

上市公司调研研究报告

出口复苏+产能释放+拓展内销渠道， 三重动力助推公司长期发展

出口占比最大，复苏态势确立

公司主要生产木制家具、实木地板和实木复合地板，其中以木制家具业务占比居高，09 年收入占比接近 90%。从地区分布来看，公司产品 99%用于出口，70%针对美国市场，是广东省内最大的家具出口商，也是同类上市公司中出口业务占比最大的公司，因此，业绩受欧美经济与消费波动影响较大。伴随欧美经济在去年下半年逐步复苏，公司家具制造业出口在 09 年四季度也开始逐渐走出低谷。

欧美库存重建支撑外贸需求

目前，从美国生产企业库存变化数据来看，木制品企业和家具制品企业的库存水平都出现了大幅的下滑，分析库存销售比指标，制造业中的木材加工及制品以及零售业中的家具、家饰企业都低于历史平均库存销售比，这说明，其库存重建动力较强。美国生产企业和经销商库存的重建过程将会支撑我国木制家具企业的生产出口。

出口订单饱满

公司在每年的 10 月份开始签订下一年的意向性订单，我们了解公司 08 年的订单大约在 4 亿美元，从 09 年实现产值来看，实际执行 3.2 亿美元，订单执行率基本在 80%左右。原因一方面是金融危机影响了美国民众的消费支出，另一方面是公司当时产能存在瓶颈。从 09 年 10 月份订单情况来看，达到了 5 亿美元，而这 5 亿美元仅指大单，未包括小金额订单，我们预计整体累计大约有 5.5 亿美元左右的订单。以 82%的执行率计算产值可达 30 亿元。

新增产能推动业绩释放

公司非公开发行建立的 80 万套家具生产项目大部分已在去年底投产，今年 3 月还有 10 万套投产，完全投产后公司的总产能将达到年产实木家具 100 万套、实木门窗 10 万套、木地板 380 万 m²，解决了公司了产能瓶颈。正常达产后每年将新增产值 27.8 亿元。09 年 4 季度公司收入大幅攀升除出口复苏带来需求回升以外，也得益于新增产能的部分释放。我们估算这 27.8 亿元的新增产值今年只能实现不到 10 亿元，全年实现产值大约 31.22 亿元，增速在 45.28%，与按订单法测算的结果基本相符。

产能利用率逐步提高，全年毛利率前低后高

由于大量增发项目在建工程在去年四季度投产，产能利用率下降削弱了企业的盈利能力，导致去年四季度毛利率环比下滑了 3.35 个百分点，此外，销售费用率大幅上升也导致期间费用率明显提高。但我们认为这是个短期必然会经历的阶段，伴随着投产项目逐步运行正常，产能利用率将进一步提高，全年毛利率呈现前低后高，较 09 年略有下滑。

宜华木业（600978）

首次评级

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440108081868

当前股价：7.89 元

目标价格 6 个月：10.00 元

调研日期：2010 年 03 月 04 日

发布日期：2010 年 03 月 12 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.8/9.3	2.0/7.7	105.5/61.4
12 月最高/最低价 (元)		9.07/0
总股本 (万股)		100,466
流通 A 股 (万股)		79,877
总市值 (亿元)		79.27
流通市值 (亿元)		63.02
近 3 月日均成交量 (万)		2,713
主要股东		
宜华企业(集团)有限公司		28.34%

股价表现





拟非公开发行拓宽内销渠道

公司计划非公开发行不超过 1.3 亿股，不低于 7.05 元/股的价格募集资金 84991 万元，在主要一、二线城市建立 14 家体验馆，以解决产能释放后的市场拓展，以及对海外市场的过度依赖性。我们认同公司战略上的发展思路，一方面国内家居消费需求旺盛，市场空间广阔，公司急需早日打通营销渠道，建立自己在国内家具市场的品牌知名度和美誉度，有效规避过度依赖美国市场的制肘，变被动为主动出击，在解决产能瓶颈后打通销售市场，使产品和市场有效对接。另一方面，家具零售的毛利率显著高于家具生产，因此，通过自建内销营销网络，可以有效提高公司的整体盈利水平，有利于公司长远发展。

盈利预测与估值

我们预计公司 2010-2011 年收入分别为 31.22 亿元和 40.95 亿元，增速达到 45.28%和 31.17%。对应净利润分别为 4.05 亿元和 5.89 亿元。增速达到 37%和 45.5%，对应 2010-2011 年 EPS 分别为 0.40 元和 0.59 元。目前股价对应 2010 年市盈率不到 20 倍，明显低于同类公司，而公司未来几年在产能释放推动下仍能实现较快增长，如果非公开发行成功拓展内销市场，则盈利能力上将会有较大飞跃，具备较多想象空间。我们给予公司“增持”评级，目标价 10 元。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	2,148.71	3,121.71	4,094.71	4,928.71
主营收入增长率	19.35%	45.28%	31.17%	20.37%
EBITDA（百万）	466.64	659.75	916.65	1,155.98
EBITDA 增长率	10.54%	41.38%	38.94%	26.11%
净利润（百万）	295.39	404.67	588.07	756.74
净利润增长率	59.93%	36.99%	45.32%	28.68%
ROE	10.21%	12.27%	15.14%	16.30%
EPS（元）	0.294	0.403	0.585	0.753
P/E	26.84	19.59	13.48	10.47
P/B	2.74	2.40	2.04	1.71
EV/EBITDA	17.82	13.16	9.92	8.08

调研结论

出口占比最大，复苏带来业绩反弹

我国家具出口复苏态势确立

公司主要生产木制家具、实木地板和实木复合地板，其中以木制家具业务占比居高，09年收入占比接近90%。从地区分布来看，公司产品99%用于出口，70%针对美国市场，是广东省内最大的家具出口商，也是同类上市公司中出口业务占比最大的公司，因此，业绩受欧美经济复苏及消费影响较大。伴随欧美经济在去年下半年逐步复苏，公司家具制造业出口在09年四季度也开始逐渐走出低谷。

图 1：公司产品结构

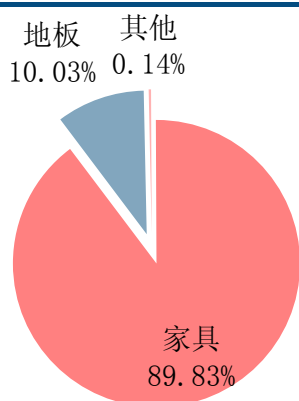
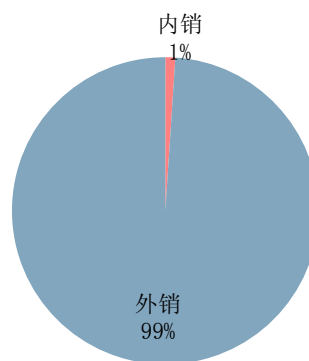


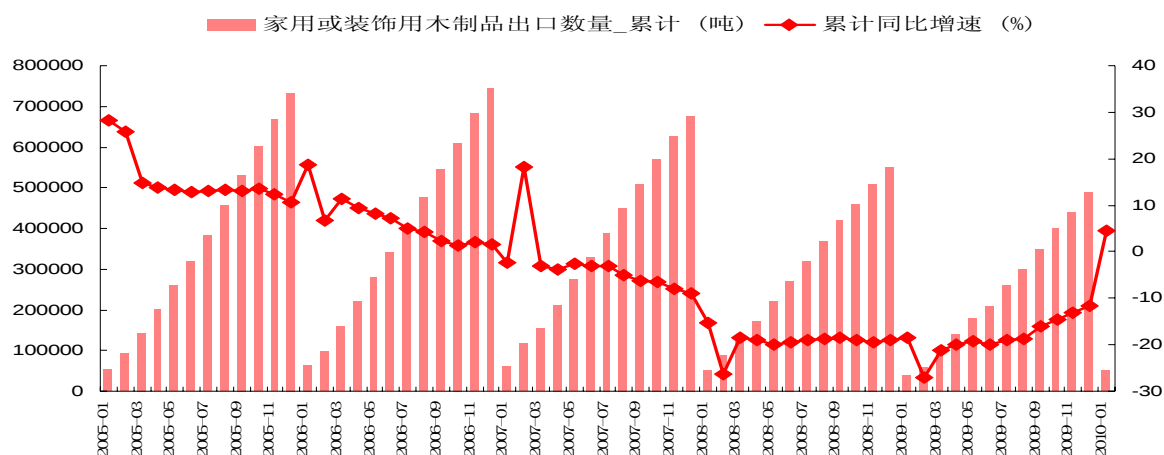
图 2：公司地区收入结构



资料来源：公司年报、中信建投证券研发部

图 3：我国家用或装饰用木制品出口数量及增速

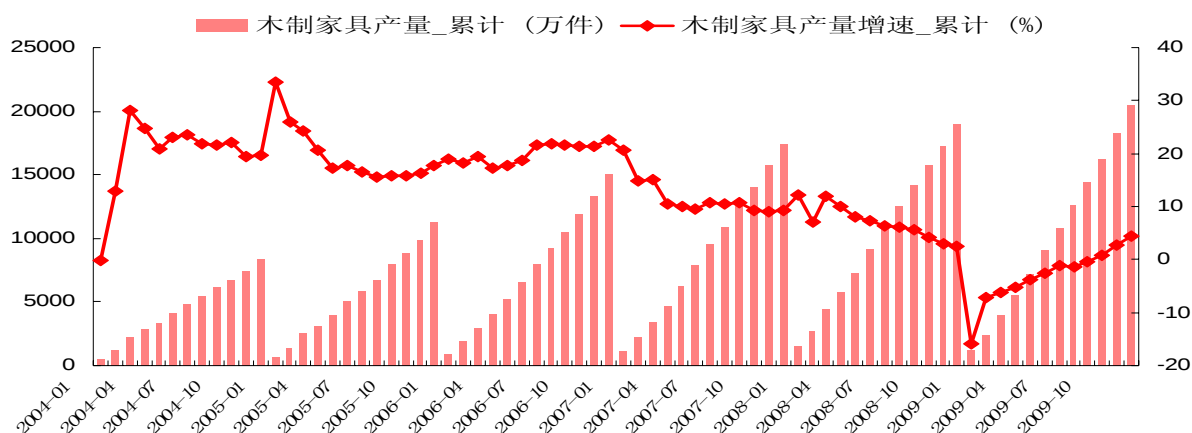
单位：吨



资料来源：中经网、中信建投证券研发部

图 4：我国木制家具累计产量及增速

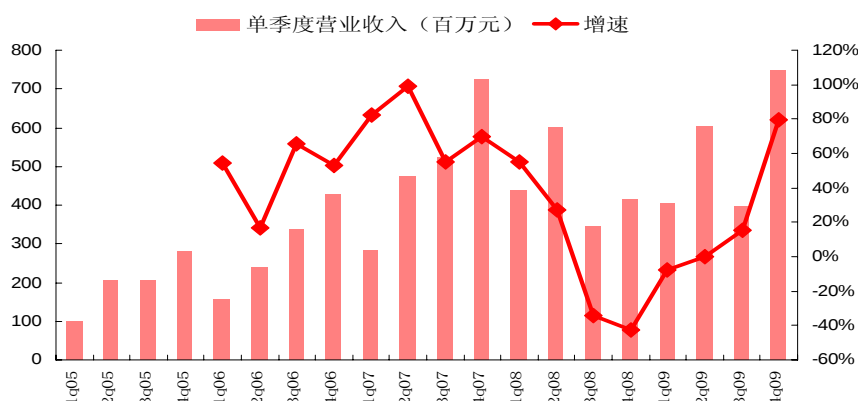
单位：万件



资料来源：中经网、中信建投证券研发部

图 5：公司单季度营业收入及增速

单位：百万元



资料来源：聚源数据、中信建投证券研发部

欧美库存重建支撑外贸需求

我们的策略分析师基于欧美库存周期理论判断美国企业的库存将于 2010 年年初进入重建轨道，这是由于企业建设库存的资本边际成本已处于底部区域，下游需求的回暖改善了企业的资本边际收益，那么企业的库存建设可能较之需求出现加速状态，从而形成库存重建。

目前，从美国生产企业库存变化数据来看，木制品企业和家具制品企业的库存水平都出现了大幅的下滑，分析库存销售比指标，制造业中的木材加工及制品以及零售业中的家具、家饰企业都低于历史平均库存销售比，这说明，其库存重建动力较强。美国生产企业和经销商库存的重建过程将会支撑我国木制家具企业的生产出口。

木地板和家具在美国的家居生活中属于日常消费品，每隔几年会更新一次，美国二手房交易数据对公司产品出口需求具有一定参考价值。从销售额数据来看，美国现房销售额从去年下半年开始快速回升。目前仍保持在 10% 以上的增速。



表 1：各个行业的真实库存-销售比及其相对于平均值的水平

真实库销比	2009	2009	2009	1997/01-2009/10 平均值	高于/低于库销比均值		
	8	9	10		Aug-09	Sep-09	Oct-09
制造业与贸易整体	1.409	1.398	1.391	1.349	4.47%	3.65%	3.13%
制造业	1.616	1.571	1.560	1.364	18.44%	15.14%	14.33%
耐用品制造业	1.920	1.865	1.865	1.562	22.94%	19.42%	19.42%
木材加工及制品	1.174	1.150	1.131	1.221	-3.82%	-5.78%	-7.34%
非金属矿产品制造业	1.673	1.690	1.718	1.317	27.05%	28.34%	30.46%
初级金属制造	1.919	1.911	1.835	1.668	15.07%	14.59%	10.03%
金属预制件	1.832	1.789	1.766	1.624	12.83%	10.19%	8.77%
机械设备仪表	2.107	2.038	2.077	1.691	24.63%	20.55%	22.86%
电脑和电子产品制造	1.708	1.741	1.635	1.662	2.78%	4.77%	-1.61%
电子机械	1.876	1.865	1.822	1.591	17.88%	17.19%	14.49%
运输设备	2.248	2.053	2.174	1.495	50.41%	37.37%	45.46%
汽车及其配件	0.881	0.853	0.865	0.689	27.79%	23.73%	25.47%
其他	4.161	3.589	3.941	3.330	24.97%	7.79%	18.36%
家具和装置设备	1.542	1.548	1.538	1.315	17.27%	17.72%	16.96%
其他	1.936	1.940	1.915	1.708	13.35%	13.58%	12.12%
非耐用品制造业	1.316	1.280	1.266	1.157	13.75%	10.63%	9.42%
食品	0.910	0.886	0.883	0.926	-1.75%	-4.34%	-4.67%
饮料烟草	1.443	1.438	1.447	1.309	10.27%	9.89%	10.58%
纺织	2.245	2.233	2.146	1.664	34.91%	34.19%	28.96%
纺织制品	1.910	1.884	1.911	1.405	35.96%	34.10%	36.03%
成衣制品	3.225	3.159	3.042	2.280	41.42%	38.53%	33.40%
皮革制品	4.113	3.926	3.937	2.756	49.25%	42.46%	42.86%
造纸	1.496	1.504	1.499	1.314	13.86%	14.47%	14.09%
印刷及相关制品	0.908	0.909	0.951	0.820	10.77%	10.89%	16.02%
石油制品	1.059	0.939	0.914	0.800	32.36%	17.36%	14.24%
化学制品	1.602	1.598	1.586	1.425	12.41%	12.13%	11.29%
橡胶及塑料制品	1.516	1.517	1.494	1.333	13.71%	13.78%	12.06%
批发业	1.206	1.175	1.180	1.223	-1.38%	-3.92%	-3.51%
耐用品制造业	1.500	1.467	1.448	1.531	-2.05%	-4.20%	-5.44%
汽车及其配件批发	1.365	1.391	1.360	1.382	-1.25%	0.63%	-1.61%
家具与家装设备批发	1.501	1.480	1.510	1.421	5.65%	4.17%	6.28%
木材和其他建筑材料批发	1.190	1.199	1.223	0.958	24.25%	25.19%	27.70%
专业化和商业设备批发	0.771	0.766	0.736	1.007	-23.44%	-23.94%	-26.91%
电脑和软件批发	0.598	0.590	0.568	0.879	-32.00%	-32.91%	-35.41%
其他专业化和商业设备批发	1.036	1.046	1.014	1.105	-6.28%	-5.38%	-8.27%
金属矿产（除石油外）批发	2.812	2.814	2.804	2.030	38.54%	38.64%	38.15%
电子产品批发	1.004	1.002	0.949	1.197	-16.11%	-16.28%	-20.71%
五金、水暖器材批发	2.326	2.288	2.303	1.924	20.91%	18.94%	19.72%
机械设备仪表批发	2.878	2.798	2.939	2.450	17.48%	14.22%	19.97%
其他批发	1.283	1.141	1.136	1.364	-5.96%	-16.37%	-16.74%
非耐用品制造业	0.939	0.913	0.931	0.939	0.03%	-2.74%	-0.82%
造纸及其相关制品批发	1.164	1.146	1.129	1.189	-2.10%	-3.62%	-5.05%
药品药剂批发	1.207	1.169	1.200	1.417	-14.80%	-17.48%	-15.30%
成衣、布匹及针线批发	1.332	1.317	1.221	1.489	-10.57%	-11.58%	-18.02%
食杂品批发	0.618	0.621	0.620	0.593	4.25%	4.76%	4.59%
农产品原材料批发	1.470	1.321	1.510	1.570	-6.36%	-15.85%	-3.81%
化学制品批发	1.035	1.061	1.054	1.057	-2.12%	0.34%	-0.32%
石油及石油制品批发	0.514	0.489	0.493	0.405	26.86%	20.69%	21.68%
啤酒饮料批发	1.146	1.091	1.161	1.028	11.50%	6.14%	12.95%
其他非耐用品批发	1.308	1.296	1.287	1.215	7.68%	6.69%	5.95%
零售业	1.394	1.442	1.425	1.467	-4.98%	-1.71%	-2.87%
机动车及其配件	2.066	2.543	2.404	1.960	5.41%	29.75%	22.66%
家具、家饰、电子及设备	1.249	1.224	1.234	1.501	-16.81%	-18.48%	-17.81%
建筑材料	1.941	1.934	1.949	1.890	2.68%	2.31%	3.11%
食品饮料	0.829	0.825	0.824	0.804	3.09%	2.60%	2.47%
服装成衣	2.028	1.980	1.965	2.283	-11.17%	-13.27%	-13.93%
日用品商店	1.369	1.351	1.333	1.715	-20.20%	-21.25%	-22.29%
其他零售店	0.950	0.931	0.929	1.023	-7.10%	-8.96%	-9.15%

图 6: 美国木材生产企业库存情况

单位: 百万美元

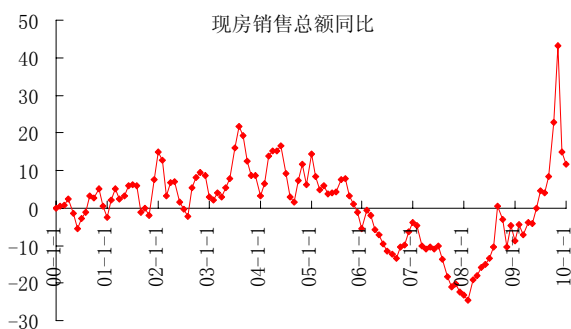
图 7: 美国家具制造生产企业库存情况

单位: 百万美元



资料来源: BLOOMBERG、中信建投证券研发部

图 8: 美国二手房销售额同比增速



资料来源: BLOOMBERG、中信建投证券研发部

公司出口订单饱满

公司在每年的 10 月份开始签订下一年的意向性订单，我们了解公司 08 年的订单大约在 4 亿美元，从 09 年实现产值来看，实际执行 3.2 亿美元，订单执行率基本在 80% 左右。原因一方面是金融危机影响了美国民众的消费支出，另一方面是公司当时产能存在瓶颈。从 09 年 10 月份订单情况来看，达到了 5 亿美元，而这 5 亿美元仅指大单，未包括小金额订单，我们预计整体累计大约有 5.5 亿美元左右的订单。由于公司订单的执行周期基本上为一年，一般上年签署的意向性订单都能在第二年当年执行完毕，因此 09 年结转至今年的合同很少，即目前公司在手的意向性订单基本为 5.5 亿美元。

我们了解到一般二、四季度是家具销售的传统旺季，一、三季度是淡季。经销商会在一季度和三季度末根据情况新发订单，不排除公司后续可能还会签订一些订单，但 10 月份的意向性订单签署基本上就代表了下一年的基本情况。公司产品基本以美元结算货币，因此在应对汇率波动上公司与经销商建立密切合作关系，在汇率发生较大变化后及时调整价格，一般影响时滞为一个月。

我们初步测算，若以 5.5 亿美元订单计算，执行率提高至 82%，今年基本可实现产值 30 个亿，比 09 年提高 40%。

新增产能释放助推业绩，但毛利率恐有下滑

非公开项目投产解决产能瓶颈

公司 07 年非公开发行募资建立建设 80 万套家具，意在突破产能制约的瓶颈。截至 2009 年 12 月 31 日止，年产 10 万套实木欧式家具项目、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 万套厨房家具项目已顺利投产，年产 10 万套办公室家具（含沙发）项目正处于机器设备安装调试阶段，预计将于 2010 年 3 月投产。目前，公司拥有汕头澄海总部、宜华木业城、梅州汇胜、汕头濠江、广州南沙五大工厂，总占地面积为 817,770.17 m²(约 1,226.66 亩)，完全投产后公司的总产能将达到年产实木家具 100 万套、实木门窗 10 万套、木地板 380 万 m²。

表 2：公司产能分布情况

生产基地	产能	备注
宜华木业城一期	10 万套家具，130 万平地板（实木 50 万平，实木复合 80 万平）	IPO 募投项目
澄海总部 莲下槐东工业区	10 万套实木家具生产线，10 万套实木门窗，250 万平米木地板生产线(实木 100 万平，实木复合 150 万平)	
宜华木业城(二期)	10 万套实木欧式家具	非公开发行募投项目
梅州汇胜	20 万套儿童家具	
汕头濠江	10 万套酒店家具+30 万套厨房家具	
广州南沙	10 万套办公室家具（含沙发）	
大埔	10 万亩速生林基地	IPO 募投项目

资料来源：中信建投证券研发部

新增产能推动收入快速攀升

根据公司测算的项目全部正常达产后每年将新增产值 27.8 亿元，新增利润 4 个亿。09 年 4 季度公司收入大幅攀升除出口复苏带来需求回升以外，也得益于新增产能的部分释放。

表 3：非公开发行项目达产后正常状态下新增产值、新增利润

单位：万元

非公开发行项目	新增产值	新增利润	投资利润率	状态
10 万套欧式家具	131000	17341	30%	09 年底投产
20 万套儿童家具	48000	7979	30.30%	09 年底投产
10 万套酒店家具	46000	5982	28.30%	09 年底投产
30 万套厨房家具	36000	5506	30.80%	09 年底投产
10 万套办公家具	17000	3593	17%	2010 年 3 月投产
合计	278000	40401		

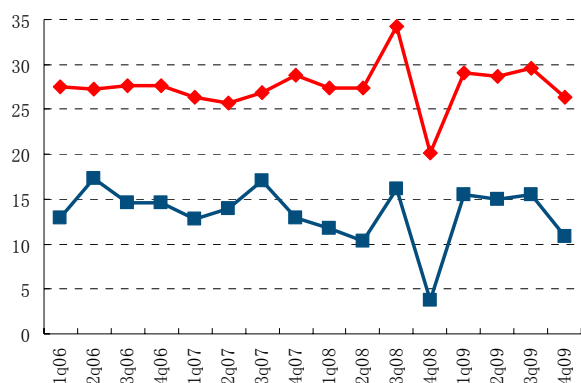
资料来源：中信建投证券研发部

我们预计 2010 年由于新产能刚刚投产，还存在机器设备调试，产能真正发挥正常还有半年左右的时间，估算这 27.8 亿元的新增产值今年只能实现 35%，即实际新增产值大约 9.73 亿元，全年实现产值大约 31.22 亿元，增速在 45.28%，与按订单法测算的结果基本相符。

转固削弱盈利水平，全年毛利率前低后高

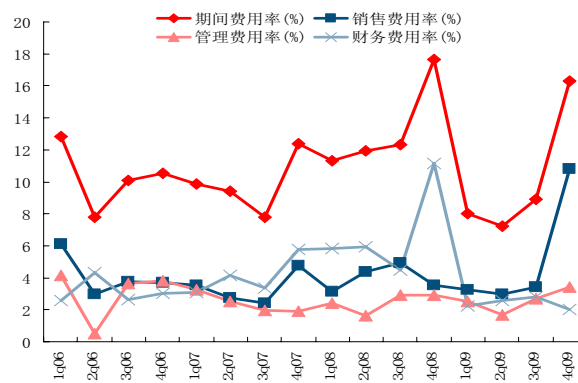
由于大量增发项目在建工程在去年四季度投产，产能利用率下降削弱了企业的盈利能力，导致去年四季度毛利率环比下滑了 3.35 个百分点，此外，销售费用率大幅上升也导致期间费用率明显提高。但我们认为这是个短期必然会经历的阶段，伴随着投产项目逐步运行正常，产能利用率将进一步提高，毛利水平会逐步恢复至正常水平，全年盈利能力呈现前低后高的走势。

图 9：公司单季度毛利率和净利率水平



资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

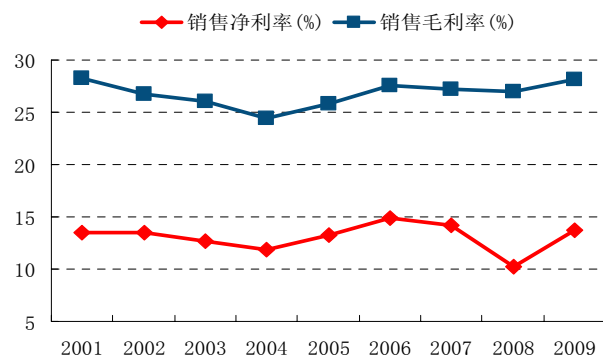
图 10：公司单季度期间费用率水平



自有品牌及研发优势提高议价能力

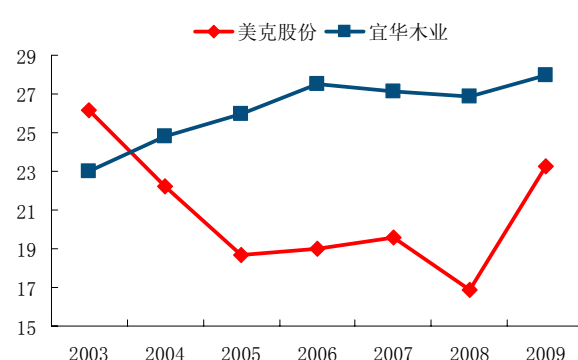
公司在产品销售中比较重视自身品牌的提升和推广，是国内少有的 OBM 出口商，所有出口产品均拥有自主品牌，在这点上要优于以 ODM 为主的美克和科冕木业等国内同行。公司较为重视新产品的研发，产品更新率达到 40%，持续的研发能力和品牌优势使公司对产品拥有较强的定价权，即使是在金融危机发生后，公司产品 09 年家具的平均销售单价达到 5759 元/套，仍然高于 08 年和 07 年的均价，显示了较强的竞争实力。

图 11：宜华木业毛利率和净利率水平



资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

图 12：宜华木业和美克股份国外业务的销售毛利率



公司的成本构成中原材料占比达到 75%（其中 63%木材主材，13%辅材），其余主要为人工和制造费用，成本主要受木材产品价格影响较大，公司在大埔已建有 10 万亩速生林，但只供给 10%的用料需求，其余 50%-60%来自于进口，30%会从东北和西南林区采购。

从公司历年的毛利率水平来看呈现出稳中有升的态势，体现了较强的成本控制力。与同行业竞争对手相比，公司虽然整体毛利率低于美克股份，但主要是由于后者国内家具专卖店的利润率拉高了整体水平，而宜华则主要是针对国外市场。如果仅看出口业务的毛利率，宜华木业则明显高于美克股份。主要原因是公司原材料成本相对较低，专有的拼接技术使其有效提高木材使用率至 50%以上，而美克大约在 40%左右。

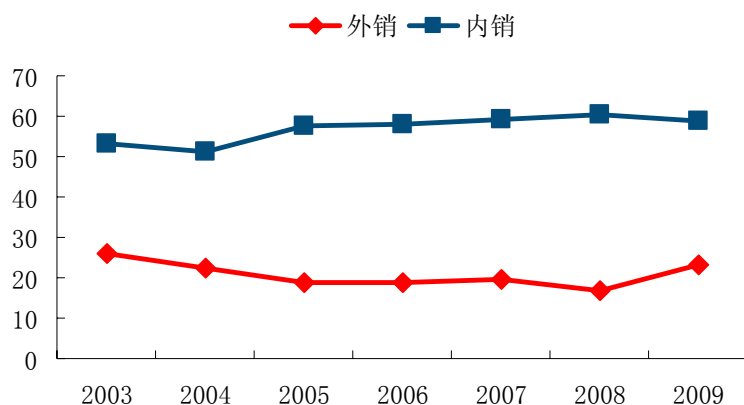
拟非公开发行拓展内销渠道

公司计划非公开发行不超过 1.3 亿股，募集资金 84991 万元，在主要一、二线城市建立 14 家体验馆。以解决产能释放后的市场拓展，以及对海外市场的过度依赖性。体验中心计划覆盖全国七大区域：华南、华北、华东、华中、东北、西南、西北，选择 16 个城市——广州、汕头、深圳、北京、香河、天津、上海、苏州、武汉、郑州、沈阳、大连、重庆、成都、西安、乌鲁木齐。其中，规划 11 个 5,000-7,000 m² 体验中心和 5 个 2000-3000 m² 体验中心，在各区域中形成主辅配合。公司计划募集资金到位后的 12 个月内，有 6 家体验中心正式投入运营；资金到位后的第二年内，4 家宜华全球家居体验中心开业；资金到位后的第三年内，其它 5 家体验中心（当年营业时间按照 9 个月计算）全部完成建设并投入运营。

我们认同公司战略上的发展思路，一方面国内家居消费需求旺盛，市场空间广阔，公司急需早日打通营销渠道，建立自己在国内家具市场的品牌知名度和美誉度。有效规避过度依赖美国市场的制肘，变被动为主动出击，在解决产能瓶颈后打通销售市场，使产品和市场有效对接。另一方面，家具零售的毛利率显著高于家具生产，因此，通过自建内销营销网络，可以有效提高公司的整体盈利水平。

目前公司在汕头的体验馆已经运行了 2 年多，在产品结构的组合模式、信息化建设与管理、人员培训及储备等方面都有了一定的积累。广州的体验馆今年 3 月也要建成营业。由此可见，公司拟在全国建设的家居体验中心具有一定的可复制性。

图 13：美克股份内销和外销业务的毛利率



资料来源：聚源数据，中信建投证券研发部

盈利预测与估值

由于公司家具产品品种多样，各种类型的产品价格不一，如以产销量与单价计量并不准确，因此我们主要根据订单法和新增产能释放比两种方法测算收入，在之前的文字中我们已经提到以 5.5 亿美元订单，订单 82% 的执行率计算 2010 年新增产值 30.08 亿。而以新产能投产新增价值 27.8 亿元，投产首年实际实现 35% 产值计量，2010 年实际产值为 31.22 亿元，基本接近。

由于大部分募投项目转固，使产能利用率下降带来单位折旧提高，影响毛利率水平，预计今年一季度毛利率会略有下滑，影响时间大约在 3 个月到半年，下半年毛利率水平逐步恢复，全年呈现前低后高。我们测算 2010-2011 年毛利率分别为 26.7% 和 28%。

我们预计公司 2010-2011 年收入分别为 31.22 亿元和 40.95 亿元，增速达到 45.28% 和 31.17%。对应净利润分别为 4.05 亿元和 5.89 亿元。增速达到 37% 和 45.5%，对应 2010-2011 年 EPS 分别为 0.40 元和 0.59 元。

表 4：损益表

单位：百万元

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1,800.29	2,148.71	3,121.71	4,094.71
减：业务成本	1,314.09	1,544.93	2,289.63	2,943.79
营业税费营业税金及附 加	0.40	0.23	0.33	0.44
营业费用	71.62	125.65	187.30	239.44
管理费用	42.70	56.73	82.42	106.88
财务费用	123.12	50.71	59.36	80.00
资产减值损失	(3.64)	8.01	8.01	8.01
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	252.00	362.46	494.66	716.16
加：营业外收入	3.16	2.11	3.07	3.54
减：营业外支出	7.43	12.07	14.80	17.11
利润总额	247.73	352.50	482.92	702.60
减：所得税	62.80	56.84	77.90	113.33
净利润	184.93	295.65	405.03	589.27
归属于母公司所有者的 净利润(元)	184.70	295.39	404.67	588.82
少数股东损益	0.22	0.27	0.36	0.45
每股收益	0.184	0.294	0.403	0.586

目前公司股价对应 2010 年市盈率不到 20 倍，明显低于同类公司，而公司未来几年在产能释放推动下仍能实现较快增长，如果非公开发行成功拓展内销市场，则盈利能力上将会有较大飞跃，家具零售的转型将使公司享受更高估值，具备较多想象空间。我们给与公司“增持”评级，6 个月目标价 10 元。

表 3：水泥主要受益公司盈利预测与估值水平

公司	EPS			PE			目前股价
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
美克股份	0.09	0.24	0.40	104	39	23	9.34
大亚科技	0.38	0.62	0.78	29	18	14	10.99
吉林森工	0.06	0.14	0.22	169	72	46	10.11
科冕木业	0.29	0.40	0.58	60	44	30	17.41
兔宝宝	0.12	0.23	0.64	74	39	14	8.86
威华股份	-0.13	0.57	0.60	-	20	19	11.41
宜华木业	0.29	0.40	0.59	27	20	13	7.89

注：收盘价为 2010 年 3 月 10 日

风险分析

反倾销风险可控

美国对我国家具出口征收反倾销关税是公司的风险点。但我们认为风险可控。理由一是目前征收的家具品种只针对卧房家具，占公司整体产品比重不到 20%。二是反倾销税征收对象是国外的经销商，对公司产生的影响是间接的，而国外家具经销商的价格是公司出厂价格的 2.5 倍到 3 倍，且公司与国外的主要品牌的经销商建立了长期稳定的合作关系，因此转嫁到公司这里影响相对较小。08 年公司发倾销税率为 7.45%，是家具出口企业中较低的，09 年目前，美国商务部未将公司列入 2009 年公布的复审名单中。

人民币升值

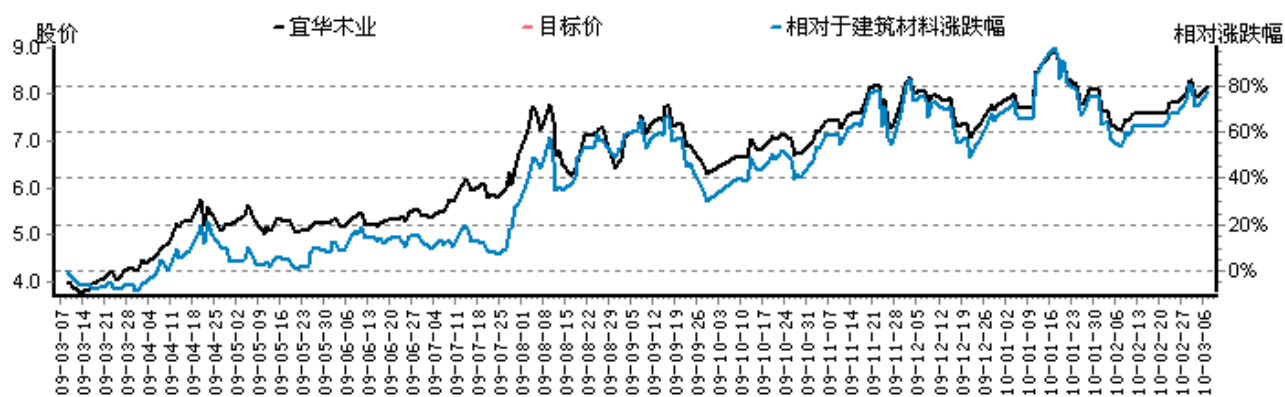
由于公司产品目前基本出口，以美元结算，人民币升值会给公司造成汇兑损失。公司已制定有关对策，积极开拓新产品，提高定价能力，一般新成品可提高售价 20%，此外，根据汇率波动及时调整价格，时滞大约为一个月，但如果人民币短期大幅升值的话对公司会造成较大影响。

市场风险

公司短期有较大的新增产能投放，若短期欧美市场消费下滑而国内市场销售渠道尚未打开的话产能利用率下降，会削弱公司盈利能力，存在一定经营风险。



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

韩梅：对外经贸大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势挖掘上市公司投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。