

宜华木业（600978）

推荐

下调评级至“推荐”

市场数据

报告日期	2011-4-13
收盘价(元)	6.34
总股本(百万股)	1152.66
流通股本(百万股)	1004.66
总市值(百万元)	7307.88
流通市值(百万元)	6369.56
净资产(百万元)	3911.18
总资产(百万元)	6037.61
每股净资产	3.39

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2448	2964	3454	4112
同比增长(%)	13.9%	21.1%	16.5%	19.0%
净利润(百万元)	246	289	359	418
同比增长(%)	-16.7%	17.3%	24.3%	16.4%
毛利率(%)	28.7%	28.3%	28.4%	29.3%
净利率(%)	10.0%	9.7%	10.4%	10.2%
净资产收益率(%)	6.3%	7.0%	8.1%	8.7%
每股收益(元)	0.21	0.25	0.31	0.36
每股经营现金流(元)	0.11	0.29	0.26	0.28

相关报告

《内销促转型，价值宜重估》
2010-10-13《产能助力，内销开路》
2010-8-20

《逆流而上显锐气》2010-2-28

投资要点

事件：

公司 2010 年实现收入 24.5 亿，同比增长 13.94%；归属于母公司所有者的净利润 2.4 亿，同比下滑 16.72%，全面摊薄 EPS0.21 元。

利润分配预案为 10 派 0.5 元。

点评：

- **业绩低于预期，四季度大幅缩水。**我们在 2010.10 月份的报告《内销促转型，价值宜重估》中，根据公司运营情况，将 2010 年业绩向下修正为 0.34 元，即预测四季度公司实现收入 8 亿，净利润 1.3 亿，而年报显示，公司四季度收入 8.4 亿，与我们预测基本一致，但净利润仅 917 万，大大低于我们预期。据此测算，其四季度净利率仅 1.08%，远低于正常运营期间 10%以上的净利率水平。
- **财务费用高企，吞噬 EPS 约 0.12 元。**年报显示，业绩低于预期主要原因是期间费用大幅增加所致，公司全年三项费用率合计 16%，同比上升了 5.2 个百分点，其中，财务费用 1.4 亿，费用率 6.12%，同比提升 3.8 个百分点，吞噬了约 0.12 元的 EPS。年报解释主要系“公司利息支出随借款规模增加及利率上调相应增加，以及美元对人民币贬值，汇兑损失大幅上升所致”。我们认为此解释亦较为合理，公司 2009 年 10 月份发行 10 亿元公司债，年利息支出为 7950 万元。此外，人民币升值带来汇兑损失约 2000 多万，而同时银行贷款利率提高也使公司承受了一定的财务压力。

分析师 雒雅梅
021-38565935
luoyam@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120006

- **预计 2011 年业绩平稳增长：**2011 年来看，主要增长点仍在内销网点的铺设，按照公司运营规划，将新开 5-6 家体验馆和 100 家以上加盟商，但从行业研究和公司内销业务过去 2 年运营情况来看，我们认为短期内内销渠道的快速铺设很难带来 EPS 的增加，甚至会出现一定的折损。虽然同期收入可能会出现显著增长，但期初高昂的广告费、运输费、折旧费等依然会大幅吞噬毛利。我们预计公司 2011 年三项费用率依然将居高不下。但由于公司内销所占比重依然较小（2010 年内销业务实现收入 1.7 亿，占收入比重 7%），因此预期出口经济的复苏或可推动公司业绩实现正增长。此外，公司 2011 年可能启动股权激励，也值得关注。
- **下调盈利预测和评级：**自从我们跟踪公司以来，虽然一直看好公司的运营模式和业务前景，但由于各种偶然或必然因素，被迫屡次下调盈利预测。因此，不得不对公司未来 2 年业绩预测采取一种更为谨慎的态度。据此，我们下调公司 2011、2012 年 EPS 分别至 0.25 元、0.31 元，预测公司 2013 年 EPS 为 0.36 元，对应当前 PE 分别为 25X、20X、17X，下调评级至“推荐”。

表、宜华木业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009-1 2	2010-12	YOY	说明
营业收入	746	497	713	391	847.0	13.5%	2149	2448	13.9%	广告费、运费 公司债利息支出、汇兑损失
营业成本	550	352	504	269	620.3	12.7%	1545	1745	13.0%	
毛利	196	145	209	122	226.8	15.6%	604	703	16.4%	
销售费用	81	24	16	32	90.9	12.4%	126	163	29.9%	
管理费用	26	17	13	28	20.4	-20.5%	57	79	38.5%	
财务费用	15	11	43	21	74.6	395.4%	51	150	195.3%	
资产减值	-3	0	4	-18	20.2	-	8	6	-27.0%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
营业利润	77	93	132	59	18.7	-75.7%	362	303	-16.4%	
利润总额	70	97	133	56	14.2	-79.8%	352	300	-14.8%	
净利润	81	82	116	39	9.2	-88.7%	295	246	-16.7%	
EPS	0.070	0.071	0.100	0.034	0.0	-88.7%	0.256	0.213	-16.7%	
销售费用率	10.8%	4.8%	2.3%	8.2%	10.7%	-0.1%	5.9%	6.7%	0.8%	
管理费用率	3.4%	3.5%	1.8%	7.2%	2.4%	-1.0%	2.6%	3.2%	0.6%	
财务费用率	2.0%	2.2%	6.1%	5.4%	8.8%	6.8%	2.4%	6.1%	3.8%	
所得税率	-16.0%	15.2%	13.0%	30.7%	34.2%	50.3%	16.1%	18.0%	1.9%	
毛利率	26.3%	29.2%	29.3%	31.2%	26.8%	0.5%	28.1%	28.7%	0.6%	
净利润率	10.9%	16.6%	16.2%	9.9%	1.1%	-9.8%	13.8%	10.1%	-3.7%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3690	3742	3991	4594
货币资金	1681	1408	1231	1332
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	839	982	1156	1377
其他应收款	121	142	178	206
存货	809	914	1074	1272
非流动资产	2348	2688	2884	3069
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	1733	2316	2312	2372
在建工程	293	0	150	225
油气资产	0	0	0	0
无形资产	263	287	310	333
资产总计	6038	6429	6875	7663
流动负债	1129	1287	1432	1878
短期借款	832	882	983	1363
应付票据	61	126	132	151
应付账款	187	226	266	311
其他	49	54	52	53
非流动负债	997	994	994	994
长期借款	0	0	0	0
其他	997	994	994	994
负债合计	2126	2281	2426	2872
股本	1153	1153	1153	1153
资本公积	1467	1467	1467	1467
未分配利润	1130	1332	1597	1897
少数股东权益	0	0	0	1
股东权益合计	3911	4148	4449	4791
负债及权益合计	6038	6429	6875	7663

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	246	289	359	418
折旧和摊销	140	154	181	192
资产减值准备	-39	28	-1	2
无形资产摊销	28	27	27	27
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	150	130	164	179
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	308	271	409	464
经营活动产生现金流量	182	337	294	327
投资活动产生现金流量	-460	-470	-350	-350
融资活动产生现金流量	1068	-140	-121	125
现金净变动	790	-273	-177	101
现金的期初余额	1009	1681	1408	1231
现金的期末余额	1799	1408	1231	1332

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2448	2964	3454	4112
营业成本	1745	2125	2474	2905
营业税金及附加	3	2	2	3
销售费用	163	148	173	230
管理费用	79	208	207	288
财务费用	150	130	164	179
资产减值损失	6	5	5	6
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	303	346	428	501
营业外收入	7	3	4	4
营业外支出	10	10	10	10
利润总额	300	340	422	495
所得税	54	51	63	77
净利润	246	289	359	418
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	246	289	359	418
EPS (元)	0.21	0.25	0.31	0.36

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.9%	21.1%	16.5%	19.0%
营业利润增长率	-16.4%	14.2%	23.7%	17.0%
净利润增长率	-16.7%	17.3%	24.3%	16.4%
盈利能力(%)				
毛利率	28.7%	28.3%	28.4%	29.3%
净利率	10.0%	9.7%	10.4%	10.2%
ROE	6.3%	7.0%	8.1%	8.7%

偿债能力(%)

资产负债率	35.2%	35.5%	35.3%	37.5%
流动比率	3.27	2.91	2.79	2.45
速动比率	2.55	2.20	2.04	1.77

营运能力(次)

资产周转率	46.0%	47.6%	51.9%	56.6%
应收帐款周转率	309.2	321.1%	315.6%	318.1%

每股资料(元)

每股收益	0.21	0.25	0.31	0.36
每股经营现金	0.11	0.29	0.26	0.28
每股净资产	3.39	3.60	3.86	4.16

估值比率(倍)

PE	29.7	25.3	20.4	17.5
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。