

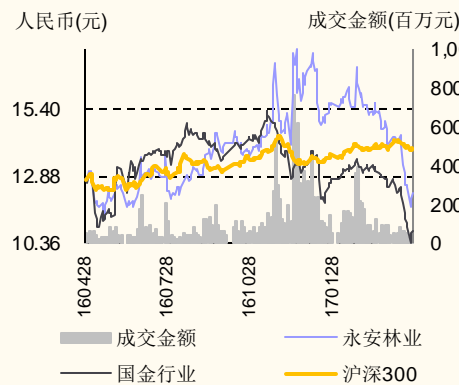
市场价格(人民币): 12.24元

## 家具业务并表, 转型家居期待放量

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)	189.28
总市值(百万元)	4,173.70
年内股价最高最低(元)	17.63/11.41
沪深300指数	3446.72
深证成指	10229.19



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.13	0.36	0.42	0.57	0.75
每股净资产(元)	5.90	6.24	6.52	6.90	7.41
每股经营性现金流(元)	0.15	0.67	-1.74	-0.37	-0.78
市盈率(倍)	128	47	29	21	16
行业优化市盈率(倍)	83	164	127	127	127
净利润增长率(%)	N/A	173.83%	16.48%	35.92%	31.79%
净资产收益率(%)	2.23%	5.78%	6.44%	8.27%	10.16%
总股本(百万股)	341.02	340.99	340.99	340.99	340.99

来源: Wind、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 2016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15.54亿元、1.08亿元和1.23亿元, 同比分别增长74.28%、140.56%和173.83%, 实现全面摊薄EPS0.36元/股, 符合我们的预期。经营活动净现金流为2.29亿元, 高于同期净利润。分季度看, 公司Q1/Q2/Q3/Q4营收同比增速分别为138.93%/304.89%/168.27%/-15.49%, 归母净利润同比增速分别为-1,823.15%/584.09%/-35.47%/191.33%。2016年, 公司不分配不送转。2017年第一季度, 公司主营收入为1.92亿元, 同比下降2.66%, 归属于上市公司股东净利润1,750.45万元, 同比下降2.90%。

## 相关报告

1. 《永安林业深度报告-收购酒店定制家具龙头, 转型重拾发展路》, 2017.3.15

## 经营分析

- **收入大增, 盈利能力加强。**2016年, 公司收入大幅增长(+74.28%), 毛利率小幅降至22.04%(-1.89pct.)。期间费用率降低2.01pct.。销售费用率与管理费用率分别提升1.78pct.和3.70pct., 两项费用的增长主要是由于并入森源家具全年数据所致, 财务费用率提升2.82pct.。得益于森源家具收入与利润的大幅增长, 公司归母净利润率提升2.88pct., 整体盈利能力得到提升。
- **木材业务量价齐跌, 板材价格上涨带动业务收入增长。**2016年, 受整体木材行业不景气影响, 公司木材销量6.92万立方米, 同比下降12.41%, 实现销售收入5,233.63万元, 叠加价格下跌因素, 收入同比下滑19.29%。公司板材销量虽下滑8.85pct., 但由于16年三四季度国内板材价格上涨, 公司板材平均售价较15年上涨25.82%, 促使板材业务收入增长15.07%。
- **森源家具业绩超承诺, 增厚公司整体业绩。**2016年, 公司家具收入大幅增长133.44%, 销售收入达到11.09亿元, 其中, 酒店家具收入9.5亿元, 精装家具收入1.6亿元, 整体净利润为2.72亿元, 超出此前2.45亿元的业绩承诺, 促使公司整体收入和业绩大增74.28%和173.83%。森源家具是国内知名酒店家具制造企业, 而未来几年中高端酒店家具更换潮逐步来袭, 我们看好森源家具在此次更换潮中家具销售持续受益。另一方面, 公司目前借助森源家具原营销团队, 推出高端全屋定制品牌“蒙玛·MOMA”, 在经济持续增长, 中高收入人群确定增加的情况, 公司高端定制业务具备增长动力。

## 风险因素

- 宏观经济波动风险; 原材料价格波动风险; 汇率风险。

## 揭力

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

## 袁艺博

联系人  
yuanyibo@gjzq.com.cn

## 邱思佳

联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

### 盈利预测与投资建议

- 公司原为林板一体化企业，已转型切入酒店和高端私宅定制家具领域，东莞基地建成后家具产能即将释放，业绩快速成长势头已现，我们预测公司2017-2019年EPS为0.42/0.57/0.75元/股，（三年CAGR为27.8%），对应PE为29/21/16倍，维持“增持”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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>460</b>	<b>892</b>	<b>1,554</b>	<b>2,015</b>	<b>2,471</b>	<b>3,208</b>	货币资金	61	264	469	441	432	449
增长率		93.8%	74.3%	29.7%	22.7%	29.8%	应收款项	45	626	747	524	642	834
<b>主营业务成本</b>	<b>-386</b>	<b>-678</b>	<b>-1,211</b>	<b>-1,548</b>	<b>-1,900</b>	<b>-2,460</b>	存货	656	1,053	835	2,052	2,519	3,261
%销售收入	84.0%	76.1%	78.0%	76.8%	76.9%	76.7%	其他流动资产	9	154	127	45	55	71
<b>毛利</b>	<b>74</b>	<b>213</b>	<b>343</b>	<b>467</b>	<b>571</b>	<b>749</b>	流动资产	771	2,097	2,178	3,062	3,649	4,614
%销售收入	16.0%	23.9%	22.0%	23.2%	23.1%	23.3%	%总资产	56.3%	52.6%	50.4%	73.7%	76.1%	79.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-12</b>	<b>-24</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	长期投资	153	134	159	160	159	159
%销售收入	0.7%	1.3%	1.6%	1.0%	1.0%	0.9%	固定资产	360	549	750	794	842	896
<b>营业费用</b>	<b>-6</b>	<b>-38</b>	<b>-90</b>	<b>-91</b>	<b>-99</b>	<b>-122</b>	%总资产	26.3%	13.8%	17.4%	19.1%	17.6%	15.4%
%销售收入	1.4%	4.3%	5.8%	4.5%	4.0%	3.8%	无形资产	48	1,147	1,140	138	145	152
<b>管理费用</b>	<b>-48</b>	<b>-75</b>	<b>-124</b>	<b>-157</b>	<b>-180</b>	<b>-228</b>	非流动资产	599	1,887	2,146	1,094	1,148	1,208
%销售收入	10.5%	8.4%	8.0%	7.8%	7.3%	7.1%	%总资产	43.7%	47.4%	49.6%	26.3%	23.9%	20.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>16</b>	<b>89</b>	<b>105</b>	<b>199</b>	<b>268</b>	<b>368</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,371</b>	<b>3,984</b>	<b>4,324</b>	<b>4,156</b>	<b>4,797</b>	<b>5,822</b>
%销售收入	3.4%	10.0%	6.8%	9.9%	10.8%	11.5%	短期借款	433	849	813	462	726	1,193
<b>财务费用</b>	<b>-54</b>	<b>-55</b>	<b>-49</b>	<b>-47</b>	<b>-48</b>	<b>-67</b>	应付款项	186	580	650	799	979	1,267
%销售收入	11.7%	6.2%	3.2%	2.3%	2.0%	2.1%	其他流动负债	11	179	238	242	304	395
<b>资产减值损失</b>	<b>-19</b>	<b>-3</b>	<b>-45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	631	1,607	1,702	1,504	2,008	2,855
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	355	293	389	389	389	390
<b>投资收益</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>97</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	其他长期负债	30	39	72	0	0	0
%税前利润	-103.3%	22.4%	53.3%	7.5%	5.6%	4.3%	<b>负债</b>	<b>1,017</b>	<b>1,940</b>	<b>2,162</b>	<b>1,892</b>	<b>2,397</b>	<b>3,245</b>
<b>营业利润</b>	<b>-38</b>	<b>45</b>	<b>108</b>	<b>167</b>	<b>235</b>	<b>317</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>323</b>	<b>2,013</b>	<b>2,127</b>	<b>2,223</b>	<b>2,354</b>	<b>2,525</b>
营业利润率	n.a	5.0%	6.9%	8.3%	9.5%	9.9%	少数股东权益	31	31	34	40	46	52
<b>营业外收支</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>74</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,371</b>	<b>3,984</b>	<b>4,324</b>	<b>4,156</b>	<b>4,797</b>	<b>5,822</b>
<b>税前利润</b>	<b>-18</b>	<b>65</b>	<b>181</b>	<b>199</b>	<b>267</b>	<b>350</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	n.a	7.3%	11.7%	9.9%	10.8%	10.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>0</b>	<b>-18</b>	<b>-52</b>	<b>-50</b>	<b>-67</b>	<b>-87</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	n.a	27.0%	28.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	-0.10	0.13	0.36	0.42	0.57	0.75
<b>净利润</b>	<b>-18</b>	<b>47</b>	<b>129</b>	<b>149</b>	<b>201</b>	<b>262</b>	每股净资产	1.59	5.90	6.24	6.52	6.90	7.41
少数股东损益	3	3	6	6	6	6	每股经营现金净流	0.31	0.15	0.67	-1.74	-0.37	-0.78
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-21</b>	<b>45</b>	<b>123</b>	<b>143</b>	<b>195</b>	<b>256</b>	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.14	0.19	0.25
净利率	n.a	5.0%	7.9%	7.1%	7.9%	8.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	-6.39%	2.23%	5.78%	6.44%	8.27%	10.16%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	-1.51%	1.13%	2.84%	3.45%	4.06%	4.40%
							投入资本收益率	1.37%	2.02%	2.21%	4.80%	5.72%	6.64%
<b>净利润</b>	<b>-18</b>	<b>47</b>	<b>129</b>	<b>149</b>	<b>201</b>	<b>262</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	0.23%	93.84%	74.28%	29.65%	22.65%	29.83%
<b>非现金支出</b>	<b>53</b>	<b>44</b>	<b>99</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>35</b>	EBIT 增长率	#####	460.62%	18.32%	89.66%	34.63%	37.46%
<b>非经营收益</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>-66</b>	<b>27</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	净利润增长率	N/A	N/A	173.83%	16.48%	35.92%	31.79%
<b>营运资金变动</b>	<b>-6</b>	<b>-78</b>	<b>67</b>	<b>-805</b>	<b>-372</b>	<b>-589</b>	总资产增长率	1.19%	190.60%	8.54%	-3.90%	15.43%	21.38%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>62</b>	<b>53</b>	<b>229</b>	<b>-592</b>	<b>-126</b>	<b>-265</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-232</b>	<b>1,015</b>	<b>-57</b>	<b>-62</b>	应收账款周转天数	16	115	135	68	68	68
<b>投资</b>	<b>13</b>	<b>-125</b>	<b>200</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	616	460	284	484	484	484
<b>其他</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	应付账款周转天数	73	86	91	76	76	76
<b>投资活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>-131</b>	<b>-29</b>	<b>1,029</b>	<b>-42</b>	<b>-47</b>	固定资产周转天数	285	192	90	61	42	27
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>401</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-14</b>	<b>-135</b>	<b>41</b>	<b>-409</b>	<b>264</b>	<b>468</b>	净负债/股东权益	205.61%	42.94%	33.89%	18.10%	28.43%	43.98%
<b>其他</b>	<b>-54</b>	<b>-61</b>	<b>-112</b>	<b>-57</b>	<b>-104</b>	<b>-140</b>	EBIT 利息保障倍数	0.3	1.6	2.1	4.2	5.6	5.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-68</b>	<b>204</b>	<b>-71</b>	<b>-466</b>	<b>160</b>	<b>328</b>	资产负债率	74.17%	48.69%	50.01%	45.53%	49.97%	55.73%
<b>现金净流量</b>	<b>10</b>	<b>126</b>	<b>129</b>	<b>-29</b>	<b>-8</b>	<b>17</b>							

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	2017-03-15	增持	15.16	17.90~17.90

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