

# 业绩低于预期，但前景值得期待

## 买入维持

目标价格：30 元

### 投资要点：

- 收入稳定增长，业绩低于预期；
- 募投项目产能释放值得期待；
- 拟成立全资子公司，努力锁定原材料成本。

### 报告摘要：

- **公司经营状况稳定，业绩低于预期。**2011年，公司实现营业收入56621.67万元，同比增长11.17%；实现营业利润5598.24万元，同比下降17.36%；实现归属于母公司所有者的净利润5344.63万元，同比下降6.74%。公司业绩明显低于预期，主要原因是受到原材料涨价因素及欧元汇率波动的影响，其中，原材料及人工成本上升导致整体毛利率下降3个百分点。
- **募投项目有进展，产能释放值得期待。**募投项目中的3.5万吨高档玻璃器皿生产线建设项目已经通过前期设备的冷调试，并已进行了滴料试生产。鉴于公司首次进行中高档产品的生产，我们认为试生产调试时间可能会较长，废品率也可能偏高，预计公司二季度开始投产，下半年将迅速释放产能。募投项目的达产将使得公司产能增长50%，同时高档产品收入快速增长，毛利率将受益于高档玻璃器皿的生产和销售将得到较大程度提升。
- **成立全资矿业子公司，原材料成本有望得到控制。**公司在2011年12月成立凤阳德瑞矿业子公司，并在最近公告中称，拟使用募投资金2000万元注册成立新公司，负责石英砂的储存和加工。矿业子公司的成立和运营，将为公司的原材料成本控制贡献巨大力量。
- **盈利预测与估值。**我们预测公司2012-2014年全面摊薄EPS分别为1.21、1.68、2.39元，继续维持“买入”评级，未来6个月的目标价格为30元。

### 中小市值上市公司研究组

#### 资深分析师：

**王凤华 (S1180511010001)**

电话：010-88085761

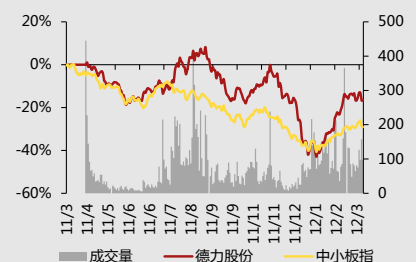
Email: wangfenghua@hysec.com

**吴洋 (S1180511080005)**

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20111231	1789	非常分散
20110930	1763	非常分散
20110630	779	非常分散

### 相关研究

《下调盈利预期 维持评级——德力股份动态报告——王凤华》2011年8月25号

《收入增长良好，利润略低预期——德力股份三季报点评——王凤华》2011年12月25号

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	509	566	764	1,003	1,325
增长率	31%	11%	35%	31%	32%
净利润(百万元)	57	53	103	143	203
增长率	45%	-7%	92%	39%	42%
EPS-全面摊薄	0.67	0.63	1.21	1.68	2.39
PE	25.00	36.16	18.79	13.49	9.50

## 行业地位稳定，业绩低于预期

公司作为日用玻璃器皿行业领跑者，产能不断扩张，营业收入由 08 年的 3.39 亿元提升至 5.66 亿元，呈现稳定增长态势。目前公司产能在国内玻璃器皿行业市场占有率约 5% 左右。

2011 年，公司的营业构成没有发生大的变化：其中餐具用具的营业收入为 11387.46 万元，比上年同期增长 29.68%，毛利率为 26.42%，同比下降 3.64%；酒具水具的营业收入为 36168.5 万元，同比增长 7.75%，其毛利率为 25.68%，同比下降 2.88%；其他用具的营业收入为 8928.01 万元，同比增长 6.46%，毛利率为 26.62%，同比下降 3.09%。

业绩低于预期的原因主要有两方面，一方面是原材料、能源价格上涨，人工成本增加；另一方面是欧元兑人民币汇率不断贬值。公司原材料成本中，纯碱占比最大，超过 40%，纯碱价格的变动对公司盈利能力影响较大。2011 年受限电等情况影响，纯碱价格上涨较多。公司报告期营业成本同比增加 16.09%，高于营业收入增长率近 5 个百分点。

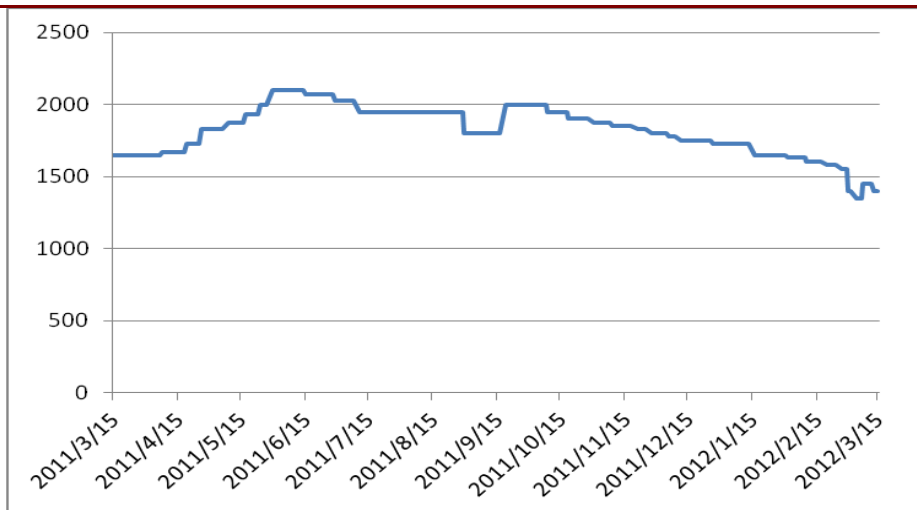
## 新矿业公司有望锁定原材料成本

从原材料构成来看，公司产品主要原材料为纯碱和石英砂，占原材成本的 60% 以上。

公司及成立的矿业公司均处于全国优质石英砂原材料产地凤阳，如果公司能通过矿业公司达到自给石英砂原料，无疑将获得巨大的成本优势，盈利能力也将进一步提升。此外，石英砂矿中含有部分品位最高的超白石英砂，可用于光伏玻璃生产制造，公司的矿产品价值将更高。此外，公司公告称拟使用募投资金 2000 万元注册成立新公司，负责石英砂的储存和加工，新公司的成立和运营将使成本优势更为明显。

从纯碱近一年价格以及供需变动来看，纯碱产能处于供过于求的状态，且目前平板玻璃景气仍在低谷，各地区库存量依然较高，市场短期内难以回暖，我们预计未来纯碱价格上涨的概率较小。

图 1：纯碱价格近一年走势图（单位：元/吨）



资料来源：化工在线，宏源证券

## 产能释放迎合行业需求

我国已经成为全球第一大玻璃器皿制造国，行业需求空间不断扩大。随着我国城镇化进程的不断推进，以及居民收入水平的提高和对高质生活的追求，餐饮酒店业得到迅速发展，这将进一步拉动中高端玻璃器皿的需求进一步增长。

公司募投资金主要投资于“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。目前，公司已经通过项目前期设备的冷调试，于 2012 年 1 月 30 日上午进行了窑炉点火，并于 2 月 15 日进行了产品的滴料试生产。预计今年公司产能将逐步释放，公司的毛利率受益于高档玻璃器皿的生产和销售将得到较大程度提升。

## 盈利预测与估值

我们预测公司 2012-2014 年全面摊薄 EPS 分别为 1.21、1.68、2.39 元，继续维持“买入”评级，未来 6 个月的目标价格为 30 元。

**财务报表**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表 (百万元)</b>					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	115	453	458	451	397	营业收入	509	566	764	1003	1325
应收票据	11	38	34	56	67	营业成本	361	421	540	694	901
应收账款	31	55	61	89	111	营业税金及附加	2	1	2	3	4
预付款项	45	84	84	84	84	销售费用	17	26	30	43	54
其他应收款	4	1	4	3	5	管理费用	57	59	75	99	130
存货	94	141	161	220	277	财务费用	4	3	2	5	6
其他流动资产	0	8	8	8	8	资产减值损失	0	1	2	1	1
长期股权投资	3	3	3	3	3	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	143	183	368	525	662	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	70	159	129	115	107	营业利润	68	56	113	160	229
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-1	6	6	6	6
无形资产	28	28	27	27	26	税前利润	67	62	119	165	234
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	10	8	16	22	31
资产总计	545	1155	1340	1582	1749	净利润	57	53	103	143	203
短期借款	126	105	142	227	153	减：少数股东损益	0	0	0	0	0
应付票据	64	36	71	75	108	归属于母公司的净利润	57	53	103	143	203
应付账款	63	100	110	152	191	基本每股收益	0.91	0.63	1.21	1.68	2.39
预收款项	10	10	10	10	10	稀释每股收益	0.91	0.63	1.21	1.68	2.39
应付职工薪酬	9	11	12	14	15	<b>财务指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
应交税费	4	-11	-11	-11	-11	成长性					
其他应付款	1	1	1	1	1	营收增长率	31.1%	11.2%	35.0%	31.3%	32.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT增长率	23.3%	-18.1%	97.3%	41.9%	42.1%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	45.3%	-6.7%	92.4%	39.3%	41.9%
负债合计	286	253	335	468	466	盈利性					
股东权益合计	258	902	1005	1114	1283	销售毛利率	29.0%	25.7%	29.3%	30.9%	32.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	11.3%	9.4%	13.5%	14.3%	15.4%
净利润	57	53	103	143	203	ROE	22.2%	5.9%	10.2%	12.9%	15.8%
折旧与摊销	20	0	45	58	71	ROIC	15.71%	5.10%	8.83%	10.71%	14.22%
经营活动现金流	61	-84	170	147	260	估值倍数					
投资活动现金流	-6	-79	-200	-200	-200	PE	25.0	36.2	18.8	13.5	9.5
融资活动现金流	-39	501	35	46	-114	P/S	2.8	3.4	2.5	1.9	1.5
现金净变动	16	338	5	-7	-54	P/B	5.54	2.14	1.92	1.74	1.51
期初现金余额	99	115	453	458	451	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	115	453	458	451	397	EV/EBITDA	15.7	26.8	10.0	7.6	5.5

### 分析师简介:

**王凤华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员，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、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、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：金陵药业、积成电子、三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、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。

**吴洋:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，3年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

### 机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 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	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。