

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

实施股权激励, 显公司增长信心

事件

索菲亚于2012年12月10日发布公告, 公布了《索菲亚限制性股票激励计划(草案)》, 拟向124名高、中层管理人员、核心技术和业务人员推行股权激励计划; 拟授予限制性股票总数不超过658万股, 行权价为9.63元, 分三期解锁(行权)。

评论

绩效方面的解锁条件: 保证未来三年净利润年环比增长20%: 此次股权激励拟授予股票总数不超过658万股, 占索菲亚总股本数3.07%。其中首次授予593万股(预留65万股), 以每股9.63元价格向符合对象定向增发, 锁定期为12个月, 锁定后的三年为解锁期, 依次解锁比例为30%, 30%, 40%。同时公司设置了多种解锁条件, 其中绩效方面的解锁条件主要包括净利润增长和销售净利率两个指标; 从净利润增长方面来看, 可近似理解为复合增速不低于20%; 此外公司对销售净利率方面的要求则不低于12%。

图表1: 此次股权激励的绩效考核方面的解锁条件(行权条件)

解锁期	绩效考核目标	
	净利润	销售净利率%
第一个解锁期	2013年净利润比2012年度增速不低于20%	2013年销售净利率不低于12%
第二个解锁期	2014年净利润比2012年度增速不低于44%	2014年销售净利率不低于12%
第三个解锁期	2015年净利润比2012年度增速不低于73%	2015年销售净利率不低于12%

来源: 国金证券研究所

股权激励涉及范围较广, 利于提振公司员工向心力: 此次股权激励涵盖高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)人员共计124人, 占员工总数7.03%, 股权激励覆盖面广。同时业绩设置条件门槛相对较容易实现, 因此利于公司管理团队及技术团队的稳定, 此外预留部分股份也有利于公司士气的提升及优秀人才的引进。公司核心团队的稳定利于公司业务的拓展和提升, 对于公司业绩的增长提供坚实的动力。

公司高增长可保持: 定制衣柜属于家具行业相对“年轻”的子行业, 行业发展历史短, 因契合住宅小型化、用户年轻化、个性化, 同时解决了个性化定制与大规模生产之间的难题, 近年来行业市场容量快速增长。索菲亚是定制衣柜行业的龙头企业, 无论从品牌知名度、还是渠道网络的覆盖率来说, 都位列前茅。目前公司正在各家具重点区域消费市场建设加工中心, 同时加速渠道下沉, 布局三、四线城市。在快速发展期, 公司在经营方面面临着挑战之一就是核心管理团队的稳定以及员工的士气与干劲, 同时吸引高素质人才的加盟。此次股权激励方案, 有望解决这一问题, 在这个前提下, 我们预计公司仍可延续快速增长。目前公司正处于估值切换过程中, 股权激励方案的公布, 利于打开通道。

盈利预测及投资建议

- 我们预计公司2012-2014年营业收入12.86亿元、16.7亿元、21.27亿元, 考虑到股权激励费用摊销后, 归属母公司股东净利润1.73亿元、2.16亿元、2.81亿元, 对应EPS为0.81元、1.01元、1.31元(暂未考虑股本摊薄)。
- 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, 建议买入。

图表2: 三张报表预测

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	-168	-210
%销售收入	5.7%	8.3%	9.2%	9.2%	10.1%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	57	100	143	185	231	302
%销售收入	16.0%	16.5%	14.3%	14.4%	13.8%	14.2%
财务费用	-1	-1	21	25	29	34
%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	259	337
营业利润率	15.8%	16.6%	16.2%	16.3%	15.5%	15.8%
营业外收支	0	1	4	0	0	0
税前利润	56	102	166	210	259	337
利润率	15.8%	16.8%	16.6%	16.3%	15.5%	15.8%
所得税	-9	-18	-27	-31	-39	-50
所得税率	16.4%	17.3%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	47	84	139	178	221	286
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	216	281
净利率	13.2%	13.9%	13.4%	13.5%	12.9%	13.2%

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	1,506	1,813
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	1,684	2,039
%总资产	47.3%	66.9%	86.0%	81.1%	83.2%	85.7%
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%	16.1%	13.8%
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%	16.8%	14.3%
资产总计	170	311	1,540	1,749	2,026	2,380
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	1,752	2,033
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	2,026	2,380

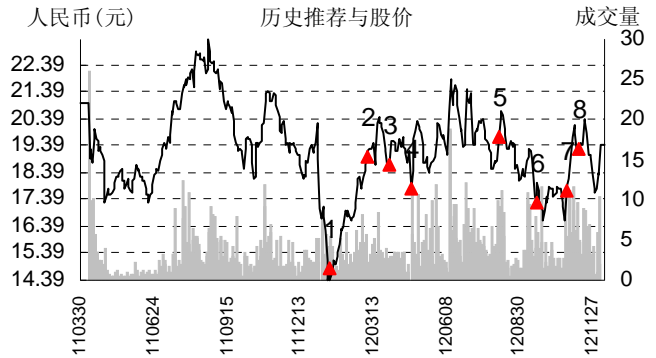
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.172	2.101	1.259	0.810	1.007	1.314
每股净资产	2.861	4.672	12.743	7.181	8.188	9.502
每股经营现金净流	1.244	2.520	1.296	1.145	1.239	1.571
每股股利	0.000	0.000	1.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	40.98%	44.97%	9.88%	11.27%	12.30%	13.82%
总资产收益率	27.58%	27.00%	8.75%	9.91%	10.64%	11.81%
投入资本收益率	41.47%	38.53%	8.56%	10.09%	11.03%	12.44%
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%	24.73%	31.06%
净利润增长率	106.66%	79.20%	60.32%	28.58%	24.42%	30.41%
总资产增长率	39.40%	83.10%	394.73%	13.54%	15.84%	17.48%
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%	-84.66%	-87.75%
EBIT利息保障倍数	53.8	91.7	-6.9	-7.4	-8.0	-8.8
资产负债率	32.69%	39.97%	10.40%	10.89%	12.19%	13.24%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-01-17	增持	14.86	N/A
2	2012-03-06	增持	18.96	N/A
3	2012-03-30	增持	18.72	N/A
4	2012-04-27	增持	17.79	N/A
5	2012-08-07	买入	19.70	N/A
6	2012-09-18	买入	17.29	N/A
7	2012-10-29	买入	17.73	N/A
8	2012-11-12	买入	19.29	N/A

来源：国金证券研究所



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