

建材行业

报告原因：半年报披露

2012年8月16日

市场数据：2012年8月15日

收盘价(元)	11.39
一年内最高/最低(元)	24.5/10.3
市净率	1.54
市盈率	22
流通A股市值(百万元)	456

基础数据：2012年6月30日

每股净资产(元)	7.41
资产负债率%	7.48
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)

销量下滑和管理费用率提高，业绩低于预期

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：亿元、元、倍

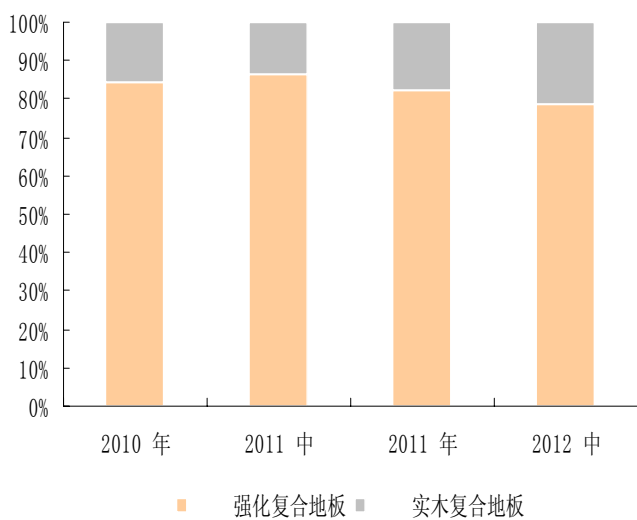
	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	5.09	22.94	0.98	15.33	0.61	25.03	36.7	18
2011A	5.18	1.85	0.865	-11.5	0.54	20.03	7.29	21
2012E	4.0	-22.7	0.82	-5.12	0.51	24.1	6.47	22
2013E	5.12	27.9	0.9	10.2	0.57	20.7	6.65	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

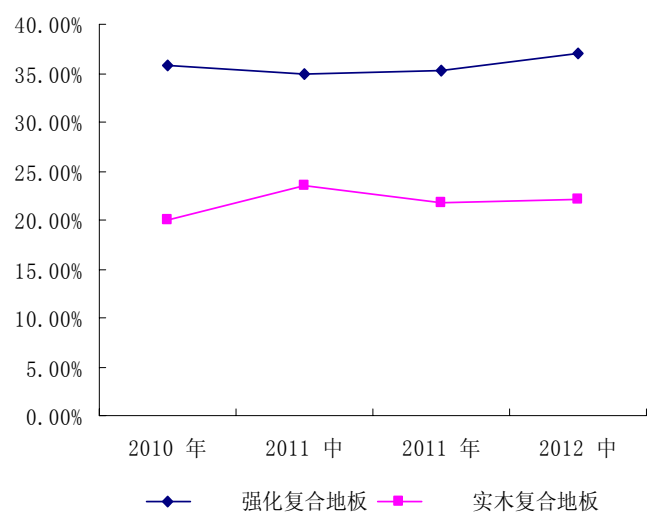
投资要点

- **中报业绩低于预期。**公司营业收入 1.72 亿，同比下降 35.44%，净利润 4555.8 万，同比下降 16.88%，每股收益 0.28 元，低于预期。
- **强化复合地板销量下滑导致公司收入下降。**地板行业与商品房销售存在 6-12 个月滞后期，商品房销售回暖对公司上半年影响不大。受房地产调控政策影响，公司上半年强化地板销量下滑导致收入大幅下降，强化地板上半年收入 1.33 亿，同比下降 41.6%，销量（估算）234 万平米，同比减少 44.3%，实木复合地板上半年收入基本与去年同期持平，收入占比提高到 21.3%。
- **经销商销售占比最大，工程销售在增长。**公司目前销售模式分为通过经销商销售和工程销售两种，一级经销商数量已超过 100 家，经销商旗下的专卖店数量有 1,500 家。经销商渠道收入占比最高，去年比重 95%。公司改变原有的省级总经销的销售模式，采用“扁平式深度营销”模式的经销体制，增加与公司直接结算、直接管理的一级客户数量，减小对单个经销商的依赖程度。公司今年继续加强工程销售力度，通过与万科、保利、恒大等国内一线地产商直接合作，工程渠道销售价格虽低于经销商，因其费用率也低，最后的利润率与经销商相持平，去年收入占比仅 5%，今年预计将会提高，未来是公司销售模式多元化的一种趋势。
- **两项费用率一降一升，净利率提高 6 个百分点。**公司上半年毛利率 33.59%，与去年同期基本持平，由于期间费用率下降至 4.03%使得净利率提高 6 个百分点至 26.4%。期间费用率下降主要是财务费用率降幅超过管理费用率上升，上半年收入下降 35.4%，而管理费用增长 33.2%，使得管理费用率提高 4.3 个百分点至 8.2%，去年募投资金尚未完全使用，财务费用率为-7.44%。
- **盈利预测和投资建议。**公司上半年销量下滑我们对今年业绩进行调整，预计 2012-2014 年 EPS0.51 元、0.57、0.95 元，动态 PE22 倍，在家装行业中，环保理念将根深蒂固，德尔地板是中国地板的十大品牌之一，未来消费趋势更加倾向于品牌和质量，明年募投资项目投产奠定未来增长，维持公司“增持”评级。

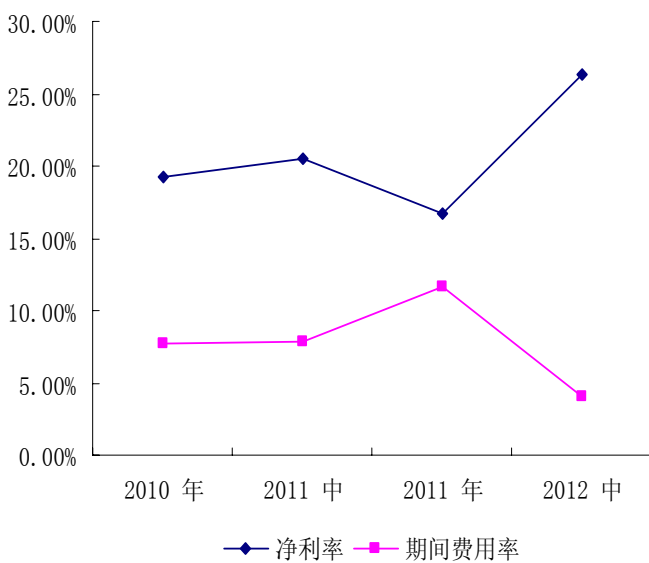
图：近几年公司营业收入结构



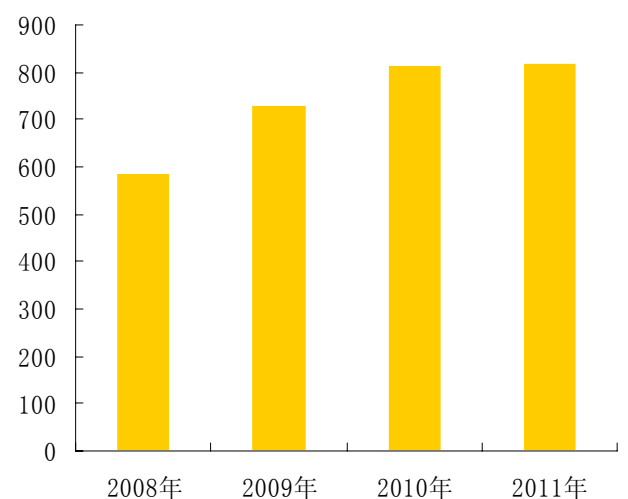
图：公司强化复合地板和实木复合地板毛利率变化



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





表：盈利预测（单位：万元）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
一、营业总收入	50938.88	51883.53	40092.77	51281.12	87863.28
二、营业总成本	38197.42	41490.12	30433.98	40635.58	70021.35
营业成本	33830.16	34732.31	26825.63	34481.85	58159.81
营业税金及附加	454.52	646.71	400.93	512.81	878.63
销售费用	2492.40	3539.55	1603.71	2307.65	4832.48
管理费用	1639.55	2575.05	2806.49	2564.06	4393.16
财务费用	(230.15)	(67.03)	(1202.78)	769.22	1757.27
资产减值损失	10.94	63.54	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	7.57	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.57		0.00	0.00	0.00
四、营业利润	12749.03	10393.41	9658.79	10645.54	17841.92
加：营业外收入	46.83	32.69	0.00	0.00	
减：营业外支出	1045.96	100.05	0.00	0.00	
五、利润总额	11749.90	10326.04	9658.79	10645.54	17841.92
减：所得税	1970.38	1673.23	1448.82	1596.83	2676.29
六、净利润	9779.53	8652.82	8209.97	9048.71	15165.64
归属于母公司所有者的净利润	9779.53	8652.82	8209.97	9048.71	15165.64
增长	15.33%	-11.52%	-5.12%	10.22%	67.60%
EPS	0.61	0.54	0.51	0.57	0.95

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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险，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。