

2016-2-29

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** **维持**

分析师 徐春

(8621)68751711

xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513070006

联系人 蔡方羿

(8621)65799583

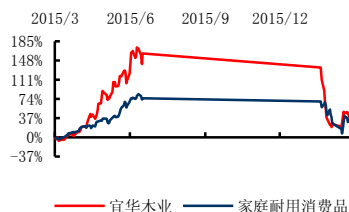
caify@cjsc.com

联系人 杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《估值回归, 获外资及大股东认可》2016-1-31

《大股东持续增持, 彰显十足信心》2016-1-25

 《收购国际软体沙发品牌, Y+生态圈扬帆起航》
 2016-1-20

宜华木业 (600978)

大股东高调增持, 彰显十足信心

报告要点

■ 事件描述

2016 年 2 月 15 日以来, 大股东宜华集团继续增持公司股票 220 万股。年初至今, 累计增持公司股票 1003 万股 (约 1.2 亿元), 完成了此前公布的增持计划。更值得关注的是, 大股东承诺采用杠杆融资的方式以不高于 16 元/股的价格继续增持不低于 4 亿元的公司股票, 于 2016 年 7 月 25 日前完成。

■ 事件评论

- **大股东高调增持, 彰显十足信心。**此次公告有两点值得关注: **1、杠杆增持, 发出底部信号。**在当前剧烈的震荡行情下, 采用杠杆融资的方式增持公司股票, 或面临平仓风险, 如此激进的增持预案或表明股价已处于底部水平。从估值角度来看, 公司的确具备较高的安全边际, 对应 2016 年 17 倍市盈率(美克家居 19X、大亚科技 23X、索菲亚 28X); **2、设立增持价上限, 框定安全区间。**该股价对应 2016 年 27 倍市盈率, 一定程度上暗示了在此水平之下是安全区间, 同时, 值得注意的是, 此前大股东定增、员工持股计划的实际成本均在 18 元以上。
- **重申前期观点, 生态圈模式打造强大竞争力。**公司所构建的泛家居生态圈是一个立体化的产业结构, 通过对产业链横向(产品扩充)和纵向(产业链延伸)的高度整合, 形成从流量入口、产品设计和制造、物流配送到终端消费数据分析的产业闭环, 以此推动企业向“定制化”、“个性化”的平台型服务商的转型。家具行业已进入存量市场的争夺阶段, 占据战略制高点是公司的破局之策, 以生态圈体系强大的综合竞争力, 带动产品价值的最大化。
- **短期业绩无忧, 安全边际高。**基于以下四点原因, 我们推测公司 2016、2017 年的净利增速将维持在 30%以上: 1、华达利并表, 直接增厚公司净利润和 EPS; 2、新增供应链订单、渠道扩张和产品线扩充保障规模可观的内生式增长; 3、加蓬林地产能释放以及内销占比提升推动毛利率持续上行; 4、美国港口罢工事件告一段落, 外销回归正常。
- **泛家居生态圈的战略制高点推动估值提升。**从中长期角度, 公司具备两大看点: 1、充分发挥圈友之间流量互通的优势, 不断细化和完善产业分工, 以产业闭环强大的整体竞争力带动内部企业的成长; 2、圈内企业具备独立上市的可能, 公司有望获得丰厚的股权投资收益。
- 给予“买入”评级, 预计 15、16 年 EPS 为 0.43 元、0.59 元。
- 风险提示: 1、主业拓展不达预期; 2、生态圈协同不达预期。

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4427	4611	5480	6609
增长率(%)		4%	19%	21%
归属母公司所有者净利润(百万元)	529.8	637.8	873.2	1180.8
增长率(%)		20%	37%	35%
每股收益(元)	0.357	0.430	0.589	0.796
净资产收益率(%)	8.3%	9.2%	11.4%	13.6%
每股经营现金流(元)				

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		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4427	4611	5480	6609	货币资金	2221	1383	1654	2210
营业成本	2912	3040	3596	4283	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1514	1570	1883	2326	应收账款	1231	1283	1524	1838
%营业收入	34.2%	34.1%	34.4%	35.2%	存货	1764	1844	2181	2597
营业税金及附加	48	45	54	65	预付账款	437	457	541	644
%营业收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	5	5	6	8
销售费用	328	342	406	490	流动资产合计	5658	4972	5906	7297
%营业收入	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	248	259	307	371	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	0	0	0	0
财务费用	243	155	144	148	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5.5%	3.4%	2.6%	2.2%	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	0	0	0	递延所得税资产	53	0	0	0
营业利润	633	770	1054	1425	其他非流动资产	2344	2344	2344	2344
%营业收入	14.3%	16.7%	19.2%	21.6%	资产总计	10250	9416	10245	11528
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	2575	1136	0	0
利润总额	639	770	1054	1425	应付款项	740	774	916	1090
%营业收入	14.4%	16.7%	19.2%	21.6%	预收账款	75	78	92	112
所得税费用	112	135	185	250	应付职工薪酬	44	46	54	65
净利润	527	635	869	1175	应交税费	166	187	248	327
归属于母公司所有者的净利润	529.8	637.8	873.2	1180.8	其他流动负债	10	11	13	15
少数股东损益	-2	-3	-4	-6	流动负债合计	3610	2232	1323	1609
EPS(元/股)	0.36	0.43	0.59	0.80	长期借款	1951	1951	2951	2951
现金流量表(百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2014A	2015E	2016E	2017E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	590	851	682	882	其他非流动负债	-1690	-1690	-1690	-1690
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	3871	2493	2584	2869
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	6376	6918	7660	8664
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	3	0	-4	-9
固定资产投资	-365	0	0	0	股东权益	6379	6918	7656	8654
其他	-7	0	0	0	负债及股东权益	10250	9411	10240	11523
投资活动现金流净额	-372	0	0	0	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2014A	2015E	2016E	2017E
股权融资	1305	0	0	0	EPS	0.357	0.430	0.589	0.796
银行贷款增加(减少)	-335	-1438	-136	0	BVPS	4.22	4.58	5.07	5.74
筹资成本	401	-251	-275	-325	PE	62.81	52.18	38.11	28.18
其他	-1010	0	0	0	PEG	2.05	1.70	1.24	0.92
筹资活动现金流净额	361	-1689	-412	-325	PB	5.31	4.90	4.42	3.91
现金净流量	580	-837	270	557	EV/EBITDA	31.71	34.11	26.53	20.24
					ROE	8.3%	9.2%	11.4%	13.6%

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：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	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。

联系我们

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 9 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：10060000。

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形范围内，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所，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。