

# 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)：11.28元

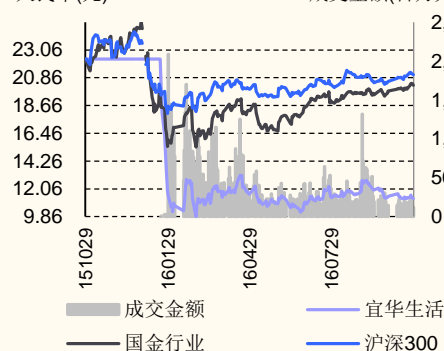
## 华达利如期收购完成，内外业务逐季改善

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)	16,726.77
年内股价最高最低(元)	22.33/9.86
沪深300指数	3340.13
上证指数	3104.27

人民币(元) 成交金额(百万元)



### 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	0.52	0.67	0.86
每股净资产(元)	4.30	4.61	5.02	5.30	5.96
每股经营性现金流(元)	0.40	0.71	0.39	0.55	0.72
市盈率(倍)	17	54	22	17	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%	25.75%	28.78%	27.49%
净资产收益率(%)	8.31%	9.00%	10.41%	12.69%	14.39%
总股本(百万股)	1,482.87	1,482.87	1,482.87	1,482.87	1,482.87

来源：Wind、国金证券研究所

### 业绩简评

2016 年前三季度，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 35.73 亿元、7.11 亿元和 6.10 亿元，同比分别增长 20.55%、12.27%和 15.73%。实现全面摊薄 EPS0.41 元/股，基本符合预期。经营活动净现金流为 10.84 亿元，高于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 4.27%/14.11%/39.83%，归母净利润同比增速分别为 9.98%/18.21%/16.53%。

### 经营分析

■ **收入业绩保持中高速增长，华达利已并表贡献业绩。**前三季，公司收入继续保持增长态势(+20.55%)，毛利率小幅降至 35.82% (-0.90pct.)。期间费用率增加 0.78pct.。其中，管理费用率下降 0.18pct.，销售费用率与财务费用率均有所增加(0.68pct./0.29pct.)，华达利已于 9 月开始并表，销售费用大幅增加主要系华达利 9 月份销售费用纳入合并所致，公司归母净利润率为 16.26% (-0.68pct.)。

■ **行业中期无忧，公司内外业务均有起色。**国庆长假期间，21 个大中城市出台相关地产调控政策。从短期来看，由于家具行业属于地产后周期行业，此前房地产成交量上涨所带来的行业需求，到今年中期才开始显现，预计此前房地产“升温”的传导效果或将延续至明年。从中长期来看，家具行业未来的另一大主要需求，将集中在期房和二手房市场，同时消费升级大背景下，预计二手房换装需求将进一步提升。因此，无论从短期或是中期来看，本轮地产调控对行业影响都较为有限，且市场集中度向优势企业集中趋势明显。2014 年以来，公司先后投资参股美乐乐、海尔家居和爱福窝等“泛家居”产业链企业，通过资源整合、流量共享和产品相互渗透，Y+生态圈将成为公司国内业务发展的有力支持。前三季度，扣除华达利 9 月单季内销收入，公司内销收入同比增长 14.61%，相对于上半年(+7.47%)有显著好转，这也印证了我们关于行业经营环境向好及生态圈协同效应逐步显现双重利好内销业务的逻辑。同时，在人民币贬值因素影响下，目前仍在营收占据主要份额的海外业务已恢复较快增长，上半年相关营收增速达 11.15%。

■ **完成收购华达利，承诺业绩有望超越。**9 月 13 日，公司公告重大资产重组事项进展，全资子公司理想家居已成为华达利的权益所有人，对华利达 100%股权享有完整的收益权、表决权及处置权，公司正式完成此次收购，

### 相关报告

1. 《宜华生活 2016 年半年报点评-协同效应逐步显现，下半年业绩有...》，2016.8.26
2. 《宜华生活点评报告-私有化华达利顺利推进，全年业绩增厚可期》，2016.7.24
3. 《宜华生活(600978.SH)深度研究-泛家居一体化成型，家...》，2016.6.7
4. 《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
5. 《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

### 揭力

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

### 邱思佳

联系人  
qiuisjia@gjzq.com.cn

从 9 月起开始并表华达利。华达利作为公司泛家居生态圈重要一环，有力丰富了生态圈软体家居产品品类，进一步促进了生态圈企业的协同发展，随着后续协同效应的持续显现，公司整体盈利能力将显著提升。单从华达利 9 月经营数据来看，9 月份，不考虑并购费用及机构人员调整补偿费用，华达利实现净利润超 2,000 万元（约合 315 万美元）。通过整合华达利在欧洲以及澳洲等地区的资源，将有利于公司加深海外市场销售拓展。结合华达利产品主要原材料牛皮价格自 2015 年至今持续走低，以及 Y+生态系统的整合协同与较为有利的汇率环境，华达利实际业绩有望大幅赶超业绩承诺。

#### 风险因素

- 房地产市场下行风险；Y+生态系统整合和管理风险；华达利业绩承诺不达预期。

#### 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。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.52/0.67/0.86 元/股（三年 CAGR27%），对应 PE 分为 22/17/13 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
<b>主营业务收入</b>	<b>4,091</b>	<b>4,427</b>	<b>4,592</b>	<b>4,979</b>	<b>5,943</b>	<b>7,006</b>	货币资金	1,434	2,221	3,426	2,420	2,600	2,759
增长率		8.2%	3.7%	8.4%	19.3%	17.9%	应收款项	958	1,231	1,286	1,417	1,691	1,994
主营业务成本	-2,800	-2,912	-3,088	-3,364	-3,993	-4,643	存货	1,393	1,764	1,981	1,921	2,281	2,652
%销售收入	68.4%	65.8%	67.2%	67.5%	67.2%	66.3%	其他流动资产	393	442	305	465	551	641
毛利	1,291	1,514	1,504	1,616	1,949	2,363	流动资产	4,179	5,658	6,997	6,223	7,123	8,045
%销售收入	31.6%	34.2%	32.8%	32.5%	32.8%	33.7%	%总资产	48.4%	55.2%	55.0%	54.1%	57.3%	60.1%
营业税金及附加	-36	-48	-41	-46	-54	-63	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	-309	-350	-392	%总资产	33.3%	29.9%	25.7%	29.0%	27.2%	25.7%
%销售收入	6.4%	7.4%	5.9%	6.2%	5.9%	5.6%	无形资产	1,014	1,000	1,027	979	962	945
管理费用	-216	-248	-279	-299	-339	-379	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%	45.9%	42.7%	39.9%
息税前利润 (EBIT)	776	890	915	963	1,206	1,528	<b>资产总计</b>	<b>8,625</b>	<b>10,250</b>	<b>12,725</b>	<b>11,502</b>	<b>12,437</b>	<b>13,393</b>
%销售收入	19.0%	20.1%	19.9%	19.3%	20.3%	21.8%	短期借款	2,590	2,575	2,342	835	1,085	774
财务费用	-284	-243	-186	-29	-6	-1	应付款项	644	820	888	944	1,121	1,305
%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	363	449	551
资产减值损失	2	-14	-10	0	0	0	流动负债	3,682	3,610	3,846	2,142	2,655	2,631
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>4,053</b>	<b>4,567</b>	<b>4,543</b>
营业利润	493	633	724	935	1,201	1,528	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,665</b>	<b>6,376</b>	<b>6,841</b>	<b>7,438</b>	<b>7,859</b>	<b>8,839</b>
营业利润率	12.1%	14.3%	15.8%	18.8%	20.2%	21.8%	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>11,502</b>	<b>12,437</b>	<b>13,393</b>
税前利润	496	639	728	934	1,201	1,528	<b>比率分析</b>						
利润率	12.1%	14.4%	15.8%	18.8%	20.2%	21.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-86	-112	-117	-160	-203	-256	<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	0.52	0.67	0.86
净利润	410	527	611	775	997	1,272	每股净资产	4.05	4.30	4.61	5.02	5.30	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	0.39	0.55	0.72
归属于母公司的净利润	<b>411</b>	<b>530</b>	<b>616</b>	<b>775</b>	<b>997</b>	<b>1,272</b>	每股股利	0.08	0.09	0.11	0.12	0.15	0.20
净利率	10.0%	12.0%	13.4%	15.6%	16.8%	18.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.80%	8.31%	9.00%	10.41%	12.69%	14.39%
<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%	6.73%	8.02%	9.49%
净利润	410	527	611	775	997	1,272	投入资本收益率	8.61%	8.05%	6.92%	7.82%	9.22%	11.03%
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%	8.44%	19.35%	17.90%
非经营收益	204	245	252	158	57	55	EBIT 增长率	36.15%	14.72%	2.84%	5.14%	25.34%	26.69%
营运资金变动	-165	-442	-92	-605	-508	-541	净利润增长率	36.13%	29.04%	16.26%	25.75%	28.78%	27.49%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>670</b>	<b>590</b>	<b>1,047</b>	<b>583</b>	<b>817</b>	<b>1,074</b>	总资产增长率	8.10%	18.83%	24.15%	-9.60%	8.13%	7.68%
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	199	164	137
债权募资	369	-335	1,793	-1,622	249	-309	<b>偿债能力</b>						
其他	-176	-609	-377	-88	-235	-285	净负债/股东权益	28.60%	8.10%	12.08%	4.38%	5.03%	-0.81%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>194</b>	<b>361</b>	<b>1,416</b>	<b>-1,710</b>	<b>-333</b>	<b>-594</b>	EBIT 利息保障倍数	2.7	3.7	4.9	33.7	201.2	1,511.8
<b>现金净流量</b>	<b>595</b>	<b>580</b>	<b>1,162</b>	<b>-1,005</b>	<b>179</b>	<b>159</b>	资产负债率	45.84%	37.76%	46.15%	35.24%	36.72%	33.92%

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

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。

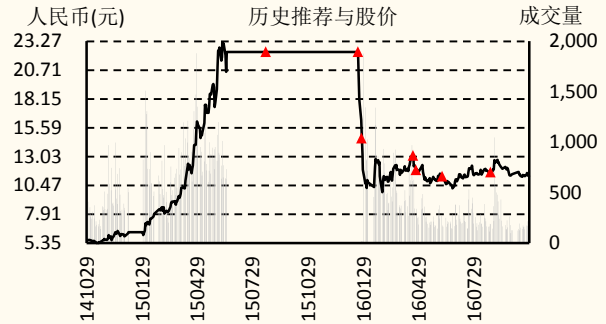
最终评分与平均投资建议对照：

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
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
7	2016-07-24	买入	11.91	N/A
8	2016-08-26	买入	11.66	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