

低估值+大股东增持，业绩逐步向好

投资要点

- **事件：**公司发布半年报，16H1 实现营收 22.4 亿元，同比增 10.3%，实现净利润 3.9 亿元，同比增长 15.3%。其中内销收入 6.2 亿元，增速为 7.5%，外销收入 16.2 亿元，增速 11.2%，外销仍占公司 72.5% 的比重，基本与去年同期持平。受益于加蓬林地原料供应增多，成本有所控制，毛利率上升 1.45 个百分点达 36.55%。
- **产品结构改善+原料供应销售，盈利能力不断增强。**公司产品分为实木家具、软体沙发和地板三大类，实木家具占比超过 85%。其中家具和沙发的毛利率高达 38% 和 34.6%，但地板毛利率仅 17.5%。公司在销售上加大大向高毛利产品倾斜，实木家具和软体沙发的占比明显提升，地板收入下降 18%，低毛利产品减少，结构调整显著。公司自有或控制的国内外林木资源已超过 500 万亩，是国内家居制造行业中拥有林木资源最为丰富的公司之一，目前原材料自给率已近 40%，自有林地原料供应的到岸价格比国内采购要低 35% 左右，成本大大缩减，未来原料自给率有望达到 70% 的水平。基于这两方面，公司的盈利能力将长期改善。
- **打造“Y+生态圈”，多流量入口协同发展。**公司通过参股多家泛家居领域的公司（包括美乐乐、有住网、海尔家居、爱福窝、金融 1 号店等），在电商、家装、工装、设计、消费金融等多方面设立流量入口，实现全方位引流。同时入股多功能家具第一品牌多维尚书、收购国际知名软体家具企业华达利，实现实木、软式、多功能等多品类家具集合，极大程度地丰富了公司的产品类型和覆盖人群。目前“Y+生态圈”已基本搭建完成，协同性将逐步体现，全面提升公司品牌在国内市场的认可度，增长斜率有望提升。
- **大股东大规模增持构筑安全边际。**大股东从复牌至今先后增持多次，累计增持约 4600 万股，占总股本 3.12%，增持均价约 11.2 元，增持总额超过 5 亿元。公司承诺增持下限，未来不排除继续增持的可能。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.56 元、0.72 元、0.9 元，对应 16 年 PE 仅 21 倍，考虑家具公司平均估值 35 倍（剔除新股），我们给予公司 30 倍 PE，目标价 16.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**华达利整合不及预期的风险，内销不及预期的风险，“Y+生态圈”协同性不及预期的风险。

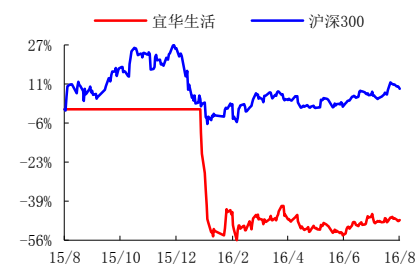
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	4591.67	5745.52	6949.50	8599.16
增长率	3.73%	25.13%	20.96%	23.74%
归属母公司净利润（百万元）	628.57	827.93	1060.72	1329.30
增长率	18.47%	31.72%	28.12%	25.32%
每股收益 EPS（元）	0.42	0.56	0.72	0.90
净资产收益率 ROE	8.91%	11.04%	12.77%	14.28%
PE	27.51	20.88	16.30	13.01
PB	2.52	2.31	2.08	1.86

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：熊莉
 执业证号：S1250514080002
 电话：023-63786278
 邮箱：xiangli@swsc.com.cn
 联系人：蔡欣
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.83
流通 A 股(亿股)	14.83
52 周内股价区间(元)	9.86-22.33
总市值(亿元)	172.90
总资产(亿元)	131.70
每股净资产(元)	4.70

相关研究

关键假设：

假设 1：家具受益于地产后周期，在未来保持稳定增长，16-18 年增速分别为 11.5%、20%和 22%；产品结构向高毛利产品倾斜，原料成本下降，16-18 年毛利率分别为 35.5%、36.3%和 37%。

假设 2：地板增速略有增长，16-18 年增速分别为 5%、8%和 12%，毛利率分别为 26%、27%和 28%。

假设 3：收购的华达利并表情况暂时放在“其他”项，预计 16-18 年“其他”项收入分别 6.3、8.6 和 11.2 亿元。内销毛利率较高，分别为 20%、25%和 28%。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	4,426.63	5,539.01	6,699.72	8,290.08
yoy	8.21%	25.13%	20.96%	23.74%
营业成本	2,912.17	3,704.86	4,400.26	5,369.35
毛利率	34.21%	33.11%	34.32%	35.23%
家具				
收入	4,076.72	4,545.54	5,454.65	6,654.67
yoy	9.11%	11.50%	20.00%	22.00%
成本	2,656.20	2,931.88	3,474.61	4,192.45
毛利率	34.84%	35.50%	36.30%	37.00%
地板				
收入	340.02	357.02	385.58	431.85
yoy	-2.21%	5.00%	8.00%	12.00%
成本	247.85	264.20	281.48	310.93
毛利率	27.11%	26.00%	27.00%	28.00%
原木				
收入	1.54	1.85	2.77	4.16
yoy	46.67%	20.00%	50.00%	50.00%
成本	0.93	1.11	1.64	2.41
毛利率	39.61%	40.00%	41.00%	42.00%
其他				
收入	8.35	634.60	856.71	1,199.39
yoy	43.47%	7500.00%	35.00%	40.00%
成本	7.19	507.68	642.53	863.56
毛利率	13.89%	20.00%	25.00%	28.00%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4591.67	5745.52	6949.50	8599.16	净利润	623.50	827.93	1060.72	1329.30
营业成本	3087.82	3842.99	4564.31	5569.54	折旧与摊销	266.23	383.69	421.45	462.15
营业税金及附加	41.12	51.45	62.23	77.01	财务费用	185.99	31.91	5.54	3.11
销售费用	268.73	402.19	507.31	670.73	资产减值损失	10.32	15.00	20.00	25.00
管理费用	278.55	402.19	507.31	644.94	经营营运资本变动	325.55	-613.72	-502.66	-734.26
财务费用	185.99	31.91	5.54	3.11	其他	-364.23	-14.86	-20.07	-24.99
资产减值损失	10.32	15.00	20.00	25.00	经营活动现金流净额	1047.35	629.95	984.99	1060.30
投资收益	4.53	0.00	0.00	0.00	资本支出	-227.55	-660.00	-450.00	-530.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1073.73	5.00	0.00	-5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1301.28	-655.00	-450.00	-535.00
营业利润	723.68	999.80	1282.79	1608.83	短期借款	-245.09	-847.28	195.06	449.27
其他非经营损益	3.99	-5.00	-10.00	-15.00	长期借款	-40.00	0.00	12.00	15.00
利润总额	727.67	994.80	1272.79	1593.83	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	116.81	166.87	212.07	264.54	支付股利	-163.12	-193.54	-254.92	-326.60
净利润	610.87	827.93	1060.72	1329.30	其他	1863.46	-61.47	-5.54	-3.11
少数股东损益	-5.07	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1415.25	-1102.29	-53.39	134.56
归属母公司股东净利润	628.57	827.93	1060.72	1329.30	现金流量净额	1162.25	-1127.34	481.59	659.86
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	3425.54	2298.21	2779.80	3439.66	成长能力				
应收和预付款项	1579.55	1997.52	2405.22	2974.50	销售收入增长率	3.73%	25.13%	20.96%	23.74%
存货	1980.90	2465.22	2928.03	3572.89	营业利润增长率	14.29%	38.15%	28.30%	25.42%
其他流动资产	11.11	13.90	16.81	20.80	净利润增长率	15.85%	35.53%	28.12%	25.32%
长期股权投资	148.08	148.08	148.08	148.08	EBITDA 增长率	4.69%	20.37%	20.80%	21.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3275.96	3529.68	3498.99	3482.15	毛利率	32.75%	33.11%	34.32%	35.23%
无形资产和开发支出	1008.31	1034.06	1096.95	1186.12	三费率	15.97%	14.56%	14.68%	15.34%
其他非流动资产	1295.20	1290.05	1291.39	1291.91	净利率	13.30%	14.41%	15.26%	15.46%
资产总计	12724.65	12776.70	14165.27	16116.12	ROE	8.91%	11.04%	12.77%	14.28%
短期借款	2302.13	1454.85	1649.91	2099.18	ROA	5.14%	4.80%	6.48%	7.49%
应付和预收款项	1117.16	1317.16	1602.59	1960.68	ROIC	9.41%	9.79%	10.78%	12.01%
长期借款	122.50	122.50	134.50	149.50	EBITDA/销售收入	25.61%	24.63%	24.60%	24.12%
其他负债	2330.26	2384.76	2475.03	2600.82	营运能力				
负债合计	5872.05	5279.27	5862.03	6810.18	总资产周转率	0.40	0.45	0.52	0.57
股本	1482.87	1482.87	1482.87	1482.87	固定资产周转率	1.71	2.08	2.46	3.00
资本公积	2459.23	2459.23	2459.23	2459.23	应收账款周转率	3.80	4.20	4.16	4.18
留存收益	2909.47	3543.86	4349.67	5352.37	存货周转率	1.65	1.73	1.69	1.71
归属母公司股东权益	6841.13	7485.96	8291.76	9294.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.43%	—	—	—
少数股东权益	11.47	11.47	11.47	11.47	资本结构				
股东权益合计	6852.60	7497.43	8303.24	9305.94	资产负债率	46.15%	41.32%	41.38%	42.26%
负债和股东权益合计	12724.65	12776.70	14165.27	16116.12	带息债务/总负债	71.75%	63.76%	60.95%	59.28%
					流动比率	1.82	2.08	2.13	2.10
					速动比率	1.30	1.32	1.36	1.35
					股利支付率	25.95%	23.38%	24.03%	24.57%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.56	0.72	0.90
					每股净资产	4.62	5.06	5.60	6.28
					每股经营现金	0.71	0.42	0.66	0.72
					每股股利	0.11	0.13	0.17	0.22
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1175.89	1415.40	1709.78	2074.09					
PE	27.51	20.88	16.30	13.01					
PB	2.52	2.31	2.08	1.86					
PS	3.77	3.01	2.49	2.01					
EV/EBITDA	14.32	12.07	9.83	8.01					
股息率	0.94%	1.12%	1.47%	1.89%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn