

拿下保利，工程业务正式起航

公司简报

◆事件:

2015年1月23日，德尔家居与保利地产签订了《木地板集团采购合作协议》。

1、保利地产确定德尔家居为强化复合木地板集团采购供应商之一，采购合作期限为2015年1月-2018年1月，保利地产每年对合作的价格、质量、工程配合情况、施工能力、售后服务等进行评估，根据评估情况确定下一年的合作关系。

2、合作方式：供货含安装。

3、合作项目：保利地产在全国区域内各控股子公司、分公司在建和即将开发的项目（根据需要，保利地产有权调整合作范围）。

◆点评:

1、工程业务正式起航，2015年工程业务有望爆发式增长

我们认为2015年是公司工程业务爆发式增长的一年。自公司成立至今，德尔家居一直未在工程领域发力，主要的原因是产能存在瓶颈，我们估计2014年公司委外加工产能占总销量比重达到30%。随着2014年末，辽宁600万平米强化地板生产基地投产，公司的产能急剧增长，同时2013、2014年，公司充分发挥自身研发出众的优势，在复合地板和强化地板两个领域掀起环保、无醛之风。

当新产品已整装待发，当产能已不再成为枷锁，公司即将开始在工程领域强势夺单，今晚与保利地产签订供应合同标志着公司的工程业务正式起航。2014年6月底，保利地产新开工的房屋建筑面积为941万平米，土地储备所对应的房屋建筑面积为1.15亿平米，我们预计保利地产将给公司每年带来30-50万平米的工程订单合同。

与保利地产一次签订三年供货合同，说明通过2014年的初步合作，公司已经得到保利地产深度认可。与保利地产签订长期工程供货合同，对公司与其他地产巨头进行深度合作提供了强有力背书。

2、地板行业整合之势愈演愈烈，德尔将强势崛起

近几年，国内地板行业的整合之势愈演愈烈，与其他家具不同，地板行业相对更加标准化，行业属性决定了地板产业更容易整合。而国内地板产业整合的背后分为两条主线：家用领域受益于红星美凯龙等品牌线下家居连锁卖场的渠道下沉，区域性建材市场处于分崩离析的状态，而寄生于区域性建材市场之中的地方品牌亦随之消亡，市场份额向大品牌集中；工程领域，龙头地产公司一般选择3-5家地板品牌与之进行精装修合作，小品牌根本拿不到入场券，因此工程领域也是大品牌的天下，随着国内房屋精装修比例提升，大品牌通过与地产龙头进行绑定，获取份额的集中亦是大势所趋。

对于消费品企业而言，无论是线上、线下还是O2O，这都只是战术层面的问题，战略性的问题永远只有一点就是做出消费者想要的产品。具体到地板行业，消费者最想要的就是环保、不含甲醛的产品，这恰恰是德尔十多年的品牌定位，也是2013、2014两年公司全力以赴进行产品无醛化的战略目标。2014年德尔复合无醛地板在市场大放异彩，2014年底公司已成功研发出强化无醛地板，并将在2015年大力推广。

买入（维持）

当前价/目标价：12.04/17.40元

目标期限：6个月

分析师

姜浩（执业证书编号：S0930511120001）

021-22169125

jianghao@ebsec.com

市场数据

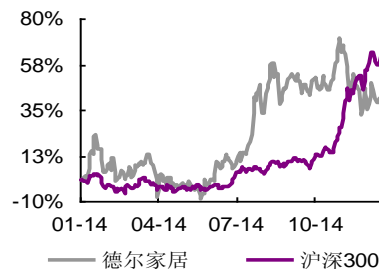
总股本(亿股)：3.25

总市值(亿元)：39.09

一年最低/最高(元)：7.33/20.45

近3月换手率：50.93%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.57	-49.21	-15.32
绝对	0.60	1.71	45.34

相关研报

高基数令三季度业绩增速放缓，维持“买入”评级

..... 2014-10-28
利润大幅增长，维持“买入”评级

..... 2014-07-29

国内目前主流的上市地板企业只有三家，德尔家居、大亚科技、大自然地板，在地板行业不断整合的背景之下，德尔拥有上市企业的众多优势，拥有产品环保方面的优势，我们认为长期来看，德尔在国内地板市场获取 10% 的份额并非天方夜谭，而 2014 年公司在国内地板行业的市占率估计仅 2.5%，未来内生性成长空间巨大。

3、打牢地板产业根基是为了迈向大家居产业

我们认为公司在最近 2-3 年，并没有在其他家居品类方面进行外延式扩张，主要的原因是希望聚焦于主业地板，将地板业务的根基打扎实。在产品已全面实现无醛化，工程业务正式起航之后，我们认为德尔将开启外延的步伐，一旦公司进入其它家居品类，其成长空间、市值空间都将放大。

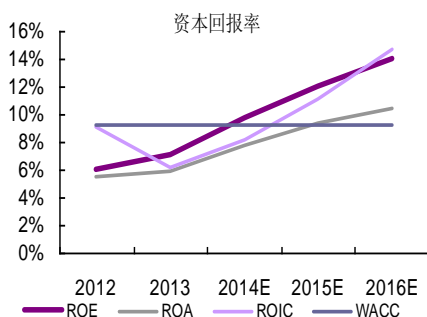
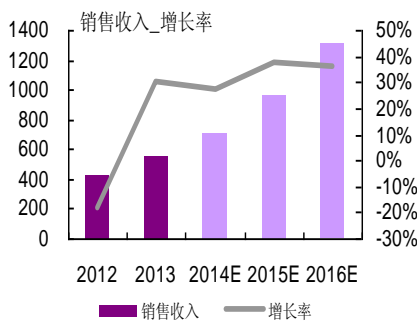
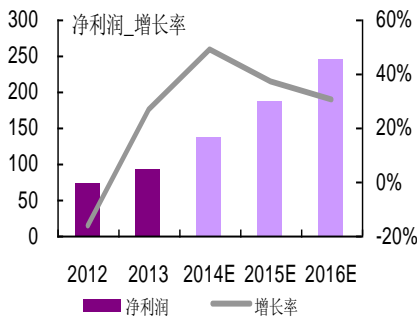
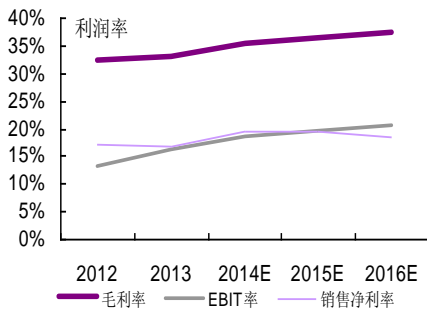
◆长期看好，维持“买入”评级：

我们维持 2015-2016 年 0.58 元、0.75 元的盈利预测不变，当前股价对应 2015、2016 年 PE 为 21 倍、16 倍，鉴于公司未来良好的成长前景以及外延预期，我们给予公司 2015 年 30 倍 PE，对应目标价 17.4 元。

◆风险提示：高新企业资质如果批复时间晚于年报，可能导致 2014 年业绩下调。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	424	552	702	967	1,316
营业收入增长率	-18.31%	30.31%	27.12%	37.66%	36.16%
净利润（百万元）	73	92	137	187	244
净利润增长率	-15.95%	26.40%	48.63%	36.95%	30.40%
EPS（元）	0.22	0.28	0.42	0.58	0.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.00%	7.07%	9.73%	12.06%	14.03%
P/E	54	42	29	21	16
P/B	3	3	3	3	2



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	424	552	702	967	1,316
营业成本	288	371	454	616	827
折旧和摊销	11	12	25	33	40
营业税费	6	10	13	17	24
销售费用	39	46	50	69	93
管理费用	34	36	56	76	103
财务费用	-25	-10	-2	-1	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	10	35	37	25
营业利润	81	110	166	226	294
利润总额	86	110	164	225	293
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	72.73	91.94	136.64	187.13	244.01

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	1,332	1,576	1,752	2,008	2,349
流动资产	965	1,069	1,167	1,352	1,630
货币资金	815	247	305	416	598
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4	6	7	9	12
应收票据	4	0	0	0	0
其他应收款	2	1	1	2	3
存货	75	128	157	214	288
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	4	7	10
固定资产	101	114	239	344	432
无形资产	144	141	134	127	121
总负债	119	275	347	457	610
无息负债	119	275	347	457	610
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,212	1,301	1,405	1,551	1,739
股本	160	162	324	324	324
公积金	895	915	766	785	809
未分配利润	158	224	314	442	605
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	76	123	158	218	315
净利润	73	92	137	187	244
折旧摊销	11	12	25	33	40
净营运资金增加	32	556	12	44	49
其他	-40	-537	-16	-46	-18
投资活动产生现金流	-143	-677	-69	-67	-78
净资本支出	-143	-117	-100	-100	-100
长期投资变化	0	0	-4	-4	-3
其他资产变化	0	-560	35	37	25
融资活动现金流	-48	-4	-30	-40	-56
股本变化	0	2	162	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-52	155	72	110	153
净现金流	-115	-558	59	111	182

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-18.31%	30.31%	27.12%	37.66%	36.16%
净利润增长率	-15.95%	26.40%	48.63%	36.95%	30.40%
EBITDA/EBITDA 增长率	-41.44%	51.59%	50.83%	44.07%	39.76%
EBIT/EBIT 增长率	-45.64%	60.30%	42.94%	46.51%	42.83%
估值指标					
PE	54	42	29	21	16
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	18	18	25	17	12
EV/EBIT	22	21	30	20	14
EV/NOPLAT	26	25	36	24	16
EV/Sales	3	3	5	4	3
EV/IC	2	2	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	32.15%	32.88%	35.33%	36.31%	37.17%
EBITDA 率	15.85%	18.44%	21.87%	22.89%	23.50%
EBIT 率	13.25%	16.29%	18.32%	19.50%	20.45%
税前净利润率	20.23%	19.97%	23.36%	23.24%	22.26%
税后净利润率 (归属母公司)	17.16%	16.65%	19.46%	19.36%	18.54%
ROA	5.46%	5.84%	7.80%	9.32%	10.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.00%	7.07%	9.73%	12.06%	14.03%
经营性 ROIC	9.08%	6.15%	8.20%	11.07%	14.69%
偿债能力					
流动比率	8.08	3.89	3.36	2.96	2.67
速动比率	7.45	3.42	2.91	2.49	2.20
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.22	0.28	0.42	0.58	0.75
每股红利	0.10	0.10	0.13	0.17	0.23
每股经营现金流	0.23	0.38	0.49	0.67	0.97
每股自由现金流(FCFF)	-0.35	-1.81	0.06	0.14	0.36
每股净资产	3.74	4.01	4.33	4.78	5.36
每股销售收入	1.31	1.70	2.16	2.98	4.06

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姜浩，上海交通大学管理学硕士，CFA 持证候选人，2009 年加入光大证券研究所，目前担任轻工研究员。2013 年 STARMINE 大陆及香港地区 Materials 行业选股第一名。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jjshuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
北京	濮维娜			
	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com