

UBS Investment Research

索菲亚

首次覆盖：品牌领跑，模式制胜

■ 长期看消费升级，短期看地产回升

定制衣柜是传统家具行业中的新兴细分行业，近5年开始加速增长。我们认为该细分行业之所以能够超越行业的增长，是因为其节约空间以及个性化的特点更能契合消费者新的需求。我们预期低线城市的消费升级以及80、90后消费者对于个性化消费的偏好将使得定制衣柜在未来5年保持快速增长。短期来看，家具消费的先导性指标——地产数据的回升有望支撑家具旺销。

■ 细分市场的成长明星

作为中国定制衣柜的开创者，索菲亚具备竞争的先发优势，充分享受了细分行业的快速增长。我们认为公司将基于业内第一品牌、快速响应的产能布局 and 广泛的经销商渠道优势，逐步将品牌内涵从“定制衣柜”向“定制家”扩展，持续领跑细分行业，未来三年业绩有望年均增长33%。

■ 快周转的成长模式

通过海外公司的分析，我们发现定制化家具企业相对于制式家具企业能长期保持较高的运营效率。公司定制化生产的运营模式基本上是以销定产，收入的现金含量通常在1.1倍以上，能尽可能地节约运营资本。过去4年索菲亚应收账款周转率均值是行业均值的3.8倍，存货周转率是行业均值的4.8倍。这使得公司能够产生充沛的经营现金流实现健康的快速扩张。

■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价20元

我们首次覆盖索菲亚，预计2013/14/15年EPS0.51/0.69/0.89元，我们基于瑞银VCAM工具进行现金流贴现绝对估值，在WACC为9%的假设下得出目标价20元，对应2013/15年市盈率39/29/22倍。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	1,004	1,222	1,659	2,179	2,765
息税前利润 (UBS)	142	178	247	330	437
净利润 (UBS)	135	173	225	303	392
每股收益 (UBS, Rmb)	0.33	0.40	0.51	0.69	0.89
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.23	0.18	0.18	0.26	0.34

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	-	14.5	14.9	15.1	15.8
ROIC (EBIT) %	-	52.6	46.0	48.6	52.1
EV/EBITDA (core) x	-	14.6	18.0	13.7	10.5
市盈率 (UBS) (x)	-	23.5	33.4	24.8	19.1
净股息收益率 (%)	-	1.9	1.0	1.5	2.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月03日17时04分的股价 (Rmb17.06) 得出；

胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

全球证券研究报告

中国

家具及电器业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb20.00/US\$3.27

股价

Rmb17.06/US\$2.79

路透代码: 002572.SZ 彭博代码002572 CH

2013年9月4日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb17.59-8.30/US\$2.87-1.32

市值 Rmb7.50十亿/US\$1.23十亿

已发行股本 440百万 (ORDA)

流通股比例 27%

日均成交量 (千股) 2,309

日均成交额(Rmb 百万) Rmb34.5

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb1.68十亿

市净率 (UBS) 4.5x

净现金 (债务) Rmb1.12十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +17.2%

预测股息收益率 1.0%

预测股票回报率 +18.2%

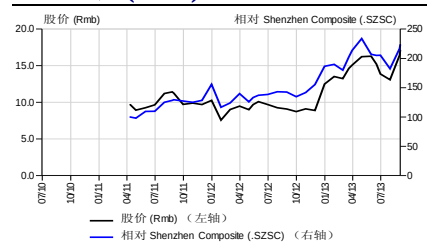
市场回报率假设 8.7%

预测超额回报率 +9.5%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E	12/12
	从 到市场预测	实际
Q1	- 0.06	- 0.03
Q2E	- 0.11	- 0.09
Q3E	- 0.14	- 0.13
Q4E	- 0.20	- 0.16
12/13E	- 0.51	-
12/14E	- 0.69	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢

潘嘉怡(eric-poon.werkun@ubs.com)

对本报告的编制提供信息。

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 33 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2013/09/04 06:55

索菲亚 2013年9月4日

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	3
— 风险	4
— 估值和推导我们目标价的基础.....	4
— 乐观/悲观情景分析	4
— 瑞银预测对比市场预期.....	4
— 敏感性分析.....	4
风险分析	5
竞争分析	6
— 行业吸引力评估：长期看消费升级，短期看地产回暖.....	6
— 竞争优势	13
— 管理层策略.....	13
公司具备高成长的基础	14
— 借助优势品牌，扩充品牌内涵.....	14
— 快速反应-生产布局.....	17
— 快速稳健的渠道扩张	18
快周转的扩张模式	20
财务分析	24
— 损益表.....	24
— 资产负债表.....	26
— 现金流量表.....	26
— 资本回报率.....	27
估值	28
— 目标价推导.....	28
— 可比公司	29
公司背景	30

胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

索菲亚 2013年9月4日

投资主题

我们首次覆盖索菲亚，认为公司是定制衣柜细分市场中具备长期竞争力的龙头企业，我们给予公司“买入”评级，目标价20元。我们预计2013/14/15年EPS0.51/0.69/0.89元，目标价对应市盈率分别为39/29/22倍。

■ 快速增长的细分行业

定制衣柜是传统家具行业中的新兴细分行业，近5年开始加速增长。即便在整体家居行业景气度不佳的2012年仍然取得了近20%的增长。我们认为该细分行业之所以能够超越行业的增长，是因为其节约空间以及个性化的特点更能契合消费者新的需求。我们预期低线城市的消费升级以及80、90后消费者对于个性化消费的偏好将使得定制衣柜在未来5年保持快速增长。短期来看，家具消费的先导性指标——地产数据的回升有望支撑家具旺销。

■ 公司具备高成长的基础

作为中国定制衣柜的开创者，索菲亚具备竞争的先发优势。我们认为品牌、产能布局和渠道的优势将支撑公司持续领跑细分行业：1) 品牌优势：索菲亚是定制衣柜的第一品牌，不论在产品设计还是品牌营销均具备先动优势，并逐渐将品牌内涵从“定制衣柜”扩展至“定制家”。2) 生产优势：公司全国性的产能布局和柔性生产能力使得公司能对客户订单做出快速响应。公司目前拥有本部、西南、华东、华北四大生产基地，全国性布局大大节约了生产和物流时间；此外，公司早在2005年就开始了信息技术在定制衣柜生产制造上的普及应用，以实现定制化产品的规模化生产。3) 渠道优势：公司发展了约500名经销商，专卖店约1,100家，铺设范围在细分行业居首；同时非常注重经销商的管理，经销商更换率不足2%，可支撑公司的可持续扩张；此外，公司的大宗业务与万科、保利等地产龙头建立了良好的合作关系，为高档楼盘提供配套衣柜产品，有望受益于精装修住宅比重的不断提升。

■ 成长模式快周转

库存和回款可能是家居企业长期发展的掣肘因素，但公司定制化生产的运营模式使其能保持高周转，尽可能地节约运营资本。索菲亚的运营效率各项指标均明显好于其他上市公司平均水平：过去4年索菲亚应收账款周转率均值为43.4，是行业均值的3.8倍，存货周转率则是行业均值的4.8倍；相对应的，索菲亚的营业周期仅在3-20天之内，远低于行业150天的水平。这使得公司能够产生充沛的经营现金流实现健康的快速扩张。

关键催化剂

我们认为下述事项可能对公司形成利好的催化剂：

- 地产新开工面积、竣工面积、投资额增速继续回升
- 公司三季度收入持续高增长
- 家具以旧换新政策继续推广

索菲亚 2013年9月4日

风险

我们认为公司面临的主要风险包括：1）地产销售波动风险；2）竞争加剧引起公司市场份额下滑；3）原材料价格和人工成本大幅上涨；4）产能建设慢于预期的风险。

估值和推导我们目标价的基础

我们预测公司2013/2014/15年EPS0.51/0.69/0.89元，我们采取瑞银证券VCAM工具进行估值，VCAM是一种基于现金流贴现的估值方法。在WACC为9%的假设下，我们得出目标价20元，对应2013/14/15年市盈率39/29/22倍。

索菲亚目前股价对应于13/14/15年的预测PE为33/25/19倍，高于可比上市家具公司均值水平。我们认为其他家具公司多为出口企业或品牌识别度相对较低，而公司几乎全部是内销业务且具备细分市场的第一品牌，因此相较而言可给予一定的品牌溢价。

我们认为未来公司估值提升可能来自于两方面：1）公司的产品线延伸将提升公司成长的天花板，大宗客户的持续开发则可能使得收入加速增长；2）2010年以来的地产调控压制了家具企业的估值，在目前这个时点，房地产建设活动呈现出全面改善的迹象，在地产政策保持稳定的前提下，房地产市场的继续回升可能会推动家具企业的估值上行。

乐观/悲观情景分析

乐观情况

如果家居产品旺销超预期，我们假设2013/14E经销商专卖店单店收入增速18%/18%，家具毛利率37.9%/37.9%，我们估算2013/14年EPS0.62/0.86元，每股估值24.4元。

悲观情况

如果地产调控从紧，引发家居业景气度下滑，我们假设2013/14E经销商专卖店同店增速仅2%/3%，家具毛利率35.0%/35.0%，我们估算2013/14年EPS0.39/0.52元，每股估值15.2元。

瑞银预测对比市场预期

表1: 瑞银盈利预测对比市场一致预期

（百万元）	盈利预测	一致预期	差距
2013E	225	225	0.0%
2014E	303	293	3.3%
2015E	392	375	4.7%

数据来源：万得资讯，瑞银证券估算

敏感性分析

我们针对成熟单店的同店增速和家具业务毛利率做敏感性分析。在基准情境中，我们假设2013年成熟单店同店增长10.0%，家具业务毛利率36.8%。

索菲亚 2013年9月4日

表2: 成熟单店收入和家具毛利率的敏感性分析

13EPS	成熟单店收入					
	0.51	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
	34.8%	0.41	0.43	0.45	0.48	0.50
家具毛利率	35.8%	0.43	0.46	0.48	0.51	0.53
	36.8%	0.46	0.49	0.51	0.54	0.56
	37.8%	0.49	0.52	0.54	0.57	0.60
	38.8%	0.52	0.55	0.57	0.60	0.63

数据来源：瑞银证券估算

风险分析

- 地产销售波动风险：定制衣柜目前的主要需求仍来自于新房装修，如果地产销售出现大幅下滑，则可能对公司的销售造成负面影响。
- 竞争加剧：定制衣柜的快速发展吸引了众多竞争者进入市场，包括橱柜、家装和地板企业等均开始涉足该行业，竞争较为激烈。如果竞争对手出于抢占份额的考虑，显著加大营销、促销或是新品研发的力度，则可能抢夺公司市场份额。
- 原材料价格和人工成本大幅上涨：公司生产的主要原材料是中密度板和五金配件，其价格随市场供求和基本金属价格的周期波动而变化。同时，人工成本也呈现持续上涨的趋势。如果成本端的价格大幅上涨，而公司未能及时转嫁给下游，则可能出现毛利率的波动。
- 产能扩张风险：如果公司新工厂基地的建设慢于预期，则可能出现产能瓶颈，从而使得销售收入的增长受到制约。

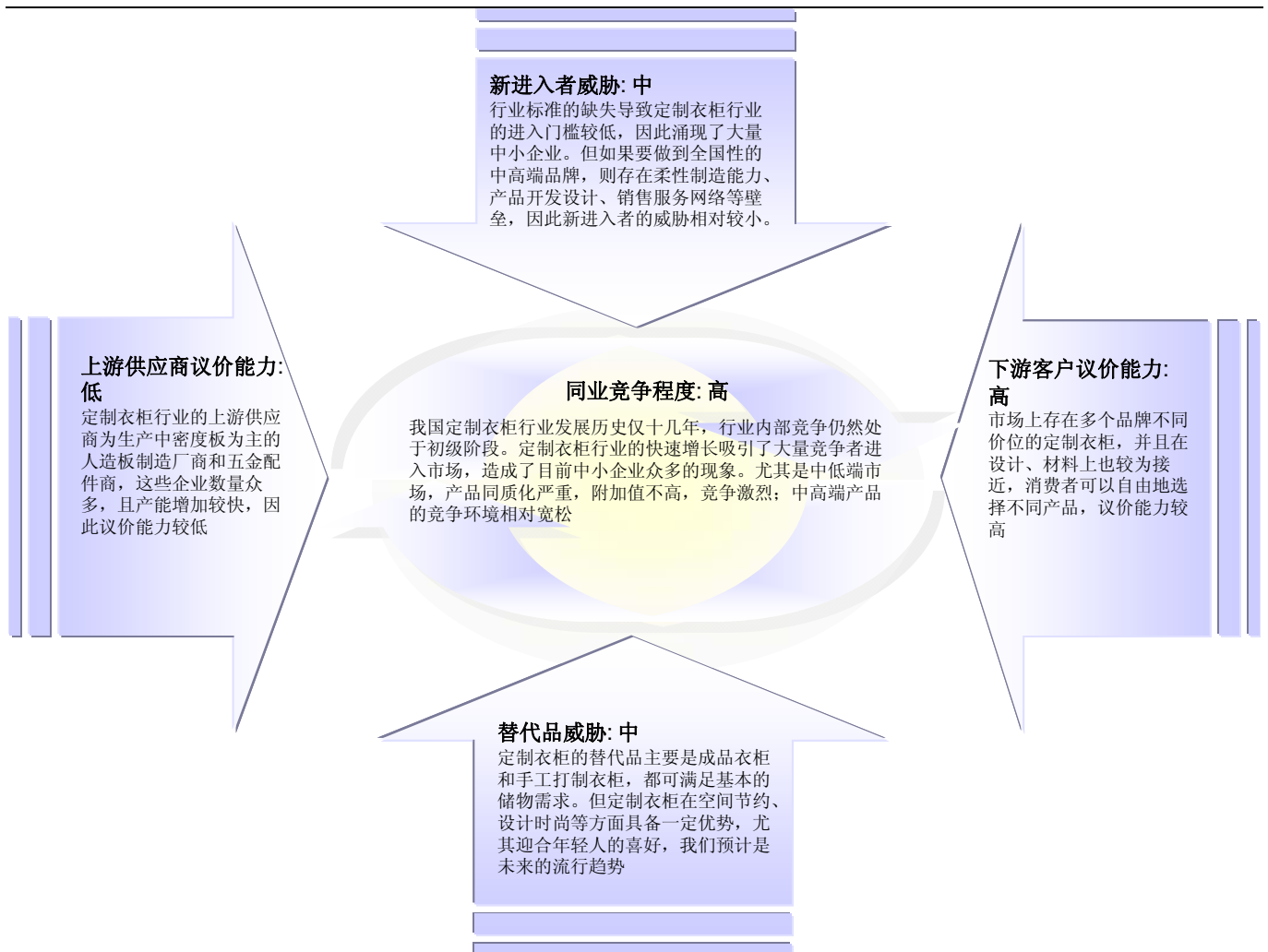
风险主要包括：1) 地产销售波动风险；2) 竞争加剧；3) 原材料价格和人工成本大幅上涨；4) 产能扩张低于预期

索菲亚 2013年9月4日

竞争分析

行业吸引力评估：长期看消费升级，短期看地产回暖

图1: 定制衣柜行业吸引力分析



数据来源：Michael Porter，瑞银证券估算

个性化消费偏好使得定制衣柜超越行业增长

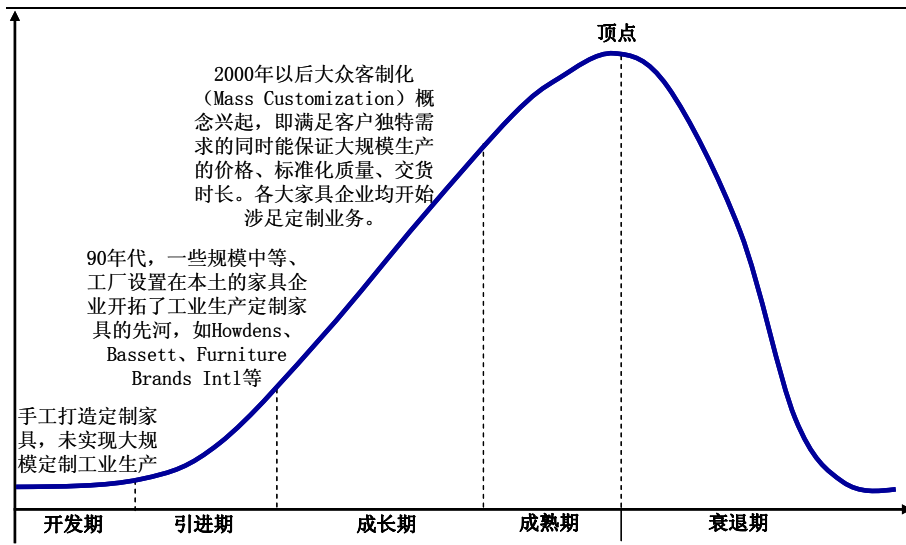
定制家具的历史很久，但大众定制化的概念却是在2000年以后才发展起来，这使得定制家具进入一个新的发展阶段。

最早的定制家具由装修工人手工打造，技术上的限制使定制家具无法实现规模化生产。全球化初期，大型欧美企业将工厂搬离本土，主要生产制式家具产品，离岸工厂由于地理原因使其在发展定制业务上有所局限。90年代，一些规模中等、工厂设置在本土的家具企业开拓了工业生产定制家具的先河，例如 Howdens、Bassett、Furniture Brands Intl 等。这一时期，消费者个性化的需求得到满足，定制家具企业迅速成长发展。2000年以后，大众订制化（Mass Customization）概念兴起，即满足客户独特需求的同时能保证大规模生产的价格、标准化质量、交货时长。各大家具企业均开始涉足定制业务，定制范围从满足颜色、配件的不同需求到为客户量身打造独特家具产品不等。

大众定制化兴起使得定制家具进入新的发展阶段

索菲亚 2013年9月4日

图2: 国外定制家具生命周期

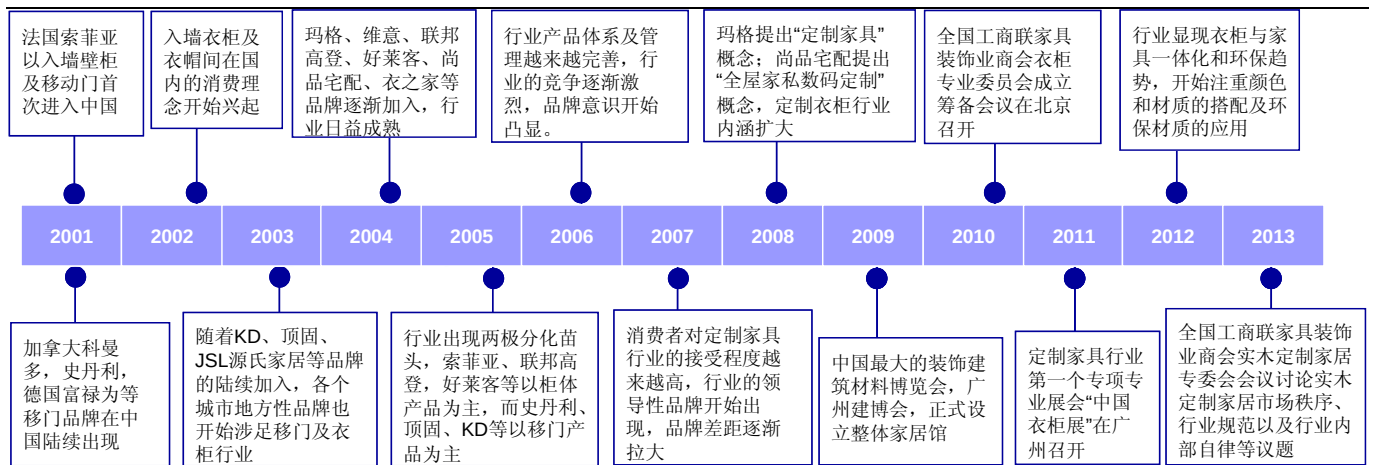


数据来源：瑞银证券整理

中国的定制衣柜最早是在引入法国的壁柜移门产品的基础上，由公司研制而出的一种定制化衣柜产品。

中国的定制衣柜是传统家具行业中的新兴细分行业，09-12期间年均复合增速36%，主要得益于对传统衣柜和手工打制衣柜的替代

图3:中国定制衣柜行业发展史



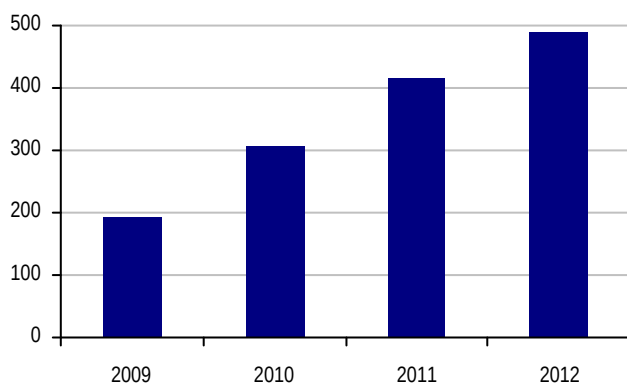
数据来源：九正建材网

定制衣柜在近几年有加速发展的趋势，从09年至12年期间年均复合增速36%。即便在2012年整体家居建材市场不太乐观的背景下，仍然取得了近20%的增长。我们认为定制衣柜在节约空间和个性化上均要比成品衣柜更胜一筹，且较手工打制衣柜更为环保且具备品质背书，更加匹配80、90后新兴消费群体的需求。过去3年间，定制衣柜在衣柜行业的比重从15%提升至29%。

80、90后成为家居消费的主力军，更加关注个性化，从而青睐定制衣柜

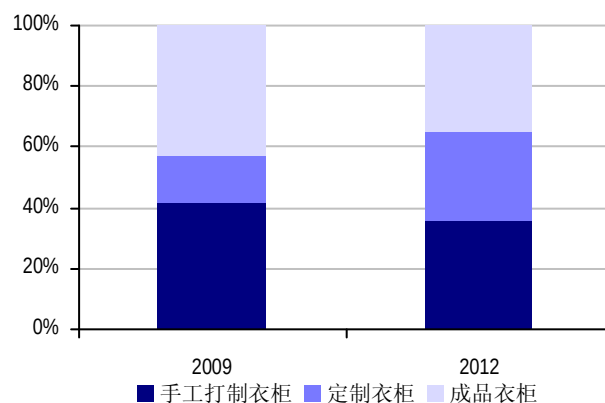
索菲亚 2013年9月4日

图4: 定制衣柜销售规模（亿元）



数据来源：《中国人造板》，瑞银证券估算

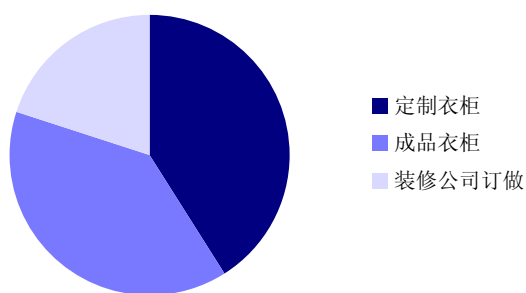
图5: 衣柜类型占比



数据来源：搜房家居研究与测评中心

根据搜房家居研究与测评中心调查，消费者对于定制衣柜的购买支持率为40%，高于成品衣柜和装修衣柜的32%%和28%。我们认为这同购买群体的结构特征有关。中国的首次购房年龄偏低，大多是26-30岁，从而家具购买的主要群体也多为80后、90后的年轻人。如图7，25-35岁的人群占到家居购买者的59%。这些消费者往往注重独特个性和品位，而定制衣柜则可以很好地满足这一点，因此受到青睐。根据图8，定制衣柜的购买动因中22%因为自己能参与设计过程，设计的唯一性占比20%，超过对于家具功能性的考虑。

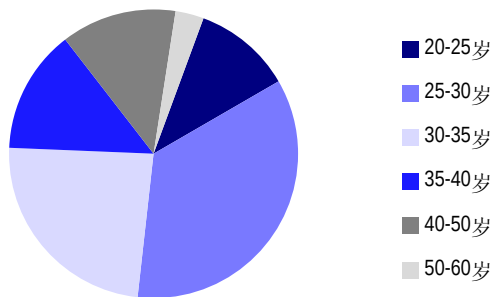
图6: 消费者偏好



数据来源: 搜房家居研究与测评中心

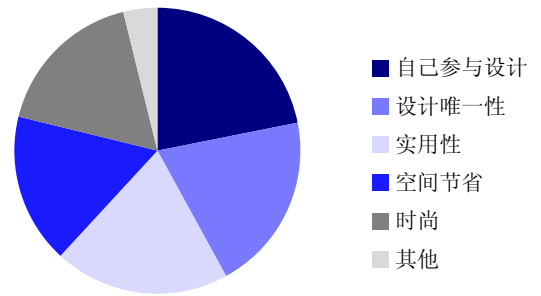
索菲亚 2013年9月4日

图7: 购买家具年龄分布



数据来源：新浪装修家居网

图8: 定制衣柜购买动因



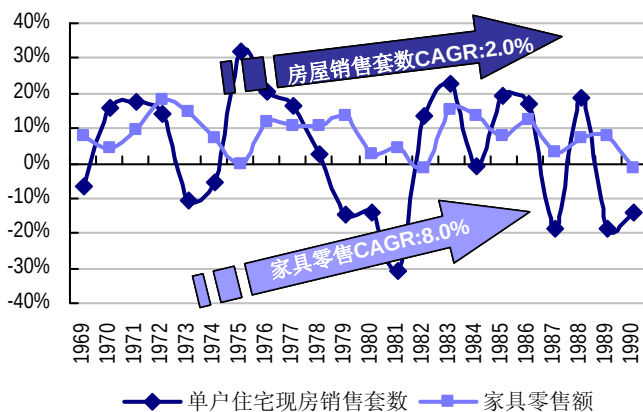
数据来源：搜房家居研究中心

消费下沉成为未来的主要增长驱动

作为耐用消费品，家具的消费主要由乔迁需求驱动，因此和地产销售紧密相关。但同时，家具也具备一般消费品的属性，对其的购买支出将随着人均收入的增长而增长。来自美国的经验表明，在70年代至90年代这样一个较长的时期内，家具销售的年均复合增速接近8%，显著高于房屋销售套数2%的增长。与此一致的，2003至2012年间，中国的家具销售年均增长31%，高于地产销售增速的14.2个百分点，我们认为这个差额来自于收入增长的影响，而这一因素可能是长期影响行业增长的更重要的因素。

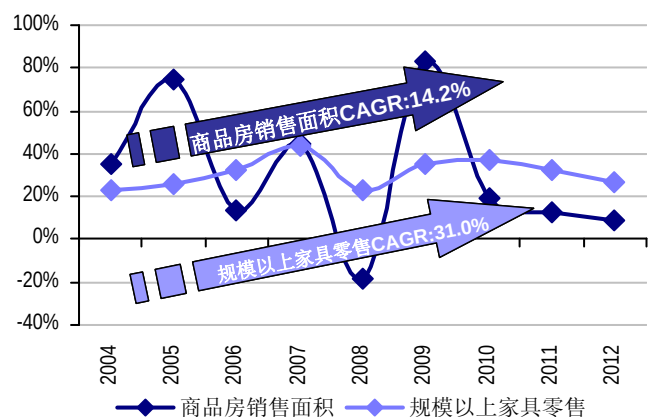
收入增长是影响家具行业的长期因素，美国70-90年代之间，家具消费的年均复合增速接近8%，显著高于2%的地产销售套数增速

图9: 美国家具市场VS地产市场（YOY）



数据来源：CEIC, Bloomberg

图10: 中国家具市场VS地产市场（YOY）



数据来源：CEIC

由于购买力较强以及消费观念较前沿，一线城市已较认可和接受定制衣柜品牌，因此这几年行业的增长也主要由这些区域驱动。根据搜房家居研究中心调查，北京、上海对于定制衣柜的接受度为最高。

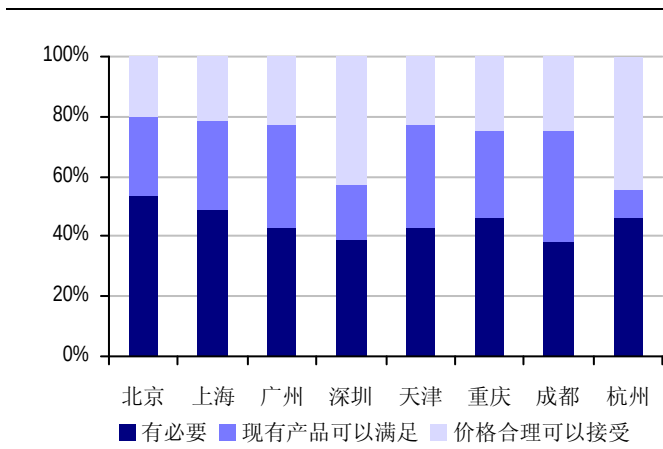
二三线城市的定制衣柜代理意愿旺盛，消费下沉可能成为未来定制衣柜行业的主要增长驱动

但部分二线城市以及广大的三四线城市对于定制衣柜的需求则尚未充分发掘，我们预期在消费升级的驱动下，低线城市将成为未来重要的增量市场。根据中华衣柜网调查，2012年定制衣柜行业的代理商意向仍相当旺盛，报名人数较2011年增长37.2%。而这其中37%来自中部地区（主要来自于河南、湖南、湖

索菲亚 2013年9月4日

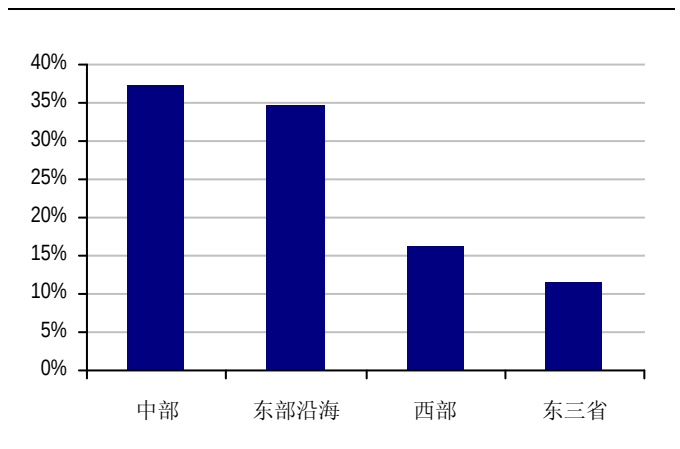
北、安徽、山西和江西省），超过了东部沿海的35%；来自二线城市的代理商意愿占比最高占比53.6%，三线城市占比为36.7%。

图11: 产品市场接受度



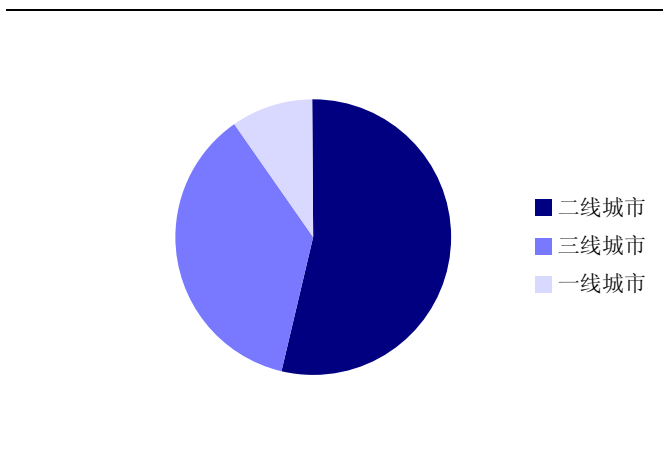
数据来源：搜房家居研究中心

图12: 意向代理商区域分布



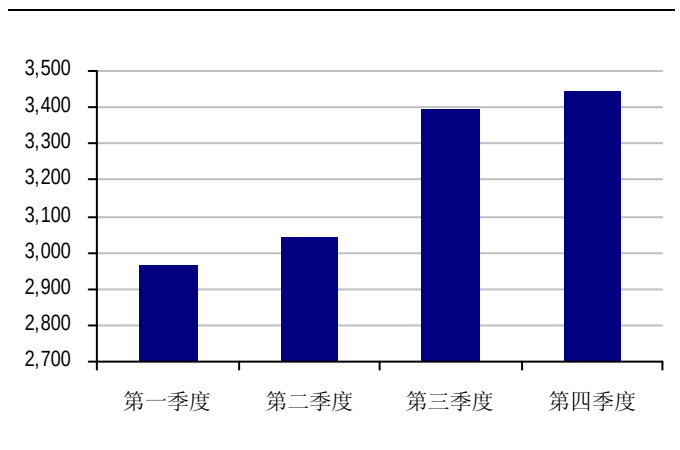
数据来源：中华衣柜网

图13: 代理意向城市分布



数据来源：中华衣柜网

图14: 2012年代理商在线参与加盟代理数



数据来源：中华衣柜网

先导型指标良好预示短期增长动能充沛

短期来看，家具销售的增速易受到新房交楼的影响。如图15所示，2001年至今，家具零售增速均高于地产竣工面积增速，但趋势基本一致，这是因为乔迁新居往往带来家具的重新购置。从图16看来，地产的竣工面积和其他地产指标如新开工面积、投资、销售面积往往高度相关，其中销售面积增速的波动更大。我们同时整理了索菲亚的收入增速和相关地产指标的增速（为了消除春节因素的影响，我们将一二季度合并计算），发现也存在类似的相关关系。

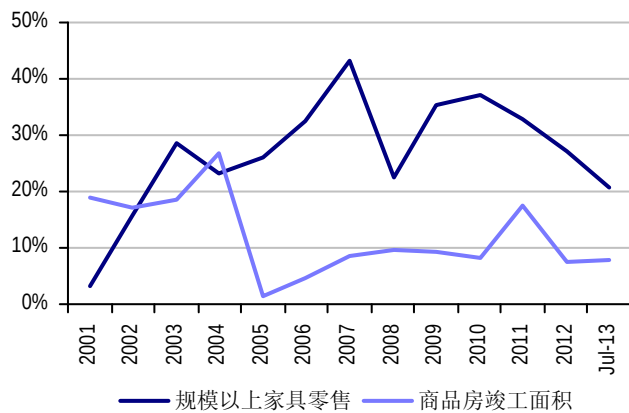
从去年下半年开始，地产相关指标均出现好转。今年7月份房屋销售面积增长出人意料地坚挺，同比增速达12.4%、好于6月的10.8%。新开工面积同比增速从14%大幅攀升至45%，竣工面积同比增速从11%加快至17.7%，施工面积同比增速也从7%跃至42%。另外，房地产投资增速也从19.4%升至21.2%。根据瑞银宏观团队的观点，此前地产销售的良好增长势头将会支撑新开工面积

地产相关指标从去年四季度开始好转，地产继续回升有望支撑家具旺销

索菲亚 2013年9月4日

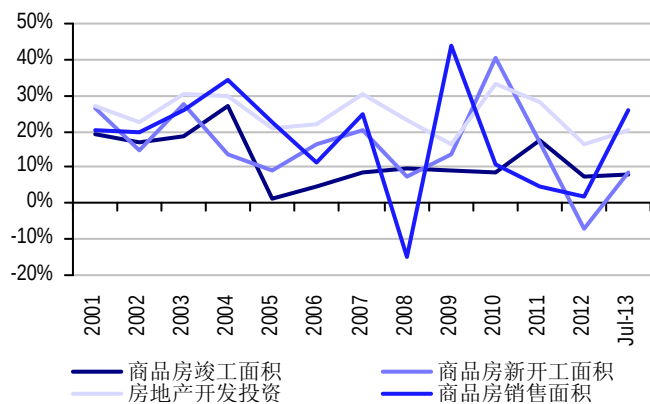
继续复苏，未来一年地产政策将维持稳定，地产将继续回升，我们认为这可能成为家具旺销的有力支撑。

图15: 家具零售VS竣工面积同比增速



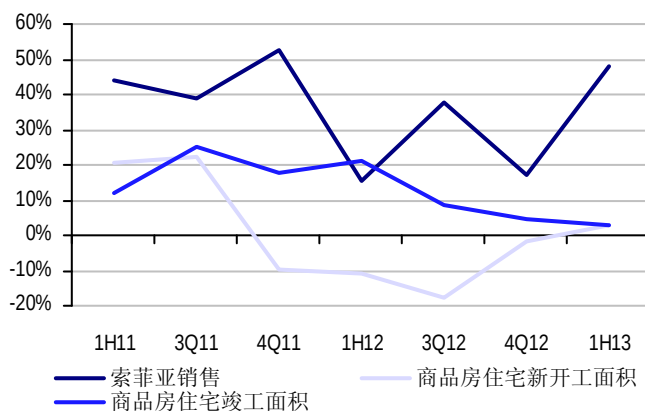
数据来源: CEIC

图16: 地产指标同比增速



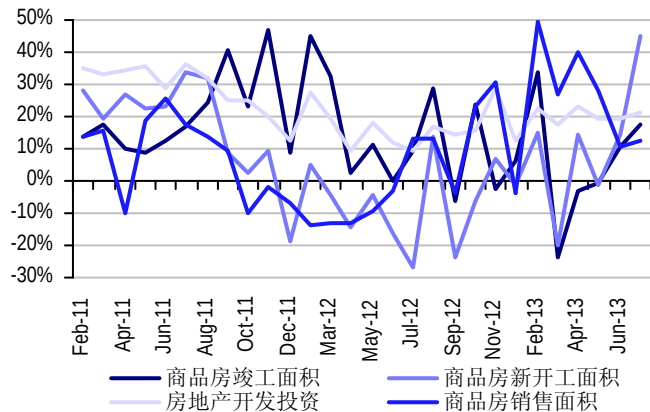
数据来源: CEIC

图17: 索菲亚收入增速VS地产指标增速



数据来源: CEIC

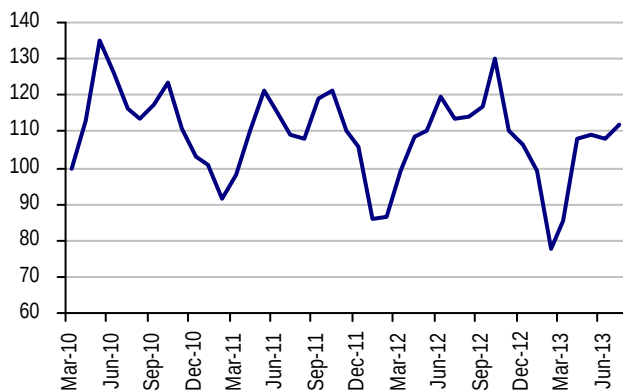
图18: 月度地产指标同比增速向好



数据来源: CEIC

索菲亚 2013年9月4日

图19: 全国建材家具景气指数反弹



数据来源：中国建筑材料流通协会

竞争格局尚未成熟

定制衣柜行业的快速发展吸引了众多新进入者，目前的竞争格局仍远未成熟，中低端的竞争尤其激烈。目前，主要的定制衣柜企业集中在广东、北京、上海和成都四大区域。

以索菲亚、好莱克和欧派为代表的一线品牌知名度较高，产品价格也相对较高；二线品牌则以顶固、史丹利和联邦高登为主；三线品牌则多在2003年以后成立，价格竞争是普遍的竞争策略。

随着消费者的逐渐成熟，品牌质量成为购买家具的重要考虑因素（如图20）。因此，我们认为，行业未来的竞争将不再局限于产品价格，而是转移至品牌影响力、研发设计能力及综合服务能力（包括安装质量、交货效率等）。

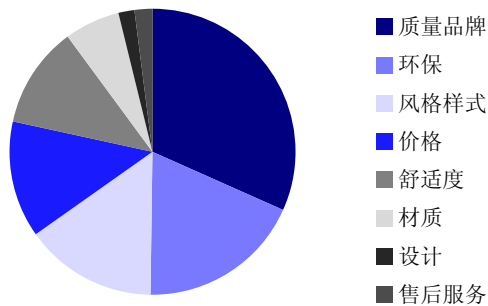
表3: 国内主要定制衣柜品牌

	名称	所在地	成立时间	简介
一线品牌	索菲亚	广东广州	2003年	源自法国全屋定制品牌，2001年进入中国生产销售索菲亚品牌定制衣柜
	好莱客	广东广州	2002年	提出并致力于“整体衣柜”的打造，产品覆盖整体壁柜和定制衣柜
	欧派	广东广州	1994年	2005年进军整体衣柜领域
二线品牌	顶固	广东中山	2002年	定位于五金、整体壁柜、定制家具、生态门领域综合性家居产品
	史丹利	广东深圳	2004年	源自美国品牌，产品书柜、衣柜、移门和安防系统
	联邦高登	广东佛山	2004年	由新加坡“高登国际”与广东联邦家私合资，定制衣柜、书柜、衣帽间等产品
三线品牌	诗尼曼	广东广州	2003年	产品涵盖定制衣柜、衣帽间、书柜、电视柜等板材家具
	伊仕利	广东广州	2001年	生产整体衣柜、梳妆台、床头柜等配套家具产品
	韩丽	广东佛山	2007年	生产橱柜、衣柜、晾衣架等产品
	卡喏亚	广东广州	2001年	定制衣柜、床头柜、书柜等木制柜式家具
	维意	广东佛山	2004年	生产定制衣柜，主张全屋家私定制

数据来源：公司资料

索菲亚 2013年9月4日

图20: 购买家具关心因素



数据来源: 新浪装修家居网

竞争优势

- **品牌优势：**公司是国内最早的定制衣柜品牌，经过十余年的积累，品牌知名度居业内首位，并多次获得消费者、媒体和协会的肯定和认可。
- **产能布局优势：**公司全国性的产能布局和柔性生产能力使得公司能对客户订单做出快速响应。公司目前拥有本部、西南、华东、华北四大生产基地，全国性布局大大节约了生产和物流时间；此外，公司早在2005年就开始了信息技术在定制衣柜生产制造商的普及应用，以实现定制化产品的规模化生产。
- **渠道优势：**公司发展了约500名经销商，专卖店约1,100家，铺设范围在细分行业居首；同时非常注重经销商的管理，经销商更换率不足2%，应可支撑公司的可持续扩张。

公司的竞争优势在于：业内第一品牌、快速反应的产能布局、广泛且管理严谨的渠道

管理层策略

- **产品策略：**公司定位于中高端市场，将持续巩固在定制衣柜的专业设计和制造能力，并将逐步扩大产品线范围，如增加配套床头柜等或客厅类定制产品。
- **产能策略：**公司将基于区域市场的增长潜力来实现产能的全国性布局，并将在15年以前在全国建立10个分加工中心，以提高快速反应能力；同时将不断提升柔性制造能力，以实现生产的规模效应。
- **渠道策略：**公司将主要借助经销商的力量来实现渠道扩张，在未来三年将保持稳健扩张，并有意识地向三四线城市下沉。

索菲亚 2013年9月4日

公司具备高成长的基础

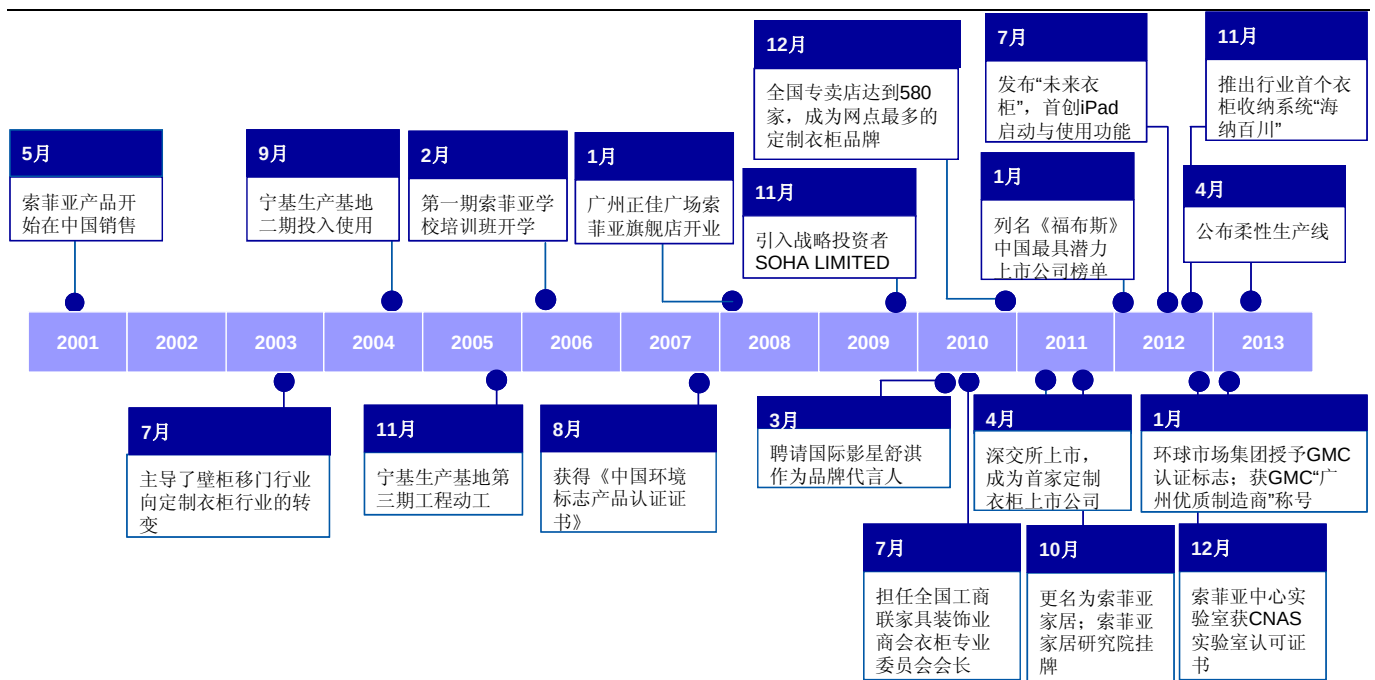
借助优势品牌，扩充品牌内涵

定制衣柜第一品牌

索菲亚是中国定制衣柜的先行者，从2001年开始引入法国的移门和入墙壁柜产品，并率先推出了定制衣柜产品。经过十几年的发展，索菲亚已经在这个年轻的行业里竖立起定制衣柜第一品牌的形象。

从最早品牌到最佳品牌

图21:索菲亚中国发展史



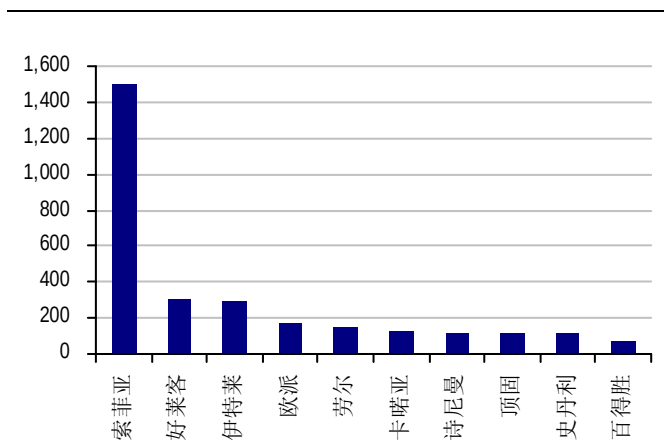
数据来源：公司资料

知名度

定制衣柜品牌众多，但索菲亚的品牌知名度具备绝对的优势。根据中华衣柜网基于互联网数据做的定制衣柜品牌关注度研究，索菲亚品牌的日均搜索量遥遥领先，是第二名的5倍；以媒体年度新闻数计算的媒体关注度也排名第一。

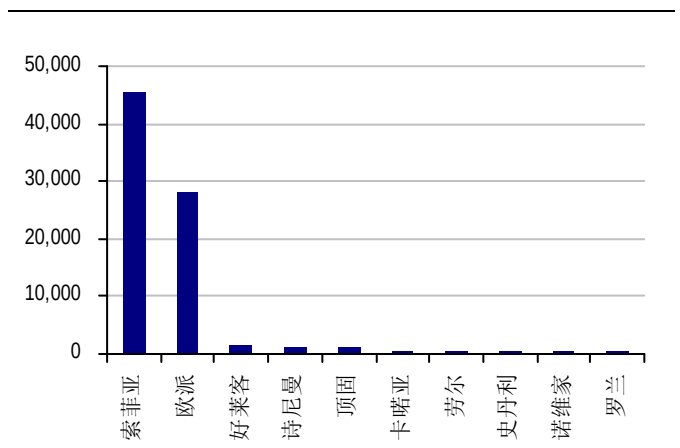
尽管定制衣柜品牌众多，但索菲亚的知名度和美誉度居首

图22: 日均搜索量



数据来源：中华衣柜网

图23: 媒体关注度



数据来源：中华衣柜网

索菲亚 2013年9月4日

美誉度

同时，索菲亚的品牌持续受到消费者、协会和媒体的肯定，荣获了诸多奖项。

表4:获奖情况

年份	奖项	颁发机构
2005	羊城十大最具影响力家居建材品牌	羊城晚报
	最受消费者推崇称号	广州消费者委员会
2006	读者最喜爱的品牌荣誉证书	南方都市报
	华南十大最具影响力家居品牌	羊城晚报
2007	消费者信赖的品牌	南方都市报
	华南地区家居建材行业杰出品牌推介活动	广州日报
2008	华南地区最具影响力建材品牌	羊城晚报
	守合同重信用企业称号	广州市工商行政管理局
2009	羊城晚报第四届十大最具影响力建材品牌	羊城晚报
2010	最值得推荐家居品牌	中国房产信息集团、新浪网、易居
2011	最受腾讯网友喜爱衣柜品牌	腾讯家居
	家居十大衣柜品牌	搜狐
	中国购房者首选家居品品牌	搜房网
	中国衣柜行业十年影响力品牌	全国工商联衣柜专委会
	消费者最喜爱品牌	慧亚资讯、中国衣柜
2012	消费者最喜爱品牌	中国建筑装饰协会
	福布斯中国最佳潜力企业	《福布斯》中文版
	中国整体衣柜十大品牌	中华衣柜网
	最佳服务创新奖	网易家居
2013	中国家具行业产品设计金奖	第三届中国衣柜文化发展论坛

数据来源：公司资料

品牌内涵不断延展

公司基于衣柜行业的先动优势，一方面不断巩固在定制衣柜的领导地位，另一方面则开始不断延伸定制范围，将品牌内涵从“定制衣柜”向“定制家”扩展。

2011年推出书房系列和卧室系列，包括书柜、电脑台以及卧室的一些配套组件如床头柜、梳妆台等。2012年下半年，公司开始新增客厅和餐厅类产品，如鞋柜、斗电视柜、玄关柜、酒柜等，针对不同房屋户型、装修风格和消费人群，提供定制化的一站式服务。

具备议价能力

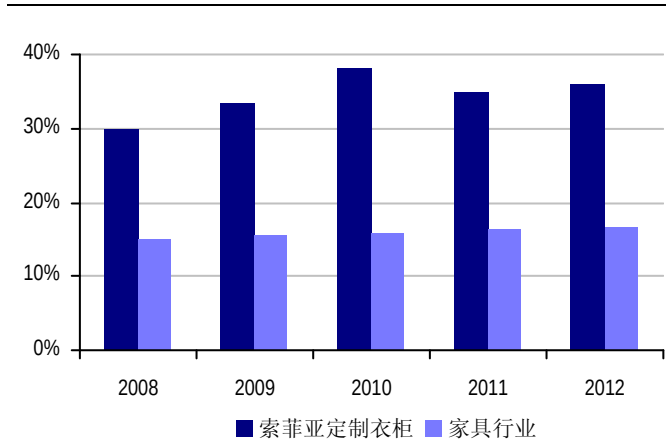
索菲亚在业内的定位偏中高端，因此价格相对较高。但优质的品牌形象使得公司拥有较强的议价能力，毛利率明显显著行业水平。对于终端销售，公司也不会轻易“以价换量”，折扣力度通常小于其他品牌。

品牌内涵从“定制衣柜”向“定制家”扩展

定位中高端，优质的品牌形象使其具备议价能力

索菲亚 2013年9月4日

图24: 公司VS行业毛利率



数据来源：公司数据，CEIC

最早注重营销

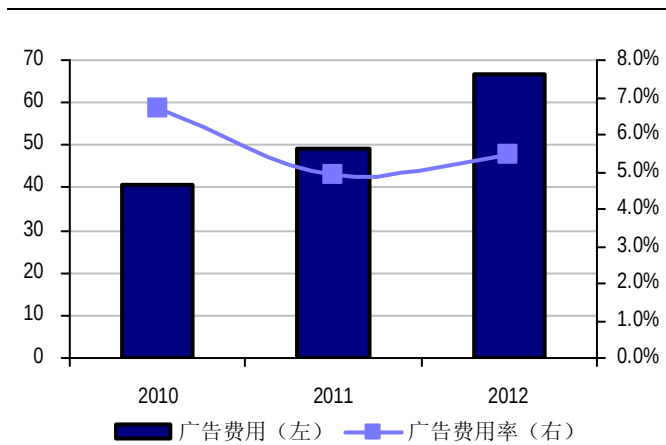
家具企业通常会偏重于制造，而忽略品牌营销。而公司则是业内品牌推广的先行者，坚持“高端品牌、中端消费”的营销策略；10-12年广告费用率保持在5-6%之间。

是最早注重品牌营销的家具企业

2010年，公司就采取代言营销的方式，聘请香港国际影星舒淇担任形象代言人，当时在衣柜行业尚不多见；并在同期推出“定制衣柜，就是索菲亚”的广告语，强化了公司在定制衣柜第一品牌地位。随着公司产品线的逐步扩展，公司于2013年的国际建筑装饰博览会上发布了新广告语“定制家，索菲亚”，在强调定制化的同时扩充了其品牌内涵。

除了传统的空中广告和地方营销，公司也非常注重线上营销。2012年，公司开启网上体验馆，消费可以在DIY界面按步骤设计个人专属衣柜，并可进入3D展馆获得索菲亚各产品线的全面信息。

图25: 广告费用绝对额（百万元）VS 占收入比重



数据来源：公司数据

索菲亚 2013年9月4日

快速反应-生产布局

公司全国性的产能布局和柔性生产能力使得公司能对客户订单做出快速响应，整体流程可在20天之内完成，这相对于多数其他品牌45天以上的反应速度相当具有竞争力。

全国性产能布局

公司自上市以来，就开始逐步布局全国性的生产基地，计划在2015年前建设10个分加工中心，这其中包括华北、华东、华中及西南四个战略加工中心。

同时，为了解决单一产能基地带来的物流成本问题，公司2012年开始陆续以收购或自建的方式在西部、华东和华北建立新的生产基地。目前，该三个生产基地同总部生产中心相互呼应，全国性的生产布局基本成型，而多数其他的竞争对手目前仍然是单一生产基地。如图31所示，我们估计三个基地达产后，可新增产值50%以上。

图26: 产能布局（产能增长图）



数据来源：公司资料

全国性的产能布局和柔性生产能力使其具备超出同行的快速反应能力

四个生产基地基本布局完成，均接近重要的消费市场，可节约物流成本和时间

图27: 近期产能扩建项目

基地	扩建方式	投资额 百万元	产值 百万元	投产 时间
西南	增资收购索菲亚家居（成都）并扩建	89	100	20124Q
华东（一期）	收购名隆家具并扩建	200	300	20133Q
华北	自建	100	300	20133Q

数据来源：公司资料、瑞银证券估算

规模化定制生产能力

在稳步扩大产能的同时，公司还致力于解决定制化和规模化生产的这一关键矛盾问题。早在2005年，公司就开始了信息技术在定制衣柜生产制造商的普及应用，采用“标准件规模化生产”+“非标准件柔性化制造”的模式，一方面在规模效应下节约成本，另一方面也提高了旺季时的出货效率。

2012年，公司引进了德国豪迈公司的先进的生产设备，完成了亚洲定制衣柜业首条柔性生产线的布局和调试，解决了定制化柔性的需求，为进一步普及定制家居产品奠定了基础。该柔性生产线由信息软性系统与生产硬件系统结合而成，软性系统是通过ERP等公司独立研发的多个软性整合而成，可自动完成下单、拆单等工序；而硬件系统则可将原来流水线上的不同步骤整合到一个平台，这样不仅减少了步骤间的时间，提高效率，还减少了意外破损，改善成品率。这在规模化生产的同时完成了定制化的自动调整，并保证了产品质量达到世界领先水平，例如对角线偏差可以控制在0.5mm以内。

柔性生产能力能在保证质量的同时提高生产效率，实现定制产品的规模化生产

索菲亚 2013年9月4日

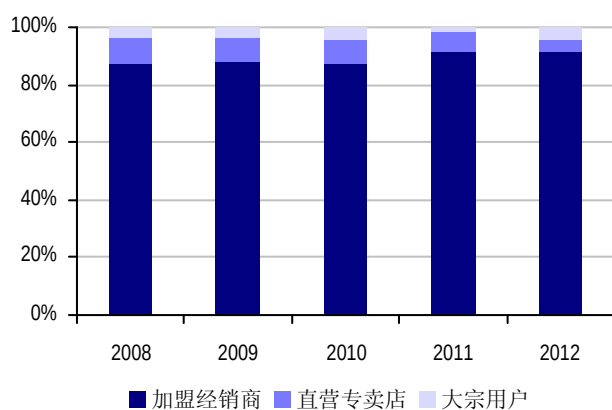
我们认为这不仅体现了公司在制造上的优势，还体现了公司强大的管理能力和信息技术应用能力。该类设备的应用通常要求中层管理者熟知软件与设备的工作流程，软件部分除了常规设计和生产控制，还需要整合ERP系统，同时监控供应链的物料情况。

快速稳健的渠道扩张

销售渠道：经销商+自营+大宗

公司的经营模式由加盟经销商、直营专卖店和大宗用户业务三部分组成。其中经销商模式占公司销售收入的80%以上，公司授权经销商开设专卖店，独家销售“索菲亚”品牌衣柜。公司依照专卖店订单安排生产，产成品由第三方物流发送至专卖店，再由经销商负责为顾客上门安装。公司在广州拥有6家专卖店，这些店面由公司直接管理，可以更好地推介新品和推广品牌形象。公司从2008年起建立大宗用户业务部，拓展大宗用户市场，主要与大型房地产项目合作，生产、销售配套衣柜。

图28:各渠道占主营业务收入比重



数据来源：公司数据

零售渠道稳步扩张

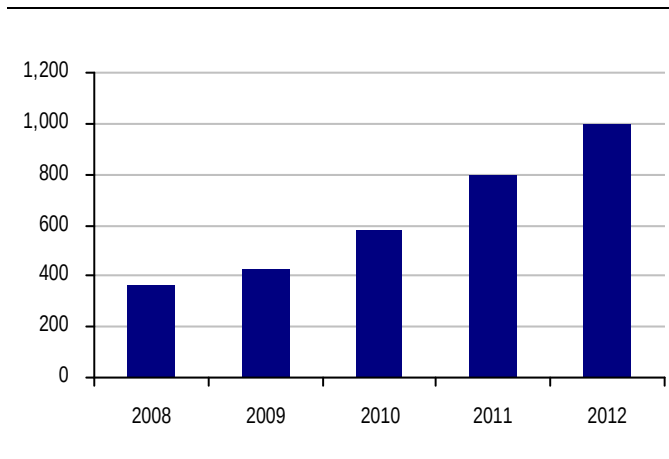
公司主要采取加盟店的方式进行零售终端的扩张，截至2012年底，公司发展了479名经销商，专卖店约1,100家，4年间年均增速为29%。目前90%的专卖店仍然开设在一二线城市，三四线城市仅占10%。我们预期公司在未来三年仍将保持稳健的扩张速度，大约每年接近200家，但在结构上三四线城市的新店比重将明显增加至50%左右。

随着定制衣柜的消费观念深入人心，专卖店从新开到盈利的所需时间也显著缩短，大约3-6个月可以实现盈利，良好的投资回报率也使得经销商有意愿去帮助公司实现扩张。

具备广泛的经销商渠道，预计将持续向三四线下沉

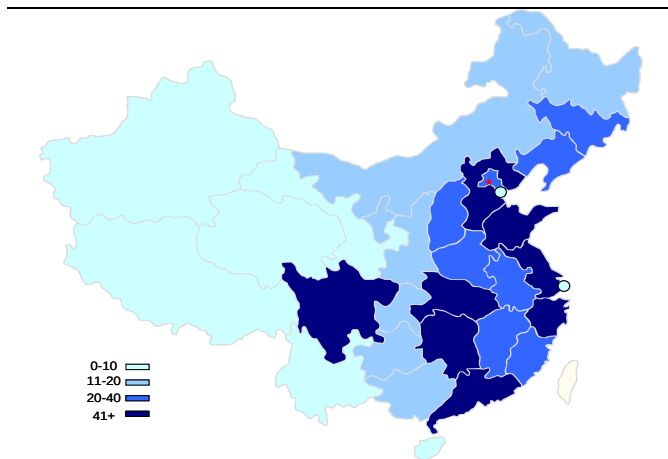
索菲亚 2013年9月4日

图29:门店数量



数据来源：公司数据

图30:门店分布



数据来源：公司数据

我们认为公司在快速扩张的同时仍然非常注重经销商的管理，兼顾了扩张的质量。细致的经销商管理以及良好的赚钱效应使得公司经销商更换率非常低，仅不到2%。

公司自成立以来，逐步建立了一系列的经销商网络建设和运营制度，规定了经销商的筛选标准和考核标准，统一专卖店的装修，并在2006年开始，建立了索菲亚内部培训学校，专门对经销商、专卖店店长、专业设计师和安装人员进行培训。

表5:经销商分类管理标准

类别	标准	公司措施
优秀经销商	年度任务完成率100%以上，同比增长80%以上，综合表现优异	有自动续约、优先获得广告投放支持、促销价格折让支持、区域扩张机会、考察培训机会的资格
进步经销商	年度任务完成率90%以上，同比增长50%以上，综合表现良好，显现可持续发展势头	有自动续约、获得考察培训机会、广告投放倾斜的资格
合格经销商	年度任务完成率80%以上，无重大违约行为，店面经营状况符合公司要求	经面谈敦促后，在承诺下一合同年度完成任务的前提下，可以获得续约资格但不允许销售区域扩张
不合格经销商	年度任务完成率80%以下，或者虽然完成任务但存在经营违约行为或店铺状况不符合公司要求的经销商	进行书面警告，要求提出整改方案，经公司确认通过后方可获得续约资格但不允许销售区域扩张
裁撤经销商	连续两年任务完成率80%以下，或者存在重大违约行为的经销商	进入裁撤程序，开始物色替换经销商，进入经销商优化阶段

数据来源：公司资料

大宗业务潜力可观

除了经销商渠道，公司还拥有大宗业务服务部，专门为大型房地产精装修项目提供定制衣柜配套。政府最早在1999年8月就发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，鼓励精装修的推广，近年来精装修住宅比重在各级政府的大力推行下稳步上升。万科等龙头开发企业均表示将逐步实现全部产品精装修，精装修的范围也从不断向衣柜领域延伸。

作为一线定制衣柜品牌，公司已与保利、富力、万科、金地等知名开发商建立合作关系，主要为高端楼盘提供配套的衣柜。精装修不仅能提高房屋产品品质，更能提高附加值，因此地产开发商在选择衣柜供应商时会其考虑品牌定位同楼房定位相匹配。在这一背景下，公司大宗业务收入从08年的730万迅速增

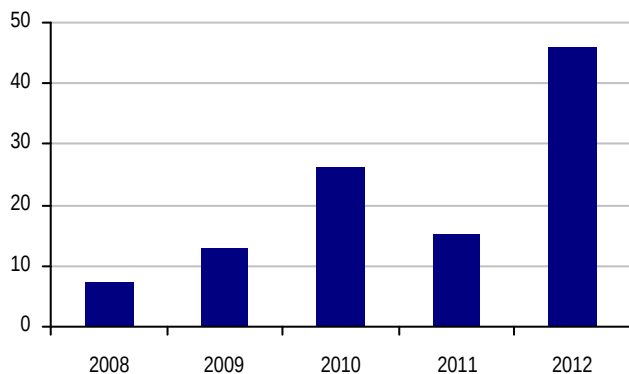
扩张速度和质量并进，经销商管理细致到位

大宗业务有望受益于精装修比重不断提升

索菲亚 2013年9月4日

长至2012年的4,600万，我们预期13年将有翻倍的增长。我们认为公司的设计能力、产品质量和快速反应能力均处于业内领先，有望率先受益于地产商和家具企业的合作深化。

图31: 公司大宗业务收入（百万元）



数据来源：公司资料

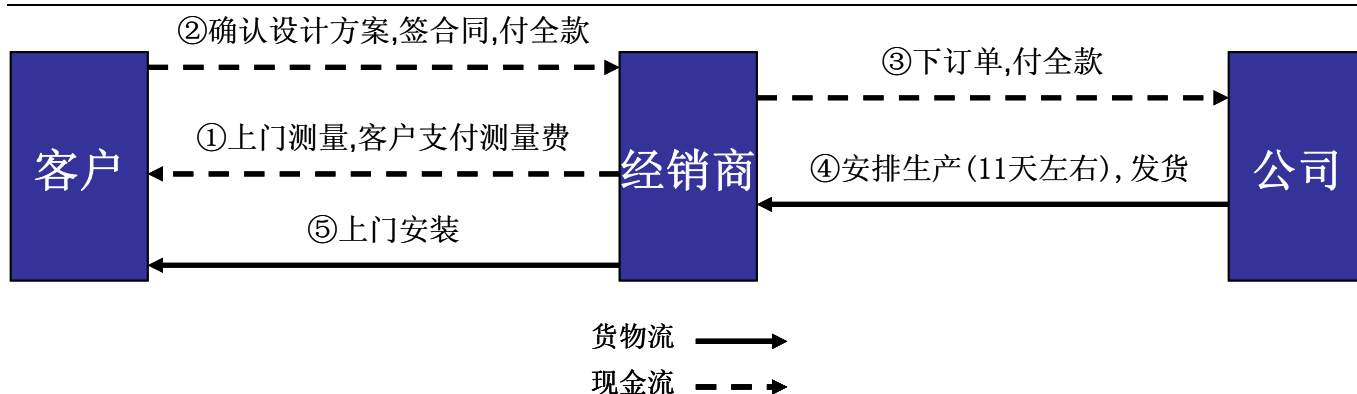
快周转的扩张模式

库存和回款是家居业的传统的掣肘因素，但公司定制化生产的运营模式使其能保持高周转，尽可能地节约运营资本。

公司具备快周转的经营模式，成长过程中可节约运营资本

通常一个完整的销售流程是：经销商的专卖店在收取客户的购买款后，将订单发送至公司，公司按照订单安排生产。通常情况下，公司会在收到经销商支付全部货款后发货，并由经销商负责安装。

图32:产品销售流程图



数据来源：公司资料

索菲亚 2013年9月4日

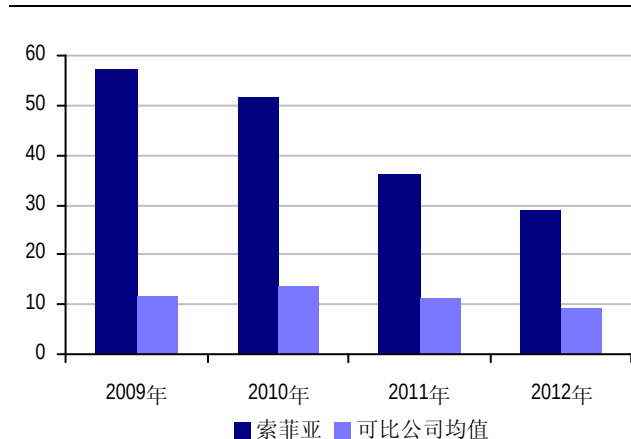
从公司和其他可比公司的对比可以看出，索菲亚在运营效率各项指标上均明显好于其他上市公司平均水平。过去4年索菲亚应收账款周转率均值为43.4，是行业均值的3.8倍，存货周转率是行业均值的4.8倍。相对应的，索菲亚的营业周期仅3.4-20.1天，远低于行业150天的水平。

应收周转率和存货周转率分别是行业均值的3.8和4.8倍

高效的运营效率使得公司具备良好的经营现金流，过去5年现金流/净利润比率均在1倍以上；销售收入的现金含量均值也高出可比公司均值10%。

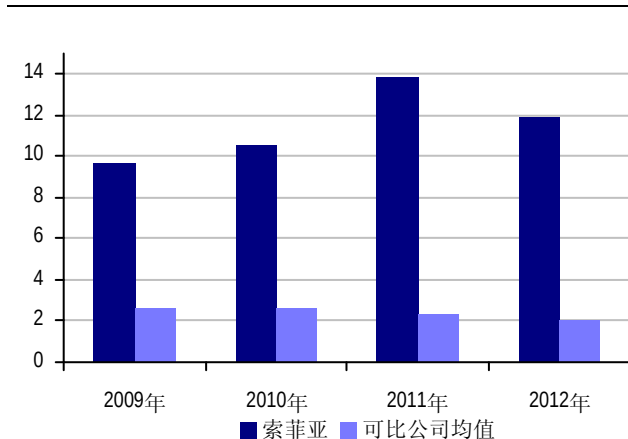
经营现金流良好，销售收入的现金含量1.1倍以上

图33: 公司VS可比公司均值应收周转率



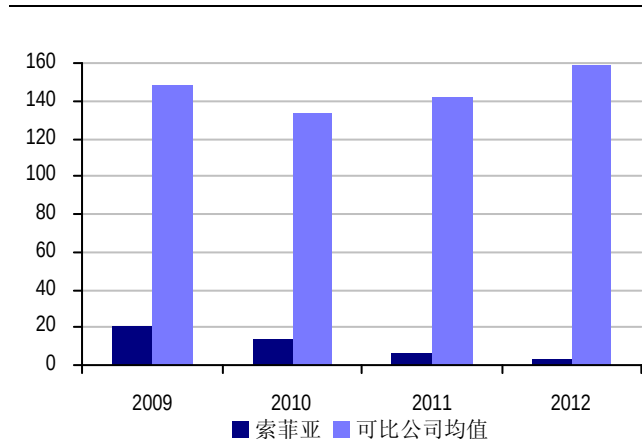
数据来源：公司数据，可比公司包括宜华木业、升达林业、美克股份、大亚科技、威华股份、科冕木业、皇朝家俬

图34: 公司VS可比公司均值存货周转率



数据来源：公司数据，可比公司包括宜华木业、升达林业、美克股份、大亚科技、威华股份、科冕木业、皇朝家俬

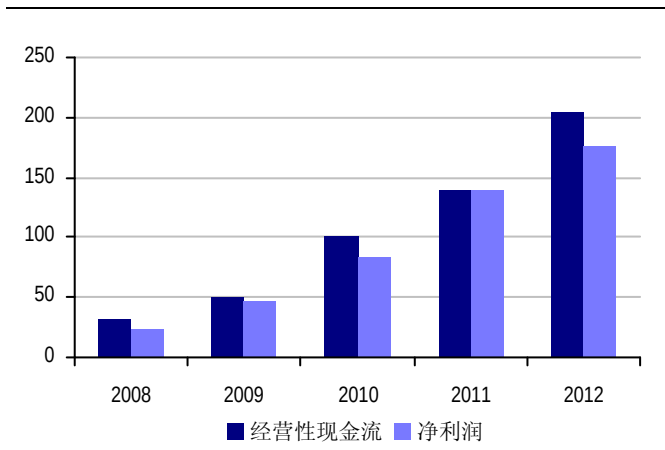
图35: 公司VS可比公司均值营业周期



数据来源：公司数据，可比公司包括宜华木业、升达林业、美克股份、大亚科技、威华股份、科冕木业、皇朝家俬

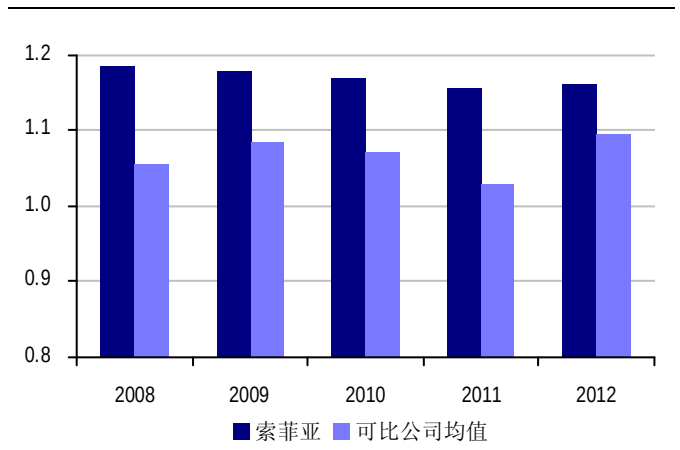
索菲亚 2013年9月4日

图36:经营现金流VS净利润



数据来源：公司数据

图37: 销售收入现金含量



数据来源：公司数据，

可比公司包括宜华木业、升达林业、美克股份、大亚科技、威华股份、科冕木业

表6: 国内家具公司运营指标

	定制家具		制式家具			床垫		地板	
	索菲亚	大亚科技	皇朝家私	宜华木业	美克股份	喜临门	威华股份	科冕木业	升达林业
存货周转率	11.8	2.7	2.6	1.8	1.4	4.6	2.8	1.5	1.3
应收周转率	28.9	6.5	12.6	3.7	13.8	4.7	10.3	2.9	7.2
应付周转率	9.1	7.2	10.0	5.4	7.5	3.5	9.3	3.8	5.6
营业周期	5.5	140.0	132.5	236.6	242.8	53.4	127.2	267.6	275.5
总资产周转率	0.7	0.9	0.4	0.4	0.7	0.9	0.5	0.4	0.3
经营性现金流/净利润	1.2	6.1	4.7	1.2	8.9	1.3	-2.5	2.1	7.1

数据来源：万得资讯，瑞银证券估算

定制企业高周转的特点在海外经验中也得以佐证。我们采用了上市的两家定制家具企业Nobia和Howdens Joinery以及其他六大制式家具公司（Furniture Brands International、Ethan Allen、Hooker Furniture、Stanley Furniture和Natuzzi）作为样本。我们看到，过去12年国外定制家具的运营效率普遍好于制式家具。2000年以来，定制家具与制式家具的存货周转率有逐渐扩大的趋势，说明在销售不佳的情况下，制式家具更易受到存货的困扰；这使得2012年定制家具的运营资本周转率比制式家具高出一倍以上，总资产周转率也高出45%。

通过国际比较我们发现，定制家具企业的运营效率长期高于制式家具企业

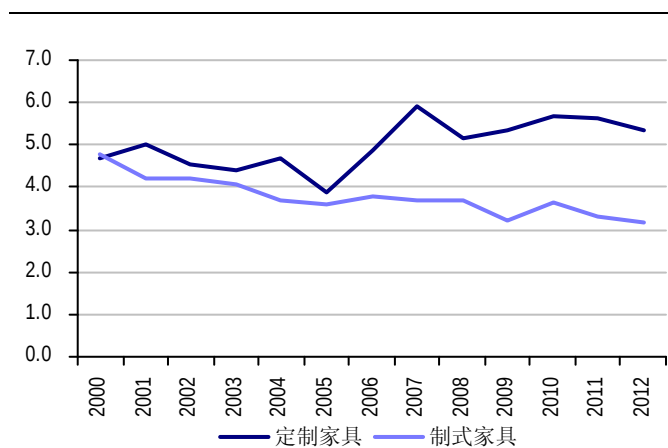
索菲亚 2013年9月4日

表7: 海外家具公司运营指标

	定制家具				制式家具			
	Nobia	Howdens Joinery	LA-Z-BOY	Hooker	Natuzzi	Furniture Brands Intl	Stanley furniture	Ethan Allen
存货周转率	7.8	2.9	6.0	3.8	3.6	3.5	2.6	2.3
应收周转率	11.5	12.3	7.5	8.3	5.0	9.2	9.7	48.7
应付周转率	7.8	5.3	16.1	14.3	4.8	8.5	9.7	13.0
营业周期	31.8	87.1	86.3	114.3	98.4	100.6	140.1	139.9
总资产周转率	1.6	2.1	1.9	1.5	1.0	1.7	1.0	1.1
经营性现金流/净利润	-0.9	0.8	0.9	6.4	0.3	0.6	0.8	0.8

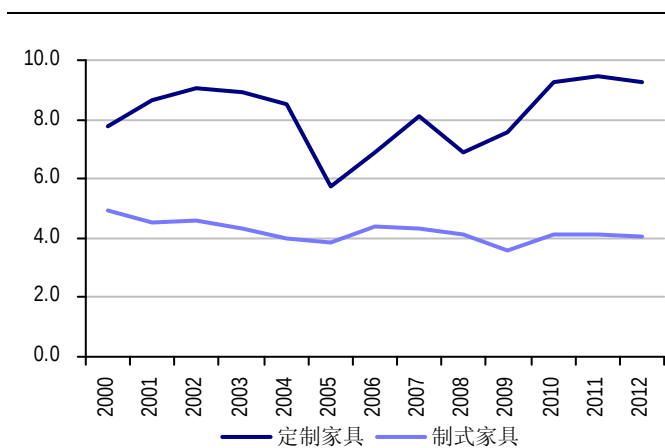
数据来源: Bloomberg

图38: 存货周转率



数据来源: Bloomberg

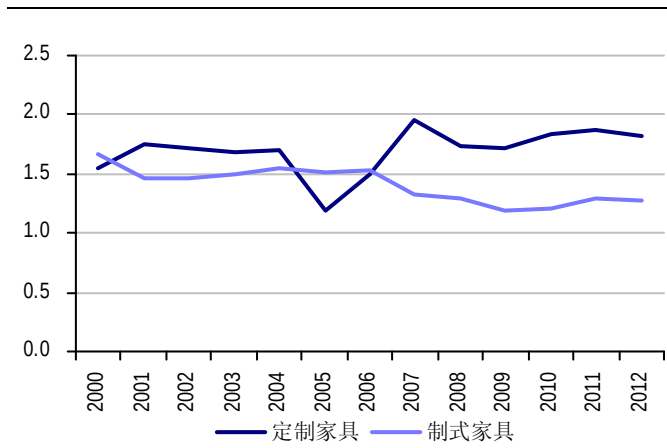
图39: 运营资产周转率



数据来源: Bloomberg

索菲亚 2013年9月4日

图40:总资产周转率



数据来源: Bloomberg

财务分析

损益表

公司的收入主要来自于定制家具收入。我们预计公司的销售收入在13-15年将分别实现36%、31%和27%的增长，主要驱动来自于门店数量的外延式扩张和成熟门店的同店增长。

从分渠道来看，我们预计2013/14/15E经销商收入增速为37%、31%和27%；随着公司加大拓展力度，大宗业务将成为公司新的增长点，预计2013/14/15E分别增长100%、70%和50%；我们预计直营店数目保持稳定，2013/14/15E销售增速为15%、10%和10%。

我们预计公司将保持稳定的营销费用率，销售费用率将基本保持稳定。由于13年限制性股票激励，使得管理费用率在未来三年小幅上行。

索菲亚 2013年9月4日

表8: 主营业务关键假设

(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务	1,003.6	1,221.7	1,658.6	2,178.8	2,765.2
家具	912.3	1,160.6	1,606.6	2,126.8	2,713.2
地板	79.8	52.0	52.0	52.0	52.0
其他	11.5	9.1	0.0	0.0	0.0
YoY					
主营业务	66.0%	21.7%	35.8%	31.4%	26.9%
家具	52.0%	27.2%	38.4%	32.4%	27.6%
地板		-34.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率					
主营业务	34.5%	34.9%	36.2%	36.3%	36.4%
家具	34.7%	35.8%	36.8%	36.8%	36.8%
地板	22.8%	14.4%	17.0%	17.0%	17.0%

数据来源：公司资料，瑞银证券估算

表9: 收入关键假设

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经销商门店数量	800	1,000	1,200	1,390	1,550
成熟单店收入（万元）	131.8	128.4	141.2	155.4	170.9
同店增速	17.1%	-2.6%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：公司资料，瑞银证券估算

表10: 分渠道收入

(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
加盟经销商	812.9	1048.3	1440.7	1890.9	2392.7
公司直营店	57.1	50.6	58.1	64.0	70.3
大宗用户业务	15.4	45.9	91.9	152.6	234.2

数据来源：公司资料，瑞银证券估算

表11: 费用率分析

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售费用率	9.5%	10.3%	9.1%	10.0%	10.0%
管理费用率	9.2%	9.2%	11.5%	10.5%	9.9%
财务费用率	-2.1%	-2.6%	-1.3%	-1.0%	-0.9%
EBIT率	14.3%	14.7%	14.9%	15.1%	15.8%
净利率	13.9%	14.4%	13.8%	14.1%	14.4%

数据来源：公司资料，瑞银证券估算

索菲亚 2013年9月4日

资产负债表

我们预计公司的应收账款周转天数略有上升，主要是因为和地产开发商的合作精装修项目往往账期较长；整体的运营周期也小幅上升。

表12: 资本周转效率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业周期	6.0	3.4	3.1	4.7	6.3
应收账款周转天数	10.1	12.7	12.3	13.8	15.4
存货周转天数	26.4	30.8	32.3	32.7	33.3
应付账款周转天数	30.4	40.1	41.5	41.8	42.4
固定资产周转天数	46.9	78.7	89.5	87.9	87.2
总资产周转率	1.1	0.7	0.9	1.0	1.1

数据来源：公司资料，瑞银证券估算

现金流量表

我们预计公司的经营现金流将维持健康的增长，匹配净利润的增长；主要投资现金流出是扩建新产能的资本性开支；公司主要的筹资现金流入是12年股权激励的募集资金。

索菲亚 2013年9月4日

表13: 现金流量表

(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	139.2	176.1	228.4	307.9	399.0
加：资产减值损失	1.5	2.4	0.0	0.0	0.0
固定资产折旧	12.3	21.9	49.5	67.1	88.5
无形资产摊销	0.8	1.4	2.1	2.1	2.1
长期待摊费用摊销	4.9	9.8	57.5	66.1	76.0
财务费用	1.2	0.7	(21.7)	(22.9)	(24.1)
递延所得税资产减少	(1.6)	(0.9)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
递延所得税负债增加	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
存货的减少	(7.5)	(7.5)	(27.2)	(34.0)	(38.3)
经营性应收项目的减少	(39.3)	(15.8)	(58.8)	(78.8)	(89.9)
经营性应付项目的增加	27.2	15.6	76.1	94.3	106.3
经营活动产生现金流净额	138.7	204.2	305.4	401.4	519.0
减：固定资产投入的增加	(85.0)	(285.1)	(100.0)	(110.0)	(132.0)
在建工程投入增加	0.0	0.0	74.4	89.3	107.2
无形资产投入的增加	0.0	0.0	57.5	66.1	76.0
其他	(28.0)	(19.1)	0.0	0.0	0.0
投资活动产生现金流净额	(113.0)	(304.2)	(231.9)	(265.4)	(315.2)
股本融资净额	1,161.0	25.4	56.4	0.0	0.0
减：支付的股利	214.0	0.0	77.0	115.2	149.3
支付的利息净额	(169.9)	54.1	(21.7)	(22.9)	(24.1)
短期借款前融资活动产生的现金流量	1,116.9	(28.7)	1.2	(92.3)	(125.2)
加：短期借款的增加	(87.0)	(18.7)	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生现金流净额	1,029.9	(47.4)	1.2	(92.3)	(125.2)

数据来源：公司资料，瑞银证券估算

资本回报率

我们预计随着公司的产能逐步达产，总资产周转率将逐步改善，从而使得ROE稳步提升。

索菲亚 2013年9月4日

表14: 杜邦分析

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	17.4%	12.2%	14.2%	17.1%	19.7%
ROA	15.0%	10.7%	12.0%	14.1%	15.9%
营业利润率	14.3%	14.7%	14.9%	15.1%	15.8%
净利率	13.9%	14.4%	13.8%	14.1%	14.4%
总资产周转率	108.4%	74.1%	87.3%	99.7%	110.3%
权益乘数	111.6%	115.8%	118.3%	121.4%	123.8%

数据来源：公司资料，瑞银证券估算

估值

目标价推导

我们采取瑞银证券VCAM工具进行估值，VCAM是一种基于现金流贴现的估值方法。以下基准假设下，我们得出目标价为20元，我们预测公司2013/14/15E EPS 0.51/0.69/0.89元，目标价对应2013-15年市盈率39/29/22倍。

- 我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为2013-2022年，我们详细地预测了公司在未来5年的现金流情况。在未来五年，我们预期公司将保持正的自由现金流，并稳步增长。

我们采取9.2%贴现率，以反映公司的加权平均成本。为获得其权益成本，我们假设无风险利率为3.5%，权益风险溢价为5%。参照可比公司的贝塔系数均值，我们将贝塔系数设为1.11。

索菲亚 2013年9月4日

表15: 绝对估值假设

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	247	330	437	551	666	739	857	979	1,101	1,218
折旧及摊销*	109	135	167	218	250	301	357	418	481	546
资本支出	(232)	(265)	(315)	(374)	(411)	(449)	(518)	(589)	(659)	(726)
运营资本变动	(16)	(25)	(30)	(23)	(25)	(26)	(31)	(33)	(34)	(34)
所得税 (营运)	(40)	(54)	(71)	(90)	(113)	(140)	(169)	(201)	(234)	(268)
其他	(13)	(16)	(18)	(19)	(21)	(25)	(28)	(30)	(31)	(32)
自由现金流	55	105	170	263	345	400	469	545	624	705
增长		89.5%	62.2%	54.4%	31.3%	16.0%	17.1%	16.2%	14.6%	12.9%

估值	
明计现金流现值	3,567
期末价值 (第 15 年) 现值	3,585
企业价值	7,152
占永续价值百分比	50%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	43
现金盈余**	1,052
-债务***	0
权益价值	8,162
已发行股数 [m]	439.7
每股权益价值 (Rmb/股)	18.60
权益成本	9.2%
股息收益率	1.4%
1年期目标价 (Rmb/股)	20.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	13.5%	6.2%	3.0%
息税前利润率	13.6%	11.1%	6.6%
资本支出/销售收入	8.1%	7.1%	6.1%
投资资本回报率	40.8%	32.9%	21.7%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	20.1x	15.4x	16.7x
企业价值 / 息税前利润	28.9x	21.7x	23.6x
自由现金流收益率	0.8%	1.5%	1.2%
市盈率 (现值)	36.3x	26.9x	29.4x
市盈率 (目标)	39.1x	29.0x	31.7x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.70%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.11
债务/权益比	0.0%
边际税率	23.2%
权益成本	9.2%
债务成本	5.7%
WACC	9.2%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的 自由现金流增长	1.4%
投资资本回报率增幅	9.8%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	5.2x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

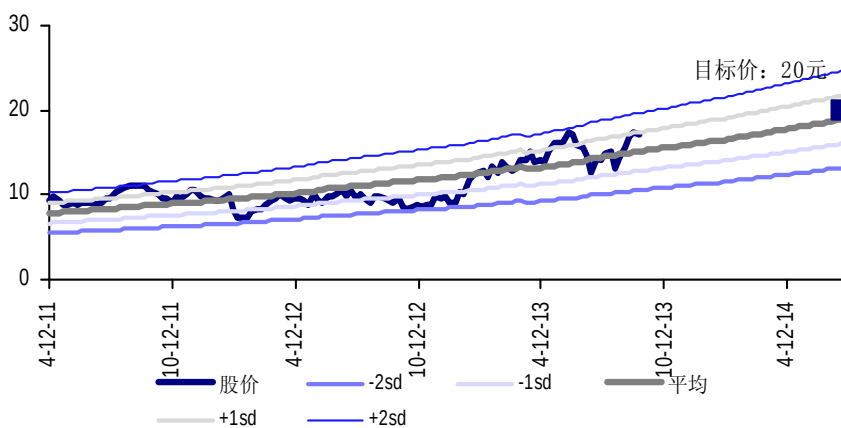
数据来源: UBS-VCAM

可比公司

公司目前股价对应未来一年的预测PE为27倍，略高于2011年4月上市以来均值24倍。我们认为公司估值提升可能来自于两方面：1）公司的产品线延伸将提升公司成长的天花板，大宗客户的持续开发则可能使得收入加速增长；2）2010年以来的地产调控压制了家具企业的估值，在目前这个时点，房地产建设活动呈现出全面改善的迹象，在地产政策保持稳定的前提下，房地产市场的继续回升可能会推动家具企业的估值上行。

索菲亚 2013年9月4日

图41:公司历史PE-Band



数据来源：万得资讯，瑞银证券估算

注：这里对应的是未来一年盈利的滚动PE；“平均”对应的股价是公司2011年上市后PE均值即24倍水平计算的基准股价

我们参考A股上市家具公司来做估值对比。索菲亚目前股价对应于13/14/15年的预测PE为33/25/19倍，高于可比公司均值水平。我们认为其他家具公司多为出口企业或品牌识别度相对较低，而公司几乎全部是内销业务且具备细分市场的第一品牌，因此相较而言可给予一定的品牌溢价。

表16: 可比公司估值

公司名称	代码	市值	股价	PE			PS			ROE			净利 CARG	股息 率	P/BV	PEG
		百万元	元	13E	14E	15E	13E	14E	15E	13E	14E	15E	13-15E	12	12	13E
宜华木业	600978	5,602	4.9	13.8	10.7	8.1	1.4	1.1	0.9	8.7%	10.4%	12.4%	30.0%	1.6%	1.3	0.5
美克股份	600337	4,052	6.3	26.7	19.7	15.4	1.4	1.2	1.1	5.7%	7.3%	8.7%	30.3%	0.5%	1.4	0.9
大亚科技	000910	2,790	5.3	18.3	15.1	12.9	0.3	0.3	0.2	6.2%	7.2%	7.9%	19.0%	0.8%	1.1	1.0
喜临门	603008	2,470	7.8	19.4	15.4	12.3	2.3	1.9	1.5	11.0%	12.4%	14.2%	25.8%	2.3%	2.2	0.7
均值		3,728	6.1	19.6	15.2	12.2	1.3	1.1	1.0	7.9%	9.3%	10.8%	26.3%	1.3%	1.5	0.7

数据来源：万得资讯，采用市场一致预期，股价截至2013/9/3。

公司背景

索菲亚是最早将定制衣柜引入中国的品牌企业，目前主要经营定制衣柜及其配套定制家具，包括衣柜、步入式衣帽间、隔断门、书柜、电脑台、床、床头柜等。经过十余年的发展，索菲亚已成为行业公认的领军品牌，主要通过经销进行渠道扩张，拥有1,000多家专卖店。

索菲亚

损益表 (Rmb 百万)	-	-	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	-	-	604	1,004	1,222	1,659	35.8	2,179	31.4	2,765	26.9
营业费用 (不含折旧)	-	-	(494)	(844)	(1,011)	(1,302)	28.8	(1,714)	31.6	(2,161)	26.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	-	111	160	211	357	69.3	465	30.4	604	29.9
折旧	-	-	(11)	(18)	(33)	(109)	229.4	(135)	24.1	(167)	23.1
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	-	100	142	178	247	39.4	330	33.2	437	32.7
其他盈利和联营公司盈利	-	-	3	4	1	4	534.8	16	270.4	16	0.0
净利息	-	-	(1)	21	32	21	-34.1	22	5.6	24	5.5
非正常项目 (税前)	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	-	102	166	210	273	29.7	368	34.8	477	29.6
税项	-	-	(9)	(27)	(34)	(45)	29.7	(60)	34.8	(78)	29.6
税后利润	-	-	93	139	176	228	29.7	308	34.8	399	29.6
非正常项目 (税后)	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	-	0	(4)	(3)	(4)	29.7	(5)	34.8	(7)	29.6
净利润 (本地会计准则)	-	-	93	135	173	225	29.7	303	34.8	392	29.6
净利润 (UBS)	-	-	93	135	173	225	29.7	303	34.8	392	29.6
税率 (%)	-	-	9	16	16	16	0.0	16	0.0	16	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	-	-	9	16	16	16	0.0	16	0.0	16	0.0
每股 (Rmb)	-	-	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	-	-	0.29	0.33	0.40	0.51	26.3	0.69	34.8	0.89	29.6
每股收益 (UBS)	-	-	0.29	0.33	0.40	0.51	26.3	0.69	34.8	0.89	29.6
每股股息净值	-	-	0.00	0.23	0.18	0.18	-2.6	0.26	49.7	0.34	29.6
每股现金收益	-	-	0.33	0.37	0.48	0.76	57.5	1.00	31.3	1.27	27.6
每股账面净值	-	-	0.43	3.19	3.45	3.83	10.8	4.25	11.2	4.81	13.0
资产负债表 (Rmb 百万)	-	-	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	-	-	85	181	352	477	35.5	609	27.7	759	24.7
无形固定资产净值	-	-	10	20	83	82	-0.6	80	-2.5	78	-2.6
净营运资本 (包括其他资产)	-	-	(12)	2	43	52	20.6	71	36.7	94	31.9
其他负债	-	-	0	0	(7)	(7)	0.0	(7)	0.0	(7)	0.0
运营投入资本	-	-	82	204	471	604	28.3	753	24.7	924	22.7
投资	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	82	204	471	604	28.3	753	24.7	924	22.7
股东权益	-	-	184	1,363	1,478	1,682	13.8	1,870	11.2	2,113	13.0
少数股东权益	-	-	0	16	40	44	9.3	49	11.5	55	13.4
总股东权益	-	-	184	1,379	1,518	1,726	13.7	1,919	11.2	2,168	13.0
净债务 / (现金)	-	-	(102)	(1,176)	(1,047)	(1,122)	7.1	(1,166)	3.9	(1,244)	6.7
其他视同债务的减值准备	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	82	204	471	604	28.3	753	24.7	924	22.7
现金流量表 (Rmb 百万)	-	-	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	-	100	142	178	247	39.4	330	33.2	437	32.7
折旧	-	-	11	18	33	109	229.4	135	24.1	167	23.1
营运资本变动净值	-	-	7	(20)	(8)	(10)	28.1	(18)	85.9	(22)	19.0
其他 (经营性)	-	-	(8)	5	3	(18)	-	(7)	-58.2	(9)	17.1
经营性现金流 (税前/息前)	-	-	111	145	206	329	59.3	439	33.6	573	30.6
收到 / (支付) 利息净值	-	-	(1)	21	32	21	-34.1	22	5.6	24	5.5
已付股息	-	-	0	(43)	(54)	(77)	43.83	(115)	49.71	(149)	29.59
已缴付税项	-	-	(9)	(27)	(34)	(45)	29.7	(60)	34.8	(78)	29.6
资本支出	-	-	(20)	(85)	(285)	(232)	-18.6	(265)	14.4	(315)	18.8
并购/处置净值	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	-	141	(75)	22	-	34	51.9	34	-0.8
股份发行	-	-	0	1,161	25	56	121.8	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) /减少	-	-	69	1,314	(182)	75	-	44	-41.5	79	80.2
外汇/非现金项目	-	-	-	(241)	54	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	-	-	1,073	(128)	75	-	44	-41.5	79	80.2
核心息税折旧摊销前利润	-	-	111	160	211	357	69.3	465	30.4	604	29.9
维护资本支出	-	-	(7)	(12)	(22)	(50)	125.9	(67)	35.6	(89)	31.9
维护营运资本净支出	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	-	103	147	189	307	62.7	398	29.6	515	29.6

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

全球证券研究报告

中国

家具及电器业

12个月评级 买入

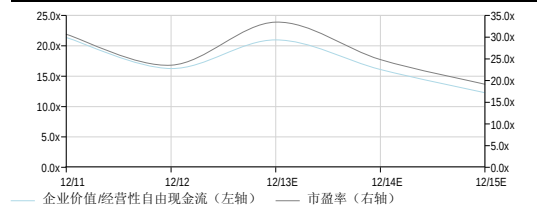
12个月目标价 Rmb20.00

索菲亚

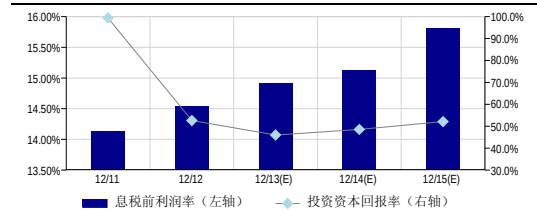
公司概况

索菲亚是最早将定制衣柜引入中国的品牌企业，目前主要经营定制衣柜及其配套定制家具，包括衣柜、步入式衣帽间、隔断门、书柜、电脑台、床、床头柜等。公司依托与法国索菲亚的战略合作关系，在个性化设计、定制化技术与生产质量上均处于国内领先水平。2010 年索菲亚成为全国工商联衣柜协会专业委员会会长，确立了定制衣柜行业中的领军者和规则制定者地位。公司主要通过经销商进行渠道扩张，拥有 1,000 多家专卖店。

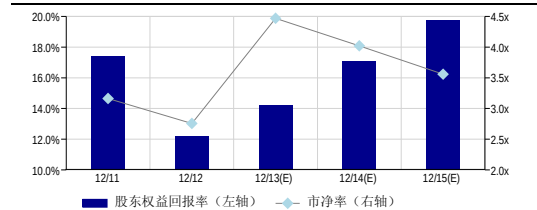
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



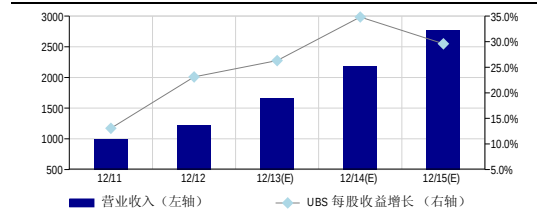
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	-	30.7	23.5	33.4	24.8	19.1
市盈率 (UBS)	-	30.7	23.5	33.4	24.8	19.1
股价/每股现金收益	-	27.1	19.8	22.5	17.1	13.4
净股息收益率 (%)	-	2.3	1.9	1.0	1.5	2.0
市净率	-	3.2	2.8	4.5	4.0	3.6
企业价值/营业收入 (核心)	-	3.1	2.5	3.9	2.9	2.3
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	19.7	14.6	18.0	13.7	10.5
企业价值/息税前利润 (核心)	-	22.2	17.3	26.0	19.4	14.4
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	21.4	16.3	20.9	16.1	12.3
企业价值/运营投入资本	-	NM	9.1	NM	9.4	7.5

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	4,313	4,075	7,502	7,502	7,502
+ 少数股东权益	16	40	44	49	55
+ 平均净债务 (现金)	(1,176)	(1,047)	(1,122)	(1,166)	(1,244)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	3,153	3,068	6,424	6,385	6,313

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	-	66.0	21.7	35.8	31.4	26.9
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	44.1	31.8	69.3	30.4	29.9
息税前利润 (UBS)	-	42.3	25.2	39.4	33.2	32.7
每股收益 (UBS)	-	13.1	23.1	26.3	34.8	29.6
每股现金收益	-	14.4	29.4	57.5	31.3	27.6
每股股息净值	-	-	-23.5	-2.6	49.7	29.6
每股账面净值	-	NM	8.4	10.8	11.2	13.0

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	15.9	17.2	21.5	21.3	21.8
息税前利润/营业收入	-	14.1	14.5	14.9	15.1	15.8
净利润 (UBS) /营业收入	-	13.4	14.2	13.5	13.9	14.2

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	NM	52.6	46.0	48.6	52.1
税后投资资本回报率	-	NM	44.1	38.5	40.6	43.6
净股东权益回报率	-	17.4	12.2	14.2	17.1	19.7

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	1.4	2.3	2.9	2.6	2.6
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	71.5	44.4	34.3	38.0	38.0
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	7.0	3.6	3.1	3.2	3.3
营业收入/固定资产	-	6.8	3.8	3.3	3.5	3.6
营业收入/净营运资本	-	NM	NM	75.4	60.2	49.1

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
资本支出/营业收入 (%)	-	8.5	23.3	14.0	12.2	11.4
资本支出/折旧	-	4.7	8.6	2.1	2.0	1.9

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	-	(86.3)	(70.9)	(66.7)	(62.3)	(58.9)
净债务/ (净债务 + 权益)	-	NM	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) / 企业价值	-	(37.3)	(34.1)	(17.5)	(18.3)	(19.7)

资料来源：公司报表、UBS 估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2013年09月03日17时04分的股价（Rmb17.06）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

索菲亚 2013年9月4日

■ 索菲亚

索菲亚是最早将定制衣柜引入中国的品牌企业，目前主要经营定制衣柜及其配套定制家具，包括衣柜、步入式衣帽间、隔断门、书柜、电脑台、床、床头柜等。公司依托与法国索菲亚的战略合作关系，在个性化设计、定制化技术与生产质量上均处于国内领先水平。2010年索菲亚成为全国工商联衣柜协会专业委员会会长，确立了定制衣柜行业中的领军者和规则制定者地位。公司主要通过经销商进行渠道扩张，拥有1,000多家专卖店。

■ 风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 经济增长放缓影响消费需求；2) 行业竞争者众多加剧风险；3) 原材料成本上升风险。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

索菲亚 2013年9月4日

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中 性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

索菲亚 2013年9月4日

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用时, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 胡昀昀。

涉及报告中提及的公司的披露

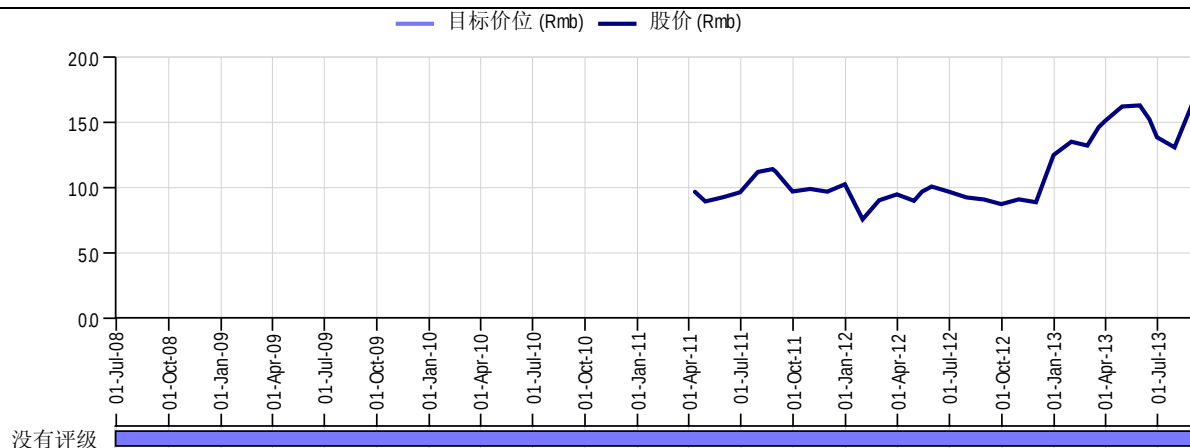
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
索菲亚	002572.SZ	买入	不适用	Rmb17.06	2013年09月03日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

索菲亚 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年9月3日

索菲亚 2013年9月4日

索菲亚 2013年9月4日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表:既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利:由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:**UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,注册于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)执照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行在韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

