

饮料包装机械龙头 竞争优势明显

——达意隆（002209）调研报告

报告日期：2011年1月27日

分析师

寻春珍

☎0755-83515662

✉ xuncz@cgws.com

执业证书编号：S1070210020008

要点：

- 近日我们对达意隆进行了实地调研，与公司就经营情况及行业发展状况进行了交流。总体来看，我们认为目前公司经营情况良好，在饮料包装机械需求旺盛的背景下，公司作为国内龙头，成长潜力和发展空间较大。公司有三个主要看点。
- **看点一：市场空间较大。**我国饮料市场得到长足发展的同时，带动了饮料包装机械的快速发展，2010年预计销售额在100亿元左右，年均增速约为20%，其中进口设备约占据30-40%的市场份额。近年国产设备增长速度远高于进口，替代趋势明显。国内企业凭借较高的性价比优势，在开拓国际市场方面也取得了较大进步，出口增长率在15%以上。
- **看点二：竞争优势明显。**在如此巨大的市场蛋糕面前，达意隆与国内外厂商相比有明显竞争优势，为公司业务快速扩张奠定了坚实基础。与国内生产商相比，公司竞争优势体现在全面饮料包装解决方案、技术、市场等方面。与国外厂商相比，公司产品在性价比和售后服务方面优势明显，这也是公司产品能够在国内实现“替代进口”并成功打入国际市场的主要原因。
- **看点三：新业务模式拓展存在超预期可能。**2009年公司通过非公开增发，募集资金投资建设PET瓶供应链系统项目，是公司拓展下游行业，贴近饮料消费终端市场的重要举措。公司与可口可乐在深圳厂区的合作已在2010年交付使用，预计每年可为公司带来450万的利润额。在客户现场进行来料加工生产是公司发展的一种新的商业模式，通过与可口可乐这种商业模式的示范效应，有助于公司产业链的延伸，和业绩实现较快增长。
- **给予“推荐”评级。**我们预计2010-2011年公司收入分别为5.34亿元、7.24亿元和9.21亿元，分别同比增长12.2%、35.4%和27.2%，净利润分别为5176万元、8175万元和10815万元，分别同比增长31.5%、58.0%和32.3%，对应EPS为0.27元、0.42元和0.55元，PE为42.3X、26.8X和20.2X。我们看好饮料包装机械市场前景和公司的发展潜力，首次给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**1）若钢材价格短期内剧烈波动，将影响公司生产成本；2）新业务模式拓展进度存在一定不确定性；3）若汇率短期内剧烈波动，公司存在汇兑损益风险；4）系统性风险。

投资评级：推荐（首次）

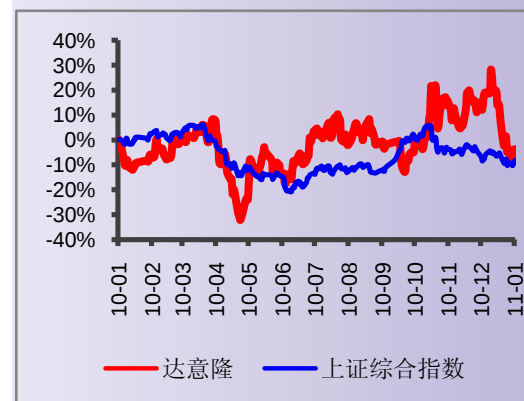
市场数据

总市值（亿元）	21.89
流通市值（亿元）	14.94
总股本（万股）	19524
流通股本（万股）	13326
12个月最高/最低股价（元）	15.3/7.81
十大流通股股东持股比例	18.25%
股东户数	13147

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入（万元）	47652	53467	72371
营业利润（万元）	3733	5363	8619
净利润（亿元）	3936	5176	8175
EPS（元）	0.30	0.27	0.42
PE	37.1	42.3	26.8

公司股价表现



相关报告

独立声明

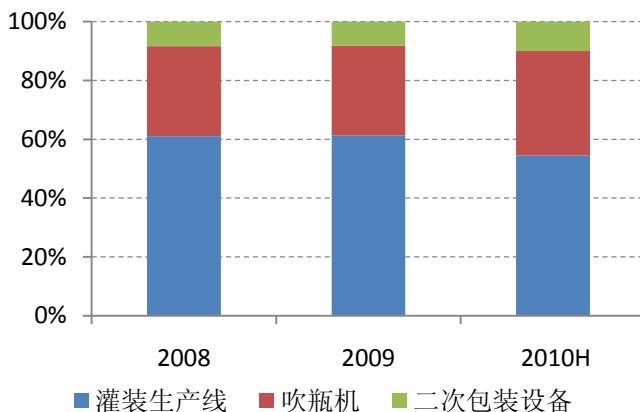
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

近日我们对达意隆进行了实地调研,与公司就经营情况及行业发展状况进行了交流。总体来说,我们认为公司目前经营情况良好,在饮料包装机械行业需求旺盛的背景下,公司作为国内龙头,成长潜力和发展空间较大。

一、饮料包装机械龙头企业

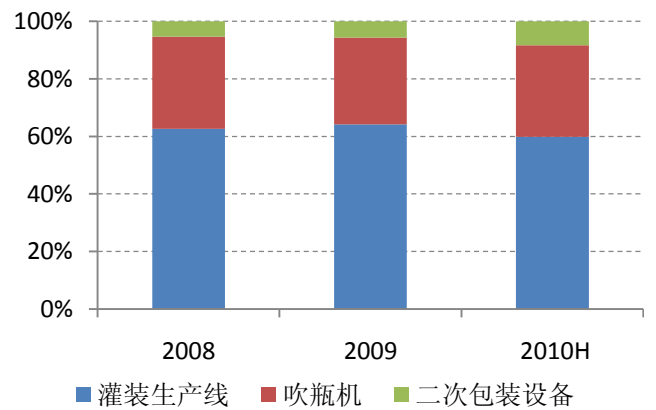
公司是我国饮料包装机械龙头企业,主营产品包括PET吹瓶机、灌装生产线、二次包装设备等,其中灌装生产线和吹瓶机是公司收入和利润的主要来源,2010年中期,灌装生产线和吹瓶机分别占公司总收入的55%和35%,占利润的60%和32%。

图 1: 收入构成情况



数据来源: Wind 长城证券研究所

图 2: 利润构成情况



数据来源: Wind 长城证券研究所

2008年IPO和2009年的非公开增发,公司两次募投项目陆续投产或达产。目前主要产品产能情况如下,其中PET瓶灌装生产线募投新增23条,已于2009年4月底投产,2010年基本达产;PET瓶吹瓶机原产能20台,募投技改后达到45台,2009年4月底投产,2010年基本达产;二次包装募投新增产能69台,已于2010年10月底投产。

表 1 公司产能情况						
主要产品	PET 瓶灌装生产线	PET/PC 桶装水灌装生产线	PET 瓶吹瓶机	二次包装设备	高粘度灌装设备	PET 瓶供应链系统
产能(台/套)	65	47	45	152	20	5

数据来源: 公司公告 长城证券研究所

二、公司主要看点

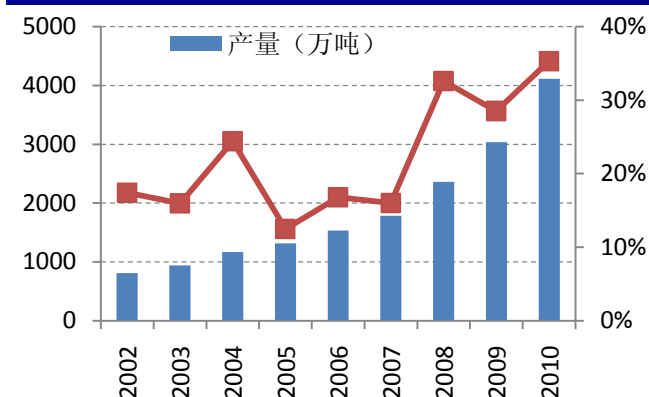
我们认为公司三个看点:市场空间较大;竞争优势明显;新业务模式拓展存在超预期可能。

(1) 市场空间较大, 年均增速20%左右

自20世纪80年代以来,我国饮料行业保持快速发展。2010年我国瓶(罐)装饮用水产量4110.61万吨,同比增长35.31%,2002-2010年的年均增速为22.16%;软饮料在2010年产量达到了9786.27万吨,同比增长25.19%,1997-2010年我国软饮料行业年均增速为22.14%。

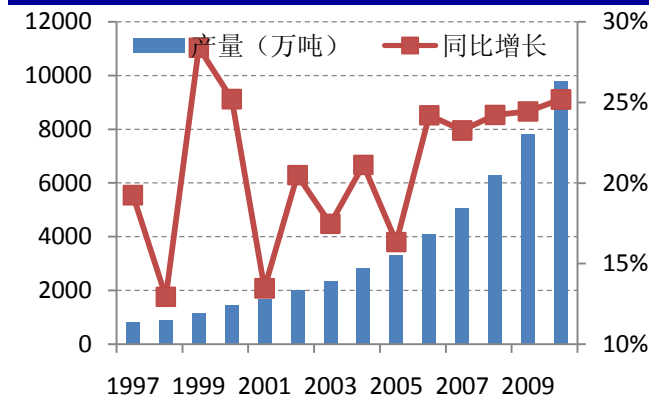
我国居民饮料消费仍处于较低的水平,还有巨大的发展空间。世界人均果汁饮料消费量已达7公斤,美国人均果汁年消费量为45公斤,日本和新加坡为16-19公斤,而我国人均果汁消费量还不到1公斤;我国包装饮用水、茶饮料等人均消费量与世界平均相比也有较大差距。正是看好我国饮料市场发展前景,可口可乐在2009年3月宣布在未来三年内增加20亿美元的直接投资,百事可乐在2010年5月份宣布加大在华投资,计划未来三年增加投资25亿美元。

图 3: 近年我国瓶(罐)装饮用水产量年均增速 22%



数据来源: Wind 长城证券研究所

图 4: 近年我国软饮料产量年均增速 21%



数据来源: Wind 长城证券研究所

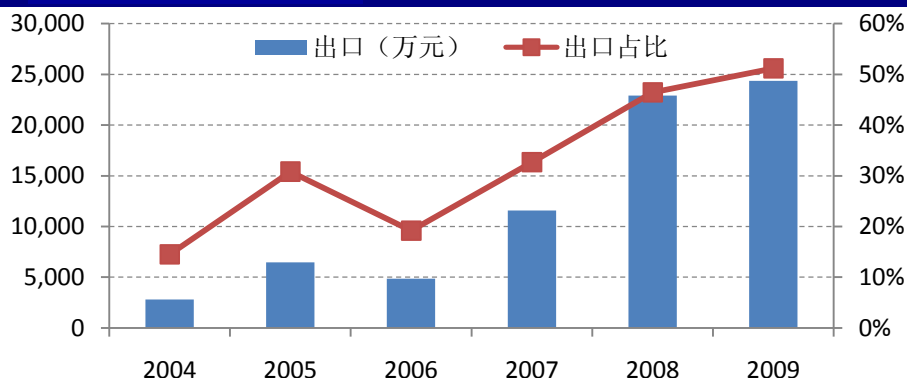
我国饮料市场得到长足发展的同时,也带动了饮料包装机械的快速发展。据中国食品和包装机械工业协会统计,2004年国内企业饮料包装机械销售额为35亿元,2005年为42亿元,2006年为50.4亿元,年平均增长率20%左右。2010年行业市场容量预计在100亿元左右,其中进口设备约占据30-40%的市场份额。

近年我国饮料包装机械市场呈现两方面特征:(1) 国产设备比重增加。2005年饮料包装机械进口额4.65亿美元,2006年为4.86亿美元,分别同比增长5.68%和4.52%。从绝对值来看进口设备仍占据较大市场份额,但增长速度明显低于行业增长,表明国产设备内销保持高速增长的同时,进口替代也取得了较大进展。(2) 近年国内产品凭借较高的性价比优势,在开拓国际市场方面也取得了很大进步,2005年出口同比增长15.29%,2006年出口额1.15亿美元,同比增长17.35%。

在我国饮料行业快速发展的背景下,伴随着我国饮料包装机械技术、研

发水平的提高，我国饮料包装机械市场前景广阔，预计国内市场将继续保持20%的年增长速度，出口增长率也将保持在15%以上。

图 5: 公司出口占比情况



数据来源：公司公告 长城证券研究所

（2）、竞争优势明显

在如此巨大的市场蛋糕面前，达意隆与国内外厂商相比有明显竞争优势，为公司业务快速扩张奠定了坚实基础。

与国内生产商相比，公司竞争优势体现在：

✓ 饮料包装全面解决方案优势

饮料包装全面解决方案是饮料包装行业发展趋势之一，它可以从整线工艺、工程设计规划、人员管理等方面为用户节省包装成本，而且能够更好、更快地满足用户需求。在产品更新和价格竞争双重压力下，饮料生产企业普遍期望包装设备供应商能提供高性价比的全面解决方案。

作为国内饮料包装行业领先的设备供应商，公司已具备饮料包装全面解决方案，是国内唯一、全球少数几家具备此种能力的企业之一。在项目招投标业务中，与饮料包装单机设备供应商相比，公司具有更大的竞争优势。

✓ 研发和市场优势

公司的全自动旋转式吹瓶机、高速饮料热灌装生产线、薄膜包装机等产品的技术水平在国内遥遥领先，数控全自动旋转式PET高速吹瓶机项目在2005年被评为国家科技部国家火炬计划重点项目。凭借着较高的产品质量、服务等优势，经过十年多的发展，公司目前拥有深厚的市场基础，与国内外众多高端客户建立了良好的合作关系，包括可口可乐、百事可乐、宝洁、汇源等。



表 2 公司案例介绍

客户	成功案例介绍（不完全统计）		
可口可乐	5 加仑灌装线：5 条 吹瓶机：2 台 热收缩膜包机：1 台	瓶装水灌装线：2 条 热灌装线：1 条 整线项目改造：9 个	含汽灌装线：4 条 输送系统 9 条
百事可乐	广州百事 CIP 系统 济南百事可乐风道 广州百事可乐热灌装线改造		
达能集团	5 加仑灌装线：28 条 吹瓶机：2 台	热灌装线：1 条 旋盖机：12 套	含汽灌装线：1 条
珠海中富	5 加仑灌装线：7 条	瓶装水灌装线：18 条	吹瓶机：14 台
农夫山泉	矿泉水线：3 条 吹瓶机：2 台	热灌装线：1 条	5 升瓶线：1 条
达利集团	热灌装线：13 条	吹瓶机：40 台	瓶装水灌装线：4 条

数据来源：公司网站 长城证券研究所

与国外厂商相比，高性价比和售后服务优势

公司国外的竞争对手包括德国的克朗斯、法国西得乐和德国的KHS公司。这三家公司产品代表了目前全球最高的技术水平。目前公司产品价格只相当于国外同类产品价格的1/3到1/2。产品质量方面，公司生产的高端产品产能和稳定性已接近国外产品水平，并且与国外厂商相比，公司能提供良好的本土技术支持，便利、快捷的售后服务，较低的设备维护费用，这也是公司产品能够在国内实现“替代进口”并成功打入国际市场的主要原因。

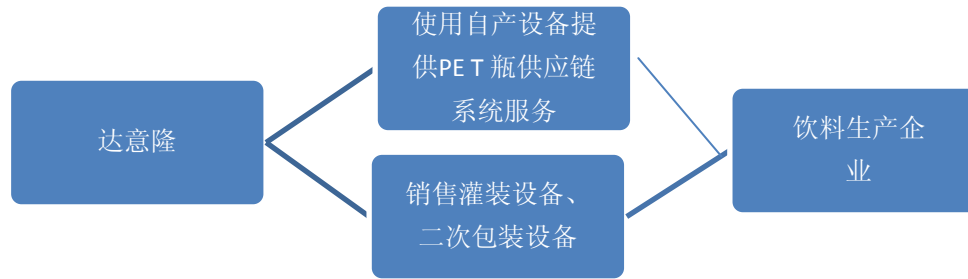
（3）新业务模式拓展存在超预期可能

2009年公司通过非公开增发，募集资金投资建设PET瓶供应链系统项目，是公司拓展下游行业，贴近饮料消费终端市场的重要举措。

与传统商业模式相比，公司这种业务模式缩短了供应链，由公司利用现有产能自产设备向饮料生产企业提供PET瓶供应链系统服务，设备所有权归公司所有，在饮料生产商生产现场，从设备提供、PET瓶设计、注胚、吹瓶、灌装到二次包装为饮料生产企业提供贴身、全方位服务。对于饮料生产商而言，这种服务模式提高了生产效率，并能大幅降低生产成本；对于公司本身而言，可以赚取代工费用，且饮料消费市场容量巨大，这种服务模式让公司进一步贴近饮料消费市场，公司未来发展空间将得到迅速提升。



图 6：公司 PET 瓶供应链系统业务模式



数据来源：公司公告 长城证券研究所

成功案例：

2010年1月19日，公司分别与广东太古可口可乐、厦门太古可口可乐公司签署了《PET瓶及瓶装水加工承揽协议》，约定由公司在可口可乐指定的深圳（福州）厂房内投资安装全新的PET瓶、PET瓶装水灌装生产线和所有配套设备，为可口可乐提供PET瓶、PET瓶装纯净水及矿物质水来料加工服务。协议约定自生产线投产之日起5年内有效，协议期满后，若本公司表现符合协议及后续太古可口可乐公司按实际需要增加的约定的服务水平，则太古可口可乐公司须选择以下其一：（1）在协议五年有效期结束后按原协议或新商务协议延期；（2）在协议期满后或在协议所规定的提前终止条款生效时以帐面净值购买生产线。

该项合作预计每条线投资总额为2911万元，每年为公司新增营业收入1600万元左右，新增利润总额约为450万元。

位于深圳的生产线在2010年上半年已进入试生产阶段，目前已正常投产，采用轻量瓶为可口可乐加工生产纯净水，预计今年可为公司贡献450万元的利润。

与厦门太古可口可乐的生产线因可口可乐生产场地原因，目前设备还未交付。

在客户现场进行来料加工生产是公司发展的一种新的商业模式，通过与可口可乐这种商业模式的示范效应，有助于公司产业链的延伸，和业绩实现较快增长。

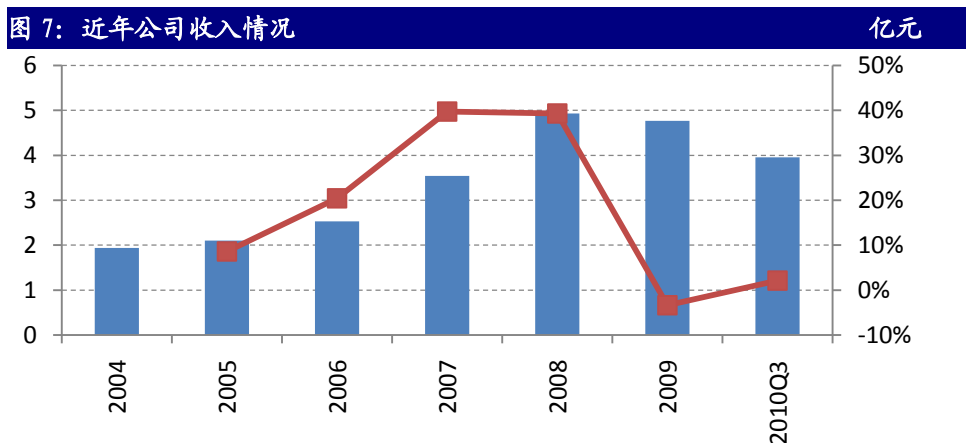
三、盈利预测与投资建议

1、盈利预测



✓ 收入增速恢复至危机前水平

2008年以前，公司销售收入年均增速为27%，受金融危机影响，国内外饮料企业固定资产投资意愿降低，由于滞后性，公司在2009年和2010年前三季度收入增速放缓。在全球经济复苏，以及两乐在华投资力度加大的影响下，预计2011-2012年公司销售收入增长将恢复至危机前水平。



数据来源：公司公告 长城证券研究所

表 3 公司 2010-2012 年公司主要产品收入预测				万元
	2009	2010E	2011E	2012E
灌装生产线	28476	31609	41092	51759
增长	-4%	11%	30%	25%
吹瓶机	14225	15790	20527	24632
增长	-4%	11%	30%	20%
二次包装设备	3799	4369	6553	7864
增长	-6.8%	15%	50%	20%

数据来源：Wind 长城证券研究所

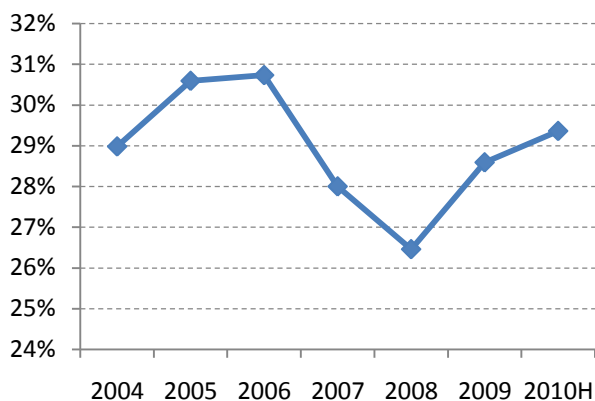
✓ 毛利率

在公司主营业务成本构成中，直接材料占比约为85%，包括外购机械加工件（40-45%）；电气元器件（15%），不锈钢材料（11-15%）以及配套设备。由于加工费在外购机械加工件成本构成中所占比重较大，在钢材等金属材料价格有较大波动的情况下，公司外购机械加工件波动相对小一些。2008年公司销售毛利率为26.46%，同比下降了1.5个百分点，主要由于二次包装设备毛利率同比下降了8.1个百分点，大幅下降的原因是因为二次包装设备产能不足，部分零部件通过外协厂家生产，相应提高了生产成本。2009年公司加大节能降耗，同时，变“外协为主，自

制为辅”的加工件供应方式为“自制为主，外协为辅”，降低了外协加工费用，使得公司销售毛利率稳步提升，2010年中期达到了29.36%。

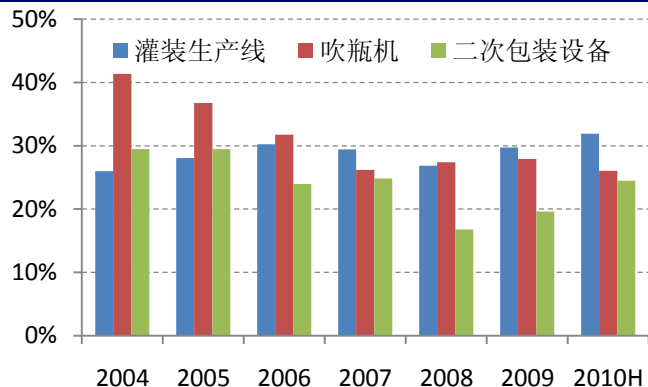
由于公司产品属于非标准设备，根据客户要求定制生产，订单周期约在3-6月，如果钢材价格短时间内不发生剧烈波动，公司较高的毛利率水平在未来年度仍可维持，并且随着公司整线和高端产品销售比重增加，毛利率存在继续走高可能。

图 8：公司销售毛利率情况



数据来源：Wind 长城证券研究所

图 9：细分产品毛利率情况



数据来源：Wind 长城证券研究所

表 4 公司 2010-2012 年公司主要产品毛利率预测

	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
灌装生产线	29.73%	31.88%	31.5%	32%	32%
吹瓶机	27.91%	26.05%	26%	26%	26%
二次包装设备	19.62%	24.49%	25%	25%	25%
PET 瓶供应链系统（利润额 万元）	-	-	300	1000	1800

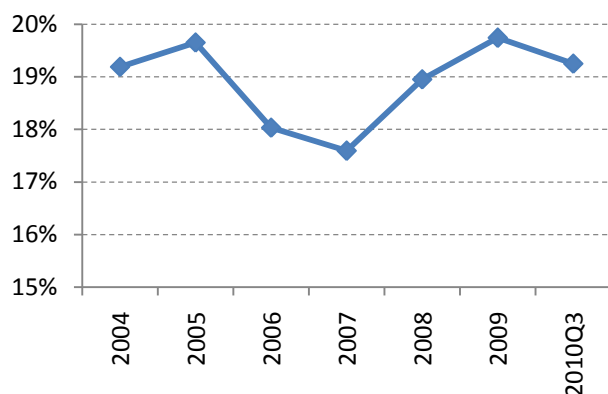
数据来源：Wind 长城证券研究所

✓ 费用率

近年公司三项费用占销售收入比重较高，平均在19%左右。销售费用率最高，公司销售费用主要为销售人员薪酬、运输装卸费、安装及售后服务费、差旅费、业务招待费、展览费和办公费等。管理费用中占比较大的包括职工薪酬、新产品开发费和折旧摊销。

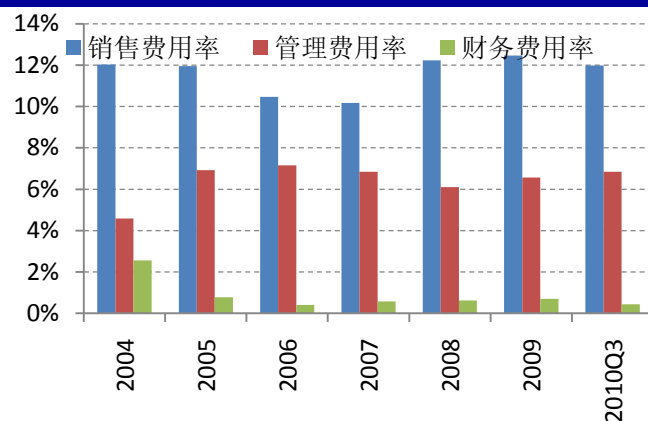
公司三项费用率较高的主要原因是由于公司近年加大了新品研发和市场开拓力度。新品研发和市场开拓仍是未来两三年内公司的发展重点之一，但经过多年的前期铺垫和积累，我们预计三项费用率未来年度将会逐渐走低。

图 10: 公司三项费用率情况



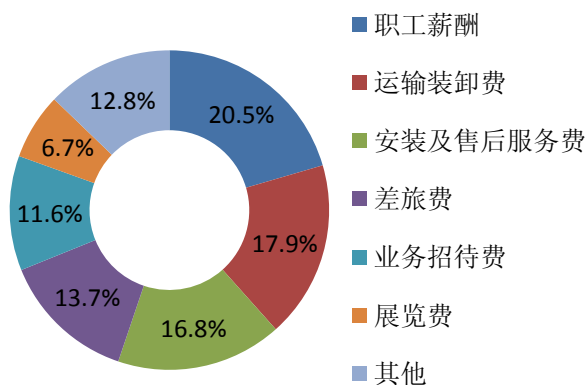
数据来源: Wind 长城证券研究所

图 11: 三项费用率明细



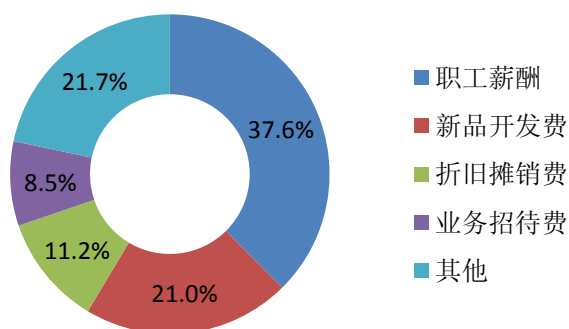
数据来源: Wind 长城证券研究所

图 12: 公司销售费用构成明细 (2007H)



数据来源: 公司公告 长城证券研究所

图 13: 公司管理费用构成明细 (2007H)



数据来源: 公司公告 长城证券研究所

表 5 公司 2010-2012 年三项费用率假设

	2009	2010Q3	2010E	2011E	2012E
管理费用率	6.57%	6.84%	6.5%	6.0%	6.0%
销售费用率	12.47%	11.98%	11.98%	11.0%	10.5%
财务费用率	0.7%	0.43%	0.5%	0.6%	0.6%

数据来源: WIND 长城证券研究所

我们预计2010-2011年公司收入分别为5.34亿元、7.24亿元和9.21亿元，分别同比增长12.2%、35.4%和27.2%，净利润分别为5176万元、8175万元和10815万元，分别同比增长31.5%、58.0%和32.3%，对应EPS为0.27元、0.42元和0.55元，PE为42.3X、26.8X和20.2X。

2、投资建议

我们看好饮料包装机械市场的发展前景，公司作为行业龙头，在全面解



决方案、产品质量、性价比、服务等方面具有明显竞争优势，成长潜力和发展空间较大。随着金融危机影响的逐渐消失，公司2011年业绩将能快速增长，给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

- （1）系统新风险
- （2）若钢材价格短期内剧烈波动，将影响公司生产成本。
- （3）新业务模式拓展进度存在一定不确定性。
- （4）若汇率短期内剧烈波动，公司存在汇兑损益风险。

盈利预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	47652	53467	72371	92060	成长性				
营业总成本	44185	48180	64053	80700	营业收入增长	-3.4%	12.2%	35.4%	27.2%
营业成本	34030	37513	50447	63853	营业成本增长	-6.1%	10.2%	34.5%	26.6%
财务费用	335	374	724	921	营业利润增长	24.5%	43.6%	60.7%	35.3%
销售费用	5943	6389	7961	9666	利润总额增长	16.3%	31.6%	58.0%	32.3%
管理费用	3131	3475	4342	5524	净利润增长	17.1%	31.5%	58.0%	32.3%
投资净收益	266	75	300	300	盈利能力				
营业利润	3733	5363	8619	11660	毛利率	28.6%	29.8%	30.3%	30.6%
营业外收支	799	600	800	800	销售净利率	8.3%	9.7%	11.3%	11.7%
利润总额	4532	5963	9419	12460	ROE	7.5%	9.0%	12.4%	14.1%
所得税	597	787	1243	1645	ROIC	8.4%	10.7%	15.0%	17.2%
少数股东损益	0	0	0	0	营运效率				
净利润	3936	5176	8175	10815	销售费用/营业收入	12.5%	12.0%	11.0%	10.5%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	6.6%	6.6%	6.5%	6.0%
货币资金	27816	30645	33372	37360	投资收益/营业利润	7.1%	1.4%	3.5%	2.6%
应收帐款	14313	16060	21738	27652	所得税/利润总额	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
应收票据	486	545	738	939	应收帐款周转率	3.52	3.52	3.83	3.73
存货	17002	18757	25223	31927	存货周转率	1.77	2.10	2.29	2.23
流动资产合计	61782	68385	84274	101934	流动资产周转率	0.86	0.82	0.95	0.99
固定资产	27672	29169	31808	35708	总资产周转率	0.57	0.56	0.67	0.72
资产总计	90914	98928	117369	138842	偿债能力				
短期借款	9000	9000	9000	9000	资产负债率	42.1%	41.6%	43.8%	44.7%
应付款项	17361	19148	25749	32593	流动比率	1.73	1.77	1.73	1.71
流动负债合计	35643	38541	48808	59466	速动比率	1.26	1.29	1.21	1.18
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	38303	41141	51408	62066	摊薄 EPS	0.30	0.27	0.42	0.55
股本	13016	19524	19524	19524	每股净资产	4.04	2.96	3.38	3.93
留存收益	39595	38262	46437	57253	每股经营现金流	0.46	0.30	0.36	0.50
少数股东权益	0	0	0	0	每股经营现金/EPS	1.5	1.1	0.9	0.9
权益合计	52611	57786	65962	76777	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益总计	90914	98928	117369	138842	PE	37.1	42.3	26.8	20.2
现金流量表（万元）					PEG	0.93	0.95	0.83	
经营活动现金流	5932	5781	7005	9777	PB	2.8	3.8	3.3	2.9
其中营运资本减少	-1030	-878	-2895	-3015	EV/EBITDA	28.33	31.98	21.40	16.17
投资活动现金流	-3044	-2952	-4277	-5790	EV/SALES	3.31	4.31	3.18	2.50
其中资本支出	-3052	-2954	-4277	-5790	EV/IC	3.55	4.82	4.07	3.44
融资活动现金流	14426	0	0	0	ROIC/WACC	0.87	1.10	1.56	1.79
净现金总变化	17281	2829	2728	3987	REP	4.06	4.37	2.61	1.92

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

寻春珍: 华南理工大学制浆造纸专业工学硕士，2007年加入长城证券，任造纸及轻工行业分析师。

研究员承诺:

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>