



**买入** **23% ↑**  
目标价格: 人民币 23.27

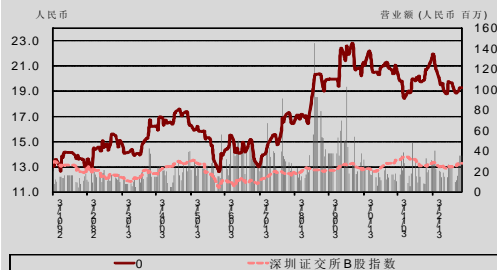
002572.CH

价格: 人民币 18.92

目标价格基础: 30倍14年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.1)	(3.7)	(6.7)	62.3
相对新华富时 A50 指数	(11.5)	(4.8)	(8.7)	58.7

发行股数(百万)	1,927
流通股(%)	56.7
流通股市值(人民币 百万)	17,269
3个月日均交易额(人民币 百万)	21
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
索菲亚	53.25

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年1月22日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明\*

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

\*王鹏为本报告重要贡献者

# 索菲亚

## 国内定制衣柜的先导者

索菲亚是我国最早从事定制衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售的企业之一, 率先将“定制衣柜”概念引入国内, 开启和推动了我国定制衣柜的产业化发展。公司的主导产品是定制衣柜。目前定制衣柜业务收入占比将近90%。2009-2012年营业收入复合增长率分别为56.91%, 净利润复合增长率为66.9%。

### 支撑评级的要点

- 公司主要产品为定制衣柜, 此项业务收入约占主营业务收入的近90%, 公司采用规模化定制模式这一模式既可以实现规模化生产的低成本效应、又具有响应速度快、贴近客户需求、降低资金占用等特点, 进而可以避免存货积压、现金流不足等问题。
- 预计到2013年底, 索菲亚经销商的数量将达到1,200家, 经销商479家。相比于其他竞争对手, 索菲亚的经销商利润率更具优势, 渠道优势更明显, 公司同时着重发展大宗用户渠道和网络营销渠道。推出了“索菲亚品牌体验馆”通过“线上引流, 线下服务”的方式, 扩大潜在用户群, 提高产品影响力。
- 2013年, 公司实现主营收入17.8亿元, 同比增长46.46%。2009-2012年营业收入增长率分别为76.02%、70.41%、66.03%和21.73%, 年复合增长率分别为56.91%。2013年实现净利润2.44亿元, 同比增长40.9%。2009-2012年净利润增长率分别为106.66%、79.20%、65.59%和26.54%, 年复合增长率为66.9%。我们预计, 未来三年公司净利润仍有望保持30%以上的快速增长。

### 评级面临的主要风险

- 房地产市场景气程度短期内影响家具行业需求。
- 原材料价格波动对利润率的影响。

### 估值

- 我们对公司13-15年的每股盈利预测分别为0.566元、0.774元和1.02元, 基于30倍2014年市盈率, 给予其23.27元目标价, 首次给予其买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	1,004	1,222	1,787	2,338	3,016
变动(%)	66	22	46	31	29
净利润(人民币 百万)	124	173	250	341	450
全面摊薄每股收益(人民币)	1.157	0.809	0.566	0.774	1.020
变动(%)		(30.1)	(30.1)	36.8	31.8
市场预期每股收益(人民币)					
先前预测每股收益(人民币)	-	-			
调整幅度(%)	-	-	N/A	N/A	N/A
核心每股收益(人民币)	1.128	0.807	0.565	0.770	1.018
变动(%)		(28.5)	(29.9)	36.3	32.1
全面摊薄市盈率(倍)	16.4	23.5	33.6	24.6	18.6
核心市盈率(倍)	16.9	23.6	33.6	24.7	18.7
每股现金流量(人民币)	1.30	0.95	0.64	0.87	1.14
价格/每股现金流量(倍)	14.7	19.9	29.6	21.9	16.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.6	15.1	22.5	16.2	11.7
每股股息(人民币)	0.350	0.130	0.170	0.232	0.306
股息率(%)	1.8	0.7	0.9	1.2	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

投资摘要 .....	3
定制衣柜行业-家具业中的蓝海 .....	9
财务分析及估值 .....	19
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	24

## 投资摘要

经过 10 年的发展，索菲亚已成为中国定制衣柜行业的龙头企业，市场占有率约为 8%，且正在逐步扩大。定制衣柜行业作为家具制造业中的集成创新行业，在我国发展仅 10 年左右的时间，尚属成长期，增长空间巨大，被称为“家具行业的最后一块蛋糕”。据我们测算，定制衣柜行业在未来三年的年均复合增长率最低将不低于 20%。另外，随着消费升级的不断深化，定制衣柜市场也正在逐渐向大品牌集中，索菲亚作为定制衣柜第一品牌将成为最大的受益者。

公司主要产品为定制衣柜，定制衣柜业务收入约占主营业务收入的近 90%，公司采用规模化定制模式。这一模式既可以实现规模化生产的低成本效应、又具有响应速度快、贴近客户需求、降低资金占用等特点，进而可以避免存货积压、现金流不足等问题。

预计到 2013 年底，索菲亚经销商的数量将达到 1,200 家，经销商 479 家。相比于其他竞争对手，索菲亚的经销商利润率更具优势，渠道优势更明显，公司同时着重发展大宗用户渠道和网络营销渠道。索菲亚抓住住宅精装修比例不断提高的时机，大力开拓大宗用户市场。另外，为迎合 80 后主力消费群体的消费习惯，索菲亚还大力实施网络营销模式，推出了“索菲亚品牌体验馆（www.suofeiy.com.cn）”等，使用户足不出户即可体验产品设计流程，通过“线上引流，线下服务”的方式，扩大潜在用户群，提高产品影响力。

索菲亚自 2013 年实施“定制衣柜”到“定制家”的战略方向转变，并于 13 年 11 月份成立橱柜事业部，进军定制家居其他领域。计划与国际著名的 SALM 合作，希望可以借助 SALM 充足的橱柜行业经营管理经验，在橱柜项目上有所突破，定制橱柜业务有望成为公司新的利润增长点。

2013 年，公司实现主营收入 17.8 亿元，同比增长 46.46%。2009-2012 年营业收入增长率分别为 76.02%、70.41%、66.03%和 21.73%，年复合增长率分别为 56.91%。2013 年实现净利润 2.44 亿元，同比增长 40.9。2009-2012 年净利润增长率分别为 106.66%、79.20%、65.59%和 26.54%，年复合增长率为 66.9%。

我们对公司 13-15 年的每股盈利预测分别为 0.566 元、0.774 元和 1.02 元，基于 30 倍 2014 年市盈率，给予其 23.27 元目标价，首次给予其**买入**评级。

## 估值

### 主要假设

#### 收入和利润

我们预计,公司13-15年主营收入增幅仍将保持在30%以上,净利润同期将保持相应增幅,我们认为,如果考虑到包括定制橱柜等在内的新增长点业务的情况下,公司业绩有望超出预期,实现更快的增长。

#### 费用率和利润率

随着公司产品结构调整和客单价的提升,我们判断,公司未来毛利率趋势有望实现稳中有升,预计13-15年定制衣柜毛利率分别为36.7%、36.9%、37.1%。

我们预计13-15年公司各项费用率基本保持稳定销售费用率为10.2%、10.0%和10.1%;管理费用率为9.2%、9.1%和9.0%。净利率分别为14%、14.6%和14.9%。

我们对公司13-15年的每股盈利预测分别为0.566元、0.774元和1.02元,基于30倍2014年市盈率,给予其23.27元目标价,首次给予其**买入**评级。

图表 1.盈利预测主要假设

营业收入(百万元)					
分行业	2011	2012	2013E	2014E	2015E
定制衣柜及其配件	912.30	1,160.6	1,682.9	2,221.4	2,887.8
(%)		27.2	45.0	32.0	30.0
地板	79.8	52.0	104.0	116.5	128.1
(%)		(34.8)	100.0	12.0	10.0
其他	11.5	9.1	9.6	10.1	10.9
(%)		(20.9)	5.0	6.0	8.0
合计	1,003.6	1,221.7	1,624.0	2,131.1	2,757.9
(%)		21.7	46.3	30.8	29.0
毛利率 (%)					
分产品	2011	2012	2013E	2014E	2015E
定制衣柜及其配件	34.71	35.80	36.69	36.93	37.12
地板	22.81	14.42	16.56	18.65	19.17
(%)					
销售费率	9.5	10.3	10.2	10.0	10.1
管理费用率	9.2	9.2	9.2	9.3	9.0
毛利率	33.6	34.9	35.5	36.0	36.4
净利率	13.4	14.2	14.0	14.6	14.9

资料来源:中银国际研究

图表 2. 国内及海外家具公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价	市值 (百万元)	每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息率 (%)
				2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
<b>A 股市场</b>																
002572.CH	索菲亚	18.91	8,339.12	0.81	0.53	0.71	23.37	35.56	26.52	5.64	4.71	4.14	12.19	13.79	15.98	1.85
600978.CH	宜华木业	6	6,915.98	0.26	0.36	0.46	23.08	16.69	12.96	1.59	1.48	1.36	7.15	8.88	10.44	1.33
600337.CH	美克股份	6.18	4,000.19	0.03	0.24	0.32	206.00	26.05	19.14	1.59	1.50	1.41	0.83	5.78	7.40	0.49
002489.CH	浙江永强	12.03	5,752.55	0.40	0.52	0.58	30.08	23.29	20.62	1.89	1.77	1.69	6.24	7.60	8.20	2.91
002631.CH	德尔家居	16.51	2,678.33	0.45	0.55	0.73	36.69	29.83	22.66	2.21	2.08	1.94	6.06	6.95	8.55	0.61
603008.CH	喜临门	9.63	3,033.45	0.57	0.41	0.54	16.89	23.75	17.91	2.99	2.60	2.32	15.12	11.17	13.13	1.87
<b>平均</b>							<b>56.02</b>	<b>25.86</b>	<b>19.97</b>	<b>2.65</b>	<b>2.36</b>	<b>2.15</b>	<b>7.93</b>	<b>9.03</b>	<b>10.61</b>	<b>1.51</b>
<b>美国市场</b>																
MHKUS	MOHAWKINDUS TRIESINC	146.23	10,619.93	3.70	6.49	8.20	39.54	22.53	17.84	2.73	2.41	2.13	7.28	11.54	12.96	0.00
LEG.US	Leggett&PlattInc.	30.42	4,295.64	1.48	1.53	1.72	20.53	19.92	17.66	2.96	2.64	2.39	13.80	11.20	13.30	4.19
TPX.US	Tempur-pedicInte rnational	47.96	2,900.87	2.55	2.34	2.90	18.78	20.48	16.52	656.99	24.22	9.53	642.57	228.50	89.85	0.00
SCS.US	STEELCASEINC	15.1	1,828.44	0.55	0.78	0.83	27.45	19.36	18.30	2.80	2.66	2.77	10.95	13.00	15.65	2.60
MLHR.US	HERMANMILLER INC	28.85	1,703.86	1.39	1.41	1.62	20.79	20.42	17.78	5.89	5.46	4.33	21.77	18.83	11.30	0.49
HN.IUS	HNICORP	37.7	1,706.03	1.16	1.38	1.72	32.50	27.28	21.89	3.96	3.83	3.29	14.80	14.73	16.80	3.27
CSTE.US	CaesarStoneSdot -YamLtd.	46.07	1,600.44	1.30	1.72	2.14	35.44	26.75	21.51	7.23	6.18	4.77	22.30	24.70	24.70	0.00
TILE.US	Interfacelnc	21.8	1,445.05	0.66	0.69	1.01	33.18	31.46	21.65	4.86	4.27	3.54	14.79	14.56	18.92	0.57
SCSS.US	SelectComfortCor p	16.91	934.14	1.51	1.10	1.24	11.17	15.32	13.66	4.79	4.29	3.53	56.03	29.33	28.03	0.00
KNL.US	KnollInc	17.12	826.47	0.98	0.71	1.11	17.42	24.28	15.42	4.11	3.90	3.24	25.70	22.10	21.75	2.86
ETH.US	EthanAllenInterior slnc	25.52	737.90	0.97	1.33	1.44	26.34	19.25	17.78	2.14	2.18	1.99	11.70	13.20	11.80	1.51
FLXS.US	FlexsteellIndustrie s	28.69	205.95	1.76	-	-	16.30	-	-	-	-	-	-	-	-	2.28
DXYN.US	DixieGroupInc	14.04	186.45	-0.02	0.43	0.64	-	33.04	21.94	-	2.57	2.33	-	1.90	2.60	0.00
HOFT.US	HookerFurnitureC orp	16.2	174.20	0.62	0.67	0.76	26.34	24.18	21.32	-	1.35	1.29	9.10	7.05	6.75	3.27
<b>平均</b>							<b>25.06</b>	<b>23.40</b>	<b>18.71</b>	<b>63.50</b>	<b>5.07</b>	<b>3.47</b>	<b>70.90</b>	<b>31.59</b>	<b>21.11</b>	<b>1.50</b>
<b>亚太市场</b>																
009240.KS	HanssemCoLtd	52300	1,230,824.43	1530.91	2334.26	2844.38	34.16	22.45	18.39	5.34	4.81	3.94	16.38	19.18	19.89	3.23
3501.JP	SuminoeTextileC oLtd	329	25,274.31	9.30	21.20	25.85	35.38	15.47	12.69	-	-	-	-	5.60	-	3.62
1999.HK	MANWAHHOLDI NGSLTD	14.56	13,913.37	0.33	0.55	0.95	44.12	26.33	15.26	4.23	3.81	3.29	10.53	15.50	23.88	2.86
531.HK	SAMSONHOLDIN GLTD	1.1	3,347.97	0.01	0.01	0.01	14.18	15.76	14.18	-	0.83	0.86	4.80	3.55	5.65	9.44
8426.TT	REDWOODGRO UPLTD	64.2	2,953.20	4.27	-	-	15.05	-	-	3.57	-	-	-	-	-	-
8424.TT	WELLPOOLCOL TD	42.15	1,381.54	3.18	3.69	-	13.25	11.42	-	2.37	1.96	-	-	-	-	-
1198.HK	ROYALEFURN	0.34	473.75	0.19	-	-	1.79	-	-	-	-	-	-	-	-	0.73
FAN.AU	FANTASTICHOL DINGSLTD	1.99	205.11	0.23	0.14	0.08	8.84	14.15	24.27	1.84	1.86	1.88	21.83	13.27	8.09	5.65
HWA.SP	HTLINTERNATIO NALHLDGSLTD	0.315	127.91	0.02	-	-	10.71	-	-	-	-	-	5.00	-	-	1.59
<b>平均</b>							<b>19.72</b>	<b>17.60</b>	<b>16.96</b>	<b>3.47</b>	<b>2.66</b>	<b>2.49</b>	<b>11.71</b>	<b>11.42</b>	<b>14.38</b>	<b>3.88</b>
<b>欧洲市场</b>																
NOBI.SS	NobiaAB	56.25	9,860.26	2.07	2.61	3.70	27.23	21.58	15.21	2.85	3.05	2.66	-9.35	14.12	18.15	1.89
EKO.NO	EkornesASA	81	2,982.97	7.72	6.09	7.30	10.50	13.29	11.10	1.79	1.72	1.66	16.77	13.10	15.23	5.95
HEAD.LN	HEADLAMGROU PPLC	449.75	376.11	0.26	0.22	0.24	17.64	20.08	18.90	2.22	2.16	2.07	10.40	-	-	4.50
PFG.IM	POLTRONAFRA USPA	2.344	328.80	0.10	0.07	0.11	24.16	33.97	22.32	4.34	4.26	3.61	8.60	12.73	16.93	0.00
BOCONB.DC	BOCONCEPTHO LDINGA/S-B	105	300.52	9.65	3.79	3.76	10.89	27.70	27.93	1.36	1.31	1.26	13.15	4.80	4.60	1.79
ACWNGR.	ASCREATIONTA PETENAG	38.25	114.75	2.72	2.14	3.08	14.06	17.87	12.42	1.11	1.08	1.02	8.10	6.10	8.50	3.53
<b>平均</b>							<b>17.41</b>	<b>22.42</b>	<b>17.98</b>	<b>2.28</b>	<b>2.26</b>	<b>2.05</b>	<b>7.94</b>	<b>10.17</b>	<b>12.68</b>	<b>2.94</b>

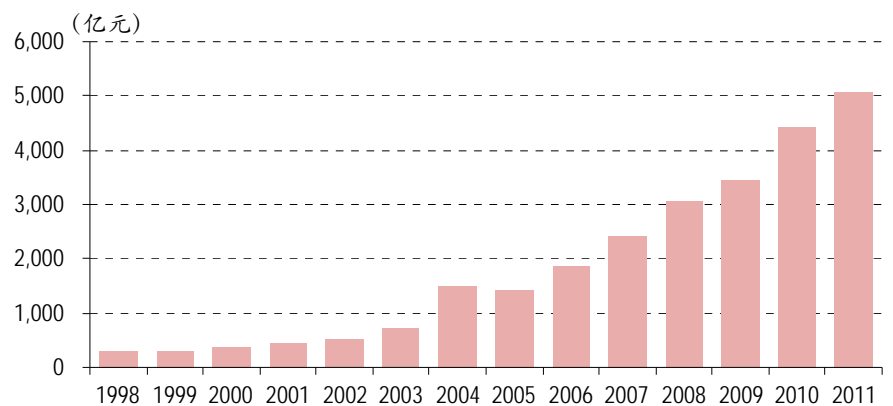
资料来源: 中银国际研究、万得、彭博

## 家具行业持续快速发展

### 家具行业发展迅速

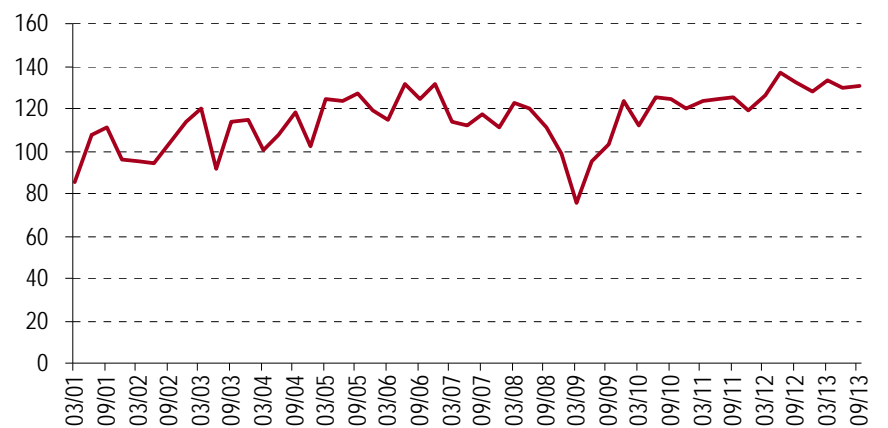
过去20年,中国家具行业飞速发展。截至2012年底,中国家具行业总产值11,300亿元,连续五年成为世界家具生产和消费第一大国。在家具制造环节,家具制造业工业总产值在1998年为295亿元,经过十几年的发展,这一数字接近6,000亿元,复合增长率达到24%。自2005年开始,中国家具制造业进入了成长的快车道,工业总产值增速在基本保持在20%以上,产能占据全球家具总产能约25%,我国已经成为名副其实的“第一大家具制造国”。除了08年金融危机以外,其余年份的家具制造业景气指数始终保持在高位。

图表 3.家具制造业工业总产值



数据来源: 国家统计局

图表 4.家具制造业景气指数



资料来源: 国家统计局

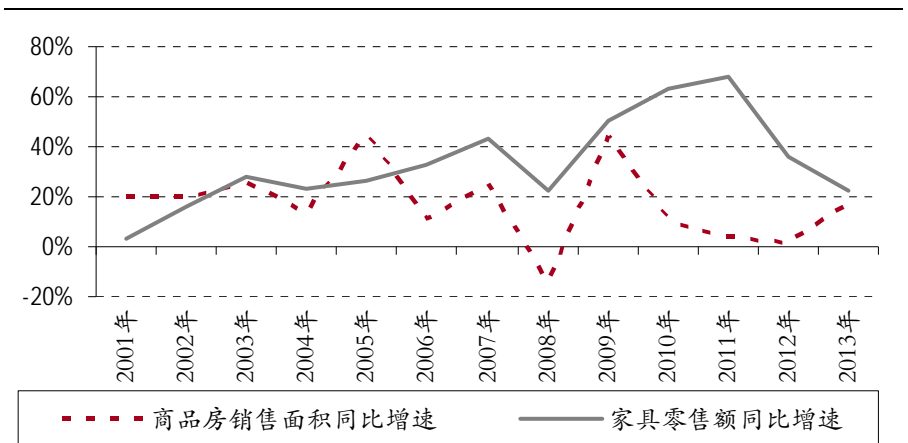


### 短期看地产,长期看居民收入

家具的需求主要来自新房装修,通过对比,我们发现其需求量与房地产市场的景气程度有较为直接联系。然而,家具作为耐用消费品,其消费属性决定了它的需求量随着居民收入水平的提高而增长。这一因素将是我国家具行业长期增长的驱动力。

国内楼市在2012年增速放缓,商品房销售面积同比增速在2012年初出现了负增长,达到历史低点。但进入2013年以来,商品房销售增速明显加快,平均增速在30%以上,以索菲亚为龙头的定制衣柜厂商将受益于这一轮的房地产回暖。加之商品房销售对家具行业的影响具有滞后效应,大约滞后10个月左右。因此,2013年初的楼市回暖,对定制衣柜的利好作用将在2013年底或2014年初开始凸显。

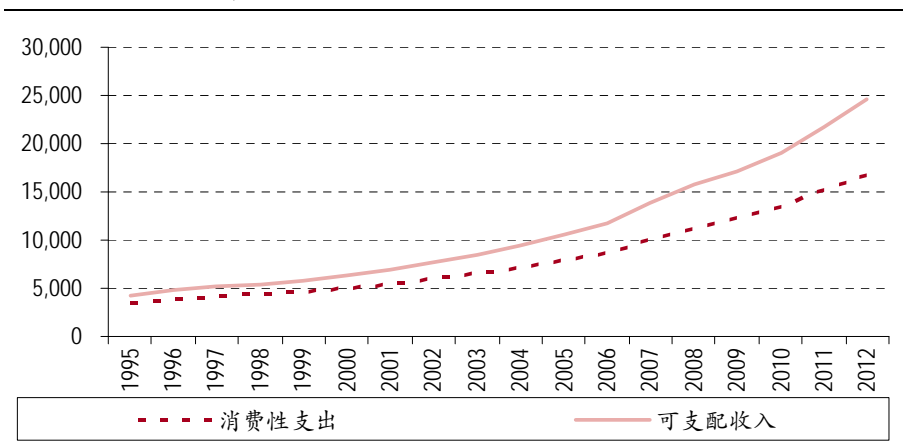
图表 5. 商品房销售与家具零售额增幅对比



资料来源: 国家统计局

根据国家统计局的数据显示,全国城镇居民人均可支配收入和消费性支出分别达到 24,564.72 元和 16,674.32 元,年平均增长率均超过 20%。并且居民收入水平在今后相当长一段时间内,还将稳步提升。这些都将对家具消费产生较大的推动作用。

图表 6. 居民收入水平稳步提高



数据来源: 国家统计局

## 政策利好家具行业

前不久刚刚结束的十八届三中全会上发布了《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，该决定指出，将“建立城乡统一的建设用地市场”，农民进城落户也将享受到城镇人口的住房和社会保障等优惠政策。按农村居民城镇化以人均 10 万元的固定资产投资计算，城镇化率每增加 0.1 个百分点，就能够拉动 1,400 亿元的消费需求。三中全会所强调的“完善城镇化健康发展体制”将对家居建材市场产生深远的影响。

另外，此前出台的《2006—2020 年国家信息化发展战略》和原信息产业部《信息技术改造提升传统产业“十一五”专项规划》指出，“以信息化带动工业化，以工业化促进信息化”、“走新型工业化道路”、“促进信息产业和传统产业的互动与融合”、“加速推进新型农业、先进制造业和现代服务业的发展”。索菲亚在全公司普遍应用信息技术，围绕“定制化”展开生产活动，符合国家相关的产业政策；也因此获得了“高新技术企业”称号，并获得了相应的税收优惠政策。



## 定制衣柜行业-家具业中的蓝海

### 定制衣柜将抢占手工衣柜及成品衣柜的市场

我们预计，截至 2013 年底，我国衣柜行业的总体市场规模约为 2,100 亿元，未来两年将保持 10-15% 的增长速度。定制衣柜行业属于家具制造业（C21）中的木制家具制造业（C211）类别下的集成创新行业。定制衣柜行业在我国发展仅 10 年左右，尚属成长期，增长空间巨大，被称为“家具行业的最后一块蛋糕”。由于定制衣柜行业中低端产品同质化竞争严重，产品结构升级及模仿速度加快，行业企业的竞争焦点将逐步由产品本身转入企业创新能力和品牌影响力的竞争阶段，而决定品牌影响力的关键在于研发设计能力、产品质量、工艺技术、市场覆盖能力、交货时间、安装质量和售后服务等，品牌竞争的发展将推动市场向业内具有较高品牌影响力的企业集中。

图表 7. 中国定制衣柜发展事件

2001 年	索菲亚产品进入中国
2003 年	顶固进入行业
2004 年	尚品宅配进入行业，提出全屋数码定制模式
2005 年	以欧派、博洛尼为代表的整体橱柜企业进入行业
2011 年	索菲亚登陆 A 股

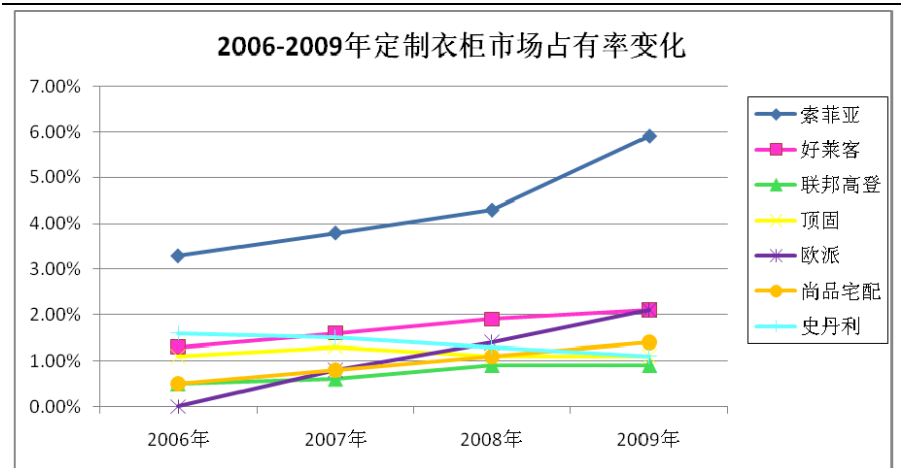
资料来源：中银国际研究

从国际经验来看，随着居民收入水平的提高，衣柜市场的发展趋势为成品衣柜到手工衣柜，再到定制衣柜。这是因为，随着收入水平的提高，消费者对家具质量、个性化设计、空间利用率等方面的要求逐渐提高。定制衣柜正是结合了传统的成品衣柜和手工衣柜优势，因其“个性化设计、100%空间利用率及规模化生产保证质量”的特点，逐渐取代成品衣柜及手工衣柜，将成为衣柜市场的大势所趋。搜房网的调查显示，能够“自己参与设计”、“实用性”、“个性化”和“空间利用率高”是消费者选择定制衣柜的四大主要原因。

2009 年，在衣柜整体市场份额中，成品衣柜、手工打制衣柜、定制衣柜三者市场的比例大致为 50%、35%、15%。《中国整体衣柜市场前景调查与分析报告》指出，在我国城市居民家庭中，整体衣柜的拥有率还不及 7%，远低于欧美发达国家 70% 以上的平均水平。随着中国城市化进程的加快发展、商品房成交量的不断扩大、以及居民消费结构升级与消费观念向时尚、环保和多功能方向的转变，成品衣柜、手工衣柜、定制衣柜三者市场的比例将发展变化到 40%、20%、40%。

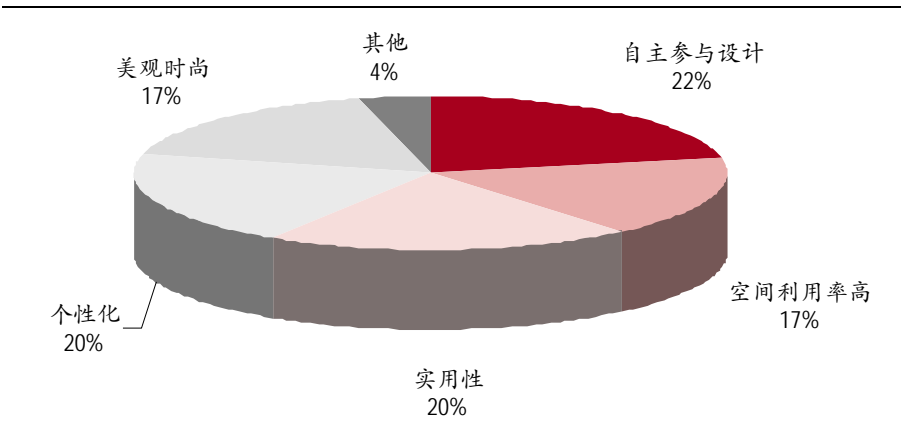
中国的定制衣柜行业也不例外，从《中国人造板》杂志的市场占有率统计可以看出，在 2006-2009 年定制衣柜市场中的几大品牌如索菲亚、顶固、好莱客等的市场占有率均在不断提升，这显示了定制衣柜市场在逐渐向大品牌集中的趋势。索菲亚作为定制衣柜第一品牌，将在市场集中度不断提高的过程中持续受益。

图表 8.定制衣柜行业市场占有率



数据来源:《中国人造板》

图表 9.消费者选择定制衣柜的原因



数据来源:搜房网

### 定制衣柜市场规模增速将在 20%以上

城镇人口是衣柜市场的主力消费人群,可以说是绝对的主力人群。下面我们将利用《国家人口发展“十二五”规划》对城镇人口及城镇家庭户数的预测值,以及一系列的假设,对衣柜市场的行业规模进行预测,进而对定制衣柜的市场规模进行测算。

我们的假设:

1. 假设每户新增城镇家庭平均需要 2 套衣柜;
2. 假设家具平均使用年限为 20 年,即稳定状态下的家具周转率应为 5%,考虑到我国处于发展中阶段,家具年龄低于稳定状态,因此家具周转率处于逐步上升的阶段,最终达到 5%的稳态;
3. 假设衣柜价格以每年 2%的速度增长。

**图表 10. 衣柜行业市场规模测算**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
城镇人口 (万)	62,404	64,510	66,108	67,785	69,615	71,397	73,198	75,017
户均人数	3.27	3.23	3.19	3.16	3.13	3.11	3.09	3.08
城镇家庭数 (万户)	19,084	19,972	20,724	21,451	22,241	22,957	23,689	24,356
新增家庭衣柜需求量 (万件)		1,777	1,503	1,455	1,581	1,432	1,463	1,335
旧衣柜更新比例(%)	2.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00	5.00
更新需求量 (万件)	382	499	622	751	890	1,033	1,184	1,218
总需求 (万件)		2,276	2,124	2,206	2,470	2,465	2,647	2,553
价格 (万元)		0.70	0.71	0.74	0.79	0.85	0.94	1.06
<b>市场规模 (亿元)</b>		<b>1,593.19</b>	<b>1,516.86</b>	<b>1,638.46</b>	<b>1,947.28</b>	<b>2,103.47</b>	<b>2,494.05</b>	<b>2,708.43</b>

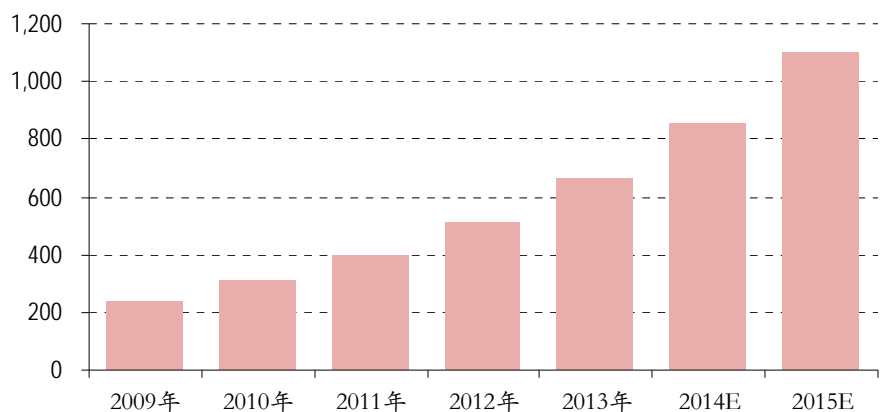
数据来源:《国家人口发展“十二五”规划》

基于以上数据及假设可知,衣柜市场规模在2015年将达到2,700余亿元,年复合增长率约为9.25%。关于定制衣柜市场规模,我们分悲观(定制衣柜市场占衣柜市场30%的份额)、中性(40%的份额)和乐观(50%的份额)三种情况讨论,分别得到定制衣柜行业的年复合增长率23%、29%和34%。并且上文中所列的房产销售回暖及居民收入稳增等因素也将对定制衣柜行业的发展起到强有力的支撑作用。由此可见,在未来2-3年内,定制衣柜行业的市场规模在逐渐扩大,且增速较快,行业前景巨大。

**图表 11. 衣柜行业增速**

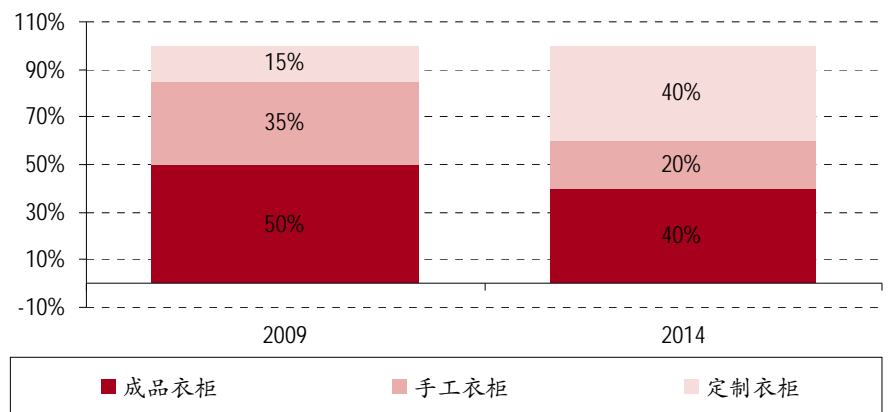
单位: (亿元)	2009	2015年占比(%)	2015	年复合增速(%)
衣柜市场总规模	1,593		2,708	9
定制衣柜市场规模	239	30	813	23
		40	1,083	29
		50	1,354	34

数据来源:中银国际证券研究部

**图表 12. 定制衣柜行业规模**


资料来源:家具统计年鉴

图表 13. 定制衣柜份额将升至 40%



资料来源:《中国人造板》

目前, 全国整体衣柜企业 80% 以上集中在珠三角地区, 其次才是北京、上海、成都、武汉、长沙等城市。而据《中国人造板》2009 年不完全统计, 国内整体衣柜品牌超过 300 个, 行业竞争主要来自两个方面, 一方面要面对来自装修公司手工衣柜和传统家具公司成品衣柜的竞争, 另一方面行业内同类企业之间的竞争

跨界企业介入, 行业内部竞争加剧。行业的高速发展成为家具行业聚焦点, 吸引众多家具企业参与, 2005 年欧派、博洛尼等整体厨柜企业向整体衣柜行业强势介入; 随后, 实木家具企业、木地板企业、木门企业甚至家电企业都纷纷踏足整体衣柜领域, 2012 年, 大自然、皇朝都纷纷推出了整体衣柜产品, 目前, 定制家具行业的快速发展吸引了众多新进入者。行业集中度低, 竞争格局尚处于初期, 中低端领域的竞争尤为激烈。主要行业参与者包括一线品牌中的欧派、索菲亚和好莱克, 拥有较高的品牌知名度和产品定价能力; 二线品牌包括史丹利、顶固和联邦高登等。

## 索非亚-国内定制衣柜的先导者

### 公司简介

广州市宁基装饰实业股份有限公司成立于2003年7月15日,经过8年的发展,于2011年4月12日登陆深交所,2011年10月17日起,公司正式更名为索非亚家居股份有限公司。

公司的实际控制人为创始人江淦钧先生和柯建生先生,两人为公司的一致行动人。合计持有公司54.42%股份。SOHA LIMITED为索非亚于2009年引入的境外战略投资者。SOHA为SOGAL FRANCE、ETOILE和Cathay Capital共同拥有的此次增资入股的投资主体。SOHA持有索非亚18.14%的股份。索非亚是我国最早从事定制衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售的企业之一。结合中国国情,其率先将“定制衣柜”概念引入国内,开启和推动我国定制衣柜的产业化发展。公司的主导产品是定制衣柜,主要包括壁柜、移门、衣柜、步入式衣帽间;配套定制家具主要包括定制书柜、电脑台、床、床头柜、梳妆台、梳妆凳、斗柜、电视柜、鞋柜和饰物柜等。定制衣柜业务占到营业收入的近90%。

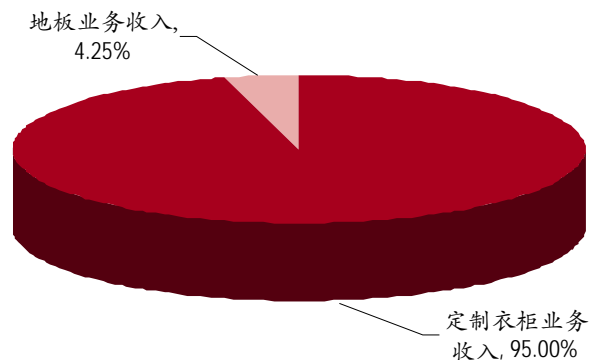
经过10余年的发展,公司产品及品牌分别获得了包括“中国家居产业最具影响力品牌”、“最时尚家居用品奖”、“福布斯中国最佳潜力企业”、“外商投资先进技术企业确认证书”、“广州市优势传统制造业转型升级示范企业”、“CNAS中心实验室认证”等在内的一系列荣誉。

索非亚自2013年实施“定制衣柜就是索非亚”到“定制家·索非亚”的战略方向转变,并于13年11月份成立橱柜事业部,进军定制家居其他领域。计划与国际著名的SALM合作,希望可以借助SALM充足的橱柜行业经营管理经验,在橱柜项目上有所突破,定制橱柜业务有望成为公司新的利润增长点。

### 定制衣柜为主导产品

公司主要产品为定制衣柜,此项业务收入约占主营业务收入的近90%,公司采用规模化定制模式这一模式既可以实现规模化生产的低成本效应、又具有响应速度快、贴近客户需求、降低资金占用等特点,进而可以避免存货积压、现金流不足等问题。

图表 14.2012 年公司业务收入构成



资料来源:公司资料

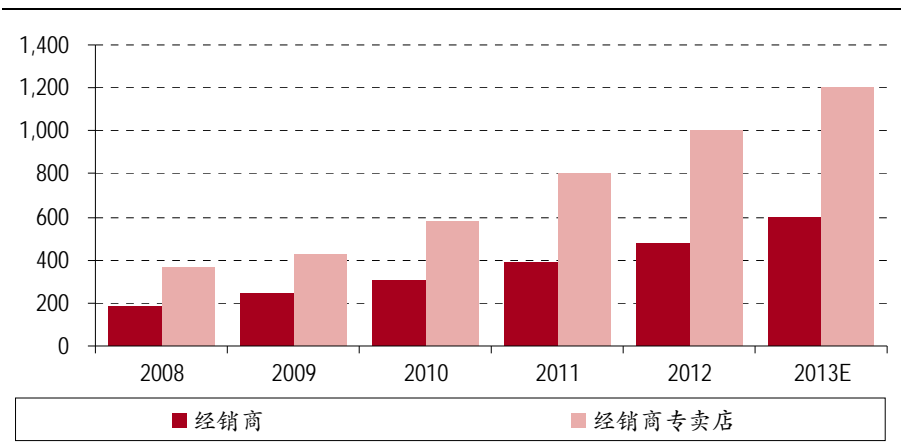
## 深耕传统渠道巩固行业龙头地位

### 传统渠道优势明显

2013年，索菲亚坚持“经销商专卖店”为主的形式，除继续补充、完善一二线城市网点布局外，持续开拓三、四线城市市场。索菲亚对经销商采取严格的把控措施，每年年初与经销商签订经销合同，两年完不成任务额的80%将被撤换。并且为了避免恶性的价格竞争，索菲亚在一个城市只设置一个经销商，但一个经销商可以开多个经销商专卖店。经销商以市场指导价的4-5折进货，经销商负责物流、店面、人员工资等经营成本。索菲亚对经销商的支持包括：店面选址、内部培训、指导和支持经销商日常运营（促销活动、业务拓展、广告策划投放、店面管理、团队管理）和组织经销商区域交流等。

截至2012年12月31日，索菲亚拥有经销商专卖店约1,000家，经销商479位。预计到2013年底，索菲亚经销商的数量将达到1,200家，相比于其他竞争对手，索菲亚的渠道优势明显。

图表 15. 索菲亚经销商及专卖店数量稳步增长



数据来源：公司资料

索菲亚在专卖店数量方面领先于主要的竞争对手。相比对手较多的专卖店数量，以及三四线城市的布局，为将来索菲亚的业绩增长打下了基础。

图表 16. 定制衣柜企业专卖店数量

企业	定制衣柜专卖店
欧派	700家
索菲亚	1000家
好莱客	700家
史丹利衣柜	230家
顶固	150家
尚品宅配	400家

数据来源：中银国际研究

渠道盈利能力是衡量行业竞争状况的重要指标。我们估计索菲亚单店约110万元/年的采购额，大幅超过宜华木业（约85万元/年）、喜临门（约40万元/年）等，渠道净利润率约12%。



尽管索菲亚的营业收入年均复合增长率超过 50%，但公司经销商及经销商专卖店的数量并没有等幅扩大。这与公司“重质不重量”的经销商发展战略有关。专卖店不仅是连接消费者与厂商的桥梁，更是公司形象的展示窗口。索菲亚十分重视经销商质量的提升，并以此作为提升品牌美誉度的重要措施。公司 2013 年前三季度销售费用上涨较快，主要是公司开展了较多的经销商培训活动，进一步提高经销商团队的整体水平。

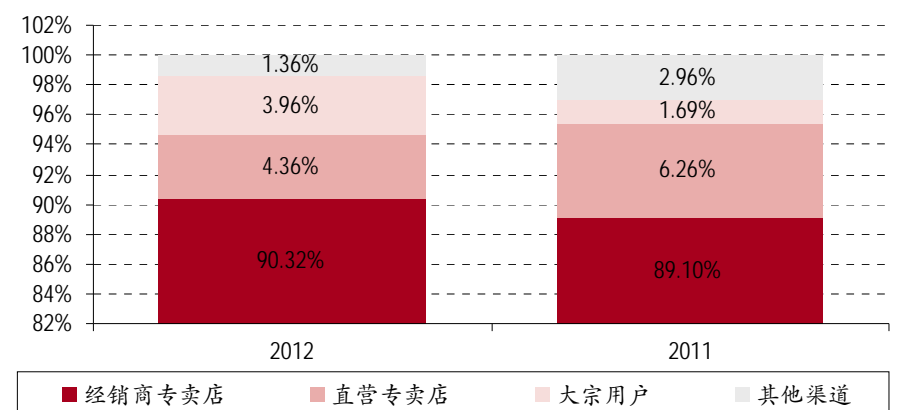
另外，索菲亚坚持专卖店的店面形式，不使用“店中店”模式，这是因为定制衣柜行业面对的消费者更加注重产品的专业性，店中店模式在感官上会使消费者质疑品牌的专业化程度。因此，索菲亚一直坚持专卖店的店面形式，也是提升品牌形象的措施之一。

### 积极拓展新渠道

索菲亚在深耕传统渠道的基础上，同时着力拓展多元化渠道，大客户渠道和网络渠道。一方面成立大宗用户业务部，专门拓展工程装修市场；另一方面推出“索菲亚品牌体验馆（www.suofeiya.com.cn）”等线上营销平台。

随着住宅精装修比例的不断提高，索菲亚也抓住时机，大力开拓大宗用户市场，大宗用户销售占比从 2011 年的 1.69% 增长到了 2012 年的 3.96%，成为公司新的营收增长点。索菲亚在 2008 年成立大宗用户业务部，2012 年 3 月成立广州索菲亚家居工程安装有限公司，专门拓展工程装修市场。工程渠道的利润来源主要体现在生产批发环节和安装环节，其毛利率低于直营渠道而高于经销商渠道。随着 2012 年底公司全国产业布局初步形成，2013 年释放的产能将用于满足前期因产能不足而受抑制的大宗用户需求。与此同时，索菲亚已经跟保利等大型房地产商建立合作关系，进入住宅精装修市场，提前锁定用户。因此，随着楼市的逐渐回暖以及房屋精装修比例的不断提高，大宗用户业务有望成为公司新的利润增长点。

图表 17. 大宗用户渠道占比上升较快



数据来源：公司资料

除大宗用户渠道外，公司还积极拓展网络渠道，推出了“索菲亚品牌体验馆（www.suofeiya.com.cn）”、天猫商城旗舰店等，使用户足不出户即可体验产品设计流程，并陆续推出了定制衣柜 DIY 软件以及行业首家 3D 体验馆。但由于定制衣柜的“个性化定制”的特点，使得用户无法在网上完成全部的购买流程，因此准确地讲，网络渠道并不是真正意义上的“销售”渠道，其主要作用是“线上引流，线下服务”迎合更加依赖网络的 80 后主力消费群体的消费习惯。



我们认为，新渠道的开拓一方面有利于扩大客户群体，提升公司的业务规模，另一方面，这些渠道的销售费用较之传统渠道更低，有利于改善公司的盈利能力。显而易见，在定制衣柜行业竞争日趋激烈的今天，扩大渠道布局，将渠道下沉到三四级市场成为了各企业为扩大市场占有率、抵御房地产调控共同努力的方向。有些企业也开始尝试包括工程、网络在内的新兴渠道。我们认为，老板电器依靠其高效互利的代理商管理机制以及品质和品牌的较高认可度，在多元化渠道的开拓中将会获得先入为主的优势地位，进而巩固其定制衣柜行业的龙头地位。

### 生产基地布局合理

为了进一步降低物流成本并逐步实现公司全国性战略布局的设想，公司于2012年开始在全国逐步设立生产基地，先后在华东、华北、西南建立新的生产基地，与公司总部生产中心相互呼应，全国性的生产布局基本成型。公司近日公告，拟在原有廊坊（华北中心）、嘉善（华东中心）一期基础上，投资建设二期工程，进一步提高公司产能。上述两个生产中心的二期项目将新增产能42万套柜体。

图表 18. 新投产生产基地

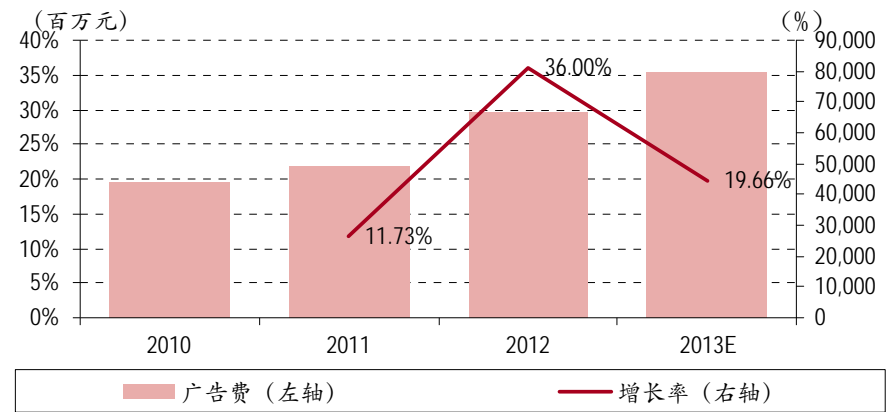
		投产时间	投资金额(万元)
廊坊一期 (8万套)	年产20万扇趟门加工生产线及其配套设施 年产8万件柜身加工生产线及其配套设施 年产16万件抽芯生产线及其配套设施	2013年5月	6,000
廊坊二期 (拟建27万套)	年产55万扇趟门加工生产线及其配套设施 年产27套万柜身加工生产线及其配套设施 年产100万件抽芯生产线及其配套设施	建设中	34,000
嘉善一期 (8万套)	年产8万件柜身，加工生产线及其配套设施 年产20万扇趟门，加工生产线及其配套设施 年产16万个抽芯，生产线及其配套设施	2013年5月	12,000
嘉善二期 (拟建15万套)	年产15套万套柜身加工生产线及其配套设施 年产150万张贴面板生产线及其配套设施 年产120万支百叶、40万支线条生产线及其配套设施 年产10万平方米吸塑产品生产线及其配套设施	建设中	16,000

资料来源：公司资料

### 广告投入增加，提升品牌形象

2010年初，为加强品牌建设、提高品牌知名度，索菲亚聘请香港国际影星舒淇担任形象代言人，启动了公司2010年4,400万元品牌推广计划。2011年和2012年，公司广告费用支出分别增长了11.73%和36%。公司2013年计划投入广告费约8,000万元，较上年增长19.66%，主要用于央视广告、高铁、高速路牌和网络营销。随着公司上市及广告投入力度的不断加大，品牌美誉度不断提升，索菲亚作为“定制衣柜第一品牌”的形象已经深入人心。2012年，索菲亚荣获“2012年度中国家居产业最具影响力品牌”、“最时尚家居用品奖”、“CNAS中心实验室认证”等荣誉。2013年，索菲亚成功连任“全国工商联衣柜专委会会长”、“2013年中国衣柜行业双十大品牌”。其行业龙头地位由此可见一斑。在比拼专业性、品牌知名度的定制衣柜领域，品牌形象是提高公司盈利能力的关键所在。

图表 19. 广告投入

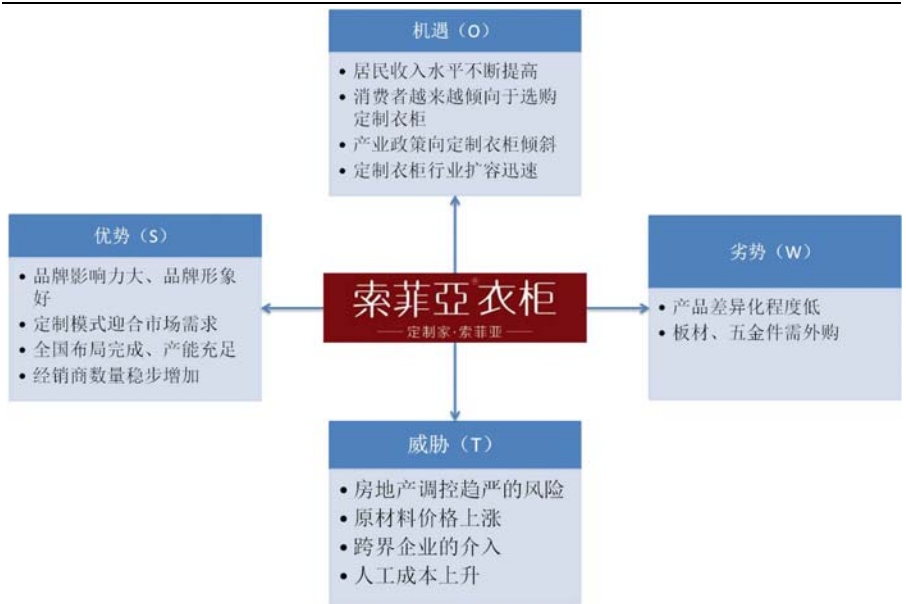


数据来源: 公司资料

### SWOT 分析

在前面分析的基础上, 我们对索菲亚进行了 SWOT 分析, 公司优劣势及所面临的机会与挑战可见下表。

图表 20. SWOT 分析



资料来源: 中银国际研究部

通过分析, 我们得到以下结论:

1. 索菲亚在品牌影响力、消费者认可度方面具有较强的先行者优势, 公司可以借着消费升级、市场快速成长的机遇, 进一步提高市场占有率。随着市场向大品牌集中, 索菲亚将会获得超越定制衣柜市场发展的表现。
2. 地产调控影响定制衣柜行业的发展, 但经销商数量、经销商专卖店数量的不断增加, 以及三四线城市的积极布局, 都将是索菲亚抵御地产调控影响的有力武器。
3. 随着公司规模的不不断扩大, 面对上游原材料供应商时, 作为买方的索菲亚力量在不断壮大, 议价能力进一步增强, 这将提高索菲亚应对原材料价格上涨对净利润形成冲击的能力。

4. 面对跨界资本的介入，索菲亚通过丰富产品线应对，如索菲亚已经与法国整体橱柜巨头 SALM 公司签订合作意向书，将要进军整体橱柜行业。

图表 21. 索菲亚大事记

2001 年 6 月	索菲亚进入中国市场
2003 年 7 月	索菲亚主导橱柜移门行业向定制衣柜行业转变
2004 年 9 月	宁基生产基地二期投入使用
2007 年 8 月	获得《中国环境标志产品认证证书》
2008 年 1 月	广州正佳广场索菲亚旗舰店开业
2009 年 11 月	引入战略投资者 SOHA LIMITED
2010 年 7 月	担任全国工商联家具装饰业商会衣柜专业委员会会长
2011 年 4 月	深交所上市，成为首家定制衣柜上市公司
2011 年 10 月	更名为索菲亚家居；索菲亚家居研究院挂牌
2012 年 1 月	列名《福布斯》中国最具潜力上市公司榜单
2012 年 12 月	索菲亚中心实验室获 CNAS 实验室认可证书
2013 年 4 月	公布柔性生产线

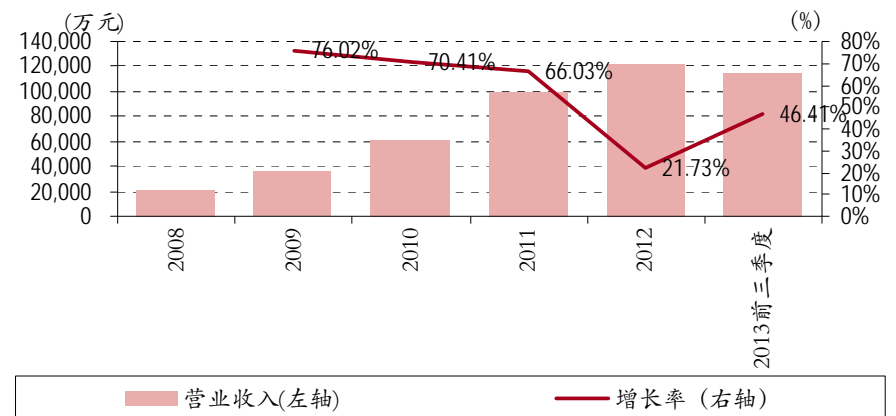
资料来源：中银国际研究

## 财务分析及估值

### 2013 年保持快速增长

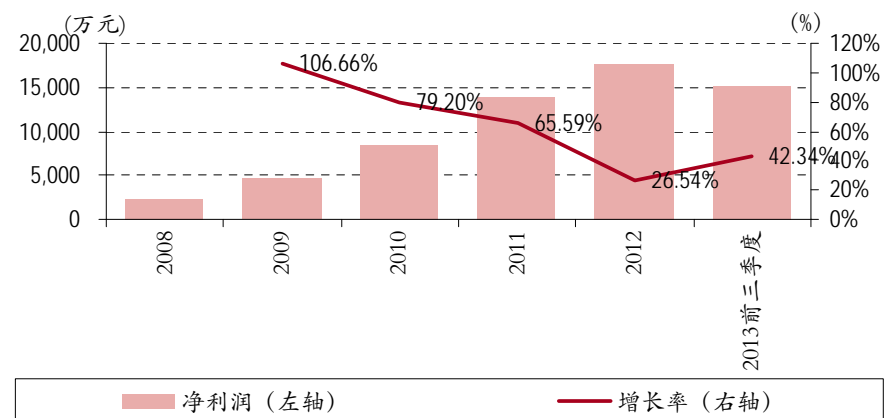
2013 年,公司实现主营收入 17.8 亿元,同比增长 46.46%。2009-2012 年营业收入增长率分别为 76.02%、70.41%、66.03%和 21.73%,年复合增长率分别为 56.91%。2013 年实现净利润 2.44 亿元,同比增长 40.9。2009-2012 年净利润增长率分别为 106.66%、79.20%、65.59%和 26.54%,年复合增长率为 66.9%

图表 22.主营业务收入快速增长



数据来源: 公司年报

图表 23.净利润快速增长



数据来源: 公司年报

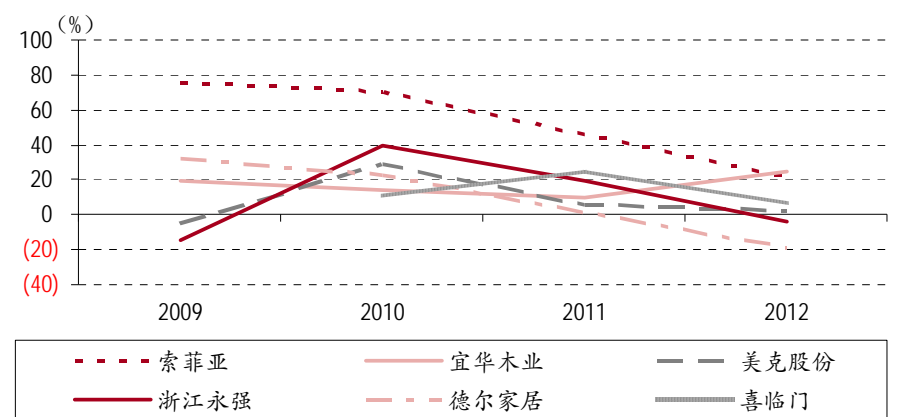
从上面的数据可以看出,索菲亚在 2009-2011 年经历了三年的“快速增长”,营收增长率均在 70%以上,这样迅速奠定了索菲亚在定制衣柜行业不可撼动的“老大”地位。但随着 2011 年房地产调控政策的出台加之房地产销售对家具行业影响的滞后作用,索菲亚在 2012 年的营收增速下降至 20%左右,自 2012 年 3 月开始,索菲亚分别增资收购索菲亚家居(成都)有限公司,投资设立索菲亚家居(浙江)有限公司、索菲亚家居(廊坊)有限公司,这三个生产中心与索菲亚总部生产中心相互呼应,索菲亚定制家居全国生产布局基本成型,突破了产能对公司的束缚。

### 营收、净利增长大幅领先对手

因为索菲亚是第一家也是唯一一家以定制衣柜为主营业务的 A 股上市公司，因此我们无法用主营业务类型大体相同的上市公司进行横向比较。故我们选取了家具制造行业的其他 5 家具有代表性的公司进行横向比较。

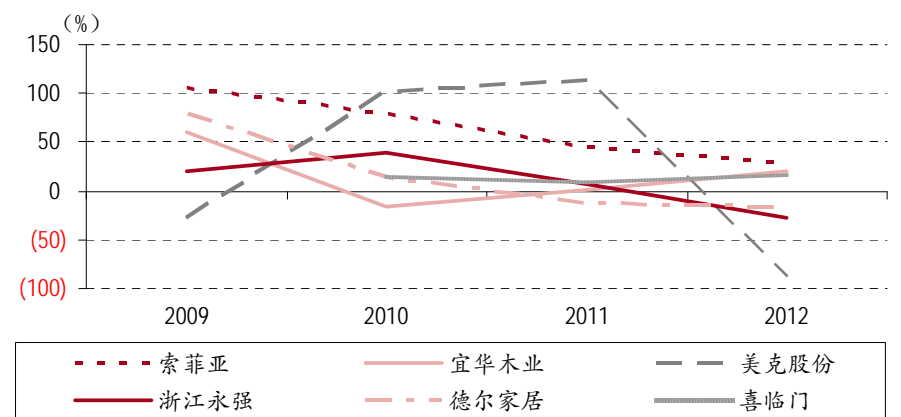
从下面两张图可以看出，索菲亚的营业收入增速大幅领先于可比公司。净利润增速方面，在剔除了巨幅波动的美克股份之后，索菲亚的净利润增速也大幅领先于可比公司。可见，索菲亚表现出了较高的成长性和盈利能力。

图表 24.家具上市公司收入增幅对比



数据来源：公司年报

图表 25.家具上市公司净利润增速对比

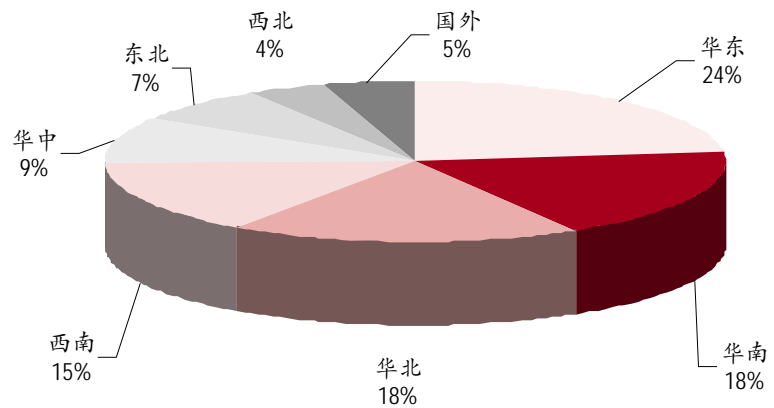


数据来源：公司年报

### 销售地区分布均匀，有助于抵御房地产调控风险

2012 年，索菲亚总营收达到 12.22 亿元，其中定制衣柜相关业务占比 95%，地板相关业务占比 4.25%。按地域划分可知，索菲亚在全国各地区销售相对比较均匀，华东、华南、华北和西南占比较大，这四大地区合计占比 74.23%。这是索菲亚全国战略布局成型的重要标志。并且，销售区域的均匀化，有助于公司分散某一地区房产调控对定制衣柜业务带来冲击的风险。

图表 26.收入构成 (按地区划分)

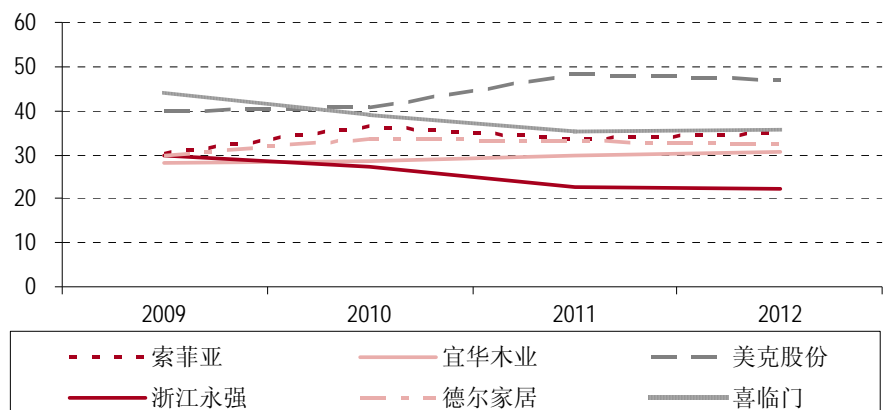


数据来源: 公司年报

### 毛利率、净利率水平较高

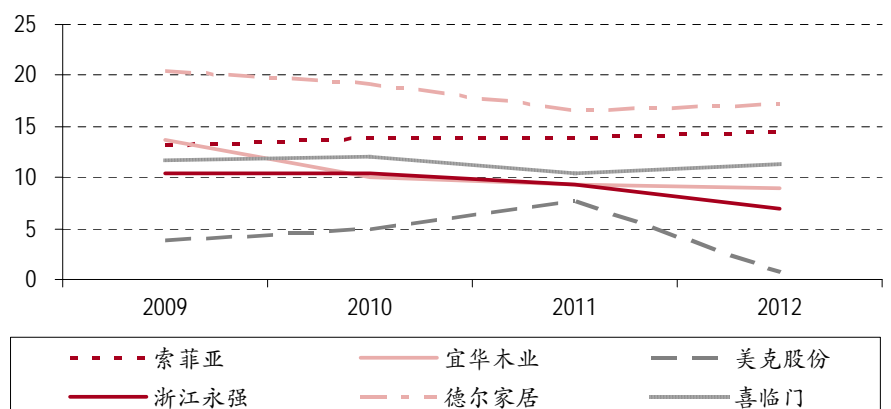
索菲亚的毛利水平在可比上市公司中处于较高水平, 低于定位高端的美克股份, 但就净利率而言, 索菲亚远高于美克股份。同时, 索菲亚的净利率水平也处于同行业的较高水平。更难能可贵的是, 索菲亚的净利率水平稳定在 14% 左右, 并呈现出稳步上涨的趋势, 说明索菲亚具有较强的期间费用把控能力。

图表 27.毛利率水平较高



数据来源: 公司年报

图表 28.净利率水平较高且不断上升

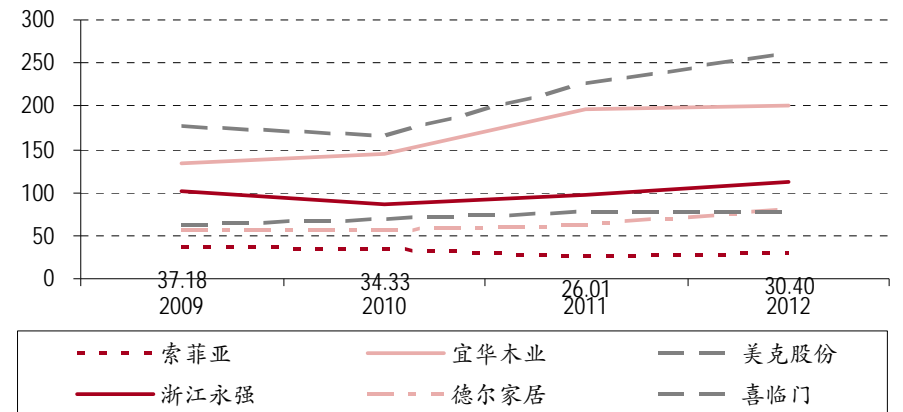


数据来源: 公司年报

### 运营效率较强

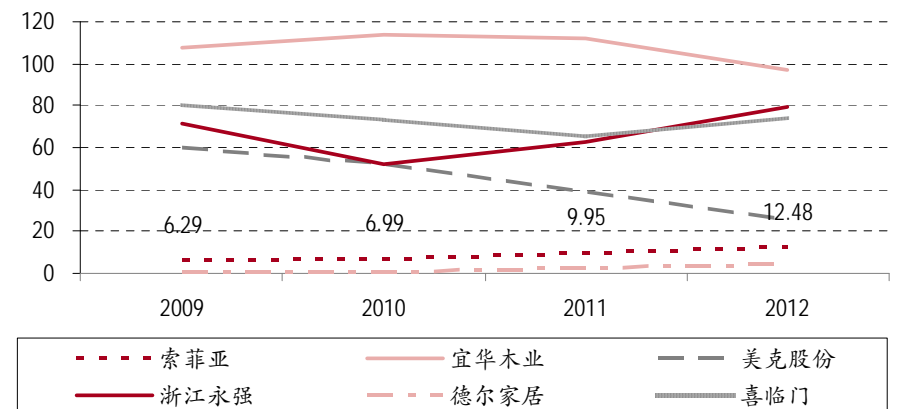
与家具制造业相关公司相比，索菲亚在存货周转天数和应收账款周转天数方面都处于行业较高水平，且稳定性较高。说明公司的运营效率稳定且处于较高水平。

图表 29. 存货周转天数短



数据来源：公司年报

图表 30. 应收账款周转天数短



数据来源：公司年报



**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	1,004	1,222	1,787	2,338	3,016
销售成本	(666)	(795)	(1,152)	(1,496)	(1,919)
经营费用	(181)	(223)	(322)	(418)	(536)
息税折旧前利润	156	203	313	424	560
折旧及摊销	(13)	(23)	(37)	(48)	(60)
经营利润(息税前利润)	143	180	276	375	500
净利息收入/(费用)	10	32	21	31	38
其他收益/(损失)	2	(2)	5	7	6
税前利润	156	210	302	413	544
所得税	(27)	(34)	(48)	(66)	(87)
少数股东权益	(4)	(3)	(4)	(6)	(7)
净利润	124	173	250	341	450
核心净利润	121	173	249	340	449
每股收益(人民币)	1.157	0.809	0.566	0.774	1.020
核心每股收益(人民币)	1.128	0.807	0.565	0.770	1.018
每股股息(人民币)	0.350	0.130	0.170	0.232	0.306
收入增长(%)	66	22	46	31	29
息税前利润增长(%)	44	26	53	36	33
息税折旧前利润增长(%)	45	30	54	36	32
每股收益增长(%)	n.a.	(30)	(30)	37	32
核心每股收益增长(%)	n.a.	(29)	(30)	36	32

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	156	210	275	381	496
折旧与摊销	13	23	37	48	60
净利息费用	(10)	(32)	(21)	(31)	(37)
运营资本变动	(16)	1	22	24	27
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(4)	2	(49)	(65)	(83)
经营活动产生的现金流	139	204	264	358	462
购买固定资产净值	(85)	(285)	(160)	(155)	(145)
投资减少/增加	(28)	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(19)	6	6	6
投资活动产生的现金流	(113)	(304)	(154)	(149)	(139)
净增权益	1,161	25	221	2	3
净增债务	(27)	(19)	12	10	10
支付股息	0	(37)	(28)	(68)	(95)
其他融资现金流	(76)	(1)	24	35	42
融资活动产生的现金流	1,031	(47)	229	(23)	(42)
现金变动	1,056	(147)	339	185	281
期初现金	139	1,195	1,047	1,385	1,570
公司自由现金流	37	(100)	132	241	361
权益自由现金流	(2)	(119)	143	249	370

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,195	1,047	1,405	1,609	1,921
应收帐款	43	55	81	106	137
库存	54	80	84	88	93
其他流动资产	32	115	110	106	102
流动资产总计	1,324	1,298	1,680	1,909	2,252
固定资产	181	352	465	566	646
无形资产	20	83	92	95	98
其他长期资产	15	26	29	32	36
长期资产总计	216	461	585	693	780
总资产	1,540	1,759	2,265	2,602	3,032
应付帐款	96	136	168	202	242
短期债务	19	0	12	22	32
其他流动负债	45	98	112	129	149
流动负债总计	160	234	292	352	422
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	7	7	7	7
股本	107	214	434	434	434
储备	1,256	1,264	1,489	1,759	2,112
股东权益	1,363	1,478	1,923	2,193	2,546
少数股东权益	16	40	44	50	57
总负债及权益	1,540	1,759	2,265	2,602	3,032
每股帐面价值(人民币)	12.74	6.91	4.36	4.97	5.77
每股有形资产(人民币)	12.55	6.52	4.15	4.76	5.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.99)	(4.89)	(3.16)	(3.60)	(4.28)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	15.6	16.6	17.6	18.4	18.6
息税前利润率(%)	14.3	14.7	15.3	16.1	16.4
税前利润率(%)	15.5	17.2	16.9	17.9	18.0
净利率(%)	12.3	14.2	14.0	14.8	14.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	8.3	5.6	5.8	5.4	5.2
利息覆盖率(倍)	10.9	163.5	30.7	44.7	69.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	7.9	5.2	5.5	5.1	5.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	16.3	23.3	36.7	26.4	20.3
核心业务市盈率(倍)	16.7	23.4	36.7	26.6	20.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.7	24.8	38.9	28.1	21.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.5	2.7	4.4	3.9	3.4
价格/现金流(倍)	14.6	19.8	31.6	23.3	18.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.5	14.9	24.5	17.4	12.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	26.4	30.8	28.6	23.0	18.8
应收帐款周转天数	11.5	14.6	14.5	14.6	14.6
应付帐款周转天数	29.9	34.7	33.6	30.8	28.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	30.3	16.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	16.0	12.2	13.4	15.6	17.7
资产收益率(%)	12.8	9.1	10.5	12.1	13.8
已运用资本收益率(%)	20.7	14.6	16.0	18.3	20.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

宜华木业 (600978.CH/人民币 6.00, 未有评级)  
美克股份(600337.CH/人民币 6.18, 未有评级)  
浙江永强(002489.CH/人民币 12.03, 未有评级)  
德尔家居(002631.CH/人民币 16.51, 未有评级)  
喜临门(603008.CH/人民币 9.63, 未有评级)  
MOHAWK INDUSTRIES INC (MHK.US/美元 146.23, 未有评级)  
Leggett & Platt Inc. (LEG.US/美元 30.42, 未有评级)  
Tempur-pedic International (TPX.US/美元 47.96, 未有评级)  
STEELCASE INC (SCS.US/美元 15.1, 未有评级)  
HERMAN MILLER INC (MLHR.US/美元 28.85, 未有评级)  
HNI CORP (HNI.US/美元 37.7, 未有评级)  
CaesarStone Sdot-Yam Ltd. (CSTE.US/美元 46.07, 未有评级)  
Interface Inc (TILE.US/美元 21.8, 未有评级)  
Select Comfort Corp (SCCH.US/美元 16.91, 未有评级)  
Knoll Inc (KNL.US/美元 17.12, 未有评级)  
Ethan Allen Interiors Inc (ETH.US/美元 25.52, 未有评级)  
Flexsteel Industries (FLXS.US/美元 28.69, 未有评级)  
Dixie Group Inc (DXYN.US/美元 14.04, 未有评级)  
Hooker Furniture Corp (HOFT.US/美元 16.2, 未有评级)  
HanCHem Co Ltd (0029240.KS/韩元 52300, 未有评级)  
Suminoe Textile Co Ltd (3501.JP/日元 329, 未有评级)  
MAN WAH HOLDINGS LTD (1999.HK/港币 14.56, 未有评级)  
SAMSON HOLDING LTD (532.HK/港币 1.1, 未有评级)  
REDWOOD GROUP LTD (8426.TT/新台币 64.2, 未有评级)  
WELLPOOL CO LTD (8424.TT/新台币 45.15, 未有评级)  
ROYALE FURN (1198.HK/港币 0.34, 未有评级)  
FANTASTIC HOLDINGS LTD (FAN.AU/澳币 1.99, 未有评级)  
HTL INTERNATIONAL HLDGS LTD (HWA.SP/新加坡元 0.315, 未有评级)  
Nobia AB (NOBI.CH/欧元 56.25, 未有评级)  
Ekornes ASA (EKO.NO/欧元 81, 未有评级)  
HEADLAM GROUP PLC (HEAD.NO/欧元 449.74, 未有评级)  
POLTRONA FRAU SPA (PFG.IM/欧元 2.344, 未有评级)  
BOCONCEPT HOLDING A/S-B (BOCONB.DC/欧元 105, 未有评级)

以 2014 年 1 月 22 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371