

其他轻工制造Ⅲ



目标价：9.1 元

宜华木业（600978）

强烈推荐（维持）

内销促转型，价值宜重估

市场数据

报告日期	2010-10-12
收盘价(元)	7.06
总股本(百万股)	1004.66
流通股本(百万股)	820.52
总市值(百万元)	7092.92
流通市值(百万元)	5792.84
净资产(百万元)	3046.51
总资产(百万元)	4929.52
每股净资产	3.03

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2149	2651	3606	4714
同比增长(%)	19.4%	23.4%	36.1%	30.7%
净利润(百万元)	295	397	503	620
同比增长(%)	59.9%	34.4%	26.6%	23.3%
毛利率(%)	28.1%	28.9%	29.3%	30.4%
净利率(%)	13.7%	15.0%	13.9%	13.1%
净资产收益率(%)	10.2%	11.6%	12.9%	13.9%
每股收益(元)	0.25	0.34	0.43	0.53
每股经营现金流(元)	0.05	0.48	0.13	0.21

相关报告

《产能助力，内销开路》
2010-8-20

《逆流而上显锐气》2010-2-28

《出口向好趋势确立，估值优势突出》2010-1-13

雒雅梅 王斌
021-38565935
luoym@xyzq.com.cn
执业证书号
S0190200010016

投资要点

- **全面启动内销，提升估值水平：**公司实施增发，将全面启动内销业务，计划三年内开立 16 家直营店和 300 家加盟店。预计至 2012 年底，内销比重有望从当前 1% 上升至 15% 左右。重要的是，估值水平将随内销比重加大逐步向商业型企业靠拢，美克股份已提供了很好的范例。
- **外销业务稳步增长：**未来三年，海外需求回暖将对推动外销业务实现 30% 左右增速，略高于行业整体增速。原因在于：（1）新市场开拓：未来公司将加大对澳洲市场的开拓力度；（2）海外市场占有率提高：随着新产品品类增加及研发能力增强，对老客户供货比例有望进一步增长。
- **存在股价催化剂：（1）实施股权激励：**预计公司将于 2011 年正式启动股权激励；（2）**加大上游原料林建设力度：**未来公司可能在原料林建设方面取得新进展。
- **目标价 9.1 元，维持“强烈推荐”评级：**预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.34 元、0.43 元、0.53 元，对应当前 PE 分别为 21X、16X、13X。分业务给出 2011 年外销 20X PE、内销 30X PE，则公司合理股价为 9.1 元，当前股价仍存在 30% 上升空间，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**（1）直营店和加盟店进度慢于预期；（2）出口退税率下调；（3）反倾销税率上升；（4）木材价格大幅上涨。

目 录

投资概要	- 3 -
积极发展内销，战略意义重大	- 4 -
公司内销业务具有一定独特性	- 4 -
制定有效举措推进内销业务快速发展	- 6 -
外销稳定发展	- 7 -
海外市场仍将是未来 2-3 年的主要利润来源	- 7 -
未来公司将形成以欧洲、澳洲和美国为主的铁三角战略布局	- 9 -
未来三年有望保持 20%以上增速	- 10 -
股价催化剂	- 12 -
维持“强烈推荐”评级	- 12 -
 图 1:美克股份内销变化趋势	- 5 -
图 2:宜华木业内外销比例	- 5 -
图 3:全球主要家具制造大国	- 7 -
图 4:2010 年中国家具出口增长预测:	- 7 -
图 5:美国是中国最大的家具出口市场	- 8 -
图 6:美国家具进口呈快速增长趋势	- 8 -
图 7:公司销售收入的 63%来自美国	- 9 -
图 8:公司历史 PE 走势	- 13 -
图 9:公司历史 PB 走势	- 13 -
图 10:公司历史 PS 走势	- 13 -
 表 1: 增发项目情况（广州除外）	- 4 -
表 2: 美克股份增发内容	- 4 -
表 3: 宜华木业和美克股份增发项目未来收入测算:	- 6 -
表 4: 家具出口企业排名（06 年数据，黄色显示为上市公司或控股子公司）	- 8 -
表 5: 公司内外销盈利预测结果	- 11 -
表 6: 公司盈利预测假设	- 11 -
表 7: 公司盈利预测结果	- 12 -
附表	- 15 -

投资概要

1、估值及投资建议

公司从纯粹出口加工型企业逐渐向内销转型，将带动业务模式向商业零售型企业转变，无疑将提升其估值水平。

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.34 元、0.43 元、0.53 元，对应当前 PE 分别为 21X、16X、13X。

分业务估值，给出 2011 年外销 20X PE、内销 30X PE，则测算公司合理股价为 9.1 元，意味着当前股价仍存在 30% 上升空间。维持“强烈推荐”评级。

2、关键假设

- (1) 直营店和加盟店开设进度符合预期
- (2) 直营店平效为 1 万元，加盟店平效为 0.4 万元。
- (3) 家具出口行业呈向好趋势

3、股价表现催化剂

- (1) 实施股权激励
- (2) 加大上游原料林建设力度

4、风险提示

- (1) 出口退税率下降
- (2) 反倾销税率提高
- (3) 木材价格大幅上涨

积极发展内销，战略意义重大

公司内销业务具有一定独特性

公司正在从一个近乎全部依赖出口的外向型企业向逐渐以内销为主的商业零售类企业转型。为此，公司已全面启动新一轮融资方案，计划定向增发 1.75 亿股，募集资金 8.5 亿元，用于国内开设 16 家家居体验馆，基本实现全国性战略布局。（如下表所示）

表 1：增发项目情况（广州除外）

项目区域规划	项目实施地址	规模（m ² ）	总投资概算				资金来源	主辅定位
			建设投资	配套设施	流动资金	合计		
华南地区	广州体验中心	7,008	13,400	230	1,344	14,974	自筹	主
	汕头体验中心（已开业）	5,000(营业面积)						辅
	深圳体验中心	7,000	4,088	230	1,084	5,402	募集	主
华北地区	北京体验中心	7,000	23,310	230	1,334	24,874	募集	主
	香河体验中心	7,000	3,108	230	784	4,122	募集	主
	天津体验中心	3,000	1,128	125	754	2,007	募集	辅
华东地区	上海体验中心	7,000	4,326	230	1,344	5,900	募集	主
	苏州体验中心	7,000	3,780	220	1,084	5,084	募集	主
华中地区	武汉体验中心	7,000	2,604	220	854	3,688	募集	主
	郑州体验中心	3,000	966	125	664	1,755	募集	辅
东北地区	大连体验中心	7,000	3,920	230	844	4,984	募集	主
	沈阳体验中心	3,000	930	125	684	1,739	募集	辅
西南地区	成都体验中心	7,000	2,940	230	814	3,984	募集	主
	重庆体验中心	3,000	924	125	684	1,733	募集	辅
西北地区	西安体验中心	7,000	2,436	230	804	3,470	募集	主
	乌鲁木齐体验中心	3,000	966	125	678	1,769	募集	辅
合计		16	78,000	68,826	2,905	13,754	85,485	—
			85,008	138393.16				

资料来源：兴业证券研发中心

而无独有偶，国内家具制造业另一龙头美克股份基于国内市场扩张而展开的增发也正如火如荼地推进，且此次增发的主要内容之一也是在国内新开 16 家家具连锁店。（如下表所示）

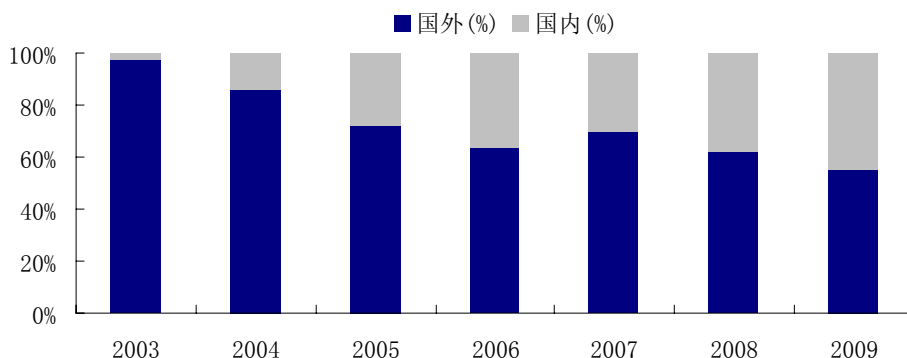
表 2：美克股份增发内容

序号	城市	连锁店类型	计划面积（m ² ）
1	北京	标准店	2,000
2	太原	标准店	1,800
3	长春	标准店	2,000
4	杭州	标准店	2,500
5	昆明	标准店	1,800
6	南昌	标准店	1,800
7	重庆	标准店	3,000
8	武汉	标准店	2,000
9	珠海	标准店	1,800
10	天津	概念店	950
11	西安	概念店	700
12	苏州	概念店	820
13	成都	概念店	700
14	上海	概念店	1,500
15	广州	概念店	600
16	深圳	概念店	600
合计			24570
平均			1536

对比 2 家企业增发方案，我们认为在以下几方面存在显著差异：

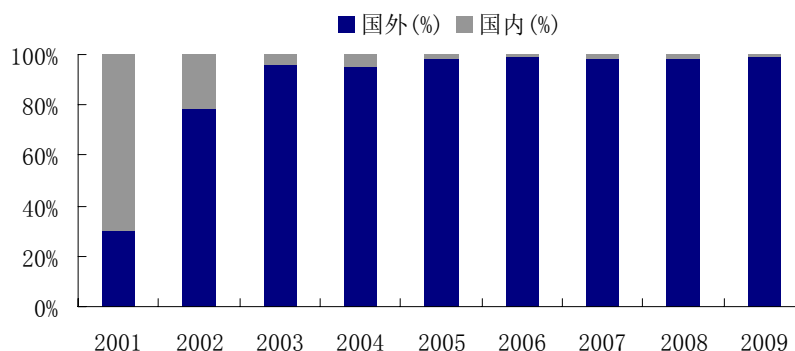
- (1) **从时间布局来看，美克在战略上先于宜华**，美克股份从 02 年开始转内销，至今内销收入比重已达 45%，在国内一二线城市的连锁家具店已达 36 家之多，而公司截至 09 年末内销占比仅 1% 左右，此次才全面启动内销战略。

图 1: 美克股份内销变化趋势



数据来源：兴业证券研发中心

图 2: 宜华木业内外销比例



数据来源：兴业证券研发中心

- (2) **从地理布局来看，双方在国内市场竞争全面展开**。双方连锁店面基本覆盖北京、上海、广州、深圳等一线城市，且美克股份在这些地区的平均开店数量已超过 1 家。而在武汉、成都、西安、天津等二线城市也出现重合。可以看出，二者在一线城市的竞争已趋于白热化，而在二线城市的争夺正日益加剧。
- (3) **从内销策略来看，公司主要采取“直营+加盟”模式，而美克主要以直营模式为主**。比较增发方案可以发现，公司预设立的 16 家体验中心平均单店面积 5300 平米，远高于美克股份同样 16 家但平均仅 1500 平米的单店面积，我们认为这可能和二者的销售策略不同有关。

公司内销拟采取“直营+加盟”模式。此次增发建设的 16 家体验中心实际是根据区域设立的旗舰店，一般一个区域仅设立一家，旨在产生强大的标杆和广告效应，形成辐射，进而带动周边地区加盟店数量和收入增长。

而美克股份主要以直营模式为主，公司根据不同区域市场情况，可以设立多家连锁店，如上海地区，截至 09 年末连锁直营店数量已达到 4 家。

我们认为，两种内销策略本身无优劣之分，均是公司根据各自产品特性所作出的适合自身发展的最优选择。如公司定位中高端，且产品风格多样，

适合大众消费，因此采取卖场“加盟”模式是较为适合的；而美克股份定位高端，且主要以欧式为主，风格单一但十分鲜明，因此更适合品牌效应显著的直营模式。

- (4) **从预期收益情况来看**，我们按照美克股份原有 30 多家直营店平效 1.6 万元测算，则预计 16 家店稳定运营后年可贡献销售收入 4 亿元，净利润约 8000 万元。而对于宜华木业，由于内销尚需经历一段较长时期的市场培育期，所以我们认为短期内平效可能低于美克，我们保守按照 1.1 万元平效测算，预计 16 家旗舰店稳定运营后约可贡献销售收入 9.4 亿元，净利润 1.7 亿元。

表 3：宜华木业和美克股份增发项目未来收入测算：

(万元)	项目总投资	预计销售收入	预计净利润	销售净利率	单店年销售收入	单店月收入	平效
宜华木业	85485	94033.5	16,926	18.00%	5,877	490	1.1
美克股份	70000	40,000	7,200	18.00%	2,500	208	1.6

资料来源：兴业证券研发中心（注：宜华木业项目投资中，除广州和北京体验中心为购买外，其余均拟采取租赁形式）

综上，我们认为，相对于内销业务开展已较为成熟的美克股份，公司在内销业务上尚有较大发展潜力。

制定有效举措推进内销业务快速发展

配备专门事业部和生产线：为配合国内销售战略成功开展，公司已组建专门的国内事业部，对内销业务的采购销、物流配送等进行独立运营。同时，考虑到国内消费习惯与国外的差异性，公司在生产线上亦进行了有效配置，由公司位于广州南沙、汕头濠江的生产基地专门负责国内家具的生产制造。

店铺建设主题突出，措施得当：

在直营店建设方面：将主要突出其多样性和高档性，计划高、中、低档产品配比为 3:4:3。除家具、地板外，每个直营店还会配有一定比例的家居饰品，主要来自外部采购。

在加盟店建设方面：对加盟商亦采取了较为宽松的政策，如，对新加盟店铺货会给予一定折扣和补贴；对特约经销商进行专门培训等。由于加盟店主要以卖场模式为主，面积相对较小，平均仅 250 平米左右，因此一个加盟店规划仅展示公司一个产品系列。

公司在卖场争取上具有一定优势：体现在：（1）公司“地板+家具”的产品模式具有一定独特性，能够互为补充，更好的满足客户一体化需求。（2）公司家具产品种类齐全且风格多样，能够满足不同年龄层次消费群体的多户型、多样化需求。

我们认为以上种种举措均有利于公司国内销售业务的顺利、快速推进。未来建设成型、运营稳定后，预计直营店和加盟店的收入结构比大致为 6:4。

外销稳定发展

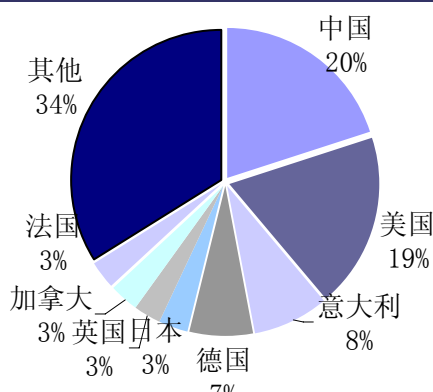
海外市场仍将是未来 2-3 年的主要利润来源

虽然国内市场将作为公司战略领域重点发展，但对一直赖以生存的海外市场，仍然不会放弃。且我们认为，在国内市场尚处培育期的未来 2-3 年内，海外市场仍将是公司主要利润来源。

海外市场仍存在较大发展空间：从历史来看，欧洲家具一直是引领全球家具消费的主流，其中，意大利曾为全球最大的家具生产国，但随着欧洲市场的发展成熟以及发展中国家的快速增长，意大利在全球家具出口领域的霸主地位已于 04 年被中国所取代，且这一趋势仍在延续，未来意大利等发达国家退出的市场份额将进一步被中国为主的发展中国家占据。预计未来中国家具出口市场仍有望保持 8% 左右增速。

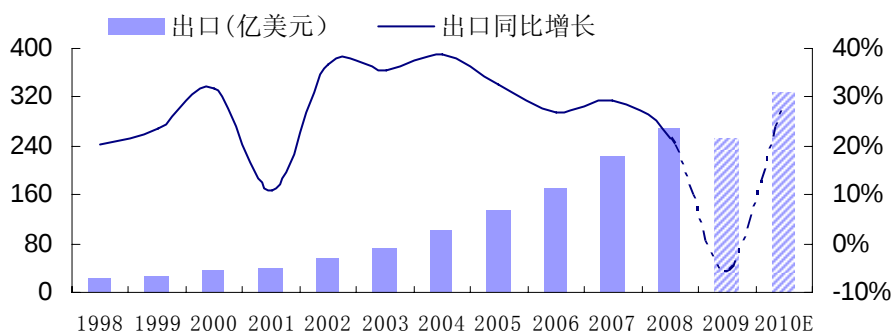
从近期海外市场发展来看，中国家具市场的快速增长引人瞩目，欧洲等发达国家积极寻找和国内厂商合作的机会，这为国内家具出口进一步打开了便利之门；美国经济当前虽然处于调整阶段，但家具需求并未显著缩减，仅款式和设计要求上稍有变化。而 9 月份全球一些家具展会信息也显示出，2010 年海外市场需求好于 2009 年，2011 年或将进一步呈向好趋势。

图 3: 全球主要家具制造大国



数据来源：兴业证券研发中心

图 4: 2010 年中国家具出口增长预测：



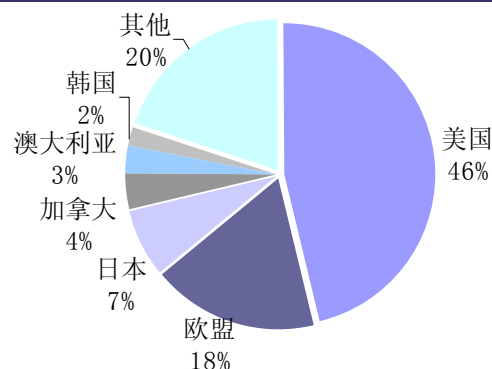
数据来源：兴业证券研发中心

美国作为中国最大家具出口市场，依然具增长潜力。(1) 从市场规模来看，美国年家具消费额 1000 多亿美元，人口是中国的 1/4，而家具市场却是中国的 2 倍多。且 50% 以上依赖进口。

从消费习惯看，美国家具消费周期较短，平均约 4 年一换，而中国当前一线城市消费周期预计约 10 年。此外，美国人在家具材质上比较青睐柞木，而中国是柞木的主要产区之一。

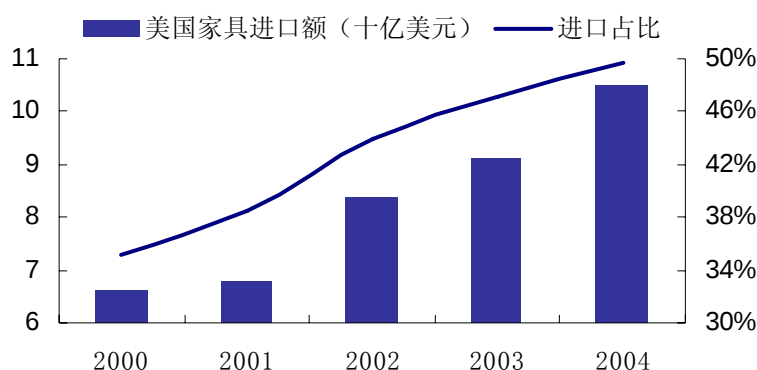
从产品结构来看，中国家具偏向中低端，而受经济危机影响较大的一般是高端市场，中低端消费相对稳定。

图 5: 美国是中国最大的家具出口市场



数据来源：兴业证券研发中心

图 6: 美国家具进口呈快速增长趋势



数据来源：兴业证券研发中心

未来 5-10 年内，中国家具出口优势很难被别国取代。中国家具制造优势不是短期内形成的，受多方面因素影响。人力成本仅是其中之一，而五金、化工等完善的配套产业链亦是形成中国家具不可替代性的一个关键因素。此外，中国制造业善于模仿的特点也使中国家具制造在紧跟潮流、快速反映方面具有显著竞争优势。

而相对于另一大竞争对手——越南而言，一方面其还尚未形成完整的配套产业链，综合制造成本高于中国。此外，家具属于非标准化产品，中国家具制造历史悠久，文化沉淀深厚，这些对于越南来说，都是短期内难以复制的。所以长远来看，越南 5-10 年内可能较难取代中国在家具出口市场的地位。

综上，中国家具出口行业未来仍存在较大增长空间，而公司作为国内最大的家具出口企业，无疑将充分受益。

表 4: 家具出口企业排名（06 年数据，黄色显示为上市公司或其控股子公司）

排名	企业名称	出口金额 (百万美元)	占出口市场份额	占其 06 年主营业务收入比
1	万福阁家具(昆山)有限公司	253.4	1.48%	
2	深圳市宝安外经发展有限公司	153.1	0.89%	

3	迪高乐实业(深圳)有限公司	152.4	0.89%	
4	华达利家具(中国)有限公司	140.9	0.82%	
5	台升实业有限公司	128.2	0.75%	90%以上
6	广东省宜华木业股份有限公司	126.7	0.74%	99.20%
7	高峰创建家私(深圳)有限公司	122.4	0.71%	
8	东莞欣鼎五金塑胶制品有限公司	120.0	0.70%	
9	东莞震兴家私有限公司	112.7	0.66%	
10	大连华丰家具有限公司	104.9	0.61%	
:	:	:	:	
61	新疆美克家私有限公司	36.6	0.21%	64.17%
:	:	:	:	
487	深圳兴利家具有限公司	7.0	0.04%	15.00%
:	:	:	:	
494	大连光明家具有限公司	6.9	0.04%	77.26%
:	:	:	:	
589	江苏大亚家具有限公司	5.8	0.03%	18.32%
合				
计		1470.9	8.59%	

资料来源：兴业证券研发中心整理

未来公司将形成以欧洲、澳洲和美国为主的铁三角战略布局

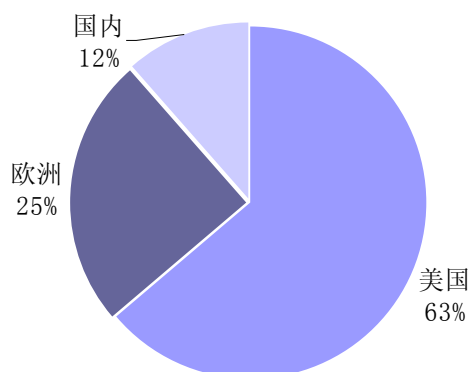
当前公司销售主要以美国、欧洲为主，二者合占近 90%，未来公司将加大对澳大利亚市场的开拓力度，使之成为公司海外收入的一个新的增长点，预计未来公司境外业务将形成以欧洲、澳洲和美国为主的铁三角，三者比例可能为欧洲占 20%、澳大利亚 20%，美国占 60%。

同时，配合新市场的开拓，公司也将进一步加大新品研发力度，使之更加适合新市场的需求。公司新品推出速度已大幅提高，从之前每年平均 30 款增加至当前近 100 款。

除了新市场开拓外，公司海外收入增长主要来自老客户订单量增长，公司在国外有独立销售分公司，约 80% 以上订单都是通过展览会形式签订。

公司订单一般都采取“5 年一大签，1 年一小签，3 个月一调整”的模式签订。即：存量产能的销售规模提前 5 年就可大致确定；而每年 10 月份基本可以确定下年的订单量和供货价格；而执行订单则是每季度进行分派。

图 7: 公司销售收入的 63% 来自美国



数据来源：兴业证券研发中心

未来三年有望保持 20%以上增速

新产能将为未来业绩增长奠定坚实基础：公司 07 年通过非公开发行募集 12 亿资金投入木业城二期扩建工程，包括实木欧式家具 10 万套、办公家具 10 万套、厨房家具 30 万套、儿童家具 20 万套及酒店家具 10 万套，总产能共 80 万套，相当于原有家具产能的 2.7 倍，约可支撑 24 亿的销售规模。新产能已于 2010 年一季度陆续建成投产，将成为未来业绩增长奠定坚实基础。

根据前文所述，我们认为公司 2010 年业务结构变化不大，增长仍将主要来源于出口业务，内在动力为海外需求的恢复；2011 年起，公司内销业务收益将逐步释放，届时，内外销业务将共同推动公司 2011 年以后业绩增长，而内销业务的内生增长动力将主要源于国内家具消费额的增长以及公司国内市场份额的扩大。

2010 年业绩假设和预测：公司 2010 年上半年实现收入 12 亿，净利润 1.97 亿；三季度是淡季，根据目前运营情况，我们预计约可实现收入 6 亿元，净利润约 7000 万；而四季度是全年销售旺季，根据公司目前在手订单情况，我们预计收入约为 8 亿，净利润 1.3 亿。则 2010 全年销售收入 26 亿，净利润 4 亿元，如果考虑此次增发，则全面摊薄后 EPS 为 0.34 元。

2011 年业绩假设和预测：公司 2011 年业绩将包含出口和内销两块业务。

(1) 出口业务：我们预期海外市场将进一步回暖，行业出口增速或将达到历史正常增速，预计约 27% 左右。在此情况下，我们假设公司出口业务增速为 32%，则预测公司 2011 年出口业务收入将达到 32 亿元，假设盈利水平基本稳定，则净利润约 4.5 亿；

(2) 内销业务：包含直营和加盟两块。

直营店：当前已开业 2 家，汕头点和广州店，预计北京店将于 2010 年底开业，因此这三家直营店将于 2011 年全年贡献销售收入，按照 1 万元的平效测算，三家店 2011 年全年合计可贡献销售收入 1.5 亿元。而按照建设规划，2011 年中期前后预计又将有苏州、香河、武汉、成都、西安等 5 家店陆续投入运营，但由于开业时间较晚，因此预计对 2011 年业绩贡献较小，我们测算约能产生 0.5 亿元销售收入。综合来看，直营店 2011 年共计约能贡献 2 亿元销售收入。直营店毛利率较高，预计可达到 40%-50%。但考虑到公司自营业务尚处于尝试摸索阶段，且开业初期广告投入、折旧摊销等费用较大，因此我们预计最终较难大幅盈利，我们测算净利润约 1000 万。

加盟店：与直营店最大的差别在于铺货较快，投入较少。当前公司已设立加盟店近 100 家，平均单店面积约 250 平米，按照 0.4 万元平效测算，平均一个加盟店年销售收入约 100 万元。按照当前开设进度规划，预计 2011 年底可设立加盟店数量约 200 家，则据此测算，公司 2011 年加盟店共可带来约 2 亿元的收入贡献。由于加盟店属于批发性质，因此毛利率较低，预计约 30% 左右，但期间费用相对直营店将大幅减少，我们测算最终可贡献净利润约 4000 万。

加总直营店和加盟店，预计公司 2011 年内销收入共计约 4 亿元，净利润约 5000 万。

综合内外销，预计公司 2011 年全年销售收入约 36 亿元，净利润 5 亿元，全面摊薄后 EPS 为 0.43 元，增长 26%。

2012 年业绩假设和预测:

(1) 出口业务: 预计行业出口增速仍能保持 22% 左右, 据此, 假设公司出口业务增速为 27%, 则预测公司 2012 年出口业务收入为 40 亿元, 假设盈利能力基本稳定, 则可实现净利润约 5.2 亿元。

(2) 内销业务:

直营店: 按照规划进度, 继 2011 年底 8 家直营店设立后, 预计公司 2012 年将继续设立上海、深圳的、大连等 4 家直营店, 预计约可新增收入 2 亿元, 全年直营店共计可贡献销售收入约 4 亿元, 保守测算净利润约 3200 万。

加盟店: 按照每年 100 家的设立进度测算, 当年可新增加盟店收入约 1 亿元, 则测算 2012 年全年加盟店销售收入可达 3 亿元, 预计净利润约 6000 万 (参照 2011 年预测方法)。

加总直营和加盟店, 则预计公司 2012 年内销收入约 7 亿元, 净利润 9200 万。

综合内外销, 则预计公司 2012 年销售收入约 47 亿元, 净利润约 6.1 亿元, 全面摊薄后 EPS 为 0.52 元, 增长 21%。

我们将上述测算结果简单归纳, 如下表所列:

表 5: 公司内外销盈利预测结果

年份		2009	2010E	2011E	2012E
外销	主营业务收入 (百万元)	2127	2,400	3,200	4,000
	同比增长率 %		14%	32%	27%
	毛利率 %	28%	29%	29%	29%
内销	主营业务收入 (百万元)	20	200	400	700
	同比增长率 %		1000%	100%	75%
	毛利率 %	35%	38%	38%	40%

资料来源: 兴业证券研发中心

从上述盈利预测结果, 可以得出以下几组重要数据。截至 2012 年底, 公司:

- (1) 内销比重将达到 15%;
- (2) 内销业务中, 直营店和加盟店收入占比将分别为 57% 和 43%;
- (3) 新产能 2010-2012 年的释放率分别为 19%、54% 和 90%。

同时, 我们也分产品对公司未来三年业绩做了预测, 结果如下表所示:

表 6: 公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
家具	主营业务收入 (百万元)	1,930.31	2,412.89	3,344.27	4,424.47
	同比增长率 %	21.02%	25.00%	38.60%	32.30%
	毛利率 %	28.41%	29.50%	30.00%	31.00%
地板	主营业务收入 (百万元)	215.72	237.83	262.21	289.08
	同比增长率 %	6.94%	10.25%	10.13%	10.05%
	毛利率 %	24.49%	23.00%	21.00%	21.00%
营业费用 / 主营业务收入 %		5.85%	4.00%	5.60%	8.00%
管理费用 / 主营业务收入 %		2.64%	2.40%	2.70%	3.00%
财务费用 / 主营业务收入 %		2.36%	4.42%	4.27%	3.60%
实际税率 %		16.13%	15.00%	15.00%	15.19%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

表 7: 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2149	2651	3606	4714
增长率 %	19.4%	23.4%	36.1%	30.7%
营业利润 (百万元)	362	474	599	738
增长率 %	43.8%	30.8%	26.4%	23.2%
净利润 (百万元)	295	397	503	620
增长率 %	59.9%	34.4%	26.6%	23.3%
最新摊薄每股收益 (元)	0.25	0.34	0.43	0.53
每股净资产 (元)	2.45	2.90	3.29	3.77
动态市盈率 (倍)	25.0	18.6	14.7	11.9
市净率 (倍)	2.5	2.2	1.9	1.7

数据来源: 兴业证券研发中心整理

股价催化剂

1、股权激励: 公司 05 年股改时, 大股东曾作出承诺, 限售股全部上市流通后将实施股权激励, 激励数量为 600 万股。随着公司股份变更, 当前该激励数量已增至 1566 万股, 占增发后总股本的 1%。

按照解禁时间表, 公司最后一期限售股将于 2010 年 12 月 21 日解禁, 数量约为 1.8 亿股, 占增发后总股本的 15%。

据此, 预计公司将于 2011 年启动股权激励计划。我们认为, 股权激励的实施有利于完善公司治理结构, 是管理层利益与股东利益趋于一致, 将对公司长远发展产生深远影响。

2、上游原料林: 木材作为公司的主要原料, 占公司生产成本比重达 65%, 因此木材成本对公司业绩的影响至关重要。

公司当前木材主要来源于进口, 自给率较低, 仅广东大浦有 10 万亩原料林, 年木材生产量仅 3-4 万方。且树种主要为桉树, 只能用作中间材。木材总体供应能力偏低。

由于木材属于稀缺资源, 因此长期而言, 价格必呈上升趋势。这无疑将对公司成本控制带来不利影响。从战略角度考虑, 我们预计公司未来仍有可能进一步加大上游原料林的建设力度, 以进一步增强成本控制力。

维持“强烈推荐”评级

根据盈利预测结果, 我们将公司当前估值水平与行业内可比性公司进行比较, 如下表所示:

表 8: 国内家具类上市公司估值比较:

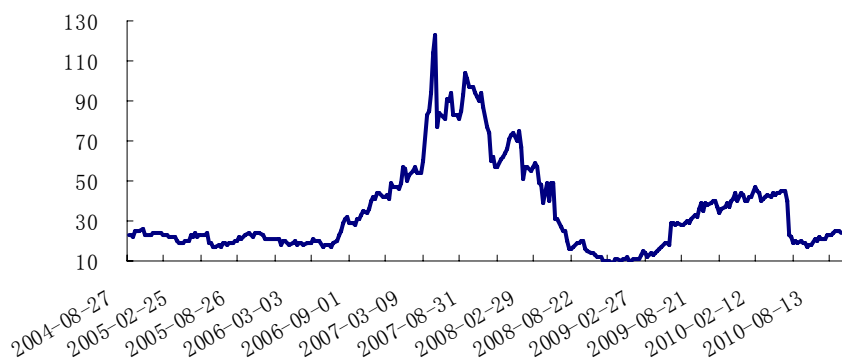
证券代码	证券简称	EPS			PE			PB
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	
002043.SZ	兔宝宝	0.23	0.56	0.75	36.8	15.1	11.3	3.73
000910.SZ	大亚科技	0.61	0.77	1.12	14.6	11.6	8.0	2.27
600337.SH	美克股份	0.22	0.34	0.44	45.9	29.7	22.9	3.64
002259.SZ	升达林业	0.23	0.35	0.53	34.6	22.7	15.0	4.69

002240.SZ	威华股份	0.57	0.61	0.75	18.4	17.2	14.0	1.93
	平均				30.1	19.3	14.2	3.3
600978.SH	宜华木业	0.34	0.43	0.53	20.8	16.4	13.3	2.3

资料来源：兴业证券研发中心

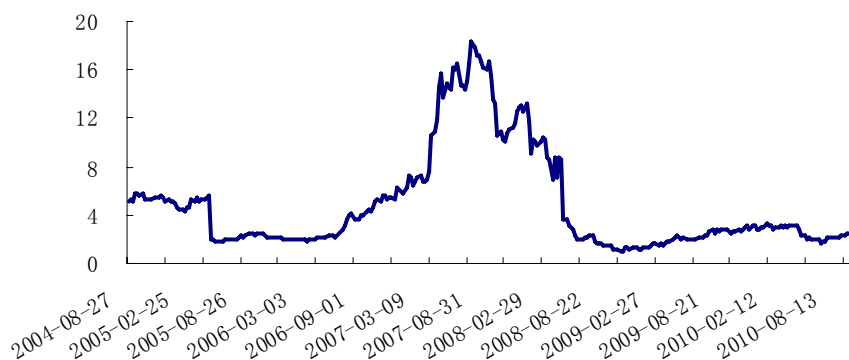
同时，我们亦对公司历史估值水平进行纵向比较，如下图所示：

图 8:公司历史 PE 走势



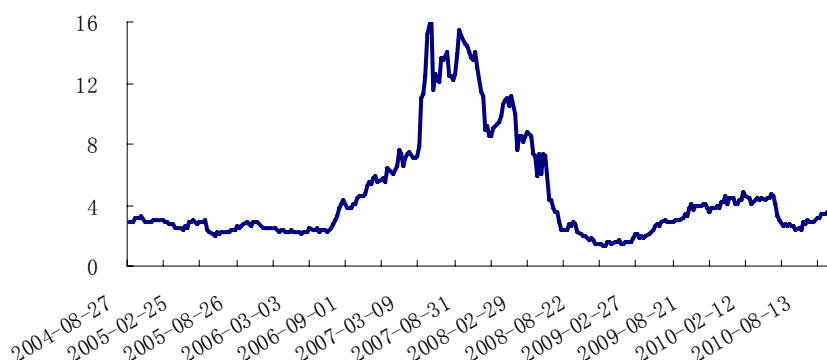
数据来源：兴业证券研发中心

图 9:公司历史 PB 走势



数据来源：兴业证券研发中心

图 10:公司历史 PS 走势



数据来源：兴业证券研发中心

当前估值优势显著：从以上图表可以看出，横向比较来看，公司当前估值水平显著低于可比性公司平均水平，尤其是相对于竞争对手美克股份，估值优势更为突出。纵向比较来看，公司主要估值指标 PE、PB、PS 当前都处于历史较低水平。

业务模式转型将提升估值水平：当前公司正处于战略转型期，未来随着内销业务比重加大，公司经营模式将从出口加工企业逐渐向商业零售型企业转型，则估值水平也将逐步向商业零售类公司靠拢。

合理股价 9.1 元，维持“强烈推荐”评级：据此，我们以 2011 年业绩为基准，分内销和外销分别给予不同估值。按照前文预测，公司 2011 年外销业务净利润为 4.5 亿，折合 EPS 为 0.38 元，我们给予 20X PE，则对应股价为 7.6 元；内销业务 0.5 亿元，折合 EPS 0.05 元，我们给予 30X PE，则对应股价为 1.5 元。因此，综合来看，我们认为公司合理股价为 9.1 元，则当前股价仍有 30% 的上涨空间，因此维持“强烈推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2706	3144	3828	4423
货币资金	1009	1296	1263	1050
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	706	855	1171	1530
其他应收款	144	101	152	212
存货	599	695	975	1243
非流动资产	1910	2285	2516	2733
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1265	1894	1910	1987
在建工程	321	0	150	225
油气资产	0	0	0	0
无形资产	272	297	322	347
资产总计	4616	5429	6344	7156
流动负债	724	1005	1460	1711
短期借款	409	564	907	1013
应付票据	110	153	209	263
应付账款	172	233	291	383
其他	33	55	52	51
非流动负债	994	994	994	994
长期借款	0	0	0	0
其他	994	994	994	994
负债合计	1718	1999	2454	2705
股本	1005	1180	1180	1180
资本公积	796	796	796	796
未分配利润	949	1267	1678	2178
少数股东权益	6	6	7	7
股东权益合计	2898	3430	3890	4451
负债及权益合计	4616	5429	6344	7156

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	295	397	503	620
折旧和摊销	57	118	147	159
资产减值准备	8	13	16	20
无形资产摊销	11	12	12	12
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	51	117	154	170
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	1
营运资金的变动	496	73	663	723
经营活动产生现金流量	-82	571	158	247
投资活动产生现金流量	-152	-457	-337	-337
融资活动产生现金流量	463	173	146	-123
现金净变动	229	287	-34	-213
现金的期初余额	826	1009	1296	1263
现金的期末余额	1055	1296	1263	1050

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2149	2651	3606	4714
营业成本	1545	1884	2548	3281
营业税金及附加	0	0	1	1
销售费用	126	106	202	377
管理费用	57	64	97	141
财务费用	51	117	154	170
资产减值损失	8	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	362	474	599	738
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	12	8	9	9
利润总额	352	468	592	731
所得税	57	70	89	111
净利润	296	397	503	620
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司净利润	295	397	503	620
EPS (元)	0.25	0.34	0.43	0.53

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	19.4%	23.4%	36.1%	30.7%
营业利润增长率	43.8%	30.8%	26.4%	23.2%
净利润增长率	59.9%	34.4%	26.6%	23.3%
盈利能力(%)				
毛利率	28.1%	28.9%	29.3%	30.4%
净利率	13.7%	15.0%	13.9%	13.1%
ROE	10.2%	11.6%	12.9%	13.9%

偿债能力(%)

资产负债率	37.2%	36.8%	38.7%	37.8%
流动比率	3.74	3.13	2.62	2.59
速动比率	2.91	2.44	1.95	1.86

营运能力(次)

资产周转率	50.9%	52.8%	61.3%	69.8%
应收帐款周转率	317.0%	322.1%	337.8%	331.2%

每股资料(元)

每股收益	0.25	0.34	0.43	0.53
每股经营现金	0.05	0.48	0.13	0.21
每股净资产	2.45	2.90	3.29	3.77

估值比率(倍)

PE	25.0	18.6	14.7	11.9
PB	2.5	2.2	1.9	1.7

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。