

索菲亚

穿越周期成长，品类、渠道升级

穿越周期成长，盈利能力稳定

在整体地产承压、家居市场遇冷的背景下，公司 2014 年营收同比增长 32%，净利润 33%。我们认为其主要原因在于：1) 定制化家具比重上升以及二次装修市场增长；2) 基于领先的品牌、产能布局和渠道优势，公司不断抢占市场份额；3) 品类扩张成功提升客单价。同时，公司保持盈利能力稳中有升，尤其是考虑到橱柜业务投入早期带来管理费用和营销费用的快速增长，我们认为这体现于公司供应链效率持续提升和良好的费用管控能力。

品类、渠道策略升级提升成长空间

我们认为公司基于大家居战略，推进品类和渠道策略的升级，将提升成长空间：1) 公司 2014 年下半年同法国品牌商合作启动橱柜业务，市场反馈良好，我们预计 2015 年开设门店 400 家，贡献近 10% 收入；2) 公司于 2014 年开始积极推进 O2O 策略：“双十一”联合 1300 多家门店取得了家具品类销量第 7 的佳绩；并于 2015 年初增资参股了以 O2O 方式运营的舒适家居系统集成商，我们认为双方基于线上、线下互补的深度合作将有助公司更早接触到消费客群，并提升线上业务运营能力。

匹配改善性住房需求，有望受益于政策松绑

根据瑞银 2015 年针对 3730 位中国消费者开展的住房动机调查，消费者对于自住型中小户型购买动机仍然强烈，且该需求对于调控政策敏感。我们认为公司的产品定位同这部分需求相匹配，地产政策进一步松绑可能将改善市场对于地产产业链预期，对股价形成正面刺激。

估值：维持“买入”评级，目标价 30.6 元

考虑到公司新工厂柔性生产设备在 2015 年有望进一步提升生产效率，我们小幅上调 15/16 年毛利率假设，上调 15/16 年 EPS 预测至 0.96/1.20（原为 0.93/1.16 元）。基于瑞银 VCAM 工具（WACC9.2%）进行现金流贴现推导，得出目标价 30.6 元（原 28 元）。

Equities

中国

家具及电器业

12 个月评级 **买入**
 保持不变

12 个月目标价 **Rmb30.60**
 之前: **Rmb28.00**
股价 **Rmb26.80**
路透代码: 002572.SZ **彭博代码** 002572 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb28.80-15.09

市值 Rmb11.8 十亿/US\$1.89 十亿

已发行股本 441 百万 (ORDA)

流通股比例 27%

日均成交量(千股) 3,206

日均成交额(Rmb 百万) Rmb78.6

普通股股东权益 (12/14E) Rmb1.96 十亿

市净率 (12/14E) 6.0x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.74	0.74	0.19	0.74
12/15E	0.93	0.96	2.56	0.98
12/16E	1.16	1.20	2.89	1.29

胡鸣响

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,004	1,222	1,783	2,361	3,261	4,309	5,334	6,539
息税前利润(UBS)	142	178	273	386	540	682	860	1,057
净利润 (UBS)	135	173	245	326	421	528	663	813
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.33	0.40	0.56	0.74	0.96	1.20	1.50	1.84
每股股息 (Rmb)	0.12	0.18	0.25	0.33	0.43	0.53	0.67	0.82
现金 / (净债务)	1,176	1,047	1,153	1,176	1,260	1,411	1,645	1,977

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	14.1	14.5	15.3	16.4	16.6	15.8	16.1	16.2
ROIC (EBIT) (%)	99.3	52.6	49.1	52.4	57.8	60.3	64.7	69.1
EV/EBITDA(core)x	19.7	14.6	18.8	23.7	16.9	13.0	10.2	8.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	30.7	23.5	29.4	36.3	28.0	22.4	17.8	14.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.2	(2.0)	1.6	0.9	1.7	2.6	3.7	5.0
净股息收益率(%)	1.2	1.9	1.5	1.2	1.6	2.0	2.5	3.1

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 2015 年 03 月 13 日 21 时 26 分的股价(Rmb26.80)得出；

投资主题

索菲亚

投资理由

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。我们认为公司目前的竞争优势主要体现在：业内第一品牌、快速响应的产能布局和广泛的经销商渠道。基于此，公司有望逐步将品牌内涵从“定制衣柜”向“定制家”扩展，持续领跑细分行业。此外，公司定制化的运营模式是以销定产，并在客户下单时即可收到货款，因而应收账款周转率和存货周转率均远高出行业均值。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。我们给予目标价 30.6 元，对应 2015 年 PE32 倍，预测 2015/16 年 EPS 为 0.96/1.20 元，市场一致预期为 0.99/1.29 元。

乐观情景

如果宏观经济对房贷政策进一步放宽，刺激地产市场复苏，家居产品旺销超预期，我们假设 2015/16 年经销商专卖店单店收入增速 25%/20%，家具毛利率 39.6%/38.6%，我们估算 2015/16 年 EPS 为 1.18/1.53 元，每股估值 38.2 元。

悲观情景

如果地产行业恢复不达预期，商品房市场不景气，成交量大幅萎缩，引发家居业景气度下滑，我们假设 2015/16 年经销商专卖店同店收入下滑 5%/5%，家具毛利率 35.6%/35.6%，我们估算 2015/16 年 EPS 为 0.76/0.89 元，每股估值 22.9 元。

近期催化剂

- 1) 若地产新开工面积、竣工面积、投资额增速回升；
- 2) 若家具以旧换新政策继续推广。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb30.60

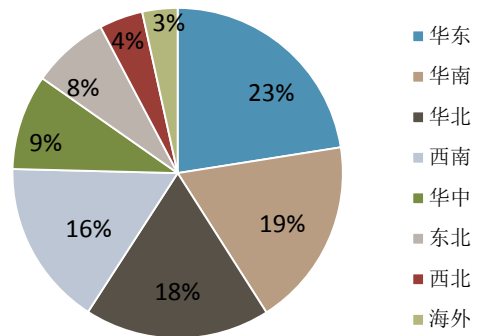
公司简介

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、橱柜及其配套定制家具，12 年宣布“定制家”战略进军家居全品类。公司在个性化设计、定制化技术与生产质量上均处于国内领先水平。公司 H114 年有经销商约 800 位，专卖店近 1,400 家，H114 实现收入 8.5 亿元，净利润 9,574 万元。

行业展望

中国家具企业传统以出口为主，品牌发展历史较短，因此行业格局非常分散，前十大企业市占率不到 10%。根据欧睿国际，5 年后中国家具主要消费群体（25-40 岁），收入在 1.5-5 万美元的人数将是目前的 2.8 倍，我们认为新晋中产阶级的涌现将推动家具的品牌消费。定制衣柜是一个新兴细分市场，其节约空间和个性化的特点更能契合年轻消费群体的偏好，我们预计未来 5 年定制化衣柜将逐步向低线城市渗透。

收入按区域分 2013 (%)



来源：公司数据

毛利润按业务分

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务					
家具	411	642	852	1,088	1,336
地板	7	7	6	6	6
橱柜	0	0	0	89	206
总毛利润	418	648	858	1,183	1,549

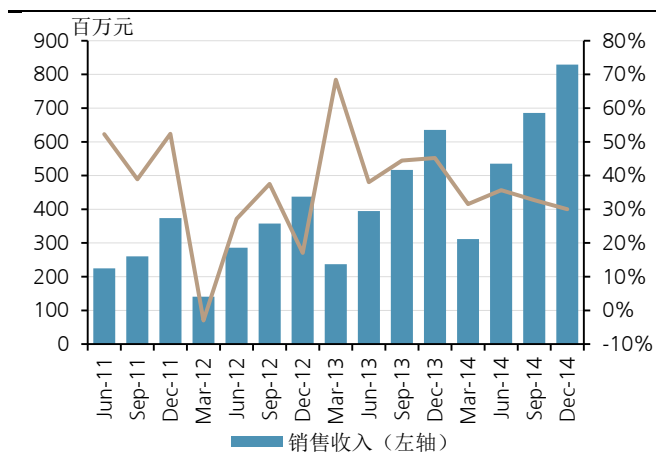
来源：公司数据，瑞银证券估算

穿越周期成长，盈利能力稳定

在整体地产承压、家居市场遇冷的背景下，公司 2014 年营收同比增长 32%，净利润同比增长 33%。我们认为其主要原因在于：1) 就行业层面而言，定制化家具更加符合目前个性化的需求，尤其是目前三四线城市市场也由培育期逐步进入成长期，持续对成品家具进行替代；此外，二次装修市场的兴起也某种程度上对冲了新房销售承压的负面影响，从公司目前一线城市以及全国销售订单的反映来看，二次装修的订单比例在持续提高；其中深圳最高，30%的订单来自二次装修。2) 公司在定制衣柜行业具备显著的领先优势，包括品牌知名度、产能布局和渠道网络，这使得经销商具备更好的盈利能力，因此能不断抢占市场份额；3) 公司的品类扩张成功提升了客单价。我们认为由于阶段性产能受限，公司 2014 年 Q4 收入增速可能略低于实际订单增速。

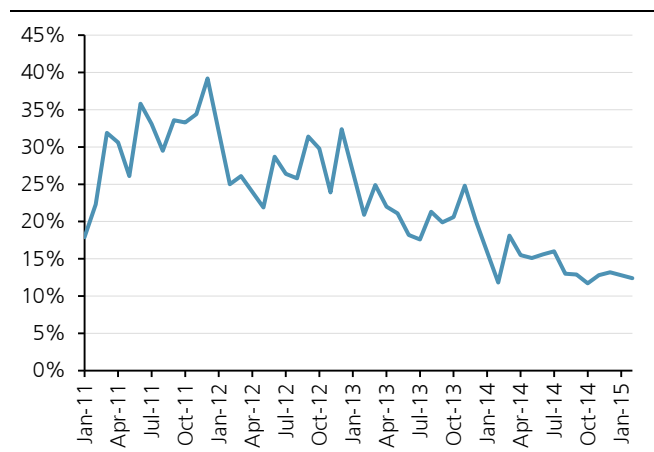
收入快速增长的同时，公司盈利能力持续提升。尤其是考虑到橱柜业务投入早期带来管理费用和营销费用的快速增长，我们认为这体现了公司供应链效率持续提升和良好的费用管控能力。

图表 1: 季度收入增速



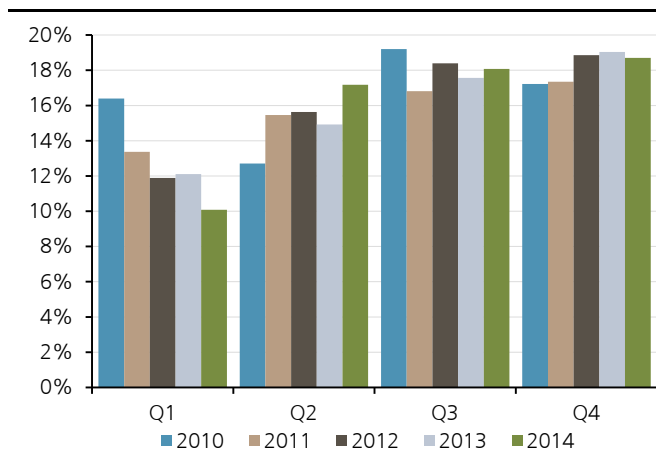
来源: 公司数据

图表 2: 限额以上家具零售总额增速



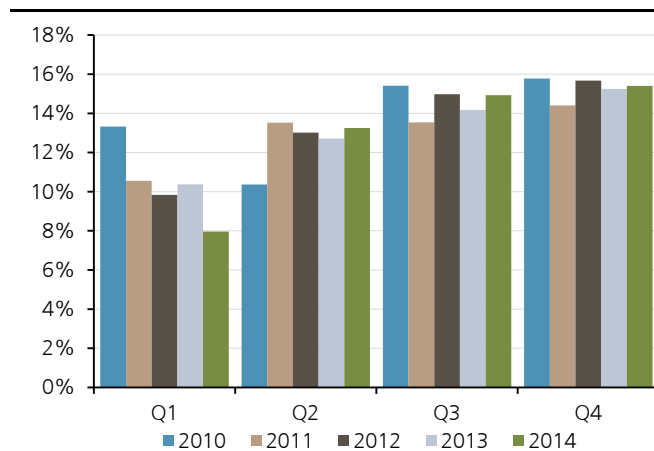
来源: 国家统计局

图表 3: 营业利润率



来源: 公司数据

图表 4: 季度净利率



来源: 公司数据

品类、渠道策略升级提升成长空间

我们认为公司基于衣柜业务的优势，推进品类和渠道策略的升级：启动橱柜业务，强化 O2O 布局，将提升长期成长空间。

橱柜业务进展良好

为进一步推进“定制家，索菲亚”的大家居战略，继原有衣柜品牌下的品类扩张之外，公司于 2013 年 11 月成立了橱柜事业部，并随后与法国著名厨房方案商及橱柜出口商 SALM 公司达成合资意向，共同运作公司旗下的 SCHMIDT 司米橱柜品牌。该品牌具有八十年整体厨房解决方案经验，在欧洲拥有五个生产基地。根据双方启动的“巅峰计划”，将投资 13 亿，计划通过 5 年时间，将司米橱柜打造成业内领导品牌，开设 1600 家门店，实现 25 亿元的销售额。

我们认为强强联合为公司提供了一种高效且风险可控的方式切入橱柜市场。合作方在中高端橱柜生产、品牌运营以及信息化运作上具备专业优势；而索菲亚则拥有丰富的本土市场认知以及广泛的渠道网络。公司衣柜业务的发展历程体现了公司稳健的管理风格和良好的执行力，我们看好公司橱柜业务的发展。我们估计 14 年司米橱柜开设门店 70 家，客单价约 2.5 万，明显高于公司衣柜业务客单价。我们预计 15 年将开设门店 400 家，贡献约 10% 的收入。

强化 O2O 运营

公司在线下具备强大的渠道和品牌影响力，但对于线上业务的开拓相对滞后。我们认为公司 2014 年的重要转变之一就是来自积极布局线上，推进全渠道转型，并在“双十一”初步展示了积极成果。公司 2014 年首次参与双十一，就取得 1.8 亿元销售额，住宅家具类目销量第 7 名。更重要的是，这次活动联合了 1300 多家经销商门店共同参与，真正做到了 O2O 的闭环。

此外，公司于 2015 年初公告拟以 3000 万元增资参股舒适家居系统集成商武汉舒适易佰，占比 30%。舒适易佰采取 O2O 的运营方式，根据客户的户型、要求等为客户提供定制化的一站式系统集成方案，包括中央空调、新风、净水、供暖系统等。我们认为尽管投资额不大，但对于公司的大家居战略布局具备重要的意义：1) 舒适易佰定位中高端消费人群，和公司定位一致，有助于公司更早接触到消费客群，并实现协同销售；2) 舒适易佰作为一家互联网公司，具备家居电商平台的运作经验以及思维，我们预期未来双方开展的深层次合作将可能进一步提升公司的线上运营能力。

政策松绑有望提升地产产业链估值，维持“买入”

根据瑞银 2015 年针对 3730 位中国消费者开展的住房动机调查，消费者对于自住型中小户型购买动机仍然强烈，且该需求对于调控政策敏感。我们认为公司的产品定位同这部分需求相匹配，地产政策进一步松绑可能将改善市场对于地产产业链预期，对股价形成正面刺激。

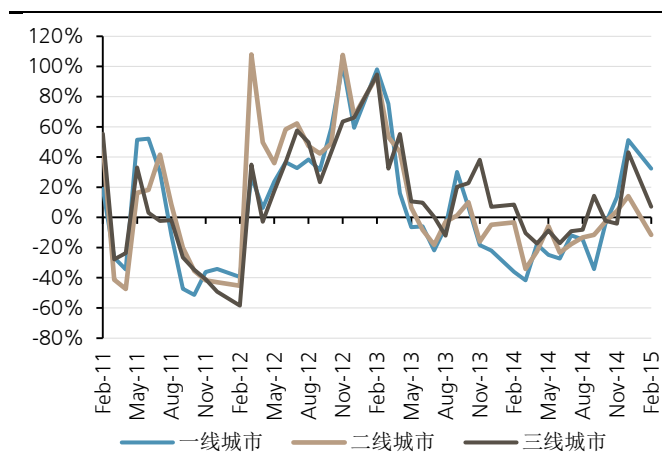
根据该调查消费者对于房地产购买动机仍然强烈：1) 有四分之一的消费者表达了在 2015 年购买一处房产的一项，仅 8% 的受访者表示无意购买；2) 其中，2-3 居室、70-149 平米面积、总价 50-200 万元自用型房屋需求强劲，反映消费者购买改善型住房、消费升级的意愿。同时，调查结果也显示宏观调

控政策松绑对于刺激需求应是有效的，他们认为工资提升、房价下降或更低的贷款利率会促使他们购买。

2014 年中期以来，地产调控政策开始放松，包括逐步放松限购令（目前 47 个城市中 42 个已松绑）、鼓励房贷发放、降低房贷成本等。根据瑞银宏观团队，可以预期的稳增长措施包括进一步放松地产政策，如下调房贷首付比例、降息、加快户籍改革、降低交易环节税费等。

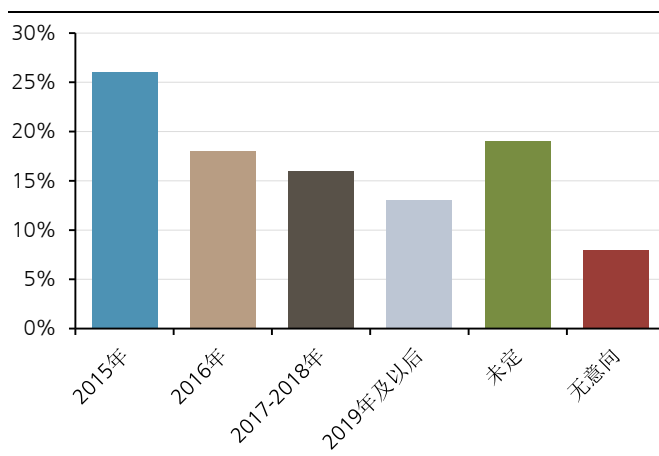
考虑到公司新工厂柔性生产设备经过调试和磨合后，在 2015 年将实现正常运营，提升生产效率，我们小幅上调 15/16 年毛利率假设，上调 15/16 年 EPS 预测至 0.96/1.20 元（原为 0.93/1.16 元）。基于瑞银 VCAM 工具（WACC9.2%）进行现金流贴现推导，得出目标价 30.6 元，维持“买入”评级。

图表 5: 30 大中城市商品房成交面积月度同比



来源: Wind

图表 6: 购房意向



来源: 所有受访者, UBS Evidence Lab

索菲亚 (002572.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,004	1,222	1,783	2,361	32.4	3,261	38.7	4,309	5,334	6,539
毛利	331	418	648	858	32.4	1,183	37.9	1,549	1,901	2,333
息税折旧摊销前利润(UBS)	160	211	326	452	38.7	627	38.7	804	1,000	1,207
折旧和摊销	(18)	(33)	(53)	(65)	22.9	(86)	32.1	(122)	(139)	(150)
息税前利润(UBS)	142	178	273	386	41.7	540	39.9	682	860	1,057
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	4	1	6	4	-38.2	5	35.2	5	5	5
净利息	21	32	27	22	-16.0	23	4.8	27	31	36
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	166	210	306	413	35.0	569	37.9	713	896	1,098
税项	(27)	(34)	(52)	(83)	-57.4	(142)	-72.4	(178)	(224)	(275)
税后利润	139	176	253	330	30.4	427	29.3	535	672	824
优先股股息及少数股权	(4)	(3)	(8)	(4)	48.5	(6)	-29.3	(7)	(9)	(11)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	135	173	245	326	33.1	421	29.3	528	663	813
净利润(UBS)	135	173	245	326	33.1	421	29.3	528	663	813
税率(%)	16.4	16.3	17.2	20.0	16.5	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.33	0.40	0.56	0.74	32.0	0.96	29.3	1.20	1.50	1.84
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.33	0.40	0.56	0.74	32.0	0.96	29.3	1.20	1.50	1.84
每股收益(UBS, 基本)	0.33	0.40	0.56	0.74	32.0	0.96	29.3	1.20	1.50	1.84
每股股息净值(Rmb)	0.12	0.18	0.25	0.33	30.8	0.43	29.3	0.53	0.67	0.82
每股账面价值	3.19	3.45	3.95	4.44	12.4	5.07	14.1	5.84	6.81	7.98
平均股数(稀释后)	410.00	428.14	437.22	440.99	0.9	440.99	0.0	440.99	440.99	440.99
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	1,195	1,047	1,153	1,176	2.0	1,260	7.2	1,411	1,645	1,977
其他流动资产	129	251	277	405	46.2	568	40.3	750	929	1,136
流动资产总额	1,324	1,298	1,430	1,581	10.5	1,829	15.7	2,161	2,574	3,114
有形固定资产净值	181	352	487	604	24.0	735	21.7	872	1,015	1,148
无形固定资产净值	20	83	121	160	32.4	199	24.3	238	277	316
投资/其他资产	15	26	48	49	3.0	51	3.9	53	56	58
总资产	1,540	1,759	2,086	2,394	14.8	2,814	17.5	3,325	3,922	4,636
应付账款和其他短期负债	142	234	284	372	31.2	511	37.2	675	836	1,022
短期债务	19	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	160	234	284	372	31.2	511	37.2	675	836	1,022
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	7	10	10	0.0	10	0.0	10	10	10
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	160	240	294	382	30.1	520	36.2	684	846	1,032
普通股股东权益	1,363	1,478	1,744	1,959	12.4	2,235	14.1	2,575	3,003	3,520
少数股东权益	16	40	48	53	8.9	58	10.5	65	74	85
负债和权益总计	1,540	1,759	2,086	2,394	14.8	2,814	17.5	3,325	3,922	4,636
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	135	173	245	326	33.1	421	29.3	528	663	813
折旧和摊销	18	33	53	65	22.9	86	32.1	122	139	150
营运资本变动净值	(20)	(8)	20	(40)	-	(25)	37.1	(18)	(18)	(21)
其他营业性现金流	6	6	35	(21)	-	(21)	0.0	(22)	(24)	(28)
经营性现金流	139	204	353	331	-6.2	462	39.6	610	761	914
有形资本支出	(85)	(285)	(240)	(221)	7.9	(256)	-15.8	(298)	(322)	(322)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(28)	(19)	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(113)	(304)	(240)	(221)	7.8	(256)	-15.8	(298)	(322)	(322)
已付股息	(37)	(13)	(77)	(110)	-43.3	(145)	-32.0	(188)	(236)	(296)
股份发行/回购	1,161	25	62	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	9	(54)	(75)	23	-	24	4.62	27	31	36
债务及优先股变化	(87)	(19)	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	1,046	(61)	(90)	(87)	3.0	(121)	-39.3	(161)	(205)	(260)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,072	(161)	23	23	-1.4	85	270.9	150	234	332
外汇/非现金项目	(7)	14	82	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,065	(147)	105	23	-78.3	85	270.9	150	234	332

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。

索菲亚 (002572.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	30.7	23.5	29.4	36.3	28.0	22.4	17.8	14.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	30.7	23.5	29.4	36.3	28.0	22.4	17.8	14.5
股价/每股现金收益	27.1	19.8	24.2	30.2	23.3	18.2	14.7	12.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	1.2	(2.0)	1.6	0.9	1.7	2.6	3.7	5.0
净股息收益率(%)	1.2	1.9	1.5	1.2	1.6	2.0	2.5	3.1
市净率	3.2	2.8	4.2	6.0	5.3	4.6	3.9	3.4
企业价值/营业收入(核心)	3.1	2.5	3.4	4.5	3.3	2.4	1.9	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	19.7	14.6	18.8	23.7	16.9	13.0	10.2	8.2
企业价值/息税前利润(核心)	22.2	17.3	22.5	27.7	19.6	15.4	11.9	9.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	21.4	16.3	21.2	27.5	19.6	15.3	11.9	9.4
企业价值/运营投入资本	NM	9.1	NM	NM	NM	9.3	7.7	6.5
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	4,313	4,075	7,227	11,819	11,819	11,819	11,819	11,819
净债务 (现金)	(1,176)	(1,047)	(1,153)	(1,176)	(1,260)	(1,411)	(1,645)	(1,977)
少数股东权益	16	40	48	53	58	65	74	85
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	3,153	3,068	6,122	10,696	10,616	10,473	10,247	9,926
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	3,153	3,068	6,122	10,696	10,616	10,473	10,247	9,926
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	66.0	21.7	46.0	32.4	38.1	32.2	23.8	22.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	44.1	31.8	54.6	38.7	38.7	28.3	24.4	20.8
息税前利润(UBS)	42.3	25.2	53.6	41.7	39.9	26.2	26.1	22.9
每股收益(UBS 稀释后)	13.1	23.1	38.4	32.0	29.3	25.3	25.6	22.6
每股股息净值	-	45.0	40.3	30.8	29.3	25.3	25.6	22.6
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	33.0	34.2	36.4	36.4	36.3	35.9	35.6	35.7
息税折旧摊销前利润率	15.9	17.2	18.3	19.1	19.2	18.7	18.7	18.5
息税前利润率	14.1	14.5	15.3	16.4	16.6	15.8	16.1	16.2
净利 (UBS) 率	13.4	14.2	13.7	13.8	12.9	12.3	12.4	12.4
ROIC (EBIT)	99.3	52.6	49.1	52.4	57.8	60.3	64.7	69.1
税后投资资本回报率	NM	44.1	40.7	41.9	43.4	45.2	48.5	51.8
净股东权益回报率(UBS)	17.4	12.2	15.2	17.6	20.1	22.0	23.8	24.9
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(7.4)	(5.0)	(3.5)	(2.6)	(2.0)	(1.8)	(1.6)	(1.6)
净债务/总权益 %	(85.2)	(69.0)	(64.3)	(58.4)	(55.0)	(53.4)	(53.5)	(54.9)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(37.3)	(34.1)	(18.8)	(11.0)	(11.9)	(13.5)	(16.1)	(19.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	8.5	23.3	13.5	9.4	7.8	6.9	6.0	4.9
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.7	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
股息支付率 (UBS) %	37.7	44.4	45.0	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,004	1,222	1,783	2,361	3,261	4,309	5,334	6,539
总计	1,004	1,222	1,783	2,361	3,261	4,309	5,334	6,539
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	142	178	273	386	540	682	860	1,057
总计	142	178	273	386	540	682	860	1,057

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+14.2%
预测股息收益率	1.6%
预测股票回报率	+15.8%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+7.2%

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。

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。

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。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 12 月 31 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

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。当此类例外适用的时候，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, CFA.

涉及报告中提及的公司的披露

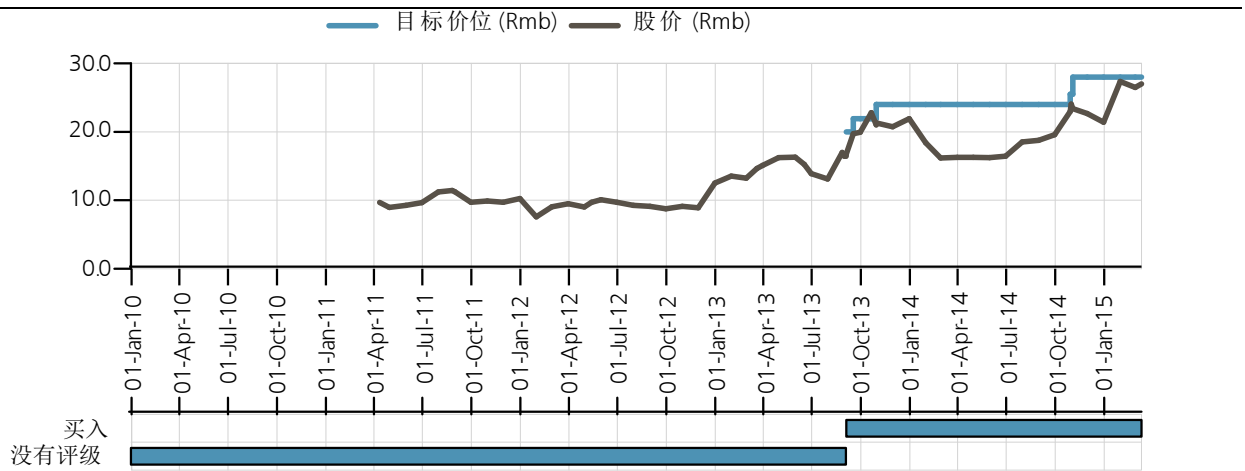
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
索菲亚	002572.SZ	买入	不适用	Rmb27.00	2015 年 03 月 12 日

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 2015 年 3 月 12 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(或部分)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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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、使用和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（ACPR）和金融市场监管局（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，本文件或任何其他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。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：** 由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监管局（FINMA）监管。**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（注册号：1995/011140/07）分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，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。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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与有联系或可能与有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士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股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and 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。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。**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。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd (MCI (P) 016/09/2014 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)持照执业，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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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，出版人及发行人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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 761G 条所定义的“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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecfs-research-fsg。**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。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。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（资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007）于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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 2015 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。

