

证券研究报告·上市公司简评

轻工制造

内销仍发力，收购“健康家”， 续扩生态圈

事件

1、4月19日晚间，公司发布完整年报，业绩基本符合预期。公司2015年营业收入为45.92亿元，较上年同期增3.73%；实现归属于上市公司股东的净利润为6.16亿元，较上年同期增16.26%。分季来看，公司2015年Q4实现营收14.79亿元，同比增长40.28%，归属于上市公司股东的净利润0.89亿元，同比增长10.49%。

2、公司同时公告，公司董事会审议通过了以不超过3000万元对健康家国际生物科技股份有限公司进行股权转让及增资的议案，此次投资完成后，宜华木业将持有健康家不低于51%的股份，成为其控股股东。

简评

公司内销发力，驱动收入稳健增长：2015年公司内销业务实现收入12.60亿（占比27.47%），同比大幅增长36.70%，而外销业务则同比下降4.92%至33.24亿（占比72.53%）。目前，公司通过大力挖掘市场潜力及进行线上线下多渠道拓展，内销业务取得了较好的成绩，国内销售网络陆续进入业绩释放期。一方面，公司通过“家居体验中心+经销商”模式完善国内市场营销网络布局，目前公司已在全国两百多个大中城市拥有400多家经销商门店；另一方面，截至2015年底，公司已在汕头、广州、北京、南京、上海、武汉、成都、乌鲁木齐、大连、深圳、郑州、天津和沈阳等城市设立了18家家居体验中心。

家具行业增速略下滑，龙头优势更凸显：在终端房地产市场调控政策紧缩的背景下，中国家具业已经到了一个调整期，由快速增长转变为稳步增长。2015年1-12月，家具制造业产销率达到98.3%，较2014年同期提高0.5个百分点；家具制造业累计实现营业收入7872.5亿元，同比增长9.3%，增速比2014年下降1.56pct，累计实现利润总额500.9亿元，同比增长14.0%，增速比2014年提高1.50pct。

综合毛利率略降，费用控制较好。（1）2015年，公司综合毛利率为32.75%，同比下降1.46pct，主要系产品结构变化所致。（2）期间费用上，除管理费用由于公司业务规模的扩大人工及折旧摊销等费用增加，最终同比增加1.14%至2.79亿外，公司销售及财务费用均有所下降，其中销售费用同比降18.16%至2.69亿，财务费用同比下降23.51%至1.86亿。

展望2016，继续打造全产业链条，夯实互联网+泛家居生态系统。

请参阅最后一页的重要声明

宜华木业(600978)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：张溢

zhangyizgs@csc.com.cn

010-85156467

发布日期：2016年4月20日

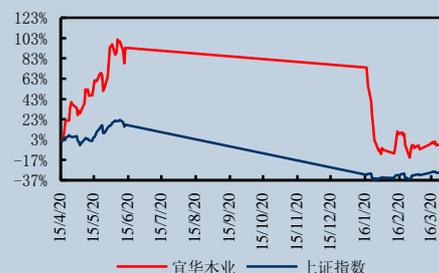
当前股价：11.60元

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
股票价格绝对/相对市场表现(%)	-2.85/-6.08	-48.05/-52.74	.41/29.26
12月最高/最低价(元)			24.1/9.76
总股本(万股)			148287.00
流通A股(万股)			146535.95
总市值(亿元)			172.01
流通市值(亿元)			169.98
近3月日均成交量(万)			6248.52
主要股东			
宜华企业(集团)有限公司			24.52%

股价表现



相关研究报告

16.01.26	集团增持显信心，家居生态圈平台凸显
16.01.21	收购新加坡华达利，产品、渠道并拓，“泛家居生态圈”一体化战略再推进
15.08.24	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

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



(1) 拓展新发展模式，完成全产业链整合：公司 2016 年拟根据“泛家居生态系统”整体规划拟向产业上下游纵向延伸，形成“造林—伐植—加工—研发—生产—销售”的全产业链一体化。其中**在横向上**整合各战略合作伙伴在泛家居领域相关类别的优势，实现业务叠加、优势互补；**在前向**消费端建立入口，布局 O2O、大数据，构建线上+线下、家装+工装的全渠道体系，扩大市场覆盖面；**在后向上**布局互联网金融+物流服务，加速后向资源支持向消费流的转化，有效提高各合作伙伴的投资、经营效益。

(2) 收购华达利布局全球，全面推进“泛家居”：一方面，公司 2016 年拟完成收购新加坡上市公司华达利并将其私有化，进一步拓展海内外市场版图，全面进入软体家具行业。本次收购完成后，公司将进一步整合木制家具和软体家具在外销出口、区域经销、体验中心零售、网络直销四位一体立体式销售渠道下的融合与互补，在市场以及销售渠道的协同下，将进一步提升公司的盈利能力。另一方面，公司通过股权投资美乐乐、爱福窝等互联网家居平台，充分整合实体渠道资源与互联网平台的流量资源优势，通过对公司线下大型家居体验馆实体店进行互联网化改造，共同打造 O2O 泛家居线下开放平台店，塑造泛家居电商新业态，推动泛家居生态系统的全面升级。

(3) 并购健康家，切入居家生活服务领域。健康家是台湾最早专注于除甲醛、防霉、抗菌研发的公司，是一家实现将功能性除甲醛技术导入建材制造源头、居家装修及空气净化领域的公司，其产品经国家建筑材料测试中心检验甲醛净化率达 91%，甲醛净化效率持久性达 99%。健康家 2015 年实现营业收入为 561 万元，实现净利润为 31.55 万元。本次收购将实现公司向居家生活服务领域的渗透，健康家在国内市场布局有望进一步打开，且能与原有家居、木地板等业务形成协同效应，提升泛家居生态系统的服务价值新优势，助力公司向住居生活一体化服务商的转型升级。

持续增持，足显成长信心。2016 年 3 月 10 日，公司控股股东宜华集团通过“富诚海富通资管计划”继续增持了公司股份 613 万股，占公司总股本的 0.41%；增持金额为 6690 万元；增持均价为 10.91 元/股。自首次增持日 2016 年 1 月 25 日起至本增持日，宜华集团累计增持公司股票 1616 万股，占公司总股本的 1.09%。

投资建议：

宜华木业持续推进“泛家居生态圈”一体化战略，联合美乐乐、爱福窝、有住网、金融一号店等互联网平台，整合线上线下资源，实现融合大数据、云计算、移动应用、消费金融等创新技术的 O2O 家居运营模式，同时收购华达利增加软式家居产品品类，收购“健康家国际生物科技”，延至家居空气净化领域。

我们假设华达利 2016 年下半年并表，2017 全年并表，我们预计公司 2016-2017 年净利润额分别为 8.80、11.50 亿，同比分别增 42.87%、30.68%，对应 13.12 亿的股本，EPS 分别为 0.60、0.78 元，对应 PE 为 22、17 倍，目前总市值 195 亿，维持“买入”评级。

风险因素：外延整合及定增进展低于预期。

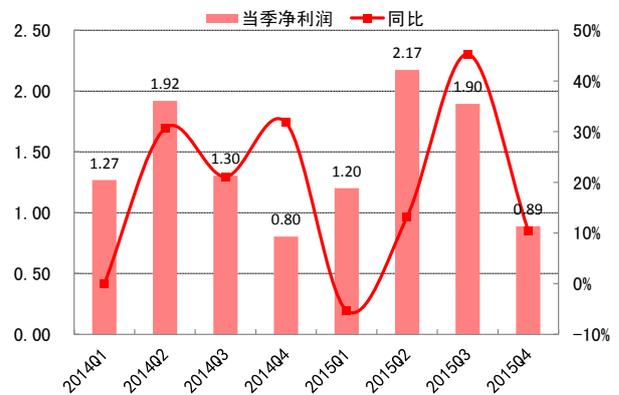


图 1：公司当季收入额（亿元）及同比增速（%）



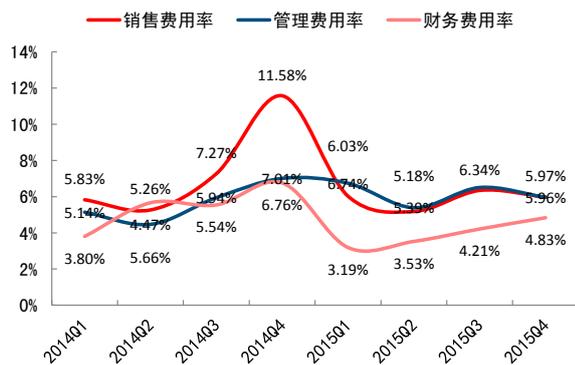
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 2：公司当季净利润（亿元）及同比增速（%）



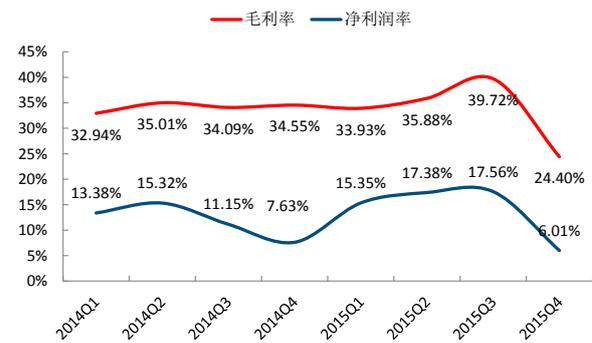
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 3：公司当季度期间费用情况



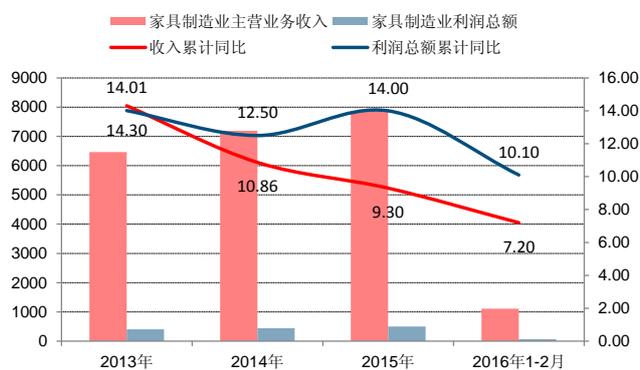
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 4：公司当季度毛利率和净利润情况



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

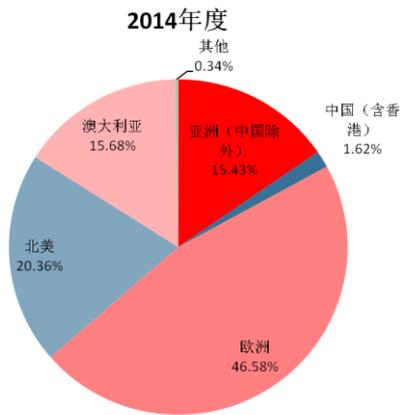
图 5：2013-2016 年家具制造业收入及利润同比（亿，%）



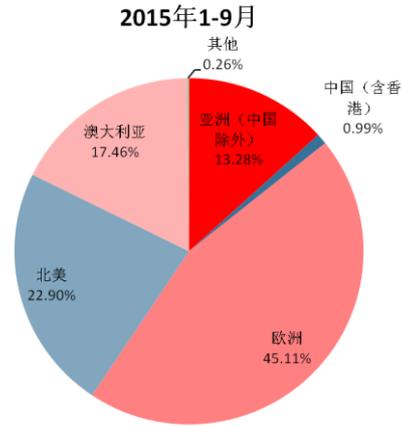
资料来源：际华集团 2015 年年报中 中信建投证券研究发展部



图 6: 2014 年和 2015 年 1-9 月新加坡华达利营业收入占比



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 1: 2015 宜华木业主要产品产销量及库存量

主要产品	生产量	同比 (%)	销售量	同比 (%)	库存量	同比 (%)
家具 (万件/万套)	111.73	11.05	105.50	12.23	22.10	39.26
地板 (万立方米)	1.96	-5.56	2.33	13.82	0.33	-53.50
原木 (立方米)	1.05	161.95	1.05	161.95	-	-

资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

表 2: 宜华木业 2013-2015 主营业务分产品情况 (亿元)

	2013	2014	2015
家具			
营业收入	37.36	40.77	41.93
同比 (%)	20.85	9.11	2.86
毛利率 (%)	31.85	34.84	34.39
同比 (pct)	1.59	2.99	-0.45
地板			
营业收入	3.48	3.40	3.89
同比 (%)	38.96	-2.22	14.39
毛利率 (%)	27.65	27.11	15.29
同比 (pct)	-3.75	0.54	11.82
原木			
营业收入	0.010	0.015	0.024
同比 (%)	198.82	46.97	54.74
毛利率 (%)	40.58	39.75	29.85
同比 (pct)	57.72	0.83	9.90
合计			



营业收入	40.85	44.18	45.85
同比 (%)	22.22	8.16	3.76
毛利率 (%)	31.50	34.25	32.77
同比 (pct)	1.16	2.75	-1.48

资料来源: 公司公告 中信建投证券研究发展部

表 3: 宜华木业主要财务指标预测 (百万元)

会计年度	2015	2016E	2017E	会计年度	2015	2016E	2017E
流动资产	6997	7945	9418	营业收入	4592	6520	8150
现金	3426	3703	4076	营业成本	3088	4374	5470
应收账款	1238	1481	1928	营业税金及附加	41	78	94
其他应收款	48	72	88	营业费用	269	443	538
预付账款	294	496	587	管理费用	279	395	491
存货	1981	2184	2730	财务费用	186	180	160
其他流动资产	11	9	10	资产减值损失	10	12	13
非流动资产	5728	5352	5359	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	148	99	115	投资净收益	5	0	0
固定资产	2735	2908	2934	营业利润	724	1038	1385
无形资产	997	966	938	营业外收入	19	18	18
其他非流动资产	1848	1379	1372	营业外支出	15	14	14
资产总计	12725	13297	14778	利润总额	728	1042	1389
流动负债	3846	4148	4482	所得税	117	165	244
短期借款	2302	2384	2357	净利润	611	877	1145
应付账款	643	904	1133	少数股东损益	-5	-3	-5
其他流动负债	900	860	992	归属母公司净利润	616	880	1150
非流动负债	2026	1419	1620	EBITDA	1176	1470	1823
长期借款	123	123	123	EPS (元)	0.42	0.59	0.78
其他非流动负债	1904	1297	1497				
负债合计	5872	5568	6102	主要财务比率			
少数股东权益	11	8	3	会计年度	2015	2016E	2017E
股本	1483	1483	1483	成长能力			
资本公积	2459	2459	2459	营业收入	3.7%	42.0%	25.0%
留存收益	2909	3779	4731	营业利润	14.3%	43.4%	33.5%
归属母公司股东权益	6841	7721	8673	归属于母公司净利润	16.3%	42.9%	30.7%
负债和股东权益	12725	13297	14778	获利能力			
				毛利率(%)	32.8%	32.9%	32.9%
现金流量表				净利率(%)	13.4%	13.5%	14.1%
会计年度	2015	2016E	2017E	ROE(%)	9.0%	11.4%	13.3%
经营活动现金流	1047	851	836	ROIC(%)	11.8%	15.1%	17.1%
净利润	611	877	1145	偿债能力			
折旧摊销	266	253	278	资产负债率(%)	46.1%	41.9%	41.3%
财务费用	186	180	160	净负债比率(%)	41.97%	45.66%	41.24%
投资损失	-5	0	0	流动比率	1.82	1.92	2.10
营运资金变动	-87	-439	-784	速动比率	1.30	1.39	1.49
其他经营现金流	76	-19	37	营运能力			
投资活动现金流	-1301	151	-287	总资产周转率	0.40	0.50	0.58



资本支出	375	175	175	应收账款周转率	4	5	5
长期投资	-729	-322	107	应付账款周转率	5.00	5.65	5.37
其他投资现金流	-1655	4	-4	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	1415	-724	-177	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.59	0.78
短期借款	-245	82	-27	每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.57	0.56
长期借款	-40	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.61	5.21	5.85
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	0	0	0	P/E	31.59	22.11	16.92
其他筹资现金流	1700	-806	-150	P/B	2.84	2.52	2.24
现金净增加额	1162	278	372	EV/EBITDA	16	13	10

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。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名。

研究助理 张溢：清华大学经济学硕士，三年石油行业研究经验，2015 年加入中信建投轻工研究团队，所在团队获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名。

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

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@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

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@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