



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年8月18日

小盘股

研究部

朱亚锋

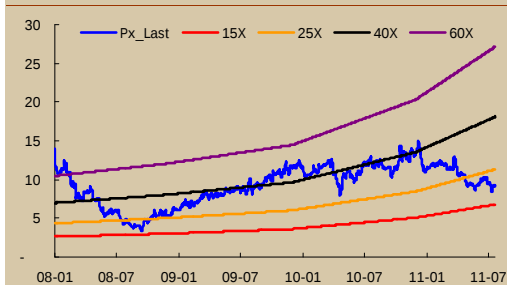
分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010017
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

达意隆 (002209.SZ)

受益于旺盛的机械化和轻量化设备需求

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 轻量化一体机 vs. 传统吹瓶 + 灌装线

550ml 纯净水瓶生产成本节约估算

普通饮用水PET瓶	16.0	克
轻量化饮用水PET瓶	10.8	克
单瓶原材料节约	5.2	克
PET2010均价	0.0134	元/克
原材料年节约金额	842.8	万元
功率	186	kw/h
电价	0.70	元/kwh
整机降耗幅度	25%	
电耗节约额	21.9	万元
30%清洗用水节约额	忽略不计	
总节约金额	864.7	万元
设备投资额	1000~2000	万元

550ml 碳酸饮料瓶生产成本节约估算

普通碳酸饮料PET瓶	26.0	克
轻量化碳酸饮料PET瓶	15.8	克
单瓶原材料节约	10.2	克
PET2010均价	0.0120	元/克
原材料年节约金额	1,269.1	万元
功率	300	kw/h
电价	0.70	元/kwh
整机降耗幅度	25%	
电耗节约额	35.3	万元
30%清洗用水节约额	忽略不计	
总节约金额	1,269.1	万元
设备投资额	1200~2500	万元

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

公司近况:

公司二次包装设备营收增长迅猛; 自动化灌装线向日化和调味品行业的拓展进展显著; 引领下游 PET 饮料生产方向的轻量化吹灌旋一体机进入订单爆发期; 上半年 30% 的营收和利润增长仍未充分反应上述积极变化。

评论:

机械化趋势带来二次包装设备、自动灌装线旺盛需求。膜包机、码垛机可大幅提高饮料企业产品装箱和配送环节的机械化水平, 公司上半年此项业务 59% 收入增速仅是这一旺盛需求的最初体现, 下半年还有增量产能释放; 公司近年将 PET 饮料吹瓶和灌装的自动化设备应用于日化、调味品行业(如护肤品、洗手液、酱油等), 提高上述行业生产环节的机械化水平, 目前业务拓展进入收获期, 估计上半年新增订单 3000~5000 万。

轻量化吹灌旋一体机进入订单爆发期。PET 瓶坯是饮料生产成本的最大构成之一, 以 550ml 纯净水为例, 瓶坯成本占比约达到 60%, 因此, 轻量化一直是饮料企业实现成本节约和更高环保水准的发展方向; 在目前行业水平上, 公司轻量化吹灌旋一体机可以实现 30% 的瓶坯节约(550ml 纯净水的瓶重可由 16g 下降为 10.8g)和 15~30% 的电费和清洗用水节约, 作为技术引领者, 公司与可乐合作的深圳生产线已稳定运行 1 年, 同时, 可乐“冰露”轻量瓶纯净水经历了包装款式的数次尝试后目前在华南地区已深受消费者认可, 我们预期公司轻量瓶一体机年内将在可乐纯净水业务板块中得到大面积推广, 同时, 国内其它大型纯净水、碳酸饮料及果汁、茶饮料企业也都存在年内对这一新装备进行跟进的较大可能。总体看, 我们预期公司轻量化一体机在今明两年内实现年销售 1~2 万台套向 10~20 万台套的质变(每台套 1000~2500 万), 与这一过程相伴随的还可能包括竞争格局和毛利率、费用率的改善。

产能有较大上升空间, 费用率有改善空间, 值得跟踪观察。公司 08 年上市、09 年实施了一次增发扩产, 过去 3 年受海外目的地市场政局动荡的不利影响总体增速不高(08~10 年国内收入增长 78%, 但出口收入下滑 69%), 目前产能利用率有较大上升空间, 估计公司目前约 3.6 亿元的固定资产可以支持 8~10 亿元销值水平; 2010 年合计 19.7% 的营业、管理费用率高于一般专用设备企业, 存在下行空间; 目前订单充裕格局下, 公司盈利可能存在较大弹性, 值得持续跟踪和观察, 但暂不做过多预期。

投资建议:

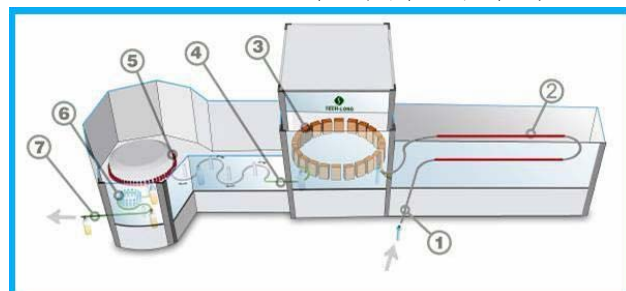
公司受益于下游行业旺盛的机械化和轻量化设备需求, 业务拐点已现, 目前预期 2011、12 年 EPS 分别 0.34 元和 0.52 元, 对应市盈率分别 27x、18x; 公司产能和费用率存在较大弹性, 盈利有超预期可能, 建议投资者积极介入。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表3：轻量化吹灌旋一体机实际图例及示意图



示意图：

1.瓶胚输入；2.加热；3.吹瓶；
4.星轮传动；5.灌装；6.封盖；7.产品输出


资料来源：公司资料，中金公司

图表4：分季度财务数据

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	YoY
营业收入	86.9	138.8	169.8	147.5	122.4	182.0	31.1%	48.7%	225.7	304.4	34.9%
营业成本	61.3	98.2	119.7	104.0	86.9	128.5	30.9%	47.9%	159.4	215.3	35.1%
营业税金及附加	0.6	0.2	0.7	0.2	0.6	1.0	304.3%	58.2%	0.82	1.63	98.7%
毛利	25.1	40.4	49.3	43.3	34.9	52.6	30.1%	50.5%	65.4	87.5	33.6%
营业费用	11.3	16.1	20.0	21.8	17.4	17.7	10.1%	1.9%	27.4	35.0	27.8%
管理费用	7.2	8.3	11.6	10.7	9.6	11.6	39.8%	21.2%	15.5	21.2	36.9%
财务费用	0.6	0.9	0.2	1.3	0.4	0.6	-33.3%	40.7%	1.5	1.0	-32.9%
营业利润	5.5	14.2	16.1	9.1	6.8	19.5	37.4%	186.1%	19.6	26.3	33.9%
利润总额	7.2	17.1	17.8	12.1	8.8	22.3	30.3%	151.7%	24.3	31.1	28.1%
所得税	1.1	2.6	2.6	0.8	1.4	3.1	20.6%	119.8%	3.7	4.6	24.0%
净利润	6.1	14.5	15.2	11.3	7.4	19.1	32.0%	157.9%	20.6	26.5	28.8%
每股收益(元)	0.03	0.07	0.08	0.06	0.04	0.10	32.0%	157.9%	0.11	0.14	28.8%
毛利率	29.5%	29.3%	29.5%	29.5%	29.0%	29.4%	0.1%	0.4%	29.4%	29.3%	-0.1%
营业费用率	13.1%	11.6%	11.8%	14.8%	14.2%	9.7%	-1.9%	-4.5%	12.1%	11.5%	-0.6%
管理费用率	8.3%	6.0%	6.8%	7.3%	7.8%	6.4%	0.4%	-1.4%	6.9%	7.0%	0.1%
营业利润率	6.3%	10.2%	9.5%	6.2%	5.6%	10.7%	0.5%	5.1%	8.7%	8.6%	-0.1%
净利润率	7.0%	10.4%	9.0%	7.7%	6.1%	10.5%	0.1%	4.4%	9.1%	8.7%	-0.4%
有效税率	15.0%	15.2%	14.6%	6.9%	16.2%	14.1%	-1.1%	-2.0%	15.2%	14.7%	-0.5%

资料来源：公司资料，中金公司

图表5：分业务财务数据 - 吹瓶机和二次包装设备进入高速增长期

(百万元)	1H2009	2H2009	1H2010	2H2010	1H2011	YoY	HoH
营业收入							
灌装生产线	151.6	133.2	122.6	202.0	129.2	5%	-36%
吹瓶机	61.0	81.2	79.7	92.1	132.7	66%	44%
二次包装设备	27.5	10.5	22.4	13.7	35.6	59%	161%
加工费				7.8	6.1	n.m.	-22%
营业成本							
灌装生产线	106.6	93.5	83.5	139.0	92.3	11%	-34%
吹瓶机	45.2	57.4	59.0	67.1	92.8	57%	38%
二次包装设备	21.4	9.2	16.9	11.4	25.4	50%	123%
加工费				5.1	4.9	n.m.	-4%
毛利率							
灌装生产线	29.7	29.8	31.9	31.2	28.5	-3.3	-2.7
吹瓶机	25.9	29.4	26.0	27.1	30.1	4.0	3.0
二次包装设备	22.4	12.2	24.5	16.4	28.6	4.2	12.2
加工费				35.3	20.4	n.m.	-15.0

资料来源：公司资料，中金公司

图表6：分地区财务数据 - 出口业务表现低迷是近3年收入增速低的主要原因，收入结构已有显著改变

(百万元)	2008	2009	2010	1H2011	CAGR (2008~2010)
总收入	486	465	540	304	5%
-同比增速	39%	-4%	16%	35%	
国内收入	257	221	470	238	35%
-同比增速	-48%	242%	-17%	27%	
出口收入	229	244	71	66	-44%
-同比增速	98%	6%	-71%	77%	

资料来源：公司资料，中金公司

图表 7：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

达意隆 002209							历史股价表现						
损益表 (人民币百万)							1周	1月	1季度	半年	1年	2年	
2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	(%)	2%	-10%	-15%	-24%	-28%	12%	
销售收入	354	493	477	543	746	1,036	行业板块	机械设备	二级行业			专用设备	
销售成本	-255	-363	-340	-383	-525	-723	第一大股东	张颂明	持股比率			41.45%	
营业费用	-36	-60	-59	-69	-91	-119	总市值(百万元)	1,785	流通市值(百万元)			1,152	
管理费用	-24	-30	-31	-38	-50	-67	发行股数(百万股)	195	股票现价 (元)			9.14	
EBIT	37	37	42	51	76	122	成长性分析						
EBITDA	44	46	56	71	103	158	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
财务费用	-2	-3	-3	-3	-4	-7	销售收入	39.7%	39.3%	-3.4%	13.9%	37.4%	38.9%
投资收益	-1	0	3	2	2	2	销售毛利	26.7%	31.4%	3.9%	19.2%	37.0%	41.9%
其他损益项	0	0	0	0	0	0	EBITDA	15.4%	4.3%	21.5%	27.4%	44.7%	53.6%
所得税	-8	-5	-6	-7	-12	-19	EBIT	15.3%	1.0%	12.3%	22.2%	48.7%	59.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	净利润	22.1%	8.8%	17.1%	19.7%	40.8%	52.6%
归属于股东的净利润	31	34	39	47	66	101	盈利能力分析						
达意隆 002209							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
资产负债表 (人民币百万)							27.4%	25.9%	27.8%	29.1%	29.1%	29.7%	
现金	81	105	278	191	135	70	毛利率	10.2%	12.2%	12.5%	12.7%	12.2%	11.5%
应收帐款	101	127	143	188	259	359	营业费用率	6.8%	6.1%	6.6%	7.0%	6.7%	6.5%
预付帐款	25	26	18	14	20	27	EBITDA利润率	12.4%	9.3%	11.7%	13.1%	13.8%	15.2%
存货	169	215	170	258	353	486	EBIT利润率	10.4%	7.6%	8.8%	9.4%	10.2%	11.8%
其他流动资产	-	-	-	-	-	-	净利润率	8.7%	6.8%	8.3%	8.7%	8.9%	9.8%
流动资产	383	487	618	678	804	994	偿债能力分析						
固定资产	163	260	277	347	460	643	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
长期投资	3	3	6	8	10	12	流动比率	1.12	1.28	1.73	1.47	1.22	1.04
其他长期资产	-	-	-	-	-	-	速动比率	0.63	0.72	1.26	0.91	0.69	0.53
长期资产	169	270	291	374	497	688	现金比率	15%	14%	31%	18%	10%	4%
资产总额	552	758	909	1,052	1,301	1,682	资产负债率	68%	59%	42%	47%	53%	59%
短期借款	71	62	90	53	103	183	债务/权益	212%	142%	73%	87%	112%	142%
各项应付款	164	195	174	292	401	551	净债务/权益	2%	3%	-36%	-25%	-5%	16%
应交税费	6	-1	2	4	5	7	利息覆盖倍数	22	15	17	24	25	22
应付职工薪酬	1	1	4	4	6	8	杜邦分析						
其他流动负债	100	123	87	109	143	208	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
流动负债	342	380	356	462	658	958	税后利润/EBIT	84%	90%	94%	92%	87%	83%
长期借款	14	40	-	-	-	-	×EBIT利润率	10.4%	7.6%	8.8%	9.4%	10.2%	11.8%
其他长期负债	20	25	27	29	29	29	= 销售净利润率	8.7%	6.8%	8.3%	8.7%	8.9%	9.8%
长期负债	33	65	27	29	29	29	×资产周转率	0.64	0.65	0.52	0.52	0.57	0.62
负债总额	375	445	383	491	687	986	= 总资产收益率	6.0%	5.1%	4.7%	4.8%	5.6%	6.8%
少数股东权益	-	-	-	-	-	-	×总资产/净资产	3.12	2.42	1.73	1.87	2.12	2.42
股本	85	114	130	195	195	195	=净资产收益率	17.5%	10.8%	7.5%	8.4%	10.8%	14.5%
公积金及未分配利润	92	198	396	366	419	500	回报率分析						
股东权益	177	312	526	562	615	696	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
负债及股东权益	552	758	909	1,052	1,301	1,682	投入资本回报率	16.6%	11.4%	8.5%	8.2%	10.8%	14.8%
达意隆 002209							每股指标分析						
现金流量表 (人民币百万)							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
净利润	31	34	39	47	66	101	摊薄每股收益	0.16	0.17	0.20	0.24	0.34	0.52
折旧/摊销	7	8	14	20	26	36	每股经营性现金	0.18	-0.08	0.30	0.24	0.34	0.51
运营资本变化	-14	-45	4	-5	-29	-42	每股股息	0.05	0.05	0.10	0.10	0.07	0.10
其他项	11	-13	3	-15	2	5	每股净资产	0.91	1.60	2.69	2.88	3.15	3.56
经营活动现金流	35	-16	59	47	66	100	估值分析						
固定资产投资	-20	-87	-31	-81	-138	-216	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
其他投资活动	-2	0	0	0	-3	-9	市盈率	53.1	45.3	37.9	26.9	17.6	
投资活动现金流	-22	-86	-30	-81	-141	-225	市净率	5.7	3.4	3.2	2.9	2.6	
股权融资	-	113	185	-	-	-	股价/每股经营性现金流	-111.0	30.1	37.9	27.2	17.9	
借款变动	11	27	-27	-36	50	80	红利收益率	0.5%	1.1%	1.1%	0.7%	1.1%	
其他融资活动	-2	-13	-13	-23	-24	-21							
融资活动现金流	9	128	144	-59	26	59							
现金(等价物)变化	21	25	173	-93	-49	-66							

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED