

# 宜华木业 (600978.SH) 家用轻工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

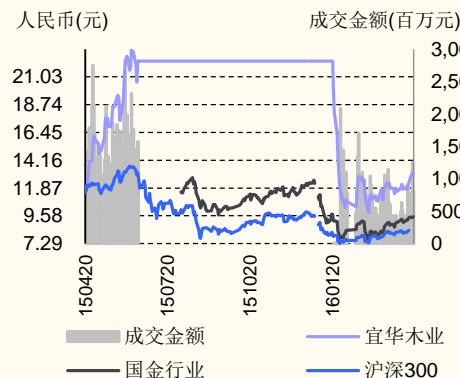
市场价格(人民币): 13.12元

## Y+生态圈整合提效、出口业务恢复稳定

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)     | 19,455.25  |
| 年内股价最高最低(元)  | 23.29/9.86 |
| 沪深300指数      | 3275.83    |
| 上证指数         | 3082.36    |



### 相关报告

- 《控股股东出手增持, 看好公司长期价值-宜华木业点评报告》, 2016.1.26
- 《品牌提升价值, 营销改革体现增长拉-宜华木业点评报告》, 2016.1.20
- 《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

### 揭力

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

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.36     | 0.42     | 0.55     | 0.68     | 0.83     |
| 每股净资产(元)    | 4.30     | 4.61     | 5.04     | 5.33     | 5.96     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.40     | 0.71     | 0.38     | 0.53     | 0.66     |
| 市盈率(倍)      | 17       | 54       | 24       | 19       | 16       |
| 行业优化市盈率(倍)  | N/A      | 85       | 70       | 70       | 70       |
| 净利润增长率(%)   | 29.04%   | 16.26%   | 32.68%   | 23.37%   | 21.60%   |
| 净资产收益率(%)   | 8.31%    | 9.00%    | 10.94%   | 12.76%   | 13.86%   |
| 总股本(百万股)    | 1,482.87 | 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

### 业绩简评

- 2015年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 45.92 亿元、7.24 亿元、6.11 亿元, 同比分别增长 3.73%、14.29% 和 16.26%。实现全面摊薄 EPS0.42 元/股, 略低于我们的预期。公司 2015 年分配预案为每 10 股派送 1.25 元(含税)。

### 经营分析

- 出口恢复稳定, 内销整合提升:** 1) 从 2014 年开始的美国西海岸 29 个港口码头工人罢工至 2015 年 1 季度才结束, 对公司外销业务的出口交货造成不利影响。从 2 季度起, 罢工影响消除, 且人民币汇率趋弱, 有助公司出口业务并且获取汇兑收益。(公司与海外经销商商定, 单季汇率波动在 3% 以内, 则公司可享受汇兑收益)。全年, 海外业务营收同比下滑 4.92%。2) “Y+生态圈”经过半年多的整合, 协同效应逐步显现, 全年内销营收同比增长 36.7%。我们预计, 未来两年公司内销收入有望保持 40% 左右的年增长。
- 不断完善“Y+生态圈”, 打造最完整“泛家居”产业链。** 过去两年, 公司通过股权投资美乐乐 (18.21%)、爱福窝 (25%)、有住网 (8%)、海尔家居 (15.84%)、多维尚书 (51%)、沃棣家居 (25%) 以及金融一号店 (25%) 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、移动应用和消费金融等创新技术的泛家居“Y+生态系统”。目前, 公司正在推进私有化收购新交所上市的国际软体家居巨头华达利, 进一步完善“Y+生态系统”。1) 五大入口, 多渠道引流。① 线上入口: 美乐乐 (家居电商 O2O)、爱福窝 (在线 3D 家装设计) 和有住网 (互联网家装), 导入在线家装消费流量, 并且可以通过通过大数据和云计算等技术精确定位目标客户。② 线下入口: 包括宜华原有的 16 家大型体验店和 600 多家专卖店, 以及美乐乐在 200 多个城市超过 300 家体验店, 现已整合为美乐乐加盟店和“宜华家居—美乐乐体验馆”, 我们预计后者在 2016 年还将进一步增设至 30 家以上。③ 工装入口: 与专业化家居集成及建筑装饰装修公司海尔家居开展 B 端合作, 共同开发星级连锁酒店和城市综合体等市场。④ 金融入口: 通过综合性互联网金融服务平台“金融一号店”提供家居消费贷和供应链金融服务等产品。⑤ 物流入口: 与海尔集团旗下的国内大件物流专业龙头海尔日日顺合作, 建设专门服务家居业务的大件物流平台。2) 泛家居产业融合, 完善产品线: 目前, 公司的产品体系已

从自身的宜华家具和宜华地板（实木系列）延伸到沃棣家居（定制家具）和多维尚书（变形家具），正在整合华达利（软体家具），未来有望进军儿童家具。实现泛家居产业链的纵向整合（产业链一体化、形成“人工造林—林地采伐（种植）—木材加工—产品研发生产—销售网络”完整产业链）和横向整合（泛家居产业整合，从家具、建材到软装、家电等具有不同优势的大家居行业企业）。3）设立科技创新孵化基金：公司斥资 1 亿元设立种子基金，采用“开放式创新管理+全方位孵化服务+持续性资金支持”的模式进行运营管理，将积极与国内科研机构和高校合作，培育木材工业和家居制品人才，推动行业关键共性成果转化，提升公司的行业竞争力和持续发展能力。

- **控股股东多次增持承诺，彰显对公司长远信心：**1) 2015 年 7 月 10 日，控股股东宜华集团承诺 12 个月内将累计增持不超过总股本 2%；2) 2016 年 1 月 25 日，宜华集团首次增持 100 万股（占 0.07%），并承诺 6 个月内累计增持不少于 1,000 万股且不超过总股本 2%（含 1 月 25 日增持部分）；3) 2 月 29 日，宜华集团累计增持 1,003 万股，履行首次增持承诺。同时，再次承诺将在 2016 年 3 月 1 日至 7 月 25 日期间，以不超过 16 元/股的价格继续增持，金额不低于 4 亿元；4) 3 月 10 日，宜华集团通过“富诚海富通稳胜共赢二十号专项资产管理计划”增持 6,132,372 股，占 0.41%，均价 10.91 元/股。至此，宜华集团累计增持占公司总股本的 1.09%。公司连续做出增持承诺且积极履行，显示对公司长期价值的认可及维护。

#### 风险因素

- 房地产景气下滑导致家居需求疲软；新品牌推广不力；电子商务项目落实低于预期。

#### 盈利预测与投资建议

- 公司已经实现涵盖实木家具、木地板、软体家具，贯穿泛家居产业链全环节的产业布局，未来“Y+生态系统”的有效运作将进一步提高公司的盈利能力，同时公司还将分享旗下企业上市带来的股权增值收益。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.55/0.68/0.83 元/股（三年 CAGR25.8%），对应 PE 分为 24/19/16 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)  |              |               |               |               |               |               |
|-----------------------|-------------|-------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 2013        | 2014        | 2015          | 2016E         | 2017E       | 2018E       |                 | 2013         | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
| 主营业务收入                | 4,091       | 4,427       | 4,592         | 5,125         | 6,138       | 7,260       | 货币资金            | 1,434        | 2,221         | 3,426         | 2,491         | 2,685         | 2,859         |
| 增长率                   |             | 8.2%        | 3.7%          | 11.6%         | 19.8%       | 18.3%       | 应收款项            | 958          | 1,231         | 1,286         | 1,458         | 1,747         | 2,066         |
| 主营业务成本                | -2,800      | -2,912      | -3,088        | -3,447        | -4,158      | -4,926      | 存货              | 1,393        | 1,764         | 1,981         | 1,968         | 2,375         | 2,813         |
| %销售收入                 | 68.4%       | 65.8%       | 67.2%         | 67.3%         | 67.7%       | 67.8%       | 其他流动资产          | 393          | 442           | 305           | 476           | 574           | 679           |
| 毛利                    | 1,291       | 1,514       | 1,504         | 1,678         | 1,980       | 2,335       | 流动资产            | 4,179        | 5,658         | 6,997         | 6,394         | 7,380         | 8,417         |
| %销售收入                 | 31.6%       | 34.2%       | 32.8%         | 32.7%         | 32.3%       | 32.2%       | %总资产            | 48.4%        | 55.2%         | 55.0%         | 54.8%         | 58.1%         | 61.1%         |
| 营业税金及附加               | -36         | -48         | -41           | -47           | -56         | -65         | 长期投资            | 0            | 0             | 966           | 967           | 966           | 966           |
| %销售收入                 | 0.9%        | 1.1%        | 0.9%          | 0.9%          | 0.9%        | 0.9%        | 固定资产            | 2,876        | 3,067         | 3,276         | 3,332         | 3,385         | 3,435         |
| 营业费用                  | -263        | -328        | -269          | -307          | -350        | -393        | %总资产            | 33.3%        | 29.9%         | 25.7%         | 28.5%         | 26.7%         | 25.0%         |
| %销售收入                 | 6.4%        | 7.4%        | 5.9%          | 6.0%          | 5.7%        | 5.4%        | 无形资产            | 1,014        | 1,000         | 1,027         | 979           | 962           | 945           |
| 管理费用                  | -216        | -248        | -279          | -307          | -350        | -393        | 非流动资产           | 4,447        | 4,592         | 5,728         | 5,280         | 5,315         | 5,348         |
| %销售收入                 | 5.3%        | 5.6%        | 6.1%          | 6.0%          | 5.7%        | 5.4%        | %总资产            | 51.6%        | 44.8%         | 45.0%         | 45.2%         | 41.9%         | 38.9%         |
| 息税前利润 (EBIT)          | 776         | 890         | 915           | 1,016         | 1,224       | 1,483       | <b>资产总计</b>     | <b>8,625</b> | <b>10,250</b> | <b>12,725</b> | <b>11,673</b> | <b>12,695</b> | <b>13,765</b> |
| %销售收入                 | 19.0%       | 20.1%       | 19.9%         | 19.8%         | 19.9%       | 20.4%       | 短期借款            | 2,590        | 2,575         | 2,342         | 935           | 1,246         | 1,064         |
| 财务费用                  | -284        | -243        | -186          | -30           | -11         | -11         | 应付款项            | 644          | 820           | 888           | 968           | 1,167         | 1,382         |
| %销售收入                 | 7.0%        | 5.5%        | 4.1%          | 0.6%          | 0.2%        | 0.1%        | 其他流动负债          | 448          | 215           | 615           | 378           | 459           | 551           |
| 资产减值损失                | 2           | -14         | -10           | 0             | 0           | 0           | 流动负债            | 3,682        | 3,610         | 3,846         | 2,280         | 2,872         | 2,997         |
| 公允价值变动收益              | 0           | 0           | 0             | 0             | 0           | 0           | 长期贷款            | 180          | 163           | 123           | 123           | 123           | 124           |
| 投资收益                  | 0           | 0           | 5             | 1             | 1           | 1           | 其他长期负债          | 92           | 98            | 1,904         | 1,789         | 1,789         | 1,789         |
| %税前利润                 | 0.0%        | 0.0%        | 0.6%          | 0.1%          | 0.1%        | 0.1%        | <b>负债</b>       | <b>3,954</b> | <b>3,871</b>  | <b>5,872</b>  | <b>4,191</b>  | <b>4,783</b>  | <b>4,909</b>  |
| 营业利润                  | 493         | 633         | 724           | 986           | 1,214       | 1,473       | <b>普通股股东权益</b>  | <b>4,665</b> | <b>6,376</b>  | <b>6,841</b>  | <b>7,471</b>  | <b>7,900</b>  | <b>8,845</b>  |
| 营业利润率                 | 12.1%       | 14.3%       | 15.8%         | 19.2%         | 19.8%       | 20.3%       | 少数股东权益          | 6            | 3             | 11            | 11            | 11            | 11            |
| 营业外收支                 | 3           | 6           | 4             | 0             | 0           | 0           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>8,625</b> | <b>10,250</b> | <b>12,725</b> | <b>11,673</b> | <b>12,695</b> | <b>13,765</b> |
| 税前利润                  | 496         | 639         | 728           | 986           | 1,214       | 1,473       | <b>比率分析</b>     |              |               |               |               |               |               |
| 利润率                   | 12.1%       | 14.4%       | 15.8%         | 19.2%         | 19.8%       | 20.3%       |                 | 2013         | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
| 所得税                   | -86         | -112        | -117          | -169          | -206        | -247        | <b>每股指标</b>     |              |               |               |               |               |               |
| 所得税率                  | 17.4%       | 17.5%       | 16.1%         | 17.1%         | 16.9%       | 16.8%       | 每股收益            | 0.36         | 0.36          | 0.42          | 0.55          | 0.68          | 0.83          |
| 净利润                   | 410         | 527         | 611           | 817           | 1,008       | 1,226       | 每股净资产           | 4.05         | 4.30          | 4.61          | 5.04          | 5.33          | 5.96          |
| 少数股东损益                | 0           | -2          | -5            | 0             | 0           | 0           | 每股经营现金净流        | 0.58         | 0.40          | 0.71          | 0.38          | 0.53          | 0.66          |
| 归属于母公司的净利润            | 411         | 530         | 616           | 817           | 1,008       | 1,226       | 每股股利            | 0.08         | 0.09          | 0.11          | 0.13          | 0.16          | 0.19          |
| 净利率                   | 10.0%       | 12.0%       | 13.4%         | 15.9%         | 16.4%       | 16.9%       | <b>回报率</b>      |              |               |               |               |               |               |
|                       |             |             |               |               |             |             | 净资产收益率          | 8.80%        | 8.31%         | 9.00%         | 10.94%        | 12.76%        | 13.86%        |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |             |             |               |               |             |             | 总资产收益率          | 4.76%        | 5.17%         | 4.84%         | 7.00%         | 7.94%         | 8.91%         |
| 净利润                   | 410         | 527         | 611           | 817           | 1,008       | 1,226       | 投入资本收益率         | 8.61%        | 8.05%         | 6.92%         | 8.15%         | 9.19%         | 10.43%        |
| 少数股东损益                | 0           | 0           | 0             | 0             | 0           | 0           | <b>增长率</b>      |              |               |               |               |               |               |
| 非现金支出                 | 221         | 261         | 277           | 254           | 270         | 287         | 主营业务收入增长率       | 22.20%       | 8.21%         | 3.73%         | 11.61%        | 19.78%        | 18.29%        |
| 非经营收益                 | 204         | 245         | 252           | 161           | 64          | 67          | EBIT 增长率        | 36.15%       | 14.72%        | 2.84%         | 10.96%        | 20.54%        | 21.13%        |
| 营运资金变动                | -165        | -442        | -92           | -676          | -556        | -606        | 净利润增长率          | 36.13%       | 29.04%        | 16.26%        | 32.68%        | 23.37%        | 21.60%        |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>670</b>  | <b>590</b>  | <b>1,047</b>  | <b>556</b>    | <b>787</b>  | <b>974</b>  | 总资产增长率          | 8.10%        | 18.83%        | 24.15%        | -8.26%        | 8.75%         | 8.43%         |
| 资本开支                  | -351        | -365        | -374          | 123           | -306        | -321        | <b>资产管理能力</b>   |              |               |               |               |               |               |
| 投资                    | -3          | -10         | -956          | -1            | 0           | 0           | 应收账款周转天数        | 85           | 87            | 96            | 96            | 96            | 96            |
| 其他                    | 85          | 3           | 29            | 1             | 1           | 1           | 存货周转天数          | 179          | 198           | 221           | 208           | 208           | 208           |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-270</b> | <b>-372</b> | <b>-1,301</b> | <b>123</b>    | <b>-305</b> | <b>-321</b> | 应付账款周转天数        | 64           | 67            | 73            | 70            | 70            | 70            |
| 股权募资                  | 0           | 1,305       | 0             | 0             | -347        | 0           | 固定资产周转天数        | 216          | 216           | 217           | 193           | 159           | 132           |
| 债权募资                  | 369         | -335        | 1,793         | -1,523        | 311         | -181        | <b>偿债能力</b>     |              |               |               |               |               |               |
| 其他                    | -176        | -609        | -377          | -91           | -252        | -299        | 净负债/股东权益        | 28.60%       | 8.10%         | 12.08%        | 4.74%         | 5.96%         | 1.33%         |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>194</b>  | <b>361</b>  | <b>1,416</b>  | <b>-1,614</b> | <b>-288</b> | <b>-480</b> | EBIT 利息保障倍数     | 2.7          | 3.7           | 4.9           | 33.4          | 111.0         | 140.0         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>595</b>  | <b>580</b>  | <b>1,162</b>  | <b>-935</b>   | <b>194</b>  | <b>173</b>  | 资产负债率           | 45.84%       | 37.76%        | 46.15%        | 35.90%        | 37.68%        | 35.66%        |

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 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

**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

**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 |
| 2  | 2016-01-20 | 买入 | 22.33 | N/A   |
| 3  | 2016-01-26 | 买入 | 16.28 | N/A   |

来源：国金证券研究所

**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 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。

**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