

毛利率上升、涉矿提升估值

买入维持

目标价格：38 元

投资要点：

- 📖 原材料、人工成本上涨，中报业绩略增。
- 📖 超募资金投资项目技术先进，将提升公司毛利率。
- 📖 公司成立矿产公司，锁定上游成本。

报告摘要：

- **原材料、人工成本上涨，中报业绩略增，符合此前的预期。**由于受到原材料及人工成本上涨等诸多不利因素的影响，2011年上半年，公司的各项经营指标只是略微增长，实现营业收入2.60亿元，比去年同期增长3.54%；实现营业利润总额2,912.63万元，比去年同期增长1.59%；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%。同样因为受到成本等诸多不确定性因素的影响，预计2011年1-9月公司净利润的增长幅度将在10%以内。
- **超募资金投向滁州晶质玻璃生产线，将拉动公司毛利增长。**公司公告称将在滁州实施年产五千万只晶质高档玻璃酒具生产线项目，达产后税后利润8400万元。该项目将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盈利能力，促进公司的可持续发展，将使公司的业务从竞争红海进入蓝海，获得高额利润空间。
- **公司涉矿题材落实。**公司拟投资5000万元设立凤阳德瑞矿业有限责任公司，从事石英砂矿产品的开采、加工、购销。
- **盈利预测与估值。**预测公司2011-2013年公司的EPS分别为0.95元、1.52元、2.74元，按8月16日的公司收盘价为28.98元计算，对应的市盈率分别为30.5倍、24.15倍、10.58倍，我们按2012年25倍市盈率估值，未来6个月的目标价格为38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	701	1,003	1,208
增长率(%)	31.1	37.6	43.1	20.4
归属母公司股东的净利润(百万)	57	81	129	233
增长率(%)	45.3	41.7	59.0	80.2
每股收益-摊薄	0.67	0.95	1.52	2.74
市盈率	34.84	24.45	15.38	8.53

中小市值上市公司研究组

轻工制造行业

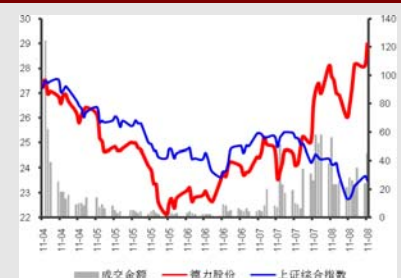
高级分析师：

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	0.37
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)	637.56
8月16日收盘价(元)	28.98

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

主营业务收入和毛利分析

2011 年上半年，公司的营业收入及其构成没有发生大的变化，共实现营业收入 2.60 亿元；其中餐具用具的营业收入为 4,172.32 万元，比上年同期增长 10.99%，毛利率为 27.99%，同比增长 1.08%；酒具水具的营业收入为 517,824.12 万元，同比增长 4.95%，其毛利率为 27.53%，同比增长 1.38%；其他用具的营业收入为 3,930.44，同比下降 8.71%，但是由于其营业成本的下降幅度更大，其毛利率反而增长 1.66%，达到 28.51%。

表 1：主营业务收入分产品情况

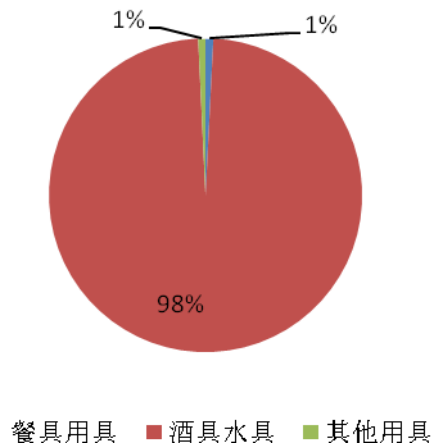
单位：万元

主营业务 分产品情 况	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同 比增长 (%)	营业成本同 比增长 (%)	毛利率同比 增长 (%)
餐具用具	4,172.32	3,004.53	27.99%	10.99%	1.58%	1.08%
酒具水具	517,824.12	12,917.89	27.53%	4.95%	2.99%	1.38%
其他用具	3,930.44	2,809.73	28.51%	-8.71%	-10.79%	1.66%

资料来源：宏源证券 公司中报

图 1：主营业务收入构成

主营业务收入构成

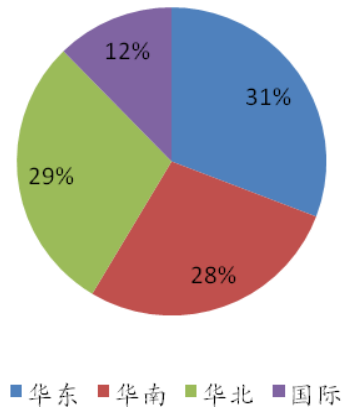


资料来源：宏源证券 公司中报

2011 年上半年，公司主营业务主要集中在国内，国际市场的份额只有 12%，国内市场中华中、华南和华北三大市场的销售情况比较平均，营业收入占比比较接近。

图 2：主营业务分地区情况

主营业务分地区情况



资料来源：宏源证券 公司中报

公司新增生产线将提升公司的整体竞争力

根据公司最新公告，公司决定建设年产 5 千万只晶质高档玻璃酒具项目。项目以生产晶质高档玻璃酒具为目标，因此，项目的建设符合国家发展规划要求。

项目生产的晶质高档玻璃酒具即可作为日常使用物品提升生活品质 and 情趣，又可供高档酒店、饭店、咖啡店等休闲场所使用，满足市场需求。

项目采用成熟可靠、先进合理的技术方案，选用新技术、新设备、新材料，在控制总投资的前提下，力求主线技术装备和自动化控制水平先进合理。产品质量符合玻璃杯（QB/T4162-2011）要求，综合产品质量处于国内品牌领先水平，接近或达到外资品牌实物质量标准。项目的回收期预计为 4.8 年，投产后的年销售收入为 34,533 万元，净利润可以达到 11,208 万元，总投资收益率可以达到 21.19%。

财务指标分析

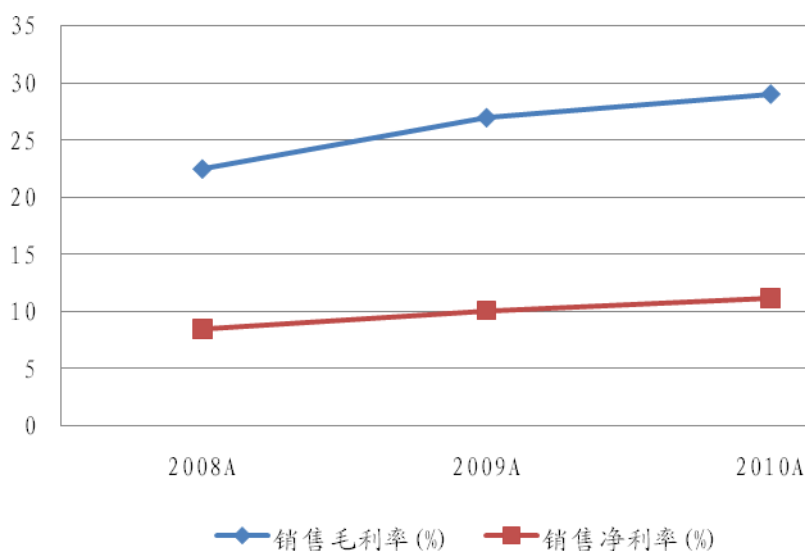
从公司最近几年的盈利指标中可以看出，2008 -2010 年度，公司分别实现营业利润 3,902.02 万元、5,263.33 万和 6,773.84 万元，年均复合增长率 31.76%，虽然期间费用随着公司主营业务规模的扩大而有所增加，但由于公司主营业务销售毛利的增长规模远大于同期费用的增长规模，确保了公司营业利润的持续增长。公司现有规模下，毛利率高达 29%，由于有品牌效应和规模效应，公司的毛利率高于行业内其他竞争对手。募投新上的高档玻璃器皿生产线后，公司的产品售价还将上一个台阶，毛利率至少提升 5 个百分点。

表 2：近三年主要财务指标

	2008A	2009A	2010A	2011 中期	2011E
主营业务收入同比增长率(%)	47.35	14.33	31.06	3.54	37.6
净利润同比增长率(%)	13.60	33.89	27.48	12.26	41.7
销售毛利率(%)	22.50	26.98	29.04		
销售净利率(%)	8.49	10.15	11.25		

资料来源：宏源证券 Wind

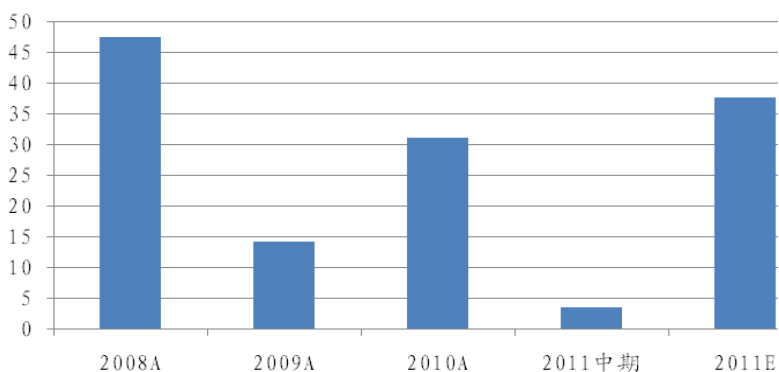
图 3：销售毛利率与净利率



资料来源：宏源证券 Wind

图 4：主营业务收入增长情况

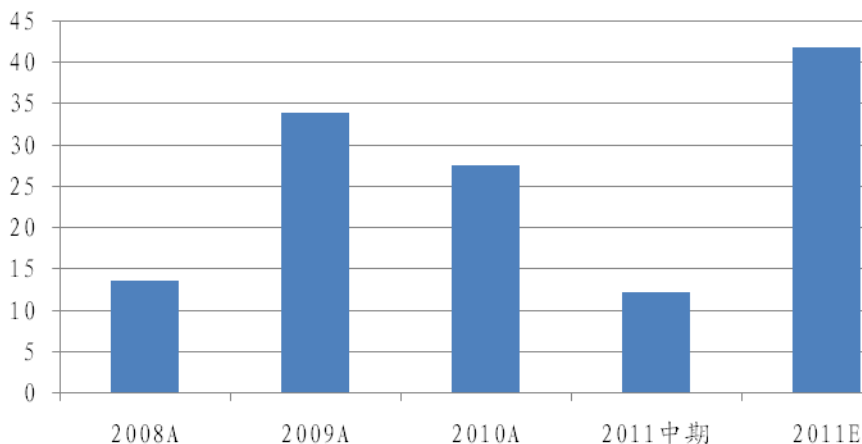
主营业务收入增长率



资料来源：宏源证券 Wind

图 5：净利润增长情况

净利润增长率



资料来源：宏源证券 Wind

公司竞争优势

公司紧紧围绕主业使用募投资和超募资金，每次投入资金都将提升公司的销售产品的档次，提高公司的毛利率水平。滁州 5000 万支晶质高档玻璃产线将采取进口设备，其中主要设备与法国弓箭的设备一致，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。公司地处石英砂原材料产地，设立矿业公司，志在获取矿产。由于公司是凤阳的第一纳税大户，我们预计公司能获得与现在生产规模相适应的石英砂矿的采矿权。

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 0.95 元、1.52 元、2.74 元，按 8 月 12 日的公司收盘价为 28.98 元计算，对应的市盈率分别为 30.5 倍、24.15 倍、10.58 倍，考虑到公司的未来获取采矿权的可能性较大，我们调高公司目标价位，按 2012 年 25 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 38 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	701	1,003	1,208
减：营业成本	361	496	697	779
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	17	23	32	33

管理费用	57	77	105	111
财务费用	4	7	14	7
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	68	96	152	274
加：营业外收支净额	0	0	0	0
三、利润总额	67	96	152	274
减：所得税费用	10	14	23	41
四、净利润	57	81	129	233
归属于母公司的利润	57	81	129	233
五、基本每股收益（元）	0.67	0.95	1.52	2.74

资料来源：宏源证券

表 4：预测的资产负债表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	115	70	100	121
应收票据	11	14	20	24
应收账款	31	42	60	60
预付账款	45	56	80	97
其他应收款	4	0	0	0
存货	94	129	181	203
其他流动资产	(0)	0	0	0
流动资产合计	301	311	442	505
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	143	600	650	601
在建工程	70	70	70	70
无形资产	28	26	24	22
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	244	699	748	697
资产总计	545	1,011	1,190	1,201
短期借款	126	537	457	259
应付票据	64	74	105	117
应付账款	63	65	91	101
预收账款	10	10	10	10
其他应付款	1	0	0	0
应交税费	4	1	1	1
其他流动负债	18	0	0	0
流动负债合计	286	687	663	488
长期借款	0	0	100	100
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	101	101
负债合计	286	687	763	588

股本	63	85	85	85
资本公积	125	125	125	125
留存收益	11	76	179	365
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	199	286	389	576
负债和股东权益合计	545	973	1,153	1,164

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		17.7	12.2	7.4
成长能力：				
营业收入同比	31.1%	37.6%	43.1%	20.4%
营业利润同比	28.7%	41.1%	59.0%	80.2%
净利润同比	45.3%	41.7%	59.0%	80.2%
营运能力：				
应收账款周转率	17.98	19.21	19.62	20.04
存货周转率	4.29	4.45	4.49	4.06
总资产周转率	1.06	0.90	0.91	1.01
盈利能力与收益质量：				
毛利率	29.0%	29.2%	30.5%	35.5%
净利率	11.3%	11.6%	12.9%	19.3%
总资产净利率 ROA	10.5%	8.0%	10.9%	19.4%
净资产收益率 ROE	28.8%	28.4%	33.2%	40.4%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.05	0.45	0.67	1.03
资产负债率	52.6%	68.0%	64.1%	49.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	13.1%	17.0%
每股指标：				
每股收益	0.67	0.95	1.52	2.74
每股经营现金流量		0.79	1.76	3.20
每股净资产	4.6	5.58	5.80	6.76

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 jiahaosen@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。