

宜华生活 (600978.SH)

评级：买入维持评级

公司点评

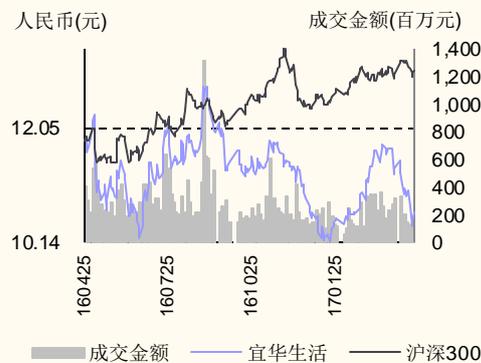
市场价格(人民币)：10.63元

Y+生态圈布局趋完整，整体业绩待突破

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,482.87
总市值(百万元)	15,762.91
年内股价最高最低(元)	12.73/10.14
沪深300指数	3466.79
上证指数	3173.15



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.42	0.48	0.57	0.72	0.90
每股净资产(元)	4.61	4.99	5.41	5.69	6.37
每股经营性现金流(元)	0.71	0.86	0.35	0.75	0.93
市盈率(倍)	54	22	19	15	12
行业优化市盈率(倍)	N/A	98	98	98	98
净利润增长率(%)	16.26%	15.18%	19.60%	25.13%	25.06%
净资产收益率(%)	9.00%	9.58%	10.57%	12.59%	14.05%
总股本(百万股)	1,482.87	1,482.87	1,482.87	1,482.87	1,482.87

来源：Wind、国金证券研究所

业绩简评

■ 2016年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润57.00亿元、8.68亿元和7.09亿元，同比分别增长24.14%、19.91%和15.18%。实现全面摊薄EPS0.48元/股，低于我们的预期。经营活动净现金流为12.78亿元，高于同期净利润。分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4营收同比增速分别为4.27%/14.11%/39.83%/31.69%，归母净利润同比增速分别为9.98%/18.21%/16.53%/11.92%。2016年分配预案为每10股派现金红利0.55元(含税)。

经营分析

■ 营收保持中高速增长，收购华达利致各项费率有所上升。2016年，公司收入继续保持中高速增长(+24.14%)，毛利率增至36.09%(+3.34pct.)。公司期间费用率上升4.27pct.。其中，销售费用率、管理费用率及财务费用率分别上升3.01pct./0.82pct./0.44pct.，公司各项费率的明显上升主要系由于公司本年收购华达利导致对应费用均有所上升所致。公司归母净利润率为12.45%(-0.97pct.)，盈利能力略有下滑。

■ 家具制造核心业务经营优势凸显，外销业务持续高速增长。家具制造核心业务方面，公司继续通过上下游产业链延伸保持较强竞争优势。上游原材料端，公司自有或控制的国内外林木资源已超过500万亩，板材自给率的提高有效降低了公司制造成本，目前公司家具制造业务毛利率可比肩定制家具龙头索菲亚及好莱客，公司盈利能力明显转好。下游营销端，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，已在全国两百多个大中城市拥有400多家经销商门店，同时公司通过自购房产形式建设体验中心，体验中心在传统门店经营基础上，更加强调了品牌推广与服务完善功能，目前公司已在北京、上海等一二线城市设立了18家体验中心，公司渠道布局有力完善。受国内房产低景气度及定制家具等新兴制造模式走俏影响，2016年公司内销业务收入略有下滑，未来随着公司加快内销体系建设、同时泛家居圈协同效应进一步加强，公司内销业务有望恢复中高速增长。外销收入端，得益于公司在外销市场采用灵活的经营策略，调整产品结构，拓展软体家具市场，2016年公司外销业务继续保持了高速增长，考虑到公司在海外市场竞争力以及对软体家具业务的进一步整合优化，我们认为公司外销业务中高速增长态势将得以持续。

相关报告

- 《宜华生活2016年三季度点评-华达利如期收购完成，内外业务逐...》，2016.10.31
- 《宜华生活2016年半年报点评-协同效应逐步显现，下半年业绩有...》，2016.8.26
- 《宜华生活点评报告-私有化华达利顺利推进，全年业绩增厚可期》，2016.7.24
- 《宜华生活(600978.SH)深度研究-泛家居一体化成型，家...》，2016.6.7
- 《宜华木业点评报告-“Y+生态系统”融合协进，家居产业巨轮启航》，2016.4.25

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiუსijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

- **完成收购华达利，期待泛家居生态圈带来公司业绩突破。**2014 年以来，公司先后投资参股美乐乐、海尔家居和爱福窝等“泛家居”产业链企业，通过资源整合、流量共享和产品相互渗透，Y+生态圈已成为公司国内业务发展的有力支持。2016 年，公司完成了华达利 100% 股权收购，华达利作为公司泛家居生态圈重要一环，有力丰富了生态圈软体家居产品品类，进一步促进了生态圈企业的协同发展。对于公司本身来说，收购华达利后，一方面，华达利作为全球软体沙发领先品牌，将显著增厚公司现有业绩规模；另一方面公司可借助华达利现有全球营销渠道，促进现有家具业务的海外布局渗透；同时，考虑到国内软体家具行业巨大市场空间及分散的竞争格局，公司可通过已有营销渠道加强华达利在国内市场拓展销售，为公司内销业务贡献新的增长点。随着华达利全球业务的整合发力，同时泛家居生态圈协同效应不断增强，未来公司业绩突破增长值得期待。

风险因素

- 房地产市场下行风险；Y+生态系统整合和管理风险；华达利业绩承诺不达预期。

盈利预测与投资建议

- 公司产业链布局完整，“Y+生态系统”的有效整合，将促进公司国内业务的跨越式发展，控股股东多次增持亦彰显对公司长期价值的认可。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.57/0.72/0.90 元/股（三年 CAGR23.2%），对应 PE 分为 29/15/12 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,427	4,592	5,700	6,169	7,072	8,029
增长率		3.7%	24.1%	8.2%	14.6%	13.5%
主营业务成本	-2,912	-3,088	-3,643	-4,127	-4,710	-5,281
%销售收入	65.8%	67.2%	63.9%	66.9%	66.6%	65.8%
毛利	1,514	1,504	2,057	2,042	2,362	2,748
%销售收入	34.2%	32.8%	36.1%	33.1%	33.4%	34.2%
营业税金及附加	-48	-41	-60	-62	-70	-79
%销售收入	1.1%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-328	-269	-505	-463	-504	-543
%销售收入	7.4%	5.9%	8.9%	7.5%	7.1%	6.8%
管理费用	-248	-279	-393	-401	-437	-471
%销售收入	5.6%	6.1%	6.9%	6.5%	6.2%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	890	915	1,099	1,117	1,352	1,655
%销售收入	20.1%	19.9%	19.3%	18.1%	19.1%	20.6%
财务费用	-243	-186	-256	-73	-47	-27
%销售收入	5.5%	4.1%	4.5%	1.2%	0.7%	0.3%
资产减值损失	-14	-10	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	10	0	0	0
投资收益	0	5	7	2	2	2
%税前利润	0.0%	0.6%	0.8%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	633	724	868	1,046	1,306	1,631
营业利润率	14.3%	15.8%	15.2%	17.0%	18.5%	20.3%
营业外收支	6	4	8	3	3	3
税前利润	639	728	876	1,049	1,309	1,634
利润率	14.4%	15.8%	15.4%	17.0%	18.5%	20.3%
所得税	-112	-117	-168	-200	-248	-306
所得税率	17.5%	16.1%	19.2%	19.1%	18.9%	18.7%
净利润	527	611	708	849	1,062	1,328
少数股东损益	-2	-5	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	530	616	709	849	1,062	1,328
净利率	12.0%	13.4%	12.4%	13.8%	15.0%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	527	611	708	849	1,062	1,328
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	261	277	304	354	379	406
非经营收益	245	252	288	113	115	96
营运资金变动	-442	-92	-22	-790	-443	-450
经营活动现金净流	590	1,047	1,278	525	1,112	1,379
资本开支	-365	-374	-516	708	-246	-259
投资	-10	-956	-1,675	-1	0	0
其他	3	29	5	2	2	2
投资活动现金净流	-372	-1,301	-2,187	709	-243	-256
股权募资	1,305	0	0	0	-401	0
债权募资	-335	1,793	1,533	-1,142	-38	-693
其他	-609	-377	-327	-175	-320	-352
筹资活动现金净流	361	1,416	1,206	-1,317	-759	-1,045
现金净流量	580	1,162	297	-83	110	78

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,221	3,426	3,552	3,470	3,580	3,658
应收款项	1,231	1,286	1,705	1,662	1,906	2,164
存货	1,764	1,981	2,677	2,360	2,694	3,020
其他流动资产	442	305	585	534	610	683
流动资产	5,658	6,997	8,519	8,027	8,789	9,526
%总资产	55.2%	55.0%	53.3%	56.0%	58.7%	61.2%
长期投资	0	966	958	959	958	958
固定资产	3,067	3,276	4,024	3,930	3,820	3,694
%总资产	29.9%	25.7%	25.2%	27.4%	25.5%	23.8%
无形资产	1,000	1,027	1,973	1,413	1,393	1,373
非流动资产	4,592	5,728	7,456	6,303	6,173	6,028
%总资产	44.8%	45.0%	46.7%	44.0%	41.3%	38.8%
资产总计	10,250	12,725	15,975	14,330	14,961	15,553
短期借款	2,575	2,342	3,255	2,261	2,223	1,528
应付款项	820	888	1,328	1,180	1,347	1,512
其他流动负债	215	615	1,340	486	578	684
流动负债	3,610	3,846	5,922	3,927	4,148	3,724
长期贷款	163	123	78	78	78	79
其他长期负债	98	1,904	2,557	2,289	2,289	2,289
负债	3,871	5,872	8,557	6,294	6,514	6,092
普通股股东权益	6,376	6,841	7,406	8,024	8,435	9,449
少数股东权益	3	11	12	12	12	12
负债股东权益合计	10,250	12,725	15,975	14,330	14,961	15,553

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.36	0.42	0.48	0.57	0.72	0.90
每股净资产	4.30	4.61	4.99	5.41	5.69	6.37
每股经营现金净流	0.40	0.71	0.86	0.35	0.75	0.93
每股股利	0.09	0.11	0.13	0.14	0.17	0.21
回报率						
净资产收益率	8.31%	9.00%	9.58%	10.57%	12.59%	14.05%
总资产收益率	5.17%	4.84%	4.44%	5.92%	7.10%	8.54%
投入资本收益率	8.05%	6.92%	6.75%	7.13%	8.41%	10.07%
增长率						
主营业务收入增长率	8.21%	3.73%	24.14%	8.22%	14.64%	13.54%
EBIT增长率	14.72%	2.84%	20.07%	1.59%	21.04%	22.46%
净利润增长率	29.04%	16.26%	15.18%	19.60%	25.13%	25.06%
总资产增长率	18.83%	24.15%	25.54%	-10.30%	4.40%	3.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87	96	93	93	93	93
存货周转天数	198	221	233	209	209	209
应付账款周转天数	67	73	81	73	73	73
固定资产周转天数	216	217	241	222	193	168
偿债能力						
净负债/股东权益	8.10%	12.08%	27.90%	14.41%	11.95%	2.51%
EBIT利息保障倍数	3.7	4.9	4.3	15.3	28.5	61.6
资产负债率	37.76%	46.15%	53.56%	43.92%	43.54%	39.17%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.17

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-20	买入	22.33	N/A
2	2016-01-26	买入	16.28	N/A
3	2016-04-20	买入	13.12	N/A
4	2016-04-25	买入	12.30	N/A
5	2016-06-07	买入	11.36	17.33~17.33
6	2016-07-24	买入	11.91	N/A
7	2016-08-26	买入	11.66	N/A
8	2016-10-31	买入	11.28	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD