


2015-4-15

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

宜华木业 (600978)
转型成效初步显现，蓄势待发值得期待


分析师：徐春

 (8627)65799583

 caify@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513070006

联系人：蔡方羿

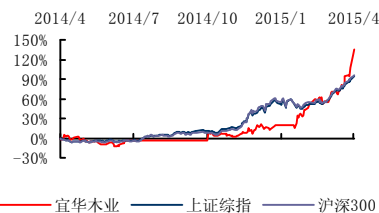
 (8627)65799583

 caify@cjsc.com.cn

联系人：




市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

报告要点
■ 事件描述

宜华木业发布 2014 年年报，报告期内公司实现营业收入 44.27 亿元，同比增长 8.21%；营业成本 29.05 亿元，同比增长 3.80%；实现归属于母公司净利润 5.30 亿元，同比增长 29.04%；2014 年实现 EPS 为 0.37 元。

4 季度公司实现营业收入 10.54 亿元，同比下降 5.56%；实现营业成本 6.90 亿元，同比下降 11.99%；实现归属于母公司所有者净利润 0.8 亿元，同比增长 31.15%；4 季度实现 EPS0.05 元，3 季度为 0.09 元。

■ 事件评论

外销增速大幅下滑，内销业务维持爆发式增长挽救全年业绩。2014 年，公司出口市场遭遇的突发事件映衬出内销业务蕴含的巨大价值：出口方面，受到最大出口地美国西海岸 29 个港口自 2014 年 7 月起长达半年大罢工的影响，家具出货严重受阻，最终导致全年出口增速仅为 0.58%；内销方面，随着 O2O 销售网络的进一步完善以及品牌知名度的持续提升，家具销量大幅增长，使得内销业务维持了 50% 的超高增速。

全年净利润增速远超收入增速得益于毛利率的大幅提升。2014 年，公司在收入增速下滑至 8.21% 的情况下实现 29.04% 的净利润增长主要源于毛利率 2.75 个百分点的增幅。报告期内，公司毛利率达到历史最高水平，主要归因于两大因素：1、内销业务具备更强的盈利能力，其收入占比的上升有助于提升综合毛利率；2、自有林地资源使得公司原材料成本远低于市场，随着加蓬林地产能的逐步释放，木材自给率提升带动生产成本持续下行。

4 季度公司净利润与收入增速的背离源于毛利率的大幅提升。4 季度，美国西海岸港口罢工升级导致当季收入同比下降 5.56%。然而，由业务结构优化以及成本下行所带来的毛利率的大幅提升完全弥补了收入下滑的不利影响，最终推动净利润同比增长 31.15%。

深化转型元年，蓄势待发值得期待。1、借助 O2O 渠道实现弯道超车。进一步完善“以点带面”的线下营销网络，并加强与电商平台的融合；2、与多方强强联手，快速推进“大家居”战略。与海尔在销售渠道、物流、家装等方面的合作值得期待；3、转型平台型家居服务商，获得业绩估值双丰收。借助家装 O2O 入口资源，公司有望进一步拓展家装设计、供应链金融等平台型业务。

预计公司 2015、2016 年 EPS 分别 0.44 元和 0.55 元，维持“**推荐**”评级。

2014 年报主要信息

报告期内，公司生产家具总量 100.61 万套（件），较上期增长 9.52%；销售家具总量 94.01 万套（件），较上期增长 10.44%；实现家具销售收入 40.77 亿元，较上期增长 9.11%，其中受销售数量及结构的变化影响使家具销售收入增加 3.90 亿元，受销售价格的变化影响使家具销售收入减少 0.50 亿元。

此外，公司生产地板总量 2.07 万平方米，较上期增长 1.98%；销售地产总量 2.05 万平方米，较上期增长 1.77%；实现地产销售收入 3.40 亿元，较上期下降 2.22%，其中受销售数量及结构的变化影响使地板销售收入增长 614.32 万元，受销售价格的变化影响使地板销售收入下降 0.14 亿元。

2014 年度利润分配方案为每 10 股派送现金红利 1.1 元（含税）。

转型成效初步显现，蓄势待发值得期待

宜华木业发布 2014 年年报，报告期内公司实现营业收入 44.27 亿元，同比增长 8.21%；营业成本 29.05 亿元，同比增长 3.80%；实现归属于母公司净利润 5.30 亿元，同比增长 29.04%；2014 年实现 EPS 为 0.37 元。

外销增速大幅下滑，内销业务维持爆发式增长挽救全年业绩。2014 年，公司出口市场遭遇的突发事件映衬出内销业务蕴含的巨大价值：出口方面，受到最大出口地美国西海岸 29 个港口自 2014 年 7 月起长达半年大罢工的影响，家具出货严重受阻，最终导致全年出口增速仅为 0.58%；内销方面，随着 O2O 销售网络的进一步完善以及品牌知名度的持续提升，家具销量大幅增长，使得内销业务维持了 50% 的超高增速。

全年净利润增速远超收入增速得益于毛利率的大幅提升。2014 年，公司在收入增速下滑至 8.21% 的情况下实现 29.04% 的净利润增长主要源于毛利率 2.75 个百分点的增幅。报告期内，公司毛利率达到历史最高水平，主要归因于两大因素：1、内销业务具备更强的盈利能力，其收入占比的上升有助于提升综合毛利率；2、自有林地资源使得公司原材料成本远低于市场，随着加蓬林地产能的逐步释放，木材自给率提升带动生产成本持续下行。

表 1：2014 年公司内销持续高增长和毛利率上升一定程度上缓解由出口受阻带来的盈利增速下滑

宜华木业	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入	18.00	21.49	24.48	26.93	33.48	40.91	44.27
--同比	-10.09%	19.39%	13.91%	10.01%	24.32%	22.19%	8.21%
外销收入	17.68	21.27	22.77	23.64	29.48	34.77	34.97
--同比	-10.57%	20.31%	7.05%	3.82%	24.70%	17.94%	0.58%
内销收入	0.30	0.20	1.67	3.24	3.94	6.09	9.22
--同比	20.00%	-33.33%	735.00%	94.01%	21.60%	54.57%	51.40%
毛利率	27.00%	28.11%	28.72%	29.86%	30.47%	31.56%	34.22%
三项费用	2.38	2.34	3.92	4.58	6.01	7.63	8.19
三项费用率	13.22%	10.89%	16.01%	17.01%	17.95%	18.65%	18.50%
资产减值损失	-0.04	0.08	0.06	0.03	0.05	-0.02	0.14
营业利润	2.52	3.62	3.03	3.11	3.72	4.93	6.33

营业外收入	0.03	0.02	0.07	0.04	0.03	0.09	0.18
利润总额	2.48	3.52	3.00	3.03	3.64	4.96	6.39
所得税	0.63	0.57	0.54	0.53	0.62	0.86	1.12
归属母公司净利润	1.85	2.95	2.46	2.51	3.02	4.11	5.30
--同比	-35.09%	59.46%	-16.61%	2.03%	20.32%	36.09%	28.95%
净利率	10.28%	13.73%	10.05%	9.32%	9.02%	10.05%	11.97%
最新股本	10.05	10.05	11.53	11.53	11.53	11.53	14.83
每股收益	0.18	0.29	0.24	0.22	0.26	0.36	0.37

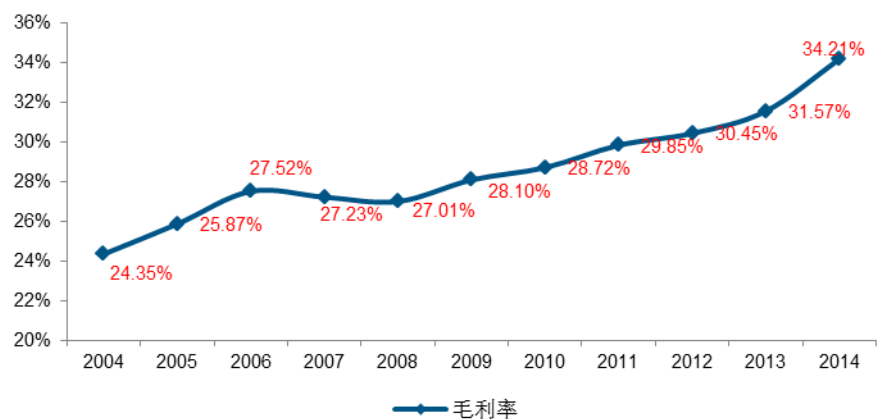
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 2: 2014 年公司收入增速略低于预期, 但盈利能力持续增强

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
分行业						
木制品	44.18	29.05	34.25%	8.16%	3.80%	增加2.75个百分点
分产品						
家具	40.77	26.56	34.84%	9.11%	4.32%	增加2.99个百分点
地板	3.40	2.48	27.11%	-2.22%	-1.48%	减少0.54个百分点
原木	0.02	0.01	39.75%	46.97%	49.01%	减少0.83个百分点

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 1: 内销占比和原材料自给率的双重提升带动毛利率有所增长



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

三项费用小幅增长

从全年来看，2014 年公司三项费用主要是随收入增长而增长。其中销售费用增加源于业务扩张导致的广告费和运输费的增加，管理费用上升主要源于折旧费用和办公会务费用增加，财务费用下降则是由人民币贬值导致汇兑损失大幅下降所致。

表 8：2014 年公司销售费用和管理费用有所上升，财务费用则有所下降

项目	2014	2013	同比
销售费用	3.28	2.63	24.71%
管理费用	2.48	2.16	14.81%
财务费用	2.43	2.84	-14.44%
合计	8.19	7.63	7.34%

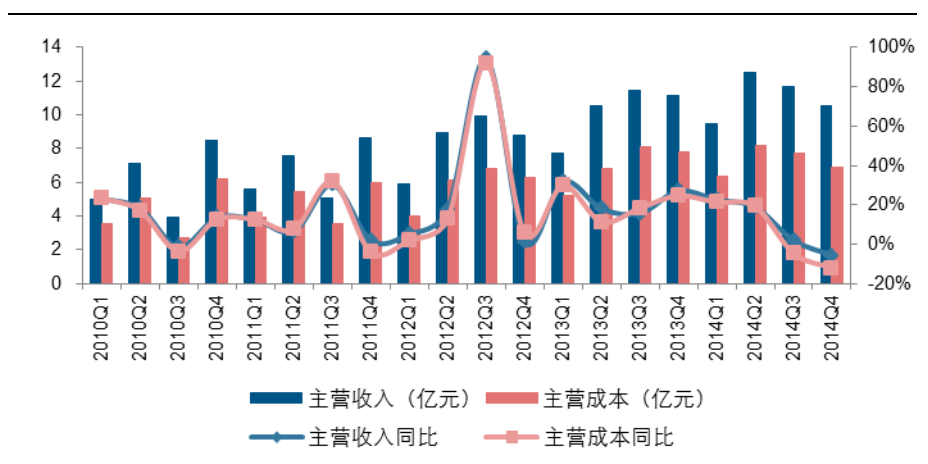
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

4 季度收入同比下滑

4 季度公司实现营业收入 10.54 亿元，同比下降 5.56%；实现营业成本 6.90 亿元，同比下降 11.99%；实现归属于母公司所有者净利润 0.8 亿元，同比增长 31.15%；4 季度实现 EPS0.05 元，3 季度为 0.09 元。

美国西海岸罢工事件从 2014 年 7 月持续至 2015 年 2 月底，受此影响 4 季度出口业务大幅下滑 5.56%。然而，另一方面加蓬林地的产能释放使得成本的下降幅度高于收入降幅。

图 2：4 季度营业收入与营业成本同比均有所增长



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

4 季度盈利增长源于毛利率上升

从简化利润表来看，4 季度公司净利润与收入增速的背离源于毛利率的大幅提升。4 季度，美国西海岸港口罢工升级导致当季收入同比下降 5.56%。然而，由业务结构优化以及成本下行所带来的毛利率的大幅提升完全弥补了收入下滑的不利影响，最终推动净利润同比增长 31.15%。

表 7：4 季度公司净利润与收入增速的背离得益于毛利率的大幅提升

宜华木业利润简表	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
营业收入	5.87	8.93	9.91	8.78	7.73	10.55	11.47	11.16	9.48	12.54	11.70	10.54

--同比	5.01%	17.50%	94.31%	1.62%	31.69%	18.14%	15.74%	27.11%	22.64%	18.86%	2.01%	-5.56%
毛利率	31.06%	31.37%	31.14%	28.33%	32.16%	35.23%	29.57%	29.75%	32.94%	35.01%	34.09%	34.55%
三项费用	0.88	1.38	1.91	1.83	1.29	1.80	1.97	2.58	1.40	1.93	2.20	2.67
三项费用率	14.99%	15.45%	19.27%	20.84%	16.69%	17.06%	17.18%	23.12%	14.77%	15.39%	18.80%	25.33%
资产减值损失		-0.01	0.00	0.06		0.04	-0.01	-0.04	0.05	0.03	0.11	-0.05
营业利润	0.86	1.36	1.01	0.49	1.14	1.78	1.35	0.67	1.55	2.36	1.56	0.86
营业外收入	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.07	0.04	0.03	0.05	0.08
利润总额	0.84	1.36	0.95	0.49	1.14	1.78	1.34	0.70	1.55	2.38	1.59	0.87
所得税费用	0.14	0.25	0.17	0.07	0.19	0.31	0.26	0.10	0.29	0.46	0.29	0.08
归属于母公司净利润	0.70	1.11	0.78	0.43	0.95	1.47	1.08	0.61	1.27	1.92	1.30	0.80
--同比	2.94%	21.98%	59.18%	2.38%	35.71%	32.43%	38.46%	41.86%	33.68%	30.61%	20.37%	31.15%
净利率	11.93%	12.43%	7.87%	4.90%	12.29%	13.93%	9.42%	5.47%	13.40%	15.31%	11.11%	7.59%
最新股本	11.53	11.53	11.53	11.53	11.53	11.53	11.53	11.53	14.83	14.83	14.83	14.83
每股收益	0.06	0.10	0.07	0.04	0.08	0.13	0.09	0.05	0.09	0.13	0.09	0.05

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

深化转型元年，蓄势待发值得期待

2015 年将是公司深化转型的关键一年，涉及 O2O 渠道布局、“大家居”战略、全产业链经营、产业链外延等多项工作，最终完成从家具制造商向家具服务商的转型。

借助 O2O 渠道实现弯道超车。线上平台方面，借助美乐乐、天猫旗舰店等专业电商平台强大的流量资源，公司的线上旗舰店推出高性价比的畅销款，进而达到引流和推广品牌知名度的效果。线下渠道方面，公司采用“以点带面”的布局战略，在全国重点的一、二线城市繁华区域设立 5000m² 以上的综合家居体验店，每一个体验店所带来的展示、库存、物流等功能将辐射到周边地区的加盟经销商。

与多方强强联手，快速推进“大家居”战略。宜华木业的“大家居”路径有别于同行业的竞争对手，主要是通过与各细分领域的龙头企业建立合作关系来加快推进速度，有效的避免了顾客的定向消费习惯所带来的进入壁垒。其中最值得我们关注的是公司与海尔后续全方位的合作。根据我们的推测，今明两年宜华与海尔的合作有望进一步渗透到销售渠道、物流、家装等多个方面。销售渠道方面，海尔拥有的 3000 多家社区店有助于公司弥补国内线下销售网络的短板；物流方面，海尔旗下的日日顺是国内最大的家居物流公司，也是目前宜华物流业务的主要合作方，未来有望建立更深层次的合作；海尔家装一年能做到几十亿的营业额，可为宜华家居提供引流作用。

借助在线家装平台，实现轻资产运营战略，全面转型家居服务商。今年 1 月公司参股家装行业 O2O 平台爱福窝 25% 的股权，拉开了向上游家装行业延伸的序幕。爱福窝是天猫家装馆独立频道中在线家装软件的供应商和服务商，提供在线 DIY 家装设计服务，并于 2014 年与阿里巴巴签订合同共同打造家装行业 O2O。借助家装平台的入口资源，公司可进一步开展家装设计、家居导购、供应链金融等家居服务业务，转型轻资产运营模式，获得业绩和估值的双丰收。

维持“推荐”评级

预计公司 2015、2016 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.55 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4427	5559	6539	7847	货币资金	2221	1620	2009	2531
营业成本	2912	3502	4120	4943	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1514	2057	2419	2903	应收账款	1231	1546	1819	2183
%营业收入	34.2%	37.0%	37.0%	37.0%	存货	1764	2123	2497	2997
营业税金及附加	48	54	64	77	预付账款	437	526	619	742
%营业收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	5	6	9	11
销售费用	328	412	621	745	流动资产合计	5658	5822	6953	8464
%营业收入	7.4%	7.4%	9.5%	9.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	248	312	367	440	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	长期股权投资	431	436	440	444
财务费用	243	489	387	367	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5.5%	8.8%	5.9%	4.7%	固定资产合计	1206	1160	1102	1039
资产减值损失	14	0	0	0	无形资产	989	940	893	848
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	5	4	4	递延所得税资产	53	0	0	0
营业利润	633	794	985	1279	其他非流动资产	1913	1913	1913	1913
%营业收入	14.3%	14.3%	15.1%	16.3%	资产总计	10250	10271	11300	12708
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	2575	61742	49194	47925
利润总额	639	794	985	1279	应付款项	740	891	1048	1258
%营业收入	14.4%	14.3%	15.1%	16.3%	预收账款	75	94	110	132
所得税费用	112	139	173	224	应付职工薪酬	44	53	62	75
净利润	527	655	812	1054	应交税费	166	201	246	313
归属于母公司所有者的净利润	529.8	658.1	815.8	1059.2	其他流动负债	10	13	15	18
少数股东损益	-2	-3	-4	-5	流动负债合计	3610	62993	50676	49721
EPS (元/股)	0.36	0.44	0.55	0.71	长期借款	163	163	163	163
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	98	98	98	98
					负债合计	3871	63254	50936	49982
					归属于母公司	6376	6935	7628	8529
					少数股东权益	3	0	-4	-9
					股东权益	6379	6935	7625	8520
					负债及股东权益	10250	70189	58561	58502
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.357	0.444	0.550	0.714
					BVPS	4.30	4.68	5.14	5.75
					PE	34.85	28.05	22.63	17.43
					PEG	1.34	1.08	0.87	0.67
					PB	2.90	2.66	2.42	2.16
					EV/EBITDA	16.91	56.89	44.57	36.53
					ROE	8.3%	9.5%	10.7%	12.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。