

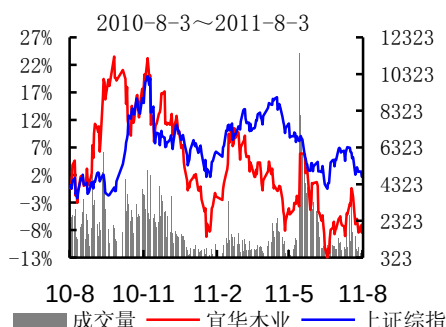
宜华木业(600978) 公司处于战略转型期

研究员：肖群
执业证书编号：S0570510120052
电话：025-83290920
E-mail: shawqun@hotmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

投资评级：推荐

其他轻工制造 II
当前价格(元)：5.68
目标价格(元)：6.72

股价走势图



相关研究

- 1 《宜华木业(600978):费用增加影响公司业绩发挥》2010.10
- 2 《宜华木业(600978):订单充足,积极开拓国内市场》2010.6

投资要点:

- 公司 08-10 年出口业务占比分别为 98.19%、98.97%、93.01%，而且公司产品出口国以美国为主，约占 70%以上。今年以来美国成屋销售数据继续出现逐步下滑的趋势，但是近几个月同比下滑幅度逐步缩小。另外我国出口情况以及家具出口数据保持良好态势，上半年我国家具出口 178.18 亿美元，增长 13.94%。
- 公司目前正处于战略转型阶段，主要是通过家居体验馆以及加盟经销商的形式加快国内市场建设的步伐。国外市场将会继续巩固，而外销产品毛利率一直比较稳定，因此这块业务的稳步发展保证公司业绩的稳定。内销方面，此前汕头家居体验馆已经有 4 年多开业经验，去年新开广州体验馆经营情况良好，今年计划新开 6 家，明年计划开 8 家，加盟店方面，目前已经拥有 200 家，预计 3 年内建设 31 家家居体验馆、加盟经销商达 1000 家以上，公司内销推出了适合不同人群以及不同风格的产品，有利于营销的开展。
- 公司与中国林业科学研究院木材工业研究所合作对上游林业资源进行改良，主要是杉木改良后提升其经济价值，通过改性可以代替其他高经济价值的木材，目前项目处于中试阶段，预计明年会大批量生产，届时能够大幅降低公司的生产成本。
- 目前公司直营店毛利率接近 50%，而经销商毛利率为 25-30%，随着公司新增家居体验馆收入的持续增长，公司毛利率能够稳步回升。而且明年公司杉木改良推广可以大大降低公司原材料采购成本。
- 我们预测宜华木业 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.24、0.29、0.35 元。公司 5.65 元非公开发行股份 10 月 31 号解禁，跟目前股价基本接近，我们预计解禁前公司股价会有所表现。由于国内广阔的市场前景，公司估值能够得到进一步提高，目前行业内类似企业美克股份 11 年估值为 36 倍，考虑到公司内销业务占比以及其他出口企业公司估值，我们按照 28 倍 PE 得到股票的合理价格为 6.72 元，并给予公司“推荐”的投资评级。

一、家具出口保持较高水平

宜华木业木地板和家具此前以出口为主，而公司正在通过家居体验馆以及加盟经销商的形式加快国内市场建设的步伐，公司08-10年出口业务占主营比例分别为98.19%、98.97%、93.01%，而且公司产品出口国以美国为主，约占70%以上，另外澳大利亚、欧洲、中东以及日本市场也有一些新增订单，因此短期国外市场对公司业绩影响较大。公司出口受到美国成屋销售数据的影响，一般滞后一个季度左右，虽然今年以来美国成屋销售数据继续出现逐步下滑的趋势，但是近几个月同比下滑幅度逐步缩小。另外我国出口情况以及家具出口数据保持良好态势，今年上半年，我国进出口总值17036.7亿美元，比去年同期增长25.8%，其中出口8743亿美元，增长24%；进口8293.7亿美元，增长27.6%，贸易顺差为449.3亿美元，收窄18.2%。家具出口继续保持较高水平，上半年我国家具出口178.18亿美元，增长13.94%，随着外围经济的进一步复苏，预期出口市场会继续走好。

图1：美国成屋销售数据及同比增幅

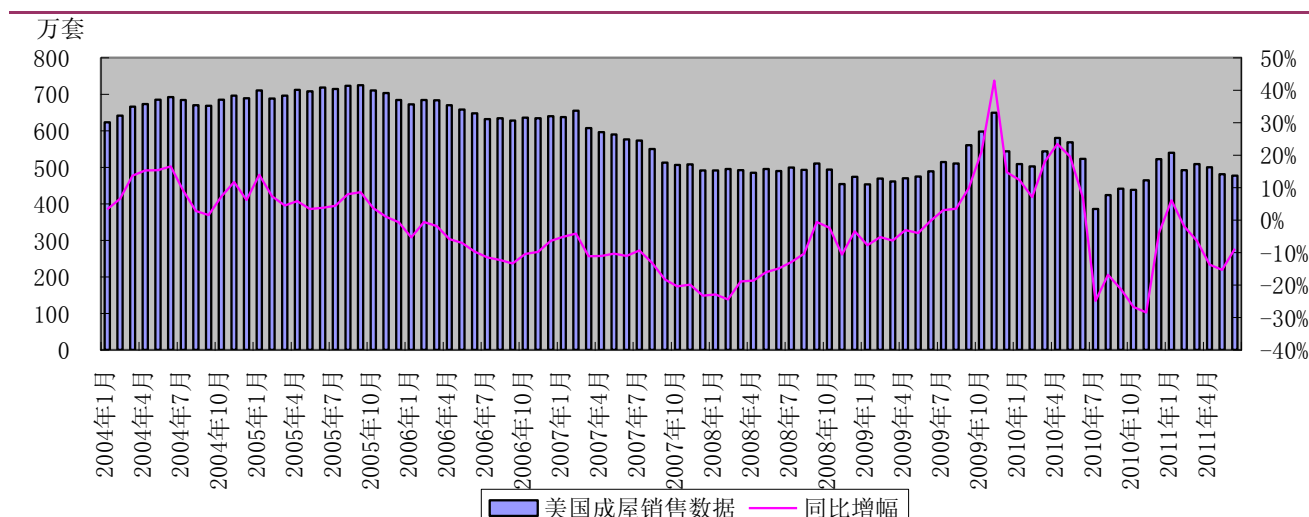
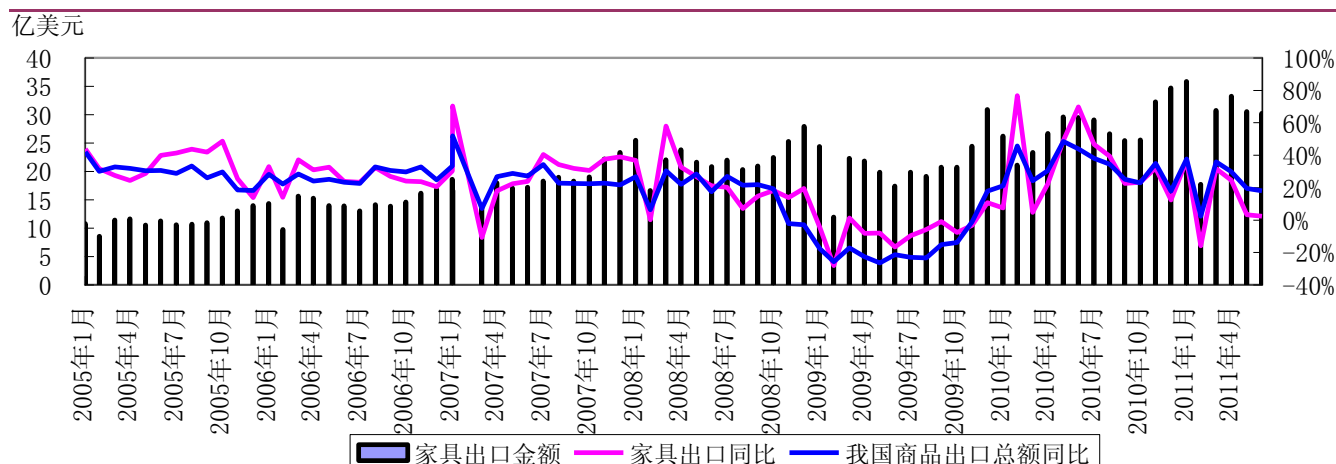


图2：我国家具及其零件出口金额和同比增幅



资料来源：Wind 资讯

二、公司处于战略转型阶段

公司 2004 年 IPO 以及 2007 年增发投资项目的实施，根本解决了公司产能不足的瓶颈。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，五大工厂项目完全投产后，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 m^2 。公司将在稳定境外市场的基础上，通过自建营销网络的方式大力拓展国内市场，并通过升级信息管理系统以及研发设计中心，提升公司的快速市场反应能力，开发迎合国内市场需求特征的产品。公司目前正处于战略转型阶段，制定了从主要依赖国外市场到国内外市场联动发展，从制造型企业向品牌运营型企业转变，从传统制造企业向科技服务型企业转型的战略性转型决策。

➤ 国外市场将会继续巩固

目前公司的立足基础出口业务这块基本按照订单生产，每年 11 月份会确定下一年的框架订单，目前公司在手订单为 5 亿美元，预计今年外销保持稳定发展，由于目前外销营业收入占比超过 90%，而外销产品毛利率一直比较稳定，因此这块业务的稳步发展保证公司业绩的稳定。

➤ 国内开拓步伐加快

公司 2007 年增发项目已经于 10 年逐步达产，当初公司建设这个项目时就把国内市场定位为目标市场，由于新增项目需要 2-3 年的磨合期，预计这些新增产能的逐步发挥需要国内市场的开拓来消化，而且预计国内市场销售规模在 10 亿元之内没有产能瓶颈，假如超过 10 亿公司再考虑通过贴牌等其他手段来解决。

由于国内家具市场前景广阔，而且毛利率水平较高，公司正在积极地实施战略转移，加快国内市场的开拓力度，国内市场成为公司未来三年重点发展区域，公司去年增发资金主要目的就是用于国内营销网络建设，公司国内市场开发模式主要是通过省会城市设立直营店即家居体验馆、二三线城市开设加盟店的形式铺开，家居体验馆能够覆盖到 500 公里以内的经销商，由于此前汕头家居体验馆已经有 4 年多的开业经验，另外去年新开了广州体验馆，经营情况良好，今年 6 月，北京体验馆正式开业，此外，今年还计划新开武汉、新疆、上海、南京和厦门家居体验馆，明年计划开 8 家，加盟店方面，目前已经拥有 200 家，预计 3 年内建设 31 家家居体验馆、加盟经销商达 1000 家以上。由于国内市场发展较大，但竞争也比较激烈，公司目前主要先通过上面两种手段把店面以及渠道铺开，等到规模达到一定程度，公司会继续通过广告、促销手段等扩大品牌的影响力，进一步提高国内的市场份额。

表 1：公司初期家居体验馆分布情况

项目区域规划	项目	规模 (m ²)	开业时间
华南地区	汕头	5000	2007
	广州	7000	2010
	深圳	7000	
	厦门	3000	2011
华北地区	北京	7000	2011
	天津	3000	
华东地区	上海	7000	2011
	南京	7000	2011
华中地区	武汉	7000	2011
	郑州	3000	
东北地区	大连	7000	
	沈阳	3000	
西南地区	成都	7000	
	昆明	7000	
西北地区	西安	7000	
	乌鲁木齐	3000	2011
合计		90000	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司内销方面推出了适合不同人群以及不同风格的产品，目前初定为五大系列，分别为：东方明珠、都市木歌、爵士新贵、金秋尚品和经典美宜，公司产品种类的丰富适合国内客户不同价位以及层次的需求，有利于营销的开展。公司家居体验馆规模较大，基本包含了所有不同风格的产品，地板和家具都能够全部覆盖，从内销营业收入上来看，公司家居体验馆开业当年以及第二年和第三年有望达到 5000 元/m²、7000 元/m²、10000 元/m² 的水平。公司加盟经销商一般开设在大卖场内，单店规模在 300m² 左右，初始投资为 60 万，目前经销商主要是走量，而且对于家居产品设计方面反馈较快，按照一年销售额 80-100 万的水平，一般 2-3 年便能收回投资成本。公司去年内销收入总共为 1.6 亿，其中汕头、广州体验馆分别销售 2000 万、4000 万，广州体验馆的销售水平基本符合前面的预计，经销商销售金额为 8000 万元；今年上半年内销突破 1 亿，而去年同期仅为 4000 万，预计今年有望突破 3 亿，公司努力使得内销比例三年内提高到 30%。

三、科技服务项目降低原材料成本

4 月 18 号，公司与中国林业科学研究院木材工业研究所签订《战略合作协议》，共建宜华研发中心、宜华实验室和博士后工作站，并联合申报重大或重点科研项目，中国林业科学

研究院木材工业研究所是我国木材科学与技术领域综合性国家级研究机构，协议履行将有利于公司培养和储备技术研发人才，提升公司的整体研发水平和创新能力，加快推进公司研发中心的建设步伐，对公司业务发展将产生积极影响。

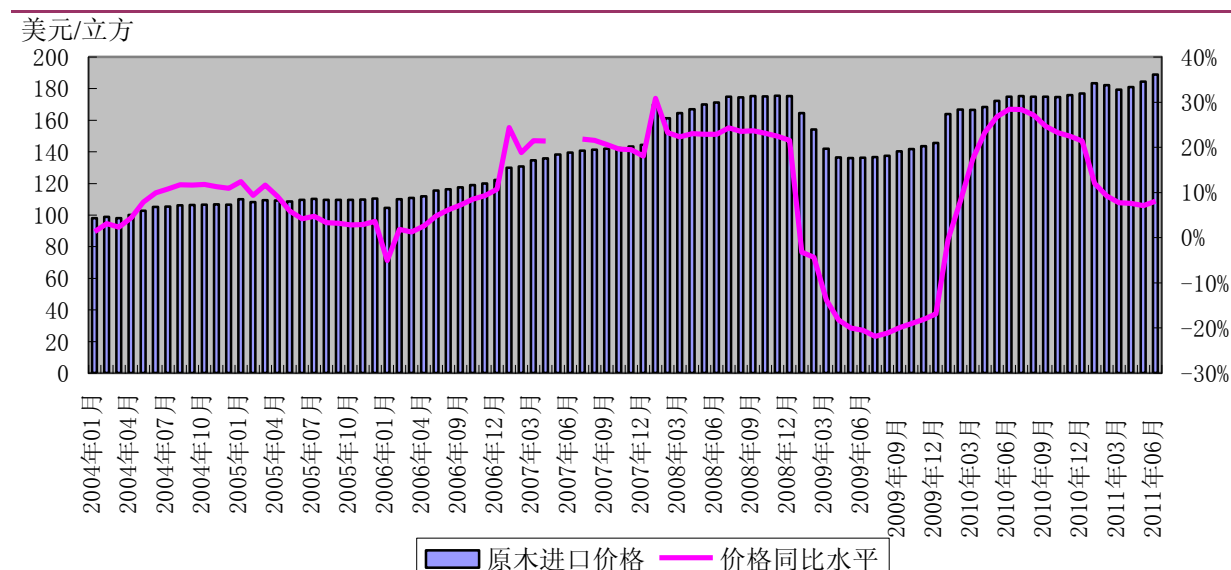
公司目前拥有大浦县 10 万亩速生丰产林和江西遂川县 20 万亩商品林，按照 180 万方蓄积量、每年开采 8% 计算，每年砍伐量为 15 万方，目前公司明年木材需求量为 35 万方。公司与林科院手头项目是对上游林业资源进行改良，主要是杉木改良后提升其经济价值，通过改性可以代替其他高经济价值的木材，目前项目处于中试阶段，预计明年会大批量生产，届时能够大幅降低公司的生产成本。

四、毛利率能稳步回升

目前公司原材料以进口为主，主要有俄罗斯、南美的巴西和巴拉圭、非洲、印尼、缅甸等，今年以来木材涨幅为 15% 左右，公司国外市场多为大经销商，目前前 5 名客户销售金额占总额 61%，公司每个季度会跟下游经销商洽谈商品种类、数量及价格等，因此对于原材料价格的上涨可以通过商谈或者更新产品来覆盖。

目前公司直营店毛利率接近 50%，而经销商毛利率为 25-30%，随着公司新增家居体验馆收入的持续增长，公司毛利率能够稳步回升。对于人民币升值，由于公司两头在外，原材料进口成本比例占 50%，这会降低公司的汇兑损失，另外公司跟国外经销商有一个约定，假如本币升值幅度过大，公司会跟客户重新定价。而且明年公司杉木改良推广可以大大降低公司原材料采购成本。

图3:我国原木进口价格及同比水平



资料来源:Wind资讯

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设条件

随着公司战略的转变以及国内市场开拓步伐的加快，公司新增产能能够得到充分发挥，四季度内销加盟经销商的推进以及出口旺季的到来，公司营业收入稳步增长，但是由于国内市场开拓初期会导致费用的增加，我们在营业费用和管理费用考虑到这块的增加，公司 09 年发行的 5 年期 10 亿企业债年利率为 7.95%，预计 2014 年之前每年会支付一定的利息费用。公司各产品销量以及毛利率情况假设如下：

表 2：主要产品销售预测（单位：万元）

		2009	2010	2011	2012	2013	
按产品	家具	销量(万套)	34	41	53	65	80
		单价	5759	5186	4950	4750	4600
		成本	4123	3699	3539	3377	3252
		主营收入	193031	210183	262350	308750	368000
		主营成本	138185	149924	187580	219521	260176
		毛利率	28.41%	28.7%	28.5%	28.9%	29.3%
	地板	销量(万方)	1.26	1.64	1.60	1.60	1.60
		单价	17094	20916	21520	21000	21100
		成本	12908	14915	15494	14952	14918
		主营收入	21571	34199	34432	33600	33760
		主营成本	16289	24387	24791	23923	23868
		毛利率	24.49%	28.7%	28.0%	28.8%	29.3%
按地区	国外	主营收入	212667	227725	266120	271200	285400
		主营成本	153333	163734	193203	197976	208342
		毛利率	27.90%	28.10%	27.4%	27.0%	27.0%
	国内	主营收入	1935	16657	30662	71150	116360
		主营成本	1141	10577	19168	45468	75702
		毛利率	41.06%	36.50%	37.49%	36.09%	34.94%
总收入		214602	244382	296782	342350	401760	
总成本		154473	174311	212371	243444	284044	
毛利率		28.02%	28.67%	28.44%	28.89%	29.30%	
主营利润		60129	70071	84411	98906	117716	

资料来源：华泰证券研究所

5.2 盈利预测与投资建议

我们预测宜华木业 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.24、0.29、0.35 元。公司 5.65 元非公开发行股份 10 月 31 号解禁，跟目前股价基本接近，我们预计解禁前公司股价也会有所表现。由于国内广阔的市场前景，公司估值能够得到进一步提高，目前行业内类似企业美克股份（10 年内销占比 45%）11 年估值为 36 倍，考虑到公司目前内销业务占比以及其他出口企业公司估值，我们按照 28 倍 PE 得到股票的合理价格为 6.72 元，并给予公司“推荐”的投资评级。

表 4：公司三表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3690	4070	4556	4994	营业收入	2448	2968	3424	4018
现金	1681	1700	1800	1771	营业成本	1745	2124	2434	2840
应收账款	839	1019	1177	1380	营业税金及附加	3	2	2	3
其他应收款	121	142	177	201	营业费用	163	208	257	313
预付账款	240	296	346	399	管理费用	79	148	188	241
存货	809	913	1057	1243	财务费用	150	140	129	127
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	2348	2227	2110	1989	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1733	1769	1725	1640	营业利润	303	346	412	492
无形资产	263	263	263	263	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资	351	195	122	85	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	6038	6298	6666	6983	利润总额	300	346	412	492
流动负债	1129	1150	1228	1205	所得税	54	64	74	90
短期借款	832	763	804	718	净利润	246	282	338	403
应付账款	187	225	261	304	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	111	161	163	183	归属母公司净利润	246	281	338	402
非流动负债	997	1007	1007	1007	EBITDA	593	597	659	741
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.24	0.29	0.35
其他非流动负	997	1007	1007	1007					
负债合计	2126	2157	2235	2212	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	1	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1153	1153	1153	1153	成长能力				
资本公积	1467	1467	1467	1467	营业收入	13.9%	21.2%	15.4%	17.4%
留存收益	1298	1521	1811	2150	营业利润	-16.4%	14.1%	19.2%	19.4%
归属母公司股东权益	3911	4141	4430	4770	归属于母公司净利润	-16.7%	14.4%	20.1%	19.1%
负债和股东权益	6038	6298	6666	6983	获利能力				
					毛利率 (%)	28.7%	28.4%	28.9%	29.3%
现金流量表					净利率 (%)	10.0%	9.5%	9.9%	10.0%
单位: 百万元					ROE (%)	6.3%	6.8%	7.6%	8.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	9.0%	9.3%	9.9%	10.6%
经营活动现金流	131	294	237	247	偿债能力				
净利润	246	282	338	403	资产负债率 (%)	35.2%	34.2%	33.5%	31.7%
折旧摊销	140	111	117	121	净负债比率 (%)	39.11%	35.38%	35.96%	32.48%
财务费用	150	140	129	127	流动比率	3.27	3.54	3.71	4.14
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.55	2.75	2.85	3.11
营运资金变动	-392	-254	-348	-404	营运能力				
其他经营现金	-13	15	0	0	总资产周转率	0.46	0.48	0.53	0.59
投资活动现金流	-549	0	0	0	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	581	0	0	0	应付账款周转率	9.72	10.30	10.00	10.05
长期投资	-9	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	23	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.24	0.29	0.35
筹资活动现金流	1072	-274	-137	-276	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	0.25	0.21	0.21
短期借款	423	-69	41	-85	每股净资产 (最新摊薄)	3.39	3.59	3.84	4.14
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	148	0	0	0	P/E	26.19	22.90	19.07	16.01
资本公积增加	671	0	0	0	P/B	1.65	1.56	1.45	1.35
其他筹资现金	-170	-206	-178	-190	EV/EBITDA	11	11	10	9
现金净增加额	649	19	100	-29					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。