

证券研究报告 • 上市公司简评

轻工制造

华达利并表 驱动业绩稳增

事件

(1) 4月21日晚间，公司发布年度报告。公司2016年营业收入为57.00亿元，较上年同期增24.24%，实现归属于母公司所有者的净利润为7.09亿元，较上年同期增15.18%，扣除华达利业绩的宜华生活营收、归母净利润分别为46.02亿元、5.92亿元，分别同比上涨0.10%、同比下降3.90%。分季来看，公司2016年Q4实现营收19.47亿元，同比增长31.69%，归属于上市公司股东的净利润0.99亿元，同比增长11.91%。

(2) 同时，公司公布利润分配预案，以2016年12月31日的总股本14.83亿股为基数，向股每10股派0.55元（含税），共派现金股利8155.78万元。

简评

销售稳增，驱动业绩成长稳健

(1) 市场开拓增加，销量稳步成长。受国内外市场开拓增加，销量稳步增长，营收稳健上行。其中受产品销售数量及结构的变化影响收入增长18.4亿元，受产品销售价格的变化影响收入下降8.6亿元。

分产品看，2016家具、地板、原木分别实现营收52.4亿元、3.1亿元、1.2亿元，分别同比上涨24.96%、下降19.62%、上涨388.49%。

分地域看，2016国外实现收入43.6亿元，同比增长30.99%，受工程收入下降影响，国内实现营业收入12.1亿元，同比下跌4.06%。

(2) 华达利并表，提升整体收益。宜华生活全资子公司香港理想家居9月完成对华达利的并购，并购对家18.30亿元人民币，并购完成后，华达利成为香港理想家居的全资子公司，公司踏入软体家居领域。华达利2016年9月实现并表，2016实现并表收入、净利润分别为11.0亿元、1.2亿元，显著增厚公司业绩。

宜华生活 (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：孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-85156473

研究助理：丰毅

fengyizgs@csc.com.cn

010-65608261

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2017年4月24日

当前股价：10.63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
-9.07/-6.85	1.53/-0.07	-12.64/-19.87
12月最高/最低价(元)		13.05/9.79
总股本(万股)		148287.00
流通A股(万股)		146535.95
总市值(亿元)		157.63
流通市值(亿元)		155.77
近3月日均成交量(万)		1560.69
主要股东		
宜华企业(集团)有限公司		24.85%

股价表现



毛利率提高，费用率上行

2016 公司综合毛利率 36.09%，较上年同期提高 3.34pct。分地域看，受益人民币贬值，外销毛利率提升 4.84pct 至 34.25%；因工程单收入减少，内销毛利率提升 2.17pct 至 43.8%。分产品看，2016 年家具毛利率较上年同期提高 3.55pct 至 37.94%；地板较上年同期降低 5.40pct 至 9.89%；原木毛利率较上年同期降低 13.52pct 至 16.33%；其他业务毛利率较上年同期提高 5.56pct 至 26.59%。

2016 公司期间费用率为 20.24%，较上年同期上涨 4.27pct。分项看，因收购产生的财务费用影响，财务费用率较上年同期增长 0.44pct 至 4.49%；因收购华达利，销售费用率较上年同期上涨 3.01pct 至 8.86%，管理费用率较上年同期提高 0.82pct 至 6.89%。

展望 2017 全年：Y+生态系统逐步发力，华达利业绩可期

(1) 持续推进上下游产业链整合。公司主要产品为实木家具，主要原材料占产品生产成本比例较高，公司在上游通过租赁林地使用权、境外股权收购等方式丰富自有林地资源，目前公司自有或控制的国内外林木资源已超过 500 万亩，随着粗加工生产能力的不断提升，公司产品原材料的自供木材占比不断提升，驱动毛利率水平的提升。公司在下游打造“家具体验中心+经销商”的国内营销网络布局，以体验馆为中心点辐射周边区域经销商。截止 2016H1 公司拥有 16 家体验中心，400 多家经销门店，随着内销渠道逐步扩张，内销收入增长可期。

(2) 全力构建“Y+生态系统”。通过投资美乐乐等泛家居领域企业，整合实体渠道和互联网平台的流量，布局“互联网+泛家居一体化”，实现融合大数据、移动应用、消费金融等创新技术的 O2O 家居运营模式。

(3) 华达利并表，协同作用凸显。在产品端，华达利将补充宜华生活软体家具板块，在渠道端，华达利和宜华分别主攻欧洲、美国市场，海外渠道有望协同，而宜华内销拓展有带动华达利国内销售。此外，宜华生活收购完成后华达利将从新加坡退市，并计划将总部迁入中国，进行终端零售业务整合，上市维护费用减少和管理费用率下降有助于公司业绩显著提升。

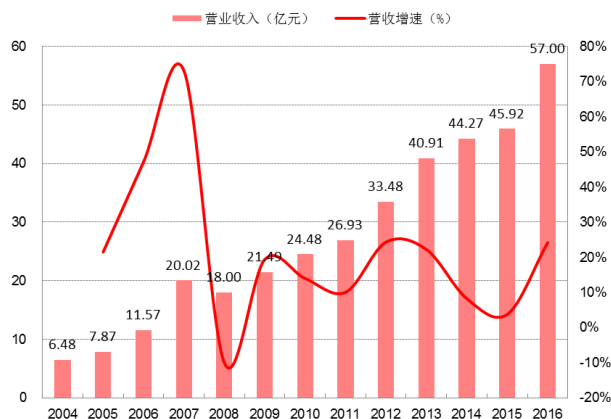
华达利承诺公司核心管理人士至少任职 60 个月，并承诺在 2016 年 8 月 1 日至 2017 年 7 月 31 日、2017 年 8 月 1 日至 2018 年 7 月 31 日、2018 年 8 月 1 日至 2019 年 7 月 31 日财年华达利分别实现净利润不低于 0.25、0.28、0.30 亿美元，按照 1:6.9 的汇率计算，合人民币 1.7、1.9、2.1 亿元。我们认为，华达利目前的承诺业绩仍较谨慎，不排除超预期可能。

(4) 大股东持续增持彰显信心。公司大股东宜华集团自 2016 年 10 月 31 日起至本 3 月 4 日，宜华集团累计增持公司股票 2964 万股，占公司总股本的 1.999%；增持金额为 3.20 亿元，增持均价为 10.79 元/股。此外，公司控股股东宜华集团于 2016 年 1 月 25 日、2016 年 1 月 25 日至 2 月 29 日、2016 年 3 月 10 日至 6 月 27 日增持股份分别占公司总股本 0.07%、0.68%、2.44%。股东持续增持，彰显对公司长期发展信心。

投资建议：公司外销稳健，内销持续构建“Y+”生态系统，业绩可期。华达利并表后，协同作用凸显。我们预计 2017、2018 年公司归母净利润分别为 9.0 亿（其中华达利 2 亿）、10.55 亿（其中华达利 2.5 亿），对应 14.83 亿的股本，EPS 分别为 0.61、0.71 元，对应 PE 为 18、15 倍，目前总市值 158 亿，维持“买入”评级。

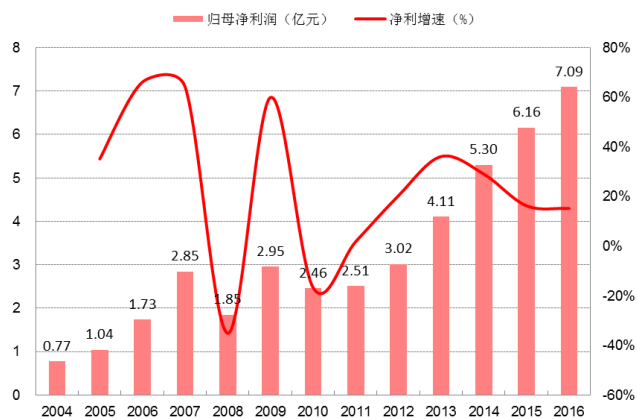
风险因素：出口下滑，行业竞争激烈。

图 1：宜华生活 2004-2016 收入（亿元）及同比（%）



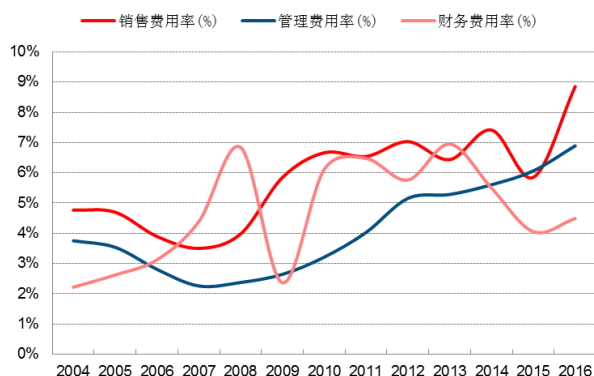
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 2：宜华生活 2004-2016 净利（亿元）及同比（%）



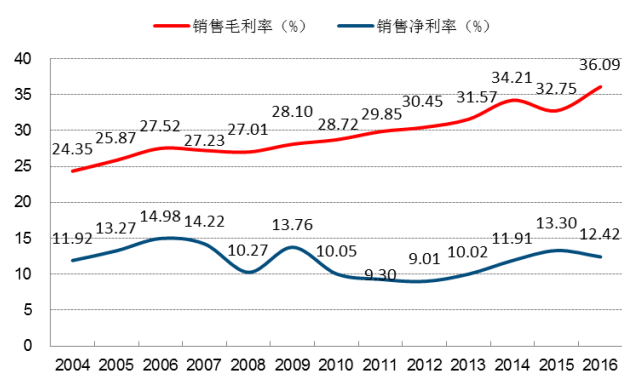
资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 3：宜华生活 2004-2016 期间费用率情况（%）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

图 2：宜华生活 2004-2016 毛利率和净利率率情况（%）



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 1：2012 年-2016 年宜华生活业绩拆分表（分产品）

	2012	2013	2014	2015	2016
家具					
收入（亿元）	30.92	37.36	40.77	41.93	52.40
毛利	9.36	11.90	14.21	14.42	19.88
毛利率(%)	30.26	31.85	34.84	34.39	37.94
地板					
收入（亿元）	2.50	3.48	3.40	3.89	3.13
毛利	0.79	0.96	0.92	0.59	0.31
毛利率(%)	31.40	27.65	27.11	15.29	9.89
原木					



收入（亿元）	0.00	0.01	0.02	0.02	0.12
毛利	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02
毛利率(%)		40.58	39.75	29.85	16.33
其他					
收入（亿元）	0.05	0.06	0.08	0.07	1.36
毛利	0.05	0.05	0.01	0.01	0.36
毛利率(%)	98.08	82.42	13.96	21.03	26.59

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，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，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理 孙金琦：2017 年 4 月加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究；2014-2015 年于广发证券、2015~2017 年于东兴证券从事轻工造纸研究。

研究助理 丰毅：三年金融行业从业经验，曾任私募研究团队负责人，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 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

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@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

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@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