

其他轻工制造 II

2009 年 7 月 27 日

宜华木业(600978) 当前股价: 5.8 目标价: 6.5

家具出口领跑者, 增发项目克服产能瓶颈

投资要点:

- 我国已成为世界上家具生产大国和出口大国, 我国家具出口数额年增长幅度一直在 20%以上, 目前外围需求的逐步回升有望带动出口的增长。随着居民收入水平以及城市化率的逐步提高, 国内市场前景更加看好, 我国人均家具消费比较低, 国内家具市场的持续火爆使得未来国内家具市场的发展空间仍然很大。
- 公司在 08 年签订的 6 亿多美元的框架协议使得公司订单未受影响, 并保证了公司未来几年的业绩稳定。随着国内家具出口的快速发展, 公司各产品产量增加较快, 2007 年增发建设的 5 个项目将会陆续于今年年底开始投产, 随着这些项目的建成投产, 公司未来 2-3 年将会克服产能的瓶颈, 使得公司在实木家具的市场地位进一步提高, 未来公司将会着力于延伸公司产业链上下游, 并加大原材料开发和开拓国内外市场。
- 进入 2009 年, 我国进口原木价格一直同比下降, 另外国家将家具的出口退税率由 13%提高到 15%, 因此公司产品的毛利率水平会有所提高。另外公司特有的家具+地板的产品结构也能显著提升木材综合利用率, 有效降低了单位产品成本。
- 我们预测宜华木业 09-10 年的 EPS 分别为: 0.26、0.34 元。目前国内同行业上市公司 09 年市盈率为 32 倍。随着新建项目的投产, 公司未来业绩增长确定, 公司目前股价明显低估, 我们保守按照 25 倍 PE 得到股票的合理价格为 6.5 元, 并给予公司“推荐”的投资评级。

研究员: 肖群

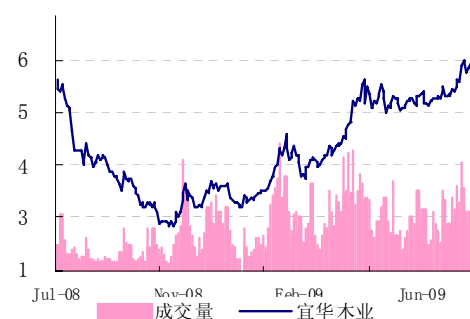
电话: 025-84457777-497

E-mail: shawqun@hotmail.com

地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 推荐 (首次)

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	100466.27
流通 A 股 (万)	75940.74
52 周内股价区间 (元)	2.35-6.3
总市值 (亿)	58.27
总资产 (亿)	38.19
每股净资产 (元)	2.59

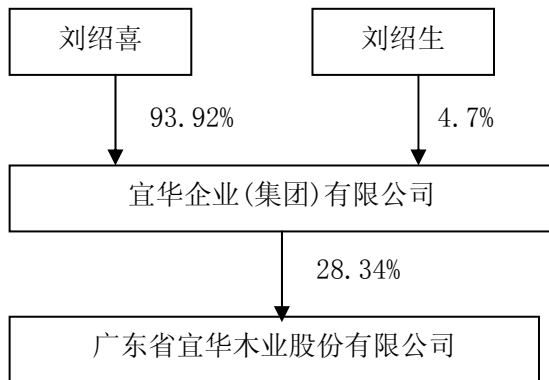
主要经营指标预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (亿)	20.02	18.00	17.90	24.00
+/-%	73.01	(10.09)	(0.57)	34.10
净利润 (亿)	2.85	1.85	2.57	3.42
+/-%	64.1	(35.08)	39.26	33.16
EPS (元)	0.28	0.18	0.26	0.34
P/E	20.48	31.55	22.65	17.01

一、公司概况

广东省宜华木业股份有限公司原为澄海市泛海木业有限公司，2004 年 8 月公开发行人民币普通股 6700 万股在上海证券交易所挂牌交易，经过转赠及增发，目前公司总股本为 100466.27 万股。公司控股股东为宜华企业(集团)有限公司，持有公司 28.34%的股权，公司董事长刘绍喜先生通过持有宜华企业(集团)有限公司 93.92%的股权，为本公司实际控制人。

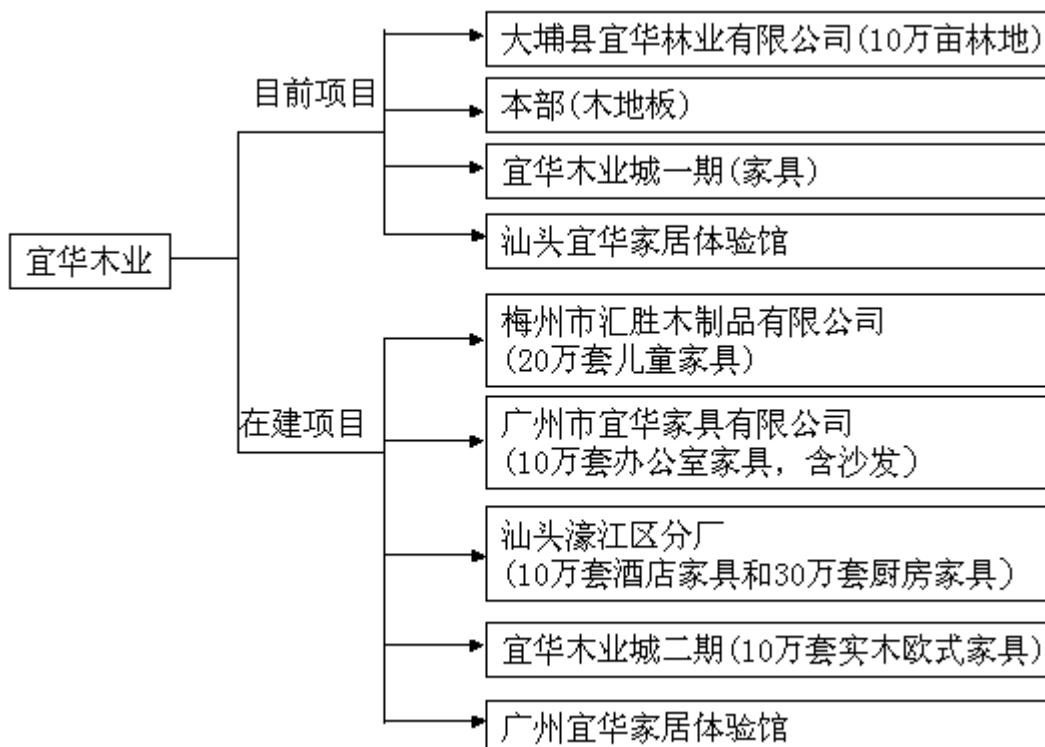
图 1：公司控制人情况



资料来源:公司报告

公司的经营范围包括家具和地板的生产以及所需主要原材料原木的收购和生产，目前公司家具全部用以出口，而地板业务中很少一部分用以国内销售，其余也是出口，2008 年公司外销部分占主营业务收入比例为 98.3%。公司本部主要是地板的生产，宜华木业城一期是目前公司家具生产的主要基地，公司 2007 年增发项目将会于今年年底前投产。

图 2：公司项目情况



资料来源:华泰证券研究所

从 2008 年公司主营业务收入和利润构成来看，家具生产是公司主营生产和利润的主要来源，由于 2009 年以后公司产能的瓶颈的打破以及公司对于国内市场的进一步开发，公司在家具市场将会有更大的作为。

图 3：2008 年公司收入与毛利结构



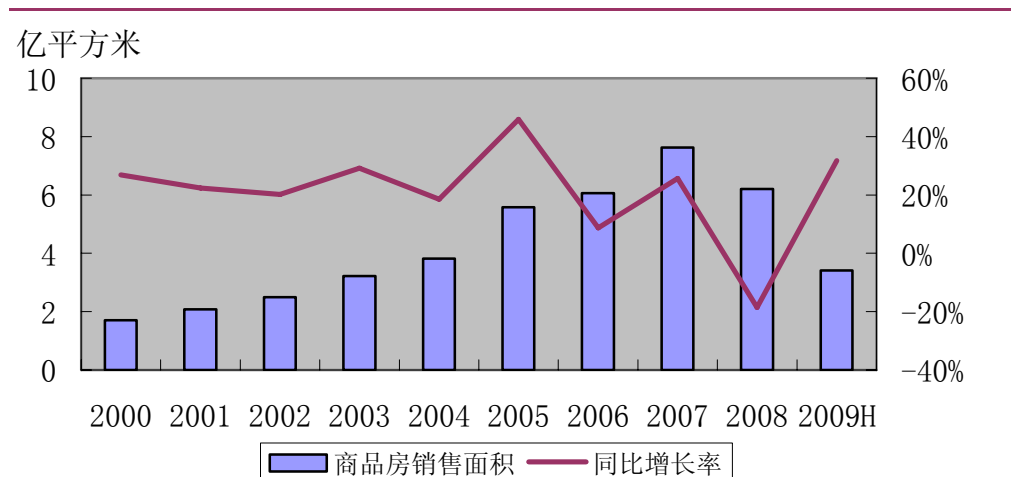
数据来源：公司公告

二、家具、地板等家装行业方兴未艾

2.1 房地产行业逐渐回暖

由于家具和木地板主要用于房屋的装修，所以该行业与房地产行业的发展息息相关。随着我国经济的持续稳定增长，人民生活水平的提高，城乡建设进程的加快，房地产业快速发展，虽然经历过 2008 年的一定调整，不过 2009 年前 6 个月我国商品房销售面积 3.41 亿 m^2 ，同比大增 31.7%。

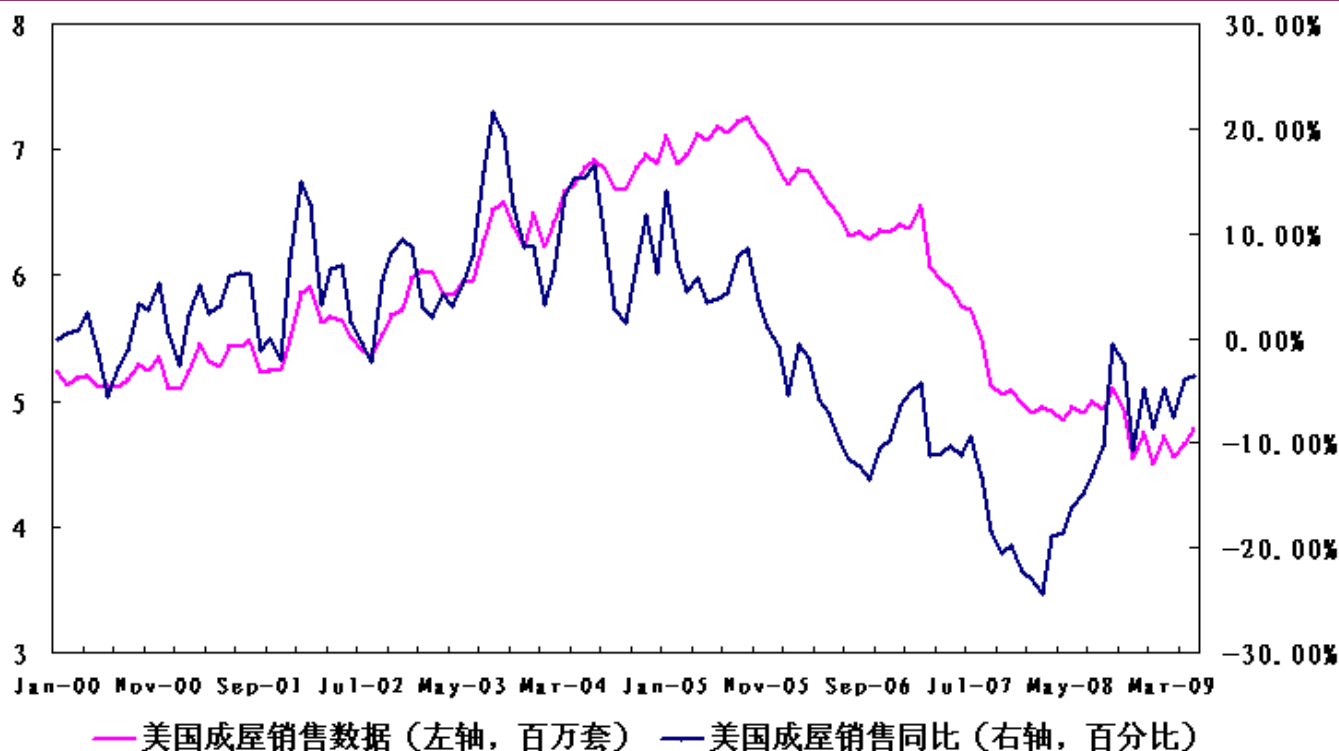
图4:我国商品房销售面积



数据来源：Wind资讯

由于宜华木业出口额40%目的地为美国，虽然目前美国的房地产表现不如中国表现抢眼，不过我们判断美国房地产正处于一个企稳阶段，数据显示5月份美国成屋销售数量为477万套，环比出现一点上升，同比降幅为3.64%，降幅继续减少。未来随着国际房地产行情的逐渐回暖，有望带动家装出口企业的业绩增长。

图5：美国成屋销售数量和同比增幅



数据来源：Bloomberg

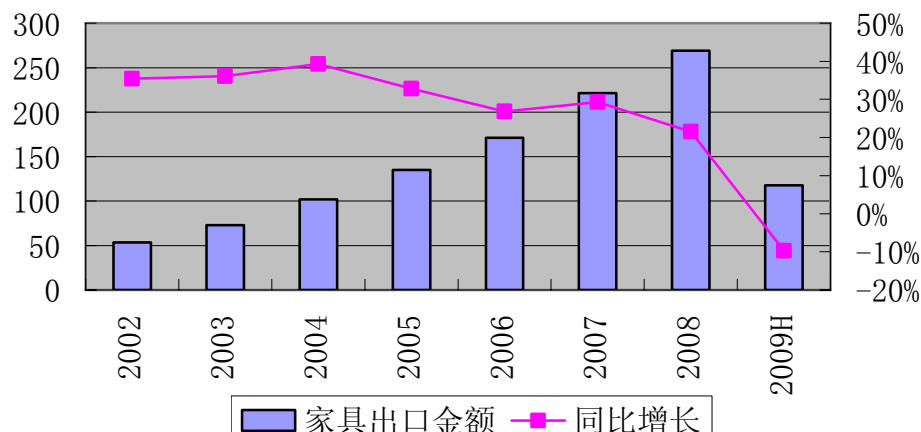
2.2 国内家具市场巨大

➤ 我国是家具生产和出口大国

我国已成为世界上家具生产大国和出口大国，由于劳动力成本的关系，家具制造业由欧洲向东欧和中国等东南亚国家转移，而且中国家具质量的逐渐走好使之受到越来越多的国外消费者的青睐，我国家具出口的数额逐年攀升，年增长幅度一直在20%以上，即使2008年下半年受到经济危机的影响，全年家具出口金额仍高达269亿美元，同比增长21.5%，在出口的国家中，美国和欧洲占比最高，所占比例分别为36.7%和27.3%。2009年外围需求出现一定下降，上半年出口117.65亿美元，同比下降9.7%，不过我们预计外围需求的逐步回升有望带动出口的增长。

图6：我国家具及其零件出口金额和同比增幅

亿美元

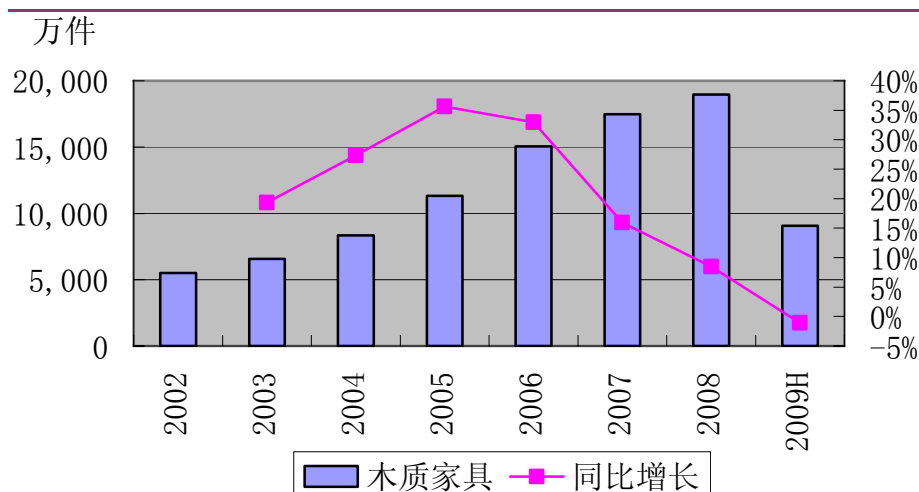


资料来源: Wind资讯

国内家具市场前景更好

虽然目前我国已经是家具生产大国,不过目前国内人均家具消费仅为 40 美元左右,相比世界平均水平 50 美元及发达国家平均水平 200 美元差距较大,随着居民收入水平以及城市化率的逐步提高,因此国内市场前景更加看好。2008 年国内木质家具产量为 1.9 亿件,同比增加 8.5%,2009 年上半年国内木质家具产量仅仅下跌 1.06%。而 2008 年根据 Wind 统计的限额以上家具零售额为 286.4 亿元,同比增加 22.6%,09 年前 4 个月零售额为 109.7 亿元,同比增加 29.7%,由此我们看到国内家具市场的火爆程度,而且未来国内家具市场的发展空间仍然很大。

图7:我国木质家具产量及同比增速

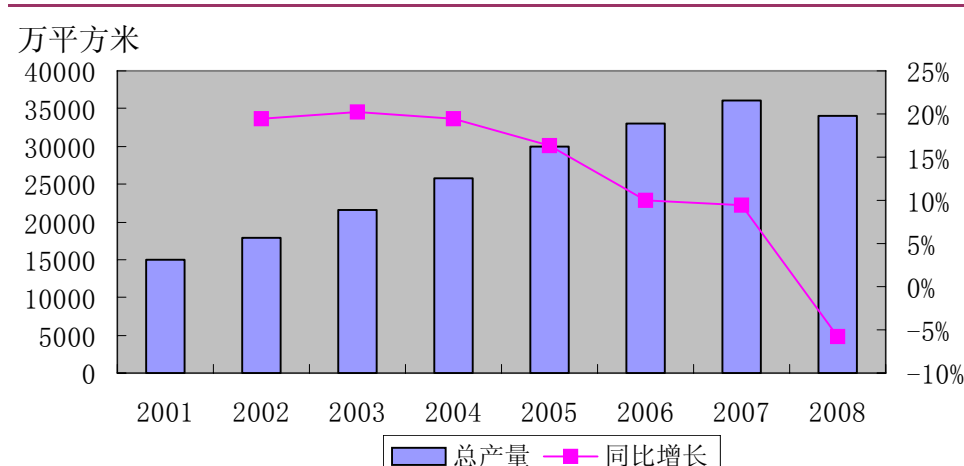


资料来源: 国研网

2.3 木地板产业成长迅速

由于木地板逐渐成为人们地面装饰的首选材料,其市场需求呈直线上升趋势,国内木地板产量伴随着需求的增长快速成长,2007年和2008年木地板产量分别为3.61、3.4亿 m^2 ,由于2008年受到国外市场需求下降的影响地板产量出现一定程度的下降,目前国内木地板保持着产销基本平衡的态势,随着建筑业的逐步回暖,木地板的市场前景越来越好。

图8:我国木地板总产量以及同比增长



数据来源: 国研网

三、公司是开拓国外市场的领跑者

➤ 公司领跑国内家具出口

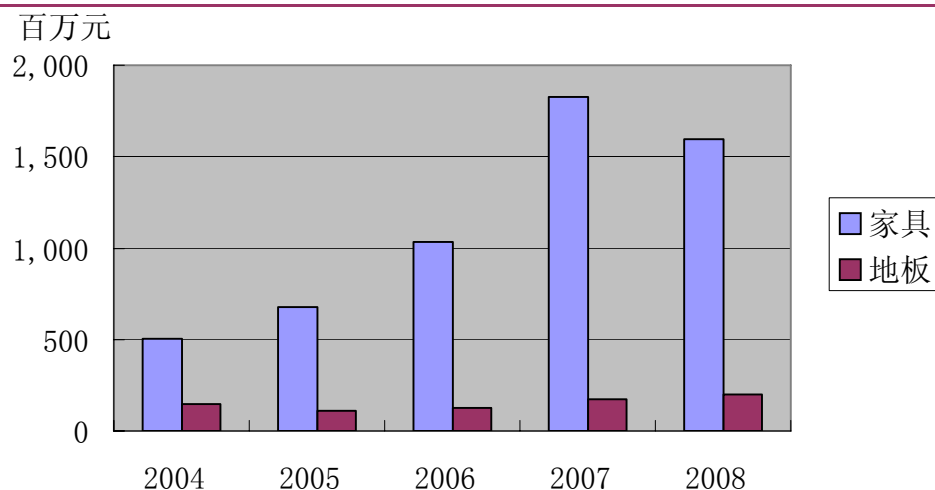
公司致力于打造中国木业第一国际品牌，先后获得“中国驰名商标”、“国家免检产品”、“中国名牌产品”、“出口产品”、“出口免检”等荣誉，是同行业中唯一一家同时拥有五种殊荣的企业。国内家具出口普遍采用OEM贴牌方式，而与其他出口企业不同，公司是国内为数极少的一家使用自有品牌出口的木制品制造企业，自有品牌的确立使公司在与国内企业的出口竞争中具有明显的优势，极大地增强了海外经销商对公司的依存度，有利于公司市场地位的巩固和扩大。

公司产品基本全部用于出口，美国市场是公司的主要市场，由于美国销售家具模式很多是家具大卖场，国外都是大批量订单，为公司流水线生产提供了可能。公司产品主要通过国外经销商和零售商销售，大客户包括全球500强之一的美国零售商JC Penny。虽然去年经济危机的爆发使得公司在3季度的订单出现了延期交货的现象，不过在第四季度很快出现了好转，另外公司在08年签订的6亿多美元的框架协议使得公司订单未受影响，并保证了公司未来几年业绩的稳定，目前公司开工率正常，外销水平没有出现下降，另外公司也积极开拓欧洲、加拿大、中东等国外市场，并签订了一些新的订单。

➤ 公司一直高速增长

随着国内家具出口的快速发展，公司各产品产量增加较快，2005年具备年产实木家具10万套、实木地板50万平方米、实木复合地板80万平方米的产能；宜华木业城一期年产10万套实木家具、年产10万套木门窗、年产250万平方米木地板生产线已经于2007年6月全面建成投产；另外公司抓住市场发展的机遇，于2007年通过增发建设的项目包括10万套实木欧式家具、10万套办公室家具(含沙发)、20万套儿童家具、10万套酒店家具和30万套厨房家具，这些项目将会陆续于今年底开始投产，随着这些项目的建成投产，公司未来2-3年将会克服产能的瓶颈，使得公司在实木家具的市场地位进一步提高。

图9: 公司家具和地板营业收入情况



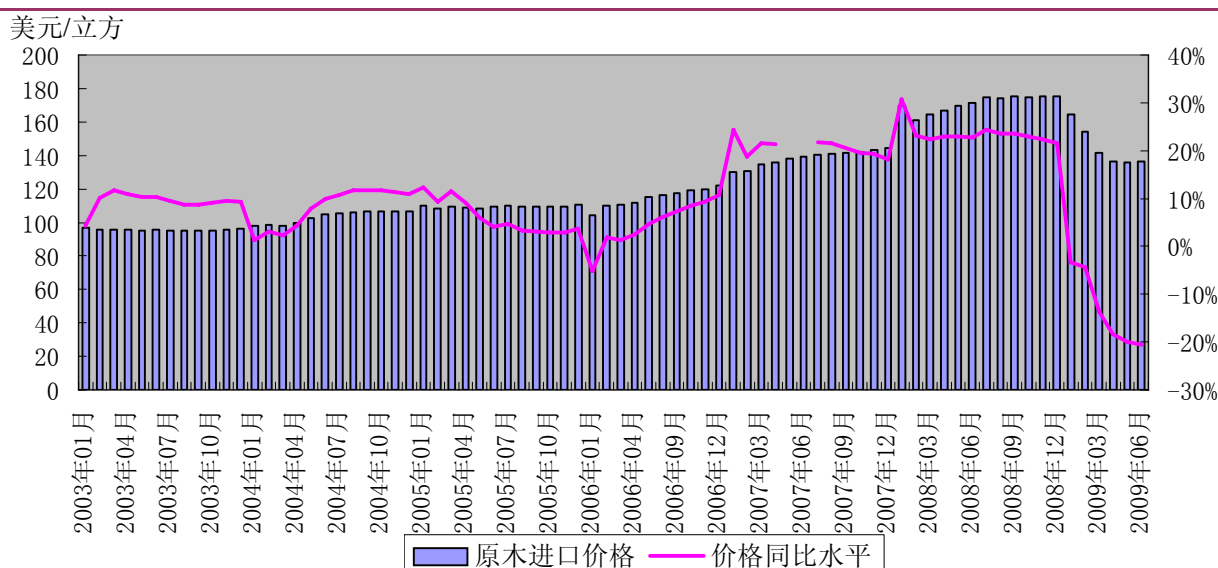
数据来源：华泰证券研究所

四、公司今年毛利率有望提升

公司生产所需的主要原材料是原木、剧材、地板坯料等，其中原木主要从东南亚、俄罗斯以及国内的东北、西南地区采购；剧材主要从国内的广州、深圳、上海、福建、中原等地区采购，地板坯料主要从东南亚、欧洲、南美、非洲等国外地区采购。家具制造业是典型的资源型产业，原材料约占产品生产成本的63%，加上辅料等其他原料占比为75%左右。

进入2009年，我国进口原木数量和价格一直同比下降，上半年我国进口原木数量为1329万立方米，同比下降18.7%，进口价格为136.11美元/立方米，同比下降20.51%，因此公司产品的毛利率水平会有所提高。另外国家为了扶持轻工行业的发展，去年11月和今年6月1号两次提高家具的出口退税率，由原先11%提高到15%，多层地板目前出口退税率仍然为9%，由于公司的家具产品占公司主营收入的89%，而且公司家具产品全部出口，所以出口退税率的提高肯定也会提高公司的毛利率水平。

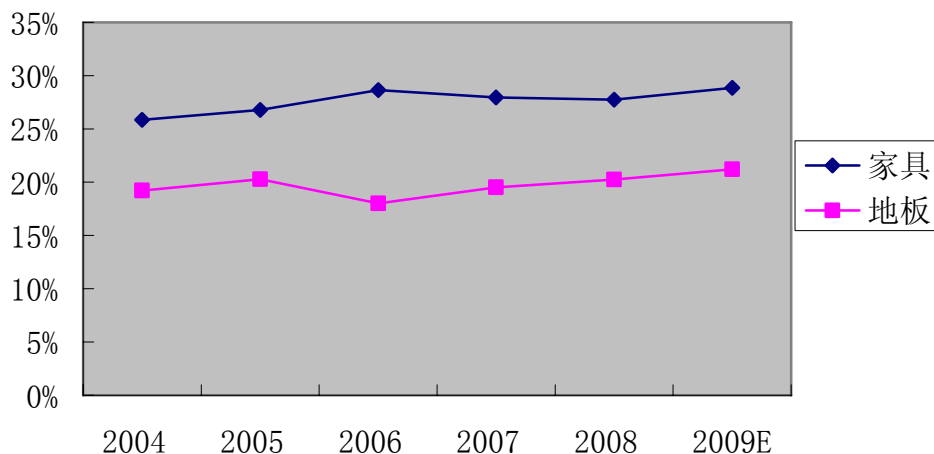
图10:我国原木进口价格及同比水平



资料来源:Wind资讯

另外，公司特有的家具+地板的产品结构也能显著提升木材综合利用率，公司是国内唯一一家同时生产实木家具和实木地板的企业，由于生产家具所余下的边角料可以再用于生产拼接地板，木材综合利用率大大提高，有效降低了单位产品成本。目前公司在生产中使用了较多的从德国、意大利等国进口的具有世界先进水平的机械设备，大大提高了公司的生产能力以及生产效率，我们从历史表现来看，公司产品的毛利率水平一直比较平稳，而今年会有所提高。

图11: 公司家具和地板毛利率



数据来源：华泰证券研究所

五、公司未来加大原材料开发并积极开拓国内外市场

由于公司在未来 2-3 年产能瓶颈将会突破，因此未来公司将会着力于延伸公司产业链上下游，并加大原材料开发和开拓国内外市场。

➤ 开发原材料就是增加公司的生命线

公司未来将进一步加大力度开发原材料的供应，并培育三个原材料基地，公司在大埔县建立的林业生产基地拥有 10 万亩速生丰产林已经可以出材，江西省遂川县林业局将商品林面积约 20 万亩转让给本公司，林地、林木投资经营期限为 25 年左右，目前已经进入实际操作阶段，另外公司计划 2009 年在俄罗斯建设林业基地，为公司持续发展储备稳定资源来源，目前已经签了意向性协议。

由于原材料就是木业生产的生命线，公司在世界范围内搜寻优质稳定的材料供应对于长期保证公司业绩的稳定至关重要，尤其是在今年原料价格出现一定下降的形势下能够降低公司的收购成本。

➤ 国内外市场一起走

公司将会继续利用国外市场大批量订单并积极开拓欧洲、中东国家从而提升公司的产能利用率，由于国内家具行业前景同样看好，因此公司未来将会加大开拓力度，首先在国内市场上产品会有所调整，实木家具的产品会不断丰富，并加强国内市场研究力量从而吸引更多的消费者，另外公司根据汕头宜华家居体验馆的经验，公司计划在广州开设宜华家居体验馆，同时也借鉴国外销售经验，在销售渠道上也允许特许经销，通过国内众多的大卖场来销售。我们相信公司凭借丰富的销售经验以及过硬的产品品质在国内市场上同样能够得到广阔的发展。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设条件

由于公司新投的五个项目陆续于今年底开始投产，我们暂时不考虑对于今年的收入贡献，公司明年业绩将会出现一点程度的增长。

公司今年主营收入同比变化不大，不过由于原材料价格的下降以及出口退税率的提升能够提升公司的毛利率。

表 1：主要产品销售预测

		2007	2008	2009	2010
家具	销量(万套)	32.22	29.02	30	40
	单价	5667	5497	5301	5500
	成本	4083	3972	3772	3920
	主营收入	182573	159509	159030	220000
	主营成本	131545	115272	113160	156800
	毛利率	27.95%	27.73%	28.84%	28.73%
地板	销量(万方)	1.17	1.21	1.21	1.20
	单价	15016	16672	16500	16699
	成本	12086	13300	13000	13230
	主营收入	17560	20172	19965	20039
	主营成本	14134	16091	15730	15876
	毛利率	19.5%	20.2%	21.21%	20.77%
其它	主营收入	97	348		
	主营成本	35	46		
	毛利率	63.74%	86.75%		
总收入		200230	180029	178995	240039
总成本		145714	131409	128890	172676
毛利率		27.23%	27.01%	27.99%	28.06%
主营利润		54516	48620	50105	67363

资料来源：华泰证券研究所

公司 2009—2010 年盈利预测结果如下：

表 2：宜华木业盈利预测(单位:万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	200230	180029	178995	240039
二、营业总成本	167491	154829	144665	194327
营业成本	145714	131409	128890	172676
营业税金及附加	74	40	36	48
销售费用	7010	7162	6265	9602
管理费用	4518	4270	4475	6001
财务费用	8773	12312	5000	6000
资产减值损失	1403	(364)	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
四、营业利润	32739	25200	34330	45712
加：营业外收入	152	316	0	0
减：营业外支出	962	743	0	0

五、利润总额	31930	24773	34330	45712
减：所得税	3452	6280	8582	11428
六、净利润	28478	18493	25747	34284
减：少数股东损益	25	22	26	34
归属于母公司所有者的净利润	28453	18470	25721	34250
七、每股收益(元)	0.42	0.18	0.26	0.34

资料来源：华泰证券研究所

6.2 盈利预测与投资建议

我们预测宜华木业 2009-2010 年的 EPS 分别为：0.26、0.34 元。目前国内同行业上市公司 09 年市盈率为 32 倍。随着新建项目的投产，公司未来业绩增长确定，因此公司目前股价明显低估，我们保守按照 25 倍 PE 得到股票的合理价格为 6.5 元，并给予公司“推荐”的投资评级。

表 3：类似行业上市公司估值情况（采用 7 月 24 号股价）

公司	股价	BVPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB
美克股份	7.18	2.65	0.15	0.2	47.87	35.90	2.71
中福实业	5.15	0.59	0.15	0.19	34.33	27.11	8.73
吉林森工	8.76	4.17	0.31	0.36	28.26	24.33	2.10
大亚科技	9.04	3.93	0.47	0.6	19.23	15.07	2.30
平均值					32.42	25.60	3.96

资料来源：Wind 资讯

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。