



收入增长良好，利润略低预期

买入维持

目标价格：36元

投资要点：

- 第三季度收入增速加快，净利润低于预期。
- 前三季度经营活动产生现金净额大幅下降。
- 3.5万吨高档玻璃器皿生产线建设项目11月点火。

报告摘要：

- 第三季度收入增速加快，净利润低于预期。** 公司第三季度实现营业收入总收入1.54亿元，比上年同期增长26.67%，收入增长好于预期，但是营业成本为1.40亿元，同比上升34.7%，从收入角度说，公司的经营状况逐渐转好。但是由于营业成本的大幅增长，导致净利润出现0.99%的下降，第三季度的净利润为1467.3万元，未能达到市场预期。公司今年1—9月的营业收入为4.14亿元，同比增长11.08%，净利润为4053.7万元，同比增长7.07%，略低于市场预期。公司预计2011年全年的净利润增长要低于50%，在10%左右。第三季度的EPS为0.17元，前三季度EPS为0.48元。
- 前三季度经营活动现金净额大幅下降。** 经营活动产生的现金流量净额比去年同期减少14976.16万元，下降464.72%，主要原因为：2011年1—9月份随着公司经销渠道的不断拓展，以及市场竞争的日益激烈，为了稳固及扩大市场占有率，公司在严格内控的基础上增加了部分优质客户发货的信用额度，由此导致应收账款增加119.05%，以及随着产能的扩大采购业务的增加等。另外一些变动较大的财务指标如销售费用增加506.37万元，增43.69%，主要系公司销售业务的增加，相应的运输费及员工工资增加所致。
- 风险提示。** 募投项目产能不能满产，项目不能如期推进及原材料价格上升拉低利润的风险。

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	67.7	122.81	232.63
增长率(%)	0.45	0.19	0.85	0.90
每股收益-摊薄	0.67	0.80	1.44	2.74
市盈率	33.31	27.9	15.5	8.15

中小市值上市公司研究组

玻璃制造行业

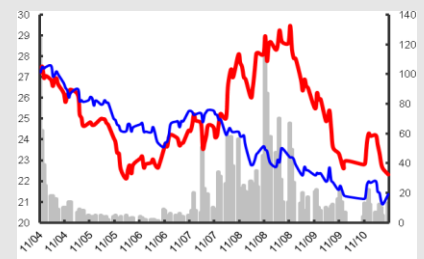
分析师：

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	0.48
摊薄每股收益	0.48
净资产收益率	13.42%
发行股数(百万)	85.1
流通股(百万)	22
流通股市值(百万)	491.04
10月24日收盘价(元)	22.32

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

3.5万吨高档玻璃器皿生产线建设项目 11月点火

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,项目设备目前已进入设备安装阶段,将于今年贡献约2个月的利润。公司已经在德国签订了玻璃奶瓶设备采购协议。从目前的奶瓶市场来看,塑料奶瓶占据市场大部分的份额,但是由于双酚A事件之后,国家已经禁止在婴幼儿奶瓶中使用双酚A并积极寻求替代产品,玻璃奶瓶未来的市场前景非常广阔。

从该募投项目的完成情况来看,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。

盈利预测与估值

根据我们的业绩估值模型,预测公司2011-2013年公司的EPS分别为0.80元、1.44元、2.74元,按10月24日的公司收盘价为22.32元计算,对应的市盈率分别为27.9倍、15.5倍、8.15倍,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 1: 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	2.6	3.9
销售费用	16.78	29.45	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	3.36	.00	.00
三、利润总额	67.20	80.09	144.48	273.68
减: 所得税费用	9.89	12.01	21.67	41.05
四、净利润	57.31	68.08	122.81	232.63
归属于母公司的利润	57.31	68.08	122.81	232.63
五、基本每股收益(元)	0.67	0.80	1.44	2.73

资料来源: 宏源证券

表 2: 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 3: 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	0.19	0.85	0.90
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	0.10	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	0.80	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

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	509.32	649.00	952.00	1208.00	货币资金	114.89	64.90	95.20	120.80
减：营业成本	361.40	460.79	660.69	779.16	应收票据	11.49	12.98	19.04	24.16
营业税金及附加	1.66	1.95	2.86	3.99	应收账款	30.94	38.94	57.12	60.40
销售费用	16.78	29.45	30.46	32.62	预付账款	45.23	51.92	76.16	96.64
管理费用	57.17	73.34	99.96	111.14	其他应收款	4.33	0.00	0.00	0.00
财务费用	4.28	6.75	13.55	7.43	存货	93.82	119.81	171.78	202.58
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动资产	(0.01)	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.14	0.00	0.00	0.00	流动资产合计	300.69	288.55	419.30	504.58
二、营业利润	67.74	84.76	144.48	273.68	长期股权投资	2.80	2.80	2.80	2.80
加：营业外收支净额	0.14	3.36	0.00	0.00	固定资产	142.69	599.84	650.33	600.82
三、利润总额	67.20	80.09	144.48	273.68	在建工程	69.57	69.57	69.57	69.57
减：所得税费用	9.89	12.01	21.67	41.05	无形资产	27.59	25.75	23.91	22.07
四、净利润	57.31	68.08	122.81	232.63	其他非流动资产	1.40	1.40	1.40	1.40
归属于母公司的利润	57.31	68.08	122.81	232.63	非流动资产合计	244.05	699.36	748.01	696.66
五、基本每股收益 (元)	0.67	0.80	1.44	2.73	资产总计	544.73	987.91	1167.31	1201.24
					短期借款	125.70	532.05	457.23	271.89
主要财务指标					应付票据	63.55	69.12	99.10	116.87
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付账款	62.82	59.90	85.89	101.29
EV/EBITDA		22.74	15.03	8.93	预收账款	9.82	9.22	9.22	9.22
成长能力:					其他应付款	1.32	0.00	0.00	0.00
营业收入同比	0.31	0.27	0.47	0.27	应交税费	4.42	1.00	1.00	1.00
营业利润同比	0.29	0.25	0.70	0.89	其他流动负债	18.12	0.00	0.00	0.00
净利润同比	0.45	0.19	0.85	0.90	流动负债合计	285.75	671.29	652.44	500.27
营运能力:					长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00
应收账款周转率	17.98	18.57	19.82	20.56	其他非流动负债	0.52	0.52	0.52	0.52
存货周转率	4.29	4.31	4.53	4.16	非流动负债合计	0.52	0.52	100.52	100.52
总资产周转率	1.06	0.85	0.88	1.02	负债合计	286.27	671.81	752.96	600.79
盈利能力与收益质量:					股本	63.10	85.10	85.10	85.10
毛利率	0.29	0.29	0.31	0.36	资本公积	125.36	125.36	125.36	125.36
净利率	0.11	0.10	0.13	0.19	留存收益	10.55	68.18	166.43	352.53
总资产净利率ROA	0.11	0.07	0.11	0.19	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率ROE	0.29	0.26	0.33	0.41	所有者权益合计	199.01	278.64	376.89	562.99
资本结构与偿债能力:					负债和股东权益合计	544.73	950.45	1129.85	1163.78
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	现金流量表				
长期借款/总负债	0.00	0.00	0.13	0.17	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标:					经营活动现金流量	47.72	64.82	143.23	264.89
每股收益	0.67	0.80	1.44	2.73	投资活动现金流量	(74.76)	(500.00)	(100.00)	0.00
每股经营现金流量		0.76	1.68	3.11	筹资活动现金流量	24.50	385.19	(12.93)	(239.29)
每股净资产	4.60	5.58	5.80	6.62	现金及等价物净增加额	(1.89)	(49.99)	30.30	25.60
资料来源: 公司公告、宏源证券研究所									

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师，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、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、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：光线传媒、超华科技、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。