

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

建议询价区间: 21.00-24.00 元

基本资料

上证综合指数	2435.61
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	40
拟募集资金(亿)	6
EPS (11E)	0.96
每股净资产(元)	2.22
资产负债率	41.6%

网下询价配售开始日 11月2日

网上发行日 11月2日

询价截止日 10月28日

相关报告

德尔家居

002631

建议询价区间:
21.00-24.00 元

中高端木地板领域的深耕者和引领者

德尔家居是行业领先的专业木地板制造商,自04年成立以来,专注于中高端复合木地板产品的研发、生产与销售。主要产品包括强化复合木地板与实木复合木地板。一流的品质+强势的品牌营销将德尔打造成了业内最知名品牌之一。我们认为在中高端木地板领域,由于消费者的价格敏感度较低,品牌是企业最核心的竞争力:牌子越响,定价能力越强。

询价要点:

- **消费结构升级促进行业由量增转向质变,中高端领域需求占比将加速提升。**木地板行业的高速增长长期是2000年-2005年,年化增长率为30%左右,05年之后,行业步入平稳增长长期,年化增长率降至6%左右。我们认为:伴随着城镇居民可支配收入的大幅提升(05年-10年增长了近一倍),特别是中高收入家庭数量的快速增加,消费结构迎来了重大升级的临界点。木地板行业中高端领域的需求占比将加速提升,行业将由“量增”转向“质变”。
- **市场份额将不断向优势品牌集中,行业集中度有望快速提升。**地板行业大概有2000多家企业,德尔作为销量第二的企业仅占3%左右的市场份额,行业集中度低。优势品牌企业将抓住行业由“量增”转向“质变”的机遇,迅速做大做强,抢占更大的市场份额,行业集中度随之快速提升。
- **技术创新+高效的渠道管理捍卫公司行业领先者地位。**公司致力于技术创新,率先在业内开发出“无醛技术”,大大增强了公司的盈利能力。此外,公司实行扁平化的渠道管理模式,公司的管理费用大大低于同行竞争对手。
- **募投项目的实施将根本上改变公司产能不足的现状,完善公司生产基地的布局。**
- **盈利预测与公司估值:**按照发行后股本1.6亿股,我们预测公司2011-2013年EPS为0.96元、1.49元、2.00元。考虑其较高的成长性,按照11年25-30倍估值,估值区间为24.00元-28.8元。考虑到一级市场应该给二级市场预留一定的空间,建议按照11年22-25倍的估值询价,询价区间为21.00-24.00元。

风险提示:

- 房产调控引致的需求下滑风险和销售渠道控制风险。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	509	650	1000	1300
营业利润(百万元)	127	186	290	388
营业利润增速	27.5%	45.8%	55.9%	33.8%
同比(%)	23%	28%	54%	30%
归属母公司净利润(百万元)	98	153	239	319
同比(%)	15%	57%	56%	34%
毛利率(%)	33.6%	33.8%	34.0%	35.4%
ROE(%)	36.7%	13.7%	17.6%	19.0%
每股收益(元)	0.61	0.96	1.49	2.00

资料来源:中投证券研究所

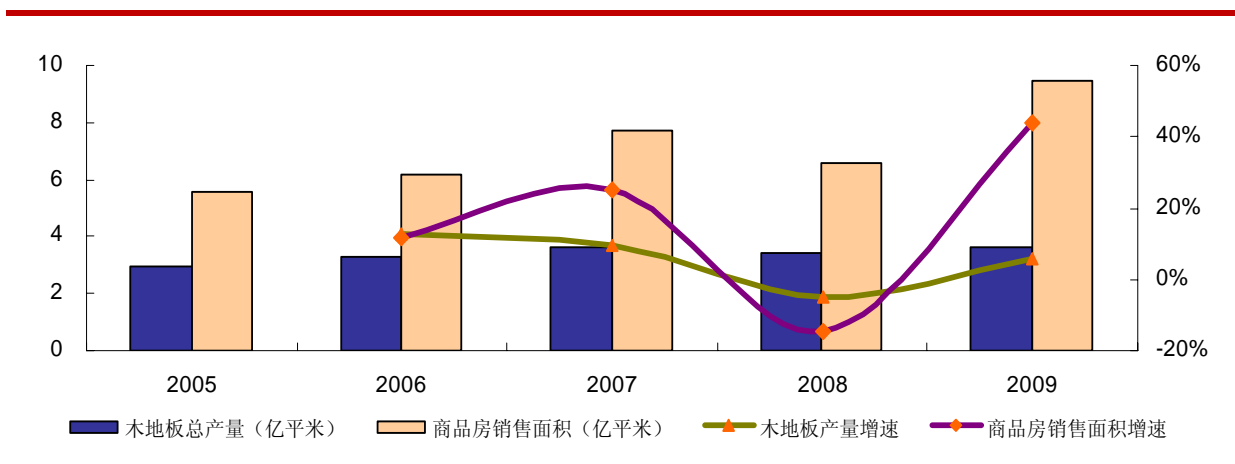
一、消费结构升级促进行业由“量增”转向“质变”，

中高端领域需求占比将加速提升

➤ 木地板行业的高增长时代或已成为历史

木地板行业在经历了 2000 年-2005 年的高速发展期后，进入了平稳增长期。我们的研究表明：木地板的需求量和商品房的销售面积是正相关的，但增速低于商品房。考虑到未来商品房的销售面积增速也将趋于平缓，我们认为：木地板行业的高增长时代可能已经成为历史，行业未来的机会更多来自需求结构的转变即“质变”，而非行业的“量增”。

图表 1：木地板产量和商品房销售面积的关系



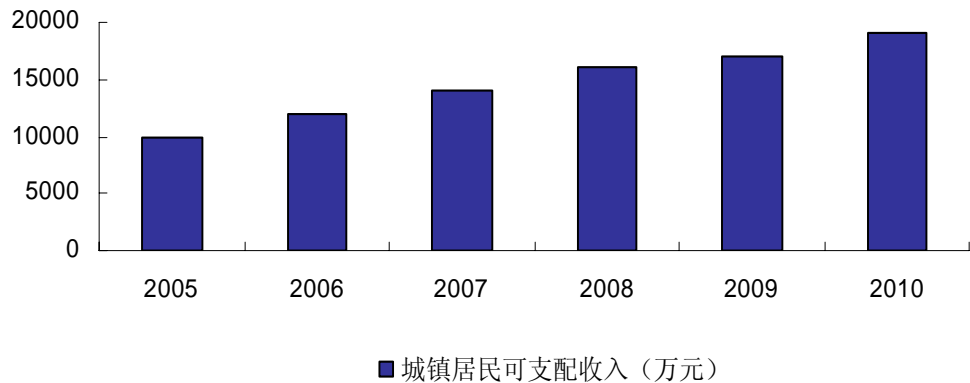
资料来源：wind 及公司招股意向书，中投证券研究所

➤ 木地板行业机会来自“质变”

中高端木地板的主要消费人群为国内的中高收入者，伴随着中国经济的高速增长，城镇居民可支配收入大幅增加。国家统计局公布的数据显示，2005 年-2010 年我国城镇居民可支配收入的年化复合增长率高达 12.7%。与此同时，国内的中高收入家庭的数量显著增加。

中产阶级数量的壮大将大大带动对中高端木地板的需求，这一新增的大量需求将使品牌企业大为受益，行业机会即在于此。

图表 2: 城镇居民可支配收入增长情况



资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

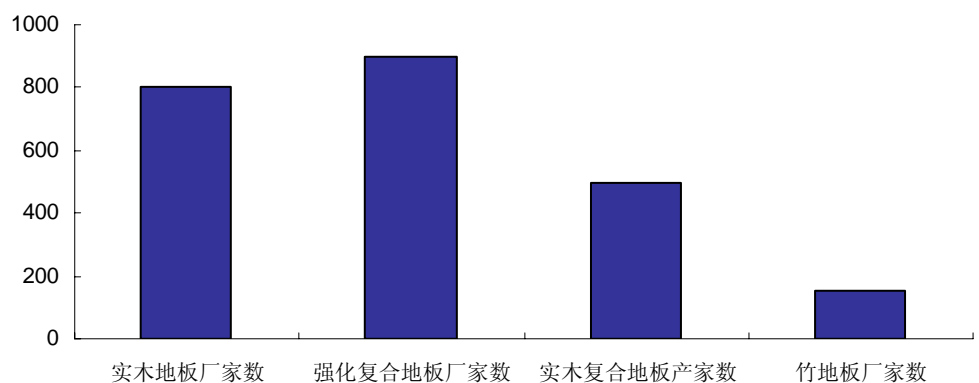
二、市场份额将不断向优势品牌集中, 行业集中度有

望快速提升

➤ 行业集中度低

经过二十多年的发展中国的木地板行业已经形成了从生产、销售、铺设、到售后服务配套的完整产业链条。中国的木地板企业约有 2300 家, 年生产能力达到 36400 万平米。

图表 3: 行业集中度情况



资料来源: 公司招股意向书, 中投证券研究所

➤ 行业集中度有望快速提升

我们认为行业集中度有望快速提升是基于以下两个方面的考虑：首先，伴随消费结构的升级，木地板的需求将由当前的中低端为主，逐步转向中高端，这一由消费结构带来的需求结构的转变将新增大量的需求，品牌企业将乘机迅速做大规模，抢占更大的市场份额；其次，伴随国家对环保标准和产品质量的要求不断提升，不合格的中小企业将被强制性地淘汰出局。

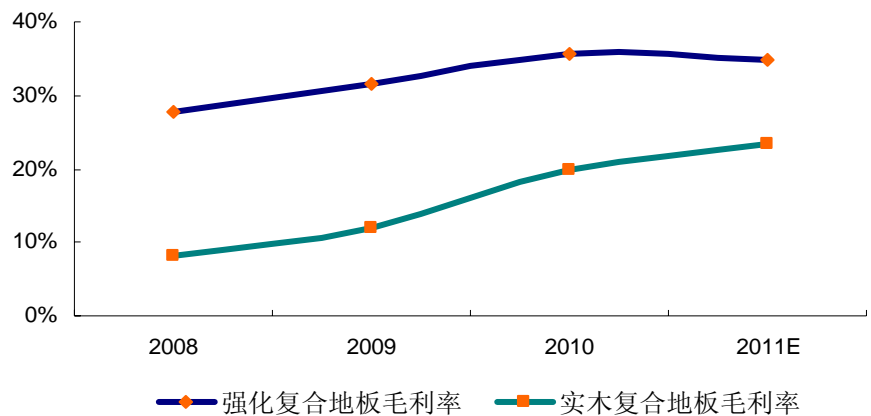
三、技术创新+高效的渠道管理捍卫公司行业领先者地位

位

➤ 技术创新，保证了公司产品的高毛利率

凭借技术创新，公司产品的毛利率呈现稳步上升的态势，远高于行业平均毛利率水平。

图表 4：公司产品毛利率水平



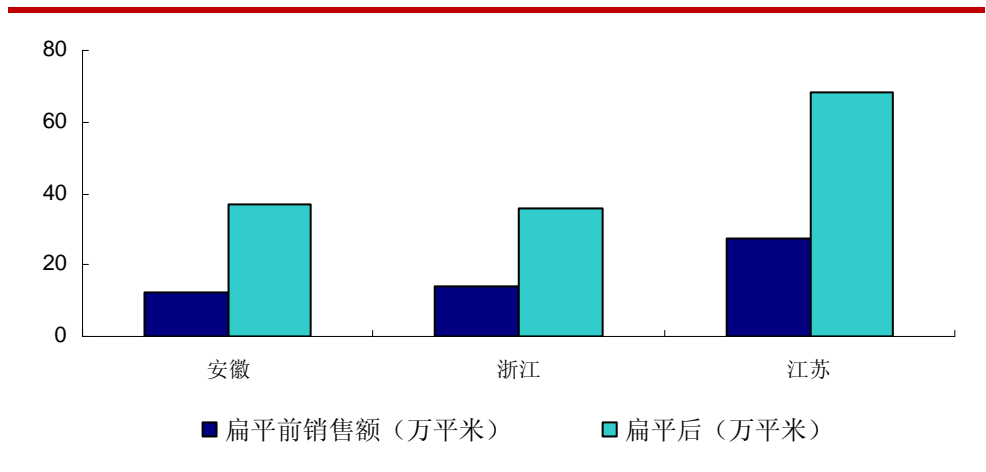
资料来源：公司招股意向书，中投证券研究所

2009 年公司推出不同风格的强化复合地板产品，由于附加值高，提高了产品的毛利率；2010 年，公司通过使用新型切割技术，节约了基材板成本约 5%，提高了毛利率。2011 年公司重磅推出“无醛技术”，彻底解决了木地板的甲醛污染问题，这一新技术的运用使得相应产品的毛利率达到了 50%左右。

➤ 扁平化的渠道管理模式，大大降低了公司的管理费用

扁平化的渠道管理模式最大的优势在于能够加强公司和最终客户的联系和互动，帮助公司最大限度的获得客户的需求反馈，从而能够及时推出满足客户需求的产品。此外，扁平化的管理模式还能够通过给予一级经销商更优惠的价格，最大限度的提升经销商的积极性。

图表 5: 渠道扁平化前后的销售额比较



资料来源: 招股意向书, 中投证券研究所

管理渠道扁平化后, 公司的销售额有了显著的提升, 且公司的销售费用和管理费用也大幅低于同行竞争对手。因此公司扁平化的管理模式在现阶段是成功的。

四、募集资金项目分析

表 1: 募投项目 (单位: 万元)

序号	项目名称	总投资额	建设周期
1	四川德尔地板有限公司年产 600 万平方米强化地板项目	9167.68	18 个月
	四川德尔新材料有限公司年产 12 万立方中高密度纤维板项目	19794.94	24 个月
2	辽宁德尔地板有限公司年产 600 万平方米强化地板项目	9106.28	18 个月
	辽宁德尔新材料有限公司年产 12 万立方中高密度纤维板项目	19551.84	24 个月

资料来源: 公司公告

公司本次募集资金主要投向东北区域地板扩产及配套高密度板项目和西南区域地板扩产及配套高密度板项目。上述两个募投项目主要是为了利用辽宁和四川的林业资源, 实现公司地板生产和原材料保障一体化的发展战略, 同时完善公司生产基地布局, 加强公司产品的辐射能力。

募投项目的最终投产, 不仅可以直接改变公司产能不足的现状, 而且将使公司最终实现“产地即销地”的战略规划, 这一规划的实现能够大大降低运输费用, 从而可以进一步提高公司产品的毛利率, 公司的盈利能力进一步增强。

五、盈利预测与公司估值

按照发行后股本 1.6 亿股，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.96 元、1.49 元、2.00 元。考虑其较高的成长性，按照 11 年 25 倍-30 倍估值，估值区间为 24.00 元-28.80 元。考虑到一级市场应该给二级市场预留一定的空间，建议按照 11 年 22-25 倍的估值询价，询价区间为 21.00-24.00 元。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	356	952	1084	1380	营业收入	509	650	1000	1300
现金	262	831	897	1143	营业成本	338	430	660	840
应收账款	3	3	5	7	营业税金及附加	5	7	10	13
其它应收款	3	7	10	13	营业费用	25	26	40	52
预付账款	20	26	40	50	管理费用	16	23	36	49
存货	68	86	132	168	财务费用	-2	-21	-36	-42
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	101	344	530	609	公允价值变动收益	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	91	208	356	465	营业利润	127	186	290	388
无形资产	10	11	12	13	营业外收入	0	0	0	0
其他	0	125	163	131	营业外支出	10	1	2	3
资产总计	456	1296	1614	1989	利润总额	117	185	288	385
流动负债	190	176	255	311	所得税	20	31	49	65
短期借款	40	0	0	0	净利润	98	153	239	319
应付账款	34	47	73	92	少数股东损益	0	0	0	0
其他	116	129	183	219	归属母公司净利润	98	153	239	319
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	125	172	269	368
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.81	0.96	1.49	2.00
其他	0	0	0	0					
负债合计	190	176	255	311	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	120	160	160	160	成长能力				
资本公积	77	737	737	737	营业收入	22.9	27.6	53.8	30.0
留存收益	70	223	462	781	营业利润	27.5	45.8	55.9	33.8
归属母公司股东权益	266	1120	1359	1678	归属于母公司净利润	15.3	56.9	55.7	33.7
负债和股东权益	456	1296	1614	1989	获利能力				
					毛利率	33.6	33.8	34.0	35.4
					净利率	19.2	23.6	23.9	24.6
					ROE	36.7	13.7	17.6	19.0
					ROIC	235.6	47.3	45.7	53.6
					偿债能力				
					资产负债率	41.6	13.6	15.8	15.7
					净负债比率	21.05	0.00	0.00	0.00
					流动比率	1.87	5.40	4.24	4.43
					速动比率	1.51	4.91	3.73	3.89
					营运能力				
					总资产周转率	1.23	0.74	0.69	0.72
					应收账款周转率	302	217	242	226
					应付账款周转率	9.95	10.59	11.01	10.18
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.96	1.49	2.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.86	1.45	1.90
					每股净资产(最新摊薄)	1.66	7.00	8.49	10.49
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA	31	23	15	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434