

业绩增长稳健，下游调控放松

——德尔家居（002631）三季度点评

2014年10月29日

推荐/维持

德尔家居

财报点评

万力	分析师	执业证书编号：S1480514030001
	wanli@dxzq.net.cn	010-66555458

事件：

公司公布2014年三季报，2014年1-9月公司实现营业收入5.17亿元，同比增长30.63%，营业利润1.41亿元，同比增长55.02%，归属于母公司所有者净利润1.03亿元，同比增长35.35%，基本每股收益0.32元。

公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入（百万元）	77.4	162.56	155.8	156.54	113.87	211.16	191.92
增长率（%）	48.07%	34.95%	23.47%	25.31%	47.12%	29.90%	23.19%
毛利率（%）	32.80%	31.82%	33.55%	33.36%	37.39%	35.89%	33.04%
期间费用率（%）	7.56%	10.83%	5.81%	25.15%	13.69%	11.75%	9.38%
营业利润率（%）	23.60%	19.99%	25.62%	12.61%	25.96%	26.08%	29.14%
净利润（百万元）	15.42	27.08	33.52	15.91	22.06	39.58	41.26
增长率（%）	-13.73%	-02.17%	44.65%	297.77%	43.08%	46.12%	23.10%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.17	0.21	0.10	0.14	0.12	0.13
资产负债率（%）	7.84%	10.09%	12.76%	17.44%	15.44%	14.77%	15.20%
净资产收益率（%）	1.26%	2.16%	2.63%	1.22%	1.67%	2.93%	2.96%
总资产收益率（%）	1.16%	1.94%	2.30%	1.01%	1.41%	2.50%	2.51%

观点：

- **收入连续7个季度同比正增长，增速重心有所下移。**公司前三季度营收同比增长30.6%，增速较上半年下滑4.9个百分点，其中Q1-Q3单季收入增速分别是47.1%、29.9%和23.2%，增速较上年同期也分别下滑1个百分点、5.1个百分点和0.3个百分点。公司自13年起加大产品调整，拓展销售网络，强化市场推广，使得收入实现连续7个季度同比增长，且增速均维持在20%以上，但本年增速呈现环比和同比双双下降的特征，我们认为短期收入增速重心存在下移压力，但仍有改善预期，原因是三季度末地产调控放松对公司未来订单形成新的刺激动力。
- **综合毛利率同比上升，环比下降。**公司前三季度综合毛利率为35.2%，同比提升2.5个百分点，原因是新品定位环保高端，盈利能力提升明显。而环比来看，年内毛利率逐季走低（Q1：37.4%；Q2：35.9%；Q3：33.0%），原因是各季度工程订单结算比例有异。

- **定存利息减少, 期间费用率上升。**前三季度, 公司整体期间费用率为11.3%, 同比上升3.1个百分点, 究其原因主要是本年定期存款利息减少导致报告期财务费用率同比上升4个百分点, 而销售费用率实际下降2个百分点, 管理费用率略升1个百分点。对于期间费用的解读, 我们认为收入增速明显高于销售费用增速, 营销推广收获了良好效益, 管理费用增量也主要是股权激励费用带来, 而定存转理财获得了更高的投资收益, 由此可见, 公司目前费用开支合理。
- **募投项目即将陆续投产、地产政策有所放松, 2015年产销有望维持高增长。**公司首发募投项目中的辽宁600万平米强化地板项目和辽宁12万立方米中高密度纤维板项目有望于今年底投产, 届时公司整体生产能力将进一步提升, 满足销售渠道扩张和工程客户开拓所带来的供应需要。而9月底政府房产调控新政无疑成为2015年楼市和家装需求刺激的最大看点。

结论:

公司前三季度业绩维持 30%以上增长, 人员激励、产品创新、渠道扩张、客户拓展, 全方位协同效应带动业绩释放, 年内房产新政再添家居产业链看点。预计公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.42 元、0.55 元和 0.69 元, 对应动态 PE 分别为 29 倍、23 倍和 18 倍, 维持“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	965	1069	1285	1586	1949	营业收入	424	552	714	939	1237
货币资金	815	247	457	710	1009	营业成本	288	371	466	612	804
应收账款	4	6	7	10	13	营业税金及附加	6	10	12	16	22
其他应收款	2	1	1	2	2	营业费用	39	46	43	56	74
预付款项	62	32	36	42	50	管理费用	34	36	50	66	87
存货	75	128	128	168	220	财务费用	-25	-10	-4	-6	-9
其他流动资产	0	655	655	655	655	资产减值损失	0.97	-0.59	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	367	507	480	451	423	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	9.99	40.00	18.00	9.00
固定资产	100.75	113.76	308.85	317.27	291.99	营业利润	81	110	185	212	268
无形资产	144	141	137	134	130	营业外收入	5.29	0.16	0.50	0.50	0.50
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.69	0.27	1.50	0.30	0.30
资产总计	1332	1576	1765	2038	2372	利润总额	86	110	184	212	268
流动负债合计	119	275	267	318	385	所得税	13	18	49	35	45
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	73	92	135	177	223
应付账款	50	67	70	92	121	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	35	119	134	152	177	归属母公司净利润	73	92	135	177	223
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	67	112	208	235	288
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.45	0.57	0.42	0.55	0.69
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	119	275	267	318	385	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-18.31	30.31%	29.23%	31.63%	31.67%
实收资本(或股本)	160	162	324	324	324	营业利润增长	-21.94	36.11%	67.64%	14.60%	26.33%
资本公积	871	882	808	888	977	归属于母公司净利润	47.20%	30.70%	47.20%	30.70%	26.31%
未分配利润	158	224	318	442	599	获利能力					
归属母公司股东权	1212	1301	1497	1720	1987	毛利率(%)	32.15%	32.88%	34.66%	34.85%	35.03%
负债和所有者权	1332	1576	1765	2038	2372	净利率(%)	17.16%	16.65%	18.96%	18.83%	18.06%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.46%	5.84%	7.67%	8.68%	9.42%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	6.00%	7.07%	9.04%	10.29%	11.24%
经营活动现金流	76	123	106	184	238	偿债能力					
净利润	73	92	135	177	223	资产负债率(%)	9%	17%	15%	16%	
折旧摊销	11.03	11.84	26.72	28.80	28.80	流动比率	8.08	3.89	4.80	4.99	5.06
财务费用	-25	-10	-4	-6	-9	速动比率	7.45	3.42	4.33	4.46	4.49
应收账款减少	0	-1	-2	-2	-3	营运能力					
预收帐款增加	0	84	14	19	25	总资产周转率	0.31	0.38	0.43	0.49	0.56
投资活动现金流	-143	-677	40	18	9	应收账款周转率	86	110	111	112	112
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.89	9.42	10.39	11.56	11.60
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	10	40	18	9	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.57	0.42	0.55	0.69
筹资活动现金流	-48	-4	65	51	53	每股净现金流(最新)	-0.72	-3.44	0.65	0.78	0.92
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.58	8.02	4.62	5.30	6.12
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	2	162	0	0	P/E	27.27	21.53	29.42	22.51	17.82
资本公积增加	0	10	-74	81	89	P/B	1.62	1.53	2.66	2.32	2.00
现金净增加额	-115	-558	210	253	299	EV/EBITDA	17.09	15.60	16.92	13.91	10.31

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

万力

西南财经大学数量经济学硕士, 曾任职于大型国企财务部、天相投顾, 4 年证券市场从业经验。2014 年初加盟东兴证券研究所, 现专注于轻工制造、林业领域的研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。