

## 轻工制造

2017 年 03 月 27 日

## 索菲亚 (002572)

——正式进军定制门窗市场，股权纽带巩固上游合作，扩建产能助力主业延续高增长

报告原因：有信息公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2017 年 03 月 24 日

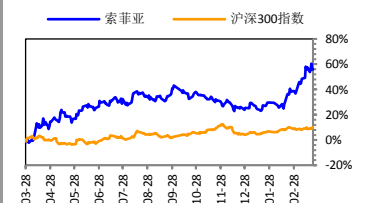
收盘价（元）	67.35
一年内最高/最低（元）	70.5/41.88
市净率	8.0
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	19468
上证指数/深证成指	3269.45 / 10646.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	8.42
资产负债率%	25.22
总股本/流通 A 股（百万）	462/289
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《索菲亚（002572）2016 年年报点评：供应链效率保障衣柜份额提升，橱柜渠道建设与收入增长超预期，涉足木门全屋定制再下一城》 2017/03/15

《索菲亚（002572）2016 年业绩快报点评：柔性化和智能化提升巩固成本优势；橱柜渠道建设与收入增长超预期，大家居战略逐步推进》 2017/02/20

## 证券分析师

周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com  
屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
范张翔 A0230516080003  
fanzx@swsresearch.com

## 联系人

丁智艳  
(8621)23297818x7580  
dingzvy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 公司公告与华鹤集团成立门窗公司、认购丰林集团非公开股份、批准西部生产基地扩建项目。公司公告董事会决议，批准与华鹤集团成立门窗公司，开展定制门窗业务，设计产值 10 亿元；同意公司全资子公司深圳索菲亚公司参与板材供应商丰林集团非公开认购，认购金额不低于 2.20 亿元；批准公司西部生产基地扩建产能的项目，新建 50 万套定制衣柜及配套家居产品项目。
- 设立索菲亚华鹤门窗有限公司持股 51%，正式布局千亿级定制门窗蓝海行业，大家居战略再下一城。1) 门窗公司设计产值 10 亿元，剑指行业第一梯队。门窗公司注册资本为 5.47 亿元，其中，索菲亚持股比例为 51%，以现金出资；华鹤集团持股比例为 49%，以资产作价出资。合资公司设计产能年产 45 万樘木门产品以及 12 万平方米木窗产品，合计对应 10 亿元产值。根据网络公开资料和公司公告，目前行业龙头梦天、TATA、江山欧派 2015 年产值分别为 15 亿、13.5 亿、7.7 亿，公司此次设计产能 10 亿元使公司门窗产能直接进入木门行业第一梯队。2) 木门行业对应千亿级市场规模。据中国木材与木制品流通协会统计 2015 年木门行业产值达 1200 亿元，较 2004 年增长了 6 倍。假设每户（按三居室计算）对应木门需求为 6 扇，单扇木质门均价 3000 元，客单价预计在 1.8 万元（终端口径），按照每年新房交房+二手房成交 1800 万户计算，对应终端需求 3240 亿元市场规模。3) 木门产业化起步较晚，行业集中度低；公司及时布局抢占市场。目前全国已经形成珠三角、长三角、东北地区、环渤海地区和西南地区等五大生产基地。定制木门柔性化生产需求制约企业扩张步伐，目前行业内工厂化生产的企业有 6000 家，具备一定规模、以机械化生产为主的有 3000 多家行业集中度不高，整个行业内区域性品牌比较多，缺少全国性的强势品牌。及时布局定制木门蓝海市场，融合公司定制化优势与华鹤集团木门制造优势，进一步打造大家居战略平台。
- 认购丰林集团非公开股份金额不低于 2.20 亿，股权模式巩固上游板材合作关系。1) 认购丰林集团定增股份，形成股权合作模式。丰林集团拟非公开发行股票募资不超过 8.70 亿元，全部投向新西兰卡韦劳年产 60 万立方米刨花板生产线建设项目。公司于子公司深圳索菲亚与丰林集团签订了认购协议参与认购的资金不低于 2.20 亿元，并承诺股份锁定期为 36 个月。2) 丰林集团是国内人造板行业龙头，家居合作企业广泛。丰林集团是国内最早从事人造板生产的企业之一，目前拥有林地 20 余万亩，年人造板产能 78 万立方米，是国内领先的林板一体化产业集团，目前与国内知名的家居企业如大自然、索菲亚、全友、好莱客、欧派等建立了良好的合作关系。丰林集团是公司主要供应商之一。3) 股权合作，巩固板材供应商合作关系，分享上游企业红利。本次认购丰林集团股份，既以资本为纽带、巩固公司与丰林集团的合作关系，支持上游供应商完成产能布局，又有助于公司分享上游行业固定制家具行业成长带来的成果。同时公司目前正大力拓展 MDI 无醛添加板业务，与丰林集团的深度股权绑定，也有利于公司加大上游 MDI 板的研发与产能投入。
- 扩建成都基地释放产能瓶颈压力，新建产能支撑传统衣柜业务继续高增长。公司持有成都基地 70% 股份，基地成立于 2008 年，2012 年开始陆续投产。1) 索菲亚成都工厂收入稳步提高，产能受限使 2016 年收入增速放缓。成都公司 2012 年部分投产后实现收入 7731 万元，后续随产能全部达产收入快速增长，2012-2015 年收入 CAGR 达 76.5%，2015 年实现收入 4.25 亿，受产能限制，2016 年收入增速放缓实现增速 7.4%。此次新建投资可有效解决成都基地产能瓶颈，使其再次进入高速增长通道。2) 成都基地净利率处于公司高位，发展成熟，产能扩建支撑传统衣柜业务高增长。2016 年嘉善/成都/廊坊/黄冈四大生产基地净利率分别为 18.58%/16.86%/16.39%/9.73%，是除广州本部外发展相对成熟的生产基地，此次增资成都基地，为西部市场定制衣柜业务进一步高增长提供产能储备。

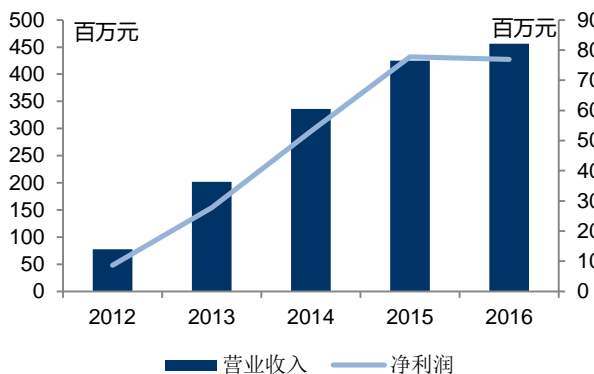
## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,196	4,530	6,414	8,746	11,824
同比增长率（%）	35.35	41.75	41.59	36.36	35.19
净利润（百万元）	459	664	961	1,302	1,765
同比增长率（%）	40.42	44.66	44.73	35.48	35.56
每股收益（元/股）	1.04	1.44	2.08	2.82	3.82
毛利率（%）	37.8	36.6	38.3	38.2	38.4
ROE（%）	19.9	17.1	19.8	21.2	22.3
市盈率	65	47	32	24	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

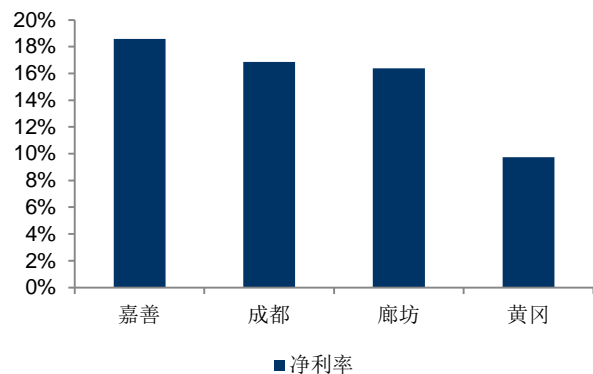
- **正式布局木门蓝海市场,大家居战略再下一城;股权合作上游供应商,分享上游红利;**产能扩建支撑衣柜业务高增长,传统衣柜业务订单量与客单价齐升,橱柜业务有望今年扭亏为盈,维持买入! 衣柜业务方面,新开门店与经销商激励政策共同促进订单量上升,品类扩张带动客单价提升;成本控制与效率提升构筑坚固成本优势护城河,产能扩建提供生产端保障。橱柜门店扩张与收入增长超预期,2017 年有望越过盈亏平衡点实现盈利。公司创新渠道模式,在一线城市布局近百家超市店,利用其庞大客流量增加流量入口,加深品牌印象,锁定中长期家装客户。**全屋定制再下一城,布局木门蓝海,设计产能直指行业第一梯队;股权模式巩固上游合作,分享上游企业红利。**暂不考虑公司产品提价带来的盈利弹性,以及与华鹤开拓定门窗业务带来的盈利增厚,我们维持公司 2017-2018 年 2.08 元和 2.82 元的 EPS,目前股价(67.35 元)对应 2017-2018 年 PE 分别为 32 倍和 24 倍,维持买入评级,公司发展空间直指万亿家居市场(目前公司市值 311 亿),互联网和大家居战略不断深入融合,拓展发展空间,维持目标价 90 元(对应 400 亿市值)。

图 1: 成都基地收入前期实现高增长,2016 年增速有所放缓



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 成都基地在 2016 年各生产基地中净利率处相对高位



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,361	3,196	4,530	6,414	8,746	11,824
二、营业总成本	1,967	2,600	3,715	5,172	7,063	9,537
其中：营业成本	1,479	1,988	2,874	3,956	5,402	7,284
营业税金及附加	19	29	47	64	87	118
销售费用	226	308	388	571	778	1,041
管理费用	254	275	404	577	787	1,088
财务费用	(15)	(12)	(5)	(2)	0	1
资产减值损失	4	13	7	6	8	6
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	6	6	6	8
三、营业利润	396	600	821	1,248	1,689	2,295
加：营业外收入	7	7	15	13	14	14
减：营业外支出	2	1	5	6	5	6
四、利润总额	401	606	831	1,255	1,698	2,303
减：所得税	70	154	193	287	381	516
五、净利润	330	452	637	968	1,317	1,787
少数股东损益	4	(7)	(27)	7	15	22
归属于母公司所有者的净利润	327	459	664	961	1,302	1,765
六、全面摊薄每股收益	0.71	0.99	1.44	2.08	2.82	3.82
发行后总股本（百万）	462	462	462	462	462	462

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。