

快速布局高档玻璃器皿市场

买入 维持

目标价格：33.00元

事件：

公司今日发布2012年报，实现营业收入7.1亿元，同比增长25.51%，归属于母公司的净利润9347万元，与我们此前预期一致，同比增长74.88%，实现每股收益0.55元。

我们的点评：

- **业绩增长符合预期，毛利和净利显著提高。**公司12年净利9347万符合我们此前的预期，其中3.5万吨高档玻璃器皿项目实现收入2390万元，贡献利润155万元，玻璃器皿生产线技改项目贡献利润843.11万元，两个项目增厚业绩近千万。由于公司产品结构向高端品牌倾斜，原材料成本价格同比下调，公司的毛利由去年的25%上升至29.4%；受益于财务费用大幅缩紧，公司的净利也由去年的9.4%上升至今年的13.15%。公司的业绩增长主要来源于产能扩产，产品结构优化以及成本费用节省，业绩高增长势头将随着产品市场扩大保持下去。
- **未来几年产能加速扩张，满足高档玻璃市场巨大消费需求。**公司12年的技改项目新增产能1.6万吨，募投项目增加0.64万吨，共计产能12.16万吨，未来几年随着2.3万吨高端玻璃器皿和滁州5000万只、3000万只晶质玻璃酒具达产，产能将急速扩张，产品全面向高端玻璃器皿转型，满足我国巨大的高档玻璃器皿缺口和国际市场需求。
- **营销渠道不断完善，联采商超平台建设有助品牌推广。**公司目前已经在北京、陕西、深圳等多地设立子公司，加紧营销建设，形成以上海施歌为主体，陕西施歌、北京德力施歌等子公司为配套的全国商超系统渠道雏形，不断优化营销手段和方式，快速推广自有品牌。公司自有品牌“施贝乐”奶瓶安全可靠受到市场青睐，二胎政策会刺激增长。
- **盈利预测与估值。**根据我们的盈利预测模型，预计13-14年1.86亿、2.6亿，同比增长100%、38%。2013-2014年EPS为1.1元、1.53元，对应的PE为21、15倍，目标价格为33元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	509.32	566.22	710.68	1308.85	1773.67
增长率(%)	31.06	11.17	25.51	84.17	35.51
归母净利润(百万)	57.31	53.45	93.47	186.61	259.99
增长率(%)	45.25	-6.74	74.88	100.69	39.32
每股收益	0.00	0.63	0.55	1.1	1.53
市盈率	0.00	42.91	43	21	15

中小市值研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

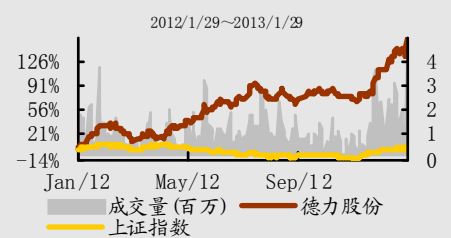
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《德力股份：高端器皿发力，毛利逐季回升》

2012/10/23

《德力股份：高端产品产能释放主推业绩增长》

2012/09/27

《德力股份：募投达产，业绩爆发增长》

2012/07/26

定向增发等项目加速进行，产能扩张结构优化，市场需求旺盛

公司 2012 年 11 月进行的定向增发项目目前已经通过股东大会批准，计划募集 5.59 亿元用于三个项目的建设：

1、投资 2.8 亿元用于滁州德力晶质玻璃年产 3000 万只高档玻璃酒具生产线（二期）

目前，我国每年从国外进口的玻璃器皿总额在以不低于 20% 的速度增长，其中高档玻璃器皿占比达 90% 左右。我国日用玻璃器皿制品的产能还远不能满足国内市场快速增长的要求，尤其是高档玻璃器皿市场需求巨大，预计未来几年，日用玻璃器皿每年还将以年均 15% 左右的速度递增。欧洲市场基本可以自足，但是北美市场虽然有美国利比等公司，市场需求仍不能自足。公司引进欧美等先进设备，依靠自主研发，目前产品品质以及可以和美国利比、法国弓箭等厂家相比，但价格较低，预计能够依靠其高质低价的优势快速抢占国内和国际的高档玻璃酒具市场。项目预计 14 年中期达产。

2、投资 1.67 亿元用于安徽德力日用玻璃有限公司的年产 2.3 万吨高档玻璃器皿项目，预计 14 年中期达产。

本项目引进的高档玻璃器皿生产线，利用公司原有空置车间进行，新建窑炉、新增熔制车间设备，引进具有国际先进水平的玻璃器皿成型、加工生产线，生产高档玻璃器皿，产品广泛用于家居用品、餐厨用品、酒店用品、礼品等市场，这几大市场目前需求增长潜力巨大。

达产后年产 2.3 万吨各类晶质高档玻璃器皿：杯类 5700 吨/年，盘碗类 17280 吨/年，合计 22980 吨/年。

3、投资 8000 万元用于上海施歌实业联采商超营销平台项目

从目前国内销售渠道看，玻璃器皿生产企业并没有和商超直接对接，进行信息和业务合作。公司目前的主要销售渠道为国内经销（地方性超市、批发市场、酒店用品市场）、国际贸易、礼品促销品三大主营渠道，随着消费观念变革，打造商超平台成为必然选择。项目周期 6 个月，建设完成后可以减少销售环节，提高营销效率，有效推动品牌提升。

公司产能分析：

2012 年公司玻璃器皿生产线技术改造项目完工后，公司 12 年度技改项目实际产能为 10.37 万吨，比上年度增加 1.60 万吨，增长了 18.24%。

募投项目 3.5 万吨高档玻璃器皿生产线建设项目于 2012 年 1 月 30 日进行了窑炉点火，7 月下旬调试运行，正式达产，但 7 月到 12 月之间的产能利用率仅为 40%，即 6400 万吨左右。预计 13 年将大大提高产能的利用效率。

公司 2 月份增资 8000 万用于实施滁州德力晶质玻璃有限公司年产五千万只晶质（无铅水晶料）高档玻璃酒具生产线项目。预计 13 年上半年实现试生产。

整体来看，公司未来几年将不断通过技术改造和增发项目扩大产能，丰富及完善公司

产品结构，将有力扩大市场份额，提升产品整体毛利率。

表 1: 预计 12 年后达产各项目产能一览表

单位: 万吨

项目名称	12 年	13 年	14 年	15 年
玻璃生产线技改	10.37	11	11	11
3.5 万吨高档玻璃器皿募投项目	0.64	2.8	3.5	3.5
2.3 万吨高档玻璃定器皿增项目	0	0	0.57	1.8
滁州 5000 万只晶质高档玻璃酒具项目		2500 万只 (1.4 万吨)	5000 万只 (2.8 万吨)	5000 万只 (2.8 万吨)
滁州 3000 万只晶质高档玻璃酒具项目	0	0	1500 只 (0.85 万吨)	3000 万只 (1.7 万吨)
增加产能合计	12.61	15.2	18.72	20.8

资料来源: 公司公告, 宏源证券

二胎政策放宽将刺激公司股价

如果放宽二胎政策, 婴儿产品相关公司将受益于婴儿潮的到来, 德力股份的“施贝乐”品牌玻璃奶瓶经过前期调试后在 2012 年 11 月达产, 预计 13 年能达到千万只规模, 公司产品由于不含双酚 A, 安全可靠而受到市场青睐, 未来市场空间巨大。

盈利预测与估值

公司 12 年的业绩增长完全符合我们此前的预期, 预计业绩高速增长的势头将保持下去。根据我们的盈利预测模型, 预计 13-14 年 1.86 亿、2.6 亿, 同比增长 100%、38%。2013-2014 年 EPS 为 1.1 元、1.53 元, 对应的 PE 为 21、15 倍, 目标价格为 33 元, 维持“买入”评级。

报表预测					
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	509.32	566.22	710.68	1308.85	1773.67
减: 营业成本	361.40	420.52	501.65	914.49	1231.63
营业税金及附加	1.66	1.42	5.15	9.48	12.85
营业费用	16.78	25.79	33.52	66.75	97.55
管理费用	57.17	59.29	71.93	132.48	179.52
财务费用	4.28	2.71	0.60	-2.14	-9.77
资产减值损失	0.43	0.69	4.59	1.00	1.00
加: 投资收益	0.14	0.20	0.22	0.00	0.00
公允价值变动损益	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
营业利润	67.74	55.98	93.46	186.79	260.88
加: 其他非经营损益	-0.54	5.65	15.96	0.00	0.00
利润总额	67.20	61.63	109.42	186.79	260.88
减: 所得税	9.89	8.19	15.98	0.00	0.00
净利润	57.31	53.45	93.44	186.79	260.88
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-0.03	-0.06	-0.09
归属母公司股东净利润	57.31	53.45	93.47	186.85	260.97
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	102.16	454.84	246.39	568.58	360.32
应收和预付款项	91.97	178.16	376.63	179.59	572.07
存货	93.82	141.06	194.13	311.02	369.31
其他流动资产	0.00	8.16	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	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
固定资产和在建工程	212.25	341.79	496.41	484.77	473.12
无形资产和开发支出	27.59	27.86	51.95	51.95	51.95
其他非流动资产	0.00	0.22	0.99	0.50	0.00
资产总计	530.60	1154.90	1369.29	1599.20	1829.58
短期借款	125.70	105.28	195.00	0.00	0.00
应付和预收款项	137.51	147.88	185.46	423.58	393.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	8.92	0.00	3.67	3.67	3.67
负债合计	272.13	253.16	384.13	427.24	396.74
股本	63.10	85.10	170.20	170.20	170.20
资本公积	125.36	693.19	608.09	608.09	608.09
留存收益	70.00	123.45	206.70	393.56	654.52
归属母公司股东权益	258.46	901.74	984.99	1171.85	1432.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.17	0.11	0.02
股东权益合计	258.46	901.74	985.16	1171.95	1432.83
负债和股东权益合计	530.60	1154.90	1369.29	1599.20	1829.58
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
经营性现金净流量	47.49	0.82	-12.53	514.37	-218.70
投资性现金净流量	-74.76	-217.35	-213.73	0.00	0.00
筹资性现金净流量	24.50	552.87	71.23	-192.18	10.45
现金流量净额	-2.11	336.43	-156.83	322.19	-208.25

财务分析和估值指标汇总					
	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收益率					
毛利率	29.04%	25.73%	29.41%	30.13%	30.56%
三费/销售收入	15.36%	15.50%	14.92%	15.06%	15.07%
EBIT/销售收入	14.08%	10.82%	15.60%	14.06%	14.12%
EBITDA/销售收入	18.00%	15.07%	21.50%	14.91%	14.75%
销售净利率	11.25%	9.44%	13.15%	14.27%	14.71%
资产获利率					
ROE	22.17%	5.93%	9.49%	15.95%	18.21%
ROA	13.51%	5.30%	8.09%	11.50%	13.69%
ROIC	29.78%	16.83%	14.14%	19.55%	40.62%
增长率					
销售收入增长率	31.06%	11.17%	25.51%	84.17%	35.51%
EBIT 增长率	22.16%	-14.57%	80.94%	65.97%	36.13%
EBITDA 增长率	20.04%	-6.90%	79.08%	27.66%	34.06%
净利润增长率	45.25%	-6.74%	74.82%	99.91%	39.67%
总资产增长率	33.50%	117.66%	18.56%	16.79%	14.41%
股东权益增长率	30.31%	248.89%	9.23%	18.97%	22.27%
经营营运资本增长率	167.00%	311.72%	111.91%	-79.58%	606.52%
资本结构					
资产负债率	51.29%	21.92%	28.05%	26.72%	21.68%
投资资本/总资产	54.11%	48.30%	68.71%	38.55%	59.59%
带息债务/总负债	46.19%	41.59%	50.76%	0.00%	0.00%
流动比率	1.06	3.09	2.15	2.50	3.31
速动比率	0.71	2.50	1.64	1.77	2.37
股利支付率	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%
资产管理效率					
总资产周转率	0.96	0.49	0.52	0.82	0.97
固定资产周转率	3.57	3.09	1.82	2.70	3.75
应收账款周转率	12.01	6.07	3.62	13.31	5.89
存货周转率	3.85	2.98	2.58	2.94	3.33
业绩和估值指标					
EBIT	71.71	61.26	110.84	183.97	250.43
EBITDA	91.66	85.34	152.83	195.11	261.57
NOPLAT	61.59	48.33	78.91	183.97	250.43
净利润	57.31	53.45	93.47	186.85	260.97
EPS	0.337	0.314	0.549	1.098	1.533
BPS	1.519	5.298	5.787	6.885	8.418
PE	69.64	74.68	42.70	21.36	15.29
PEG	1.44	1.07	N/A	N/A	N/A
PB	15.44	4.43	4.05	3.41	2.79
PS	7.84	7.05	5.62	3.05	2.25
PCF	84.04	4875.86	-318.41	7.76	-18.25
EV/EBIT	21.03	26.96	35.61	18.68	14.57
EV/EBITDA	16.45	19.35	25.83	17.61	13.95
EV/NOPLAT	24.49	34.18	50.02	18.68	14.57
EV/IC	5.25	2.96	4.20	5.57	3.35
ROIC-WACC	29.78%	16.83%	14.14%	19.55%	40.62%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。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, 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、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、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、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、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。