

德力股份（002571） 玻璃器皿

—拥有原材料与技术优势的玻璃器皿行业龙头

合理价值区间 36.75-42 元

投资要点:

- 国内最大的玻璃器皿终端产品服务制造商。公司自 2002 年成立以来一直从事日用玻璃器皿的生产销售，目前拥有 7 座窑炉、10.3 万吨/年的生产能力。品牌有青苹果、立扣、GREEN APPLE，销售渠道有商超物流、酒店餐饮、礼品与促销品。代理销售收入占比逾七成，国内市场收入稳定在 80%以上，自有品牌收入逾 96%。
- 行业国内市场年均增速 15%。中国玻璃协会预计，未来几年，我国日用玻璃器皿行业每年将以年均 15%的速度递增。当前全球和国内市场仍然存在供需缺口。
- 未来可能拥有重要原材料的矿权。玻璃成分中，石英砂 75%、纯碱 10%、其他辅料 15%。公司产品原材料采购成本中，石英砂 15%、纯碱 50%、其他辅料 35%。公司所在地安徽凤阳石英砂资源丰富，公司正在努力取得石英矿的矿权，目前已在公司内部走完法律程序，该项矿权的获得将增加公司的成本优势。纯碱是大宗基础化工原料，公司靠近山东、江苏、河北等纯碱的重要产区。
- 技术创新优势。行业高端市场技术门槛高，公司是国内日用玻璃器皿行业为数不多的高新技术企业，目前的核心技术有吹机热模工艺技术、钢化密封保鲜盒生产技术、高精度 8 色印花技术、电子版压吹技术。08、09、10 年研发投入营收占比 3.8%、3.38%、4.08%。
- 募投项目将大幅提高生产效率。3.5 万吨高档玻璃器皿生产线建设项目采用德国、意大利等进口设备，今年 9 月投入生产，一分钟生产高端玻璃杯 80 个，达到国际先进水平，而国内当前行业水平为 20 个/分钟。此项目产品将全部销往四五星级酒店。
- 估值与风险。我们给予公司 11、12、13 年 EPS 为 1.05、1.44、1.88 元，参考类似上市公司估值情况，我们认为 11 年公司合理估值区间 35-40 倍，对应价格区间为 36.75-42 元。风险主要来自于原材料价格上涨、渠道扩张风险。

发布时间：2011 年 3 月 25 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	
上证指数/深圳成指	2919.14/12667.26
50 日均成交额(百万元)	
市净率(倍)	
股息率	

基础数据

流通股(百万股)	0.00
总股本(百万股)	63.10
流通市值(百万元)	
总市值(百万元)	
每股净资产(元)	4.10
净资产负债率	110.76%

股东信息

大股东名称	施卫东
持股比例	65.13%
国元持仓情况	

52 周行情图

2010/3/23~2011/3/23

— 德力股份 — 沪深300

相关研究报告

联系方式

研究员：李茂娟
 执业证书编号：S0020110100005
 电话：021-51097188-1852
 电邮：limaojuan@gyzq.com.cn
 研究员：周海鸥
 执业证书编号：S0020208060732
 电话：021-51097188-1803
 电邮：zhouhaiou@gyzq.com.cn
 联系人：赵喜娟
 电话：(86-21) 51097188-1952
 电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号
 (230001)

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	509	728	983	1278
收入同比(%)	31%	43%	35%	30%
归属母公司净利润	57	89	123	160
净利润同比(%)	45%	56%	37%	31%
毛利率(%)	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
ROE(%)	22.2%	25.7%	26.1%	25.4%
每股收益(元)	0.67	1.05	1.44	1.88

目录

第一部分 公司概况	3
1.1 公司主要产品	3
1.2 公司股权结构	3
第二部分 上下游产业链分析	4
2.1 公司所在地石英砂产量丰富	5
2.2 未来几年我国日用玻璃器皿需求年增速约 15%	5
第三部分 公司主营业务分析	8
3.1 公司基本经营流程，坚持“有市场才有工厂”的经营原则	8
3.2 公司以自有品牌为主，销售收入占比约 96%	8
3.3 产品以经销为主，占比逾七成	9
3.4 产品内销为主，超过 80%	10
第四部分 公司财务数据分析	10
第五部分 募投项目	11
第六部分 盈利预测与风险	12

图表目录

图表 1 公司主要产品分类	3
图表 2 公司股权结构	4
图表 3 前十大股东持股情况	4
图表 4 日用玻璃器皿行业产业链	4
图表 5 各项原材料采购成本大致占比	5
图表 6 公司主要原材料近三年采购量和单价	5
图表 7 主要原材料采购量与价同比增长情况	5
图表 8 全球日用玻璃器皿市场需求分布图	6
图表 9 中国日用玻璃器皿市场规模	6
图表 10 05-09 年全国星级酒店规模增长	6
图表 11 我国经济型连锁酒店的市场变化情况	7
图表 12 中国酒店用品及厨房设备行业市场规模	7
图表 13 我国主要白色家电产量规模（万台）	7
图表 14 公司基本流程图	8
图表 15 公司自有品牌与贴牌销售情况	9
图表 16 公司近三年直销与代理情况	9
图表 17 公司内销与出口情况	10
图表 18 主营业务收入变化趋势（单位：万元）	10
图表 19 毛利率变化趋势	10
图表 20 净利润变化趋势	11
图表 21 本次募集资金投向	11
图表 22 募投项目与公司现有产能对比（单位：万吨）	11
图表 23 我国高档玻璃器皿市场需求（万吨）	11
图表 24 利润表（单位：百万元）	12

第一部分 公司概况

2002年德力有限由黄晓祖等7位自然人共同投资发起设立，一直从事日用玻璃器皿的生产销售，2009年变更为安徽德力日用玻璃股份有限公司。

1.1 公司主要产品

公司专业从事日用玻璃器皿研发、生产和销售，主要生产机吹杯、机压杯、压吹杯、花瓶、烟缸、密封罐、玻璃碗等各类日用玻璃器皿，同时拥有完善的配套后道加工工艺，可设计、生产各类印花、贴花、刻花、喷砂、彩绘、描金等工艺日用玻璃制品。公司主要产品按用途可划分为3大类别、15大系列、数千种型号。

图表 1 公司主要产品分类

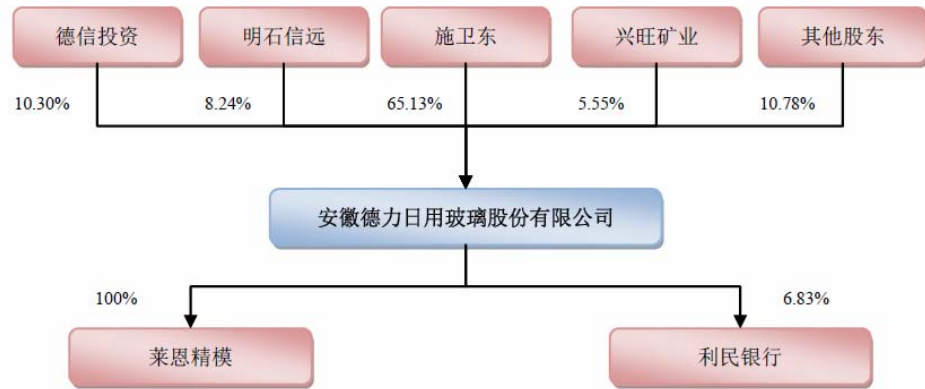
类别	产品系列	应用领域	产品特性
水具、酒具类	印花杯	以家庭为主，同时适用餐馆、咖啡馆等。	器型、花型独特。
	扎壶	酒店、餐馆、咖啡馆和家庭等。	容量大，适装饮料、冰冻和常温饮品。
	冰淇淋桶	酒店、咖啡馆、家庭和特色店等。	口径大，带提手方便取用，适装冰激凌、冰块。
	饮料杯	酒店、咖啡馆、餐馆、家庭和特色店等。	品种多，款式多，适合各类人群。
	白酒杯	酒店、餐馆和家庭等。	口径小，抗摔，品相精致高雅。
	啤酒杯	酒店、餐馆和家庭等。	口径及容量大，抗摔，杯身轻。
	红酒杯	酒店、餐馆和家庭等。	杯身均匀剔透，弧线精致优美。
餐厨类	碟，盘	酒店、餐馆和家庭等。	品种多，款式多，适合各类人群。
	碗	酒店、餐馆和家庭等。	品种多，款式多，适合各类人群。
	微波炉烤盘	微波炉厂家、家庭等。	耐高温，可直接进烤炉。
其他用品类	果斗	酒店、家庭等。	可用于盛放糖果等，外观精美，款式多，装饰用。
	烟缸	酒店、餐馆和家庭等。	品种多，款式多，适合各类人群。
	花瓶	酒店、餐馆和家庭等。	外观精美，款式多，装饰用。
	密封罐	酒店、餐馆和家庭等。	品种多，款式多，适合各类人群。

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

1.2 公司股权结构

公司首次拟公开发行不超过2200万股，发行后总股本不超过8510万股。公司控股股东及实际控制人为施卫东，持有4110万股，占发行后总股本的48.3%。

图表 2 公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

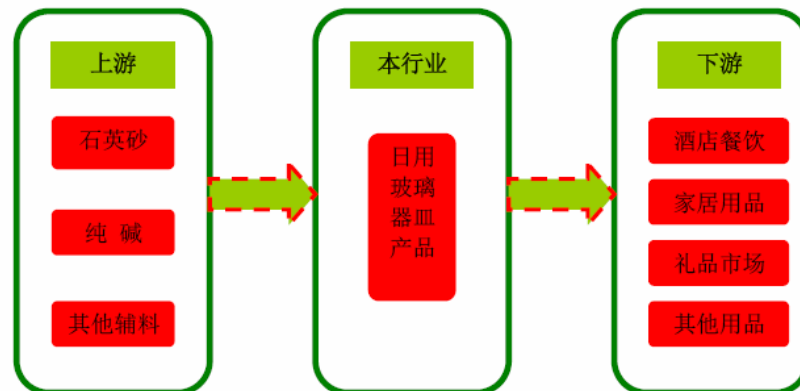
图表 3 前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)
1	施卫东	4,110.00	65.13
2	德信投资	650.00	10.30
3	明石信远	520.00	8.24
4	兴旺矿业	350.00	5.55
5	橙金立方	160.00	2.54
6	陈华明	150.00	2.38
7	金智德投资	100.00	1.58
8	盛江	100.00	1.58
9	潘晨军	30.00	0.48
10	黄晓祖	20.00	0.32
合计		6,190.00	98.10

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

第二部分 上下游产业链分析

图表 4 日用玻璃器皿行业产业链



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

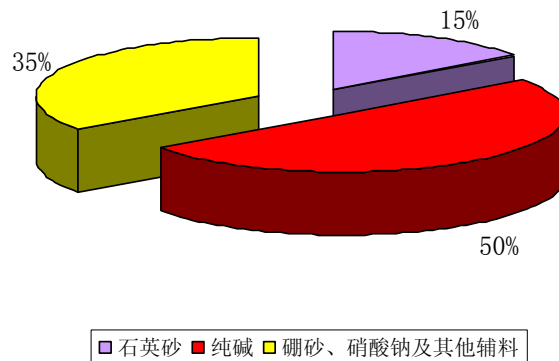
2.1 公司所在地石英砂产量丰富

石英砂和纯碱是日用玻璃器皿的重要原料，其品质好坏对日用玻璃器皿产品的质量影响较大。

我国石英砂矿产资源非常丰富，主要分布在安徽、山东、湖北等几个省份。公司所处的安徽凤阳县优质石英砂资源丰富，覆盖面积达 80 平方公里，远景储量在 100 亿吨以上，二氧化硅含量达 99%以上，凤阳县石英砂的储量和品位均居华东地区首位、全国前列。

纯碱是大宗基础化工原料，公司靠近山东、江苏、河北等纯碱的重要产区。

图表 5 各项原材料采购成本大致占比



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 6 公司主要原材料近三年采购量和单价

	2008 年		2009 年		2010 年	
	采购量 (吨)	单价 (元/吨)	采购量 (吨)	单价 (元/吨)	采购量 (吨)	单价 (元/吨)
石英砂	57,357.94	99.41	64,216.20	112.61	80,642.69	171.41
纯碱	20,607.70	1,452.26	20,969.09	936.67	24,420.01	1,291.37
硼砂	1,166.25	3,430.29	1,168.50	2,806.91	1,535.80	3,204.30
硝酸钠	1,735.75	2,628.67	1,816.45	1,867.00	1,907.85	2,178.96
其他辅料	12,909.85	966.83	18,949.45	546.27	26,477.23	710.27

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 7 主要原材料采购量与价同比增长情况

	2009 年			2010 年		
	量 YOY	单价 YOY	金额 YOY	量 YOY	单价 YOY	金额 YOY
石英砂	11.96%	13.28%	26.82%	25.58%	52.22%	91.15%
纯碱	1.75%	-35.50%	-34.37%	16.46%	37.87%	60.56%
硼砂	0.19%	-18.17%	-18.01%	31.43%	14.16%	50.04%
硝酸钠	4.65%	-28.98%	-25.67%	5.03%	16.71%	22.58%
其他辅料	46.78%	-43.50%	-17.07%	39.73%	30.02%	81.67%
合计	14.23%		-22.55%	26.01%		66.86%

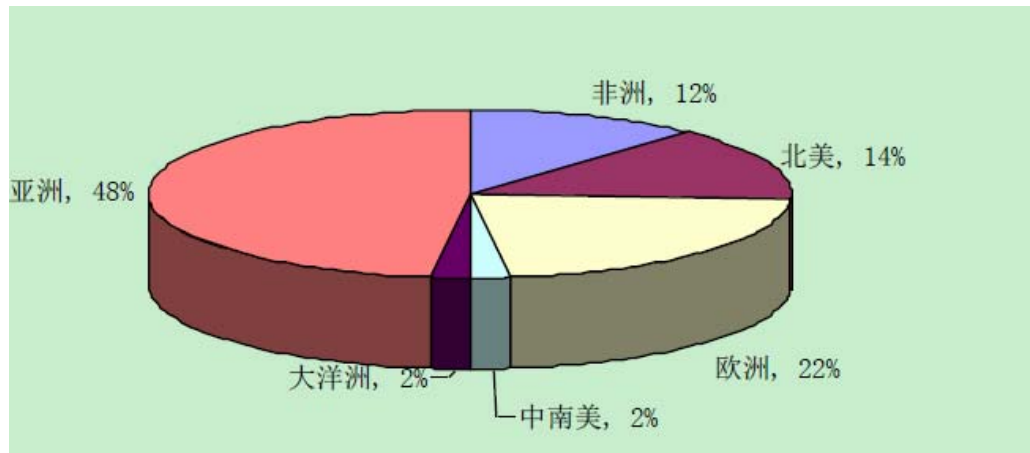
数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

2.2 未来几年我国日用玻璃器皿需求年增速约 15%

由于中国城镇化进程、酒店市场发展、餐饮业发展、附带赠品及礼品市场等需求增

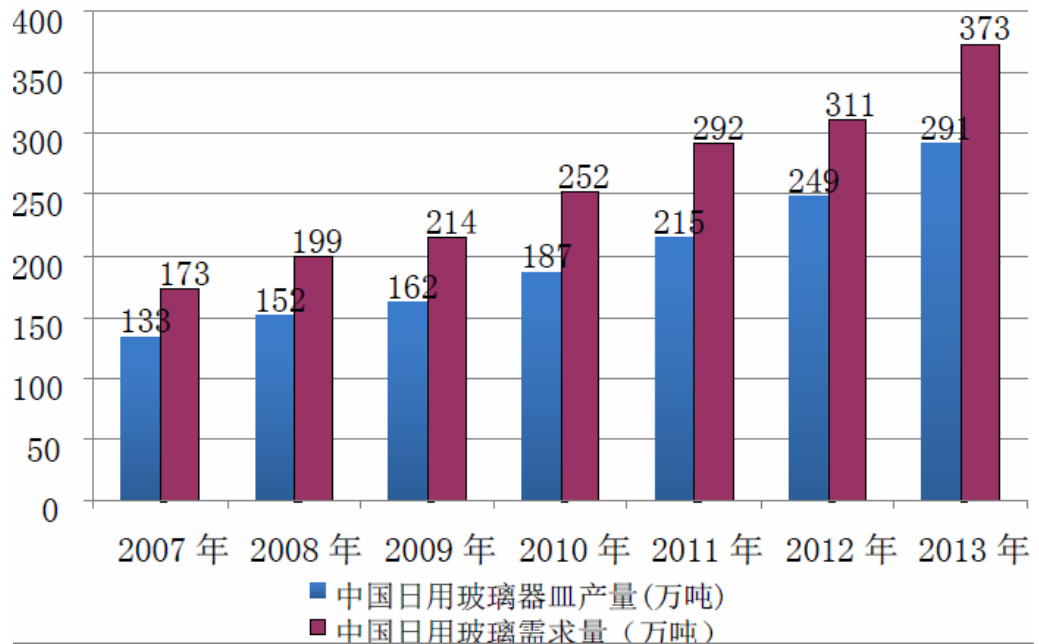
长，据中国日用玻璃协会预计，未来几年，我国日用玻璃器皿行业每年还将以年均 15% 左右的速度递增。

图表 8 全球日用玻璃器皿市场需求分布图



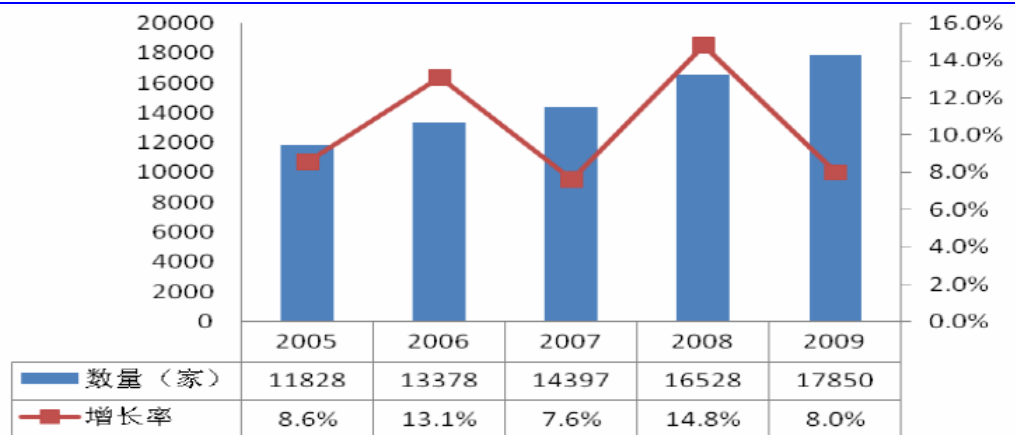
数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 9 中国日用玻璃器皿市场规模



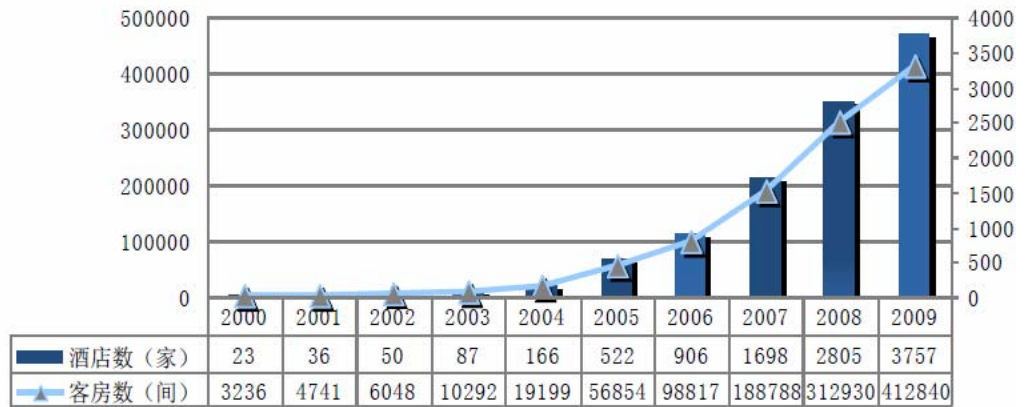
数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 10 05-09 年全国星级酒店规模增长



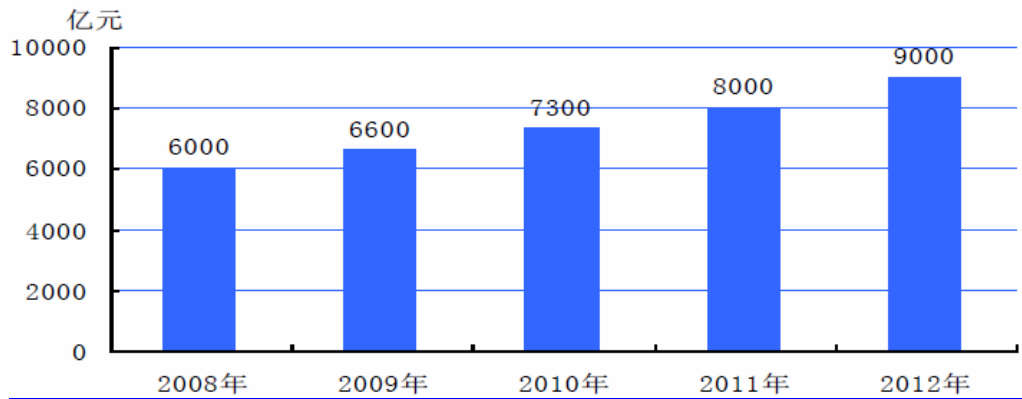
数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 11 我国经济型连锁酒店的市场变化情况



数据来源: 公司招股说明书, 国元证券研究中心

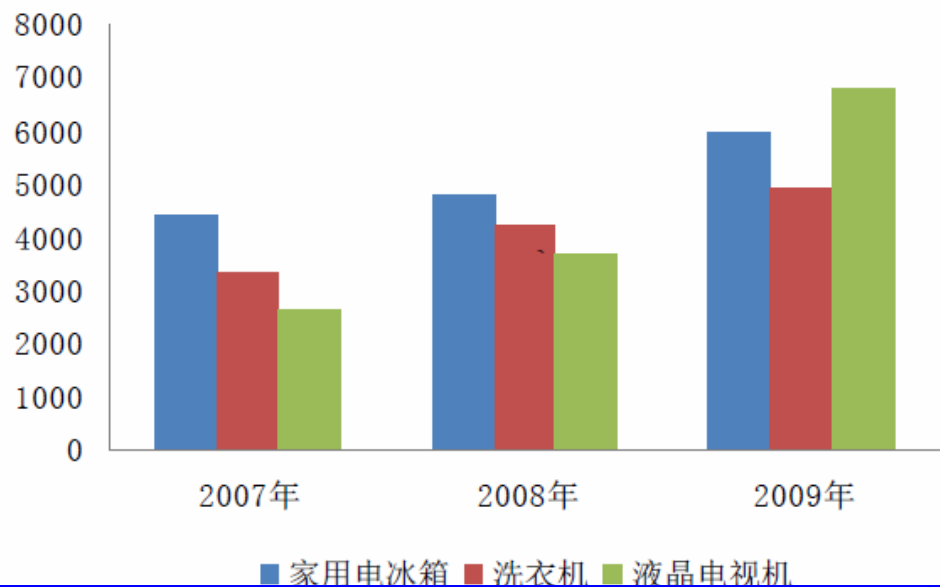
图表 12 中国酒店用品及厨房设备行业市场规模



数据来源: 公司招股说明书, 国元证券研究中心

国内家用电器生产家常将日用玻璃制品用作附带赠品作为促销的手段之一, 公司已与美的、荣事达、LG 等国内外知名家用电器生产厂家建立了良好的合作关系。

图表 13 我国主要白色家电产量规模 (万台)

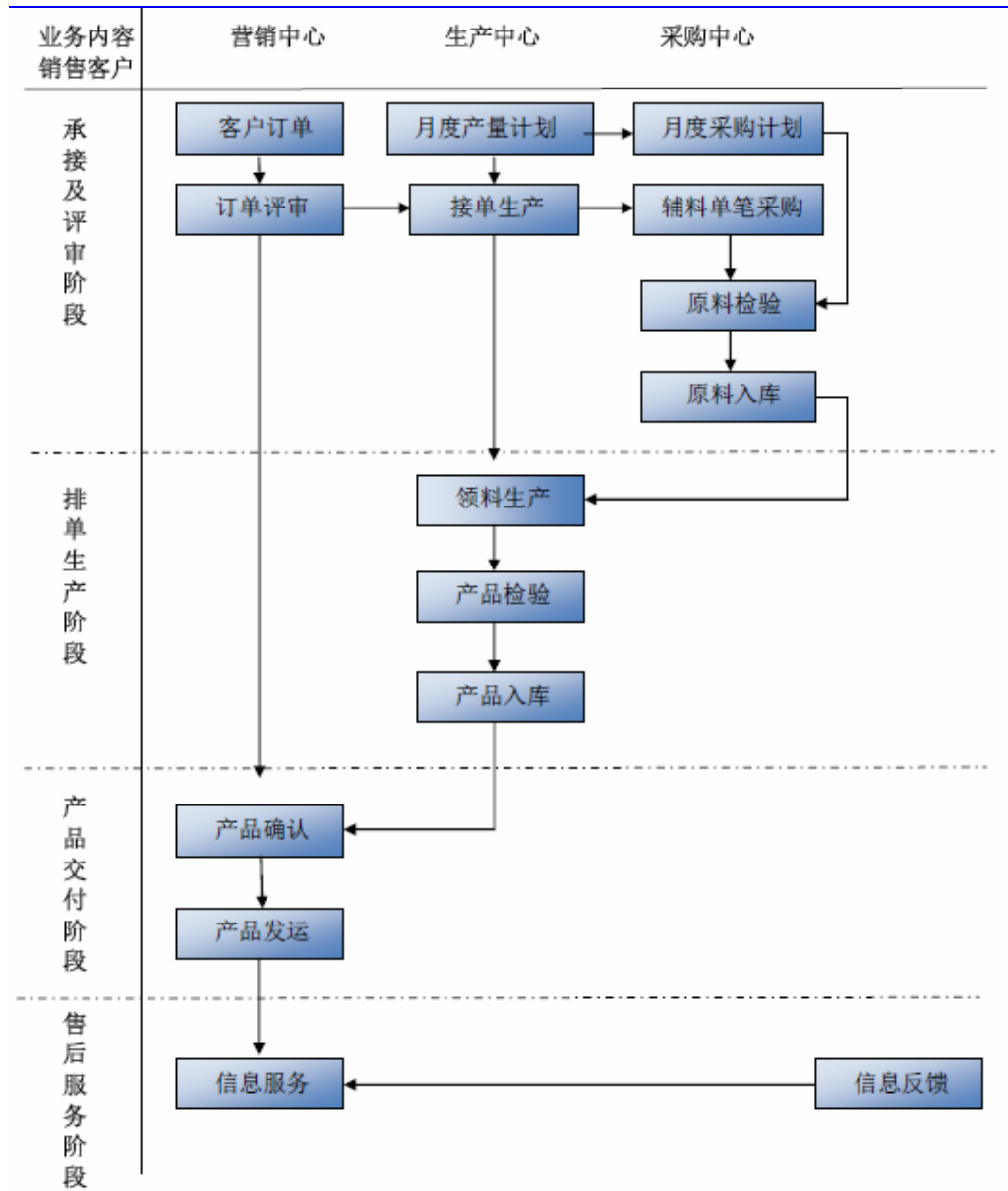


数据来源: 公司招股说明书, 国元证券研究中心

第三部分 公司主营业务分析

3.1 公司基本经营流程，坚持“有市场才有工厂”的经营原则

图表 14 公司基本流程图



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

3.2 公司以自有品牌为主，销售收入占比约 96%

公司拥有“青苹果”、“立扣”和“GREEN APPLE”三个注册商标。

图表 15 公司自有品牌与贴牌销售情况

项目	产品类别	2008 年		2009 年		2010 年	
		销售金额 (元)	占收入比重	销售金额 (元)	占收入比重	销售金额 (元)	占收入比重
自有品牌	餐厨用具	45,682,784.34	13.49%	46,229,264.15	11.93%	85,741,538.47	16.90%
	水具酒具	225,646,689.51	66.62%	256,802,367.67	66.29%	331,006,076.77	65.24%
	其他用具	56,453,557.16	16.66%	69,769,075.05	18.01%	77,111,344.33	15.20%
	小计	327,783,031.01	96.77%	372,800,706.87	96.24%	493,858,959.57	97.34%
贴牌生产	餐厨用具	601,900.73	0.18%	785,880.20	0.20%	2,067,286.74	0.41%
	水具酒具	9,977,678.14	2.95%	12,400,538.14	3.20%	4,681,410.21	0.92%
	其他用具	330,699.09	0.10%	1,380,097.51	0.35%	6,754,108.76	1.33%
	小计	10,910,277.96	3.23%	14,566,515.85	3.76%	13,502,805.71	2.66%
	合计	338,693,308.97	100.00%	387,367,222.72	100%	507,361,765.28	100%

数据来源: 公司招股说明书, 国元证券研究中心

3.3 产品以经销为主, 占比逾七成

产品销售模式分为直销和经销。实质应为区域代理模式下的经销, 经销商按行政区域及产品类型分为国外、华东、华南、华北四大区域。公司的经销商中 70%以上均与公司有 3 年以上的合作关系, 50%以上与公司有 5 年以上的合作关系。

图表 16 公司近三年直销与代理情况

地区	直销				代理			
	水具酒具	餐厨用具	其他用具	小计	水具酒具	餐厨用具	其他用具	小计
2010 年								
国外	3,325.72	197.1	674.61	4,197.43	3,535.85	275.54	377.85	4,189.24
华北	1,144.54	759.2	318.06	2,221.80	6,317.26	1,238.65	1,732.81	9,288.72
华东	2,309.39	731.78	545.51	3,586.68	6,455.91	2,397.20	2,160.69	11,013.80
华南	2,426.25	969.69	709.22	4,105.16	8,053.83	2,211.73	1,867.80	12,133.36
合计	9,205.90	2,657.77	2,247.40	14,111.07	24,362.85	6,123.12	6,139.15	36,625.12
占比	27.81%				72.19%			
2009 年								
国外	2,865.53	542.24	494.17	3,901.94	1,976.20	325.7	100.26	2,402.16
华北	585.85	259.37	256.57	1,101.79	3,612.55	780.54	671.51	5,064.60
华东	1,130.64	667.45	1,109.22	2,907.31	6,956.96	1,059.19	3,275.92	11,292.07
华南	871.28	376.78	617.71	1,865.77	8,921.29	690.25	589.56	10,201.10
合计	5,453.30	1,845.84	2,477.66	9,776.80	21,466.99	2,855.67	4,637.25	28,959.91
占比	25.24%				74.76%			
2008 年								
国外	1,781.50	379.26	291	2,451.76	2,675.75	519.93	103.95	3,299.63
华北	258.26	224.29	170.87	653.42	3,374.47	572.83	652.09	4,599.39
华东	1,579.23	512.14	427.51	2,518.88	6,788.84	972.35	1,945.14	9,706.33
华南	1,126.09	396.25	407.42	1,929.76	5,978.29	1,051.42	1,680.46	8,710.17
合计	4,745.08	1,511.94	1,296.79	7,553.81	18,817.35	3,116.53	4,381.63	26,315.51
占比	22.30%				77.70%			

数据来源: 公司招股说明书, 国元证券研究中心

3.4 产品内销为主，超过 80%

公司重点销售市场集中在华东、华南等地。出口市场主要集中在中东、拉美、非洲等地。公司与可口可乐、百事可乐、宜家连锁超市、家乐福连锁超市、麦德龙连锁配送等国际知名企业建立了稳定合作关系。国际市场主要是中东、非洲、拉美。

图表 17 公司内销与出口情况

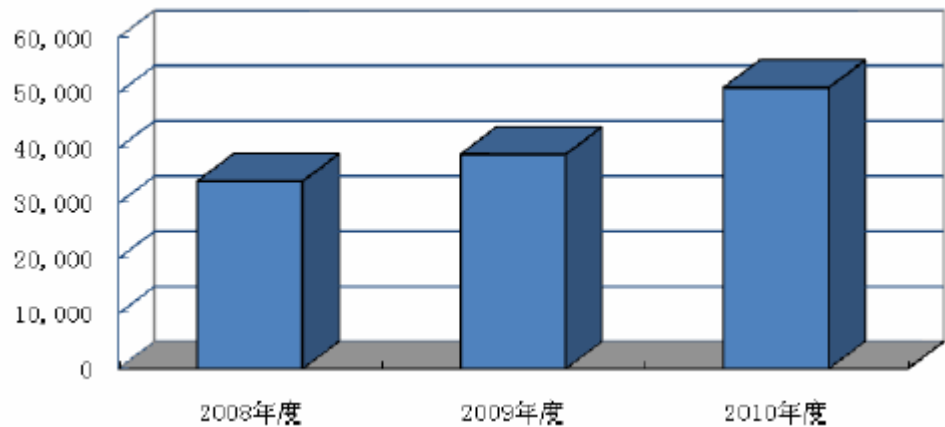
	2010		2009		2008	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
国内	42,349.51	83.47%	32,432.63	83.73%	28,117.94	83.02%
国外	8,386.67	16.53%	6,304.09	16.27%	5,751.39	16.98%
合计	50,736.18	100.00%	38,736.72	100.00%	33,869.33	100.00%

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

第四部分 公司财务数据分析

08-10 年营收 33,991.24、38,862.03、50,931.76 万元，年均复合增长率 22.41%。

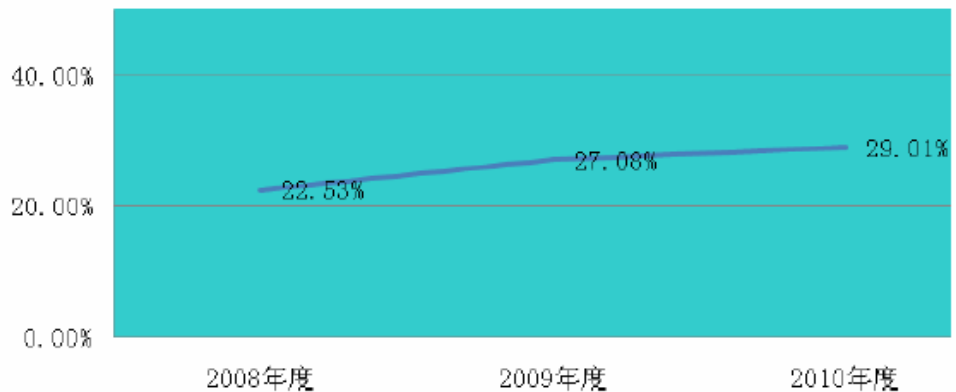
图表 18 主营业务收入变化趋势（单位：万元）



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

2008 年至 2010 年，公司主营业务综合毛利率分别为 22.53%、27.08%和 29.01%。毛利的提升主要来自于技术水平提高和销售价格上涨。

图表 19 毛利率变化趋势

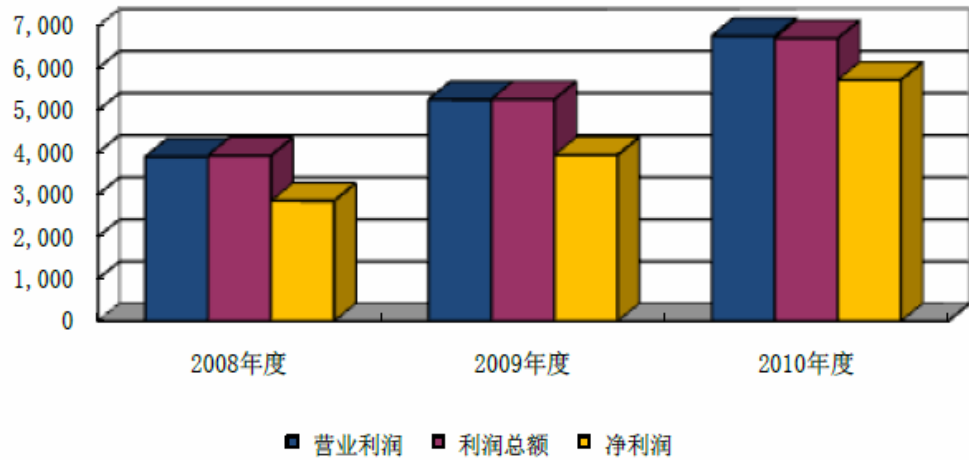


数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

2008 年度-2010 年度，公司分别实现营业利润 3,902.02 万元、5,263.33 万和

6,773.84 万元，年均复合增长率 31.76%。

图表 20 净利润变化趋势



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

第五部分 募投项目

图表 21 本次募集资金投向

序号	项目名称	项目总投资(万元)	运用募集资金投资(万元)	备案/审批部门	备案/审批文号
1	3.5 万吨高档玻璃器皿生产线建设项目	18,287.00	18,287.00	安徽省发展和改革委员会	皖发改产业函【2010】173号
2	玻璃器皿生产线技术改造项目	8,225.00	8,225.00	安徽省发展和改革委员会	皖发改产业函【2010】172号

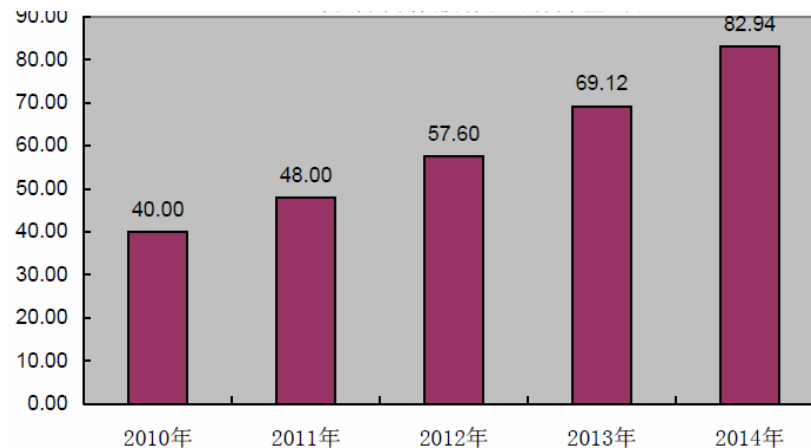
数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 22 募投项目与公司现有产能对比（单位：万吨）

产品	现有产能	募投项目达产后	产能扩张倍数
日用玻璃器皿（万吨/年）	10.3	15.3	0.49

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 23 我国高档玻璃器皿市场需求（万吨）



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

第六部分 盈利预测与风险

我们给予公司 11、12、13 年 EPS 为 1.05、1.44、1.88 元，参考类似上市公司估值情况，我们认为 11 年公司合理估值区间 35-40 倍，对应价格区间为 36.75-42 元。

风险主要来自于原材料价格上涨、渠道扩张风险。

图表 24 利润表（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	509	728	983	1278
营业成本	361	517	698	908
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	17	24	33	42
管理费用	57	68	95	126
财务费用	4	7	5	4
资产减值损失	0	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	68	109	148	194
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	1
利润总额	67	109	148	194
所得税	10	20	25	34
净利润	57	89	123	160
少数股东损益	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	57	89	123	160
EBITDA	72	125	162	208
EPS（元）	0.91	1.05	1.44	1.88

数据来源：天软、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn