

建材行业

报告原因：年报披露

2012年4月6日

市场数据：2012年4月6日

收盘价(元)	15.66
一年内最高/最低(元)	24.5/13.15
市净率	2.11
市盈率	
流通A股市值(百万元)	62800

基础数据：2011年12月31日

每股净资产(元)	7.42
资产负债率%	12.64
总股本/流通A股(百万)	160/40
流通B股/H股(百万)	-/-

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

德尔家居 (002631)

未来工程销售是增长亮点

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

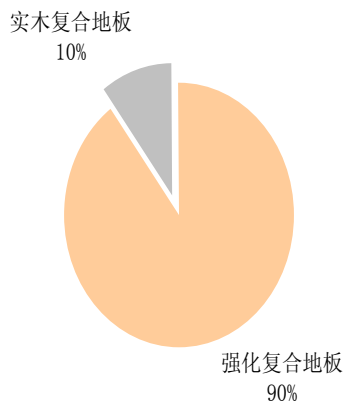
	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营业 利润率	净资产 收益率	市盈率
2010A	5.09	22.94	0.98	15.33	0.61	25.03	36.7	25.6
2011A	5.18	1.85	0.865	-11.5	0.54	20.03	7.29	28.9
2012E	5.68	8.09	0.93	7.81	0.58	19.57	7.28	26.8
2013E	7.76	38.48	1.34	44.49	0.84	20.42	9.52	18.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

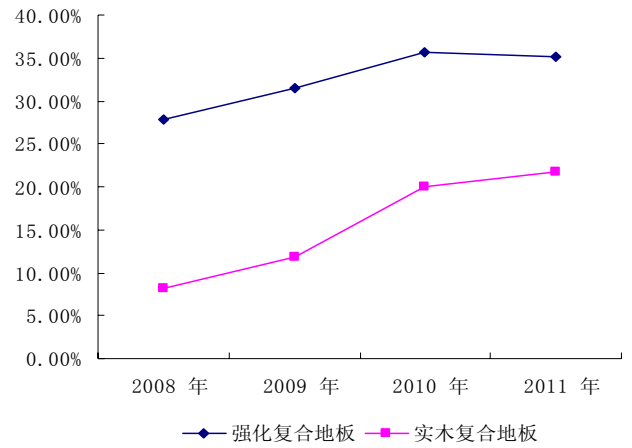
投资要点

- 2011年业绩公告。公司实现营业收入5.18亿元，同比增长1.85%，营业利润1.03亿，同比下降18.48%，归属于母公司股东净利润8652.8万，同比下降11.52%。利润分配方案：每10股派发现金3元（含税）。
- 公司专业从事中高档强化复合地板、实木复合地板研发、生产和销售，首发募投项目尚未投产，公司木地板销量和收入基本与2010年持平，强化复合地板和实木复合地板分别各占总收入的81.7%和17.47%。强化复合地板实现收入4.24亿，略降0.9%，毛利率35.18%，基本与去年的35.71%持平，实木复合地板9064万，增长14.7%，毛利率21.79%，比去年提高1.8个百分点。
- 广告费用增加40%使得净利率降低2.6个百分点。公司总体毛利率33.06%，比2010年略低0.53个百分点，净利率降低2.6个百分点至16.68%。公司2011年广告费用2165万，增加40%，销售费用率因此提高2个百分点至6.8%。
- 公司目前销售模式主要依靠经销商和专卖店，一级经销商数量已超过100家，专卖店数量有1,500家。德尔地板是中国地板的十大品牌之一，仅次于圣象，在国内已有较高知名度，中国木地板品牌消费市场销量靠前。公司自身产能已不能满足销售需求，外协加工量占到销量的30%。公司IPO募投项目将于今年投产，辽宁和四川项目全部投产后，强化地板产能将由550万平方提高到1750万平方，增加218%。未来外协加工占比的下降和上游中高密度板项目投产意味着毛利率还有上升空间。此外，公司也将扩大工程销售比重，直接与万科、保利、碧桂园等地产商合作实现规模化销售。
- 木地板因具美观、简约、舒适特点，国内消费需求保持较高增速，2004年-2008年增长在30%以上，大中城市普及率在25%，中小型城市普及率仅10%，随着现代家居理念增强和生活品质提升，未来木地板需求趋势将由一二、线城市向三、四线城市扩张。当前，房地产调控对木地板行业短期有一定负面影响，但长远看影响不大。
- 盈利预测和投资建议。我们预计公司2012/2013EPS为0.58/0.84元，未来2年CAGR25%，2012PE为26倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：下游房地产销售低迷。

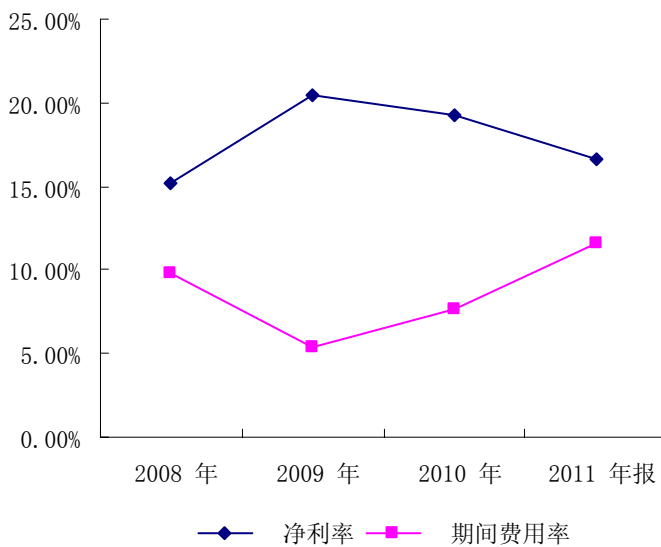
图：2011 年公司营业收入结构



图：公司强化复合地板和实木复合地板毛利率变化



图：公司净利润率和期间费用率变化

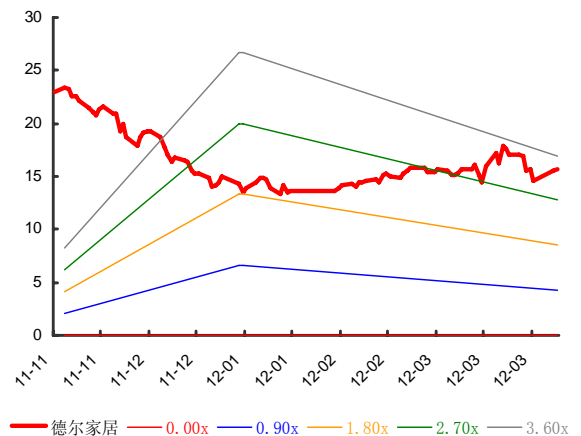
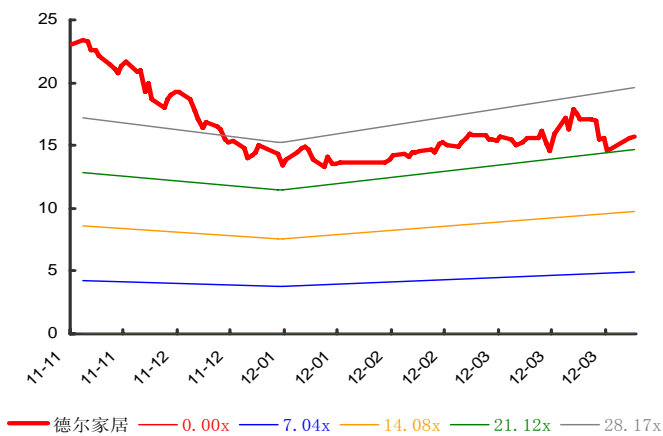


图：公司强化复合地板销量变化



图：公司 PE-BAND 图

图：公司 PB-BAND 图



表：盈利预测（单位：万元）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
一、营业总收入	31305.45	41435.30	50938.88	51883.53	56080.40	77660.80
二、营业总成本	25807.20	31513.30	38197.42	41490.12	45106.07	61804.31
营业成本	22678.56	29154.80	33830.16	34732.31	38656.82	53028.64
营业税金及附加	61.91	139.01	454.52	646.71	560.80	776.61
销售费用	1842.76	1633.10	2492.40	3539.55	3364.82	3883.04
管理费用	826.75	670.24	1639.55	2575.05	2243.22	2951.11
财务费用	392.49	(82.72)	(230.15)	(67.03)	280.40	1164.91
资产减值损失	4.73	(1.13)	10.94	63.54	0.00	0.00
三、其他经营收益	135.17	81.15	7.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益						
投资净收益	135.17	81.15	7.57		0.00	0.00
四、营业利润	5633.42	10003.16	12749.03	10393.41	10974.33	15856.49
加：营业外收入	0.10	1.78	46.83	32.69	0.00	0.00
减：营业外支出	20.79	3.33	1045.96	100.05	0.00	0.00
五、利润总额	5612.74	10001.61	11749.90	10326.04	10974.33	15856.49
减：所得税	870.17	1522.29	1970.38	1673.23	1646.15	2378.47
六、净利润	4742.56	8479.32	9779.53	8652.82	9328.18	13478.02
归属于母公司所有者的净利润	4742.56	8479.32	9779.53	8652.82	9328.18	13478.02
EPS	0.30	0.53	0.61	0.54	0.58	0.84



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。