

轻工制造

2017年05月25日

宜华生活 (600978)

——少壮派接棒，新任董监高大幅增持，加快“Y+生态圈”建设，推进住居生活服务商转型

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年05月24日

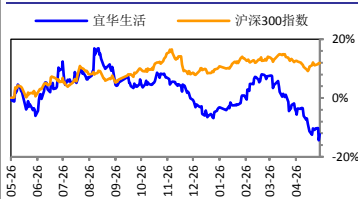
收盘价(元)	9.55
一年内最高/最低(元)	13.05/9.27
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	14161
上证指数/深证成指	3064.08 / 9812.46

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	5.1
资产负债率%	56.47
总股本/流通A股(百万)	1483/1483
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《宜华生活(600978)点评：2016年年报点评：低毛利工程单减少影响内销收入，主营业务增长推升盈利能力》2017/04/24

《宜华生活(600978)点评：2016年三季报点评：内销增长明显提速，华达利并表9月产生一次性计划外费用，未来将成为新增盈利贡献点》2016/10/31

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dinazv@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司公告董事会及高管换届，同时董监高通过投资平台增持公司股份。公司董事会审议通过实际控制人之子、原总经理刘壮超接任公司董事长，原财务总监万顺武接任公司总经理。同时公司公告新任董监高拟通过雅华投资增持公司股份，增持金额不低于3.5亿元，不超过4亿元。
- 少壮派入主，助力自主品牌内销及“Y+”生态圈打造。新任董事长刘壮超2011年起担任公司营销中心总经理，上任后先后战略性提出大力拓展内销市场及搭建泛家居生态圈，助力公司成功转型。大力拓展内销市场，历经6年布局，公司国内营销体系建设基本搭建完成，营销管理体系进一步优化，建立多渠道发展格局，布局线上线下“O2O泛家居一体化”系统。目前公司已有18家国内体验中心+400多家经销商店，2016年内销市场营收12.9亿元，占比21.2% (vs 2010年6.8%)，2010-2016年内销收入复合增长率达到39.1%。搭建“Y+生态系统”生态圈。2014年公司目标瞄准泛家居生态圈的搭建，借助资本纽带，搭建起日趋完善的泛家居平台，先后将爱福窝25%股权，海尔家居15.84%股权、美乐乐18.21%股权、多维尚书51%股权、沃棣家居25%股权、有住信息8%股权、投融资有道(金融一号店)25%股权、华达利100%股权纳入囊中。通过多渠道导流、多产品线覆盖、由制造向家居服务配套以及配合产业孵化基金多方位整合，全力打造宜华生活“Y+生态系统”，并将公司由“宜华木业”更名为“宜华生活”，彰显转型决心。未来公司将在原材料、产品设计、新零售、智能化、投资并购、人才建设六大方向推动公司从 OME 向自有品牌出口，从单一品类的木制家具企业向产业链一体化、多品类运营的企业转型，从以外销为主导的制造型企业向住居生活一体化服务商转型。
- 新任董监高集体增持公司股份，彰显对公司未来发展信心。公司除刘壮超外所有非独立董事、所有高管及部分监事宣布通过雅华投资增持公司股份，增持金额不低于3.5亿元，不超过4亿元。总经理万顺武原在公司担任财务总监，此次出任总经理有望使公司在生产效率、运营流程上得以提升；万顺武在雅华投资出资20%，占比最重，预计增持完成后个人合增持金额7000万-8000万。继大股东在2016年-2017年合计增持8.43亿元(占总股本5.2%)之后，新任管理团队继续大幅增持，彰显对公司未来发展战略及公司转型的十足信心。
- 中加合作，响应“一带一路”战略，充分利用加蓬林地资源。2012年公司收购加蓬华嘉木业获得加蓬35万公顷森林资源，开创中国国内木业上市公司并购境外森林资源先例；另设立两处木材加工基地，两基地合计可达到年木材加工能力30万立方米，木材烘干能力20万立方米。2017年4月，控股股东宜华集团积极响应国家走出去“一带一路”战略，与加蓬共和国政府签署了《合作发展森林-木材行业的战略协议书》，内容包括建立国际木材交易中心、木材深度加工厂、木材博物馆等项目，进一步深化中加合作。目前国际市场对原材料林地的管控，木材资源越来越紧缺。未来在现有加蓬林地资源基础上加大对非洲林地资源的开发，确保原材料供应优势。
- 长期看点：借助资本纽带，以多渠道导流为重点打造“Y+生态系统”，泛家居平台日臻完善。1) 多渠道导流，完善营销体系布局：华达利与宜华在国内外渠道形成互动，分别借力对方国内或国外渠道布局拓展业务，发挥“1+1>2”效应。此外，公司十分注重线上线下渠道的开拓：线下：公司现已布局18家直营店+400多家经销商店，线下渠道布局完整；线上：公司战投“美乐乐”；同时与京东商城、日日顺等电商合作，并在微信设立互动平台，

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,700	1,301	8,985	12,255	15,255
同比增长率(%)	24.14	59.39	57.63	36.39	24.48
净利润(百万元)	709	160	857	1,028	1,214
同比增长率(%)	15.18	21.31	20.80	19.95	18.09
每股收益(元/股)	0.48	0.11	0.58	0.69	0.82
毛利率(%)	36.1	39.7	31.3	30.3	30.0
ROE(%)	9.6	2.1	10.4	11.1	11.6
市盈率	20		17	14	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

进行互动及推广，搭建“互联网+微信+线下门店”立体营销网络，多渠道导流促进内销业务增长。**2) 多产品线覆盖，迈向大家居平台：**公司除增强自身实木家具设计、制造能力之外，前期通过增资沃霖家居、多维尚书，完善多功能、定制家具布局。此次收购全球软体家具领先制造商华达利，业务拓展软体家具，建立完善的泛家居生产体系，丰富产品线，有效提升公司客单价水平，向大家居发展方向迈进。**3) 制造向服务转型，提供产业链多种家居服务配套：**非公开募资打造泛家居供应链智能服务平台，整合爱福窝3D在线家装设计平台、与日日顺合作的配送、安装、售后服务一体化物流平台以及金融一号店提供的上下游及消费者金融服务平台，并通过大数据、云计算等技术提升供应链效率。

- **新董事会加快宜华“Y+生态圈”建设，内生增长动力充足，未来协同效应将逐步显现！**公司近年来在刘壮超带领下逐步完善线上线立体营销网络的搭建，多渠道齐发力挖掘国内市场潜力，同时稳步推进宜华“Y+生态圈”的打造，未来刘壮超正式接棒，圈内协同效应将逐步释放，为业绩稳定增长提供动力。华达利收购完成使公司可利用华达利遍布全球的完善销售渠道，进一步拓宽海外渠道，实现营销全球化。前期公司大股东进行两次增持，合计增持8.43亿元；本次新任董监高继续增持，彰显对公司未来发展的信心以及对公司价值的认可。维持公司17-18年0.58元和0.69元的盈利预测，**目前股价（9.55元）对应17-18年PE分别为17倍和14倍，前期员工持股价成本为16.48元（复权调整）及大股东增持均价10.97元/股，提供一定支撑。**长期看好公司泛家居生态圈前瞻布局，维持增持！

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2015A	2016A	2017Q1	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	4,592	5,700	1,301	8,985	12,255	15,255
二、营业总成本	3,873	4,850	1,118	7,970	11,012	13,769
其中：营业成本	3,088	3,643	784	6,173	8,542	10,679
营业税金及附加	41	60	23	99	135	183
销售费用	269	505	145	764	1,091	1,399
管理费用	279	393	124	602	846	1,068
财务费用	186	256	49	323	392	430
资产减值损失	10	(7)	(7)	10	8	11
加：公允价值变动收益	0	10	0	12	11	8
投资收益	5	7	(1)	7	5	5
三、营业利润	724	868	182	1,034	1,259	1,499
加：营业外收入	19	17	5	17	19	17
减：营业外支出	15	8	7	11	12	12
四、利润总额	728	876	181	1,040	1,266	1,504
减：所得税	117	168	22	186	240	292
五、净利润	611	708	159	854	1,026	1,212
少数股东损益	(5)	(2)	(2)	(3)	(2)	(2)
归属于母公司所有者的净利润	616	709	160	857	1,028	1,214
六、全面摊薄每股收益	0.42	0.48	0.11	0.58	0.69	0.82
发行后总股本（百万）	1483	1483	1483	1483	1483	1483

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。