

买入 维持

宜华木业（600978）

2009 年 12 月 29 日

出口回暖可期待，新项目陆续投产

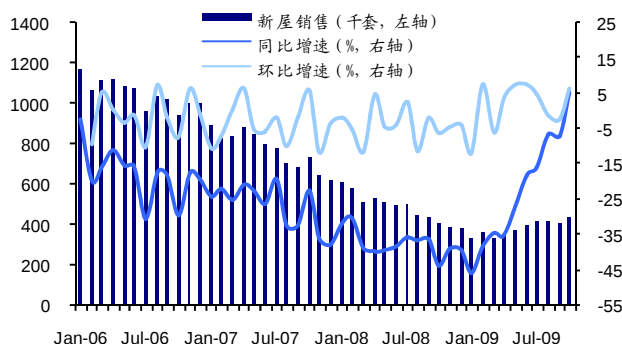
纺织服装行业分析师：区志航

ouzh@htsec.com

021-23219407

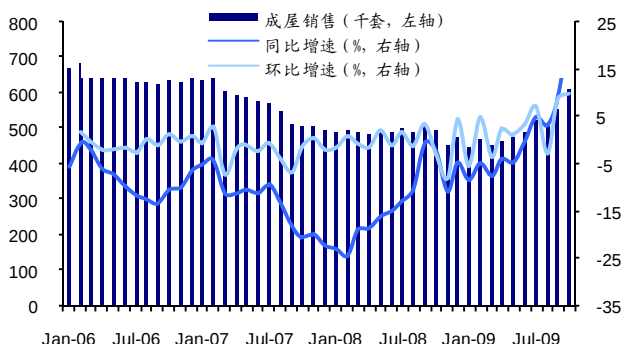
老项目满负荷生产得益于美国地产市场的好转：老项目产值约 20 亿元左右。第四季度为传统旺季，环比业绩肯定超越三季度。目前老项目产能饱满，基本处于满负荷生产状态，我们认为这是美国新屋和二手房销售提升带动中国家具出口反弹的结果。我们跟踪的美国新屋和成屋销售数据表现良好，前者在 2009 年 10 月份实现了 2006 年以来的正增长，后者在 7 月份开始正增长，10 月份同比增速更是高达 23.48%。成屋签约指数在 10 月份也是达到了 2006 年 4 月份以来的新高 114.10。

图 1 美国新屋销售持续好转



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 2 成屋销售同比历史新高



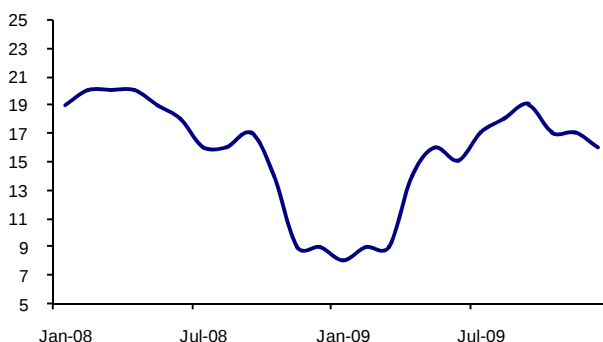
资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 3 美国成屋签约销售指数



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 4 全美住宅建筑商协会(NAHB)房地产市场指数

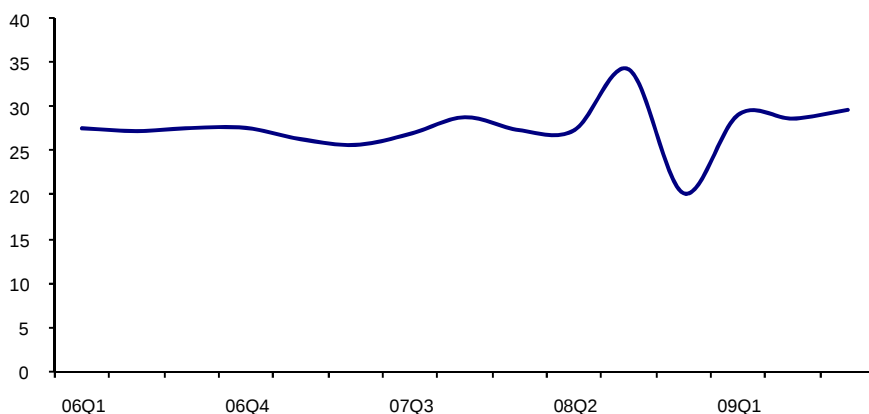


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

新项目陆续投产。目前公司年产 20 万套儿童家具项目已经试产了 2 个月,年产 10 万套酒店家具项目也试产 1 个月了,一般而言,家具项目从试产到正式投产约 3 个月,所以我们判断上述两个项目将于春节后正式批量生产;10 万套办公室家具(含沙发)项目和 30 万套厨房家具项目进度稍慢,争取在年底竣工试产,也就是将在 2 季度正式投产。我们认为,新项目进度基本符合预期,陆续投产将解决公司产能瓶颈问题,在订单充足的情况下,我们预期 2010 年公司产能和产量将显著放大。公司预计,定向增发项目全部达产后将新增家具产能 80 万套/件,新增产值 27.8 亿元。

第四季度毛利率维持高位但费用增加:由于 2007 年定向增发项目陆续在 2009 年第四季度试产,所以产生部分前期费用,公司也在第四季度成功发行了 5 年期的 10 亿元公司债(票面利率为 7.95%),财务费用也将有所增加。所以我们判断第四季度的净利润率将因三项费用增加而略有降低。但毛利率依然维持较高水平约 29%。

图 5 毛利率持续高位(%)

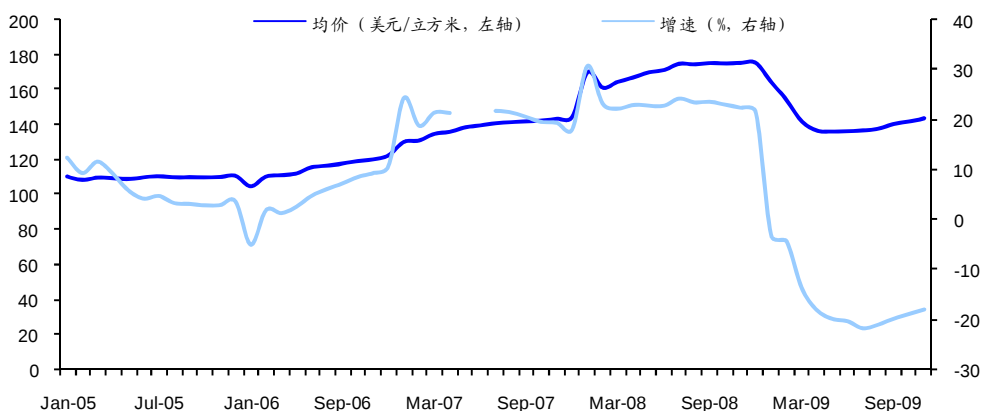


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

2010 年订单充足。2009 年 11 月底,公司和美国经销商签订了 2010 年的框架性协议,大概锁定了 2010 年订单 5.6 亿美元,加上 2009 年跨年度递延 1 亿美元订单,公司手持 6.6 亿美元的框架性订单,将有效保障了新项目的消化。

俄罗斯原木关税上升影响偏中性。俄罗斯原定于 2010 年 1 月 1 日起提高原木出口关税,计划从 25% 提高到 80%。宜华木业原料 40% 来源于东南亚,20% 来源于俄罗斯,其余来源于南美等地。俄罗斯提高原木关税可能刺激全球木材价格上升,理论上对宜华木业不利,但公司和经销商的协议规定,如一个季度内原料价格上升 10%,公司将和经销商重新协议,出口家具价格也相应提高。且公司出口家具为自主品牌,有一定的议价能力,所以原木关税提高对宜华木业的影响偏中性。

图 6 六月份开始原木价格持续反弹



资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

盈利预测与投资建议。根据沟通情况以及前三季度情况，我们上调 2009 年 EPS 至 0.30 元，维持 2010-2011 年 0.44 和 0.50 元的预测，维持 10.25 元目标价以及“买入”评级。公司将在美国地产持续回暖带动下走出低谷，老项目满负荷生产以及新项目的即将投产将为公司带来业绩增长。

主要不确定因素。出口的反复、新项目投产过程的不确定性、二股东的减持（近期分别于 2009 年 11 月 17 日和 12 月 17 日减持了 1400 和 963 万股）。

表 1 二股东减持一览

减持时间	减持数量（股）	占总股本（%）	剩余（股）	占总股本（%）
2007 年 12 月 10 日	18505195.00	2.76	127712900.00	19.07
2008 年 1 月 3 日	26843952.00	4.00	119374143.00	17.82
2008 年 2 月 19 日	34683952.00	5.18	111534143.00	16.65
2008 年 4 月 9 日	42315206.00	6.32	103902889.00	15.51
2009 年 2 月 3 日	54355167.00	5.41	142600000.00	14.19
2009 年 4 月 3 日	71155167.00	7.08	125800000.00	12.52
2009 年 5 月 7 日	84155167.00	8.38	112800000.00	11.23
2009 年 7 月 13 日	97155167.00	9.67	99800000.00	9.93
2009 年 7 月 21 日	6600000.00	0.66	93200000.00	2.64
2009 年 8 月 10 日	20000000.00	1.99	73200000.00	7.29
2009 年 11 月 17 日	14000000.00	1.39	59200000.00	5.89
2009 年 12 月 17 日	9633100.00	0.96	49566900.00	4.93

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

区志航：纺织服装行业分析师

重点研究上市公司：伟星股份、宜科科技、报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、雅戈尔、金鹰股份、孚日股份、鲁泰 A、大杨创世、常山股份、东方市场、宜华木业、星期六、罗莱家纺、探路者、金飞达和富安娜等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。