



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

公司动态
证券研究报告

2011 年 12 月 08 日

小盘股

研究部

朱亚锋

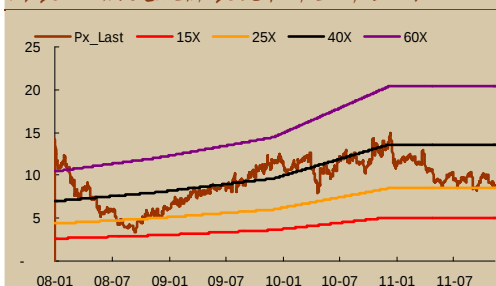
分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010017
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

达意隆(002209.SZ)

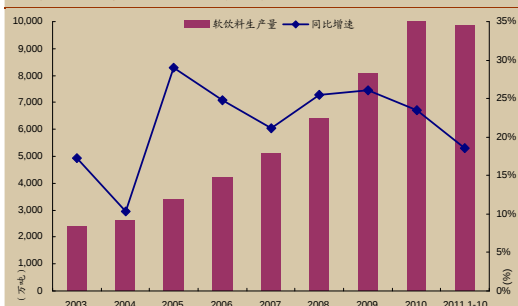
受益机械化、轻量化、进口替代，订单向好

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: 中国软饮料生产量



资料来源：Wind 资讯、中金公司研究部

近况:

公司近阶段订单受益于机械化、轻量化、进口替代的向好趋势明显；基于和数个下游饮料商和代工商的交流，判断公司下游需求情况乐观。

评论:

饮料商扩大业务布局、扩产意愿强，上游设备商需求增长有保证。因需求趋势好、长期空间大，多个饮料巨头表示将扩大中国投资、抢占份额，与主流饮料商及代工商交流也确认了相关投资正在加快推进。公司作为国内最优质整线设备商，未来 2 年下游需求快速增长态势明朗。

机械化。饮料商对生产环节此前最重视灌装速率和效率，而当前对产品装箱、配送环节的自动化程度及效率也极其关注，膜包机、码垛机等二次包装设备由此面临较主机/整线更旺盛的需求；在日化、调味品等机械化水平低的领域，作为高效灌装技术的应用载体——高粘度灌装设备，公司产品技术成熟，应用案例丰富(如宝洁、蓝月亮、海天等)，也面临着略快于饮料行业的需求形势。

轻量化。公司轻量化设备可以帮助饮料商节约瓶坯成本 30%(以纯净水为例则对应节约总成本约 18%)。可口可乐率先应用并已在纯净水业务板块大规模推广，在可乐“冰露”纯净水今年终端市场表现突出的示范效应下，公司面临成为更多大型饮料商供应商的机遇。从近期情况看，之前预期的公司轻量化一体机今年实现 10 套以上销售订单的阶段目标已基本实现(主要在可乐体系内)，并已成为公司增长主动力，往前看，依然重申若有更多大型饮料商从当前的尝试态度转变为全面跟进，公司基本面将出现质变。

进口替代。国内饮料设备市场属于轻工领域国产化比例显著偏低的领域，公司虽位居国内企业第一，但目前约 5% 的市占率远低于进口自欧洲的设备所占份额(基于竞争对手年报信息，估计国内进口自 Crones、KHS、SIDEL 三家设备商占国内 40~50% 份额)，往前看，公司设备已经进入国内大型饮料商采购体系，每一个大客户的成功开拓都可能快速提升国产设备占比，而从竞争力比较看，公司在产品价格和售后服务上显著领先，近年在产品效率(体现在灌装速率和效率)上的追赶效果显著，基于已开拓的可口可乐案例，建议乐观看待这一趋势和长期空间。

投资建议:

公司下游为饮料，需求好；从机械化、轻量化、进口替代趋势看，面临销售规模 and 市场份额快速提升机遇，目前业务拐点逐步清晰，长期上升空间显著。当前股价对应 2011、12 年市盈率分别 26x、17x，重申推荐。

图表 3：轻量化一体机 vs. 传统吹瓶 + 灌装机

550ml 纯净水瓶生产成本节约估算			550ml 碳酸饮料瓶生产成本节约估算		
普通饮用水 PET 瓶	16.0	克	普通碳酸饮料 PET 瓶	26.0	克
轻量化饮用水 PET 瓶	10.8	克	轻量化碳酸饮料 PET 瓶	15.8	克
单瓶原材料节约	5.2	克	单瓶原材料节约	10.2	克
PET2010 均价	0.0134	元/克	PET2010 均价	0.0120	元/克
原材料年节约金额	842.8	万元	原材料年节约金额	1,269.1	万元
功率	186	kw/h	功率	300	kw/h
电价	0.70	元/kwh	电价	0.70	元/kwh
整机降耗幅度	25%		整机降耗幅度	25%	
电耗节约额	21.9	万元	电耗节约额	35.3	万元
30%清洗用水节约额	忽略不计		30%清洗用水节约额	忽略不计	
总节约金额	864.7	万元	总节约金额	1,269.1	万元
设备投资额	1000~2000	万元	设备投资额	1200~2500	万元

资料来源：中金公司研究部

图表 4：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

达意隆 002209 损益表 (人民币百万)							历史股价表现						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	(%)	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
销售收入	354	493	477	543	746	1,036	行业板块	-1%	-10%	-9%	-8%	-29%	-21%
销售成本	-255	-363	-340	-383	-525	-723	机械设备			二级行业			专用设备
营业费用	-36	-60	-59	-69	-91	-119	第一大股东	张颂明		持股比例			42.33%
管理费用	-24	-30	-31	-38	-50	-67	总市值(百万元)	1,714		流通市值(百万元)			1,079
EBIT	37	37	42	51	76	122	发行股数(百万股)	195		股票现价(元)			8.78
EBITDA	44	46	56	71	103	158	成长性分析						
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						
							2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
达意隆 002209 资产负债表 (人民币百万)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	毛利率	27.4%	25.9%	27.8%	29.1%	29.1%	29.7%
现金	81	105	278	191	135	70	营业费用率	10.2%	12.2%	12.5%	12.7%	12.2%	11.5%
应收帐款	101	127	143	188	259	359	管理费用率	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	流动比率	1.12	1.28	1.73	1.47	1.22	1.04
长期投资	3	3	6	8	10	12	速动比率	0.63	0.72	1.26	0.91	0.69	0.53
其他长期资产	-	-	-	-	-	-	现金比率	15%	14%	31%	18%	10%	4%
长期资产	169	270	291	374	497	688	资产负债率	68%	59%	42%	47%	53%	59%
资产总额	552	758	909	1,052	1,301	1,682	债务/权益	212%	142%	73%	87%	112%	142%
短期借款	71	62	90	53	103	183	净债务/权益	2%	3%	-36%	-25%	-5%	16%
各项应付款	164	195	174	292	401	551	利息覆盖倍数	22	15	17	24	25	22
应交税费	6	-1	2	4	5	7	杜邦分析						
应付职工薪酬	1	1	4	4	6	8	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
其他流动负债	100	123	87	109	143	208	税后利润/EBIT	84%	90%	94%	92%	87%	83%
流动负债	342	380	356	462	658	958	xEBIT利润率	10.4%	7.6%	8.8%	9.4%	10.2%	11.8%
长期借款	14	40	-	-	-	-	= 销售净利润率	8.7%	6.8%	8.3%	8.7%	8.9%	9.8%
其他长期负债	20	25	27	29	29	29	x资产周转率	0.64	0.65	0.52	0.52	0.57	0.62
长期负债	33	65	27	29	29	29	= 总资产收益率	6.0%	5.1%	4.7%	4.8%	5.6%	6.8%
负债总额	375	445	383	491	687	986	x总资产/净资产	3.12	2.42	1.73	1.87	2.12	2.42
少数股东权益	-	-	-	-	-	-	=净资产收益率	17.5%	10.8%	7.5%	8.4%	10.8%	14.5%
股本	85	114	130	195	195	195	回报率分析						
公积金及未分配利润	92	198	396	366	419	500	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
股东权益	177	312	526	562	615	696	投入资本回报率	16.6%	11.4%	8.5%	8.2%	10.8%	14.8%
负债及股东权益	552	758	909	1,052	1,301	1,682	平均资本回报率	5.6%	4.4%	4.3%	4.5%	5.1%	6.0%
							每股指标分析						
达意隆 002209 现金流量表 (人民币百万)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	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	51.0	43.6	36.4	25.8	16.9	
投资活动现金流	-22	-86	-30	-81	-141	-225	市净率	5.5	3.3	3.1	2.8	2.5	
股权融资	-	113	185	-	-	-	股价/每股经营性现金流	-106.7	28.9	36.4	26.2	17.2	
借款变动	11	27	-27	-36	50	80	红利收益率	0.6%	1.1%	1.1%	0.8%	1.2%	
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，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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
上海市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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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