

证券研究报告·上市公司简评

轻工制造

中报内销增长强劲，入股美乐乐， “互联网+泛家居”战略继续推进

事件

公司发布半年报，2015H1 营业收入 20.33 亿，同比降 7.66%，营业利润 4.04 亿，同比增 3.20%，净利润 3.38 亿，同比增 5.85%；当季拆分看，2015 年 Q2 当季收入 12.51 亿，同比降 0.22%，营业利润 2.62 亿，同比增 11.10%，净利润 2.17 亿，同比增 13.21%。

简评

出口拖累收入，内销增长强劲。分地区看，2015 年 1-6 月，公司外销 14.95 亿元，同比降 18.63%，内销 5.73 亿元，同比增 41.13%。出口下滑，主要是受美国港口罢工事件的影响，但公司进一步拓展非美地区的出口业务，Q2 当季出口恢复平稳。内销板块，大幅增加：（1）国内线下销售网络陆续进入业绩释放期；（2）公司和大型房地产商合作；（3）线上打造电商平台建设，实现高效流量变现。分产品看：家具实现销售收入 18.72 亿元，同比减少 8.78%，地板实现收入 1.6 亿元，同比增长 8.83%。

资源整合显成效，毛利率继续提升。毛利率 35.13%，同比增 1.01pct；主要系家具板块的贡献，1-6 月家具毛利率提高 1.24pct 至 35.88%，地板毛利率下降 1.5pct 至 25.96%。家具毛利率提升，我们认为主要因公司生态系统已显成效，通过整合“四向”（纵、横、前、后）优势资源，联结“接入层、产业层、用户层”三大平台，为供应链企业提供基础性产品与服务。其他科目上，销售费用 1.12 亿，同比降 7.71%，主要系报告期国外销售减少，相应运输费用下降所致；管理费用 1.20 亿，同比增 14.68%，主要系报告期人工费用、折旧费用、办公费用等增加所致；财务费用 0.69 亿，同比降 35.48%，主要系公司报告期较去年同期公司债务利息费用大幅减少所致。此外，6 月底，公司应收账款 11.03 亿，较 2014 年底下降 6.37%，存货 19.62 亿，较 2014 年底增长 11.22%。

18%比例入股美乐乐，共塑 O2O 泛家居平台，同时开展供应链及消费金融等增值服务。公司将持有美乐乐 1300 万股股份，约占其已发行全部股份 18.21%，成其第一大股东，但未取得实际控制权。公司将借助美乐乐在家居 O2O 电商领域运营的经验及流量资源优势，对线下营销体系进行升级改造，同时积极利用互联网金融服务创新手段为上下游产业链提供延伸金融服务等。

投资建议：公司进一步实际入股美乐乐；我们长线看好公司全面转型升级部署，“互联网+泛家居”一体化战略布局。预计公司 2015、2016 年净利润同比增 21.6%、26.6%，EPS 为 0.43、0.55 元，对应停牌日股价 PE 为 51.4、40.6 倍，给予“买入”评级。

请参阅最后一页的重要声明

宜华木业 (600978)

首次评级

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2015 年 8 月 25 日

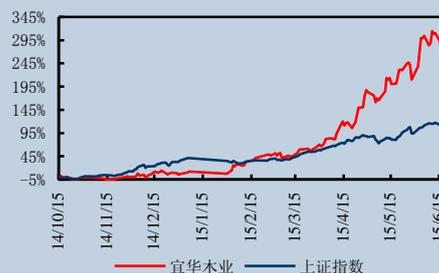
当前股价：22.44 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
0/12.87	20.45/45.14	337.43/280.89	
12 月最高/最低价 (元)			24.1/5.35
总股本 (万股)			148287.00
流通 A 股 (万股)			146535.95
总市值 (亿元)			332.76
流通市值 (亿元)			328.83
近 3 月日均成交量 (万)			8387.02
主要股东			
宜华企业 (集团) 有限公司			23.84%

股价表现

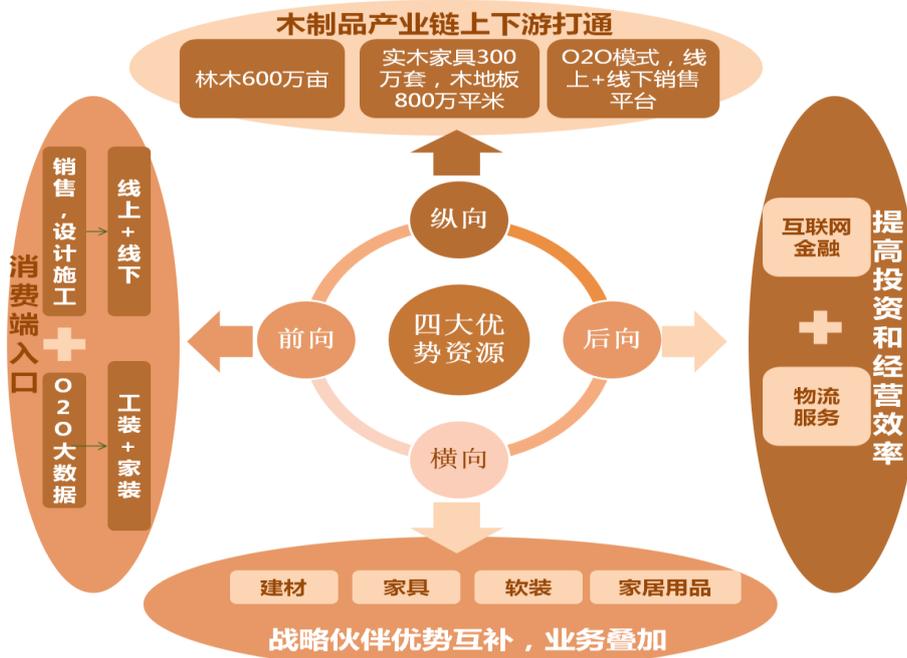


相关研究报告

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

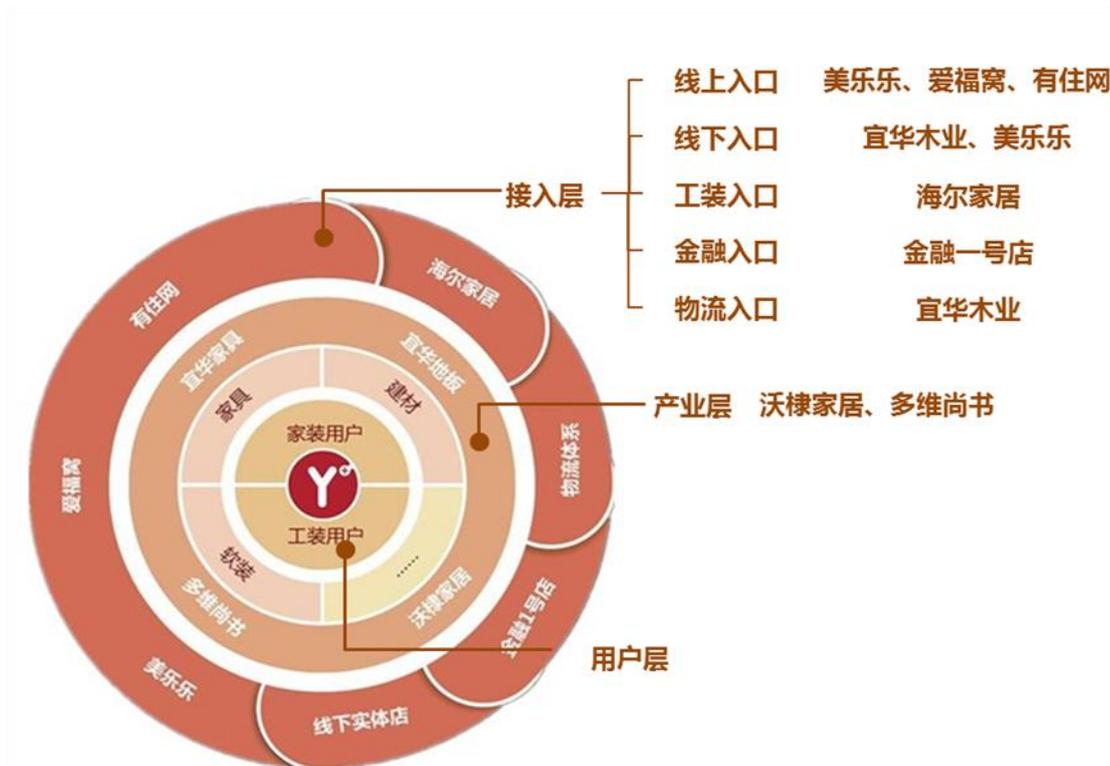


图1: 宜华木业 Y+生态圈前后纵横四大资源优势



资料来源: 公司发布会 中信建投研究发展部

图2: 宜华木业 Y+生态圈三大平台与对应合作伙伴



资料来源: 公司发布会 中信建投研究发展部



表 1: 宜华木业主营业务拆分 (万元)

报告期	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
营业总收入	244,825.07	269,319.78	334,766.82	409,095.47	442,662.87	203,346.65
占比 (%)	100	100	100	100	100	100
同比 (%)	13.87	9.98	24.33	22.22	8.16	-7.60
毛利率 (%)	28.72	29.85	30.45	31.57	34.21	35.13
家具						
收入	210,182.83	245,402.52	309,176.22	373,635.76	407,672.13	187,184.32
占比 (%)	85.85	91.11	92.36	91.33	92.10	92.05
同比 (%)	8.89	16.76	25.99	20.85	9.11	-8.78
毛利率 (%)	28.67	29.26	30.26	31.85	34.84	35.88
地板						
收入	34,199.14	23,190.05	25,023.65	34,772.30	34,001.74	15,997.84
占比 (%)	13.96	8.61	7.47	8.50	7.68	7.87
同比 (%)	58.54	-32.19	7.91	38.96	-2.22	8.83
毛利率 (%)	28.69	34.70	31.40	27.65	27.11	25.96
原木						
收入	53.59	235.83	35.00	104.59	153.71	
占比 (%)	0.02	0.08	0.01	0.03	0.03	
同比 (%)	12.67	340.03	-85.16	198.82	46.97	
毛利率 (%)	63.95	25.52		40.58	39.75	

资料来源: WIND 中信建投研究发展部

表 2: 宜华木业主要财务指标预测 (百万元)

会计年度	2014	2015E	2016E	会计年度	2014	2015E	2016E
流动资产	5658	6092	6853	营业收入	4427	4652	5406
现金	2221	2697	2846	营业成本	2912	3023	3500
应收账款	1178	1176	1391	营业税金及附加	48	51	60
其他应收款	53	50	60	营业费用	328	349	403
预付账款	437	439	514	管理费用	248	269	311
存货	1764	1722	2036	财务费用	243	190	160
其他流动资产	5	8	7	资产减值损失	14	9	10
非流动资产	4592	4670	4675	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	0	0	0	投资净收益	0	-1	0
固定资产	2620	2782	2827	营业利润	633	760	961
无形资产	989	1066	1101	营业外收入	18	10	18
其他非流动资产	982	821	747	营业外支出	12	15	14
资产总计	10250	10762	11528	利润总额	639	755	965
流动负债	3610	3673	3791	所得税	112	113	153
短期借款	2547	2222	2330	净利润	527	642	812
应付账款	592	581	686	少数股东损益	-2	-2	-3
其他流动负债	470	870	775	归属母公司净利润	530	644	815
非流动负债	261	231	250	EBITDA	1123	1164	1355
长期借款	163	163	163	EPS (元)	0.36	0.43	0.55



其他非流动负债	98	69	88				
负债合计	3871	3904	4042	主要财务比率			
少数股东权益	3	1	-2	会计年度	2014	2015E	2016E
股本	1483	1483	1483	成长能力			
资本公积	2459	2459	2459	营业收入	8.2%	5.1%	16.2%
留存收益	2457	2915	3546	营业利润	28.4%	20.1%	26.4%
归属母公司股东权	6376	6857	7488	归属于母公司净利润	29.0%	21.6%	26.6%
负债和股东权益	10250	10762	11528	获利能力			
				毛利率(%)	34.2%	35.0%	35.3%
现金流量表				净利率(%)	12.0%	13.8%	15.1%
会计年度	2014	2015E	2016E	ROE(%)	8.3%	9.4%	10.9%
经营活动现金流	590	1100	734	ROIC(%)	11.2%	12.5%	13.6%
净利润	527	642	812	偿债能力			
折旧摊销	247	214	234	资产负债率(%)	37.8%	36.3%	35.1%
财务费用	243	190	160	净负债比率(%)	70.72%	70.24%	67.81%
投资损失	0	1	0	流动比率	1.57	1.66	1.81
营运资金变动	-443	89	-506	速动比率	1.08	1.19	1.27
其他经营现金流	17	-36	34	营运能力			
投资活动现金流	-372	-282	-239	总资产周转率	0.47	0.44	0.49
资本支出	374	175	175	应收账款周转率	4	4	4
长期投资	-10	0	0	应付账款周转率	5.46	5.15	5.53
其他投资现金流	-8	-107	-64	每股指标(元)			
筹资活动现金流	361	-341	-347	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.43	0.55
短期借款	975	-325	108	每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.74	0.50
长期借款	-18	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.30	4.62	5.05
普通股增加	330	0	0	估值比率			
资本公积增加	976	0	0	P/E	62.50	51.41	40.62
其他筹资现金流	-1902	-16	-456	P/B	5.19	4.83	4.42
现金净增加额	580	477	148	EV/EBITDA	30	28	24

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

花小伟： 中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2009-2010 年中国纺织工业协会行业研究，2011 年鲁证期货商品研究，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。

报告贡献人

张溢 010-85156467 zhangyizgs@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622