中国平安 PING AN 平安证券公司

造纸印刷

2012 年 8 月 14 日

德力股份 (002571)

结构升级已启动，渠道变革进行中

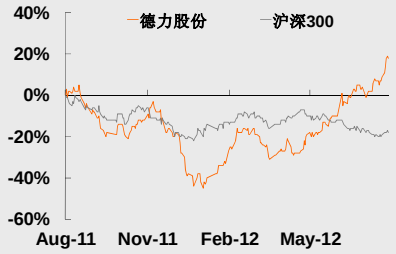
推荐（首次）

现价：16.98 元

主要数据

行业	造纸印刷
公司网址	www.deliglass.com
大股东/持股	施卫东/48.30%
实际控制人/持股	施卫东/48.30%
总股本(百万股)	170
流通 A 股(百万股)	72
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	27.91
流通 A 股市值(亿元)	11.84
每股净资产(元)	5.37
资产负债率(%)	23.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

邵青 投资咨询资格编号 S1060205070049
0755-22622740
shaoqing001@pingan.com.cn

研究助理

赵小燕 一般证券从业资格编号 S1060111080160
021-38638650
zhaoxiaoyan488@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项:

德力股份发布 8 月中报及利润分配预案，上半年实现营业收入 3.2 亿，同比增长 24%；归属于上市公司股东净利 0.3 亿，同比增 11%，EPS0.17 元，基本符合市场预期。公司中期利润分配预案为每 10 股派息 0.6 元。

投资要点

■ 毛利企稳，需求向好：

2Q 营收、归属于上市公司股东净利（扣除汇兑损失）分别为 1.9 亿、0.2 亿，同比增 28%、45%。同时，2Q 公司毛利率、存货周转率均恢复至历史水平，我们推断，出口企业转内销对日用玻璃器皿行业国内供需格局的冲击基本平复。作为行业龙头，公司将长期受益行业份额增长及集中度提升。

■ 结构升级已启动，渠道变革进行中：

产品结构升级是公司未来的发展推动力之一。募投项目“3.5 万吨高档玻璃器皿生产线”已于 7 月正式投产；玻璃奶瓶生产线已开始设备组装，预计下半年量产；晶质玻璃酒具项目基建工程已全面铺开，预计明年量产。

公司已着手渠道变革以配合产品结构升级，如进行“立体式营销”的全国性联采商超运行总部筹备、进行“深度营销”的全国总经销网络的整合下沉等。

■ 上游延伸尚无新进展：

向产业链上游延伸是公司未来的发展推动力之二。公司于 2011 年底成立凤阳德瑞矿业子公司，作为产业链延伸的平台。采矿权获取的进度受政府审批流程影响，报告期暂无新进展。

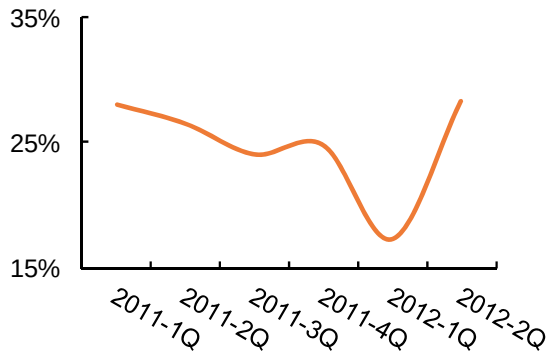
■ 盈利预测与估值

公司产品结构升级已启动，渠道变革配合下新产能有望平稳释放，盈利能力将逐步提升。预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.48、0.75、0.94 元，对应动态 PE 35.7、22.6、18.1 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；新产品市场开拓进度低于预期等。

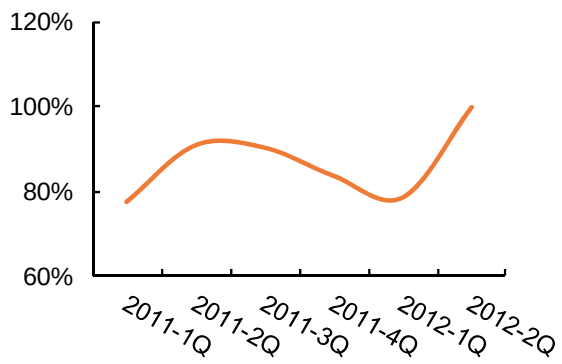
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	509	566	744	1,015	1,204
YoY(%)	31.1	11.2	31.4	36.4	18.6
净利润(百万元)	57	53	81	128	160
YoY(%)	45.3	-6.7	51.6	57.7	25.0
毛利率(%)	29.0	25.7	27.2	30.1	30.8
净利率(%)	11.3	9.4	10.9	12.6	13.3
ROE(%)	22.2	5.9	8.2	11.5	12.6
EPS(摊薄/元)	0.34	0.31	0.48	0.75	0.94
P/E(倍)	48.7	52.2	35.7	22.6	18.1
P/B(倍)	10.8	3.1	2.9	2.6	2.3

图表1 2Q12毛利率恢复至历史水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表2 2Q12存货周转率恢复至历史水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	781	636	702	822
现金	453	268	203	241
应收账款	55	72	98	116
其他应收款	1	1	2	2
预付账款	84	108	142	167
存货	141	152	199	233
其他流动资产	46	35	59	63
非流动资产	374	594	744	875
长期投资	3	2	2	2
固定资产	183	381	515	635
无形资产	28	28	28	28
其他非流动资产	160	183	199	210
资产总计	1155	1230	1446	1697
流动负债	253	247	335	426
短期借款	105	50	79	126
应付账款	100	130	170	200
其他流动负债	48	67	86	100
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	253	247	336	426
少数股东权益	0	0	0	0
股本	85	170	170	170
资本公积	693	608	608	608
留存收益	123	204	332	492
归属母公司股东权益	902	983	1111	1270
负债和股东权益	1155	1230	1446	1697

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-2	118	109	195
净利润	53	81	128	160
折旧摊销	24	30	50	69
财务费用	3	-0	2	4
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-88	8	-72	-39
其他经营现金流	6	0	1	1
投资活动现金流	-217	-249	-200	-200
资本支出	209	250	200	200
长期投资	0	-1	0	0
其他投资现金流	-8	-0	-0	-0
筹资活动现金流	553	-55	27	43
短期借款	-20	-55	29	47
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	22	85	0	0
资本公积增加	568	-85	0	0
其他筹资现金流	-17	1	-2	-4
现金净增加额	333	-186	-65	38

利润表				单位:百万元
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	566	744	1015	1204
营业成本	421	542	710	833
营业税金及附加	1	2	3	4
营业费用	26	35	49	61
管理费用	59	78	96	108
财务费用	3	0	2	4
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	56	87	156	195
营业外收入	6	8	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	62	95	156	195
所得税	8	14	28	35
净利润	53	81	128	160
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	53	81	128	160
EBITDA	83	117	208	268
EPS（元）	0.63	0.48	0.75	0.94

主要财务比率				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	11.2%	31.4%	36.4%	18.6%
营业利润	-17.4%	56.0%	78.4%	25.0%
归属于母公司净利润	-6.7%	51.6%	57.7%	25.0%
获利能力				
毛利率(%)	25.7%	27.2%	30.1%	30.8%
净利率(%)	9.4%	10.9%	12.6%	13.3%
ROE(%)	5.9%	8.2%	11.5%	12.6%
ROIC(%)	9.3%	9.7%	13.1%	14.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	21.9%	20.1%	23.2%	25.1%
净负债比率(%)	41.57%	20.20%	23.43%	29.53%
流动比率	3.08	2.57	2.09	1.93
速动比率	2.53	1.96	1.50	1.38
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.62	0.76	0.77
应收账款周转率	13	11	12	11
应付账款周转率	5.15	4.70	4.73	4.50
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.48	0.75	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.70	0.64	1.15
每股净资产(最新摊薄)	5.30	5.77	6.52	7.46
估值比率				
P/E	54.07	35.67	22.62	18.09
P/B	3.20	2.94	2.60	2.28
EV/EBITDA	31	22	12	9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257