预计达到 15 亿元（以产值计/广州 14 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。

经营环境将逐步改善，看好公司明年表现：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%，地产业正走出寒冬。同时今明两年也将是保障房的集中释放年，我们认为家具业的大环境正在改善。房地产是泛家居行业上游，直接决定着家具行业的消费，预计地产销量的回暖将逐步反映到家具消费上，我们认为行业最差时间很可能已过。此外，上周北京市家具以旧换新正式开始试点，后市如此效果较好，有可能全国推广，此举也将有效改善家具企业的大环境。公司是定制衣柜细分子行业的龙头，公司市场份额 10% 左右，今年前三季度公司营业收入 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%，增速虽然较前几年有所下滑，但仍保持较快增长。目前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。

盈利预测及投资建议

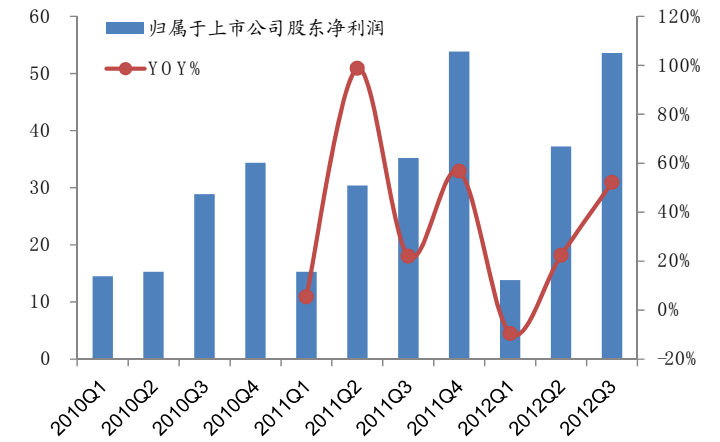
- 我们维持公司业绩预测，预计公司 2012-2014 年营业收入 12.86 亿元、16.7 亿元、21.27 亿元，归属母公司股东净利润 1.73 亿元、2.28 亿元、2.93 亿元，对应 EPS 为 0.81 元、1.07 元、1.37 元。
- 公司作为定制衣柜行业的龙头企业，同时也是唯一一家上市公司，已积累了良好的市场口碑及美誉度。而且随着地产销售的回暖，公司的经营环境将逐步改善，我们预计公司高速增长有望保持，建议买入。

图表1: 公司营业收入 (百万元)

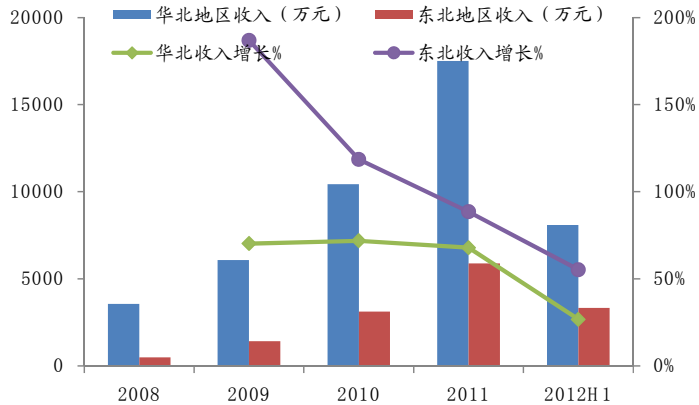


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表2: 公司净利润 (百万元)

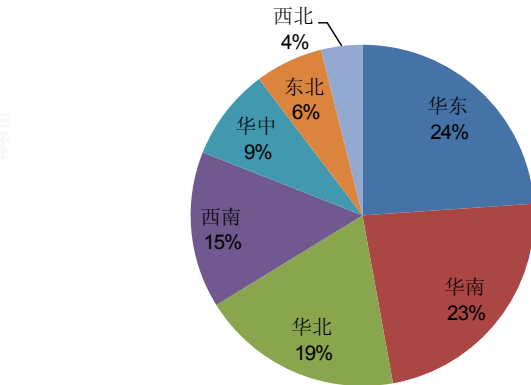


图表3: 华北/东北地区收入 (万元)

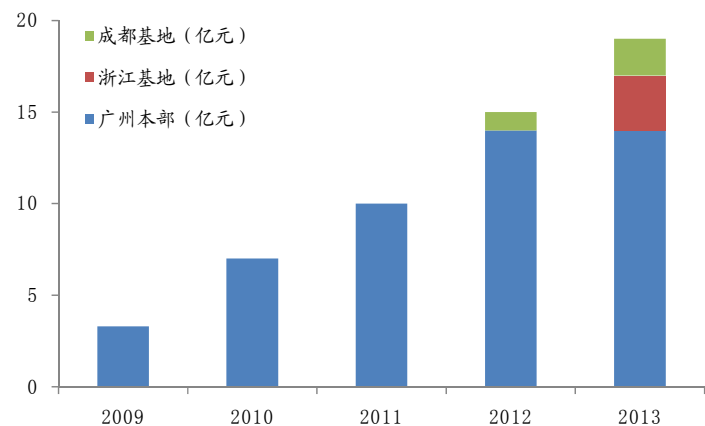


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表4: 公司收入区域结构

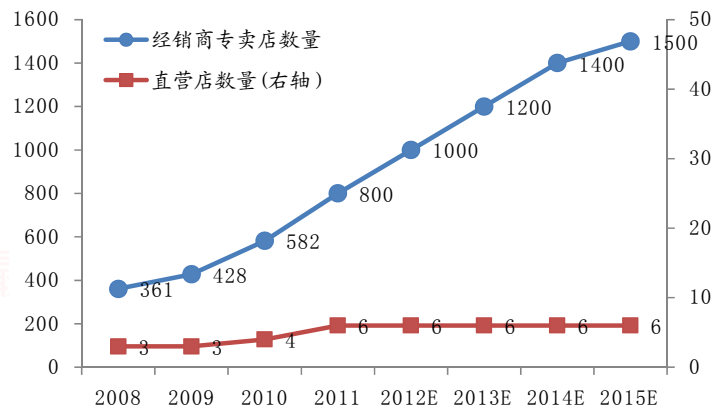


图表5: 公司产能及布局 (以产值计)

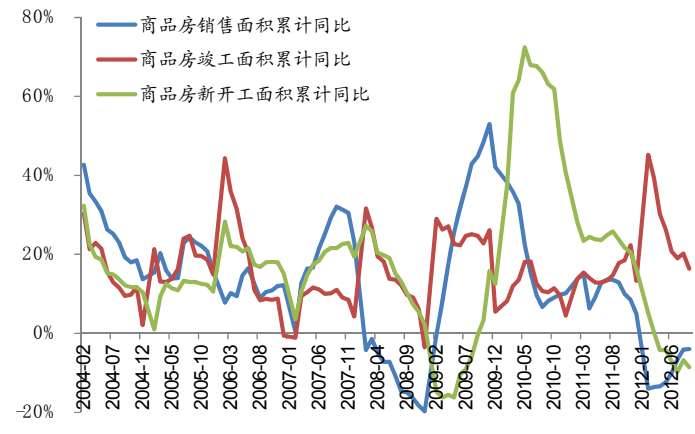


来源: 国金证券研究所

图表6: 公司渠道扩张

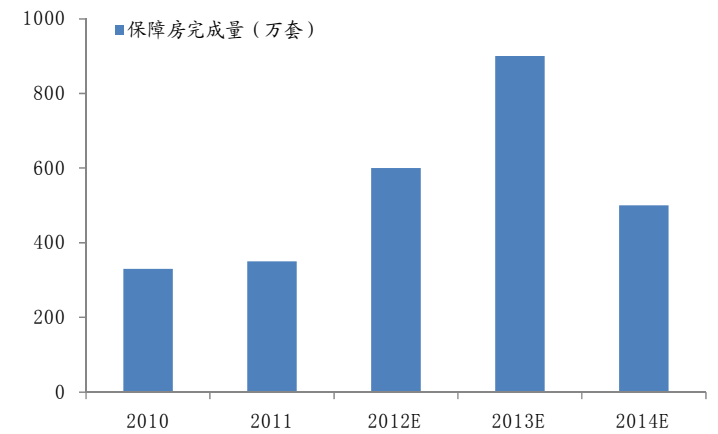


图表7: 今年以来房屋销售已有所改善



来源: WIND、公司财报、国金证券研究所

图表8: 保障房即将进入释放期



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表9: 公司三张报表摘要

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	1,286	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%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	47	84	139	178	233	298
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	4	0	0
营运资金变动	-4	7	-20	40	16	19
经营活动现金净流	50	101	139	245	277	348
资本开支	-34	-20	-85	-140	-39	-30
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	-141	-39	-30
股权募资	25	0	1,161	0	0	0
债权募资	-20	27	-13	-19	0	1
其他	-1	-14	-118	-1	0	0
筹资活动现金净流	4	13	1,030	-19	0	1
现金净流量	20	94	1,056	85	238	319

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	1,280	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

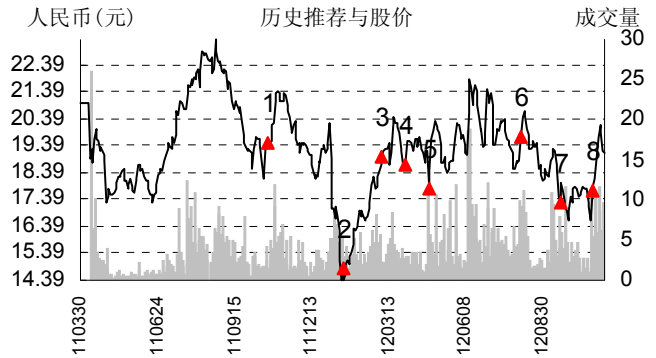
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.172	2.101	1.259	0.810	1.065	1.371
每股净资产	2.861	4.672	12.743	7.181	8.246	9.617
每股经营现金净流	1.244	2.520	1.296	1.145	1.296	1.628
每股股利	0.000	0.000	1.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	40.98%	44.97%	9.88%	11.27%	12.91%	14.25%
总资产收益率	27.58%	27.00%	8.75%	9.91%	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%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-26	增持	19.50	N/A
2	2012-01-17	增持	14.86	N/A
3	2012-03-06	增持	18.96	N/A
4	2012-03-30	增持	18.72	N/A
5	2012-04-27	增持	17.79	N/A
6	2012-08-07	买入	19.70	N/A
7	2012-09-18	买入	17.29	N/A
8	2012-10-29	买入	17.73	N/A

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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作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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net