

宜华木业 (600978.SH) 家用轻工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 22.33元

品牌提升价值, 营销改革体现增长拉

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,482.87
总市值(百万元)	33,112.49
年内股价最高最低(元)	23.29/6.05
沪深300指数	3174.38
上证指数	2976.69



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.36	0.36	0.46	0.61	0.84
每股净资产(元)	4.05	4.30	4.64	5.10	5.72
每股经营性现金流(元)	0.58	0.40	0.45	0.35	0.42
市盈率(倍)	16	17	48	37	27
行业优化市盈率(倍)	34	41	140	140	140
净利润增长率(%)	36.13%	29.04%	29.47%	31.48%	37.44%
净资产收益率(%)	8.80%	8.31%	9.97%	11.92%	14.61%
总股本(百万股)	1,152.66	1,482.87	1,482.87	1,482.87	1,482.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

事项

1月8日, 公司披露《重大资产购买预案》: 1) 公司将通过香港全资子公司理想家居以SG\$39,978.32万元(折RMB 182,992.77万元)的对价现金收购设立于新加坡并于新加坡交易所上市的华达利(H64.SG) 100%股票。收购完成后, 华达利从新交所退市, 成为理想家居的全资子公司; 2) 华达利现大股东BEM承诺自2016年7月1日起至2019年6月30日共三个财务期间内华达利的税后合并净利润分别不低于US\$2,500/2,750/3,025/万元(年增长10%); 3) BEM承诺在过渡期内保持华达利处于良好的经营运行状态, 包括核心管理人员至少在华达利任职60个月。

相关报告

1. 《打造“Y+生态系统”, 实现国内市场突破-宜华木业点评报告》, 2015.8.21

1月21日, 公司披露《重大资产购买预案》修订稿并复牌。

评论

■ **收购标的资质优异。**华达利是国际领先的家具制造上市公司, 主要从事沙发与皮革相关家具产品的研发、设计、生产与销售, 拥有“DOMICIL”、“CORIUM ITALIA”、“MUSE”、“RELAX STUDIO”等国际知名皮革软体家具品牌, 在新加坡、美国、韩国、日本、澳大利亚、德国、法国、意大利、英国和中国上海等地拥有良好的销售渠道。2014年, 华达利总收入超过US\$5亿元, 主要收入来源于欧洲与北美。

■ **公司实现跨市场套利, 原股东多项承诺保证标的公司良好运行:**本次交易定价SG\$1元/股, 相对于公告日1月8日前20个交易日华达利收盘均价SG\$0.6385溢价56.6%。以BEM对华达利业绩承诺测算, 2016-2018年EPS预计为SG\$0.09/0.095/0.104元/股, 对应PE分为11/10.6/9.6倍。目前, A股“家具类”上市公司2016-2017年预测市盈率整体法和算术平均法分别为34.6/27.6和40.2/31.9。通过此次收购, 公司能够获得相当程度的跨市场套利。原股东BEM承诺在过渡期内保证以正常方式经营运作华达利, 保持华达利处于良好的经营运行状态, 保持华达利现有的结构、核心人员基本不变, 继续维持与客户的关系; 保证不会改变华达利的生产经营状况, 不

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

进行任何正常经营活动以外的异常交易或引致异常债务。这些承诺将有效保证华达利纳入“宜华”体系内后的长期健康运行。

- **完善泛家居“Y+生态系统”，实现整体业务成长。**2015年，公司通过股权投资美乐乐、爱福窝、有住网、金融一号店等互联网平台，充分整合实体渠道资源与互联网平台的流量资源优势，已经构建起融合大数据、云计算、移动应用、消费金融等创新技术的泛家居“Y+生态系统”。在本次收购之前，“Y+生态系统”的主要产品是木制家具及地板，而华达利聚焦经营软体家具。通过此次交易，公司得以高起点切入软体家具行业，有助于为消费者提供便捷的一站式服务体验，从而有效完善全方位的“泛家居”生态圈。
- **协同海外市场优势，扩大客户基础：**华达利现有收入主要来源于海外。2014年，华达利产品销往全球6大洲的46个国家，其中欧洲和北美分别占比47%和20%。而公司也是国内少有的仍偏重于海外销售的家具企业，2014年海外业务占比高达82%，主要原因是公司拥有其他竞争对手不具备的特殊优势：1) 公司拥有大规模的海外木材基地，原材料成本低；2) 公司海外业务不做代工，都是自有品牌，产品毛利率更高，竞争力更强。此次交易完成后，公司可以整合自身和华达利的海外销售渠道，使得公司整体的产品生态、销售网络和战略布局更趋合理和完善。不仅如此，未来数年，人民币汇率下行期间，强大的海外业务还将进一步增强公司的总体盈利能力。
- **风险因素：**华达利备考财务数据尚未完成；收购后公司整合不利；海外及国内房地产市场不振；线上、线下竞争加剧；Y+生态系统整合和管理风险。

盈利预测与投资建议

- 此次收购将进一步完善公司的产业链布局，推动泛家居“Y+生态系统”的提升，并且充分发挥两家公司在产品和海外市场的协同效应。我们上调公司2015-2017年EPS预测至0.46/0.61/0.84（三年CAGR32.8%，原为0.46/0.56/0.70元），对应PE分为48/37/27倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,348	4,091	4,427	4,852	6,129	7,941	货币资金	959	1,434	2,221	1,698	1,930	2,251
增长率		22.2%	8.2%	9.6%	26.3%	29.6%	应收款项	1,078	958	1,231	1,496	1,889	2,448
主营业务成本	-2,328	-2,800	-2,912	-3,318	-4,226	-5,442	存货	1,354	1,393	1,764	1,723	2,195	2,827
%销售收入	69.6%	68.4%	65.8%	68.4%	68.9%	68.5%	其他流动资产	299	393	442	486	619	797
毛利	1,019	1,291	1,514	1,535	1,903	2,499	流动资产	3,690	4,179	5,658	5,404	6,634	8,323
%销售收入	30.4%	31.6%	34.2%	31.6%	31.1%	31.5%	%总资产	46.2%	48.4%	55.2%	56.7%	61.2%	66.2%
营业税金及附加	-41	-36	-48	-49	-61	-78	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.2%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	2,990	2,876	3,067	3,164	3,254	3,337
营业费用	-235	-263	-328	-315	-378	-466	%总资产	37.5%	33.3%	29.9%	33.2%	30.0%	26.5%
%销售收入	7.0%	6.4%	7.4%	6.5%	6.2%	5.9%	无形资产	663	1,014	1,000	965	942	919
管理费用	-173	-216	-248	-267	-320	-394	非流动资产	4,289	4,447	4,592	4,132	4,197	4,258
%销售收入	5.2%	5.3%	5.6%	5.5%	5.2%	5.0%	%总资产	53.8%	51.6%	44.8%	43.3%	38.8%	33.8%
息税前利润 (EBIT)	570	776	890	904	1,144	1,561	资产总计	7,979	8,625	10,250	9,536	10,831	12,581
%销售收入	17.0%	19.0%	20.1%	18.6%	18.7%	19.7%	短期借款	1,703	2,590	2,575	1,361	1,655	2,054
财务费用	-193	-284	-243	-71	-51	-63	应付款项	779	644	820	808	1,028	1,325
%销售收入	5.8%	7.0%	5.5%	1.5%	0.8%	0.8%	其他流动负债	147	448	215	320	414	554
资产减值损失	-5	2	-14	0	0	0	流动负债	2,629	3,682	3,610	2,489	3,097	3,933
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	180	163	163	163	164
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,003	92	98	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,632	3,954	3,871	2,651	3,259	4,096
营业利润	372	493	633	833	1,093	1,498	普通股股东权益	4,346	4,665	6,376	6,881	7,568	8,481
营业利润率	11.1%	12.1%	14.3%	17.2%	17.8%	18.9%	少数股东权益	0	6	3	3	3	3
营业外收支	-8	3	6	-2	-2	-2	负债股东权益合计	7,979	8,625	10,250	9,536	10,831	12,581
税前利润	364	496	639	831	1,091	1,496	比率分析						
利润率	10.9%	12.1%	14.4%	17.1%	17.8%	18.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-62	-86	-112	-146	-189	-257	每股指标						
所得税率	17.2%	17.4%	17.5%	17.5%	17.3%	17.2%	每股收益	0.26	0.36	0.36	0.46	0.61	0.84
净利润	302	410	527	686	902	1,239	每股净资产	3.77	4.05	4.30	4.64	5.10	5.72
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.47	0.58	0.40	0.45	0.35	0.42
归属于母公司的净利润	302	411	530	686	902	1,239	每股股利	0.08	0.09	0.11	0.12	0.16	0.22
净利率	9.0%	10.0%	12.0%	14.1%	14.7%	15.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.94%	8.80%	8.31%	9.97%	11.92%	14.61%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	3.78%	4.76%	5.17%	7.19%	8.33%	9.85%
净利润	302	410	527	686	902	1,239	投入资本收益率	6.70%	8.61%	7.98%	8.87%	10.07%	12.08%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	215	221	261	248	269	290	主营业务收入增长率	24.30%	22.20%	8.21%	9.62%	26.30%	29.58%
非经营收益	175	204	245	82	90	108	EBIT增长率	16.73%	36.15%	14.72%	1.55%	26.51%	36.50%
营运资金变动	-154	-165	-442	-356	-741	-1,020	净利润增长率	20.35%	36.13%	29.04%	29.47%	31.48%	37.44%
经营活动现金净流	539	670	590	660	520	617	总资产增长率	11.89%	8.10%	18.83%	-6.97%	13.59%	16.16%
资本开支	-938	-351	-365	159	-336	-353	资产管理能力						
投资	-230	-3	-10	-1	0	0	应收账款周转天数	99	85	87	102	102	102
其他	-60	85	3	0	0	0	存货周转天数	204	179	198	190	190	190
投资活动现金净流	-1,229	-270	-372	158	-336	-353	应付账款周转天数	71	64	67	59	59	59
股权募资	0	0	1,305	0	23	0	固定资产周转天数	263	216	216	201	162	127
债权募资	339	369	-335	-1,229	294	400	偿债能力						
其他	-249	-176	-609	-111	-269	-343	净负债/股东权益	40.01%	28.60%	8.10%	-2.53%	-1.48%	-0.39%
筹资活动现金净流	89	194	361	-1,340	48	56	EBIT利息保障倍数	3.0	2.7	3.7	12.8	22.4	24.8
现金净流量	-601	595	580	-523	232	321	资产负债率	45.53%	45.84%	37.76%	27.81%	30.09%	32.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-21	买入	22.33	28.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD