

# 德尔家居

## 参股石墨烯公司布局全产业链，“第二引擎”蓄势待发

### 公司动态

#### 公司近况

德尔家居发布公告，全资子公司德尔石墨烯产业基金以 1999.5 万元价格收购烯成科技 15% 股权；同时，德尔石墨烯产业基金以 67.5 万元的价格获得烯成新材 13.5% 股权，并出资 990 万元对其进行增资，增资后持股比例上升至 20.34%。

#### 评论

- 全产业链布局石墨烯新材料，打造公司成长“第二引擎”。**公司致力于打通石墨烯资源、研发、产业化应用、技术孵化平台等全产业链，此次入股烯成科技与烯成新材是公司继参股博昊科技（国内领先的石墨散热解决方案提供商）之后又一重要布局，也是石墨烯产业基金成立后首个落地项目，后续外延整合有望加快。
- 参股公司拥有技术、人才与专利优势，有助于公司转型升级。**
  - ① 烯成新材科研团队在石墨烯领域有多年研发经验：核心成员曾参与世界首例通过铜基化学气相沉积法制备大面积石墨烯薄膜的研发工作；团队在《Science》等世界顶级杂志上发表多篇论文；公司入选厦门市第三批“双百计划”A 类企业等；
  - ② 2 家参股公司已获得 4 项石墨烯领域专利技术及 13 项受理专利申请，其中烯成新材在石墨烯产业应用上已有不少突破，其生产的 G-CVD 石墨烯生长系统是世界上首款为制备石墨烯的气相沉积系统，国内市占率超过 60%，烯成新材也是全球首家盈利的石墨烯公司，2015 年承诺净利润不低于 820 万元；
  - ③ 德尔在石墨烯领域正大力布局，参股烯成科技及烯成新材后有利于公司向已有项目提供研发、技术等支持，助力自身转型升级。
- 拟推出员工持股计划，为公司可持续发展保驾护航。**公司已公告正在研究推出员工持股计划，我们认为，这一方面有利于提高员工凝聚力并释放活力，公司向新兴产业转型升级等战略也有望得到更有效落实；另一方面，公司管理层与二级市场利益趋于一致，有利于实现业绩与股价良性互动局面。
- 2015 年有望成为公司“资本元年”：**充裕的现金（15 年 Q1 为 3.17 亿元）以及较高的大股东持股比例（54.95%）为公司未来的持续并购整合提供有利条件。

#### 估值建议

暂维持盈利预测并重申确信买入！德尔家居作为中金轻工核心推荐标的，我们看好公司地板主业高成长性，以及向石墨新材料、智能家居等新兴产业转型升级所带来的广阔成长空间。鉴于公司后续外延并购及员工持股计划有望驱动业绩增长超预期，上调目标价 22.7% 至 51 元，对应 2016 年 138 倍 P/E。

#### 风险

房地产市场下行；新渠道开拓不达预期；并购整合风险。

#### 樊俊豪

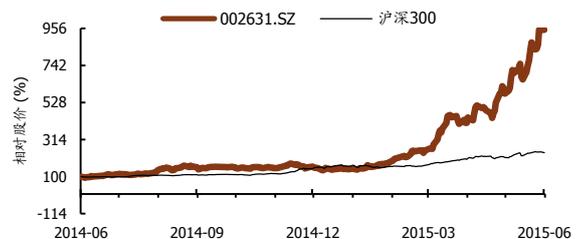
分析师  
 junhao.fan@cicc.com.cn  
 SAC 执业编号：S0080513080004  
 SFC CE Ref: BDO986

#### 郭海燕

分析师  
 haiyan.guo@cicc.com.cn  
 SAC 执业编号：S0080511080006  
 SFC CE Ref: AIQ935

### 维持确信买入

股票代码	002631.SZ
评级	确信买入
最新收盘价	人民币 37.77
目标价	人民币 51.00
52 周最高价/最低价	人民币 37.77~3.69
总市值(亿)	人民币 245
30 日日均成交额(百万)	人民币 482.08
发行股数(百万)	649
其中：自由流通股(%)	26
30 日日均成交量(百万股)	16.26
主营行业	轻工制造行业



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	552	680	871	1,125
增速	30.3%	23.1%	28.0%	29.2%
归属母公司净利润	92	129	177	239
增速	26.4%	40.3%	37.4%	35.0%
每股净利润	0.14	0.20	0.27	0.37
每股净资产	2.00	2.20	2.44	2.76
每股股利	0.02	0.03	0.05	0.07
每股经营现金流	0.19	0.05	0.51	0.32
市盈率	266.8	190.2	138.4	102.5
市净率	18.9	17.2	15.5	13.7
EV/EBITDA	239.8	181.9	121.9	94.1
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
平均总资产收益率	6.3%	7.9%	9.6%	11.2%
平均净资产收益率	7.3%	9.5%	11.8%	14.2%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	552	680	871	1,125	营业收入	30.3%	23.1%	28.0%	29.2%
营业成本	371	447	567	730	营业利润	36.1%	41.2%	34.1%	34.9%
营业税金及附加	10	11	13	17	EBITDA	48.6%	30.7%	47.5%	28.6%
营业费用	46	54	68	87	净利润	26.4%	40.3%	37.4%	35.0%
管理费用	36	52	49	62	<b>盈利能力</b>				
财务费用	-10	-3	-3	-3	毛利率	32.9%	34.3%	34.9%	35.1%
其他	0	0	0	0	营业利润率	20.0%	22.9%	24.0%	25.1%
营业利润	110	156	209	282	EBITDA 利润率	18.3%	19.5%	22.4%	22.3%
营业外收支	10	37	32	49	净利润率	16.6%	19.0%	20.3%	21.3%
利润总额	110	155	208	281	<b>偿债能力</b>				
所得税	18	26	31	42	流动比率	3.89	4.60	3.43	3.70
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	3.42	3.86	2.94	3.06
归属母公司净利润	92	129	177	239	现金比率	0.90	1.84	1.73	1.92
EBITDA	101	132	195	251	资产负债率	17.4%	14.8%	21.4%	20.5%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	247	456	746	891	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	7	10	10	13	总资产收益率	6.3%	7.9%	9.6%	11.2%
预付款项	32	29	48	51	净资产收益率	7.3%	9.5%	11.8%	14.2%
存货	128	181	212	294	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	655	462	462	462	每股净利润 (元)	0.14	0.20	0.27	0.37
流动资产合计	1,069	1,138	1,479	1,711	每股净资产 (元)	2.00	2.20	2.44	2.76
固定资产及在建工程	366	385	392	398	每股股利 (元)	0.02	0.03	0.05	0.07
无形资产及其他长期资产	141	150	147	143	每股经营现金流 (元)	0.19	0.05	0.51	0.32
非流动资产合计	507	535	539	542	<b>估值分析</b>				
资产合计	1,576	1,673	2,017	2,253	市盈率	266.8	190.2	138.4	102.5
短期借款	0	0	0	0	市净率	18.9	17.2	15.5	13.7
应付账款及票据	143	121	221	229	EV/EBITDA	239.8	181.9	121.9	94.1
其他流动负债	131	127	210	234	股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
流动负债合计	275	248	431	463					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	275	248	431	463					
股东权益合计	1,301	1,425	1,586	1,790					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	1,576	1,673	2,017	2,253					
<b>现金流量表</b>									
净利润	92	129	177	239					
折旧和摊销	12	16	21	22					
营运资本变动	135	-80	132	-56					
其他	-116	-31	0	0					
经营活动现金流	123	34	331	205					
投资活动现金流入	10	607	0	0					
投资活动现金流出	-687	-445	-25	-25					
投资活动现金流	-677	162	-25	-25					
股权融资	12	1	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-4	-15	-16	-35					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-558	181	290	145					

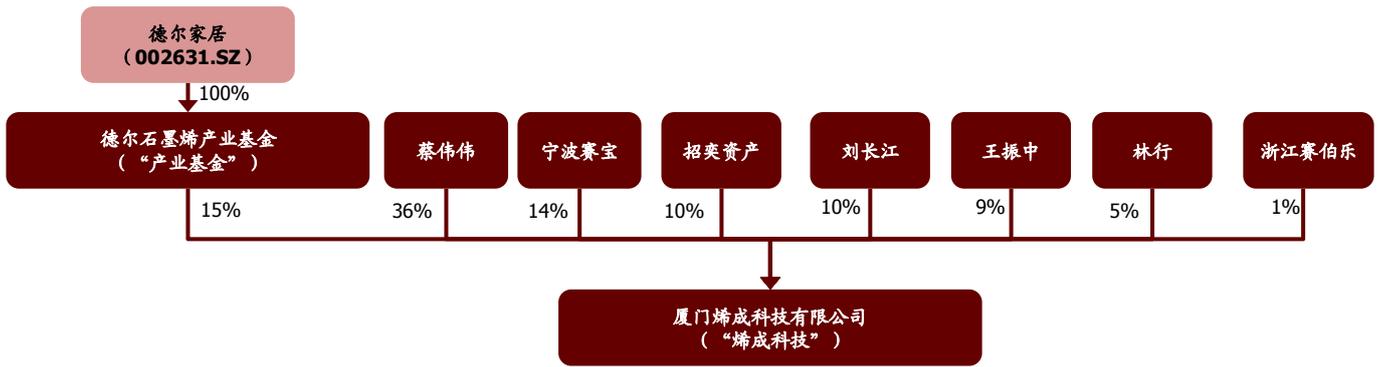
资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

德尔家居是国内领先的专业木地板品牌服务商，多年来专注于中高档强化复合地板、实木复合地板的研发、生产和销售，生产规模与销量均居行业前列，自有“德尔”品牌具有很高知名度，长期位居中国地板行业前十大品牌。公司致力于提供绿色环保、科技领先的家居产品和前沿的家居体验，2013年推出无醛添加地板，引领实木复合地板进入无甲醛制造的环保新时代。公司在家居主业快速增长的同时，积极布局石墨等新兴产业，拓宽未来成长空间。2014年实现营业收入6.8亿元，净利润1.29亿元。

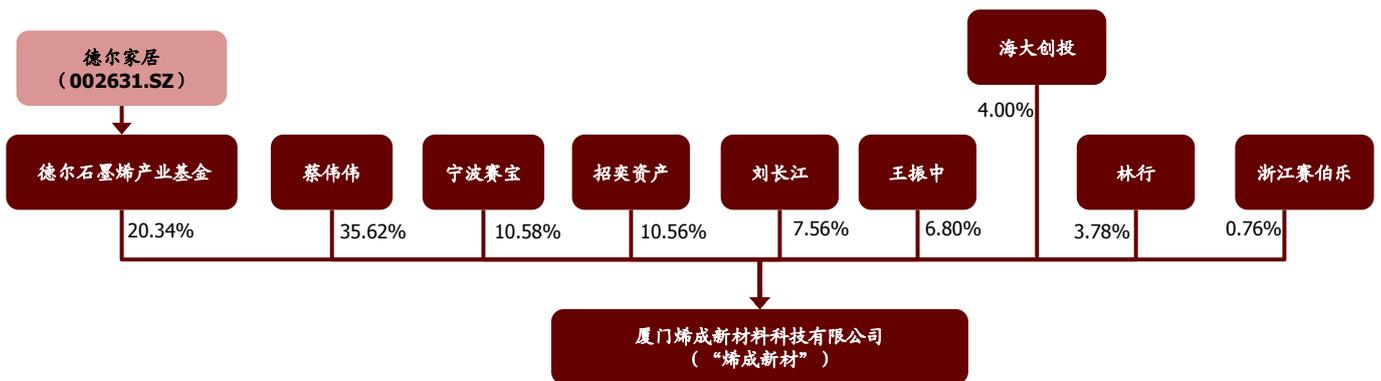


图表 1：烯成科技股权结构



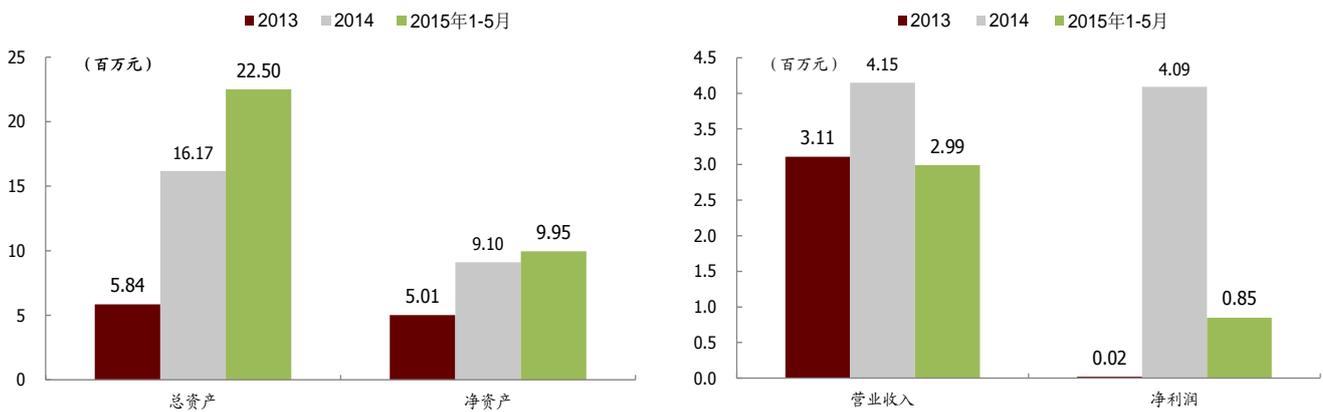
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：烯成新材股权结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

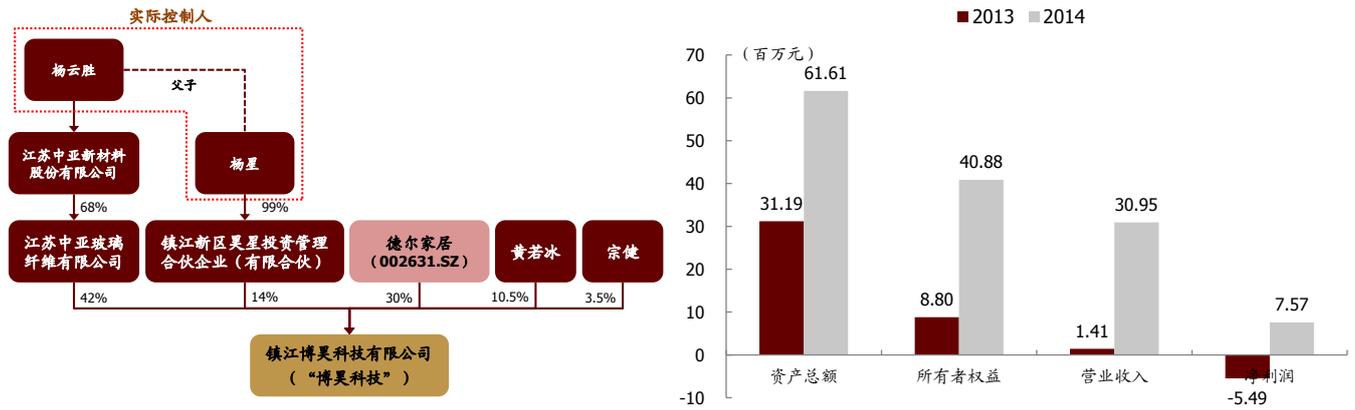
图表 3：烯成新材财务摘要



资料来源：公司数据，中金公司研究部

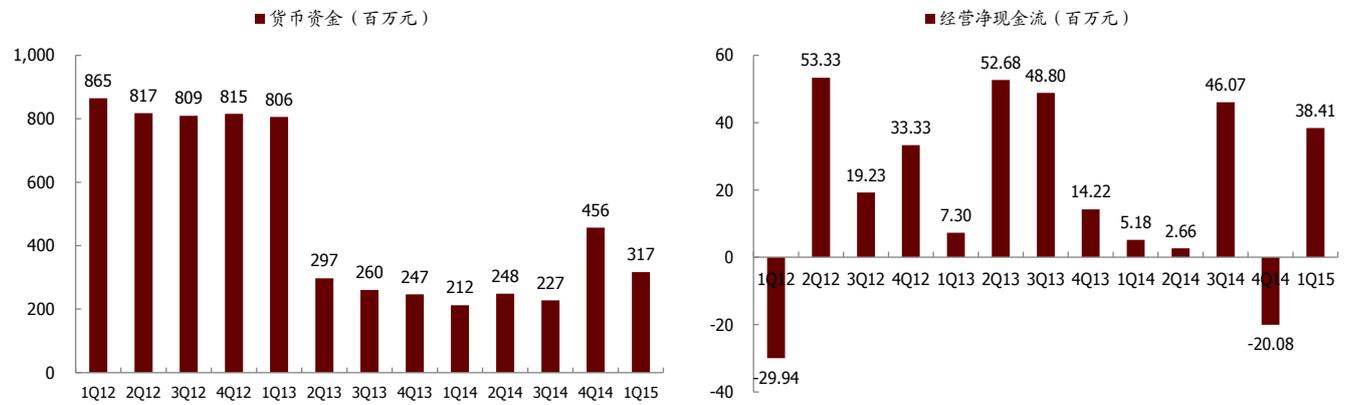


图表4：博昊科技股权结构及财务摘要



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表5：公司货币资金及经营现金流情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

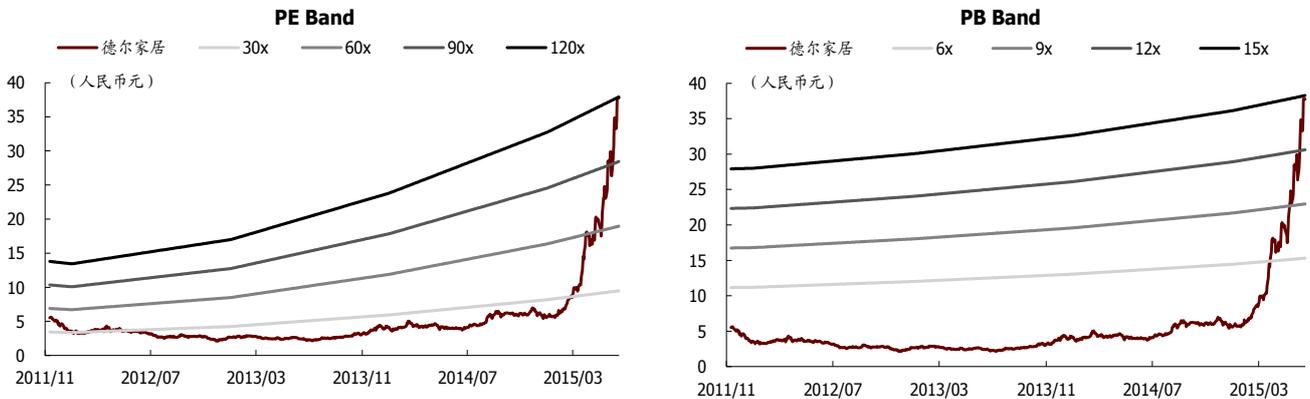


图表6: 可比公司估值表

板块	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润 (百万元)						每股EPS			市盈率			14年底-16年底 净利润 CAGR	PEG	ROE
					2014A	YOY	2015E	YOY	2016E	YOY	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E			
家具	603008.SH	喜临门	28.68	9,034	94	-21.9%	199	111.7%	273	37.4%	0.30	0.63	0.87	96.2	45.5	33.1	70.5%	0.6	8.3%
	002631.SZ	德尔家居	37.77	24,527	129	40.3%	177	37.4%	239	35.0%	0.20	0.27	0.37	190.2	138.4	102.5	36.2%	3.8	9.5%
	002572.SZ	索菲亚*	47.69	21,031	327	33.5%	448	37.1%	592	32.2%	0.74	1.02	1.34	64.3	46.9	35.5	34.6%	1.4	18.2%
	000910.SZ	大亚科技*	25.54	13,472	164	25.4%	257	57.3%	364	41.6%	0.31	0.49	0.69	82.4	52.4	37.0	49.3%	1.1	6.4%
	002084.SZ	海鸥卫浴*	20.55	8,344	41	2.0%	73	77.4%	109	48.9%	0.10	0.18	0.27	202.8	114.3	76.8	62.5%	1.8	5.2%
	002489.SZ	浙江永强*	45.03	27,992	323	23.2%	462	43.0%	478	3.5%	0.52	0.74	0.77	86.8	60.7	58.6	21.7%	2.8	10.2%
	600337.SH	美克股份*	22.42	14,494	234	35.8%	312	33.4%	391	25.5%	0.36	0.48	0.61	62.1	46.5	37.1	29.4%	1.6	8.4%
包装	002303.SZ	美盈森	47.70	34,115	262	50.2%	401	53.4%	605	50.7%	0.37	0.56	0.85	130.4	85.0	56.4	52.0%	1.6	12.6%
	002701.SZ	奥瑞金	31.08	30,500	809	31.5%	1,030	27.4%	1,301	26.2%	0.82	1.05	1.33	37.7	29.6	23.5	26.8%	1.1	22.6%
	002228.SZ	合兴包装	39.46	14,698	126	32.7%	183	45.5%	250	36.7%	0.34	0.49	0.67	117.1	80.4	58.9	41.0%	2.0	12.4%
	002014.SZ	永新股份*	22.39	7,294	154	-12.4%	187	2.9%	217	16.2%	0.54	0.56	0.64	14.7	14.3	12.5	8.5%	1.7	10.5%
印刷	601515.SH	东风股份	29.69	33,015	737	4.9%	956	29.8%	1,137	18.9%	0.66	0.86	1.02	44.8	34.5	29.0	24.2%	1.4	26.8%
	002191.SZ	劲嘉股份	18.78	24,705	578	21.3%	726	25.5%	903	24.5%	0.44	0.55	0.69	42.7	34.0	27.3	25.0%	1.4	18.2%
	002565.SZ	上海绿新*	14.13	9,844	(51)	-122.3%	332	-749.6%	399	20.2%	(0.07)	0.48	0.57	(192.8)	29.7	24.7	-	-	-2.8%
	002117.SZ	东港股份*	49.73	18,092	169	29.8%	218	29.3%	281	28.5%	0.46	0.60	0.77	107.2	82.9	64.5	28.9%	2.9	13.7%
	002229.SZ	鸿博股份*	39.48	11,772	28	-43.6%	39	39.6%	100	158.8%	0.09	0.13	0.34	425.4	304.7	117.7	90.1%	4.7	3.3%
	002235.SZ	安妮股份*	40.15	7,829	(92)	-1058.7%	40	-143.8%	53	20.6%	(0.47)	0.21	0.27	(85.1)	-	146.9	-	-	-23.1%
文娱轻工	603899.SH	晨光文具	48.00	22,080	340	21.1%	426	25.6%	533	25.0%	0.7382	0.93	1.16	65.0	51.8	41.4	25.3%	2.0	31.8%
	300043.SZ	互动娱乐	21.79	27,111	257	91.5%	392	52.4%	487	24.2%	0.41	0.63	0.78	53.1	34.8	28.0	37.6%	0.9	16.4%
	300061.SZ	康耐特	20.12	5,011	37	75.2%	50	35.9%	63	26.8%	0.15	0.20	0.25	136.4	100.4	79.2	31.3%	3.2	8.9%
	002301.SZ	齐心集团*	33.30	12,526	29	5.3%	51	74.2%	91	79.7%	0.08	0.13	0.24	430.8	247.3	137.6	77.0%	3.2	2.6%
	002678.SZ	珠江钢琴*	27.35	26,147	141	-28.2%	193	36.9%	240	24.1%	0.15	0.20	0.25	185.3	135.3	109.0	30.4%	4.5	7.9%
	000026.SZ	飞亚达*	25.57	10,043	146	11.9%	177	21.8%	214	20.9%	0.37	0.45	0.55	69.0	56.6	46.9	21.3%	2.7	8.6%
	600439.SH	瑞贝卡*	12.58	11,867	156	-9.4%	195	25.0%	241	23.5%	0.17	0.21	0.26	75.9	60.8	49.2	24.2%	2.5	6.9%
	002605.SZ	姚记扑克*	29.01	10,850	122	4.6%	153	24.7%	181	18.7%	0.33	0.41	0.48	88.7	71.1	59.9	21.7%	3.3	13.6%
其他	002521.SZ	齐峰新材*	21.56	10,665	273	44.5%	349	28.0%	447	28.1%	0.55	0.71	0.90	39.1	30.5	23.8	28.1%	1.1	11.4%
	002511.SZ	中顺洁柔*	14.18	6,902	68	-41.8%	54	-20.0%	73	35.2%	0.14	0.11	0.15	102.2	127.8	94.5	4.0%	32.0	2.9%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 注: \*公司盈利预测使用 Wind 一致预期。

图表7: P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：张莹



## 北京

### 中金公司

北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

### China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

### 中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

### China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

### 中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

