



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

轻工制造-家具

2011 年 9 月 21 日

市场数据	2011 年 9 月 20
当前价格(元)	5.2
52 周价格区间(元)	4.89-7.68
总市值(百万)	5993.85
流通市值(百万)	5224.25
总股本(万股)	115266
流通股(万股)	100466
日均成交额(百万)	61
近一月换手(%)	20.02
Beta(2 年)	0.89
第一大股东	宜华企业(集团)有限公司
公司网址	www.yihuatimber.com

一年期收益率比较

表现	1m	3m	12m
宜华木业	-4.4	-4.1	-26.9
上证指数	-6.1	-14.6	-6.4



相关报告

陈光明
+86 755 21515584
chengm@jyzq.cn
执业证书编号
S0370510120001

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

宜华木业(600978)调研报告

—国内渠道建设加快, 出口静待美国地产复苏

评级: 买入

盈利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2448	2869	3642	4514
主营收入增长率%	14%	17%	27%	24%
净利润(百万元)	246	326	464	612
净利润增长率%	-17%	32%	43%	32%
每股收益(元)	0.21	0.28	0.40	0.53
P/E	24.65	18.62	13.06	9.90
P/B	1.55	1.45	1.32	1.19

资料来源: 金元证券研究所

投资要点:

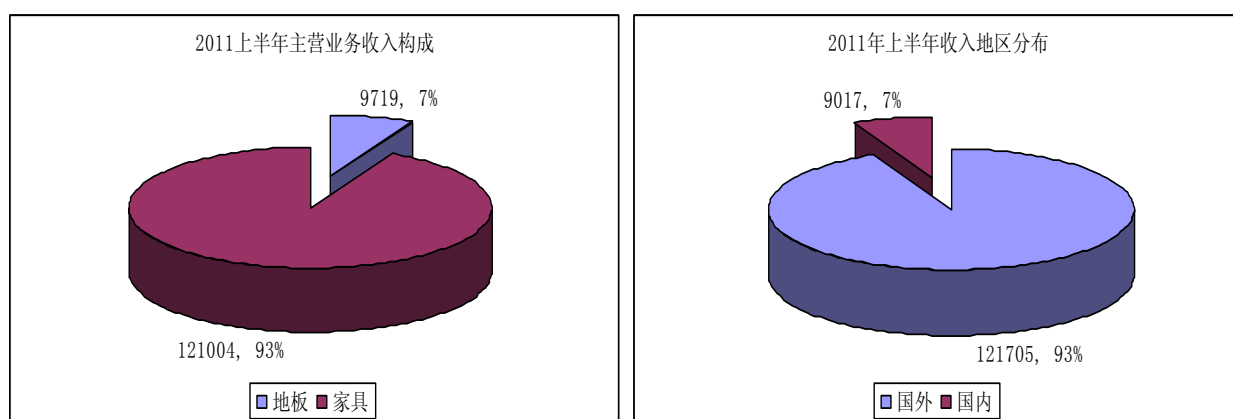
- 宜华木业产品 90%出口海外, 美国是其最大的出口市场, 家具需求主要与美国房地产尤其是成屋销售密切相关。公司应该是 A 股中美国房地产复苏周期中的重要投资品种。
- 美国房地产有望在未来一年内复苏。美联储在今年 8 月份宣布将目前的超低利率维持至 2013 年中, 超低的利率以及新的货币刺激政策将有助于风险资产价格回升, 推动房地产业的稳步复苏。巴菲特认为“房市将会在一年之内开始复苏, 可能是在某一时间点上进行突破。”从房地产先导指标住宅新开工数据看, 美国房地产有企稳回升的迹象。从跟踪的情况看, 公司出口订单基本稳定, 全年出口增长预计在 5-10%, 2012 年在美国地产稳步复苏的背景下, 出口市场增长有望上升至 15%左右。
- 未来两年内销收入将有突破性进展。在稳固出口市场的同时, 公司近年来加大内销渠道的建设, 2012 年底前将在全国范围内建设 16 家直营店和 300 家加盟店。我们预计 2011 年、2012 年、2013 年公司内销收入将分别达到 2.5 亿元、6 亿元和 9 亿元。
- 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.28 元、0.40 元和 0.53 元, 业绩复合增长约 30%, 当前股价对应的 P/E 为 20 倍、14 倍和 10 倍。公司目前股价已经充分反映了美国房地产较差的基本面。随着美国地产复苏, 公司海外出口业务逐步好转, 加上内销业务的突破性进展, 公司未来两年业绩有望实现快速增长, 建议“买入”。
- 风险: 全球经济二次衰退, 美欧经济持续较长时间低迷。

公司简介及主营构成

宜华木业是一家家具和木地板的民营生产商，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，总产能为实木家具 100 万套、实木门窗 10 万套、木地板 380 万平方米，其中 2007 年增发项目 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于 09 年底建成投产。

从主营业务构成来看，公司的家具收入占比超过 90%，木地板收入不到 10%。公司是一家的出口型企业，产品 90%以上出口至美欧地区，美国是公司最主要的出口市场。

图表 1：宜华木业 2011 年上半年主营收入构成及地区分布



资料来源：公司资料，金元证券研究所

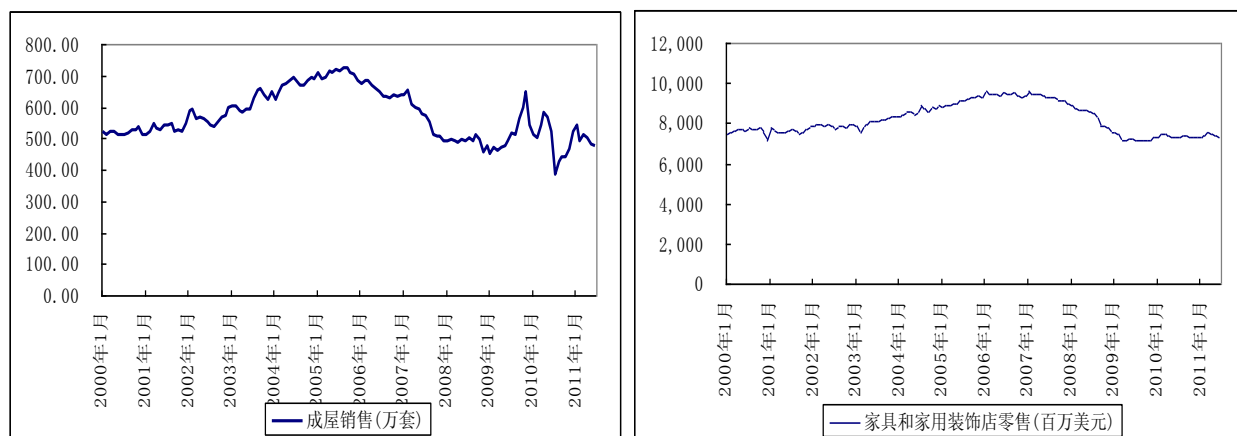
海外出口静待美国房地产复苏

由于美国信贷体系仍未完全恢复，失业率居高不下，居民消费受到抑制，房地产持续低迷，目前美国成屋销售年化不足 500 万套，较金融危机前下滑 30%以上，而与成屋销售非常相关的家具业同样如此，可以说美国房地产是金融危机以来没有明显恢复的少有的行业之一。

美联储在今年 8 月份宣布将目前的超低利率维持至 2013 年中，而近期的欧债危机、美国经济增长低于预期，美联储可能会推出进一步的货币刺激政策。超低的利率以及新的货币刺激政策将有助于风险资产价格的回升，推动房地产业的稳步复苏。巴菲特认为“房市将会在一年之内开始复苏，可能是在某一时间点上进行突破。”

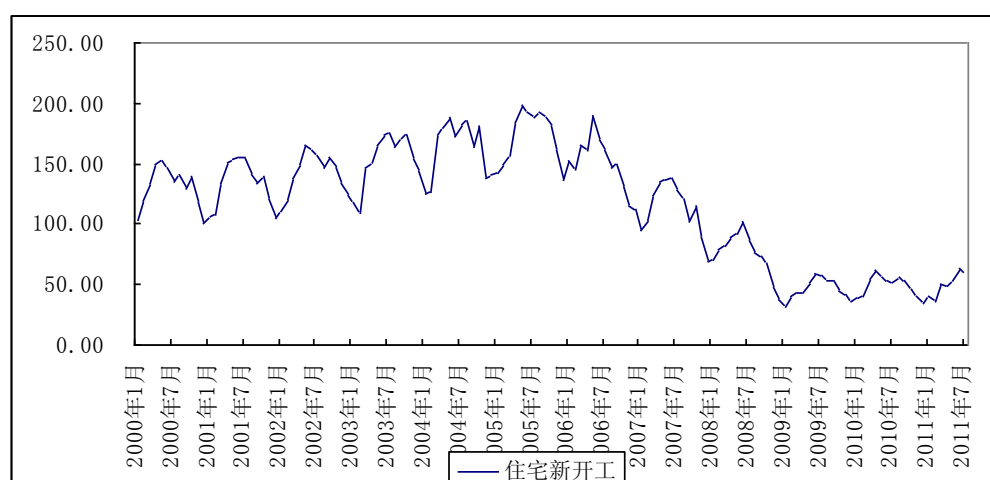
从房地产先导指标住宅新开工数据看，近一个季度以及开始有所回升，新开工数开始好于市场预期。

图表 2: 美国 2000 年以来成屋销售与家具零售数据



资料来源: Wind, 金元证券研究所

图表 3: 美国住宅新开工 (万套)



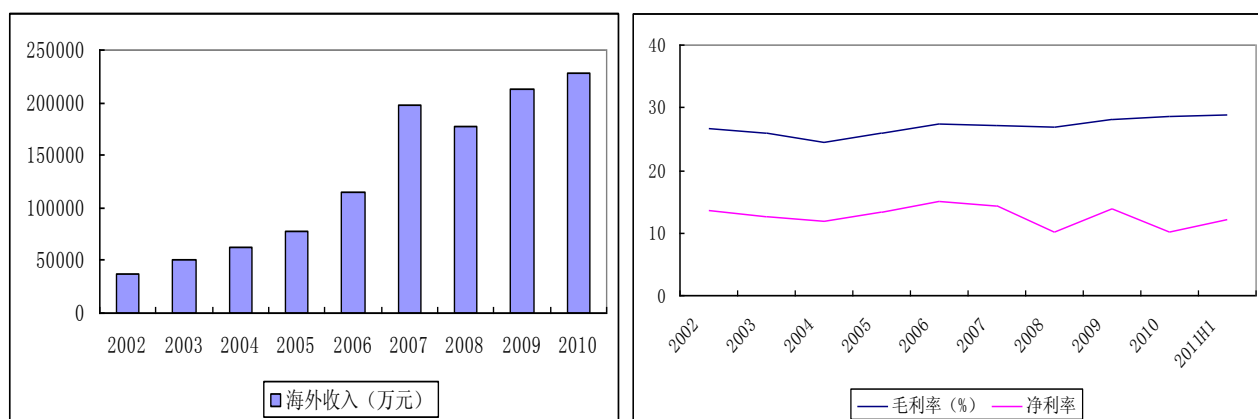
资料来源: Wind, 金元证券研究所

宜华木业出口市场主要集中在美国和欧洲, 合计占到出口量的 90%, 其中美国占比 60%以上。公司出口业务采取总经销商模式, 与海外几家大型家具经销商形成了稳固的供应关系。公司投资 4000 万美元在美国设立“宜华木业(美国)有限公司”, 主要为家具展厅、配送中心以及售后服务。

过去十年, 宜华木业海外出口由 2001 年的不足 1 亿元增长到 2010 年的 23 亿元, 期间只有 2008 年受金融危机出现下滑, 2009 年、2010 年又重新恢复增长。即使在目前美国地产低迷、人民币升值的不利情况下, 2011 年上半年公司海外出口仍取得了近 5% 的增长。从跟踪的情况看, 公司出口订单基本稳定, 全年出口增长预计在 5-10%, 2012 年在美国地产稳步复苏的背景下, 出口市场增长有望上升至 15% 左右。

毛利率持续保持稳定, 公司出口订单价格与原材料之间有挂钩协议, 订单履行价格会在季度间根据原材料价格进行调整, 近 5 年来公司毛利率基本上都维持在 28% 左右。

图表 4: 宜华木业近十年海外收入增长及盈利能力变化



资料来源: 公司报告, 金元证券研究所

内销渠道建设加快, 明后年收入将有突破性进展

受美欧房地产市场低迷影响, 家具出口业务增速放缓。而国内需求在城市化进程和居民消费升级拉动下, 继续保持了年均25%左右的增长。家具产业下一个高速发展将转向以内销拉动为主、出口经贸为辅的产业发展阶段。此外, 经过2007年增发投入, 2010年达产后公司产能已经达到100万套。目前家具年销售约50万套。为有效利用富余产能, 公司也需要加快国内销售渠道的建设。

为此, 公司转变发展思路, 由“单一依赖出口”转向“出口、内销并重”。2010年, 公司完成定向增发1.75亿股募集资金8.5亿元, 用于国内16家家具体验馆的开设。除了主体项目——宜华全球家居体验中心之外, 宜华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。未来三年, 公司计划建设31家体验馆, 加盟店数量超过1000家。

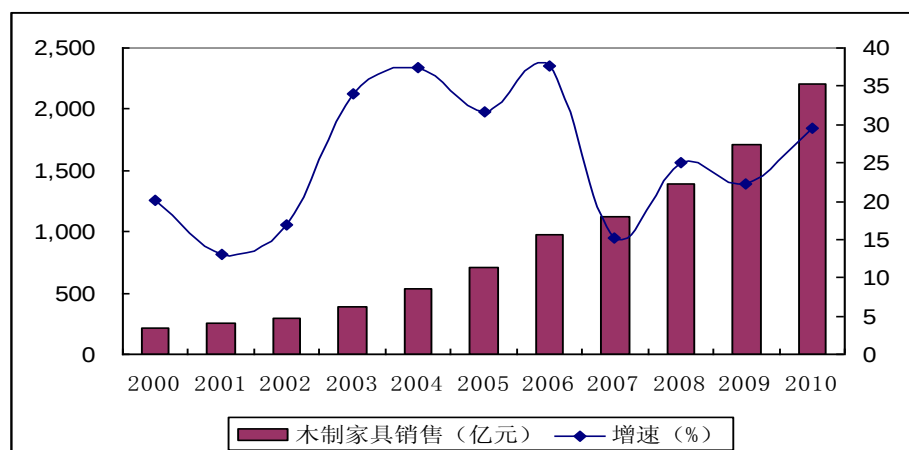
汕头体验店2007年开业, 2010年3月广州店开业, 当年实现收入4000万元。2011年6月, 北京体验店开业, 目前月销售300万元左右。武汉、乌鲁木齐店正在装修, 预计在国庆前后开业, 南京、上海以及成都店都已完成选址, 预计年底开业。2012年其余8家体验店将先后投入运营。

参考美克美家, 2003年开始做国内市场, 截至2010年底, 已经在全国开设门店45家。从店面平效来看, 开店次年可达0.6万元/平米, 第三年可达1万元/平米以上。从宜华目前运营的两家店来看, 基本上能够实现投入运营第一年即可达到0.6万元/平米的平效。

随着16家体验店在2012年前逐步开业, 我们预计直营体验店2011年、2012年、2013年的收入将分别达到1亿元、4亿元和6亿元。

在国内销售渠道建设上, 除体验店外, 公司以体验店为中心辐射拓展加盟店, 截至目前公司加盟店数量已由2010年末的100余家提升至200余家, 预计到2012年底加盟店数量将增加到300家左右。公司特约加盟店基本上都在诸如好百年、红星美凯龙等大卖场内, 单店面积300平米左右, 年销售100万元左右。2010年公司来自加盟店的收入约1亿元, 预计今年有望达到1.5亿元, 2012年提升至2亿元以上。

图表5: 我国木制家具历年消费情况



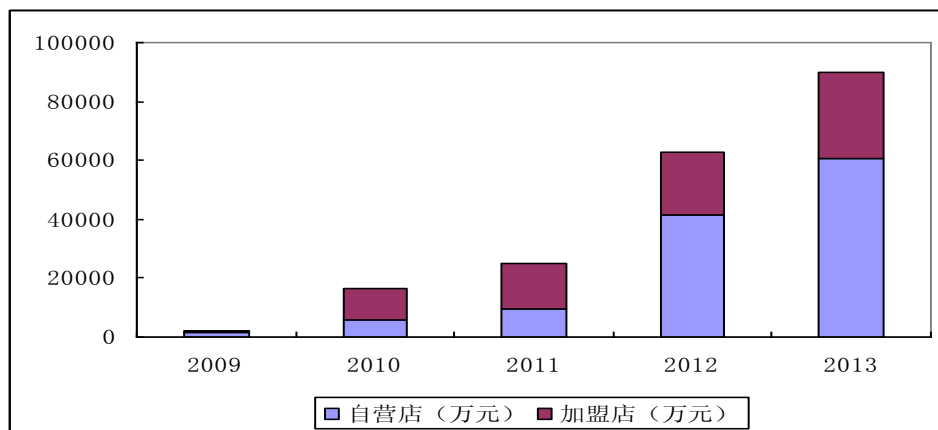
资料来源: Wind, 金元证券研究所

图表 6: 公司计划两年内完成 16 家体验馆的开设

	规模 (m2)	总投资 (万元)	开业时间	2010 年 收入	2011 年 收入	2012 年 收入	2013 年 收入
汕头			2007	2000	2400	2800	3300
广州	7008	14974	2010.3	4000	4800	5700	6800
北京	7000	24874	2011.6		1600	4000	5000
武汉	7000	3688	2011.10		500	3000	4000
乌鲁木齐	3000	1769	2011.10		500	2000	2500
南京	7000	4122	2011.12			4000	5000
上海	7000	5900	2011.12			4000	5000
成都	7000	3984	2011.12			4000	5000
天津	3000	2007	2012			1000	2000
深圳	7000	5402	2012			2000	4000
昆明	7000	5084	2012			2000	4000
郑州	3000	1755	2012			1000	2000
大连	7000	4984	2012			2000	4000
沈阳	3000	1739	2012			1000	2000
厦门	3000	1733	2012			1000	2000
西安	7000	3470	2012			2000	4000
合计	78008	85485		6000	9800	41500	60600

资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

图表 7: 宜华木业内销收入预测



资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

盈利预测及投资建议

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.28 元、0.40 元和 0.53 元, 业绩复合增长约 30%, 当前股价对应的 P/E 为 20 倍、14 倍和 10 倍。公司目前股价已经充分反映了美国房地产低迷的预期, 随着美国地产复苏, 公司海外出口业务逐步好转, 加之内销业务的突破性进展, 公司未来两年业绩有望实现快速增长, 建议“买入”。股权激励的推出以及遂川 20 万亩速生林进入采伐期将是公司股价催化剂。

图表 8: 宜华木业盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2448	2869	3642	4514
营业成本	1745	2051	2584	3196
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	163	186	237	293
管理费用	79	92	117	144
财务费用	150	130	120	110
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	303	407	581	766
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	10	0	0	0
利润总额	300	407	581	766
所得税	54	81	116	153
净利润	246	326	464	612
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	246	326	464	612
EPS (元)	0.21	0.28	0.40	0.53

资料来源: 金元证券研究所

图表 9: 宜华木业与同类公司估值比较

		2009	2010	2011H1	净资产 (亿元)	总市值 (亿元)	P/E	P/B
宜华木业	收入 (万元)	214871	244825	131914	40	60	19	1.5
	增速 (%)	19	14	9				
	毛利率 (%)	28.1	28.7	28.8				
	净利润 (万元)	29539	24601	15929				
美克股份	收入 (万元)	186947	241519	118168	24	86	40	3.58
	增速 (%)	-4	29	12				
	毛利率 (%)	39.8	40.8	42.4				
	净利润 (万元)	4523	9158	9081				
顺诚	收入 (万元)	306820	348685	161209	45	24	40	0.53
	增速 (%)	-16	14	-6				
	毛利率 (%)	30.4	29.8	24.8				
	净利润 (万元)	31387	30385	2735				
皇朝家俬	收入 (万元)	68844	121001	71219	11	16	8	1.45
	增速 (%)	-13	76	31				
	毛利率 (%)	34.2	30.8	31.4				
	净利润 (万元)	13047	18125	9045				

资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度 5%—15%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%—5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%—-15%以上。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.

