

整合上游资源，助推业绩成长

买入 维持

目标价格：20.00元

事件：

公司4月19日晚公告，称已经与凤阳县政府在2013年4月17日签订关于参与凤阳县石英矿资源整合的框架协议。政府同意和公司共同参与凤阳县石英资源整合，规范石英矿开采秩序，打造具有全国知名度的优质石英品牌，同时为公司后续资源整合工作提供服务与配合。

我们的观点：

- **利用凤阳的石英砂资源，向上游产业链延伸，助推公司业绩增长。**凤阳县是全国有名的石英砂原料基地，石英岩矿区覆盖面积达80平方公里，石英石储量在100亿吨以上，储量和品位居全国前列，华东地区玻璃企业石英原料70%以上源自凤阳。公司参与凤阳的石英矿资源整合，掌握石英矿的优越资源，使产业链向上游延伸，在公司产能不断扩大的背景下，掌握丰富的上游资源能够有效节省成本，并利用优质、充足的原料供给帮助提升生产质量，促进公司业绩增长。
- **公司与政府合资，获取切分石英砂矿资源蛋糕的话语权。**从公告中并未涉及具体交易标的和金额，但明确以后凤阳的石英砂矿整合都将通过合资公司来运营。公司参股这家公司将获得类似一级土地开发权的权利。虽然正式获得资源还需要招拍挂，但获得一级开发权能获得更多的关于储量、品味等信息。有助于公司以合适的价格获得高品质的上游原材料，锁定上游成本。根据政府对硅（玻璃）产业的发展规划，未来10年，硅产业产值会翻3倍。公司搭上凤阳硅（玻璃）产业的顺风车，发展前景更加广阔。
- **公司业绩进入加速释放期。**从公司一季度的业绩预告，我们判断公司的业绩将进入加速释放期。玻璃奶瓶和商超渠道放量值得关注。
- **盈利预测与估值。**预计公司13-15年净利润为1.86亿、2.61亿、3.60亿，EPS为0.55元、0.77元和1.06元，维持目标价20元，对应13年36倍PE，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	566.22	710.68	1308.86	1773.64	2394.41
增长率(%)	11.17	25.51	84.17	35.51	35.00
归母净利润(百万)	53.45	93.47	186.01	261.56	360.53
增长率(%)	-6.74	74.88	99.07	40.62	37.84
每股收益	0.16	0.28	0.55	0.77	1.06
市盈率	43.36	49.58	24.46	17.39	12.62

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

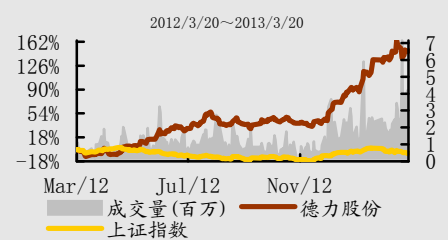
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《德力股份：渠道、产品双轮提升盈利能力》

2013/03/20

《德力股份：快速布局高档玻璃器皿市场》

2012/01/31

《德力股份：高端器皿发力，毛利逐季回升》

2012/10/23

掌握凤阳县的石英砂矿对公司的重要影响

1、石英砂矿资源在凤阳县中的战略地位

通过查看凤阳县的公开资料我们了解到，凤阳县最主要的资源就是石英砂矿，其矿区覆盖面积达 80 平方公里，石英石储量在 100 亿吨以上，储量和品位居华东首位、全国前列，华东地区玻璃企业石英原料 70% 以上源自凤阳。中国建筑材料工业协会、中国建筑玻璃与工业玻璃协会于 2005 年联合授予凤阳“中国优质石英砂原料基地”称号。2009 年 12 月，凤阳被中国日用玻璃协会和中国轻工业联合会联合授予“中国日用玻璃产业基地”。

凤阳的石英资源可广泛用于**太阳能产业基础材料、浮法玻璃及深加工、玻璃新材料、玻璃装备、信息产业基础材料**等方面。

所以凤阳县的工业几乎全部依靠石英砂资源形成了上述几大支撑产业。从一定意义上说，石英砂矿资源是凤阳县经济的命脉。全县的经济主要是政府依托石英砂的资源吸引相关下游产业发展起来的，县政府计划全面打造硅（玻璃）产业基地，力争到 2020 年硅（玻璃）产业年产值达 1000 亿元。石英砂资源在凤阳县具有重要的战略地位。

2、凤阳县政府的整合规划

目前公司与凤阳县政府的正式合同尚未出来，我们可以先看一下政府以往的整合规划：

县政府的公告中主要是规模化、集中化管理石英砂矿的规划。明确指出**对到期的探矿权、采矿权不予延续，进行整合，分片招标出让采矿权，鼓励规模大和技术、管理、装备水平高的企业参与开发，走规模化、集约化的路子，通过严格规范管理，实现石英矿开采从无序走向有序，从零散走向规模化。**

3、掌握石英砂矿资源对公司的影响

1、向上游资源延伸，充分发挥公司的地域优势，降低成本，提供充足优质原料满足产能的扩大，对公司的长远发展非常有利。

2、石英砂矿资源在凤阳县具有如此重要的战略地位，德力股份作为一家公司与政府合资共同参与凤阳县的资源整合，表明公司对当地政府的贡献之大。作为硅产业的龙头企业，参与上游石英砂资源的整合是锁定了上游原材料的供应来源，使公司能获得高品质的原材料。同时参与开发对凤阳经济影响非常大的石英砂资源也就掌控了原材料一级市场的分配权。这就相当于获得了土地一级开发权，虽然此后的二级开发还需要招拍挂，但进入一级开发的企业显然有更多的信息优势，对矿产资源的品质储量更加有底。石英砂矿资源已经帮凤阳县吸引了相关产业的一些知名企业过来投资发展，今后也是凤阳政府用来招商引资的基础，还将吸引更多企业，德力股份作为一家玻璃器皿行业的全国龙头企业，能够参与到整合资源的源头，显然具备了分蛋糕的话语权，对公司未来发展十分重要。

3、具体到数字上，我们按照政府提出的到 2020 年硅（玻璃）产业年产值达 1000 亿元的目标来说，石英砂矿的采矿必将受益于下游产业的壮大，公司参与这部分资源的整合，也可以从中分一杯羹。当然，公司后期也将投桃报李，产业投资也将倾向凤阳县或滁州市境内。

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	509.32	566.22	710.68	1308.86	1773.64	2394.41
减: 营业成本	361.40	420.52	501.65	896.57	1213.17	1635.38
营业税金及附加	1.66	1.42	5.15	6.54	8.87	11.97
营业费用	16.78	25.79	33.52	58.90	76.27	98.17
管理费用	57.17	59.29	71.93	130.89	177.36	239.44
财务费用	4.28	2.71	0.60	-2.87	-9.74	-14.71
资产减值损失	0.43	0.69	4.59	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.14	0.20	0.22	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	67.74	55.98	93.46	218.83	307.72	424.15
加: 其他非经营损益	-0.54	5.65	15.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.20	61.63	109.42	218.83	307.72	424.15
减: 所得税	9.89	8.19	15.98	32.82	46.16	63.62
净利润	57.31	53.45	93.44	186.01	261.56	360.53
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-0.03	-0.06	-0.09	-0.12
归属母公司股东净利润	57.31	53.45	93.47	186.07	261.64	360.65
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	102.16	454.84	246.39	618.11	450.29	1130.16
应收和预付款项	91.97	178.16	376.63	174.68	571.91	435.34
存货	93.82	141.06	194.13	301.12	369.01	534.34
其他流动资产	0.00	8.16	0.00	0.00	0.00	0.00
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	212.25	341.79	496.41	437.42	378.43	319.43
无形资产和开发支出	27.59	27.86	51.95	46.17	40.40	34.62
其他非流动资产	0.00	0.22	0.99	0.50	0.00	0.00
资产总计	530.60	1154.90	1369.29	1580.80	1812.84	2456.69
短期借款	125.70	105.28	195.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	137.51	147.88	185.46	412.74	392.75	689.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	8.92	0.00	3.67	3.67	3.67	3.67
负债合计	272.13	253.16	384.13	416.41	396.41	692.87
股本	63.10	85.10	170.20	170.20	170.20	170.20
资本公积	125.36	693.19	608.09	608.09	608.09	608.09
留存收益	70.00	123.45	206.70	386.00	638.11	985.63
归属母公司股东权益	258.46	901.74	984.99	1164.29	1416.40	1763.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.17	0.11	0.02	-0.10
股东权益合计	258.46	901.74	985.16	1164.39	1416.42	1763.82
负债和股东权益合计	530.60	1154.90	1369.29	1580.80	1812.84	2456.69
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	47.49	0.82	-12.53	568.95	-170.31	675.22
投资性现金净流量	-74.76	-217.35	-213.73	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	24.50	552.87	71.23	-197.23	2.49	4.65
现金流量净额	-2.11	336.43	-156.83	371.73	-167.82	679.87

财务分析和估值指标汇总

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率						
毛利率	29.04%	25.73%	29.41%	31.50%	31.60%	31.70%
三费/销售收入	15.36%	15.50%	14.92%	14.28%	13.75%	13.49%
EBIT/销售收入	14.08%	10.82%	15.60%	16.37%	16.67%	16.97%
EBITDA/销售收入	18.00%	15.07%	21.50%	21.36%	20.35%	19.68%
销售净利率	11.25%	9.44%	13.15%	14.21%	14.75%	15.06%
资产获利率						
ROE	22.17%	5.93%	9.49%	15.98%	18.47%	20.45%
ROA	13.51%	5.30%	8.09%	13.56%	16.31%	16.54%
ROIC	29.78%	16.83%	14.54%	19.36%	44.93%	35.11%
增长率						
销售收入增长率	31.06%	11.17%	25.51%	84.17%	35.51%	35.00%
EBIT 增长率	22.16%	-14.57%	80.94%	93.32%	37.99%	37.43%
EBITDA 增长率	20.04%	-6.90%	79.08%	82.91%	29.12%	30.52%
净利润增长率	45.25%	-6.74%	74.82%	99.07%	40.62%	37.84%
总资产增长率	33.50%	117.66%	18.56%	15.45%	14.68%	35.52%
股东权益增长率	30.31%	248.89%	9.23%	18.20%	21.65%	24.54%
经营营运资本增长率	167.00%	311.72%	111.91%	-80.59%	643.15%	-46.21%
资本结构						
资产负债率	51.29%	21.92%	28.05%	26.34%	21.87%	28.20%
投资资本/总资产	54.11%	48.30%	68.71%	35.39%	54.27%	26.77%
带息债务/总负债	46.19%	41.59%	50.76%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.06	3.09	2.15	2.65	3.54	3.05
速动比率	0.71	2.50	1.64	1.92	2.60	2.27
股利支付率	0.00%	0.00%	10.93%	3.64%	3.64%	3.64%
收益留存率	100.00%	100.00%	89.07%	96.36%	96.36%	96.36%
资产管理效率						
总资产周转率	0.96	0.49	0.52	0.83	0.98	0.97
固定资产周转率	3.57	3.09	1.82	2.99	4.69	7.50
应收账款周转率	12.01	6.07	3.62	13.31	5.89	10.06
存货周转率	3.85	2.98	2.58	2.98	3.29	3.06
业绩和估值指标						
EBIT	71.71	61.26	110.84	214.28	295.70	406.37
EBITDA	91.66	85.34	152.83	279.55	360.96	471.14
NOPLAT	61.59	48.33	81.09	182.14	251.34	345.42
净利润	57.31	53.45	93.47	186.07	261.64	360.65
EPS	0.168	0.157	0.275	0.547	0.769	1.059
BPS	0.759	2.649	2.894	3.420	4.161	5.182
PE	79.41	85.15	48.69	24.46	17.39	12.62
PEG	1.65	1.22	0.86	N/A	N/A	N/A
PB	17.61	5.05	4.62	3.91	3.21	2.58
PS	8.94	8.04	6.40	3.48	2.57	1.90
PCF	95.83	5559.93	-363.08	8.00	-26.72	6.74
EV/EBIT	12.16	12.96	20.13	7.80	6.23	2.88
EV/EBITDA	9.52	9.30	14.60	5.98	5.11	2.48
EV/NOPLAT	14.16	16.43	27.52	9.17	7.33	3.39
EV/IC	3.04	1.42	2.37	2.99	1.87	1.78
ROIC-WACC	29.78%	16.83%	14.54%	18.26%	44.93%	35.11%
股息率	0.000	0.000	0.002	0.001	0.002	0.003

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。16 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: 德力股份、山大华特、金宇集团、尚荣医疗、广安爱众、中弘股份、中国医药、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、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、围海股份等。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	座机号	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	张璐	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。