

增持 维持

宜华木业 (600978)

2011 年 8 月 23 日

国内渠道建设全面推进

8 月 22 日收盘价 5.21 元, 6 个月目标价 6 元

造纸轻工行业分析师: 徐琳
SAC 执业证书编号: S0850511040008
X16048@htsec.com
021-23219767

联系人: 马浩博
mhb6614@htsec.com
021-23219822

宜华木业财报概述

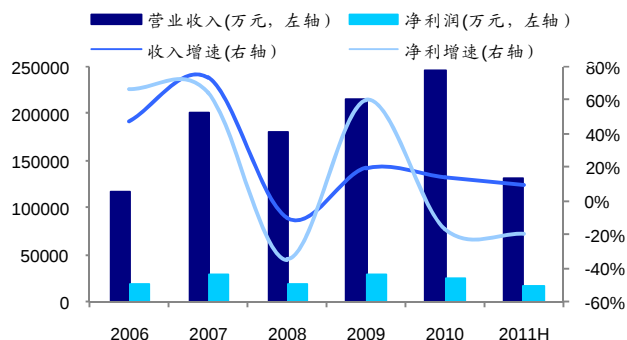
2011 上半年, 公司实现营业收入 13.19 亿元, 比上年同期增长 9.01%, 实现营业利润 19618.34 万元, 同比下降 13.10%, 归属母公司净利润 15928.50 万元, 同比下降 19.55%。稀释后每股收益 0.14 元, 扣除非经常性损益后 0.14 元。

点评:

1. “直营店+经销商”模式拓展国内市场

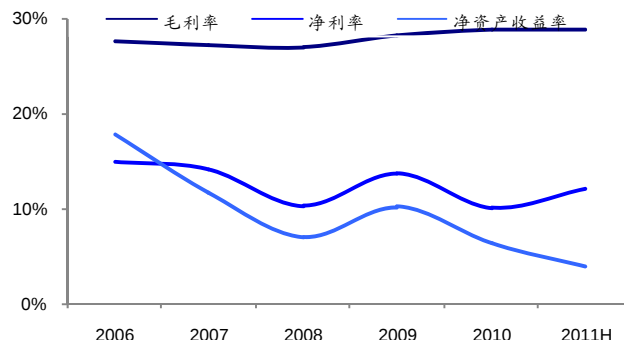
2011 上半年, 公司实现营业收入 13.19 亿元, 比上年同期增长 9.01%, 归属母公司净利润 15928.50 万元, 同比下降 19.55%。按最新股本稀释后每股收益 0.14 元。

图 1 近五年主营业务收入 (万元)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 2 近五年盈利水平



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

公司正加快战略转型的步伐, 大力拓展国内市场, 采用直营店+经销商的模式积极推进国内市场营销网络的建设, 北京家居体验馆于 2011 年 6 月 25 日顺利开业, 标志着公司的家居体验馆建设正式跨出广东, 进驻国内其他重点城市。

表 1 IH2011 年半年报利润表分析（万元）

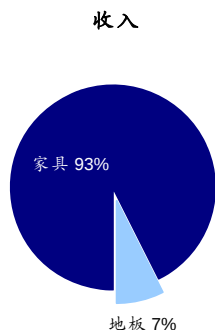
	1H10	1H11	YOY	分析
营业收入	121008.21	131914.32	9.01%	
营业成本	85572.19	93897.28	9.73%	
毛利率	29.28%	28.82%		
营业税金及附加	45.03	203.25	351.39%	销售增长而附加税费相应增加
营业税金/收入	0.04%	0.15%		
销售费用	4015.95	4967.14	23.69%	继续拓展国内市场，支付店面折旧装修费及运输费等相关费用增加
销售费用/收入	3.32%	3.77%		
管理费用	2996.96	5114.79	70.67%	业务规模增长致折旧摊销费用、人工费用、办公费用增加
管理费用/收入	2.48%	3.88%		
财务费用	5386.45	7910.42	46.86%	银行利率上调、人民币升值汇兑损失增加
财务费用/收入	4.45%	6.00%		
期间费用率	10.25%	0.00%		
资产减值损失	416.25	203.09		
投资收益	0.00	0.00		
营业利润	22575.38	19618.34	-13.10%	
营业外收支	436.16	0.66	-99.85%	政府补助款收入减少、捐赠支出增加
利润总额	23011.54	19619.01	-14.74%	
税前利润率	19.02%	14.87%		
所得税	3212.82	3690.51		
实际税率	13.96%	18.81%		
净利润	19798.72	15928.50	-19.55%	
归属于母公司的净利润	19798.72	15928.50	-19.55%	
净利润率	16.36%	12.07%		
基本每股收益（元）	0.20	0.14		
稀释每股收益（元）	0.17	0.14		

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 业务结构转型初见成效

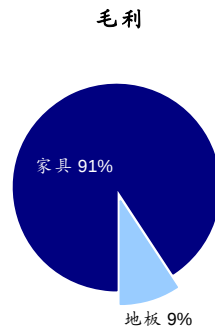
从产品构成上看，2011 上半年公司业务构成中，家具零售收入占比 93%，毛利占比 91%，处于主导地位，随着公司零售终端的外延和内生增长，以及国外经济复苏较慢，该比例会继续升高。

图 3 1H2011 收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 1H2011 年毛利构成



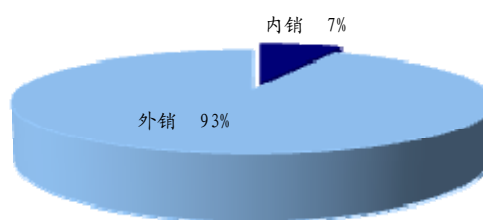
资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 分产品销售情况分析

分业务	营业收入（万）			营业成本（万）			毛利率		
	1H2010	1H2011	增幅%	1H2010	1H2011	增幅%	1H2010	1H2011	增幅%
家具	109150.45	121003.62	10.86%	77318.61	86655.08	12.08%	29.16%	28.39%	-0.78 个百分点
地板	11657.07	9718.79	-16.63%	8166.17	6218.09	-23.86%	29.95%	36.02%	6.07 个百分点
原木	20.94	-	-	5.55	-	-	73.50%	-	-
合计	120828.46	130722.41	8.19%	85490.33	92873.17	8.64%	29.25%	28.95%	-0.29 个百分点

资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 1H2011 产品销售区域分布



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司产品原来几乎全部用于出口，目前公司除了加固出口份额之外同时增加内销投入力度。上半年产品出口实现销售收入 121705 万元，同比增长 4.48%，业务占比 93%，而随着内销市场的发展该比例有减少趋势。国内市场实现销售收入 9017 万元，同比增长 107.62%，业务结构转型初见成效，国内市场将成为公司长远发展的新的利润增长点。

3. 分季度经营状况分析

2011 年第 2 季度，公司实现营业业务收入 7.6 亿元，同比增长 6.60%，环比增长 35.87%；实现利润总额 1.12 亿元，同比下降-15.66%，环比增长 33.05%；归属母公司净利润 9100.04 万元，同比下降-21.31%，环比增长 33.27%。按最新股本稀释后每股收益 0.08 元。

第二季度毛利率较第一季度略降 0.59 个百分点，但仍处于正常水平。销售费用率和管理费用率明显下降。预计随着渠道建设的逐步成熟，公司的盈利水平将稳步提升。

表3 分季度经营状况分析 (万元)

	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011
营业收入	49727.19	71281.03	39112.58	84704.28	55927.52	75986.80
同比	23.52%	18.17%	-1.36%	13.48%	12.47%	6.60%
环比	-33.38%	43.34%	-45.13%	116.57%	-33.97%	35.87%
营业成本	35194.26	50377.93	26917.66	62028.62	39620.46	54276.82
毛利率	29.23%	29.32%	31.18%	26.77%	29.16%	28.57%
销售费用	2368.14	1647.81	3215.95	9088.53	2624.82	2342.33
%营业收入	4.76%	2.31%	8.22%	10.73%	4.69%	3.08%
管理费用	1718.11	1278.86	2819.32	2043.17	2588.76	2526.03
%营业收入	3.46%	1.79%	7.21%	2.41%	4.63%	3.32%
EBITDA	10418.70	24090.93	10.31	25383.64	11067.83	16664.02
同比	11.01%	41.98%	-99.85%	72.59%	6.23%	-30.83%
环比	-29.16%	131.23%	-99.96%	246130.94%	-56.40%	50.56%
财务费用	1070.98	4315.47	2121.77	7463.46	2564.83	5345.59
%营业收入	2.15%	6.05%	5.42%	8.81%	4.59%	7.03%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	9347.72	13227.66	5867.53	1872.21	8503.00	11115.35
同比	10.21%	11.61%	-28.48%	-75.71%	-9.04%	-15.97%
环比	21.27%	41.51%	-55.64%	-68.09%	354.17%	30.72%
利润总额	9731.49	13280.05	5604.26	1416.31	8418.31	11200.69
同比	16.96%	13.17%	-31.48%	-79.81%	-13.49%	-15.66%
环比	38.71%	36.46%	-57.80%	-74.73%	494.39%	33.05%
所得税费用	1482.40	1730.42	1718.68	484.64	1589.86	2100.65
%实际税率	15.23%	13.03%	30.67%	34.22%	18.89%	18.75%
归属母公司净利	8234.54	11564.18	3885.57	916.83	6828.45	9100.04
同比	32.10%	27.66%	-36.62%	-88.70%	-17.08%	-21.31%
环比	1.46%	40.43%	-66.40%	-76.40%	644.79%	33.27%
单季EPS(元)	0.07	0.10	0.03	0.01	0.06	0.08

资料来源:公司公告,海通证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

新项目投产是未来重要增长点。公司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,总产能达年产实木家具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,产能释放约60%,是未来重要业绩增长点。

注重产业链整合,打造完整产业链。公司已在大埔县建立了10万亩速生丰产林生产基地,并将在江西遂川县收购20万亩商品林,在海外也拥有稳定的原材料供应渠道。整合木业衍生链,在产业链上形成人工造林、林地采伐/种植——木材加工——产品研发——销售网络的完整产业链,有助于降低木材加工成本,改善长期依赖收购木材的状况。

内销渠道建设蓄势待发。公司将在中国大陆市场建设16个宜华全球家居体验中心,同时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。目前已开业的汕头、广州体验馆分别贡献月收入约200万和400万,另外北京店也已于2011年6月25日顺利开张。公司计划3年内建设31家家居体验馆、加盟经销商达1000家,所以预计2012年渠道建设完善后公司收入将有大幅提高。

表 4 体验店运营状态

区域	项目实施地址	规模 (m ²)	定位	时间	状态
华南	广州体验中心	7,008	主	2010.03.18	已开业
	汕头体验中心	营业面积 5,000	辅	2007.01.01	已开业
	深圳体验中心	7,000	主	2012 年	未开业
华北	北京体验中心	7,000	主	2011.06.25	已开业
	香河体验中心	7,000	主	2012 年	未开业
	天津体验中心	3,000	辅	2012 年	未开业
华东	上海体验中心	7,000	主	2011 年	即将开业
	苏州体验中心	7,000	主	2012 年	未开业
华中	武汉体验中心	7,000	主	2011 年	即将开业
	郑州体验中心	3,000	辅	2012 年	未开业
东北	大连体验中心	7,000	主	2011 年	未开业
	沈阳体验中心	3,000	辅	2012 年	未开业
西南	成都体验中心	7,000	主	2011 年	即将开业
	重庆体验中心	3,000	辅	2012 年	未开业
西北	西安体验中心	7,000	主	2012 年	未开业
	乌鲁木齐体验中心	3,000	辅	2012 年	未开业

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们预计公司 11 年、12 年、13 年净利润分别为 2.94 亿元、3.62 亿元，4.44 亿元。2011-2013 年稀释后 EPS 为 0.26、0.31 和 0.38 元。给予“增持”评级，目标价 6 元。目标价对应 2012/13 年 PE 为 19X/16X。

表 5 盈利预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入（万元）	180029.09	214871.25	244825.07	292288.07	354166.06	455478.69
增长（%）	-10.09%	19.35%	13.94%	19.39%	21.17%	28.61%
营业成本（万元）	-131409.26	-154493.32	-174518.47	-208772.32	-251949.66	-324385.30
营业税金及附加（万元）	-39.66	-23.02	-255.60	-538.98	-545.70	-703.26
营业费用（万元）	-7161.56	-12564.66	-16320.43	-18990.63	-22443.41	-29606.66
管理费用（万元）	-4270.09	-5672.95	-7859.45	-12934.32	-15291.88	-19911.05
财务费用（万元）	-12312.49	-5070.60	-14971.68	-12759.61	-16902.29	-22687.48
资产减值损失（万元）	363.72	-800.69	-584.32	-889.70	-1189.05	-2214.48
投资收益（万元）	-	-	-	-	-	-
营业利润（万元）	25199.75	36246.01	30315.12	37402.51	45844.07	55970.45
加：营业外收支（万元）	-427.05	-996.07	-283.02	-568.72	-615.94	-489.22
利润总额（万元）	24772.70	35249.94	30032.10	36833.80	45228.14	55481.23
减：所得税费用（万元）	-6279.87	-5684.49	-5416.14	-7366.76	-9045.63	-11096.25
减：少数股东损益（万元）	22.37	26.52	14.84	18.20	22.34	27.41
归属于母公司所有者的净利润（万元）	18470.45	29538.93	24601.13	29448.84	36160.17	44357.57
基本每股收益（元）	0.18	0.29	0.21	0.26	0.31	0.38
完全摊薄每股收益（元）	0.16	0.26	0.21	0.26	0.31	0.38
销售净利率	10.26%	13.75%	10.05%	10.08%	10.21%	9.74%
净利润增长率	-35.08%	59.93%	-16.72%	19.71%	22.79%	22.67%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 风险提示

（1）渠道建设速度达不到预期；（2）人民币升值压力及美国经济复苏低于预期。

信息披露

分析师声明

徐琳：造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、景兴纸业、东港股份、美盈森、合兴包装、宜华木业、宁基股份、星辉车模

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。