

宜华木业：双轮驱动促进业绩的增长

调研报告

报告关键点：

- 公司明显受益于出口复苏；
- 国内市场的开辟拓展发展空间；
- 给予买入-B的投资评级，三个月目标价12元。

报告摘要：

- 公司明显受益于出口复苏。出口占到公司产品比重的99%，其中出口到美国的比重约为70%。根据安信宏观和策略部门的判断，海外主要经济体在经历了08年金融危机以来的低点后，经济正在逐步回暖，预计今明两年会一直延续。为此，公司将会从中明显的受益，从我们调研的情况来看，基本符合这一判断。同时，从我国家具行业出口的数据来看，出口复苏在明显的改善。
- 国内市场的开辟将拓展公司的发展空间。公司开辟国内市场的战略开始于06年，由于家具市场的开辟，涉及到产品研发、销售模式、团队组织、服务配套、管理软件应用等多方面的准备，因此公司对国内市场的开辟采取稳步推进的方式。目前，公司上述的准备工作基本到位，拟以在国内开设体验馆的方式进行直销开辟国内市场，汕头本部的体验馆已经运作近两年，今年一月份广州的体验馆即将开业，今后在国内主要省会城市和直辖市，公司准备开设15家左右的体验馆，逐步打造宜华的家具品牌占领国内市场。
- 现有的销售模式和定价机制能够较大程度转移成本的波动。公司出口主要采取通过国外经销商销售的模式，给予经销商的利润空间较大，因此公司产品定价通常每季度调整一次，拥有一定的自主权。如果月度原材料价格波动较大则当月微调（比如木材价格上涨10%以上），基本能够转移成本的变动。
- 今年的订单比较充足。09 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5亿美元左右，将有效保障了新增产能的投放。同时，公司增发项目的新增产能投放在今年二季度将全部投产，新增产能翻番。
- 我们预计公司在出口复苏和开辟国内市场的双轮驱动下，未来几年平均能够保持25-30%的业绩增速，09-11年的每股收益分别是0.31元、0.43元和0.60元，根据目前市场的估值情况，给予公司11年20倍的PE，对应三个月目标价12元，给予买入-B的投资评级。

评级：
买入-B

上次评级：

目标价格： 12.00 元

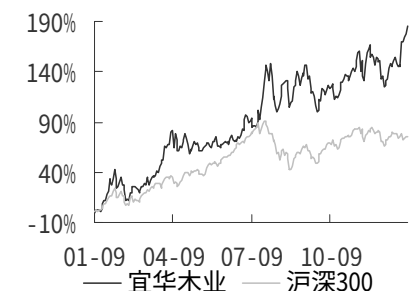
 期限： 3 个月 上次预测：
 现价： 8.95 元

报告日期： 2010-01-18

市场数据

总市值(百万元)	8,991.73
流通市值(百万元)	7,148.95
总股本(百万股)	1,004.66
流通股本(百万股)	798.77
12 个月最高/最低	3.08/9.07 元
十大流通股(%)	22.34%
股东户数	108,279

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.23	23.28	108.77
绝对收益	22.44	31.27	184.66

研究员

郭振举

010-66581621

助理行业分析师

guozj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,002.3	1,800.3	2,070.3	2,732.8	3,689.3
Growth(%)	73.0%	-10.1%	15.0%	32.0%	35.0%
净利润	284.8	184.9	315.1	430.9	601.7
Growth(%)	64.2%	-35.1%	70.2%	36.8%	39.7%
毛利率(%)	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%	27.2%
净利润率(%)	14.2%	10.3%	15.2%	15.7%	16.3%
每股收益(元)	0.28	0.18	0.31	0.43	0.60
每股净资产(元)	2.43	2.60	2.88	3.25	3.78
市盈率	31.6	48.7	28.6	20.9	15.0
市净率	3.7	3.4	3.1	2.8	2.4
净资产收益率(%)	11.7%	7.1%	10.9%	13.2%	15.8%
ROIC(%)	36.2%	21.7%	11.3%	15.9%	22.6%
EV/EBITDA	10.9	22.1	17.7	12.7	8.7
股息收益率	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%

前期研究成果

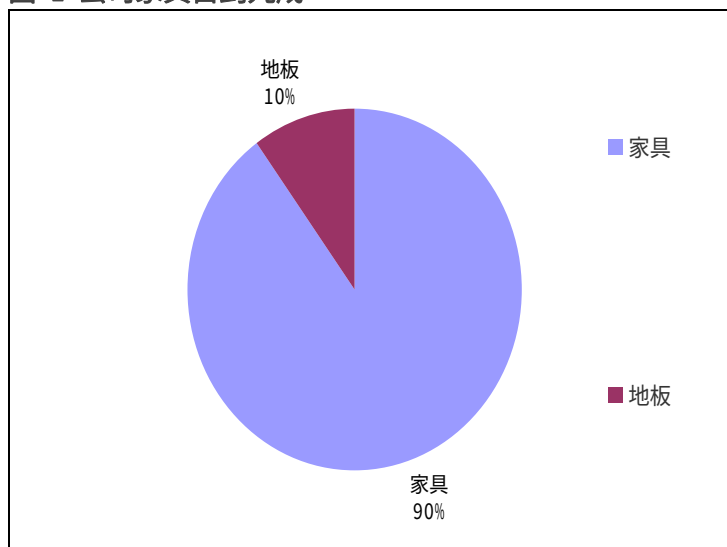
1. 公司受益于出口复苏

公司主要产品是家具和地板，其中家具占到约 90%，地板接近 10%，木材销售等不足 0.1%，基本可以忽略不计。公司产品主要用于出口，出口占到公司产品比重的 99%，其中出口到美国的比重约为 70%。根据安信证券宏观和策略部门的判断，海外主要经济体在经历了 08 年金融危机以来的低点后，经济正在逐步回暖，预计今明两年会一直延续。为此，公司将会从中明显的受益，从我们调研的情况来看，基本符合这一判断。同时，从我国家具行业出口的数据来看，出口复苏在明显的改善。

据海关统计，今年前 11 个月我国出口家具 222.4 亿美元，11 月单月出口家具 24.4 亿美元创年内新高，同比虽稍下降 3.4%，但环比大幅增长 17.9%，为今年以来月度出口值的新高，延续了下半年以来出口稳步回升的基本态势。

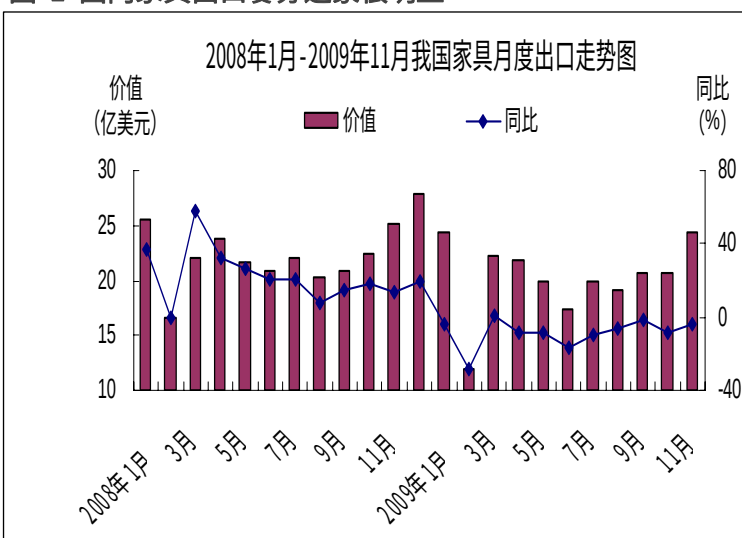
在我国家具出口总额中，广东、浙江出口合计占近 6 成。今年前 11 个月，广东出口家具 88.1 亿美元，浙江出口 44.7 亿美元，两者合计占同期我国家具出口总值的 59.7%。因此，地处广东汕头的宜华木业是国内家具出口的重要支持力量，经营状况相对其他区域的企业与出口的弹性更大。

图 1 公司家具占到九成



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2 国内家具出口复苏迹象很明显



数据来源：海关总署 安信证券研究中心

根据我们的了解，宜华木业所在地广东省汕头的商品出口额 09 年 11 月为 3.8 亿美元，同比上升 5.4%，而 1 月份的数据仅为 -18.9%，09 年特别是下半年以来环比改善很明显，从中我们可以看出当地作为重要组成部分的家具出口的改善程度。

由于公司近 70% 的产品销往美国，因此美国家具业的消费对公司的影响很大。根据美国统计局的数据，09 年 10 月份美国家具及其零部件进口额为 805 万美元，同比下降 -9.4%，而 09 年 2 月份低点仅为 435 万美元、同比下滑 -61.6%，因此美国国内家具消费环比改善的幅度同样很大，基本是逐月上升。

同时，我们发现，与家具消费相关性较高的美国二手房成交量也是逐月上升，美国 11 月份成屋销售折年率为 654 万套，环比 1 月份是直线上升，已经接近了 07 年高点水平。由于我们预计国外经济的复苏将持续，伴随着这一进程国内出口复苏已经有了明显改观并同样持续，在这一背景下公司的状况会持续好转。

2. 内销市场在开辟

2.1. 盈利能力比较稳定

销售模式的现状和灵活的定价机制能够较大程度转移成本的波动。公司产品主要进行出口，由于采取通过国外经销商销售的模式，公司给予经销商的利润空间较大，因此公司产品定价有一定的自主权，通常每季度调整一次，如果月度原材料价格波动较大则当月微调（比如木材价格上涨 10% 以上），基本能够转移成本的变动，因此公司的毛利率能够保持比较稳定的水平。

产品种类比较齐全，公司木材利用率较高。由于家具产品对木材资质要求较低，运用高等级木材较少，而且公司在生产家具产品过程中充分运用“指拼接”等技术，因此公司的木材利用率高达至 60%，远高于行业平均的 40%，由此相应降低了成本率。同时，我们预计随着新增产能的投放，产品原材料之间的配合使用，公司木材利用率还将进一步上升。

表 1 盈利能力稳定上升（毛利率） 单位：%

	09 年三季度	09 年中期	08 年	07 年
家具	29.3	29.03	27.33	27.53
地板	26.9	26.73	19.22	19.04
综合	29.06	28.83	26.59	26.8

数据来源：公司调研 安信证券研究中心

公司原材料供应包括 10% 自有林地、40% 的国内收购及 50% 的进口。进口总数中俄罗斯占 60%，其他是南美、东南亚、北朝鲜。江西林地的供应还在操作中，大埔主要是速生林桉树，三年前就已经进入砍伐期。2010 年下半年遂川林地将启动，东北伊春林地进展较慢，估计要到明年。如果能够成功收购东北林地，那么公司的自有林地将提升到 40%。由于木材成本占公司产品总成本的 60%，因此随着公司自有林地的增加，家具和地板产品的毛利率将进一步提升。

2.2. 国内市场的开辟在进行

虽然公司目前的产品主要用于出口，但公司开辟国内市场的战略在 06 年就已经开始。由于家具市场的开辟，涉及到产品研发、销售模式、团队组织、服务配套、管理软件应用等多方面的准备，因此公司对国内市场的开辟采取稳步推进的方式。目前，公司上述的准备工作基本到位，拟以在国内开设体验馆的方式进行直销开辟国内市场，汕头本部的体验馆已经运作近两年，今年一月份广州的体验馆即将开业，今后在国内主要省会城市和直辖市，公司准备开设 15 家左右的体验馆，逐步打造宜华的家具品牌占领国内市场。

同时，公司增发项目预计到今年二季度能够完全投产，新增产能接近翻番。这些项目分别是：(1) 梅州 20 万套/件儿童家具项目；(2) 木业城二期 10 万套/件欧式家具项目；(3) 濠江 10 万套/件酒店和 30 万套/件厨房项目。(4) 广州南沙项目（办公家具 10 万套/件）。其中，儿童家具在 09 年 10 月份小批量生产，酒店和厨房家具 11 月底小批量试生产，其他预计在今年初试生产，预计总项目在二季度可以完全正常投产。根据当初增发时的假定，达产后总产能够达到 120 万套。

通过调研我们了解到，公司 2010 年的订单比较充足。09 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 亿美元左右，将有效保障了新增产能的投放。

表 2 新增产能情况

单位：万元

项目名称	投资额	预计产值	预计利润	销售方式
10 万套实木欧式家具	38025	13100	17340	外销
10 万套办公家具	27168	17000	3593	内销
20 万套儿童家具	25122	48000	7979	内销外销各一半
10 万套酒店家具	21122	46000	5982	内销
30 万套厨房家具	17904	36000	5506	内外销各一半
合计	129341	27800	40400	

数据来源：安信证券研究中心

3. 关于反倾销的影响

通过调研，我们了解到美国的反倾销政策对公司影响不是很大，所涉及到的产品大约占到公司产品的 20% 左右。目前，07 年的反倾销处理已经进入到司法程序，拟对经销商征收 29.98% 的税率，这一结果在经销商正常的承受范围之内。国外经销商一般在进口价格之上加价 1 -3 倍进行销售，利润率很高。按照 29.98% 的反倾销税率，对美国经销商的毛利率削减幅度约在 7-15 个百分点左右，相对于拥有较高毛利率的经销商来讲在可承受的范围之内。

08 年的征收税率为 7.45%，09 年所征收的税率还没有最后确定，可能会对未来的定单产生一定的影响。但总的影响不大，毕竟涉及到的产品比重不高。

下面，我们回顾一下近年的反倾销事件以便加深对此的理解。2004 年底，美国对从中国进口的木质卧室家具进行反倾销调查裁定，美克股份和顺诚控股被裁定为零税率，包括宜华木业在内的 115 家大规模出口企业被裁定税率为 6.65%，而 90% 以上中小企业被裁定为 198.08% 的惩罚性税率。2008 年 2 月，美国商务部公布了针对中国木制卧室家具反倾销第二次行政复审的初裁结果，绝大部分应诉企业适用的全国平均税率提高至 39.49%。

4. 盈利预测与估值

公司明显受益于出口复苏。由于公司产品主要用于出口，出口占到公司产品比重的 99%，其中出口到美国的比重约为 70%。根据安信证券宏观和策略部门的判断，海外主要经济体在经历了 08 年金融危机以来的低点后，经济正在逐步回暖，预计今明两年会一直延续。为此，公司将会从中明显的受益，从我们调研的情况来看，基本符合这一判断。同时，从我国家具行业出口的数据来看，出口复苏在明显的改善。

国内市场的开辟将拓展公司的发展空间。公司开辟国内市场的战略在 06 年就已经开始。由于家具市场的开辟，涉及到产品研发、销售模式、团队组织、服务配套、管理软件应用等多方面的准备，因此公司对国内市场的开辟采取稳步推进的方式。目前，公司上述的准备工作基本到位，拟以在国内开设体验馆的方式进行直销开辟国内市场，汕头本部的体验馆已经运作近两年，今年一月份广州的体验馆即将开业，今后在国内主要省会城市和直辖市，公司准备开设 15 家左右的体验馆，逐步打造宜华的家具体品牌占领国内市场。

销售模式的现状和灵活的定价机制能够较大程度转移成本的波动。公司产品主要进行出口，由于采取通过国外经销商销售的模式，公司给予经销商的利润空间较大，因此公司产品定价有一定的自主权，通常每季度调整一次，如果月度原材料价格波动较大则当月微调（比如木材价格上涨 10% 以上），基本能够转移成本的变动，因此公司的毛利率能够保持比较稳定的水平。

公司 2010 年的订单比较充足。09 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 亿美元左右，将有效保障了新增产能的投放。同时，公司增发项目的新增产能投放在今年二季度将全部投产，新增产能翻番。

据此，我们预计公司在出口复苏和开辟国内市场的双轮驱动下，未来几年平均能够保持 25-30%的业绩增速，09-11 年的每股收益分别是 0.31 元、0.43 元和 0.60 元，根据目前市场的估值情况，给予公司 11 年 20 倍的 PE，对应三个月目标价 12 元，给予买入-B 的投资评级。

5. 风险因素

人民币升值导致出口下滑、09 年反倾销税率过高、二股东继续减持、国外市场恢复弱于预期等。

财务报表预测和估值数据汇总
单位 百万元 模型更新时间 2010-1-18

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,002.3	1,800.3	2,070.3	2,732.8	3,689.3	成长性					
减: 营业成本	1,457.1	1,314.1	1,511.3	1,995.0	2,685.8	营业收入增长率	73.0%	-10.1%	15.0%	32.0%	35.0%
营业税费	0.7	0.4	0.6	0.5	0.7	营业利润增长率	63.0%	-23.0%	67.4%	36.8%	39.1%
销售费用	70.1	71.6	82.8	109.3	147.6	净利润增长率	64.2%	-35.1%	70.2%	36.8%	39.7%
管理费用	45.2	42.7	49.7	65.6	84.9	EBITDA 增长率	71.4%	-6.4%	18.8%	32.2%	33.8%
财务费用	87.7	123.1	1.6	-15.0	-32.7	EBIT 增长率	75.2%	-9.6%	12.9%	32.7%	37.0%
资产减值损失	14.0	-3.6	2.5	0.6	0.7	NOPLAT 增长率	77.1%	-23.7%	14.2%	32.7%	37.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.1%	119.9%	-5.8%	-3.1%	-5.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	148.2%	7.0%	10.6%	13.1%	16.2%
营业利润	327.4	252.0	421.8	576.8	802.3	利润率					
加: 营业外净收支	-8.1	-4.3	-	-	-	毛利率	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%	27.2%
利润总额	319.3	247.7	421.8	576.8	802.3	营业利润率	16.4%	14.0%	20.4%	21.1%	21.7%
减: 所得税	34.5	62.8	106.7	145.9	200.6	净利润率	14.2%	10.3%	15.2%	15.7%	16.3%
净利润	284.8	184.9	315.1	430.9	601.7	EBITDA/营业收入	22.2%	23.1%	23.9%	23.9%	23.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	20.7%	20.8%	20.4%	20.6%	20.9%
货币资金	2,114.5	826.4	765.6	928.4	1,686.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	62	84	112	131	115
应收帐款	674.2	588.8	692.0	913.4	1,233.1	流动营业资本周转天数	58	146	171	112	74
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	384	528	358	302	312
预付帐款	77.2	136.1	149.8	167.7	191.9	应收帐款周转天数	93	122	109	102	101
存货	325.5	542.7	414.1	546.6	735.8	存货周转天数	44	87	83	63	63
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	532	791	661	533	481
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	205	408	473	342	242
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	7.1%	10.9%	13.2%	15.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.0%	4.8%	8.3%	10.0%	10.8%
固定资产	420.8	420.7	870.2	1,121.2	1,239.9	ROIC	36.2%	21.7%	11.3%	15.9%	22.6%
在建工程	329.2	1,117.7	697.6	433.6	270.9	费用率					
无形资产	144.8	177.7	177.7	177.7	177.7	销售费用率	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	9.5	9.2	17.5	18.2	18.3	管理费用率	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%
资产总额	4095.7	3,819.4	3,784.4	4,306.9	5,554.3	财务费用率	4.4%	6.8%	0.1%	-0.5%	-0.9%
短期债务	789.0	875.0	351.4	-	-	三费/营业收入	10.1%	13.2%	6.5%	5.9%	5.4%
应付帐款	327.4	126.3	169.8	219.2	295.1	偿债能力					
应付票据	89.8	140.0	144.9	191.3	257.5	资产负债率	40.4%	31.6%	23.6%	24.1%	31.6%
其他流动负债	442.8	59.4	222.5	621.4	1,197.1	负债权益比	67.8%	46.2%	31.0%	31.8%	46.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.94	1.74	2.28	2.48	2.20
其他非流动负债	6.1	6.4	6.4	6.4	6.4	速动比率	1.74	1.29	1.81	1.95	1.78
负债总额	1655	1,207.2	895.0	1,038.2	1,756.1	利息保障倍数	4.73	3.05	271.11	-37.39	-23.54
少数股东权益	5.3	5.5	6.1	6.9	8.0	分红指标					
股本	669.8	1,004.7	1,004.7	1,004.7	1,004.7	DPS(元)	0.02	0.01	0.02	0.03	0.04
留存收益	1,765.6	1,602.1	1,878.7	2,257.1	2,785.5	分红比率	6.4%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
股东权益	2435	2,612.2	2,889.5	3,268.6	3,798.1	股息收益率	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	284.8	184.9	315.1	430.9	601.7	EPS(元)	0.28	0.18	0.31	0.43	0.60
加: 折旧和摊销	35.8	47.0	71.5	92.5	106.0	BVPS(元)	2.43	2.60	2.88	3.25	3.78
资产减值准备	14.0	-3.6	2.5	0.6	0.7	PE(X)	31.6	48.7	28.6	20.9	15.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.4	3.1	2.8	2.4
财务费用	30.0	57.3	84.0	1.6	-15.0	P/FCF	-	-7.1	-198.7	56.0	11.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.5	5.0	4.3	3.3	2.4
少数股东损益	0.3	0.2	0.7	0.9	1.3	EV/EBITDA	10.9	22.1	17.7	12.7	8.7
营运资金的变动	-72.3	-684.8	223.5	122.8	184.7	CAGR(%)	14.8%	48.2%	33.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	235.1	-2.8	614.8	632.7	861.8	PEG	2.1	1.0	0.9	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-196.6	-879.8	-100.0	-69.0	-51.0	ROIC/WACC	4.6	2.7	1.4	2.0	2.9
融资活动产生现金流量	1622	-427.4	-547.3	-366.4	-9.3	REP	0.8	1.2	2.3	1.6	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，经济学博士，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034