

大消费时代的受益者

达意隆深度报告

报告关键点:

- 饮料包装机械行业龙头，市场增长稳定。
- 通过代工纵向延伸，横向开拓啤酒日化市场。
- 首次给予“增持-A”的投资评级。

报告摘要:

- 公司是我国饮料包装机械制造行业的龙头企业。经过多年发展，公司已形成了包括饮料前处理系统、注塑机、吹瓶机、灌装机、二次包装设备的全产业链配套能力，成功地为国内外知名企业提供了优良的设备和完善的服务。
- 饮料行业发展稳定，包装机械工业的迅速发展。我国饮料消费增长迅速，饮料人均消费量仅有美国的约1/6，市场发展潜力巨大。根据食品和包装机械工业协会的统计，我国食品包装机械的产值在300亿元左右，预计2011年将达到120亿元。
- 公司具有较强的竞争优势。公司是国内饮料包装行业中产品链最全、规模最大的企业。与国外公司相比，公司规模尚小，产品价格仅有国外产品的1/3-1/2，技术接近国外产品，我们认为，公司产品在国际上具有较强的竞争力。目前饮料包装机械40%以上依赖进口，进口替代空间巨大。
- 通过代工业务纵向延伸产业链。目前，深圳代工项目收入稳定，合肥子公司也将在明年释放业绩。五条代工线将成为公司的示范工程，进展顺利的话可能会考虑继续扩大代工业务规模。
- 横向开拓啤酒、日化市场，拓展公司的利润来源。我国日化行业市场规模逐步扩大，2010年市场规模达到1608亿元。预计未来5年内仍将保持9%-10%的增速。公司在这一领域开拓较为顺利，我们预计今年公司的日化灌装业务的销售收入将超过4000万元。
- 轻量化瓶吹瓶和灌装机也将成为未来发展重点。轻量化瓶可为饮料生产商节约成本，是PET瓶走向低碳化的必由之路。公司的轻量化瓶吹瓶机和灌装机将受益。公司在国内率先研发成功轻量化吹瓶设备，成为全球第二家，国内第一家能够生产PET轻量化瓶吹灌旋一体设备的企业。除了为可口可乐冰露代工之外，公司的轻量化瓶吹瓶和灌装机械也将销售给其他饮料生产商。我们看好公司设备在这一领域的发展前景。
- 我们预计2011-2013年公司营业收入增速分别为35%，30%，27%，EPS分别为0.4元，0.53元，0.71元。给予公司2011年30倍PE，合理股价为12元。首次给予“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：行业竞争激烈，面临其他企业抢占市场份额的风险。市场开拓不利的风险。汇率波动的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	476.5	543.0	733.4	950.1	1,210.1
Growth(%)	-3.4%	13.9%	35.1%	29.6%	27.4%
净利润	39.4	47.1	77.7	103.4	138.4
Growth(%)	17.1%	19.7%	65.0%	33.1%	33.8%
毛利率(%)	28.6%	29.5%	29.2%	29.9%	30.0%
净利率(%)	8.3%	8.7%	10.6%	10.9%	11.4%
每股收益(元)	0.20	0.24	0.40	0.53	0.71
每股净资产(元)	2.69	2.88	3.19	3.62	4.19
市盈率	49.8	41.6	25.2	18.9	14.1
市净率	3.7	3.5	3.1	2.8	2.4
净资产收益率(%)	7.5%	8.4%	12.5%	14.6%	16.9%
ROIC(%)	11.2%	12.7%	15.8%	15.3%	18.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

12.00 元

期限:

3 个月 上次预测:

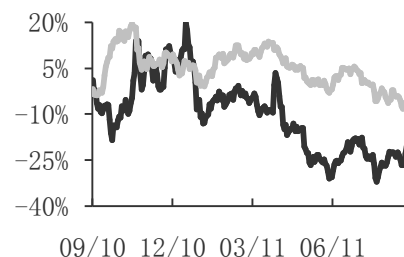
现价(2011年09月14日): 10.03 元

报告日期:

2011-09-15

总市值(百万元)	1,958.30
流通市值(百万元)	1,264.58
总股本(百万股)	195.24
流通股本(百万股)	126.08
12个月最低/最高	8.00/15.30 元
十大流通股东(%)	45.14%
股东户数	18,779

12个月股价表现



——达意隆 ——沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.32	15.16	(12.00)
绝对收益	10.37	6.46	(19.82)

张龙

021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

报告联系人

王舒婷

021-68765993

wangst@essence.com.cn

目录

1. 饮料包装机械国内龙头.....	3
2. 公司具有较强的竞争优势.....	4
2.1. 公司是国内唯一一家产品链齐全的公司.....	4
2.2. 生产规模小，发展空间大.....	4
3. 公司未来发展亮点.....	5
3.1. 通过代工延伸产业链，做示范工程.....	6
3.2. 横向扩张，进军啤酒、日化领域.....	7
3.2.1. 独占日化市场，增长超行业增速.....	7
3.2.2. 在啤酒市场也存在发展机会.....	8
3.3. 轻量瓶将成为趋势.....	8
3.4. 募投项目产能释放推动公司成长.....	9
4. 饮料包装行业长期景气.....	9
5. 业绩回顾，盈利预测与估值.....	11
6. 风险提示.....	13

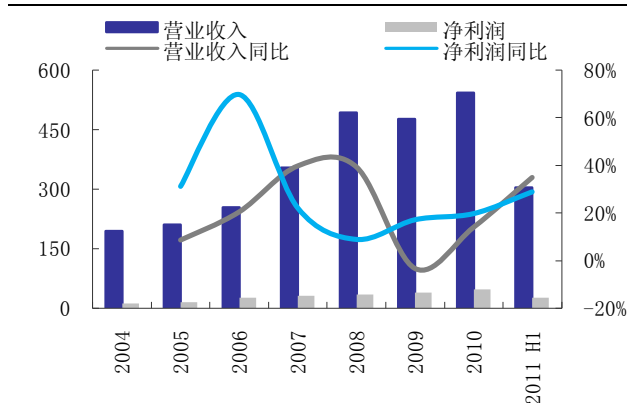
图表目录

图 1 达意隆历年营业收入情况(单位: 百万元).....	3
图 2 达意隆历年分项业务占比变化.....	3
图 3 达意隆成长历程.....	4
图 4 克朗斯历年营业收入情况(单位: 百万美元).....	5
图 5 各公司 2010 年收入规模对比(单位: 亿美元).....	5
图 6 达意隆出口业务占比恢复.....	5
图 7 公司代工业务创新模式.....	6
图 8 代工业务毛利率比较.....	7
图 9 我国日化行业发展稳定(单位: 亿元).....	7
图 10 公司高黏度灌装机.....	7
图 11 我国啤酒产量持续增长(单位: 万千升).....	8
图 12 传统瓶和轻量瓶的设计对比.....	9
图 13 公司两次募投项目前后产能对比(单位: 台/生产线).....	9
图 14 软饮料产量增速在 25%左右(单位: 万吨).....	10
图 15 碳酸饮料产量增速超过 25%(单位: 万吨).....	10
图 16 果汁及果汁饮料产量增速超过 20%(单位: 万吨).....	10
图 17 灌装饮用水产量(单位: 万吨).....	10
图 18 2004-2008 年我国与亚洲主要发达国家或地区人均饮料消费量(单位: 升).....	10
图 19 我国饮料包装行业销售额(单位: 亿元).....	10
图 20 饮料企业固定资产投资完成额(单位: 亿元).....	11
图 21 我国与全球饮料包装材料占比及增速.....	11
图 22 我国饮料消费增速超过全球(单位: 十亿欧元).....	11
图 23 全球包装机械市场规模及增速(单位: 十亿欧元).....	11
图 24 公司历年毛利率和净利率较为稳定.....	12
表 1 达意隆部分成功案例.....	3
表 2 技术水平对比.....	5
表 3 日化领域主要竞争对手情况比较.....	8
表 4 公司分项业务预测(单位: 百万元).....	13
表 5 相关公司估值表.....	13

1. 饮料包装机械国内龙头

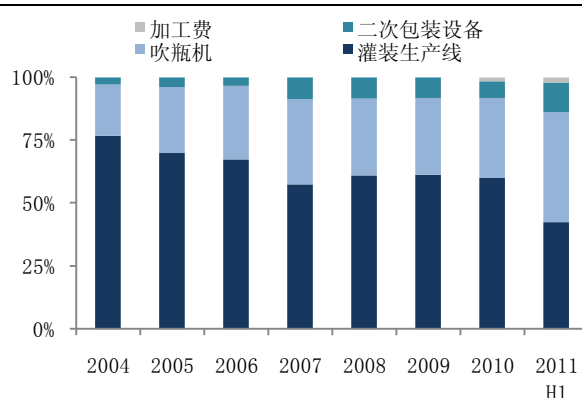
- **达意隆成立于1998年，是我国饮料包装机械制造行业的龙头企业。**产品以灌装机、吹瓶机及二次包装设备为主，数百套设备远销50多个国家和地区，成功的为可口可乐、百事可乐、农夫山泉、法国达能、汇源果汁及珠海中富等国内外知名企业提供了优良的设备和完善的服务。

图 1 达意隆历年营业收入情况(单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 2 达意隆历年分项目业务占比变化



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

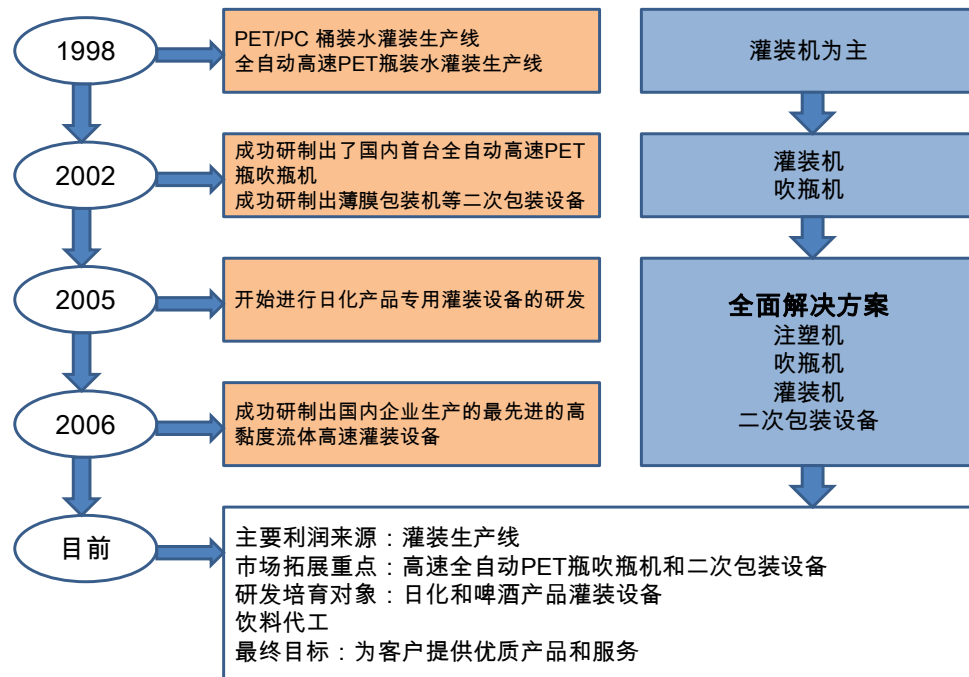
表 1 达意隆部分成功案例

客户	吹瓶机	灌装机	项目改造	二次包装	其他
可口可乐	RJM10、RJM14吹瓶机各1台	5加仑灌装线5条	整线项目改造9个	热收缩膜包装机1台 码垛机1台	输送系统9条
		瓶装水灌装线2条			
		含汽灌装线4条			
		热灌装线1条			
百事可乐			广州百事可乐热灌装线改造 天津百事可乐产品线改造		济南百事可乐风道 广州百事CIP系统
达能集团	RJM10吹瓶机2台	5加仑灌装线28条			旋盖机12套
		热灌装线1条			
		含汽灌装线1条			
珠海中富	RJM10 & RJM14吹瓶机14台	5加仑灌装线7条 瓶装水灌装线18条			
农夫山泉	全自动吹瓶机2台	20000BPH热灌装线1条			36000BPH矿泉水线3条 1600BPH五升瓶线1条
达利集团	RJM10吹瓶机12台	24000BPH热灌装线6条			15000L的UHT系统7条
	RJM14吹瓶机28台	36000BPH的瓶装水灌装线4条			
		28000BPH的热灌装线7条			

数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

- **达意隆发展历程:** 公司以灌装机械起家，成立初期主要从事PET/PC桶装水灌装生产线和全自动高速PET瓶装水灌装生产线。2002年，公司成功研制出国内首台全自动高速PET瓶吹瓶机，并于同年研制出全自动薄膜包装机等二次包装设备，完善了公司产品结构。2005年，公司开始进行日化产品专用灌装设备的研发。目前，公司已经形成了包括饮料前处理系统、注塑机、吹瓶机、灌装机、二次包装设备的全产业链配套能力。

图 3 达意隆成长历程



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 公司具有较强的竞争优势

2.1. 公司是国内唯一一家产品链齐全的公司

- 公司是国内饮料包装行业中产品链最全、规模最大的企业。根据中国食品和包装机械工业协会的统计，目前我国饮料包装机械行业有400多家企业，大部分是小型企业，有能力与国外同行抢占高端市场的只有公司、南京轻机、江苏新美星等少数企业。而公司是这几家企业中规模最大，且唯一能够提供饮料包装全面解决方案的企业，也是全球少数几家具备此种能力的企业之一。在项目的招投标业务中，与饮料包装单机生产商相比，具有更大的竞争优势。
- 除此以外，深厚的市场基础也是公司的一大优势。公司目前拥有的客户群已超过500家企业，其中既包括可口可乐、百事可乐、宝洁（P&G）、达能、生力等跨国公司，也包括福建达利、农夫山泉、珠海中富、乐百氏、统一、椰树集团、娃哈哈、北京汇源等国内著名企业。

2.2. 生产规模小，发展空间大

- 尽管公司产品在最高速度上与国外公司有较大差距，但完全可以满足国内主流市场的需求。目前，公司全自动高速 PET 瓶灌装生产线的最高速度仅有 36000BHP，而国际先进水平达到 66000BHP。公司产品仍有一定差距。但我们认为这一点不是问题。1) 由于高时速的灌装机存在价格高，产能利用率低和运输成本较高的问题，国内市场主流产品的速度在 24000-36000BHP 之间。公司产品已经完全满足此需求。2) 在 24000-36000BHP 这个范围内，公司产品质量与国际巨头相比无太大差异，甚至某些性能还略高于国外产品。3) 公司目前也在积极研发大于 40000BHP 的灌装机，弥补这一不足。

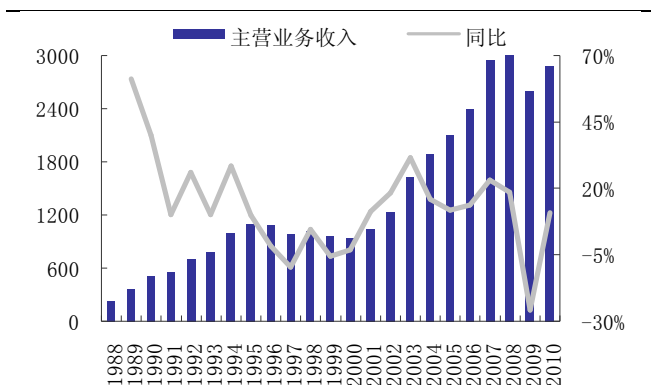
表 2 技术水平对比

比较项目		国际先进技术水平	达意隆技术水平	国内其它技术水平
灌装生产线	全自动高速PET瓶灌装生产线	66000瓶/小时	36000瓶/小时	30000瓶/小时
	PET/PC 桶装水灌装生产线	2000瓶/小时	3000瓶/小时	1200瓶/小时
全自动高速PET 瓶吹瓶机		1800瓶/模/小时	1500瓶/模/小时	1000瓶/模/小时
薄膜包装机		7200包/小时	5400包/小时	5400包/小时

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

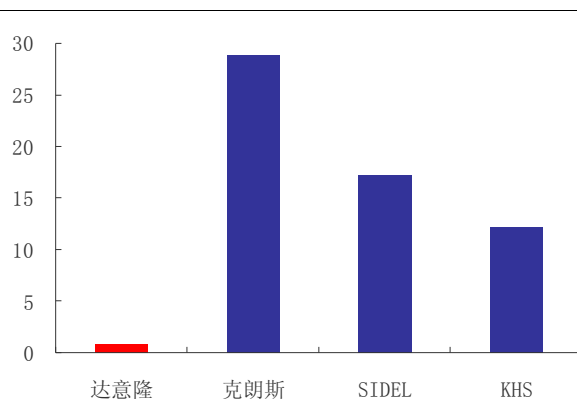
- **公司规模尚小，发展空间大。**2010年，克朗斯、SIDEL和KHS三家巨头销售收入约为29、17和12亿美元，公司仅有约0.8亿美元，为克朗斯的1/36。可以看出公司的发展空间是巨大的。公司产品价格仅有国外产品的1/3-1/2，技术接近国外产品，我们认为，公司产品在国际上具有较强的竞争力。目前饮料包装机械40%以上依赖进口，公司的规模相对非常小，进口替代空间巨大。

图 4 克朗斯历年营业收入情况(单位: 百万美元)



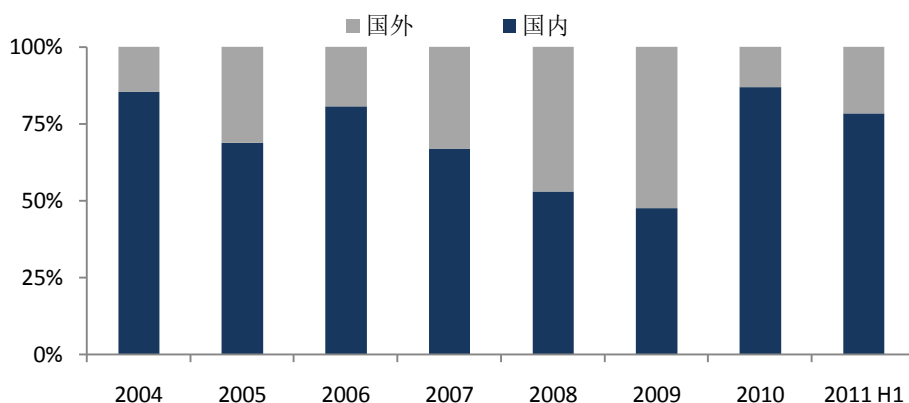
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 5 各公司 2010 年收入规模对比(单位: 亿美元)



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 6 达意隆出口业务占比恢复



数据来源：WIND，安信证券研究中心

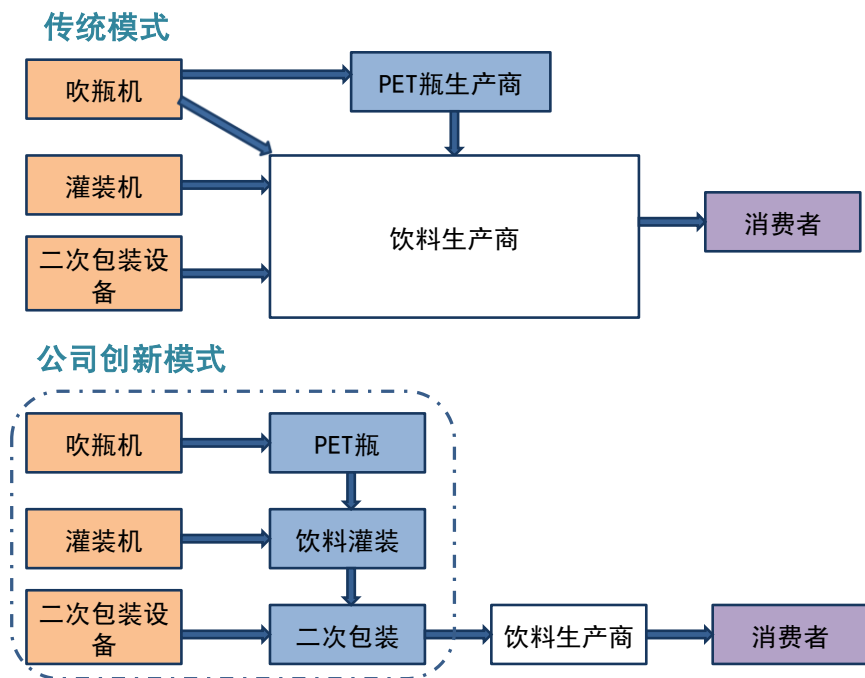
3. 公司未来发展亮点

- **在纵向扩张方面**，公司已经基本完成了饮料包装机械设备全产业链的覆盖。形成了包括注塑机、吹瓶机、灌装机和二次包装设备为一体的全面解决方案。未来，公司将通过代工业务延伸产业链。
- **在横向扩张方面**，公司积极开拓啤酒、日化市场，拓展公司的利润来源。
- 另外，我们认为公司的轻量瓶吹瓶和灌装机也将成为未来发展重点。

3.1. 通过代工延伸产业链，做示范工程

- **项目背景：**2010 年初，公司与厦门太古可口可乐公司和广东太古可口可乐公司分别签订了加工承揽协议，为两公司进行 PET 瓶、PET 瓶装纯净水及矿物质水来料加工服务。根据公司公告，预计每条线每年为公司新增营业收入 1600 万元左右，新增利润总额约 450 万元。但由于选址的问题，厦门工厂目前仍被搁置。
- 2011 年 6 月，公司又在合肥成立子公司，做代工业务。计划今年 12 月底之前建设完毕。
- **代工项目有如下特点：**1) 代工项目充分利用公司掌握的 PET 瓶设计、注塑、吹瓶、灌装和二次包装的核心技术和工艺，缩短饮料生产企业的供应链。2) 对公司来说，来料加工可以规避原材料价格上涨的风险。3) 代工项目的固定资产投资较大。以深圳代工项目为例，代工水的项目要投入 3000 万元。这对公司资金的要求较高。4) 代工的合作期 5 年，客户的要求很高，公司在获得客户和市场认可的环节上花了很长时间。公司对客户也有一定的要求。5) 代工项目由于涉及的环节比较多，从技术上来说并不容易被竞争对手复制。

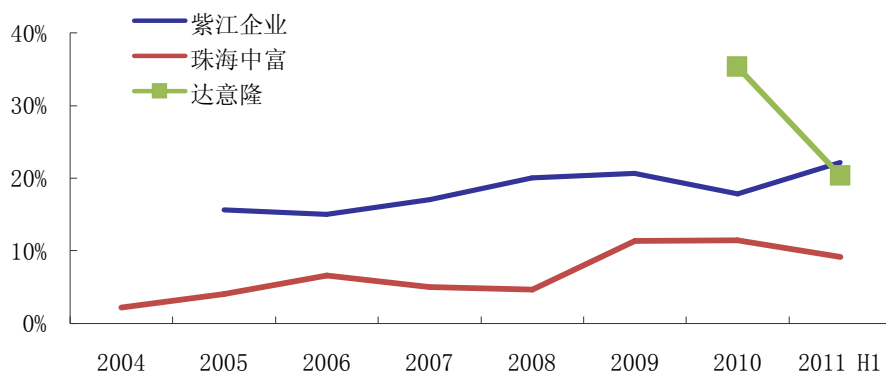
图 7 公司代工业务创新模式



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

- **深圳的代工项目利润稳定，毛利率高于珠海中富和紫江企业。**可口可乐每年给公司 400 多万元的保底回报。考虑到折旧费、人工费、租金等，公司通过深圳代工项目每年得到收入约 1200 万元。利润总额约 450 万元。**毛利率高于中富和紫江，原因如下：**1) 公司是设备制造商，设备成本相对较低。2) 公司是设备生产商，对设备的操纵、维护运营等更加熟练。3) 采取的模式不同。紫江和中富是在客户的所在地建厂，固定资产投资较大。而公司是在客户现场租地，相对灵活。2010 年公司代工业务收入为 781 万元，毛利率为 35%。2011 年上半年由于会计原因，毛利率出现暂时的下降。我们预计随着代工业务规模的扩大和代加工种类的增多，公司代工业务毛利率将在 35% 以上。
- 公司代工业务收费比国外厂商要低，具有竞争优势。在满足可口可乐要求的情况下，如果仍有余力，公司也可能为其他饮料生产商代工。

图 8 代工业务毛利率比较



数据来源：WIND，安信证券研究中心

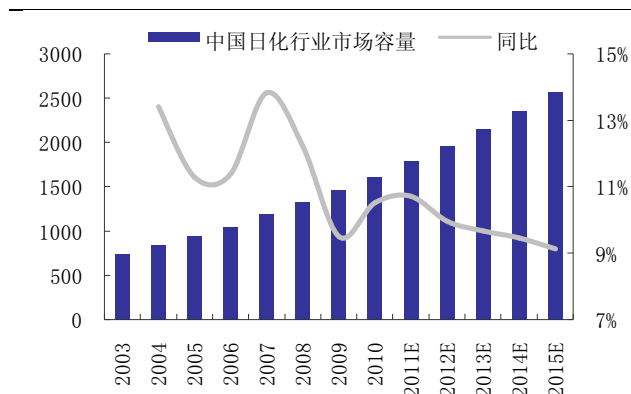
- 公司将五条代工线定位为示范工程，后期有可能会继续拓宽。公司计划今年到明年上半年共做 5 条线，除了纯净水外，计划代加工碳酸饮料和果汁。如果这五条线能够起到好的示范效应，公司可能会启动下一轮的融资，继续拓宽公司代工业务。

3.2. 横向扩张，进军啤酒、日化领域

3.2.1. 独占日化市场，增长超行业增速

- 我国日化市场规模将保持 10% 以上的增速。随着社会的发展、城镇化比率的提升和居民收入增长等因素，我国日化行业市场规模逐步扩大。2003-2010 年间，年复合增速为 11.7%，2010 年市场规模达到 1608 亿元。预计未来 5 年内仍将保持 9%-10% 的增速。

图 9 我国日化行业发展稳定(单位：亿元)



数据来源：Euromonitor，安信证券研究中心

图 10 公司高黏度灌装机



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

- 劳动力成本上升拉动对全自动机械的需求。随着劳动力成本的不断上升，日化企业成本压力也随之增大，对全自动机械设备的要求也逐步提高，带动了对高黏度流体灌装设备的巨大市场需求。
- 在日化灌装设备领域，与国内企业相比，公司具有先发优势。就目前国内家用日化产品、油脂产品、调味品等企业使用高黏度流体灌装设备情况来看，在低端领域国产产品占据了主导地位，中高端产品基本依赖进口。早在2005年，公司就着手研发日化灌装设备，并于2006年成功研制出国内最先进的高黏度流体高速灌装设备，灌装速度达20000BPH。产品已经在宝洁(P&G)的工厂投入使用。公司产品技术水平在国内处于领先，接近国外先进水平。

表 3 日化领域主要竞争对手情况比较

企业名称	产品产能指标(BPH)	灌装头数	灌装精度	平均单价(万元)
本公司	10000-20000	40 头以上旋转式灌装	± 0.5%	350
广州广富包装机械有限公司	5000-10000	24 头旋转式灌装	± 0.5%	约30-110
克朗斯 (KRONES)	45000	80 头以上旋转式灌装	± 0.5%	约1200
容奇 (RONCHI)	36000	60 头以上旋转式灌装	± 0.5%	约1000

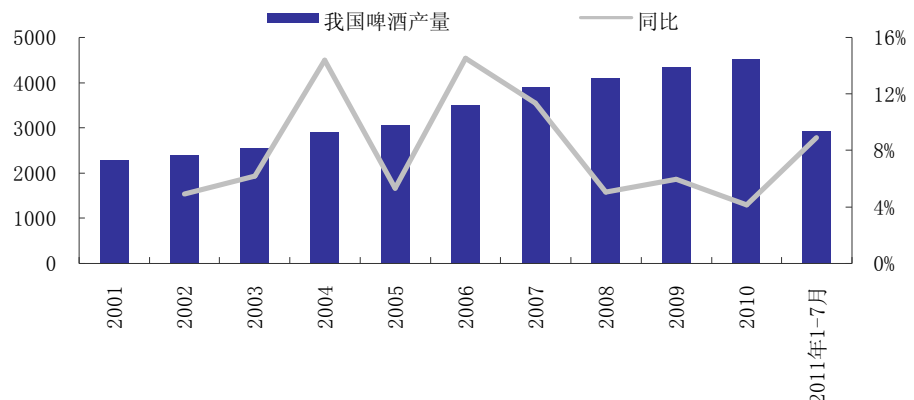
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- **公司在这一领域进展明显。**公司通过“高黏度流体灌装设备项目”向日化领域拓展，目前产能为高黏度流体灌装设备20套。公司在这一领域开拓较为顺利，主要客户有宝洁、蓝月亮、海天酱油等。2010年，这一业务的销售收入为3100万元。我们预计今年公司的日化灌装业务的销售收入将超过4000万元。

3.2.2. 在啤酒市场也存在发展机会

- **在啤酒市场，公司产品也存在发展机会。**啤酒是最受欢迎的大众饮料之一，市场空间大。公司具备玻璃瓶灌装的技术，设备曾经出口到越南。此外，高阻隔型材料的啤酒 PET 瓶在国外已竞相开发生产，不但具有玻璃啤酒瓶的性能，而且轻便、安全、贮运方便、可回收利用。目前国内 PET 瓶的制造工艺技术已经较为完善，我们认为 PET 瓶也将会成为国内啤酒包装的发展方向。

图 11 我国啤酒产量持续增长(单位：万千升)



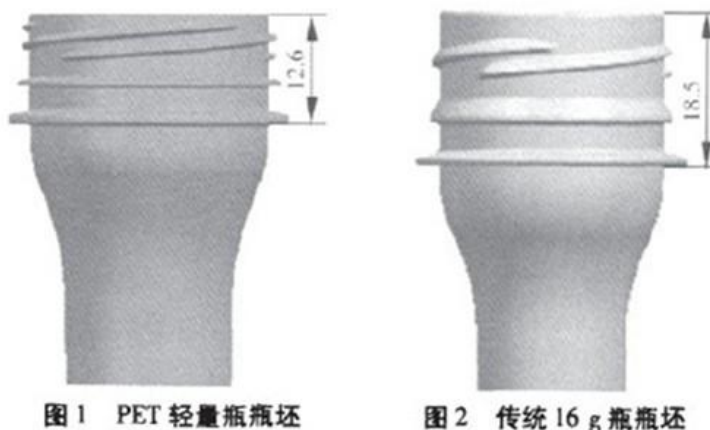
数据来源：WIND，安信证券研究中心

3.3. 轻量瓶将成为趋势

- 目前，随着包装材料价格的不断上涨，以及在国家倡导工业节能环保大趋势的影响下，饮料包装 PET 瓶轻量化的方案越来越受饮料企业的青睐。
- **轻量化瓶可为饮料生产商节约成本。**以可口可乐“冰露”为例，“冰露”PET 瓶的特点在于瓶口短、壁薄、重量轻，较传统 16 克的 PET 瓶瓶口高度相差 5.6mm。仅重 9.8 克，比传统 16 克瓶节约材料近 40%。对于饮料生产商来说可以大大节省成本。
- **轻量化是 PET 瓶走向低碳化的必由之路。**按照全国每年消耗 10 亿个 PET 瓶计算，轻量瓶的推出将减少使用 6200 吨 PET 塑料，相当于降低 1.64 万吨碳排放，也相当于新增了 262 km² 森林。如果每个人都可以将环保轻量瓶扭挤后再丢弃，则将会为废弃瓶回收节省 41 万 m³ 的空间，相当于 200 个标准游泳池的容量。其经济效益和社会效益是非常可观的。
- **公司的轻量瓶吹瓶机和灌装机将受益。**公司在国内率先研发成功轻量化吹瓶设备，成为全球第二家，国内第一家能够生产 PET 轻量瓶吹灌旋一体设备的企业。

除了为可口可乐冰露代工之外，公司的轻量化瓶吹瓶和灌装机械也将销售给其他饮料生产商。我们看好公司设备在这一领域的发展前景。

图 12 传统瓶和轻量化瓶的设计对比

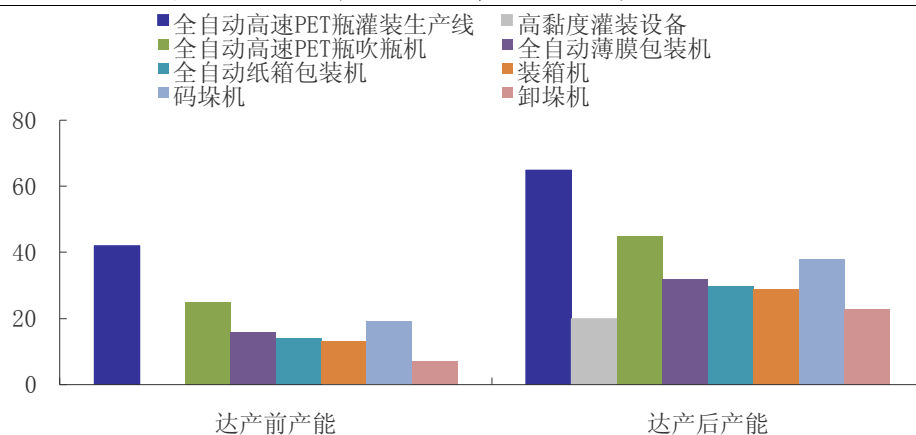


数据来源：轻量化 PET 瓶拉伸吹瓶加温链的设计，安信证券研究中心

3.4. 募投项目产能释放推动公司成长

- 公司的两次募投项目（2008年IPO和2009年的定向增发）目前已基本达产。PET瓶灌装生产线新增产能23条；PET瓶吹瓶机新增产能20台；二次包装设备新增产能69台；高黏度灌装设备新增产能20台。产能的快速增长将有力的推动公司业务的发展。

图 13 公司两次募投项目前后产能对比(单位：台/生产线)



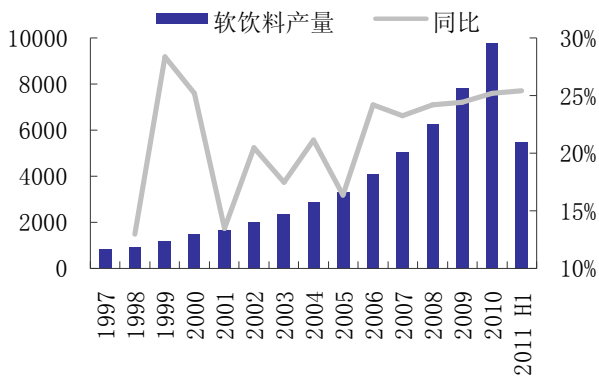
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 饮料包装行业长期景气

- 饮料行业发展稳定，受经济周期影响小。我国饮料消费增长迅速。1997-2010年，我国软饮料产量年复合增速为21.2%。2011年上半年，我国软饮料产量共计5491.84万吨，同比增长25.42%。目前，我国饮料人均消费量仅有美国的约1/6，市场发展潜力巨大。我们认为饮料行业将继续保持25%左右的增速发展。

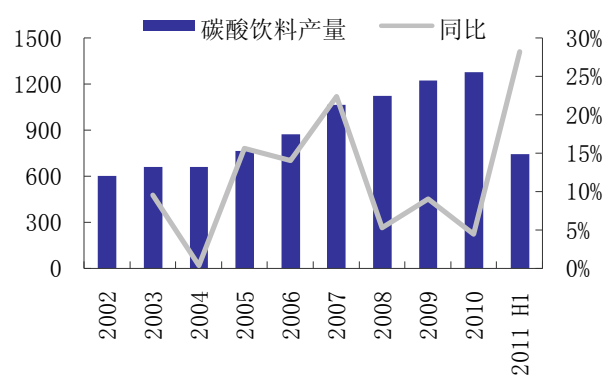
图 14 软饮料产量增速在 25%左右(单位：万吨)

图 15 碳酸饮料产量增速超过 25%(单位：万吨)



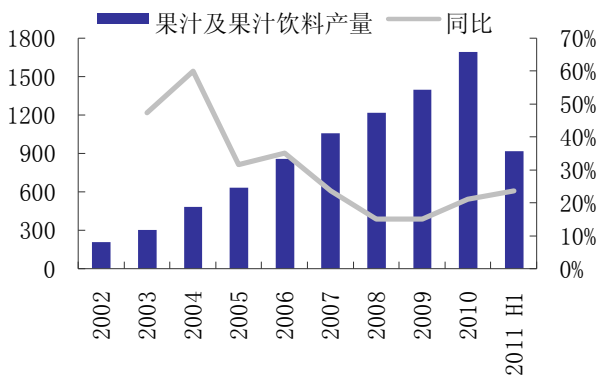
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 16 果汁及果汁饮料产量增速超过 20% (单位: 万吨)



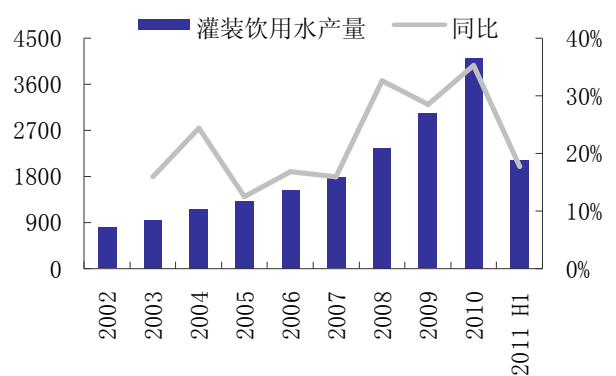
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 17 灌装饮用水产量 (单位: 万吨)



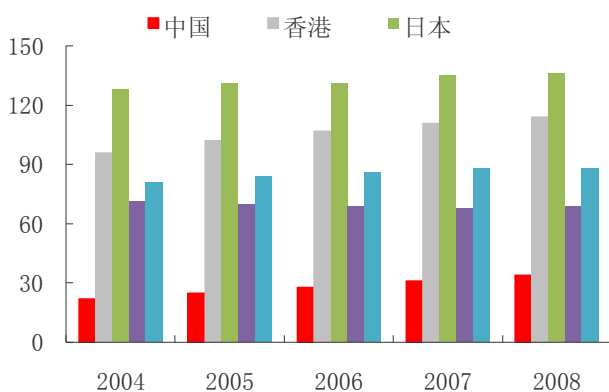
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 18 我国人均饮料消费量较低 (单位: 升)

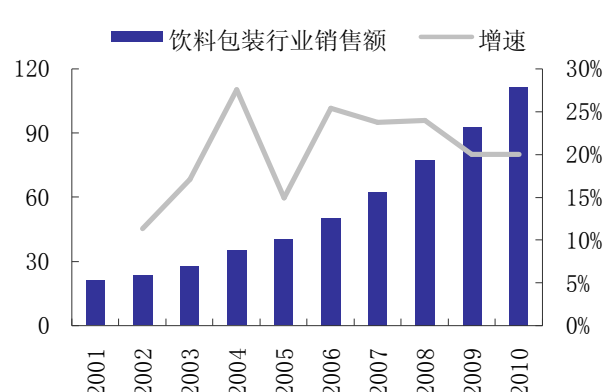


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 19 我国饮料包装行业销售额 (单位: 亿元)



数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

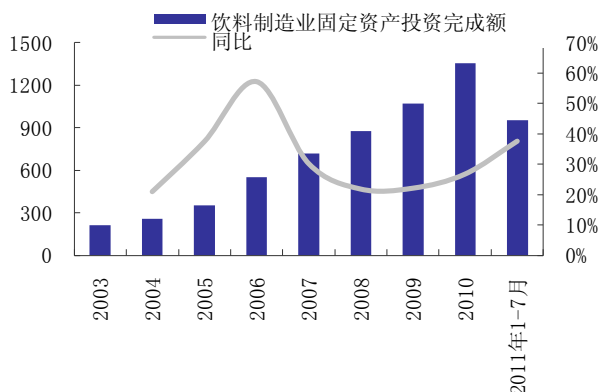


数据来源: 中国食品和包装机械行业协会, 安信证券研究中心

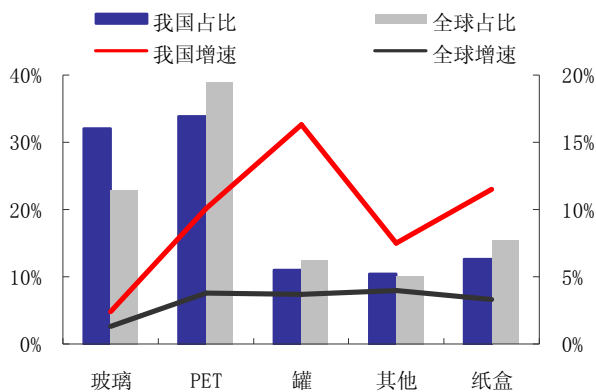
- 我国饮料、啤酒等市场的发展，带动了包装机械工业的迅速发展。根据食品和包装机械工业协会的统计，我国食品包装机械的产值在 300 亿元左右，其中饮料、乳品和啤酒包装机械占有相当大的比重。预计 2011 年我国饮料包装机械产值将达到 120 亿元。

图 20 饮料企业固定资产投资完成额 (单位: 亿元)

图 21 我国与全球饮料包装材料占比及增速



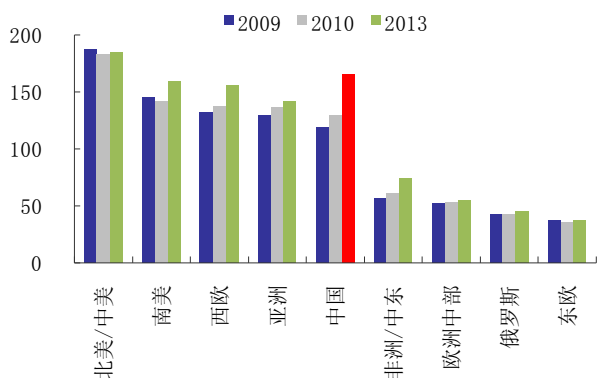
数据来源: WIND, 安信证券研究中心



数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

图 22 我国饮料消费增速超过全球 (单位: 十亿欧元)

图 23 全球包装机械市场规模及增速 (单位: 十亿英镑)



数据来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

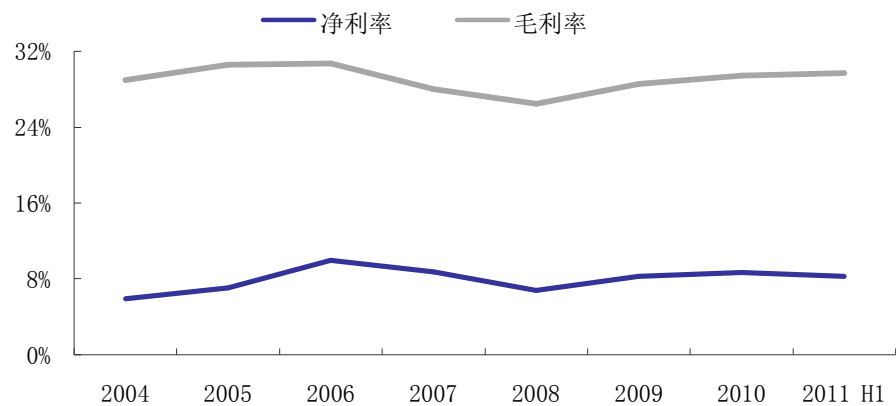


数据来源: KRONES, 安信证券研究中心

5. 业绩回顾，盈利预测与估值

- 2007-2008 年，公司营业收入增速在 39% 左右。2009 年由于金融危机的影响，国内饮料包装机械市场发展受到影响，公司收入出现下滑，但净利润同比增长 17%。2010 年，由于国内市场恢复，公司实现营业收入 5.43 亿元，同比增长 13.94%。净利润同比增长 19.94%。2011 年上半年，公司实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 34.5%；净利润 2653 万元，同比增长 28.8%。
- **预计未来公司毛利率仍将保持稳定。** 2004-2010 年期间，公司毛利率一直保持在 26.5%-31% 之间，较为稳定。净利率在 6%-9% 之间。公司毛利率稳定的原因有：1) 公司有较强的议价能力，原材料成本的上涨对公司影响不大。2) 公司一直采取多种措施在设计、采购、生产管理方面严格控制成本。3) 公司不断地推出高附加值产品，同时积极做出价格调整。这充分说明公司运营稳定，风险较低。2011 年上半年，公司毛利率 29% 基本维持不变。我们预计未来几年公司综合毛利率仍将保持稳定。
- **吹瓶机和二次包装设备占比逐步提高。** 公司吹瓶机的技术日趋成熟，产品竞争力增强，二次包装设备出口增长较快。2011 年，两业务毛利率均同比上升 4 个点。公司调整收入结构，力图提高吹瓶机和二次包装设备占比。我们认为未来几年，两业务的占比将继续提高。

图 24 公司历年毛利率和净利率较为稳定



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

- **公司未来增长点：**1) 受益于饮料行业持续稳定的发展，饮料包装机械行业也将保持稳定发展；2) 国外市场逐步回暖，有利于公司出口业务的发展；3) 募投项目逐步投产将解决公司产能瓶颈；4) 短期看，公司的代工业务将为公司增添稳定的利润增长点。长期来看，公司代工业务有巨大的拓展空间；5) 公司将分享日化、啤酒市场大蛋糕；6) 轻量瓶业务将成为趋势。我们长期看好公司的发展前景。
- **综合以上分析，我们对公司的盈利状况做出如下假设：**
- 公司可能会根据产能情况调整外协加工的比例，预计各产品毛利率整体保持稳定，在28%-31%左右；
- 目前公司处在规模效应逐渐凸显时期，预计公司未来三年的期间费用率将保持下降趋势。
- 公司维持15%的所得税率。

表 4 公司分项业务预测(单位：百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
收入总和	349.63	486.23	465.00	540.27	733.36	950.09	1210.11
增速	39.51%	39.07%	-4.37%	16.19%	35.74%	29.55%	27.37%
灌装生产线	200.76	296.61	284.77	324.56	379.66	444.98	523.20
增速	18.62%	47.74%	-3.99%	13.97%	16.98%	17.21%	17.58%
全自动高速PET瓶灌装生产线	152.94	273.14	262.07	250.62	278.94	310.46	345.54
增速	8.12%	78.59%	-4.05%	-4.37%	11.30%	11.30%	11.30%
桶装水灌装生产线	47.82	23.48	22.70	42.67	56.01	71.74	91.15
增速	72.09%	-50.91%	-3.34%	88.02%	31.25%	28.10%	27.05%
高黏度灌装设备				31.27	44.71	62.78	86.51
增速					43.00%	40.40%	37.80%
吹瓶机	118.59	148.87	142.25	171.85	273.25	397.69	547.37
增速	62.08%	25.54%	-4.45%	20.81%	59.00%	45.54%	37.64%
全自动高速PET瓶吹瓶机	115.62	148.48	139.98	169.26	269.98	393.62	542.41
增速	76.20%	28.42%	-5.73%	20.92%	59.50%	45.80%	37.80%
其他	2.96	0.39	2.27	2.59	3.28	4.07	4.96
增速	-60.73%	-87.00%	490.51%	13.91%	26.50%	24.20%	21.90%
二次包装设备	30.28	40.75	37.99	36.04	71.07	91.94	114.77
增速	269.60%	34.59%	-6.77%	-5.14%	97.21%	29.37%	24.84%
全自动薄膜包装机	16.50	16.39	3.86	6.60	7.49	8.49	9.63
增速	155.50%	-0.70%	-76.42%	70.83%	13.40%	13.40%	13.40%
其他	13.77	24.36	34.13	29.44	63.58	83.45	105.15
增速	695.01%	76.87%	40.08%	-13.74%	116.00%	31.25%	26.00%
加工费				7.81	9.38	15.47	24.76
增速					20.00%	65.00%	60.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

- 我们预计2011-2013年公司营业收入增速分别为35%，30%，27%，EPS分别为0.4元，0.53元，0.71元。给予公司2011年30倍PE，合理股价为12元。首次给予“增持-A”的投资评级。

表 5 相关公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 元	预测EPS (元)			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002209	达意隆	10.03	0.40	0.53	0.71	25.20	18.93	14.15
000659	珠海中富	5.33	0.12	0.15		45.99	36.45	
600210	紫江企业	5.21	0.49	0.58	0.68	10.65	8.98	7.65
002374	丽鹏股份	14.79	0.30	0.81	1.14	49.68	18.17	12.95
平均		8.84	0.33	0.52	0.84	32.88	20.63	11.58

数据来源：WIND，安信证券研究中心(收盘价为9月14日)

6. 风险提示

- 行业竞争激烈，面临其他企业抢占市场份额的风险。
- 市场开拓不利的风险。
- 汇率波动的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-9-14		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-3.4%	13.9%	35.1%	29.6%	27.4%
减: 营业成本	476.5	543.0	733.4	950.1	1,210.1	营业利润增长率	24.5%	20.0%	79.5%	37.6%	37.2%
营业税费	340.3	383.1	519.5	666.1	846.6	净利润增长率	17.1%	19.7%	65.0%	33.1%	33.8%
销售费用	3.6	1.8	2.4	3.1	4.0	EBITDA 增长率	-111.9%	23.5%	56.9%	32.7%	29.1%
管理费用	59.4	69.2	89.5	114.0	139.2	EBIT 增长率	-108.8%	17.5%	63.9%	40.5%	35.7%
财务费用	31.3	37.8	47.7	60.8	75.0	NOPLAT 增长率	16.4%	17.3%	51.5%	35.5%	32.4%
资产减值损失	3.3	3.0	-2.1	-0.6	-2.6	投资资本增长率	3.5%	21.9%	40.0%	12.2%	7.9%
加: 公允价值变动收益	3.9	5.5	-	-	-	净资产增长率	68.4%	6.7%	11.1%	13.3%	15.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	2.7	2.1	4.0	4.0	4.0	利润率					
加: 营业外净收支	37.3	44.8	80.4	110.7	151.9	毛利率	28.6%	29.5%	29.2%	29.9%	30.0%
利润总额	8.0	9.4	11.0	11.0	11.0	营业利润率	7.8%	8.3%	11.0%	11.6%	12.5%
减: 所得税	45.3	54.2	91.4	121.7	162.9	净利润率	8.3%	8.7%	10.6%	10.9%	11.4%
净利润	6.0	7.1	13.7	18.3	24.4	EBITDA/营业收入	11.3%	12.2%	14.2%	14.5%	14.7%
	39.4	47.1	77.7	103.4	138.4	EBIT/营业收入	8.5%	8.8%	10.7%	11.6%	12.3%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	139	178	166	144	112
交易性金融资产	278.2	191.0	88.0	114.3	196.0	流动营业资本周转天数	101	91	87	92	93
应收账款	0.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	417	430	357	337	346
应收票据	146.9	192.6	266.2	344.9	439.3	应收帐款周转天数	102	110	110	114	114
预付款项	4.9	23.0	32.1	41.6	53.0	存货周转天数	145	142	154	160	160
存货	17.8	14.2	19.4	26.1	34.6	总资产周转天数	630	650	573	533	503
其他流动资产	170.0	257.6	370.0	474.5	603.1	投资资本周转天数	293	291	284	271	234
可供出售金融资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.5%	8.4%	12.5%	14.6%	16.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	4.5%	6.1%	6.8%	7.5%
投资性房地产	5.9	7.9	8.0	8.0	8.0	ROIC	11.2%	12.7%	15.8%	15.3%	18.0%
固定资产	-	-	-	-	-	费用率					
在建工程	237.9	300.4	375.5	382.9	367.4	销售费用率	12.5%	12.7%	12.2%	12.0%	11.5%
无形资产	38.8	46.7	99.1	110.8	113.8	管理费用率	6.6%	7.0%	6.5%	6.4%	6.2%
其他非流动资产	5.5	7.2	12.0	16.6	21.2	财务费用率	0.7%	0.6%	-0.3%	-0.1%	-0.2%
资产总额	3.3	11.8	12.0	12.0	12.0	三费/营业收入	19.7%	20.2%	18.4%	18.3%	17.5%
短期债务	909.1	1,052.4	1,282.4	1,531.8	1,848.5	偿债能力					
应付账款	90.0	53.0	57.9	57.9	57.3	资产负债率	42.1%	46.6%	51.4%	53.9%	55.8%
应付票据	130.3	221.9	318.8	408.8	519.6	负债权益比	72.8%	87.4%	105.6%	116.8%	126.2%
应付票据	47.4	74.8	113.9	146.0	185.6	流动比率	1.73	1.47	1.24	1.28	1.35
其他流动负债	88.6	112.6	142.4	180.4	228.8	速动比率	1.26	0.91	0.65	0.67	0.74
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	12.15	15.99	-37.11	-170.47	-58.52
其他非流动负债	26.6	28.6	34.3	40.8	48.6	分红指标					
负债总额	383.0	490.8	658.7	825.3	1,031.3	DPS(元)	0.03	0.07	0.08	0.11	0.14
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	14.5%	27.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	130.2	195.2	195.2	195.2	195.2	股息收益率	0.3%	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%
留存收益	395.9	366.3	428.5	511.2	621.9	业绩和估值指标					
股东权益	526.1	561.5	623.7	706.4	817.2	EPS(元)	0.20	0.24	0.40	0.53	0.71
现金流量表						BVPS(元)	2.69	2.88	3.19	3.62	4.19
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	PE(X)	49.8	41.6	25.2	18.9	14.1
加: 折旧和摊销	39.4	47.1	77.7	103.4	138.4	PB(X)	3.7	3.5	3.1	2.8	2.4
资产减值准备	13.7	19.7	25.6	27.9	28.9	P/FCF	3,973.1	-25.6	-17.8	93.2	25.0
公允价值变动损失	3.9	5.5	-	-	-	P/S	4.1	3.6	2.7	2.1	1.6
财务费用	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	21.9	28.4	19.3	14.6	11.0
投资收益	3.6	3.8	3.2	-2.1	-0.6	CAGR(%)	38.0%	43.2%	32.7%	-76.2%	-100.0%
少数股东损益	-2.7	-2.1	-4.0	-4.0	-4.0	PEG	1.3	1.0	0.8	-0.2	-0.1
营运资金的变动	-	-	-	-	-	ROIC/WACC	1.1	1.3	1.6	1.6	1.8
经营活动产生现金流量	2.8	-24.4	-29.2	-32.7	-36.3	REP	2.6	3.0	1.9	1.7	1.3
投资活动产生现金流量	59.3	47.1	68.1	94.1	124.5						
融资活动产生现金流量	-30.4	-81.0	-63.6	-22.7	-14.0						
	144.3	-58.8	-8.5	-20.0	-25.7						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034