



林纸产品/原材料

宜华木业 (600978)

渠道建设促进内销发展

	王峰	徐琳
	0755-23976228	021-38676644
	wangfeng@gtjas.com	xulin@gtjas.com
	S0880200010288	S0880108023061

本报告导读:

公司积极推进渠道建设,以消化产能、提升盈利、树立品牌。另外公司很可能推出股权激励计划。

投资要点:

- **生产和销售实木家具、实木地板和实木复合地板等木制品大型企业。**公司目前拥有汕头澄海总部、宜华木业城、梅州汇胜、汕头濠江、广州南沙五大工厂,总设计产能:实木家具 100 万套、实木门窗 10 万套、木地板 380 万 m²。09 年底、10 年上半年五个募投项目先后顺利投产,是公司未来业绩带来重要增长点。
- **森林资源是木制品加工企业发展的根本保障。**公司在大埔县种植 10 万亩速生丰产林,并在江西省遂川县建设 20 万亩原料林基地。目前公司每年林木用量约 45 万立方米,预计新基地进入砍伐期后自给率可达 20%以上。
- **积极开拓国内市场。**公司产品几乎全部用于出口,主要销往美国、澳洲、欧洲、中东等国家和地区。2010 年随着内销渠道的建设,销售比重由历年不足 2% 一举提升至 4%,并且计划三年内做到 20% 以上,国内市场是公司下一步发展的重要增长点。
- **渠道建设:消化产能、提升盈利、树立品牌。**在解决产能瓶颈的基础上,公司积极推进渠道建设,计划在中国大陆市场建设 16 个宜华全球家居体验中心,在各区域中形成主辅配合。此外,还将合理使用加盟商资源,以 16 家体验中心为市场辐射核心开拓 500 家加盟店,全面覆盖全国各大中城市。
- **综合考虑拓展国内市场、出口复苏以及公司未来的成长性,我们预测公司 10 年、11 年净利润分别为 3.6 亿元、4.7 亿元,全面摊薄每股收益分别为 0.31 元、0.40 元。维持增持评级,目标价 9 元。**

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,800	2,149	2,487	3,058	3,662
(+/-)%	-10%	19%	16%	23%	20%
经营利润 (EBIT)	371	421	508	631	745
(+/-)%	-13%	13%	21%	24%	18%
净利润	185	295	355	466	608
(+/-)%	-35%	60%	20%	31%	30%
每股净收益 (元)	0.18	0.29	0.31	0.40	0.53
每股股利 (元)	0.22	0.20	0.22	0.23	0.23

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	20.6%	19.6%	20.4%	20.6%	20.3%
净资产收益率(%)	7.1%	10.2%	9.3%	11.6%	14.0%
投入资本回报率(%)	10.4%	10.8%	14.1%	11.4%	13.9%
EV/EBITDA	7.0	17.1	11.5	11.3	9.0
市盈率	15.6	26.4	22.5	17.1	13.1
股息率 (%)	7.7%	2.6%	3.2%	3.3%	3.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **9.00**

上次预测: 8.72

当前价格: 6.93

2010.11.15

交易数据

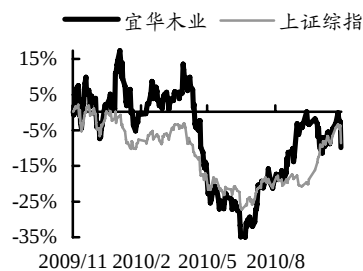
52 周内股价区间 (元)	4.73-9.07
总市值 (百万元)	7,873
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,153/821
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	71%
日均成交量 (百万股)	26
日均成交值 (百万元)	173

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,085
每股净资产	2.68
市净率	2.6
净负债率	61%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.05	0.07
Q2	0.08	0.10
Q3	0.05	0.03
Q4	0.07	0.10
全年	0.26	0.31

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	15%	-9%
相对指数	-8%	-1%	-3%

相关报告

- 产能扩张与出口复苏支撑业绩增长
2010.03.01
- 继续看好业绩高增长的优势公司
2010.02.10
- 宜华木业简评
2010.01.12
- 需求与成本价格上升继续推动纸产品价格小幅上涨
2009.12.28

模型更新时间: 2010.11.15

股票研究

原材料
林纸产品

宜华木业 (600978)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.00

上次预测: 8.72

当前价格: 6.93

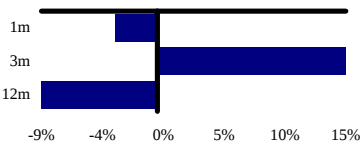
公司网址

www.yihuatimber.com

公司简介

公司主要从事实木家具、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。公司主要生产设备均从德国、加拿大、意大利等国家引进, 设备目前处于世界先进水平。公司始终专注于实木制品的深加工和开发研究, 产品获得"中国驰名商标"、"国家免检产品"称号, 产品远销大洋彼岸, 出口比例达到 95%以上。公司占地约 1200 亩的新厂区宜华木业城正在逐步建成, 实木家具、木地板等产品的产能将出现大幅增长, 规模优势得到体现。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

4.73-9.07

市值 (百万)

7,873

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

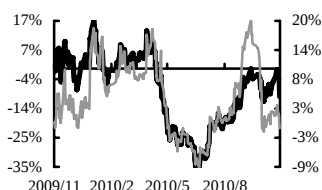
EV/EBITDA

P/S

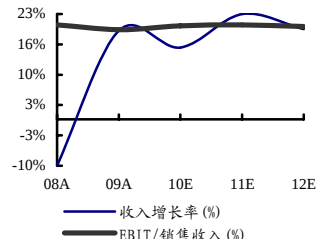
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,800	2,149	2,487	3,058	3,662
营业成本	1,314	1,545	1,763	2,163	2,583
税金及附加	0	0	1	1	1
销售费用	72	126	125	152	193
管理费用	43	57	90	112	140
EBIT	371	421	508	631	745
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	123	51	86	68	24
营业利润	252	362	418	549	716
所得税	63	57	63	82	107
少数股东损益	0	0	0	0	1
净利润	185	295	355	466	608
货币资金、交易性金融资产	826	1,009	1,739	1,000	1,000
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	1,538	1,586	2,011	2,711	2,736
无形资产及其他资产	178	317	316	358	389
资产合计	3,819	4,616	5,603	6,476	6,480
流动负债	1,201	724	795	1,466	1,131
非流动负债	6	994	987	987	988
股东权益	2,607	2,892	3,815	4,017	4,354
投入资本(IC)	2,661	3,285	3,069	4,695	4,545
NOPLAT	277	353	432	536	633
折旧与摊销	47	57	123	133	159
流动资金增量	-365	-450	381	-904	194
资本支出	-878	-333	-546	-876	-214
自由现金流	-919	-372	389	-1,110	772
经营现金流	-3	65	956	-223	988
投资现金流	-880	-342	-546	-876	-214
融资现金流	-427	459	320	360	-775
现金流净增加额	-1,310	181	729	-739	0
收入增长率	-10.1%	19.4%	15.7%	23.0%	19.7%
EBIT 增长率	-13.4%	13.4%	20.6%	24.2%	18.1%
净利润增长率	-35.1%	59.9%	20.2%	31.3%	30.5%
利润率					
毛利率	27.0%	28.1%	29.1%	29.3%	29.5%
EBIT 率	20.6%	19.6%	20.4%	20.6%	20.3%
净利润率	10.3%	13.7%	14.3%	15.2%	16.6%
净资产收益率(ROE)	7.1%	10.2%	9.3%	11.6%	14.0%
总资产收益率(ROA)	4.8%	6.4%	6.3%	7.2%	9.4%
投入资本回报率(ROIC)	10.4%	10.8%	14.1%	11.4%	13.9%
存货周转天数	121	135	128	131	130
应收账款周转天数	123	109	109	109	109
总资产周转天数	802	716	750	52	0
净利润现金含量	-0.02	0.22	2.69	-0.48	1.63
资本支出/收入	-49%	-15%	-22%	-29%	-6%
资产负债率	31.6%	37.2%	31.8%	37.9%	32.7%
净负债率	1.9%	13.4%	-19.7%	16.7%	4.2%
PE	15.6	26.4	22.5	17.1	13.1
PB	1.1	2.7	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.0	17.1	11.5	11.3	9.0
P/S	1.6	3.6	3.2	2.6	2.2
股息率	7.7%	2.6%	3.2%	3.3%	3.4%

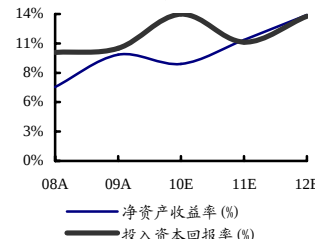
股票绝对涨幅和相对涨幅



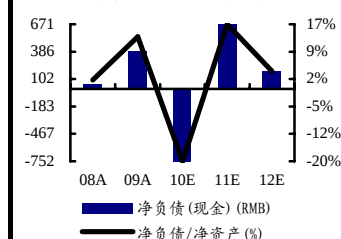
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



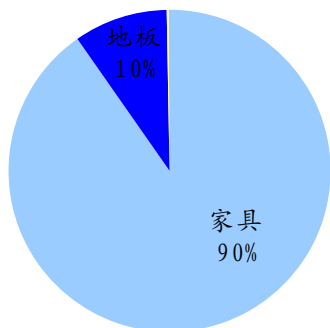
1. 经营情况：渠道建设促进内销发展是最大亮点

1.1. 生产：整体盈利水平将随直营店的不断发展而逐步提升

公司是一家专业生产和销售实木家具、实木地板和实木复合地板等木制品的大型企业。目前拥有汕头澄海总部、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 817,770.17m² (约 1,226.66 亩)，总设计产能：实木家具 100 万套、实木门窗 10 万套、木地板 380 万 m² (其中募投项目 10 万套实木欧式家具、20 万套儿童家具、10 万套酒店家具项目、年产 30 万套厨房家具项目和年产 10 万套办公室家具项目已分别于 09 年底、10 年上半年顺利投产，新项目投产为公司未来业绩带来重要增长点)。

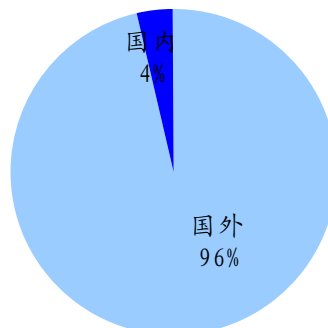
业务构成中，木家具收入占比约 90%；细分产品来看，其中美式家具约占 70%，欧式家具近 30%，国内家具占比很小，比重迅速提升是必然趋势。木地板约贡献公司 10%的收入和利润；其中 60%实木地板，40%是复合地板。

图 1：2010 年上半年分产品销售构成



数据来源：国泰君安证券

图 2：2010 年上半年分区域销售构成



数据来源：国泰君安证券

公司产品几乎全部用于出口，主要销往美国、澳洲、欧洲、中东等国家和地区。2010 年随着内销渠道的建设，销售比重由历年不足 2%一举提升至 4%，并且计划三年内做到 20%以上，国内市场是公司下一步发展的重要增长点。

公司产品出口主要通过代理经销商模式，毛利率约 25%-30%；内销采用直营店+经销商模式，其中直营店毛利率可达 50%左右，经销商毛利率与出口相当。可以预见公司整体盈利水平将随着直营店的不断发展而逐步提升。

1.2. 上游：预计新基地进入砍伐期后自给率可达 20%以上

森林资源是木制品加工企业发展的根本保障。公司在大埔县种植 10 万亩速生丰产林，08 年已进入砍伐期。公司拟在江西省遂川县建设 20 万亩原料林基地（自然林），准备工作已基本结束。目前公司每年林木用量约 45 万立方米，预计新基地进入砍伐期后自给率可达 20%以上。

原料林基地建设不仅能解决木材生产原料供应，逐步稳定原料价格，而且还可以降低木材加工成本，改善长期依赖收购木材的状况。

1.3. 渠道建设：消化产能、提升盈利、树立品牌

在全球性金融危机、需求疲软的影响下，中国家具出口增速有所放缓；在国家“扩大内需，调整结构”的方针指导下，在国内的城市化进程和居民消费升级拉动下，内销市场将继续保持稳健增长态势。

在解决产能瓶颈的基础上，公司积极推进渠道建设，计划在中国大陆市场建设 16 个宜华全球家居体验中心，在各区域中形成主辅配合。此外，还将合理使用加盟商资源，以 16 家体验中心为市场辐射核心开拓 500 家加盟店，全面覆盖全国各大中城市。

表 1：家居体验中心店面布局与规划

区域	项目实施地址	规模（m ² ）	定位	
华南	广州体验中心（已开业）	7,008	主	2010.03.18
	汕头体验中心（已开业）	营业面积 5,000	辅	2007.01.01
	深圳体验中心	7,000	主	2011 年
华北	北京体验中心	7,000	主	2011 年
	香河体验中心	7,000	主	2010 年
	天津体验中心	3,000	辅	2012 年
华东	上海体验中心	7,000	主	2011 年
	苏州体验中心	7,000	主	2010 年
华中	武汉体验中心	7,000	主	2010 年
	郑州体验中心	3,000	辅	2012 年
东北	大连体验中心	7,000	主	2011 年
	沈阳体验中心	3,000	辅	2012 年
西南	成都体验中心	7,000	主	2010 年
	重庆体验中心	3,000	辅	2012 年
西北	西安体验中心	7,000	主	2010 年
	乌鲁木齐体验中心	3,000	辅	2012 年

数据来源：公司公告

公司的全球家居体验中心销售网络主选在人口密度高及人流较旺且交

通便利的地点开设门店，租金相对较高，公司计划通过三年的培育期，使门店达到较好的盈利能力。

非公开发行股票募集资金从产品研发设计环节和市场渠道网络建设方面进行战略布局。研发设计中心建设项目顺应国内家具营销以定制为主的特点，在产品研发设计环节与渠道建设相辅相成，以消化扩产产能，提高盈利水平，同时利于树立良好品牌形象，实现品牌价值再增值。

2. 关于反倾销：不会产生实质性的影响

2010 年是美国对我国卧室家具征反倾销税的最后一年，今年 12 月，美国国际贸易委员会和商务部将针对我国的卧室家具反倾销案进行“落日复审”，“落日复审”的结果只能是维持原始调查的结果，或者是取消反倾销措施。

公司涉及反倾销的产品占比在 10%左右，反倾销税率 7.45%，落日复审的结果对公司业绩不会产生实质性的影响。

3. 业绩预测及投资建议

业绩预测说明：

1、11-12 年我们预测公司业绩的增长仍然是现有业务或出口业务保持 15-20%的增长，是业绩增长的主要贡献者。其依据是海外市场保持回暖态势且公司在澳大利亚开拓新市场取得进展；

2、公司主要原材料松木、杉木、水曲柳等年价格涨幅不超过 5%；

3、人民币升值未来两年不超过 10%，否则会影响公司的订单的持续和稳定。但在产品竞争力方面影响不大，原因是中国产品价格本身确实便宜，传统家具大国意大利等与宜华家具不在同一细分市场，而越南等东南亚国家由于没有形成产业集群，成本较高，暂时仍不能对中高出口的家具造成冲击；

4、公司全资自建的 16 家体验店，除目前已开业的汕头、广州外，10 年底北京店开张，此外还有 11 年上半年西安、苏州、武汉、成都相继开张，11 年下半年还有 4 家计划开业，剩余 5 家计划在 12 年开业。我们认为新店开业前 12 个月不会盈利或盈利很少。或者说一年内每平方米面积销售金额不会超过 0.7 万元的盈亏平衡点。预计 11 年投入运营的 7 家直销店除广州店外，其余 6 家都难以盈利。正常经营后我们预计每家直销店的年净利润在 500-1000 万元之间。

6、加盟店目前已有 100 家左右，2011 年底力争到 160-200 家，2013 年

达到 500 家左右。加盟店面积一般在 200-300 平方米，平效最低为 0.7 万元/年，或门槛值年销售为 140 万元，按 25-30%的毛利率计算，公司每增加一间店面，可增加税前利润约 35-42 万元。

综合考虑拓展国内市场、出口复苏以及公司未来的成长性，我们预测公司 10 年、11 年净利润分别为 3.6 亿元、4.7 亿元，全面摊薄每股收益分别为 0.31 元、0.40 元。维持增持评级，目标价 9 元。

作者简介:**王峰:**

复旦大学国际金融硕士，96年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员，主要从事轻工及造纸印刷行业的研究，2003-2009年连续七届《新财富》造纸印刷行业最佳分析师，2004年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳:

毕业于厦门大学管理学院会计系，香港理工大学金融与会计学院交流生。2007年7月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		