

华达利带来新增长点，原材料供应优势显现

投资要点

- 事件:**公司发布半年报，2017H1实现营业收入33.2亿元，同比增长48%，实现归母净利润4.7亿，同比增长20.7%；其中Q2实现营业收入20.2亿，同比增长41.6%；归母净利润3.1亿元，同比增长20.4%，扣非后净利润增长20.1%。
- 华达利并表带来快速增长，毛利率小幅提升。**分品类看，家具和地板业务分别增长66.6%和-26.1%。其中沙发类由于华达利去年9月并表带来较大增长。分区域看，国内内销市场收入达到7.1亿，同比增长16.2%（主要是原主业贡献）；海外市场在加入了华达利业务后上半年收入规模达到25.7亿，同比增长58.8%。公司在1月对内销新品进行提价，内销产品毛利率从43.8%提升至46.7%，受原材料涨价影响不明显。外销产品中由于华达利以前毛利率水平较低，虽然现在向行业平均水平恢复，但并表后仍在一定程度上影响了外销产品的毛利率水平。总的来看，公司通过提升木材自给率，控制原材料采购价格，同时对部分产品提价等方式将毛利率从去年同期36.6%到37.9%。费用方面，销售费用从1.1亿提升到3.3亿，同比提升192%，主要是华达利并表后公司广告费、运输费和员工薪酬等上涨幅度较大所致。
- 产业链延伸至上游，稳定的原材料供应优势显现。**公司生产所需的主要原材料是原木、锯材等，目前公司自有或控制的国内外林木资源已超过500万亩，在加蓬等地有自己的林地，原木质量得以保证。产业链延伸至上游，公司生产成本大幅降低。据估计自有林地木材价（加运费）比国内采购价低近40%，目前自有木材使用量只占木材使用总量的35%，随着产能逐渐释放，预计成本还有下降空间。
- “Y+生态圈”提供多流量入口。**公司通过参股多家泛家居领域的公司，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。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。
- 盈利预测与估值:**预计2017-2019年EPS分别为0.63元、0.76元、0.92元，未来三年利润复合增速21%，我们给予公司21倍PE，目标价13.23元，维持“买入”评级。
- 风险提示:**华达利整合不及预期的风险，内销增长不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5700.17	8049.09	9768.60	11692.04
增长率	24.14%	41.21%	21.36%	19.69%
归属母公司净利润(百万元)	749.89	931.47	1128.60	1357.16
增长率	19.30%	24.21%	21.16%	20.25%
每股收益EPS(元)	0.51	0.63	0.76	0.92
净资产收益率ROE	9.54%	11.51%	12.62%	13.63%
PE	20.98	16.89	13.94	11.59
PB	2.12	1.94	1.76	1.58

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
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)	9.24-12.73
总市值(亿元)	157.33
总资产(亿元)	171.64
每股净资产(元)	5.24

相关研究

关键假设：

公司在收购华达利后加大内销力度，从木制家具延伸到沙发软装领域，将成为公司未来新增长点。我们对公司盈利预测如下：

假设 1：预计未来三年成品家具保持 10% 左右稳定增长，考虑到公司内销渠道发力，加大开店力度，同时华达利收购进来后木制家具和软装家具的协同效应显现，未来三年公司家具产品增速能高于行业增速。

假设 2：华达利并表后公司加强其在国内市场的投入，加快开店速度，预计未来每年新增门店 100 家，对华达利内销拉动较大。

假设 3：随着公司木材自给率逐步增加，毛利率随之有所提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项业务收入及毛利率预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	4,426.63	4,591.67	5,700.17	8,049.10	9,768.60	11,692.04
<code>yoY</code>		3.73%	24.14%	41.21%	21.36%	19.69%
营业成本	2,912.17	3,087.82	3,643.03	5,134.45	6,185.07	7,366.99
毛利率	34.21%	32.75%	36.09%	36.21%	36.68%	36.99%
家具						
收入	4,076.72	4,193.24	5,239.74	7,545.23	9,205.18	11,046.21
<code>yoY</code>		2.86%	24.96%	44.00%	22.00%	20.00%
成本	2,656.20	2,751.06	3,251.64	4,753.49	5,771.64	6,903.88
毛利率	34.84%	34.39%	37.94%	37.00%	37.30%	37.50%
地板						
收入	340.02	388.93	312.61	328.24	354.50	397.04
<code>yoY</code>		14.38%	-19.62%	5.00%	8.00%	12.00%
成本	247.85	329.46	281.68	242.90	258.78	285.87
毛利率	27.11%	15.29%	9.89%	26.00%	27.00%	28.00%
原木						
收入	1.54	2.38	11.62	12.20	12.81	13.45
<code>yoY</code>		54.55%	388.24%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	0.93	1.67	9.72	7.32	7.56	7.80
毛利率	39.61%	29.83%	16.35%	40.00%	41.00%	42.00%
其他						
收入	8.35	7.13	136.19	163.43	196.11	235.34
<code>yoY</code>		-14.61%	1810.10%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	7.19	5.62	99.98	130.74	147.09	169.44
毛利率	13.89%	21.18%	26.59%	20.00%	25.00%	28.00%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5700.17	8049.09	9768.60	11692.04	净利润	745.90	931.47	1128.60	1357.16
营业成本	3643.03	5134.45	6185.07	7366.99	折旧与摊销	311.52	536.24	568.00	604.50
营业税金及附加	60.03	84.76	102.87	123.13	财务费用	255.98	276.35	316.77	364.08
销售费用	504.91	861.25	1074.55	1309.51	资产减值损失	-7.05	15.00	20.00	25.00
管理费用	393.02	563.44	713.11	865.21	经营营运资本变动	-296.73	-1004.86	-713.89	-767.81
财务费用	255.98	276.35	316.77	364.08	其他	268.36	-62.52	-35.85	-43.26
资产减值损失	-7.05	15.00	20.00	25.00	经营活动现金流量净额	1277.98	691.69	1283.62	1539.67
投资收益	7.06	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1282.24	-660.00	-450.00	-530.00
公允价值变动损益	10.46	10.46	10.46	10.46	其他	-904.47	25.46	20.46	15.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-2186.72	-634.54	-429.54	-514.54
营业利润	867.78	1134.30	1376.69	1658.58	短期借款	907.98	187.45	418.80	432.96
其他非经营损益	8.38	0.00	0.00	0.00	长期借款	-45.00	0.00	12.00	15.00
利润总额	876.16	1134.30	1376.69	1658.58	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	168.35	202.83	248.09	301.42	支付股利	-185.36	-225.67	-280.32	-339.64
净利润	707.81	931.47	1128.60	1357.16	其他	544.07	-351.36	-316.77	-364.08
少数股东损益	-3.99	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	1221.69	-389.58	-166.28	-255.76
归属母公司股东净利润	749.89	931.47	1128.60	1357.16	现金流量净额	297.45	-332.44	687.80	769.38
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3552.07	3219.64	3907.44	4676.81	成长能力				
应收和预付款项	2220.60	2978.74	3657.53	4368.94	销售收入增长率	24.14%	41.21%	21.36%	19.69%
存货	2677.21	3823.70	4607.66	5492.58	营业利润增长率	19.91%	30.71%	21.37%	20.48%
其他流动资产	69.45	98.07	119.03	142.46	净利润增长率	15.87%	31.60%	21.16%	20.25%
长期股权投资	140.48	140.48	140.48	140.48	EBITDA 增长率	22.06%	35.65%	16.16%	16.17%
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	4023.95	4144.88	3987.41	3847.98	毛利率	36.09%	36.21%	36.68%	36.99%
无形资产和开发支出	1943.25	1951.11	1996.11	2067.40	三费率	20.24%	21.13%	21.54%	21.71%
其他非流动资产	1348.01	1340.98	1340.45	1339.09	净利润率	12.42%	11.57%	11.55%	11.61%
资产总计	15975.02	17697.60	19756.10	22075.74	ROE	9.54%	11.51%	12.62%	13.63%
短期借款	3210.11	3397.55	3816.36	4249.32	ROA	4.80%	4.43%	5.26%	5.71%
应付和预收款项	1629.12	2108.44	2588.45	3105.78	ROIC	9.87%	10.20%	10.64%	11.47%
长期借款	77.50	77.50	89.50	104.50	EBITDA/销售收入	25.18%	24.19%	23.15%	22.47%
其他负债	3640.20	4020.23	4319.64	4656.47	营运能力				
负债合计	8556.93	9603.72	10813.95	12116.07	总资产周转率	0.40	0.48	0.52	0.56
股本	1482.87	1482.87	1482.87	1482.87	固定资产周转率	1.75	2.18	2.75	3.42
资本公积	2459.23	2459.23	2459.23	2459.23	应收账款周转率	3.94	4.12	3.91	3.86
留存收益	3433.55	4139.35	4987.63	6005.15	存货周转率	1.54	1.56	1.46	1.45
归属母公司股东权益	7405.66	8081.45	8929.73	9947.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.37%	—	—	—
少数股东权益	12.43	12.43	12.43	12.43	资本结构				
股东权益合计	7418.08	8093.87	8942.16	9959.67	资产负债率	53.56%	54.27%	54.74%	54.88%
负债和股东权益合计	15975.02	17697.60	19756.10	22075.74	带息债务/总负债	65.17%	60.02%	57.29%	54.83%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	1.44	1.45	1.50	1.55
EBITDA	1435.28	1946.89	2261.46	2627.16	速动比率	0.99	0.90	0.94	0.97
PE	20.98	16.89	13.94	11.59	股利支付率	24.72%	24.23%	24.84%	25.03%
PB	2.12	1.94	1.76	1.58	每股指标				
PS	2.76	1.95	1.61	1.35	每股收益	0.51	0.63	0.76	0.92
EV/EBITDA	11.49	8.71	7.39	6.24	每股净资产	5.00	5.46	6.03	6.72
股息率	1.18%	1.43%	1.78%	2.16%	每股经营现金	0.86	0.47	0.87	1.04
					每股股利	0.13	0.15	0.19	0.23

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn