

高端器皿发力，毛利逐季回升

买入维持

目标价格：调高到 24 元

投资要点：

- 成本显著回落，毛利率提升。
- 产品结构优化，高端产品占比提高，后续新产品值得期待。

报告摘要：

- **前三季度利润增长 44%。** 公司三季度营业收入 1.89 亿，较上年同期增长 22%。前三季度收入累计 5.1 亿，同比增长 23%。三季度归属母公司净利润 3100 万，同比增长 111%；前三季度净利润 5900 万，累计同比 44%。前三季度 EPS 0.35 元，其中三季度单季度 0.18 元。公司年报预增：2012 年全年预计实现净利润区间 7482 万元-9085 万元，较上年同期增幅区间为 40%-70%。
- **原材料价格回落和公司技改完成导致公司成本回落，毛利率逐季回升。** 2012 年公司原材料尤其是纯碱价格较去年同期有所下降，同时技改项目完工导致生产的能耗降低，双重效应造成公司的生产成本回落，前三季度毛利率分别是 18%、29%、35%，逐季回升。
- **产品结构优化，高端比重加大，后期产品值得期待。** 公司加大了酒店玻璃器皿的销售力度，降低了普通批发玻璃器皿的销售占比。同时，公司募投项目 3.5 万吨进口设备生产线生产的高端玻璃器皿 8 月中旬量产以来产销旺盛，产品市场份额持续扩大，营业收入和整体毛利率水平提升；此外，“施贝乐”品牌玻璃奶瓶经过前期调试后预计四季度销量增长。明年的高档精致玻璃项目值得期待。
- **盈利预测与投资建议：** 预计公司 2012-2014 年净利润 8800 万、1.76 亿、2.24 亿，同比增长 66%、98%、38%。2012-2014 年 EPS 0.52、1.04、1.32 元，对应的 PE 31×、15×、12×。公司的盈利能力全面提升，技改项目完工和新产品投产，高档精致玻璃酒具和奶瓶项目逐步落实。随着公司产品线布局的完整，公司估值也将向消费品估值靠拢。我们维持对公司的“买入”评级，调高公司 6 个月目标价至 24 元，对应 2013 年 PE 23 倍。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	509	566	750	1133	1366
EBITDA（百万）	92	85	138	237	288
净利润（百万）	57	53	88	176	224
EPS	0.34	0.31	0.52	1.04	1.32
P/E	47.7	51.2	31.1	15.5	12.2

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

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

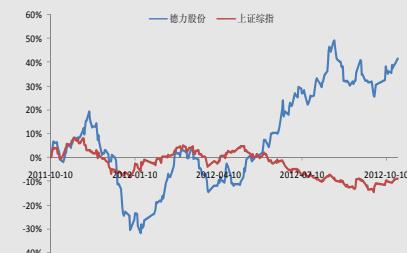
Email：shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88085965

Email：yuemiao@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

行情数据

当前股价	16.07
总股本(千股)	170,200
总市值(百万)	2,735
流通市值(百万)	1,160
12 月最高价(前复权)	17.11
12 月最低价(前复权)	7.66

数据来源：Wind

相关研究

- 宏源证券-德力股份-高端产品产能释放助推业绩增长-王凤华-120927
- 宏源证券-德力股份-募投项目达产，业绩爆发增长-王凤华-120726

报表预测						
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	388.62	509.32	566.22	750.00	1133.45	1366.00
减: 营业成本	283.76	361.40	420.52	549.50	779.75	928.12
营业税金及附加	1.91	1.66	1.42	1.88	2.85	3.43
营业费用	14.09	16.78	25.79	28.69	43.36	52.25
管理费用	30.22	57.17	59.29	73.68	111.35	134.20
财务费用	6.17	4.28	2.71	-7.67	-12.25	-16.75
资产减值损失	-0.14	0.43	0.69	0.33	0.33	0.33
加: 投资收益	0.03	0.14	0.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	52.63	67.74	55.98	103.59	208.06	264.42
加: 其他非经营损益	0.08	-0.54	5.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	52.72	67.20	61.63	103.59	208.06	264.42
减: 所得税	13.26	9.89	8.19	15.54	31.21	39.66
净利润	39.45	57.31	53.45	88.05	176.85	224.76
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	39.45	57.31	53.45	88.05	176.85	224.76
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	80.58	102.16	454.84	653.64	619.56	1091.59
应收和预付款项	52.13	91.97	178.16	49.04	285.94	115.85
存货	74.73	93.82	141.06	145.82	261.27	223.27
其他流动资产	0.00	0.00	8.16	8.16	8.16	8.16
长期股权投资	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	162.04	212.25	341.79	301.42	261.05	220.68
无形资产和开发支出	25.17	27.59	27.86	24.62	21.38	18.15
其他非流动资产	0.00	0.00	0.22	0.11	0.00	0.00
资产总计	397.45	530.60	1154.90	1185.62	1460.16	1680.50
短期借款	76.80	125.70	105.28	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	94.81	137.51	147.88	195.83	293.52	289.10
长期借款	8.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	19.10	8.92	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	199.11	272.13	253.16	195.83	293.52	289.10
股本	63.10	63.10	85.10	85.10	85.10	85.10
资本公积	122.55	125.36	693.19	693.19	693.19	693.19
留存收益	12.69	70.00	123.45	211.50	388.35	613.11
归属母公司股东权益	198.34	258.46	901.74	989.79	1166.64	1391.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	198.34	258.46	901.74	989.79	1166.64	1391.40
负债和股东权益合计	397.45	530.60	1154.90	1185.62	1460.16	1680.50
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	29.13	47.49	0.82	295.04	-48.41	452.78
投资性现金净流量	-28.59	-74.76	-217.35	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	34.50	24.50	552.87	-96.24	14.32	19.25
现金流量净额	35.05	-2.11	336.43	198.80	-34.09	472.04

财务分析和估值指标汇总						
	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收益率						
毛利率	26.98%	29.04%	25.73%	26.73%	31.21%	32.06%
三费/销售收入	12.99%	15.36%	15.50%	12.63%	12.57%	12.42%
EBIT/销售收入	15.11%	14.08%	10.82%	12.61%	17.09%	17.95%
EBITDA/销售收入	19.65%	18.00%	15.07%	18.39%	20.92%	21.12%
销售净利率	10.15%	11.25%	9.44%	11.74%	15.60%	16.45%
资产获利率						
ROE	19.89%	22.17%	5.93%	8.90%	15.16%	16.15%
ROA	14.77%	13.51%	5.30%	7.97%	13.27%	14.59%
ROIC	21.79%	29.78%	16.83%	14.41%	47.92%	37.32%
增长率						
销售收入增长率	14.33%	31.06%	11.17%	32.46%	51.13%	20.52%
EBIT 增长率	33.07%	22.16%	-14.57%	54.34%	104.92%	26.55%
EBITDA 增长率	31.72%	20.04%	-6.90%	61.63%	71.91%	21.64%
净利润增长率	38.03%	45.25%	-6.74%	64.75%	100.85%	27.09%
总资产增长率	30.70%	33.50%	117.66%	2.66%	23.16%	15.09%
股东权益增长率	53.73%	30.31%	248.89%	9.76%	17.87%	19.27%
经营营运资本增长率	-39.29%	167.00%	311.72%	-92.06%	1759.22%	-73.70%
资本结构						
资产负债率	50.10%	51.29%	21.92%	16.52%	20.10%	17.20%
投资资本/总资产	52.04%	54.11%	48.30%	28.98%	38.24%	18.65%
带息债务/总负债	42.79%	46.19%	41.59%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.09	1.06	3.09	4.37	4.00	4.98
速动比率	0.70	0.71	2.50	3.59	3.08	4.18
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.98	0.96	0.49	0.63	0.78	0.81
固定资产周转率	2.57	3.57	3.09	2.49	4.34	6.19
应收账款周转率	11.56	12.01	6.07	20.66	7.10	17.86
存货周转率	3.80	3.85	2.98	3.77	2.98	4.16
业绩和估值指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
EBIT	58.70	71.71	61.26	94.55	193.74	245.17
EBITDA	76.36	91.66	85.34	137.94	237.13	288.45
NOPLAT	43.88	61.59	48.33	80.36	164.68	208.40
净利润	39.45	57.31	53.45	88.05	176.85	224.76
EPS	0.232	0.337	0.314	0.517	1.039	1.321
BPS	1.165	1.519	5.298	5.815	6.855	8.175
PE	61.77	42.53	45.60	27.68	13.78	10.84
PEG	2.01	0.93	0.74 N/A	N/A	N/A	
PB	12.29	9.43	2.70	2.46	2.09	1.75
PS	6.27	4.79	4.30	3.25	2.15	1.78
PCF	83.67	51.32	2977.50	8.26	-50.35	5.38
EV/EBIT	15.54	13.00	14.28	6.06	3.15	0.57
EV/EBITDA	11.94	10.17	10.25	4.15	2.57	0.49
EV/NOPLAT	20.78	15.13	18.10	7.12	3.71	0.68
EV/IC	4.41	3.25	1.57	1.67	1.09	0.45
ROIC-WACC	21.79%	29.78%	16.83%	14.41%	47.92%	37.32%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

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，本科毕业于江西财经大学。15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等。

主要研究覆盖公司：同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、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、围海股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、金亚科技等。

机构销售团队

	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北 区域	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaooyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@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。