

2009-08-10

家庭装饰品

宜华木业 600978.SH

受益出口复苏，新增产能投放带动业绩增长

◇ 报告起因 美国经济复苏预期将导致公司业绩大幅回升

◆公司是出口复苏预期的理想投资标的，目标价为 9.6 元

公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.25、0.32、0.41 元，对应 PE 分别为 29、23、18 倍，相对家具板块具有较强的吸引力，我们认为给予公司 2010 年 30 倍 PE 较为合理，目标价为 9.6 元，首次给予增持评级。

公司是中国境内最大的家具、地板外销企业之一，公司的产品出口比例达到了 98%，其中北美 41%，欧洲 27%，其余地区 32%，国外市场复苏对公司业绩拉动的弹性较大。目前公司订单饱满，基本接近满负荷运转。应客户要求，公司将部分 08Q3 至 08Q4 的订单延期执行，进入 09Q1 合同订单逐渐恢复，工人班次从 1 逐渐向 1.5 攀升。

◆增发项目是业绩增长亮点

增发五个项目（80 万套家具）于 2009 年下半年建成投产，我们预计公司的家具产能将在现有基础上增长 70%，缓解公司产能的瓶颈，未来 2-3 年内产供销关系得到全面理顺，并实现规模经济。我们预计，五大项目建成投产后将增加公司年销售收入 12 亿元，年净利润 1.5 亿元，成为公司业绩增长的新增长点。

◆预计 2010/2011 年家具行业出口增速分别为 5.5%、9.2%

随着欧美经济的见底，家具市场也将逐渐走出低谷。在未来两年全球经济逐步复苏的前提下，美国消费者对家具的需求将随之回到正常的轨道上来，从而拉动中国出口家具企业的销售增长。家具产业属于劳动密集型产业，由发达国家向发展中国家转移是一个长期的趋势，而我国凭借劳动力和资源的优势，将继续成为承接产业转移的桥头堡，家具行业的发展空间仍然很大。此外中国的家具产品表现为一种“吉芬商品”。经济危机影响下，消费者用于购买家具的开支缩减，促使消费者对其消费结构进行调整，减少高档家具的采购，被迫转向中国的中低档家具产品。

◆原材料价格、出口退税、人民币汇率等因素利好公司

除以上原因之外，其他影响公司盈利能力的因素例如原材料价格、出口退税率、人民币汇率等外部因素正趋于宽松，这将加速家具行业的复苏进程，进而促进公司盈利能力的进一步提升。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,002	1,800	1,990	2,880	3,355
营业收入增长率	73.02%	-10.09%	10.51%	44.76%	16.47%
净利润（百万元）	285	185	249	321	415
净利润增长率	64.17%	-35.08%	34.67%	29.08%	29.36%
EPS（元）	0.42	0.18	0.25	0.32	0.41
ROE	11.67%	7.08%	8.70%	10.10%	11.82%
P/E	17	39	29	23	18
P/B	2	3	3	2	2
EV/EBITDA	9	20	17	12	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

增持

当前价格	7.25 元
目标价格	9.60 元
目标期限	6 个月

分析师：

程果

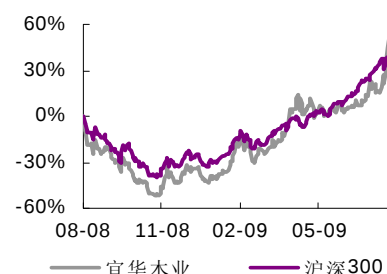
021-22169172

chenggao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,005
总市值(百万元)	7,284
流通比例(%)	75.59%
12 个月最高/最低(元)	8.30/2.35
近 3 月日均成交量(百万股)	35.46
主要股东	宜华企业(集团)有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.66	9.84	22.15
绝对收益	26.33	37.30	59.34

相关报告：

投资要件

关键假设

- 1、受欧美宏观经济复苏的拉动，公司面临订单需求将于 2009 年下半年持续回升。公司综合销售价格于 2009 年触底，2010 年后开始缓慢回升，同时推高公司毛利率。
- 2、增发募集投向的五大项目（即 80 万套）先后于 2009 年下半年投产，考虑到试运行及订单时滞等因素，我们不在 2009 年确认新增产能的销售收入。我们预计 2010 年确认新增产能的 70%，2011 年确认其余 30% 产能。
- 3、新增产能的投放将降低综合毛利率。公司目前主导产品卧室木家具毛利率高于儿童家具、办公家具和厨房家具，因此 2009、2010 年公司毛利率将较 2008 年（27.0%）为低，但 2011 年后新增流水线的磨合渐佳将提升毛利率至 2008 年水平之上。
- 4、出口退税的提高将对公司毛利率向上推动 1.5-2 个百分点。
- 5、按照光大宏观的观点，人民币对美元将暂时结束升值旅程。因此我们认为在可见未来公司将不再因为汇兑损益而减少利润。

我们为什么与市场普遍观点不同

我们推荐宜华木业的基本逻辑是基于美国经济回升推动房地产和消费者信心的回暖，也是市场上较为明确地说明宜华木业与欧美宏观周期相关关系的一份报告。对于欧美经济的回暖，我们引用光大宏观的观点，即美国于 09 年下半年开始复苏。

估值和目标价格

公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.25、0.32、0.41 元，对应 PE 分别为 29、23、18 倍，相对家具板块具有较强的吸引力，给予增持评级。我们认为给予公司 2010 年 30 倍 PE 较为合理，目标价为 9.6 元。

股价上涨的催化因素

我们认为股价上涨的催化因素在于美国宏观经济的回暖。在这方面，我们建议投资者关注美国政府发布的消费者信心指数、失业率数据、新房和现房销售数据，以及家具行业 PMI 指数。

投资风险

经济复苏低于预期。我们提醒投资者，如果美国经济复苏的速度与程度低于预期，国际家具渠道商将减少在华采购，公司的订单和销量将随之减少，公司业绩存在低于我们预期的可能性。

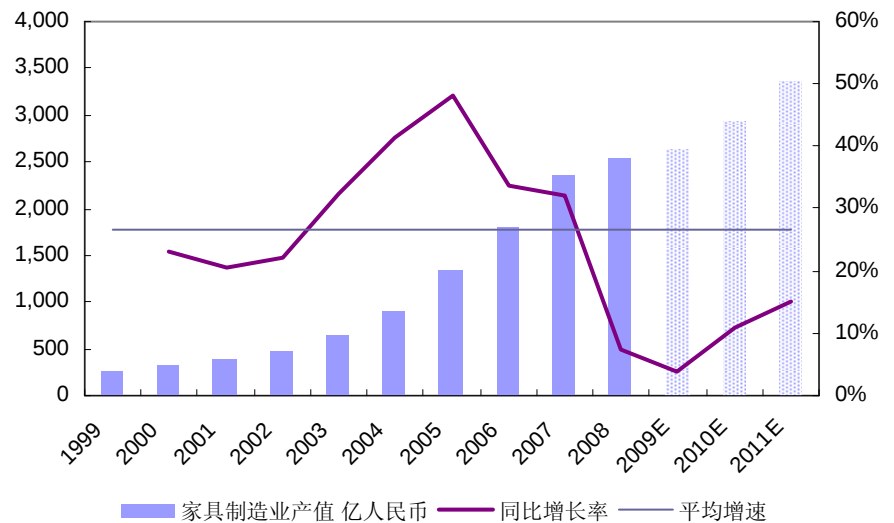
公司二股东荣科国际持续减持公司股份。荣科国际年初以来所持比例从

15.15%减持至 9.93%，现持有公司股份共计 9980 万股，由于其财务投资者的属性，我们预计该公司的减持行为仍将持续，可能造成二级市场交易风险。

家具行业：预计未来两年行业增速 13%

我国家具行业容量在过去 10 年中保持了高速发展，家具生产呈现高速增长的势头。2008 年全国共生产家具 5.2 亿件，整个家具行业产值 2868.7 亿元，而 2002 年全国家具产量仅为 1.3 亿件，产值 481 亿元；年增长率超过 25% 以上，远高于同期 GDP 增速。我们预计未来两年国内家具市场需求增速分别为 11% 和 15%。

图表 1 家具行业未来两年增速分别为 11% 和 15%



资料来源：光大证券研究所

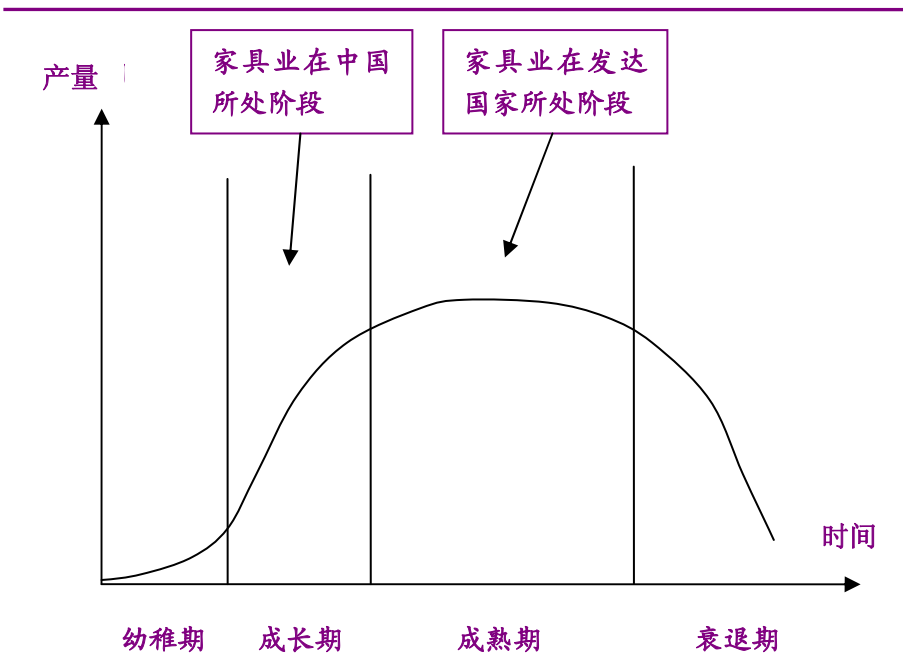
家具行业的快速发展归因于两个因素。一方面伴随宏观经济增长，国民收入的增加，以及国民居住条件的改善，国民对家具的消费需求持续增加，从而促进了国内家具市场的成长。另一方面，家具业属于劳动密集型行业，由于物流成本的降低和发展中国家劳动力资源禀赋的逐渐开放，近十年来国际家具产业向发展中国家呈现加速转移的态势，表现为产业转移承接国家家具业成品和原材料的同步大幅增长。

作为结果，我国家具行业呈现出两头在外，本土加工，产品出口比例较大的特征，这种经营模式充分利用了国外市场的资源优势 and 国内的劳动力优势，以低成本生产优质的家具产品。2008 年全国家具行业总产值 2868.7 亿元，其中出口交货值 1051.5 亿元，出口占产值比重 36.65%。而原木、锯材则呈现出一边倒的进口态势，2008 年原木、锯材的进口达到 2700 万立方米，占当年国内木材产量 30% 以上。出口导向型家具工业的快速发展，使我国家具产业逐渐呈现出区域化、集群化的特点。受益于家具出口的快速发展，沿海区域逐渐形成了生产、销售、专业配套的基地，具备了家具生产的完整的产业链。2008 年，在全部 5.2 亿件家具产品中，仅

广东、浙江、福建、山东四省的家具制造量就达到了全国产量的 81%。

我们认为，目前我国的家具产业仍处于快速发展期。随着消费者需求的升级，国内消费者对家具的质量、品牌也越来越重视，家具制造逐渐向多品种、高质量、品牌化的方向发展。家具品种从过去较为单一的种类演化出民用家具、办公家具、酒店家具、厨房家具、软体家具、儿童家具。质量方面，家具企业开始逐渐采用国际先进标准和国内先进标准进行家具生产，与此同时，以“宜家”、“全友”、“美克美家”为代表的一批国产家具品牌逐渐开始树立。

图表 2 家具行业生命周期



资料来源：光大证券研究所

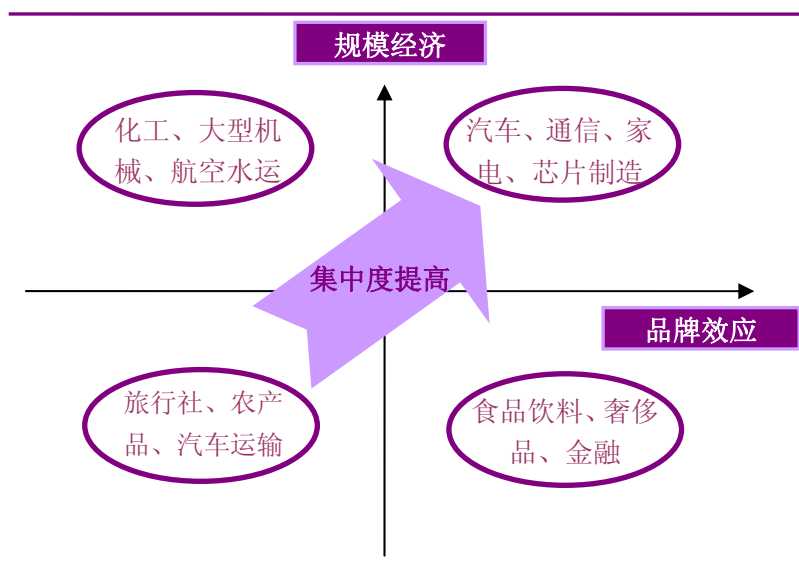
国内市场：品牌时代将促进龙头企业的快速发展

我们认为家具行业在未来十年内将面临行业整合和行业集中度的机遇。目前，我国家具行业整体上呈现出小而散的特点，2008 年全国规模以上家具企业有 2.5 万家，从业人员 115 万人。这其中既有历史原因，也有销售半径的限制的原因，整个行业以作坊式小企业为主，规模以上企业平均产值仅为 1100 万元；劳动生产率不高，2008 年规模以上企业年人均产值仅为 24 万元，和意大利、美国、日本等发达国家相比存在很大差距。规模上的劣势导致了企业无法通过大量的技术投入提高企业制造能力，整体产业装备水平和技术水平落后，家具企业设计开发能力较弱，全行业家具设计人员缺乏。装备和技术水平的落后决定了家具产品档次提不上去，质

量控制能力也比较差，产品附加值不高，具有自主产权、自有品牌的家具企业不多。

决定一个行业的最适集中度的两个因素是规模经济和品牌效应。为了追求较低的生产成本和品牌利用的最大化，企业趋于集中化、规模化生产，因此规模经济和品牌效应显著行业的企业处在第一象限；而集中度随着规模经济和品牌效应的削弱将随之降低。例如，汽车、芯片制造等行业进入壁垒较高，固定成本比重大，下游用户在选择产品时非常重视品牌，这样的行业集中度往往较高；化工、机械等行业虽然具有较好的规模经济，但品牌效应影响较小，其行业集中度次之；食品饮料、金融服务等行业则刚好相反，品牌效应导致其行业集中度也较高。最后，农产品、汽运等行业既不具备规模经济也几乎没有品牌效应，呈现较低的行业集中度。

图表 3 规模经济、品牌效应与行业集中度



资料来源：光大证券研究所

随着国民收入的提高，家具产品的消费结构将迎来升级的过程。家具产品目前处于左下角的第三象限，我们预计未来将逐渐向第一象限转移。物流和配送服务行业的完善将解决家具产品运输半径的瓶颈，从而使得集中生产变得有利可图；而在消费升级的过程中，品牌效应在消费者的价值函数中起到越来越重要的作用。消费者采购行为的判断标准将逐渐从过去注重价格，逐渐转向注重知名品牌、产品体验和较高的质量，这就要求企业具备一定的生产规模、大量的研发投入和稳定的质量控制能力，促使企业的生产趋向规模化，从而促进我国家具行业的产业集中度提高。在这个过程中，龙头企业凭借其规模大、产品线齐全、市场控制力强的优势长期受益

于行业内市场份额的提高。

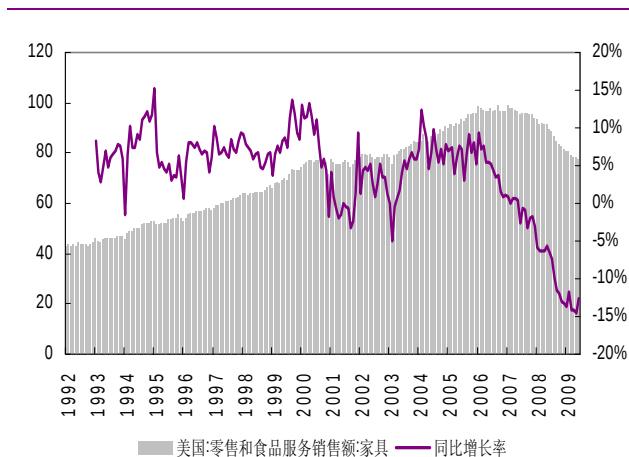
国外市场：家具出口方兴未艾

我们预计未来两年家具行业出口增速将由负转正，2010/2011 年增速分别为 5.5%、9.2%。主要逻辑是欧美经济复苏将提振房地产市场，以及提高消费者的消费欲望。

目前世界家具市场国际贸易的总规模约为 1000 亿美元，其中意大利、中国、加拿大和波兰是世界主要的家具出口国，四国出口量约占世界家具总量的 32%，在各个国家中，我国生产的家具产品总体上档次较低。美国和欧盟、日本是主要的家具进口国，进口量约占世界家具总量的 57%，其中仅美国的进口量就占了 30% 左右。美国也是中国生产的家具产品出口主要目的地，出口到美国的家具产品占中国总出口的比例为 55% 左右，其次是欧盟，约占 20% 左右，而中国出口到美国的家具产品占美国进口家具市场容量的比例则接近 30%。在过去数年中，凭借中国廉价的劳动力优势，中国对美出口家具量不断增长，逐步替代了意大利、巴西、阿根廷、泰国、菲律宾等国的供应。

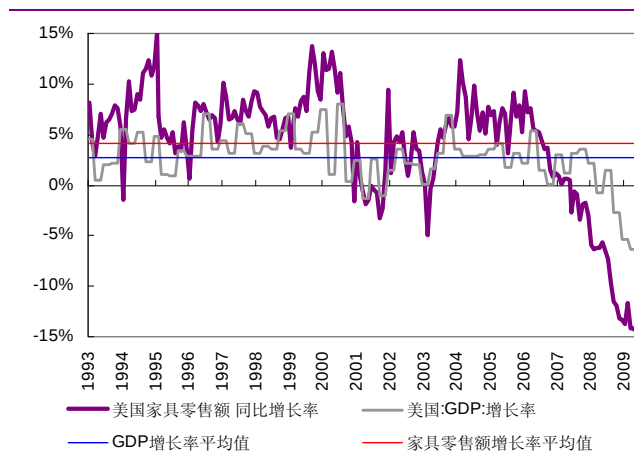
美国的家具市场在 2008 年之前一直保持较为稳定的增长，1992 年的月销售额为 42 亿美元，2007 年最高点月销售额接近 100 亿美元，年均增长 5%，远高于同期 2.7% 的 GDP 增长率。2008 年以来受到经济危机影响，出现了较为明显的下滑。目前美国家具销售额每月为 80 万套左右，同比下滑 14%，相当于回到了 2003 年的水平。

图表 4 终端需求：美国家具行业景气已见底（亿美元）



资料来源：光大证券研究所

图表 5 美国家具行业景气与宏观经济密切相关

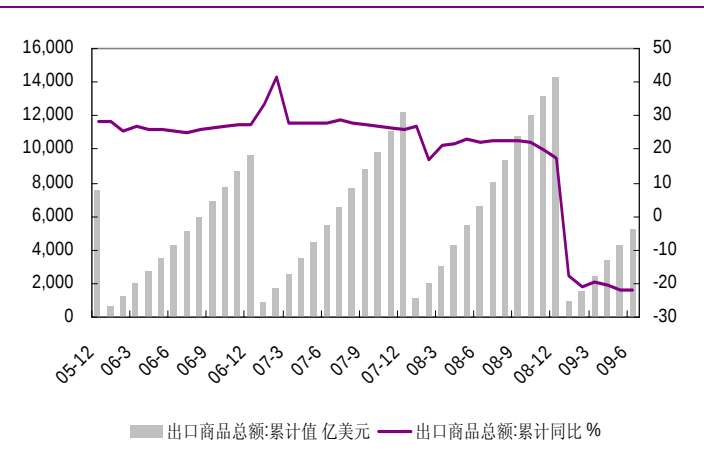


资料来源：光大证券研究所

受到美国经济下滑的影响，我国整体商品出口额出现了明显的下滑。上半年我国出口额 5215 亿元，同比下滑 21.8%；家具出口受影响程度则小得多，上半年出口金额为 117.6 亿元，同比下滑仅 9.8%，不仅小于全部出

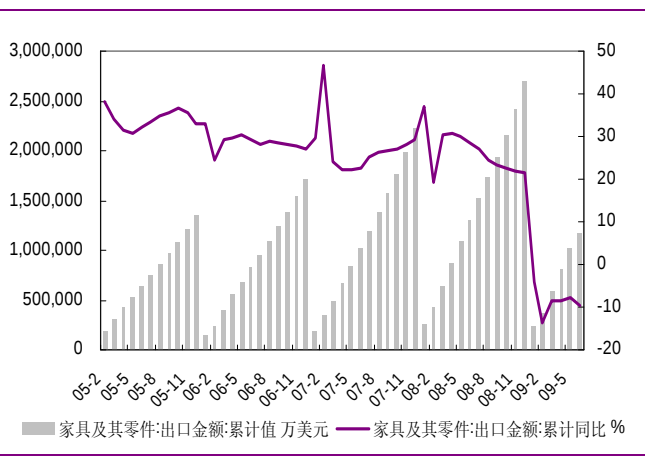
口商品的下滑幅度，也小于美国家具消费额的下滑幅度。

图表 6 我国上半年出口额整体降幅为 22%



资料来源：光大证券研究所

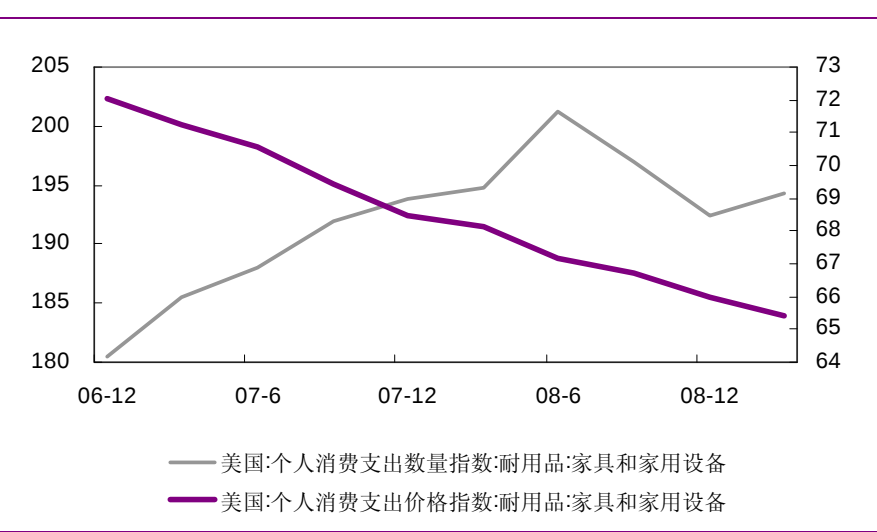
图表 7 上半年家具产品出口降幅为 10.5%



资料来源：光大证券研究所

中国家具出口受经济危机影响不大的原因主要是中国的家具产品表现为一种“吉芬商品”。中国家具之于美国人，类似于土豆之于爱尔兰灾民，具备消费者收入下降购买量反而增加的特性，在经济危机环境下相比其他各主要出口国有着更强的竞争力。事实上，近年来中国家具出口一直在挤占其他出口国在国际家具贸易市场上的份额，经济危机的到来不仅没有阻挡，反而加速了这一过程。经济危机影响下，消费者用于购买家具的开支缩减，促使消费者对其消费结构进行调整，减少高档家具的采购，被迫转向中低档家具市场。因此，虽然家具市场的采购金额和采购价格会下降，但购买数量的减少并不多。从美国个人消费支出金额来看，2009 年一季度消费支出家具和家用设备的价格指数为 65.4，同比下降 4%；而数量指数为 608.1，同比下降 0.2%，与 2008 年同期的 609.3 基本保持持平。

图表 8 经济危机下家具产品消费呈现量升价跌



资料来源：光大证券研究所

我们认为，随着欧美经济的见底，家具市场也将逐渐走出低谷。在未来两年全球经济逐步复苏的前提下，美国消费者对家具的需求将随之回到正常的轨道上来，从而拉动中国出口家具企业的销售增长。家具产业属于劳动密集型产业，由发达国家向发展中国家转移是一个长期的趋势，而我国凭借劳动力和资源的优势，将继续成为承接产业转移的桥头堡，家具行业的发展空间仍然很大。

宜华木业：受益于外需复苏

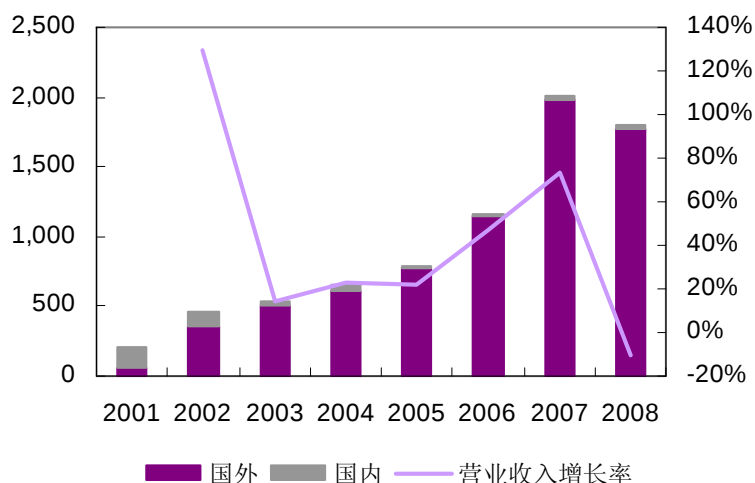
公司是出口木家具、地板行业的龙头公司

公司主要从事木家具、木地板等产品的生产和销售，主导产品是实木家具、实木地板和实木复合地板，是中国境内最大的家具、地板生产销售企业之一。2008 年公司生产地板总量 1.45 万立方米，生产家具总量 29 万件，实现销售收入 18 亿元。按照 2008 年全行业出口 275.83 亿美元计算，占行业总出口的 0.92%。

公司的生产运营呈现两头在外的模式，表现为原材料国内自供比例很低，大量依赖进口；加工环节在国内进行，终端销售市场位于国外。

公司的主要市场位于国外。公司 2008 年度的主营业务收入仅有 1.67% 由国内市场提供，主要由木地板产品贡献。其余 98.3% 的收入份额主要由家具贡献，均来自国外市场；其中北美 41%，欧洲 27%，其余地区 32%。公司的销售模式主要采取代销模式，其中，前五名销售客户销售金额合计 12.4 亿元，占销售总额 69.13%（2008 年报），客户的集中度非常高。较高的客户集中度为公司带来了更为密切的客户关系，并使得市场对公司的反馈更为迅速。

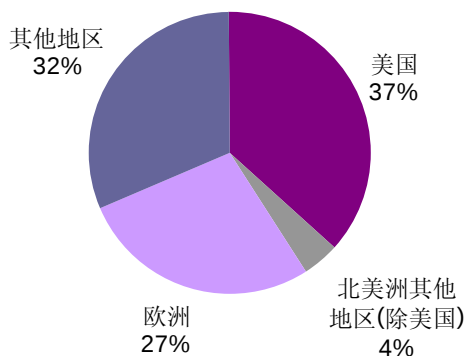
目前公司外销市场战略是进一步做精美国市场，开拓欧洲市场、中东市场。国内外家具市场对产品需求有别，外销型家具商一般不会轻易调整其区域策略。国内市场需求大多趋向于个性化，需要根据具体房屋条件量身定做，订单表现为小批量，多批次，而国外市场对个性需求并不敏感，标准化家具有大批量生产的条件，适合大型流水线生产。对于国内市场，存在另一个主要困难是渠道建设需要的时间长、成本高，难以在短时间内开拓局面。目前公司主要采取直销店的形式进行试点，已经在汕头开设家具体验馆，09 年计划在广州开宜华家具体验馆，定位于中高端市场。但在可预见的未来，公司定位于家具出口的情况不会有根本性改变。

图表 9 2001 年-2008 年公司主营业务收入及结构变化（百万人民币）


资料来源：光大证券研究所

公司所用原材料主要从俄罗斯和东南亚进口，主要用材是松木、柚木、枫木等，公司生产成本中木材 63%，含辅料成本约 76%，原材料价格波动对公司盈利能力影响很大。公司为了改变原材料依赖进口，成本难以自控的局面，在国内进行了林业一体化的尝试，向上游扩展产业链。公司战略是培育三个林业基地，巩固大埔林业基地、江西林业基地，2009 年计划在俄罗斯建设林业基地，为公司持续发展储备稳定资源。

其中子公司大埔林业已经在大埔县拥有 10 万亩林地，主要配备 20 万套儿童家具项目，江西基地面积为 20 万亩林地，已经进入实际操作阶段；俄罗斯基地则是公司 2009 年的重点开拓项目。我们认为，建立原料林的保障体系的尝试，有利于公司降低成本，减少经营风险。

图表 10 2008 年度公司主营业务收入结构——按地区


资料来源：光大证券研究所

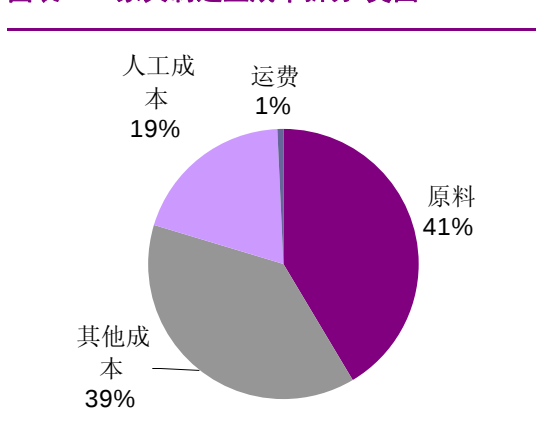
公司目前拥有三个主要的子公司，分别是大埔宜华林业、梅州市汇胜木制品、广州宜华家具，其中后者两个子公司是为了配合实施宜华木业城二期项目变更而成立。目前实际投入生产的产能主要集中在公司总部和宜华木业城。总部主要产品是木地板，家具产能主要位于宜华木业城。

国内家具工业出口具备比较优势

相比其他行业，家具工业属于劳动密集型行业，尤其在劳动力昂贵的发达国家更是如此。在国内，由于单位人工成本很低，家具制造成本中的人工成本低到几乎可以忽略不计，大型家具企业反而成为了资金密集型行业。劳动力成本的节省促成了我国家具制造行业的成本优势。据我们的测算，发达国家每单位美元家具成本中约有 19% 的人工支出，而我国仅为 6%。除此之外，由于国内各项资源品较国外也有折价，土地、厂房、设备、水电动力等摊入制造成本均较发达国家为低。综合来看，人工成本和其他成本的支出较发达国家低 40% 左右。即使考虑运费、原料成本的劣势，国内的家具生产成本仍较发达国家低 20-30%。

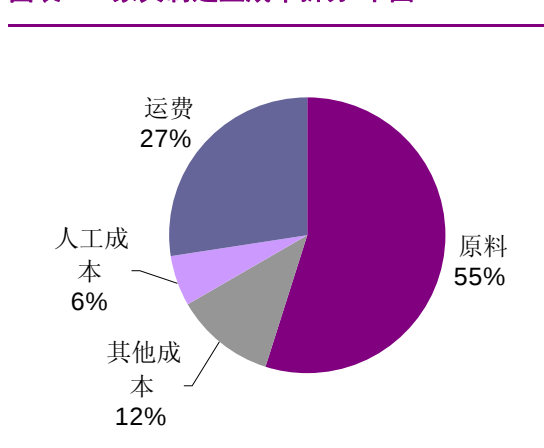
巨大的成本差距造成了家具产业在全球范围内从发达国家向发展中国家转移，而发达国家就成为了发展中国家的销售市场。2008 年我国家具出口 275.82 亿美元，其中出口北美洲 112.62 亿美元，占 40.83%，出口欧洲 75.51 亿美元，占 27.37%，欧美出口总额占 68.2%。我国的家具出口已经占到国内家具业生产总值 30% 左右。同时，发达国家也是家具的主要进口国，它们的家具总进口量超过国际家具贸易额的半壁江山。

图表 11 家具制造业成本拆分-美国



资料来源：光大证券研究所

图表 12 家具制造业成本拆分-中国



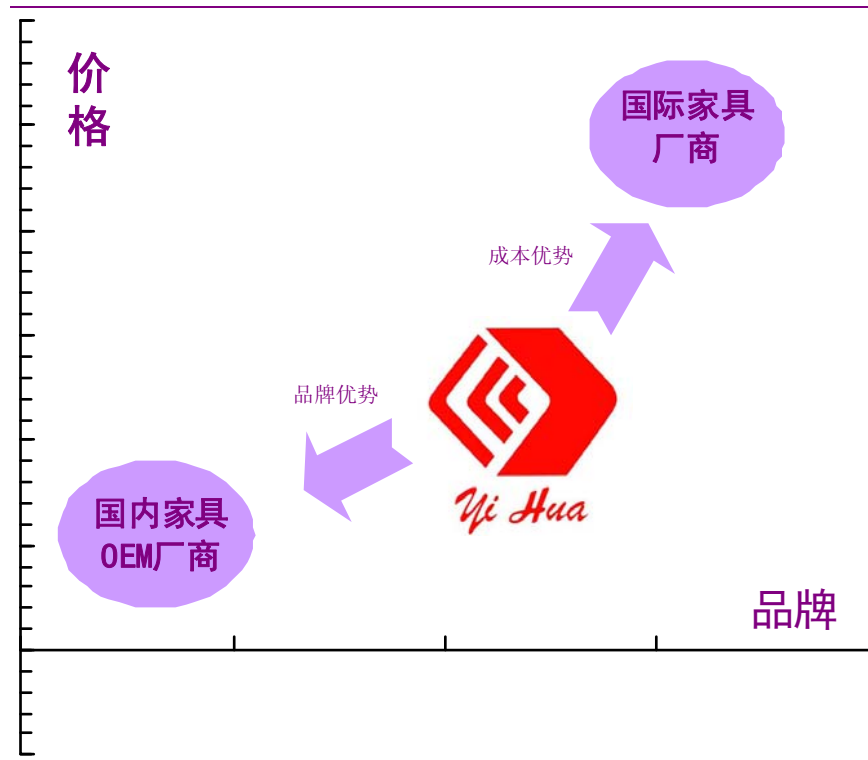
资料来源：光大证券研究所

宜华的特色之路——低成本与品牌的错位竞争

对于一般的中国的家具企业来说，选择走出去的战略一般是加工贸易或 OEM 代工的方式。这是与国内家具企业整体规模偏小、企业实力偏弱的现实相衬的。以自身品牌开拓海外渠道，不仅需要渠道、营销投入，也需要完善的产品质量控制体系做保证，这对企业的资金、技术、管理水平各方面都提出更高的要求。一般的家具企业往往知难而退，选取了大多数出口企业的路，利用廉价的劳动力进行资本套利，赚取加工费而非提升品牌附加值。

宜华作为国内领先的家具出口企业，选择了一条与国内其他家具出口企业的不同的路径。公司是我国家具行业中唯一一家在国外市场采用自主品牌销售的企业，在美国拥有“ELEGANCE”和“宜华图形+YINHUA”两个注册商标。公司销售模式采取框架协议+订单模式，目前大客户框架约定的订单总额为 6 亿美元，按照 3 年释放。公司客户主要是美欧大型的家具经销商，例如美国 POWELL 公司、JC PENNEY 公司、FURNITURE POWER 公司、AGAWAREHOUSE 公司，西班牙 PAVIDIAZ 公司等，公司前 5 名客户销售金额占总额 69%。

图表 13 宜华的错位竞争优势：比品牌与比成本



资料来源：光大证券研究所

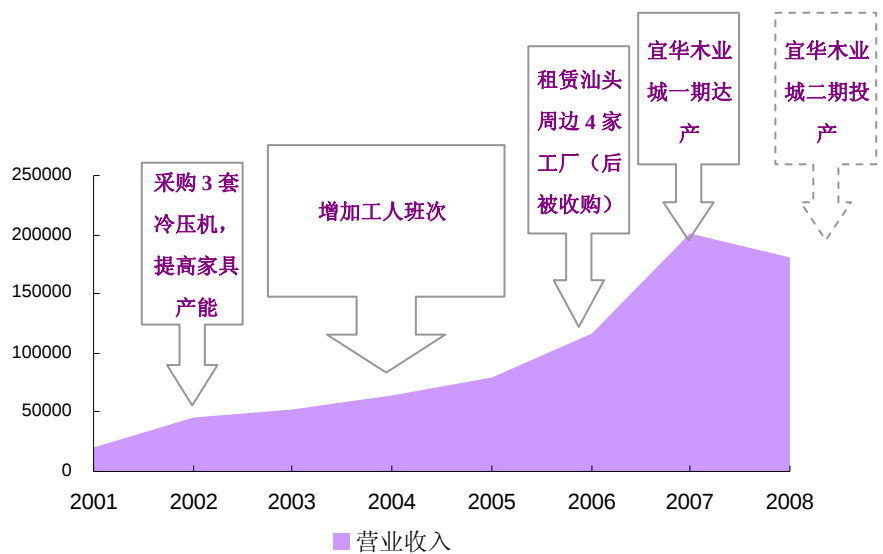
在竞争中，宜华木业的优势以类似田忌赛马的错位竞争方式体现了出来。与国外厂商相比，宜华的优势在于低成本竞争；与国内厂商相比，宜华的

优势在于品牌带来的附加值。事实上，根据我们所掌握到的资料，在此次经济危机中广东有相当多数量的代工企业关门歇业，而宜华仅在三季度应经销商要求实施了部分延迟交货，四季度就已经出现了好转，09 年一季度不仅实现了盈利，相比 08 年一季度还有小幅增长，体现出公司的错位竞争优势。

在建项目松绑产能瓶颈

目前公司订单饱满，基本接近满负荷运转。应客户要求，公司将部分 08Q3 至 08Q4 的订单延期执行，进入 09Q1 合同订单逐渐恢复，目前公司订单饱满，工人有时需要加班。观察公司的历史，除 2008 年之外，历史上宜华的产销率常年维持在高水平状态，公司一直面临着产能投放跟不上订单增长的窘境，2008 年之前公司的产销率维持在满产甚至超负荷的较高水平。产能的短缺和高涨的需求之间的矛盾长期困扰着公司的发展，这从 2007 年公司的募集资金项目宜华木业城 10 万套产能投产可见一斑。当年 10 万套家具项目产能甫一达产，产量便发生了爆发性增长，导致当年营业收入旋即上升了 73%。

图表 14 公司产能释放导致营业收入增长（万人民币）



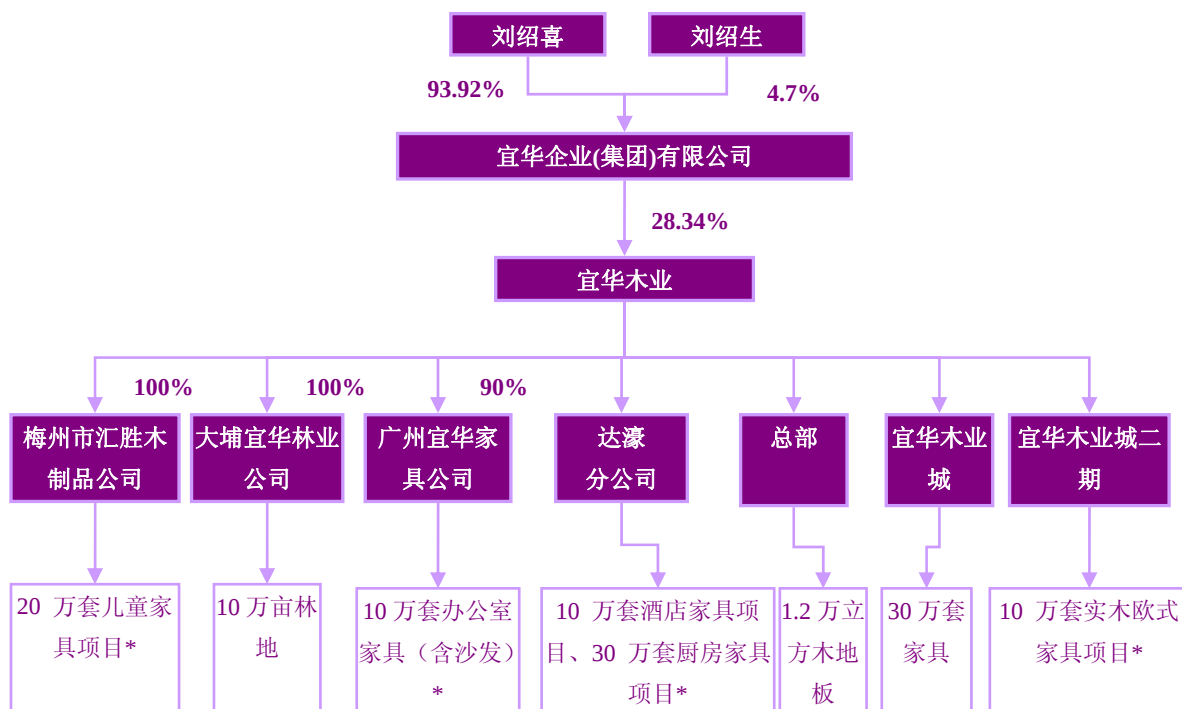
资料来源：光大证券研究所

宜华木业城一期的投产大幅提升了公司的生产能力，但我们认为公司产能仍然是公司发展的瓶颈。根据我们的测算，即使在需求不景气的 2008 年，公司家具产品的产销率也高达 99.3%。因此公司在 07 年启动的增发项目，

计划新建宜华木业城二期。按照原计划，宜华木业城二期共包含新建五大项目：10 万套实木欧式家具项目、年产 10 万套办公家具(含沙发)项目、年产 20 万套儿童家具项目、年产 10 万套酒店家具项目和年产 30 万套厨房家具项目，五大项目总投资 11.9 亿。

公司在项目实施的过程中，遇到了征地动迁的阻碍。为加快项目实施进程，尽快扩大产能，2008 年宜华木业城二期的原计划变更。年产 10 万套办公家具(含沙发)项目变更由公司在广州市南沙区设立的全资子公司实施；年产 20 万套儿童家具项目变更由子公司梅州市汇胜木制品有限公司实施；年产 10 万套酒店家具项目和年产 30 万套厨房家具项目由达濠分公司实施。

图表 15 公司控制关系、组织架构与主要产能分布图



注：*为原宜华木业城二期项目，尚未投产。

资料来源：光大证券研究所

项目变更一定程度上推迟了募集资金项目实施进度，也对新建项目的预期效果产生了一定的负面影响。按照公司定向增发的计划，五大项目应在 2008 年下半年至 2009 年上半年全部投产，目前则全部延迟至 2009 年投产。在重新调整后，公司五大项目由原有的木业城二期集中生产，分散至四地实施，人员配备和生产组织弹性降低，增加了仓储和物流方面的管理

难度，管理成本也将有所提高。

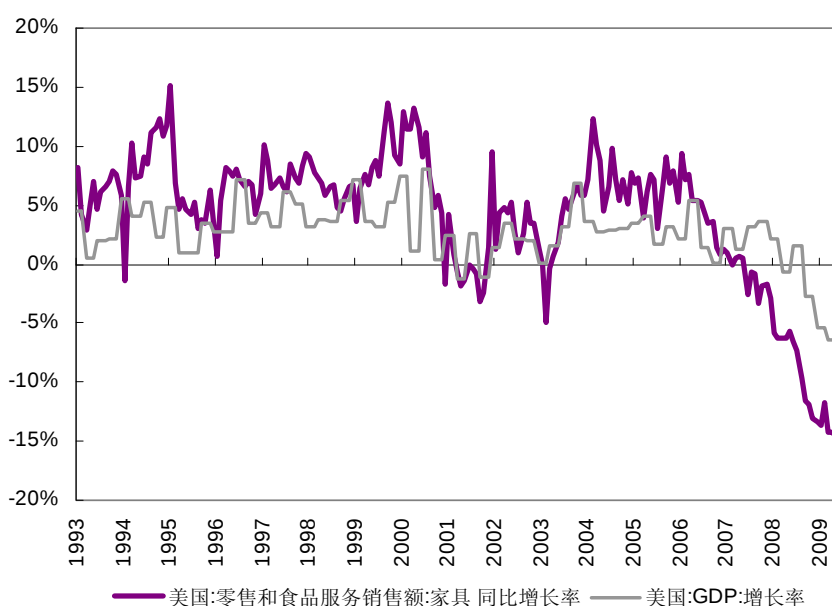
随着增发五个项目于 2009 年建成投产，我们预计公司的家具产能将在现有基础上增长 70%，初步缓解公司产能的瓶颈，未来 2-3 年内产供销关系得到全面理顺，并实现规模经济。我们预计，五大项目达产后将增加公司年销售收入 12 亿元，年净利润 1.5 亿元。

出口回升将提升公司业绩

家具行业的出口有赖于全球经济经济的走强。家具属于耐用消费品的一种，其消费类型可以分为两种，首次购置需求和更新需求。首次购置需求是指随着消费者购置房地产的行为，为了配套房产使用而购买的家具；更新需求是指消费者对其拥有的家具进行更新换代。显然，首次购置需求与房地产的景气周期紧密相关，而后一种需求更多与消费者的更新意愿有关。由于房地产行业与宏观经济周期之间的同步性，两种需求均与宏观经济景气周期密切相关。当全球经济处于高涨期时，消费者倾向于作出购买行为，而当经济衰退的时候，房地产销量降低，消费者推迟更新计划，家具业景气程度也随之降低。

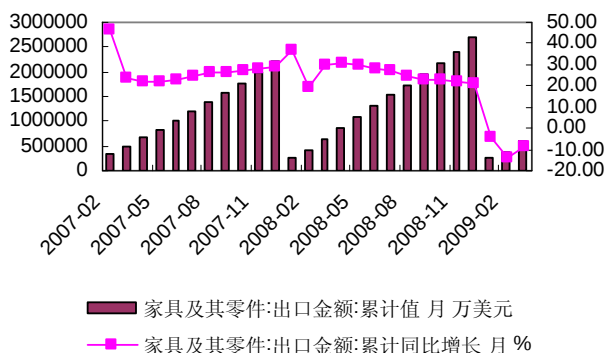
我们对 16 年来美国 GDP 增长与家具零售额之间关系做一剖析。16 年来美国 GDP 增长率均值为 2.7%，而家具零售增长率则高于这一数字，为 4.2%。家具零售额增速不仅均值高于 GDP，弹性也高于 GDP，在 GDP 增速波动较大的几个时间段，家具零售额增速放大了 GDP 增速的变动。

图表 16 美国家具行业销售额增速与宏观经济景气密切相关



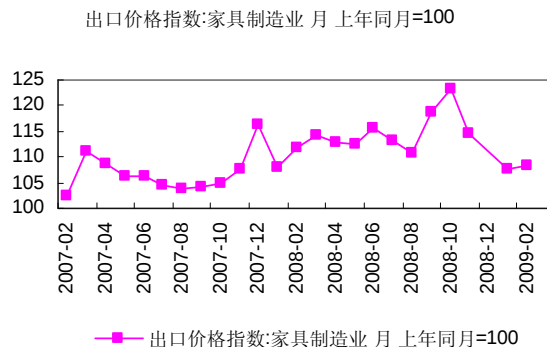
资料来源：光大证券研究所

图表 17 我国家具出口金额月度变化



资料来源：光大证券研究所

图表 18 我国家具出口价格指数月度变化



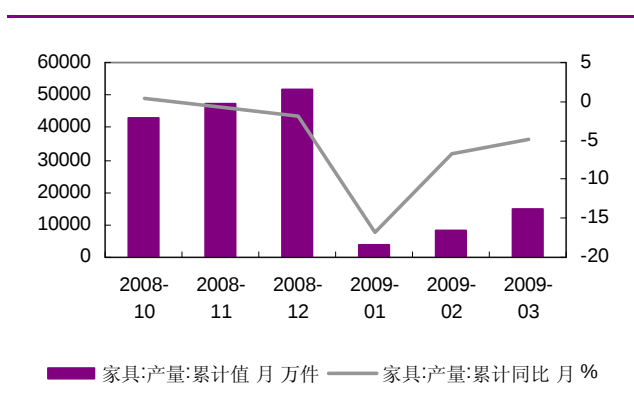
资料来源：光大证券研究所

此轮自 08 年始的经济危机严重影响了全球家具业的消费，国内的家具出口也受到了较为明显的冲击。家具出口额增速从 08 年的 20% 以上迅速降低为 09 年 1 月最低点的 -13.6%，出口价格指数则从 08 年的 115 左右降低至 09 年 1 月最低点的 107.7。

经济危机的影响也表现在公司的业绩上。公司主营业务收入仅有 1.67% 由国内市场提供，而其余 98.3% 的收入份额均来自国外市场，其中北美 41%，欧洲 27%，其余地区 32%。受 08 年全球经济趋于低迷影响，公司订单量出现了较为明显的下降，销售收入和净利润随之减少。公司 08 年四季度销售收入同比减少。

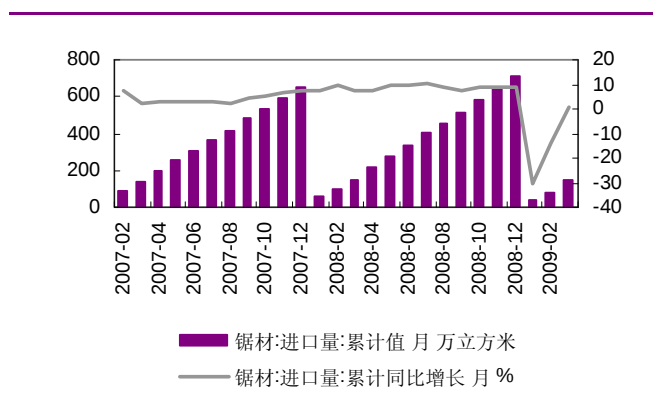
从 08 年底以来，随着经济危机的逐渐触底，全球经济初步显露出探底回升的趋势，从而带动国内家具业出现了复苏势头。家具产量增速从 09 年 1 月的谷底 -16.72%。提升至 09 年 3 月的 -4.78%，两个月月均环比回升超过了 30%，出口价格指数也在销售量的带动下开始缓慢走出谷底。此外，可以看作家具企业信心指标的锯材进口量同比增长也从 1 月的 -30% 回升至 1.1%。

图表 19 我国家具产量月度变化



资料来源：光大证券研究所

图表 20 我国进口锯材月度变化



资料来源：光大证券研究所

公司调研的情况也部分证实了我们的看法。一季度毛利率环比大幅回升，一季度 EPS 为 0.06 元，相比四季度 0.01 元恢复很快。根据我们对宜华木业近期的沟通，目前公司订单较为饱满，工人已经开始批量化的加班，产销率较 4 季度有明显回升。

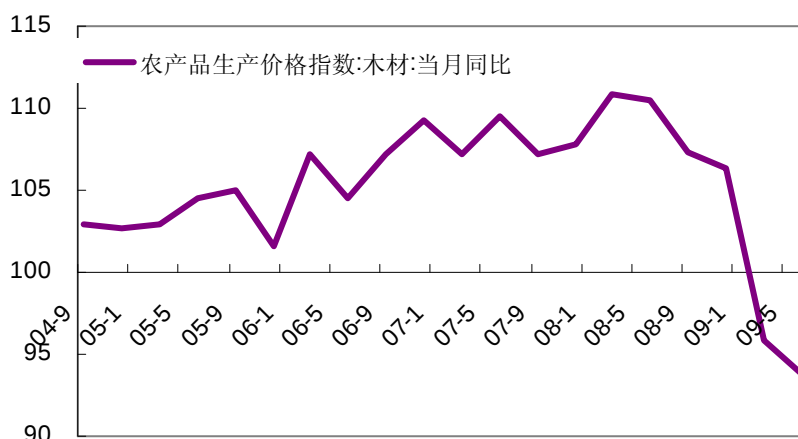
原材料价格、出口退税、人民币汇率等因素利好公司

除以上原因之外，其他影响公司盈利能力的因素例如原材料价格、出口退税率、人民币汇率等外部因素正趋于宽松，这将加速家具出口的恢复进程，进而促进公司盈利能力的进一步提升。

木材价格降低

制造家具的主要原材料是木材，占公司生产成本的 63%，木材的价格变化对于公司的成本控制、盈利能力有着重大影响。2002-2008 年间木材价格持续上涨持续提高了公司的生产成本，对毛利率的提升造成负面影响。2008 年下半年以来木材价格开始下跌，提升了公司的盈利能力，09Q1 毛利率同比 08Q1 提升了 2 个百分点。

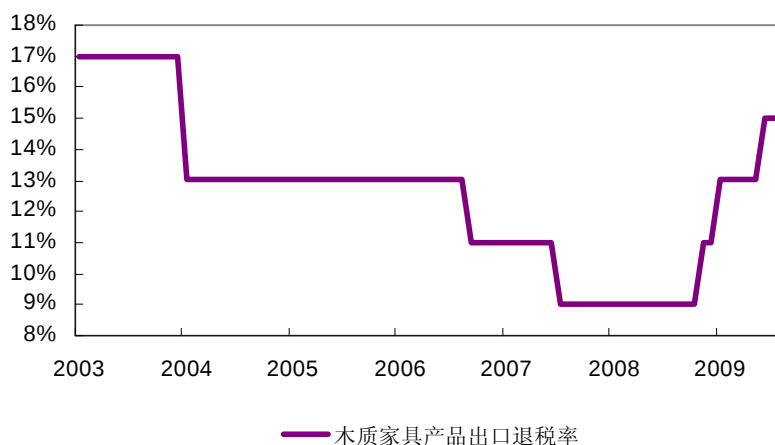
我们预计 2009 年木材价格略有回升，但仍不会回到 2008 年的高点。成本降低对公司毛利率的提升贡献 1.5 个百分点。

图表 21 2009 年木材价格较 2008 年下降，降低家具生产成本


资料来源：光大证券研究所

家具出口退税率提高至 15%

为了鼓励家具业出口，国家提高了对家具行业的支持力度。其中对公司产品影响较大的是家具的出口退税率从原有 9% 提升到 15%，多层地板出口退税率执行 9%。目前家具 15% (6 月 1 日 13%-15%)，多层地板 9%。根据我们的测算，出口退税率每提高一个百分点，约提升公司毛利率 0.5%，公司的业绩弹性则可达到 3% 左右，因退税率调整带来的业绩改善幅度可达 12%。由于退税率是自 2008 年 11 月才开始调整，08 年公司享受 15% 退税率仅有 1 个月时间，我们认为退税率提高对业绩带来的贡献将在 09 年得到充分体现。

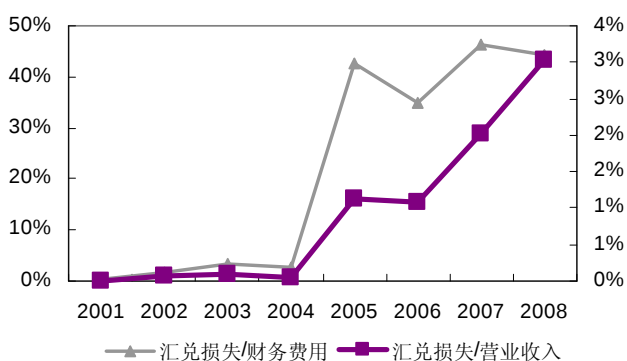
图表 22 自 2008 年底以来木质家具产品出口退税率从 9% 提升至 15%


资料来源：光大证券研究所

人民币汇率结束升值步伐

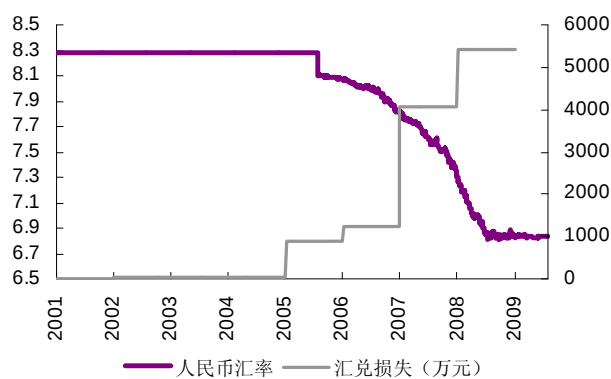
由于公司主要市场位于国外，98%以上的产品销往国际市场，大部分销售收入需要以外币结算，因此汇兑损益也是影响公司业绩的重要因素之一。自从 2005 年汇改以来人民币持续升值，至今幅度已达 17.8%，而公司自从 2005 年以来就开始产生大额汇兑损益，08 年公司仅汇兑损益带来的利润减少就达到 5439 万元，降低当年净利率 3 个百分点。进入 09 年人民币继续升值的预期已经大幅减弱，可预见的未来我们预计汇率保持稳定，公司汇兑损益将大幅降低。

图表 23 汇兑损失与营业收入比例超过 3%



资料来源：光大证券研究所

图表 24 人民币汇改以来公司汇兑损失大幅增加



资料来源：光大证券研究所

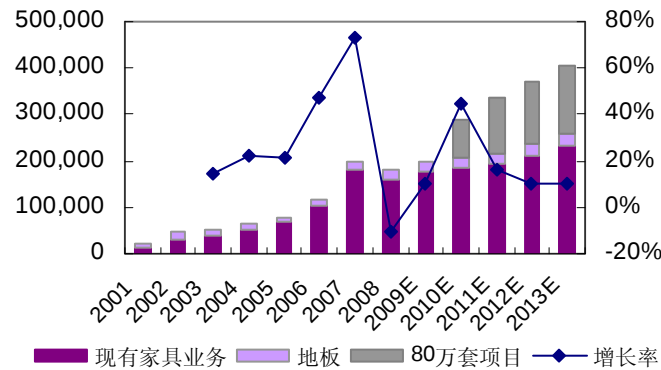
盈利预测

我们在以下前提下作出盈利预测。

- 受欧美宏观经济复苏的拉动，公司面临订单需求将于 2009 年下半年持续回升。公司综合销售价格于 2009 年触底，2010 年后开始缓慢回升，同时推高公司毛利率。
- 增发募集投向的五大项目（即 80 万套）先后于 2009 年下半年投产，考虑到试运行等因素，我们不在 2009 年确认新增产能的销售收入。我们预计 2010 年确认新增产能的 70%，2011 年确认其余 30% 产能。
- 新增产能的投放将降低综合毛利率。公司目前主导产品卧室木家具毛利率高于儿童家具、办公家具和厨房家具，因此 2009、2010 公司毛利率将较 2008 年（27.0%）为低，但 2011 年后新增流水线的磨合渐佳将提升毛利率至 2008 年水平之上。
- 出口退税的提高将对公司毛利率向上推动 1.5-2 个百分点。
- 按照光大宏观的观点，人民币对美元将暂时结束升值旅程。因此

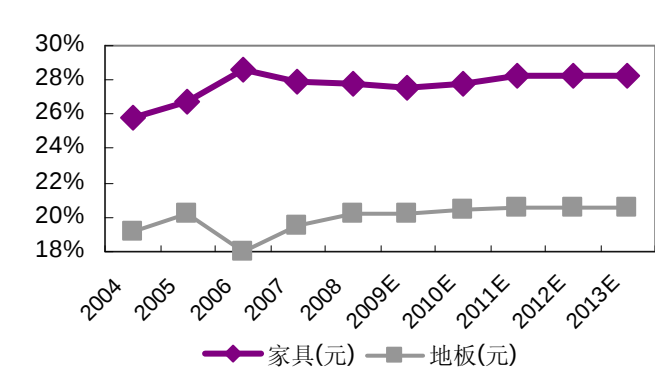
我们认为在可见未来公司将不再因为汇兑损益而减少利润。

图表 25 公司主营业务收入预测（万元）



资料来源：光大证券研究所

图表 26 主要产品毛利率逐步回升



资料来源：光大证券研究所

投资建议

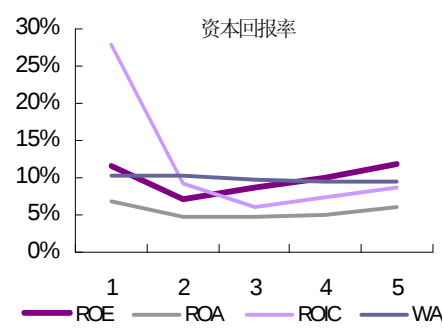
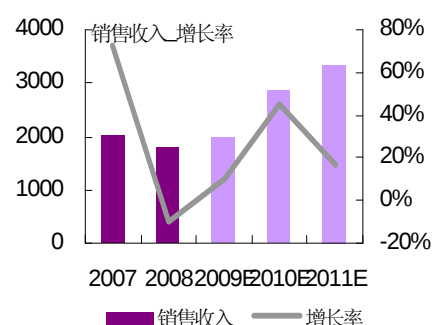
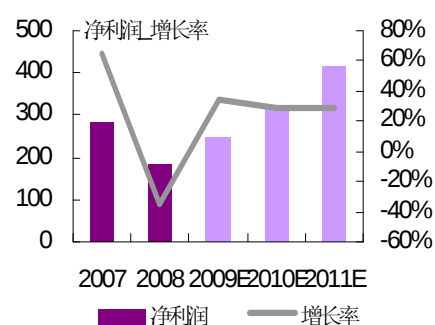
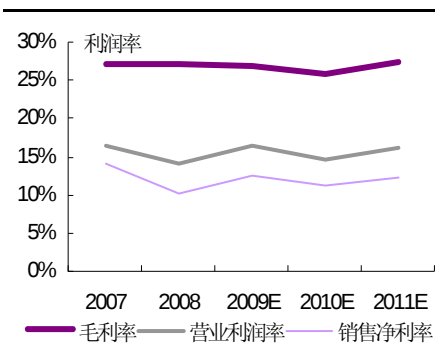
公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.25、0.32、0.41 元，对应 PE 分别为 29、23、18 倍，相对家具板块具有较强的吸引力，给予增持评级。我们认为给予公司 2010 年 30 倍 PE 较为合理，目标价为 9.6 元。

图表 27 同行业公司估值比较

证券代码	证券简称	PE				PB				EPS			
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
600978	宜华木业	39.4	29.3	22.7	17.5	2.8	2.6	2.3	2.1	0.18	0.25	0.32	0.41
002084	海鸥卫浴	44.8	35.4	25.2	20.6	2.7	2.5	2.4	2.2	0.23	0.29	0.40	0.49
002047	成霖股份	51.6	40.6	28.4	21.0	2.1	2.0	1.9	1.7	0.11	0.14	0.20	0.27
002102	冠福家用	182.8	121.8	73.1	48.7	3.2	3.1	3.0	2.8	0.04	0.06	0.10	0.15
600337	美克股份	66.9	40.2	30.9	23.6	3.0	2.8	2.6	2.3	0.12	0.20	0.26	0.34

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,002	1,800	1,990	2,880	3,355
营业成本	1,457	1,314	1,455	2,139	2,435
EBITDA	407	371	500	710	897
折旧和摊销	86	142	180	206	224
销售费用	70	72	74	107	124
管理费用	45	43	46	66	77
财务费用	88	123	87	145	170
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	327	252	328	423	547
利润总额	285	185	328	423	547
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	284.53	184.70	248.75	321.07	415.35

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	4,096	3,819	5,168	6,299	6,966
流动资产	3,191	2,094	1,938	2,811	3,257
货币资金	2,115	826	895	1,296	1,510
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	637	580	641	928	1,081
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	37	8	8	8	8
存货	326	543	320	471	536
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	421	421	1,703	2,449	2,918
无形资产	145	178	169	160	151
总负债	1,655	1,207	2,307	3,117	3,451
无息负债	866	332	367	535	694
有息负债	789	875	1,940	2,582	2,757
股东权益	2,441	2,612	2,861	3,183	3,515
股本	670	1,005	1,005	1,005	1,005
公积金	1,245	948	996	1,058	1,129
未分配利润	539	691	903	1,176	1,446
少数股东权益	5	6	6	6	6

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	235	-3	691	304	692
净利润	285	185	249	321	415
折旧摊销	86	142	180	206	224
净营运资金增加	1,294	-649	344	463	975
其他	-1,429	320	-82	-686	-923
投资活动产生现金流	-197	-880	-1,600	-400	-400
净资本支出	822	3,200	800	800	400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,018	-4,080	-2,400	-1,200	-800
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	308	335	0	0	0
债务净变化	412	86	1,065	642	175
其它长期负债变化	1,237	-534	35	168	159
净现金流	1,661	-1,310	69	401	214

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	73.02%	-10.09%	10.51%	44.76%	16.47%
净利润增长率	64.17%	-35.08%	34.67%	29.08%	29.36%
EBITDA 增长率	73.54%	-8.89%	34.89%	41.84%	26.43%
EBIT 增长率	74.12%	-8.89%	11.77%	36.99%	26.34%
EPS 增长率	-11.29%	-56.72%	34.67%	29.08%	29.36%
估值指标					
PE	17	39	29	23	18
PB	2	3	3	2	2
EV/EBITDA	9	20	17	12	10
EV/EBIT	9	20	20	15	12
EV/NAPLAT	10	22	26	20	16
EV/Sales	2	4	4	3	3
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	27.01%	26.85%	25.74%	27.41%
EBITDA 率	20.33%	20.60%	25.14%	24.63%	26.74%
EBIT 率	20.33%	20.60%	20.83%	19.71%	21.38%
税前净利润率	15.95%	13.76%	16.47%	14.68%	16.30%
税后净利润率	14.21%	10.26%	12.50%	11.15%	12.38%
ROA	6.95%	4.84%	4.82%	5.10%	5.97%
ROE	11.67%	7.08%	8.70%	10.10%	11.82%
ROIC	31.31%	12.51%	8.06%	9.66%	11.45%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.54	0.02	0.37	0.40	0.35
资产负债率	40.41%	31.61%	44.64%	49.48%	49.54%
流动比率	1.94	1.74	2.77	2.53	3.12
速动比率	1.74	1.29	2.31	2.11	2.61
每股指标					
EPS	0.42	0.18	0.25	0.32	0.41
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08
每股经营现金流	-	0.00	0.69	0.30	0.69
每股净资产	3.64	2.60	2.85	3.17	3.50
每股销售收入	2.99	1.79	1.98	2.87	3.34
每股 EBITDA	0.61	0.37	0.50	0.71	0.89

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程杲，复旦大学经济学硕士，2007 年 11 月加入光大证券研究所，从事造纸行业研究。

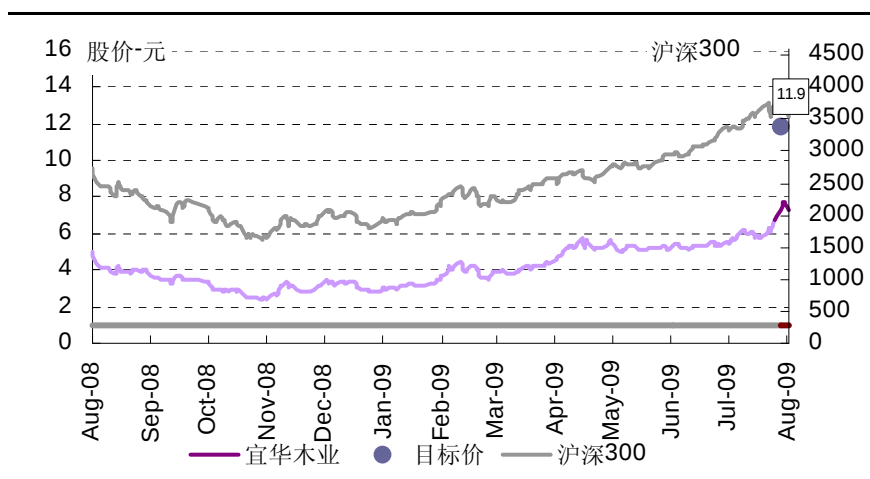
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

宜华木业（600978）

分析师：程杲



日期	股价	目标	评级
2009-08-03	6.71	11.90	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表，篡改或者引用。