

下调盈利预期 维持评级

买入维持

目标价格：36 元

投资要点:

- 中报业绩微增，略微下调盈利预期。
- 超募资金投资项目将提升公司的整体竞争力。
- 从上游控制原材料成本，提高盈利能力。

报告摘要:

- 中报业绩微增，略微下调盈利预期。** 2011 年上半年，公司的各项经营指标略微增长，实现营业收入 2.60 亿元，比去年同期增长 3.54%；实现归属于母公司所有者的净利润 2,586.36 万元，比去年同期增长 12.26%，完全摊薄后的 EPS 为 0.3 元。目前略微下调公司未来的盈利预期，主要原因：一是因为公司募投的新项目比预期进度要慢，预计年底甚至明年才能逐渐释放产能，对 11 年业绩的贡献将受到一定的影响，故略微下调 11 年的盈利预期；二是因为公司的主要原材料纯碱的价格上半年一直处于高位，影响业绩，下半年纯碱价格平稳回落将带动公司业绩增长。
- 超募资金投资项目将提升公司的整体竞争力。** 公司公告称决定建设年产 5000 万只晶质高档玻璃酒具项目。项目以生产品质高档玻璃酒具为目标，该项目将于今年 10 月开始施工、安装，预计明年年底投产，投产后将贡献收入 34,533 万元，净利润 11,208 万元，总投资收益率可以达到 21.19%。
- 风险提示。** 原材料价格波动的风险；募投项目延期过长的风险。
- 盈利预测与估值。** 下调公司 2011-12 年盈利预测，EPS 分别为 0.85 元（原 0.95 元）、1.44 元（原 1.52 元），按 8 月 24 日的公司收盘价为 29.26 元计算，对应的市盈率分别为 34.42 倍、20.32 倍，按 2012 年 25 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 36 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万）	509.32	649.00	952.00	1208.00
增长率	0.31	0.27	0.47	0.27
归属母公司股东的净利润（百万）	57.31	72.04	122.81	232.63
增长率	0.45	0.26	0.70	0.89
每股收益	0.67	0.85	1.44	2.74
市盈率	34.84	34.42	20.32	10.68

中小市值上市公司研究组

轻工制造行业

高级分析师:

王凤华 (S1180511010001)

电话: 010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源: Wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益	0.37
摊薄每股收益	0.30
净资产收益率	9.28%
发行股数 (百万)	85.1
流通股 (百万)	22
流通股市值 (百万)	643.72
8 月 25 日收盘价 (元)	28.8

数据来源: Wind

相关研究

《募投项目年内投产提升毛利率——德力股份深度调研报告——王凤华》2011 年 5 月 31 号

《毛利率上升、涉矿提升估值——德力股份中报简评——王凤华》2011 年 8 月 16 号

募集资金投资项目及超募资金投资项目将带动公司业绩爆发式增长

根据公司中报及最新公告，公司共募集资金 5.8 亿元投资于“3.5 万吨高档玻璃器皿生产线建设项目”和“玻璃器皿生产线技术改造项目”2 个项目，本次两个募集资金项目是公司现有业务的巩固、提升和发展，将有助于发挥公司在日用玻璃器皿领域的技术经验优势，进一步提升公司的技术含量，进一步优化公司的产品结构，扩大业务规模，提高公司的整体竞争力和未来公司的盈利能力。

从募投项目的完成情况来看，3.5 万吨高档玻璃器皿生产线建设项目预计今年 11 月投产，将于今年贡献约 1 个月的利润，明年才能真正释放产能，预计明年能够达到 15.6 万吨的产能，复合增长率为 40%；玻璃器皿生产线技术改造项目也将在明年逐步的释放产能。预计 2012 年，新项目释放产能将带动公司盈利能力的爆发式增长。

超募资金主要用于成立滁州子公司实施年产 5000 万只晶质高档玻璃酒具项目以及工业仓储基地的建设，这两个项目也将于 2012 年达到预定的使用状态。5000 万只晶质高档玻璃酒具项目产线将采取进口设备，未来产品质量有保证，新产品问世后，将抢占高端市场的 5%份额，获得丰厚回报。目前估计该项目投产后将贡献收入 34,533 万元，净利润 11,208 万元，总投资收益率可以达到 21.19%，提高公司的毛利率水平。

从这些项目的预期投产时间来看，2012 年将是公司产能迅速释放，新产品不断上市，盈利能快速提升的一年。

Q&A

关于公司未来的盈利能力和发展前景还有以下几个问题：

1、为保证销售的增长，公司能否及时消化公司新增产能，保证市场占有率的稳定？

我们认为公司有足够的能力打开市场，扩大市场份额，及时消化产能并满足市场需求。根据公司 2011 年 4 月 22 日的公告，德力股份出资 2000 万元成立安徽东歌家居用品有限公司来加强对现有重点市场区域的控制能力，推动公司整体销售业绩的增长。东歌家居主要负责家居用品的生产、销售及加工贸易，对公司现有产能满足不了市场需求的及公司现有产品品类不能生产的产品进行国内贴牌、联采，以丰富公司产品线及保持市场占有率的稳定和增长。

随着产能的扩大，销售渠道的建设更加重要，公司在这个时候成立东歌家居可以帮助公司解决产品市场开拓问题，抓住市场机遇，保证市场占有率的稳定。

公司 2011 年 4 月 25 日公告：公司拟使用超募资金 2,500 万元在浙江省杭州市富阳新登镇经济开发区设立浙江德力水晶玻璃有限责任公司并由其租赁有关资产进行生产经营。目前水晶玻璃器皿为公司的空白产品门类，浙江德力设立后将以水晶玻璃器皿的研发、生产为主，项目实施后将可填补公司目前该类产品空白，丰富公司产品结构，提高公司产品市场占有率，有利于增强公司的竞争力。水晶玻璃产量与公司目前的钠钙玻璃相比，产能小但销售价格较高，可提升公司毛利率水平，且该类产品出口居多，可充分利用浙江出口优势，减少物流成本。我们预期公司在高端水晶玻璃的销售上会逐步走出一条路来。

2、如果公司要给主要技术人员股权激励会否压低股价？

我们认为目前公司引入新的高端生产线必须要引入专业技术人才，否则产品质量难有

保障。留住人才的关键因素之一是股权激励政策，未来公司推出股权激励措施的可能性很大。不过股权激励主要针对公司的技术及中层管理人员进行，公司的高层在既有股权格局下不会刻意压低股价来损害自己和其他股东的利益。

3、公司能否获得石英砂矿的采矿权？

我们认为公司有相当大的优势取得采矿权。根据公司 2011 年 8 月 16 日公告，公司将在凤阳成立凤阳得瑞矿业有限公司，来从上游原材料方面控制玻璃器皿的制造成本，保证产品质量。公司及新成立矿业公司均处于全国优质石英砂原材料产地凤阳。公司是凤阳的第一纳税大户，同时，公司在凤阳县所在的地级市滁州市南谯工业开发区乌衣园投资设厂，也是考虑到与地方政府的的关系。公司成立矿业公司是为了获得稳定的原材料，我们预计公司会得到凤阳县及地级市滁州市政府的政策支持，预计公司能够顺利拿到与其生产规模相适应的采矿权。

盈利预测与估值

根据我们的业绩估值模型，并根据公司的中报公布数据和 3 季报的预测数据，我们调低公司 2011-12 年的盈利预测，我们预期 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.85 元、1.44 元、2.74 元，按 8 月 24 日的公司收盘价为 29.26 元计算，对应的市盈率分别为 34.42 倍、20.32 倍、10.68 倍。虽然公司业绩受原材料和募投项目投产略微推迟影响，但长期增长态势不变，我们按 2012 年 25 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 36 元，维持“买入”评级。

表 3：利润预测表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	509.32	649.00	952.00	1208.00
减：营业成本	361.40	460.79	660.69	779.16
营业税金及附加	1.66	1.95	2.86	3.99
销售费用	16.78	21.42	30.46	32.62
管理费用	57.17	73.34	99.96	111.14
财务费用	4.28	6.75	13.55	7.43
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.14	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	67.74	84.76	144.48	273.68
加：营业外收支净额	0.14	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	67.20	84.76	144.48	273.68
减：所得税费用	9.89	12.71	21.67	41.05
四、净利润	57.31	72.04	122.81	232.63
归属于母公司的利润	57.31	72.04	122.81	232.63
五、基本每股收益（元）	0.67	0.85	1.44	2.73

资料来源：宏源证券

表 4: 预测的资产负债表及现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	114.89	64.90	95.20	120.80
应收票据	11.49	12.98	19.04	24.16
应收账款	30.94	38.94	57.12	60.40
预付账款	45.23	51.92	76.16	96.64
其他应收款	4.33	0.00	0.00	0.00
存货	93.82	119.81	171.78	202.58
其他流动资产	(0.01)	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	300.69	288.55	419.30	504.58
长期股权投资	2.80	2.80	2.80	2.80
固定资产	142.69	599.84	650.33	600.82
在建工程	69.57	69.57	69.57	69.57
无形资产	27.59	25.75	23.91	22.07
其他非流动资产	1.40	1.40	1.40	1.40
非流动资产合计	244.05	699.36	748.01	696.66
资产总计	544.73	987.91	1167.31	1201.24
短期借款	125.70	532.05	457.23	271.89
应付票据	63.55	69.12	99.10	116.87
应付账款	62.82	59.90	85.89	101.29
预收账款	9.82	9.22	9.22	9.22
其他应付款	1.32	0.00	0.00	0.00
应交税费	4.42	1.00	1.00	1.00
其他流动负债	18.12	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	285.75	671.29	652.44	500.27
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00
其他非流动负债	0.52	0.52	0.52	0.52
非流动负债合计	0.52	0.52	100.52	100.52
负债合计	286.27	671.81	752.96	600.79
股本	63.10	85.10	85.10	85.10
资本公积	125.36	125.36	125.36	125.36
留存收益	10.55	68.18	166.43	352.53
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	199.01	278.64	376.89	562.99
负债和股东权益合计	544.73	950.45	1129.85	1163.78
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	47.72	64.82	143.23	264.89
投资活动现金流量	(74.76)	(500.00)	(100.00)	0.00
筹资活动现金流量	24.50	385.19	(12.93)	(239.29)
现金及等价物净增加	(1.89)	(49.99)	30.30	25.60

资料来源: 宏源证券

表 5: 主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		22.74	15.03	8.93
成长能力:				
营业收入同比	0.31	0.27	0.47	0.27
营业利润同比	0.29	0.25	0.70	0.89
净利润同比	0.45	0.26	0.70	0.89
营运能力:				
应收账款周转率	17.98	18.57	19.82	20.56
存货周转率	4.29	4.31	4.53	4.16
总资产周转率	1.06	0.85	0.88	1.02
盈利能力与收益质量:				
毛利率	0.29	0.29	0.31	0.36
净利率	0.11	0.11	0.13	0.19
总资产净利率 ROA	0.11	0.07	0.11	0.19
净资产收益率 ROE	0.29	0.26	0.33	0.41
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.05	0.43	0.64	1.01
资产负债率	0.53	0.68	0.65	0.50
长期借款/总负债	0.00	0.00	0.13	0.17
每股指标:				
每股收益	0.67	0.85	1.44	2.73
每股经营现金流量		0.76	1.68	3.11
每股净资产	4.60	5.58	5.80	6.62

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、航民股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。