

宜华生活 (600978.SH) 家用轻工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

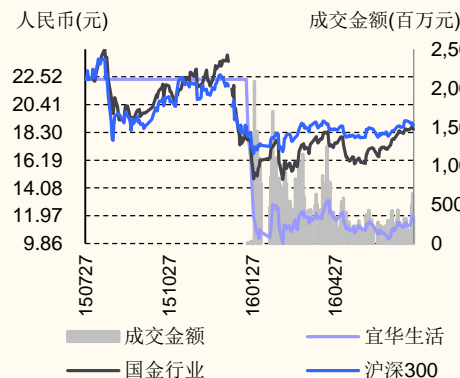
市场价格(人民币): 11.91元

私有化华达利顺利推进, 全年业绩增厚可期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 22.33/9.86
沪深300指数 3225.16



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	0.58	0.74	0.93
每股净资产(元)	4.30	4.61	5.06	5.40	6.11
每股经营性现金流(元)	0.40	0.71	0.41	0.60	0.78
市盈率(倍)	17	54	21	16	13
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	65	65	65
净利润增长率(%)	29.04%	16.26%	39.08%	28.25%	26.08%
净资产收益率(%)	8.31%	9.00%	11.42%	13.73%	15.28%
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

事件

7月23日, 公司披露对新加坡交易所上市公司华达利私有化的进展, 已完成 1) 公司临时股东大会审议通过; 2) 公司收到广东省发改委《项目备案通知书》及广东省商务厅《企业境外投资证书》。办理完毕本次交易的境外投资外汇登记手续。获得新加坡证券理事会对本次交易的确认函; 3) 本次交易通过美国反垄断机构审查; 4) 华达利近日向新交所提交退市申请与计划通函。后续有关核准程序包括: 1) 华达利股东大会; 2) 新交所和新加坡法院关于本次交易的登记、备案或审批。

评论

相关报告

- 《宜华生活(600978.SH)深度研究-泛家居一体化成型, 家...》, 2016.6.7
- 《宜华木业点评报告-“Y+生态系统”融合协进, 家居产业巨轮启航》, 2016.4.25
- 《宜华木业2015年年报点评-Y+生态圈整合提效、出口业务恢复...》, 2016.4.20
- 《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

- **私有化项目顺利推进:** 公司已经完成除了华达利股东大会以及新加坡交易所和新加坡法院有关审批以外的所有程序。从私有化项目披露以来, 截至2016年7月22日, 华达利股价已经上涨46%, 比全面收购价格仅低0.46%, 我们预计后续程序大概率都将顺利完成, 乐观估计整个私有化项目8月底前后有望结束, 这样华达利9月起至年底业绩将可以与公司整体并表。
- **华达利业绩或有望超越承诺:** 1) 私有化完成之后, 华达利总部将会搬迁至中国大陆, 且将会关闭现有亏损零售店, 公司盈利能力也会得到进一步提高。2) 2015年之前, 由于主要原材料巴西蓝皮价格上扬且人民币对美元汇率持续升值, 华达利净利润出现明显下滑。华达利原大股东的收购后3年业绩承诺系基于此做出。不过, 巴西蓝皮价格自2015年1月创出近几年新高后持续下跌, 至5月底跌幅为43%, 因此接下来两年公司的巴西蓝皮的综合成本将会显著降低; 3) 华达利的主要出口目的地国家的货币, 如美元、欧元、澳元和日元自2016年初开始对人民币出现升值趋势, 华达利出口业务盈利能力将显著提升。
- **看好公司Y+生态圈协同效应逐步释放。** 公司近两年通过投资参股形式, 打造涵盖家居设计、家装施工、家具电商以及定制家具等环节的完整“泛家居”产业链。公司近年来国内收入的持续高速增长已经初步反映了生态圈协同效应的显现。未来, 公司会将经营重心放在成员企业协同的进一步落地, 包括资源的整合、流量的共享和产品之间的渗透。我们看好Y+生态圈对公司整体内销业务的有力支撑。
- **风险因素:** 中国或主要出口国房地产市场下行风险; “泛家居”Y+生态系统

揭示

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

整合和管理风险；华达利私有化进程或业绩承诺不达预期；汇率波动风险。

盈利预测与投资建议

- 公司产业链布局完整，“Y+生态系统”的有效整合，将促进公司国内业务的跨越式发展，今年以来控股股东的多次增持亦彰显对公司长期价值的认可及维护。我们维持公司 2016-2018 年 EPS 预测为 0.58/0.74/0.93 元/股（三年 CAGR31%），对应 PE 分为 21/16/13 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	-3,401	-4,055	-4,747	存货	1,393	1,764	1,981	1,942	2,316	2,711	
%销售收入	68.4%	65.8%	67.2%	66.4%	66.1%	65.4%	其他流动资产	393	442	305	470	560	655	
毛利	1,291	1,514	1,504	1,724	2,083	2,513	流动资产	4,179	5,658	6,997	6,361	7,307	8,291	
%销售收入	31.6%	34.2%	32.8%	33.6%	33.9%	34.6%	%总资产	48.4%	55.2%	55.0%	54.6%	57.9%	60.8%	
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%	28.6%	26.8%	25.2%	
%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%	45.4%	42.1%	39.2%	
息税前利润 (EBIT)	776	890	915	1,062	1,328	1,662	资产总计	8,625	10,250	12,725	11,641	12,622	13,639	
%销售收入	19.0%	20.1%	19.9%	20.7%	21.6%	22.9%	短期借款	2,590	2,575	2,342	875	1,079	726	
财务费用	-284	-243	-186	-29	-5	2	应付款项	644	820	888	956	1,140	1,336	
%销售收入	7.0%	5.5%	4.1%	0.6%	0.1%	0.0%	其他流动负债	448	215	615	386	479	586	
资产减值损失	2	-14	-10	0	0	0	流动负债	3,682	3,610	3,846	2,217	2,699	2,648	
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%	负债	3,954	3,871	5,872	4,128	4,610	4,560	
营业利润	493	633	724	1,034	1,323	1,665	普通股股东权益	4,665	6,376	6,841	7,501	8,000	9,067	
营业利润率	12.1%	14.3%	15.8%	20.2%	21.6%	22.9%	少数股东权益	6	3	11	11	11	11	
营业外收支	3	6	4	0	0	0	负债股东权益合计	8,625	10,250	12,725	11,641	12,622	13,639	
税前利润	496	639	728	1,034	1,323	1,664	比率分析		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	12.1%	14.4%	15.8%	20.2%	21.6%	22.9%	每股指标							
所得税	-86	-112	-117	-177	-224	-279	每股收益	0.36	0.36	0.42	0.58	0.74	0.93	
所得税率	17.4%	17.5%	16.1%	17.1%	16.9%	16.8%	每股净资产	4.05	4.30	4.61	5.06	5.40	6.11	
净利润	410	527	611	857	1,099	1,385	每股经营现金净流	0.58	0.40	0.71	0.41	0.60	0.78	
少数股东损益	0	-2	-5	0	0	0	每股股利	0.08	0.09	0.11	0.13	0.17	0.21	
归属于母公司的净利润	411	530	616	857	1,099	1,385	回报率							
净利率	10.0%	12.0%	13.4%	16.7%	17.9%	19.1%	净资产收益率	8.80%	8.31%	9.00%	11.42%	13.73%	15.28%	
							总资产收益率	4.76%	5.17%	4.84%	7.36%	8.70%	10.16%	
							投入资本收益率	8.61%	8.05%	6.92%	8.55%	10.02%	11.80%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	22.20%	8.21%	3.73%	11.61%	19.78%	18.29%	
							EBIT 增长率	36.15%	14.72%	2.84%	16.00%	25.02%	25.16%	
							净利润增长率	36.13%	29.04%	16.26%	39.08%	28.25%	26.08%	
							总资产增长率	8.10%	18.83%	24.15%	-8.52%	8.43%	8.06%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	85	87	96	96	96	96	
							存货周转天数	179	198	221	208	208	208	
							应付账款周转天数	64	67	73	70	70	70	
							固定资产周转天数	216	216	217	193	159	132	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	28.60%	8.10%	12.08%	3.93%	3.81%	-2.43%	
							EBIT 利息保障倍数	2.7	3.7	4.9	36.8	251.8	-737.1	
							资产负债率	45.84%	37.76%	46.15%	35.46%	36.52%	33.43%	

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
2	2016-01-20	买入	22.33	N/A
3	2016-01-26	买入	16.28	N/A
4	2016-04-20	买入	13.12	N/A
5	2016-04-25	买入	12.30	N/A
6	2016-06-07	买入	11.36	17.33~17.33

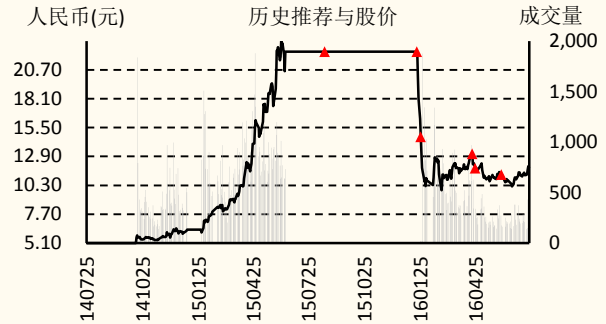
来源：国金证券研究所

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 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