

德尔未来 (002631)

证券研究报告

2017 年 01 月 16 日

收购柏尔，进军实木地热地板领域！

事件：

德尔未来与浙江柏尔木业有限公司签订《股权转让协议》，公司以自有资金 3000 万元受让浙江柏尔木业持有的苏州柏尔恒温科技有限公司 40% 股权，本次股权转让完成，柏尔恒温科技将成为公司的控股子公司。

点评：

实木因为受热容易开裂，与地暖技术一直无法实现很好的兼容，实木地热地板是国内地板行业的痛点。

柏尔是国内目前最顶级的掌握实木地暖技术的地板细分领域的龙头企业，柏尔实木地热地板相比于传统地热地板，其导热性能更强，具有更高的稳定性，持久性能更好，能更加适用于地暖环境。经过多年的技术积累及储备，尤其在专业锁扣及不同树种的二次平衡调湿处理上，积累了多项技术成果。近年来，柏尔不仅在行业内积极主动引领行业规范发展，同时在产品技术上加大研发，不断突破。目前已研发成功多项国内领先技术，包括 12mm、15mm 的纯实木锁扣技术，非对称异型地板技术等。

柏尔品牌目前拥有渠道终端主要分布在浙江、江苏、上海、北京、山东、四川、天津、安徽、陕西等省市，约 200 家门店。

德尔的地板业务主要集中于板式和板木结合，此次通过并购，令德尔一举杀入实木地板领域，并且是属于实木地板最高端的细分领域实木地暖。对于柏尔而言，整合进入德尔的上市公司平台，将使柏尔在渠道和品牌营销方面获得极大的支持，百得胜就是一个非常好的案例。

此次收购柏尔 40% 股权，德尔支付的收购价款为 3000 万元，柏尔承诺 2017-2018 年净利润不低于 2000 万、4000 万元，因此德尔此次收购柏尔对应的 2017、2018 年 PE 分别为 3.75 倍、1.87 倍 PE，估值异常便宜，我们认为这背后的原因在于地板行业已经进入成熟期，大品牌正凭借上市的平台效应、资金优势和渠道优势，低成本整合行业资源。

在假定 2017 年完成对义腾新能源剩余股权收购，实现全资控股的假设下，考虑增发股票的摊薄效应，我们预计德尔 2017-2018 年 EPS 为 0.29 元和 0.78 元，当前股价对应 2017 年 PE 为 22 倍，前期百得胜和烯成科技的高管合计增持 1.58 亿，价格为 20.65 元，我们认为无论从产业资本增持和估值两个维度来看，德尔都已进入价值区间，维持“买入”评级。

风险提示：义腾新能源整合进度低于预期，新能源产业基本面低于预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	680.02	844.41	1,261.90	2,738.80	4,518.83
增长率(%)	23.13	24.17	49.44	117.04	64.99
EBITDA(百万元)	169.25	190.34	254.60	781.27	1,421.92
净利润(百万元)	128.97	137.22	210.22	574.44	1,184.38
增长率(%)	40.28	6.40	53.20	173.26	106.18
EPS(元/股)	0.20	0.21	0.29	0.78	1.61
市盈率(P/E)	87.15	81.91	60.37	22.09	10.71
市净率(P/B)	7.89	7.21	6.45	3.22	2.55
市销率(P/S)	16.53	13.31	8.89	4.63	2.81
EV/EBITDA	18.98	95.43	41.06	12.39	6.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.28 元
目标价格	23.4 元
上次目标价	24.9 元

基本数据

总股本(百万股)	650.48
流通股本(百万股)	288.21
总市值(百万元)	11,240.29
流通 A 股市值(百万元)	4,980.32
每股净资产(元)	2.16
资产负债率(%)	17.76
一年内最高/最低(元)	28.50/16.66

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《德尔未来-研究简报:高管集体增持，大股东延长锁定，继续坚定看好》 2016-12-25
- 2 《德尔未来-公司点评:智能家居、石墨烯、隔膜并驾齐驱，有“德尔”有“未来”》 2016-09-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	456.42	625.45	680.44	2,996.28	4,110.60
应收账款	7.67	33.79	28.18	80.72	98.96
预付账款	28.84	14.07	116.54	64.99	205.89
存货	180.93	162.54	356.90	592.80	836.25
其他	464.42	205.41	442.00	380.38	352.55
流动资产合计	1,138.28	1,041.27	1,624.06	4,115.17	5,604.25
长期股权投资	0.00	104.58	104.58	104.58	104.58
固定资产	303.09	313.06	341.27	380.26	412.70
在建工程	81.91	54.13	68.48	89.09	83.45
无形资产	149.33	162.23	157.88	153.53	149.18
其他	0.52	102.54	101.15	101.41	101.70
非流动资产合计	534.84	736.54	773.37	828.86	851.62
资产总计	1,673.13	1,777.81	2,397.43	4,944.04	6,455.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	77.44	116.60	203.44	336.73	496.71
其他	170.27	86.44	438.50	579.00	899.19
流动负债合计	247.71	203.04	641.93	915.73	1,395.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	247.71	203.04	641.93	915.73	1,395.89
少数股东权益	0.00	14.90	14.90	86.90	86.90
股本	324.69	649.37	649.37	734.37	734.37
资本公积	731.01	419.79	419.79	2,034.79	2,034.79
留存收益	1,100.73	910.49	1,091.22	3,207.03	4,238.70
其他	(731.01)	(419.79)	(419.79)	(2,034.79)	(2,034.79)
股东权益合计	1,425.41	1,574.76	1,755.50	4,028.31	5,059.98
负债和股东权益总	1,673.13	1,777.81	2,397.43	4,944.04	6,455.87

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	128.97	137.20	210.22	574.44	1,184.38
折旧摊销	16.10	32.44	21.79	24.76	27.54
财务费用	0.00	0.00	(0.50)	10.00	15.00
投资损失	(37.26)	(34.57)	(45.00)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	118.40	301.13	(87.38)	98.22	105.10
其它	(192.39)	(267.47)	0.00	72.00	0.00
经营活动现金流	33.82	168.72	99.12	773.41	1,326.02
资本支出	43.84	132.12	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	104.58	0.00	0.00	0.00
其他	117.97	(205.09)	(75.00)	(154.00)	(94.00)
投资活动现金流	161.81	31.61	(15.00)	(74.00)	(44.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	14.89	15.85	0.66	1,690.21	(14.78)
其他	(29.89)	(32.05)	(29.79)	(73.78)	(152.92)
筹资活动现金流	(14.99)	(16.20)	(29.14)	1,616.43	(167.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	180.64	184.14	54.98	2,315.84	1,114.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	680.02	844.41	1,261.90	2,738.80	4,518.83
营业成本	446.51	567.63	844.04	1,488.94	2,306.95
营业税金及附加	11.13	15.04	22.71	49.30	81.34
营业费用	53.92	87.35	131.24	284.83	469.96
管理费用	52.24	43.07	75.71	164.33	271.13
财务费用	(2.79)	(2.08)	(0.50)	10.00	15.00
资产减值损失	0.31	7.99	0.38	0.89	1.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.26	34.57	45.00	6.00	6.00
其他	(74.51)	(69.14)	(90.00)	(12.00)	(12.00)
营业利润	155.95	159.98	233.31	746.51	1,379.39
营业外收入	0.59	0.47	15.00	15.00	15.00
营业外支出	1.29	0.73	1.00	1.00	1.00
利润总额	155.24	159.72	247.31	760.51	1,393.39
所得税	26.27	22.52	37.10	114.08	209.01
净利润	128.97	137.20	210.22	646.44	1,184.38
少数股东损益	0.00	(0.02)	0.00	72.00	0.00
归属于母公司净利润	128.97	137.22	210.22	574.44	1,184.38
每股收益（元）	0.20	0.21	0.29	0.78	1.61

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	23.13%	24.17%	49.44%	117.04%	64.99%
营业利润	41.23%	2.59%	45.84%	219.96%	84.78%
归属于母公司净利润	40.28%	6.40%	53.20%	173.26%	106.18%
获利能力					
毛利率	34.34%	32.78%	33.11%	45.64%	48.95%
净利率	18.97%	16.25%	16.66%	20.97%	26.21%
ROE	9.05%	8.80%	12.08%	14.57%	23.82%
ROIC	12.07%	14.01%	23.37%	66.03%	127.36%
偿债能力					
资产负债率	14.81%	11.42%	26.78%	18.52%	21.62%
净负债率	1.98%	-13.25%	-24.06%	-0.96%	-41.12%
流动比率	4.60	5.13	2.53	4.49	4.01
速动比率	3.86	4.33	1.97	3.85	3.42
营运能力					
应收账款周转率	94.86	40.74	40.72	50.30	50.30
存货周转率	4.40	4.92	4.86	5.77	6.32
总资产周转率	0.42	0.49	0.60	0.75	0.79
每股指标（元）					
每股收益	0.20	0.21	0.29	0.78	1.61
每股经营现金流	0.05	0.26	0.15	1.19	2.04
每股净资产	2.19	2.40	2.68	5.37	6.77
估值比率					
市盈率	87.15	81.91	60.37	22.09	10.71
市净率	7.89	7.21	6.45	3.22	2.55
EV/EBITDA	18.98	95.43	41.06	12.39	6.02
EV/EBIT	20.97	115.03	44.91	12.79	6.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com