

相关研究:

《达意隆 (002209): 技术实力和代加工模式助推业绩增长》
 2010-12-14

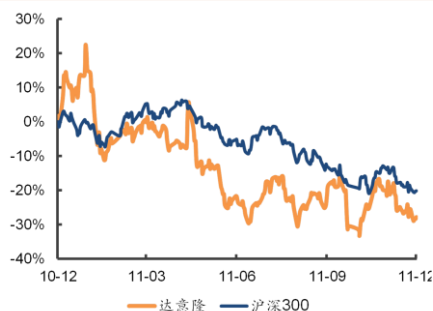
投资评级:
买入

当前价格: 8.16 元
目标价格: 12 元
目标期限: 12 个月

市场数据

总股本(百万股) 195.24
 A 股股本(百万股) 195.24
 B/H 股股本(百万股) 0
 A 股流通比例(%) 100
 12 个月最高/最低(元) 15.3/8.0

注: 2011 年 12 月 14 日数据

近十二个月股价表现


注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 金嘉欣
执业证书编号: S0500511010002
联系人
刘攀
(8621) 68634510-8009
lp3454@xcsc.com

从制造到创造, 由设备到服务

——技术实力和模式创新带动未来增长

国内液态产品包装机械的领先品牌

公司是我国饮料包装机械制造行业的龙头企业, 是国内饮料包装行业中产品链最全、规模最大的企业。公司技术接近国外产品, 产品价格仅有国外产品的 1/3-1/2, 进口替代空间巨大。

公司业绩增长较为明确, 下游饮料、日化行业扩张给公司带来了充足的在手订单; 且公司近期成立了美国分公司, 进一步开拓拉美等饮料消费高增长市场, 进口替代及海外业务稳步拓展是公司未来业绩增长的重要来源。

受益消费增长和进口替代空间

2011 年, 我国饮料包装设备行业市场将达到 110 亿元。全球饮料消费未来 2 年将保持 3.4% 的增长速度, 中国为 8.4% 左右, 受益饮料消费的稳定增长, 饮料包装设备制造行业将保持两位数的增长; 我国日化、食品包装设备市场达到 100 亿元以上, 公司横向可拓展空间较大。

从制造到创造, 由设备到服务

公司的核心竞争优势在技术创新+代加工模式创新。公司技术创新能力强, 拥有国际领先的饮料包装设备整线技术实力, 并参与行业标准的制定, 从“制造”走向“创造”; 公司凭借饮料生产整线设备生产能力, 及时迎合下游饮料加工外包的需求, 介入饮料代加工市场, 公司从传统的设备提供商(“卖设备”)转向饮料代加工商(“卖服务”), 不仅带来增收, 而且代加工业务模式(因饮料消费的刚性)成为公司对抗设备投资周期性影响的重要方式。

估值和投资建议。

作为内资液体包装机械龙头, 卓越的技术实力和代加工业务模式, 将促成公司品牌形象的提升, 进一步拓展市场, 获得更大的进口替代空间和海外市场。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.29、0.40 和 0.52 元, 考虑到明年的高增长, 给予 30X 的 P/E, 12 年的目标价格为 12 元, 给予“买入”评级。

重点关注事项。

股价催化剂(正面): 代工线订单的进一步获得, 海外市场开拓重大进展。

风险提示(负面): 全球危机带来的出口下降, 国内经济增速下降带来的下游行业投资增速下降风险。

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	543	683	906	1158
增长率(%)	14	26	33	28
净利润(百万元)	47	56	79	101
增长率(%)	20	20	40	29
ROE(%)	8.4	9.3	11.5	12.9%
EPS(元)	0.24	0.29	0.40	0.52
P/E	33.82	28.27	20.20	15.71
P/B	2.84	2.62	2.32	2.02
EV/EBITDA	21	16	12	10

目录

1 国内液态产品包装机械行业龙头.....	1
1.1 技术卓越的全面包装解决方案提供商.....	1
1.2 业绩靓丽的领跑者.....	2
2 受益于下游消费性市场扩张.....	3
2.1 消费扩张下的全球饮料行业.....	3
2.2 国内饮料消费市场空间广阔.....	6
2.3 国内饮料设备市场两位数增长.....	7
2.4 日化、食品可拓展市场潜力大.....	9
3 技术实力+模式创新推动未来成长.....	10
3.1 从“制造”转向“创造”.....	10
3.2 代加工模式助推品牌成长.....	12
3.3 品牌效应成为市场开拓利器.....	13
4 盈利预测及估值.....	13
4.1 基本假设.....	13
4.2 估值及建议.....	14
5 重点关注事项.....	15
5.1 股价催化剂（正面）.....	15
5.2 风险提示（负面）.....	15
附录：达意隆财务数据预测（单位：百万元）.....	16

图表目录

图 1、公司收入及利润（单位：百万元）.....	2
图 2、公司毛利率及期间利用率.....	3
图 3、公司国内外业务结构变化.....	3
图 4、全球软饮料消费市场（单位：百万升）.....	4
图 5、2008-2010 年间软饮料市场净增长（单位：十亿升）.....	4
图 6、全球饮料市场预测（单位：十亿升）.....	5
图 7、国内居民收入水平（单位：元）.....	6
图 8、农村和城镇居民消费支出（单位：亿元）.....	6
图 9、城镇居民人均消费支出（单位：元；注：酒和饮料）.....	6
图 10、人均饮料消费量对比（单位：升）.....	6
图 11、国内软饮料制造业主营收入（单位：亿元）.....	7
图 12、国内主要软饮料产品企业收入（单位：亿元）.....	7
图 13、国内饮料制造业 FAI（单位：亿元）.....	7
图 14、国内包装设备制造业收入（单位：亿元）.....	8
图 15、国内包装设备制造业收入（单位：亿元）.....	8
图 16、全球包装设备市场结构.....	9
图 17、公司发展驱动力.....	10
图 18、公司核心技术对应的完整产品线.....	11
图 19、公司代加工模式图解.....	12

表 1、公司主要客户及项目案例.....	1
表 2、公司获得主要荣誉.....	2
表 3、主要国家软饮料市场增速及 GDP 增速.....	5
表 4、公司核心设备竞争力比较.....	11
表 5、公司进口替代及海外拓展典型案例.....	13
表 6、达意隆销售收入结构预测（单位：百万元）.....	14

1 国内液态产品包装机械行业龙头

公司是中国液态产品包装机械的领先设备供应商，为全球液态产品工厂提供全面的包装解决方案，从前处理、吹瓶、灌装、到二次包装整线及单机设备。

公司已成功地成为可口可乐、百事可乐、法国达能、生力集团等国际化公司的认证供应商，并为达利、乐百氏、椰树、健力宝、汇源果汁、农夫山泉、紫江、中富等国内知名饮料品牌及生产商提供了优秀的设备和完善的服务。

表 1、公司主要客户及项目案例

	吹瓶机	灌装生产线	二次包装设备	代加工	其他
可口可乐	吹瓶机：2 台	5 加仑灌装线：5 条 瓶装水灌装线：2 条 含汽灌装线：4 条 热灌装线：1 条	膜包机:1 台 码垛机:1 台	冰露项目 2 个 (深圳、合肥)	输送系统:9 条 整线改造:9 个
百事可乐		热灌装线改造：1 条 产品线改造：1 条			CIP 系统：1 个 风道：2 个
达能集团	吹瓶机：2 台	5 加仑灌装线：28 条 热灌装线：1 条 含汽灌装线：1 条			旋盖机：12 套
中富集团	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	吹瓶机：2 台	36000BPH 矿泉水线：3 条 20000BPH 热灌装线：1 条 1600BPH 五升瓶线：1 条			
达利集团	吹瓶机：12 台	17 条灌装线			
健力宝				健力宝项目 1 个 (新疆)	

资料来源：公司公告，公司网站，湘财证券研究所

1.1 技术卓越的全面包装解决方案提供商

作为我国液态产品包装机械制造行业龙头，公司自主拥有多项领先技术及系列设备，包括国内首创的全自动旋转式 PET 吹瓶机、亚洲最高速的旋转式 5 加仑桶装水灌装设备、国内领先的 PET 瓶饮料灌装生产线及二次包装设备。2010 年公司研发成功“全自动轻量化瓶吹灌旋一体机”，该设备节能降耗效果明显，标志着公司取得了轻量化 PET 瓶设备的核心技术。

公司是国内液态产品包装行业中产品链最全、规模最大的企业。是国内

唯一能够提供液态产品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。

表 2、公司获得主要荣誉

年份	荣誉	授予机构
2004 年	省装备制造业 20 家重点企业之一	广东省经济贸易委员会
	高新技术企业	广州市科学技术局
2005 年	广州市百强民营企业	广州市政府
	中国饮料业优秀灌装设备供应商	中国饮料工业协会
2006 年	中国包装龙头企业	中国包装联合会
	国家火炬计划重点高新技术企业	国家科学技术部
	高新技术企业	广州市科学技术局
2007 年	广东省第一批创新型试点企业	省科技厅、省发改委、省国资委、省知识产权局、省总工会
	Tech-Long 商标被评为省著名商标	
2008 年	创新型企业	
	高新技术企业	广东省科技局、省财政厅、省国税局、省地税局
2009 年	广东省装备制造业 50 家骨干企业	广东省经贸委
2011 年	最佳工艺进步奖	可口可乐
	国家标准起草单位	国家质监局
	企业技术中心	发改委、科技部、财政部、海关总署、国家税务局

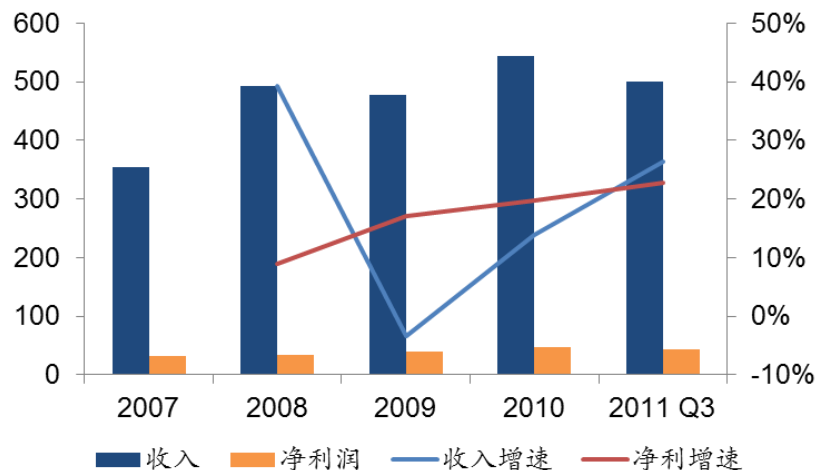
资料来源：公司招股说明书，公司网站，湘财证券研究所

公司产品已经得到饮料业巨头的认可，包括可口可乐（多台套设备及 2 条代加工线）、百事可乐（广州、巴基斯坦百事项目）、统一（达 10 个项目）、珠海中富（2011 年 3 个项目）、农夫山泉（茶园厂项目）、宝洁（26 台以上高粘度高速灌装机）、蓝月亮（9 台高粘度高速灌装机）等，随着公司技术实力进一步完备，日化、调味等市场也将逐步打开，进口替代市场日益扩大。

1.2 业绩靓丽的领跑者

作为行业龙头，通过与知名饮料、日化、调味等厂商合作，公司取得了良好的业绩，实现了稳定的增长；随着核心产品（轻量化 PET 瓶设备）及代加工业务推广，公司毛利水平略有提升；费用管理方面，公司期间费用率维持在 20% 左右的高位，2011 年三季度有一定的下降，显示了高期间费用率给公司带来的业绩释放弹性。

图 1、公司收入及利润（单位：百万元）

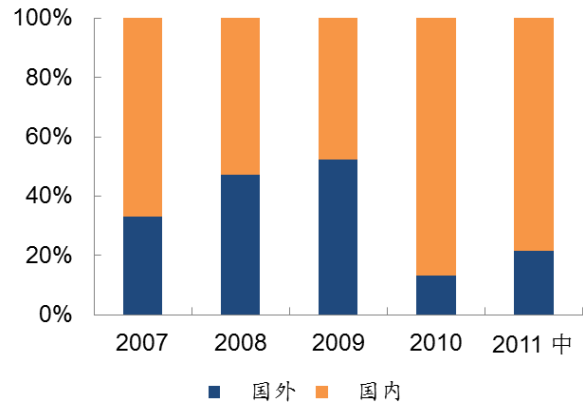
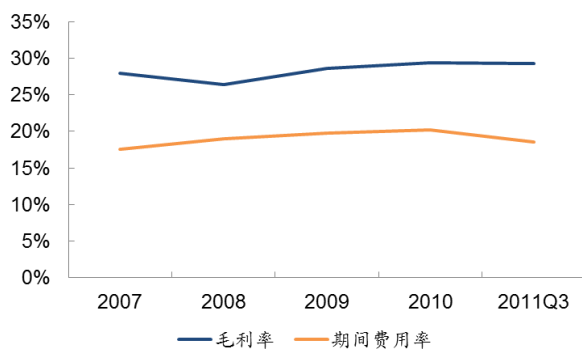


资料来源：公司公告，Wind，湘财证券研究所

公司经历了 2009 年收入下滑之后，随着核心产品（轻量化 PET 瓶设备）及代加工业务推广，公司核心竞争力和品牌影响力逐渐增强，下游需求及新技术带来的进口替代效应初显，国内业务有了显著的提升，且随着公司对印度、东南亚、非洲等新兴市场开拓，出口业务有明显的恢复。

图 2、公司毛利率及期间费用率

图 3、公司国内外业务结构变化



资料来源：公司公告，Wind，湘财证券研究所

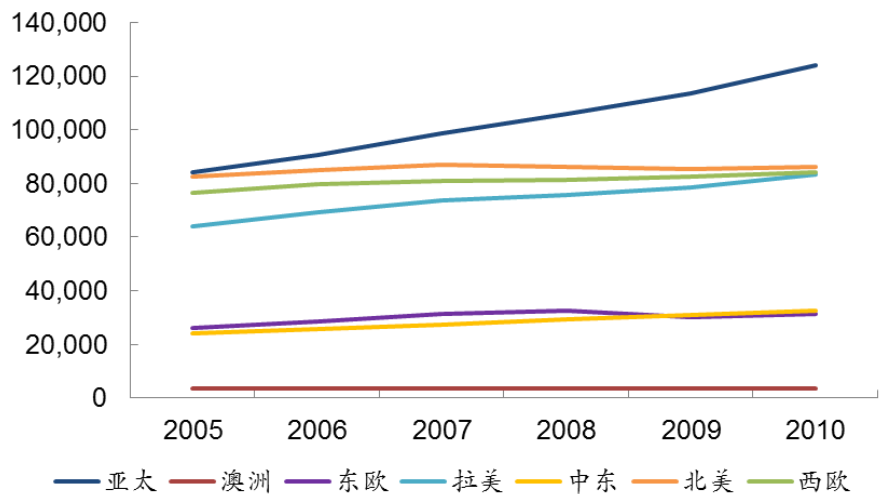
2 受益于下游消费性市场扩张

2.1 消费扩张下的全球饮料行业

受益消费扩张，饮料行业发展平稳 饮料行业发展稳定，受经济周期影响小。从全球软饮料消费市场来看，发达国家市场（北美、西欧）增速较为平缓，新兴市场（亚太、拉美、中东）增长明显，是近年来软饮料市场增长的主动力。且在 09 年经济危机影响下，主要发达国家消费量略有下降外，

主要新兴市场增长势头仍然不减。

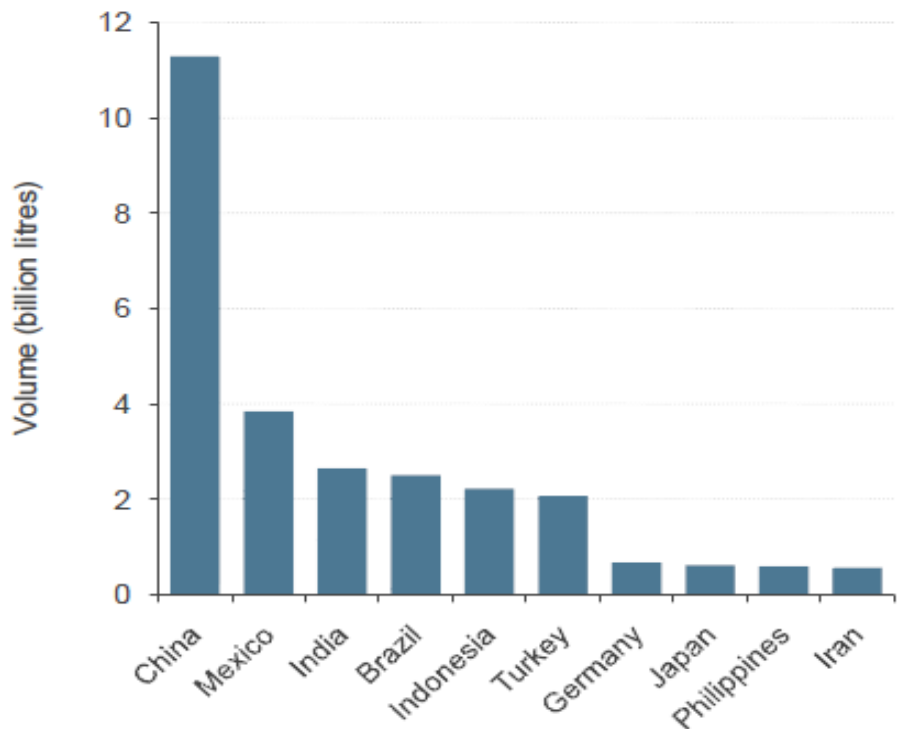
图 4、全球软饮料消费市场 (单位: 百万升)



资料来源: Euromonitor, 湘财证券研究所

新兴市场消费潜力巨大 据相关专业机构统计, 2008-2010 年间新增软饮料消费主要分布在中国、墨西哥、印度、巴西、印度尼西亚和土耳其等新兴市场, 且随着这些国家经济进一步发展, 未来 5 年仍有望保持较快的增长。

图 5、2008-2010 年间软饮料市场净增长 (单位: 十亿升)

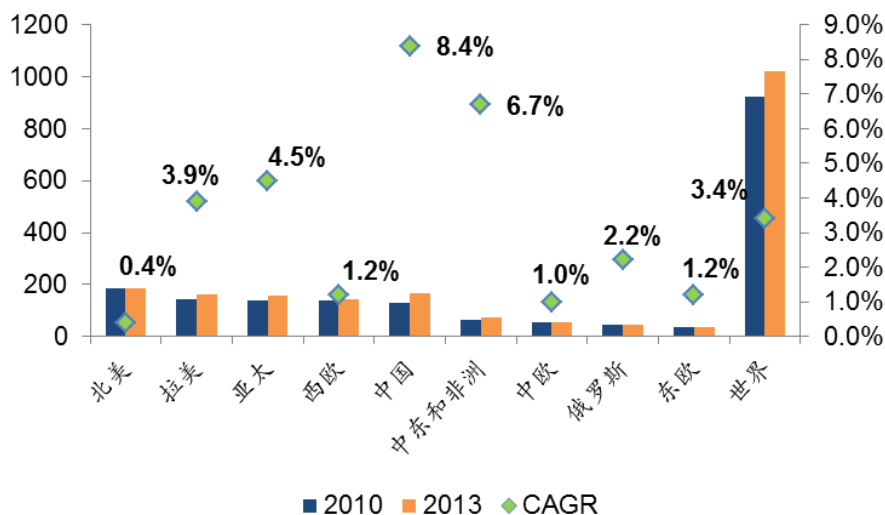


资料来源: Euromonitor, 湘财证券研究所

据权威机构预测, 未来 2 年, 全球饮料市场有望维持在 3.4% 的增速,

其中中国、拉美、中东和非洲、亚太等新兴市场存在的地区年增速为 8.4%、3.9%、6.7%和 4.5%，增速明显高于世界平均水平。

图 6、全球饮料市场预测 (单位：十亿升)



资料来源：Euromonitor，湘财证券研究所

饮料消费尽显“防御力” 饮料作为日常消费品，其消费量受宏观经济影响小，从 2008-2009 年市场情况可以看出，主要国家尽管 GDP 负增长或者增速下降，饮料消费市场表现依然较好。”是饮料消费市场发展的基本概况。

随着新兴市场经济形势的继续向好发展，人民消费会出现稳定提升，软饮料消费将会继续保持良好的发展势头，其中，中国软饮料消费已经持续两年保持在 10% 以上增长，快于同期的 GDP 增速；墨西哥、巴西、印尼等新兴经济体的软饮料消费增长表现均好于同期 GDP 增长。

表 3、主要国家软饮料市场增速及 GDP 增速

国家	2008-2009 市场增长	2009-2010 市场增长	2008-2009GDP 增速	2009-2010GDP 增速
美国	-0.7	0.7	-2.6	2.8
中国	10.9	10.7	9.2	10.3
墨西哥	3.8	6.7	-6.1	5.2
德国	1.1	1.7	-4.7	3.6
巴西	5	6.8	-0.2	7.5
俄罗斯	-15.2	11.9	-8	3.7
印度尼西亚	7.1	6.9	4.6	6.1

资料来源：Euromonitor，湘财证券研究所

2.2 国内饮料消费市场空间广阔

国内饮料消费受益于居民消费的增长 近年来,随着国内经济稳定增长,国内居民消费支出呈现良好的增长势头,而酒和饮料作为消费性属性较强的产品,一直保持着增长的态势,受危机等影响相对较小。随着国家经济结构调增和居民收入的增长,居民消费支出有望保持在 10% 以上的增速,酒和饮料的消费有望继续保持稳定的增长。

图 7、国内居民收入水平 (单位: 元)

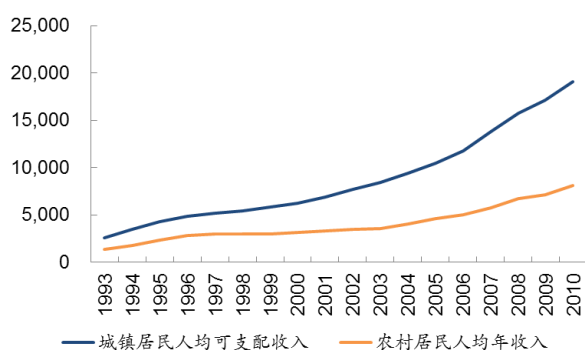
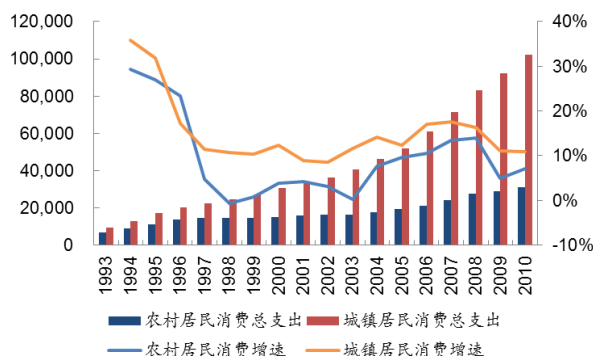
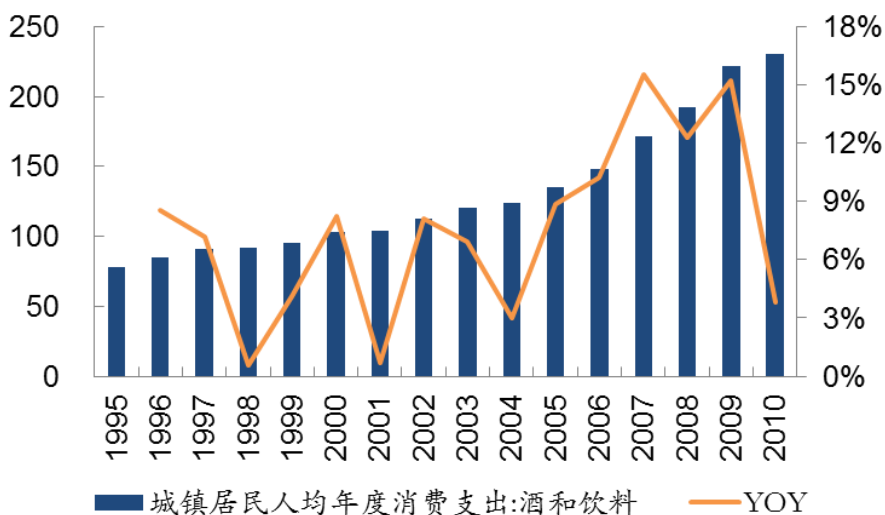


图 8、农村和城镇居民消费支出 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

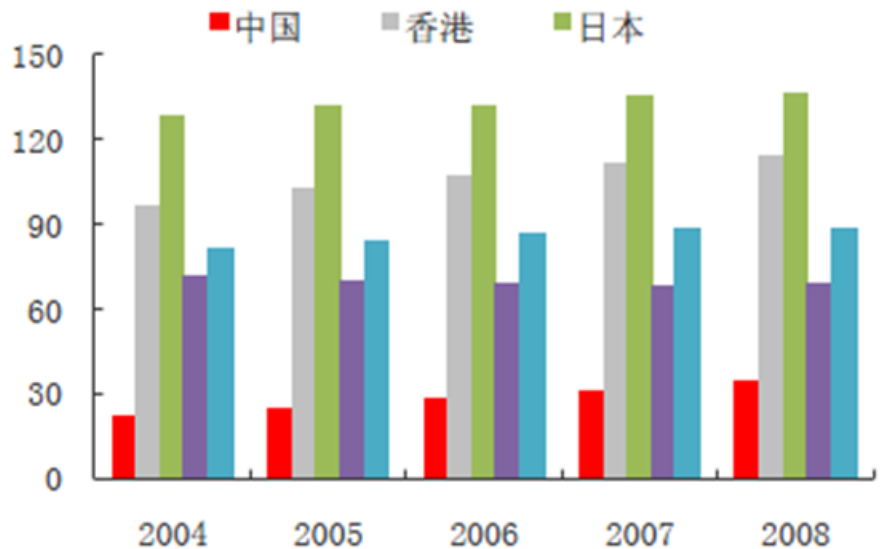
图 9、城镇居民人均消费支出 (单位: 元; 注: 酒和饮料)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

人均饮料消费提升空间大 从相关权威机构提供数据来看,我国人均饮料消费量相对日本和香港有较大差距,仅为香港和日本的 1/6-1/5,国内饮料市场有很大的发掘空间。

图 10、人均饮料消费量对比 (单位: 升)



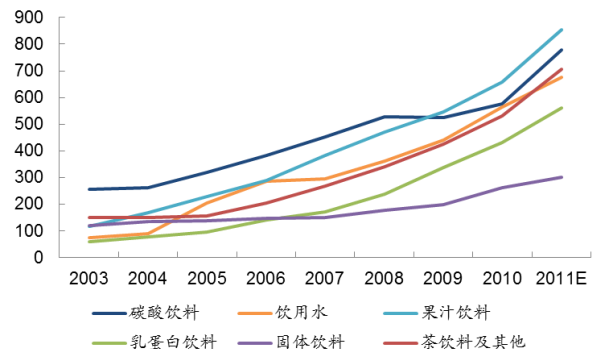
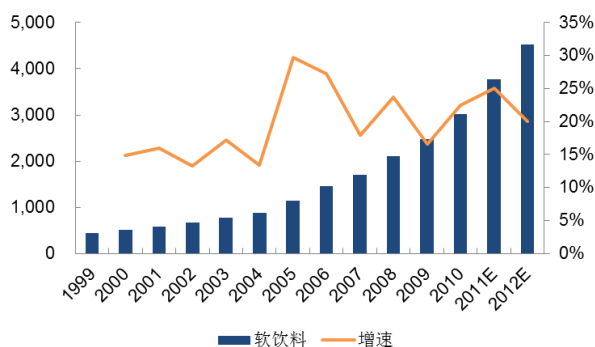
资料来源: Euromonitor, 湘财证券研究所

2.3 国内饮料设备市场两位数增长

饮料制造企业将保持 20% 以上高增长 从相关数据来看, 国内软饮料制造企业收入未来有望保持 20% 以上的高增速, 高增长必将带来行业投资扩产的加速, 预计饮料制造业的投资业将维持在 20% 以上, 饮料设备市场将充分受益于此, 保持在两位数增长。

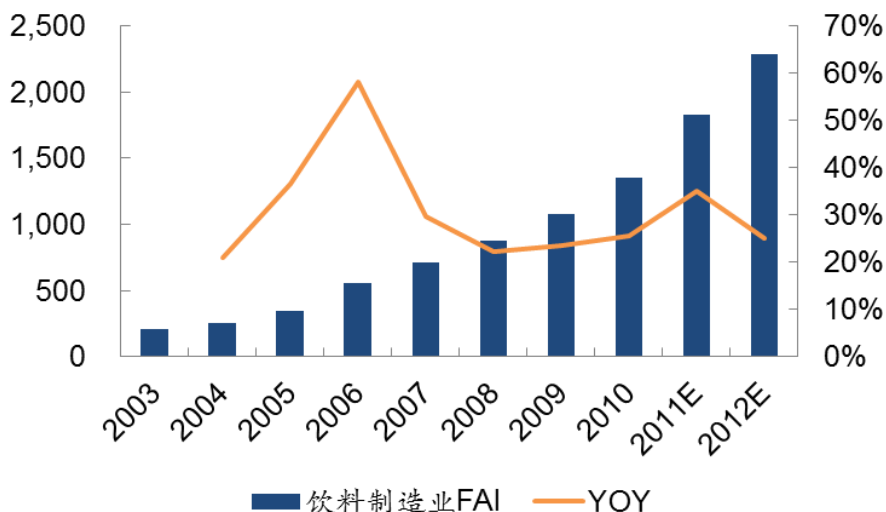
图 11、国内软饮料制造业主营收入 (单位: 亿元)

图 12、国内主要软饮料产品企业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

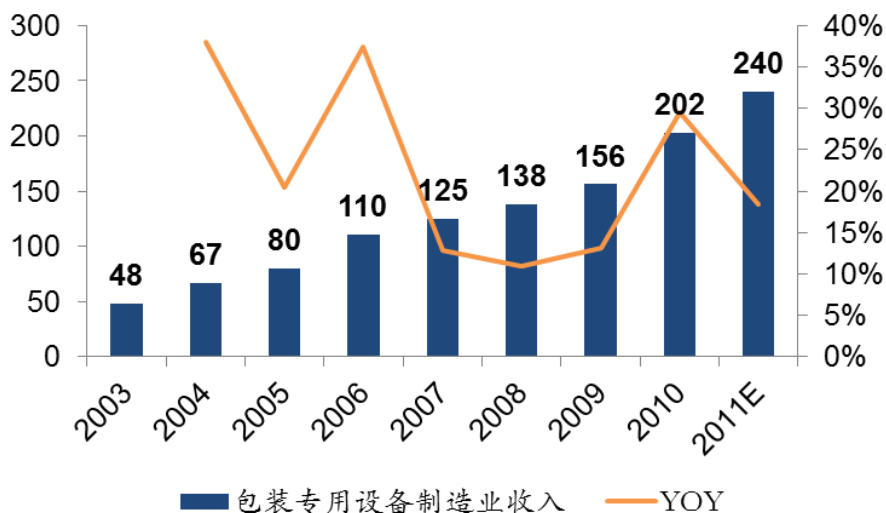
图 13、国内饮料制造业 FAI (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

饮料包装设备制造业两位数增长 2010 年国内包装装用设备制造业收入超过 200 亿, 预计 2011 年将达到 240 亿元, 年复合增长率达 22%, 行业整体保持着两位数以上的稳定增长, 在经济危机的 2008-2009 期间, 行业收入增速也在 10%-13%, 受经济危机影响较小。

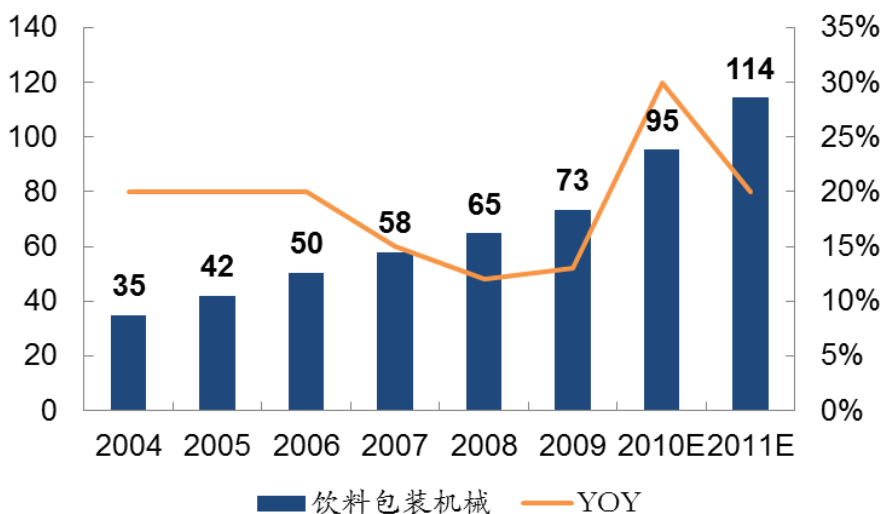
图 14、国内包装设备制造业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 湘财证券研究所

根据中国食品和包装机械工业协会数据, 按照饮料包装设备基本上和包装专用设备行业同步增长趋势判断, 饮料包装机械在 2011 年将超过 110 亿元, 且近几年行业保持着两位数以上的平稳增长。

图 15、国内包装设备制造业收入 (单位: 亿元)



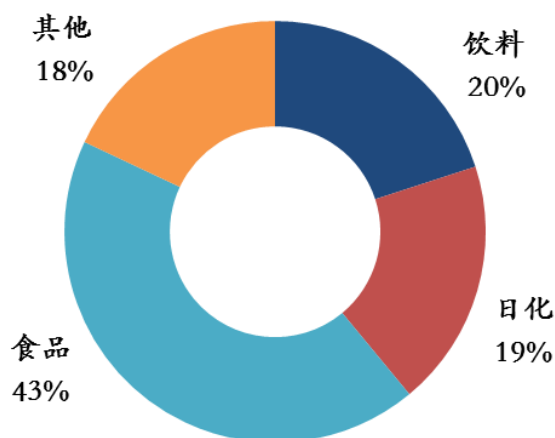
资料来源：中国食品和包装机械工业协会，湘财证券研究所

2.4 日化、食品可拓展市场潜力大

日化、食品包装机械空间广阔 从相关数据来看，全球包装设备市场达到 215 亿欧元（合计约 1892 亿元），其中，饮料包装设备占据约 20%（378 亿元），日化品包装设备占据约 19%（359 亿元），食品包装设备高达 43%（814 亿元）。公司正在积极开拓的日化、食品包装设备市场空间达到现有饮料设备市场的 3 倍以上，值得期待。

单单按照包装设备制造业总产值与饮料设备制造业产值之差来算，我国日化、食品饮料市场约在 100 亿元以上。

图 16、全球包装设备市场结构



资料来源：Euromonitor，湘财证券研究所

3 技术实力+模式创新推动未来成长

公司作为我国液态包装设备的龙头，依托强大的技术实力和过硬的产品，近年来取得了国内市场的高速增长；迎合下游厂商需求情况，公司为知名饮料厂商进行饮料代加工业务，并获得了一线饮料品牌厂商的认可。新的代加工业务模式和过硬技术的成套设备成为公司未来开拓国内市场的利器，进口替代空间和国外新兴市场将成为公司未来增长的源泉。

图 17、公司发展驱动力



资料来源：湘财证券研究所

3.1 从“制造”转向“创造”

PET 轻量瓶助力包装工业“环保化” 饮料生产成本的 60%左右来自于瓶子的材料，轻量瓶技术促进包装工业“环保化”的同时，真正的为下游企业节省成本。而轻量化设备技术要求最高，公司的“全自动轻量化瓶吹灌装一体机”技术国际先进，符合饮料包装行业轻量化发展趋势。公司的轻量化 PET 瓶设备 2010 年度投入生产并销售，设备能够为下游客户节约 30% 的原材料（如冰露 550ml 瓶子由 16 克降至 10.8 克），带来显著的成本节约效果。

相比较国际包装机械巨头德国克朗斯产品，虽然在灌装速度上有劣势，但是公司产品价格仅为其 1/3-1/2，如 PET 瓶灌装线 30000 瓶/时的速度已经可以满足大多饮料企业的需求，随着公司技术得到市场的认可，轻量化成套设备有望加速公司的市场拓展，获得更大的市场空间。

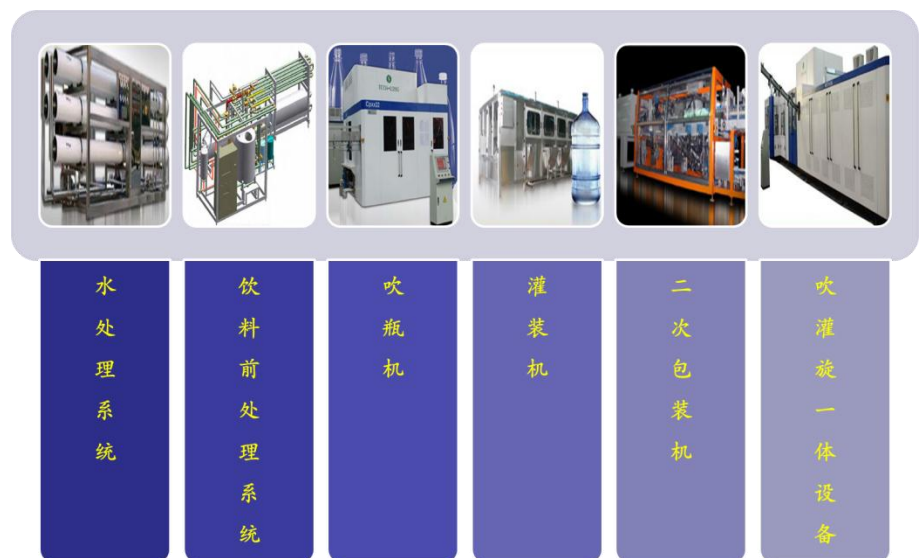
表 4、公司核心设备竞争力比较

设备	国际先进	达意隆	国内其他
全自动高速 PET 瓶灌装生产线	66000 瓶/小时	40000 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	40000 瓶/小时	36000 瓶/小时	22000 瓶/小时
薄膜包装机	7200 包/小时	5400 包/小时	5400 包/小时

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

包装一体化解决方案彰显竞争力 从前处理、吹瓶、灌装、到二次包装整线及单机设备，公司自主拥有多项领先技术及系列设备，综合实力已达到国际先进水平。随着人工成本的上升，下游饮料、日化公司对机械化、自动化需求日增，公司的膜包装、码垛机等二次包装设备、粘性液体灌装线将会充分满足下游企业人工替代的需求。

同时为了拓展专业化技术设备市场，公司成立了东莞达意隆水处理技术有限公司，以拓展水处理设备在市场上的市场，根据下游市场的需求类型，公司尚可以根据现有技术能力及相关设备产品，打开广阔的下游空间，如二次加工设备也具备为其他行业进行包装服务推广的可能。

图 18、公司核心技术对应的完整产品线


资料来源：公司网站，湘财证券研究所

参与标准制定，“制造”到“创造” 公司从 1998 年成立之初就注重技术创新，经过十多年的发展，公司现在已经是国内液体包装设备行业内第一家国家认定企业技术中心依托单位，成为世界上少数几个能够提供饮料生产整线的设备厂商。

公司拥有超过 160 人的研发队伍，申请技术专利达 66 项，其中发明专利 22 项，制定企业标准 3 项，独立起草行业标准 2 项，参与起草国家标准

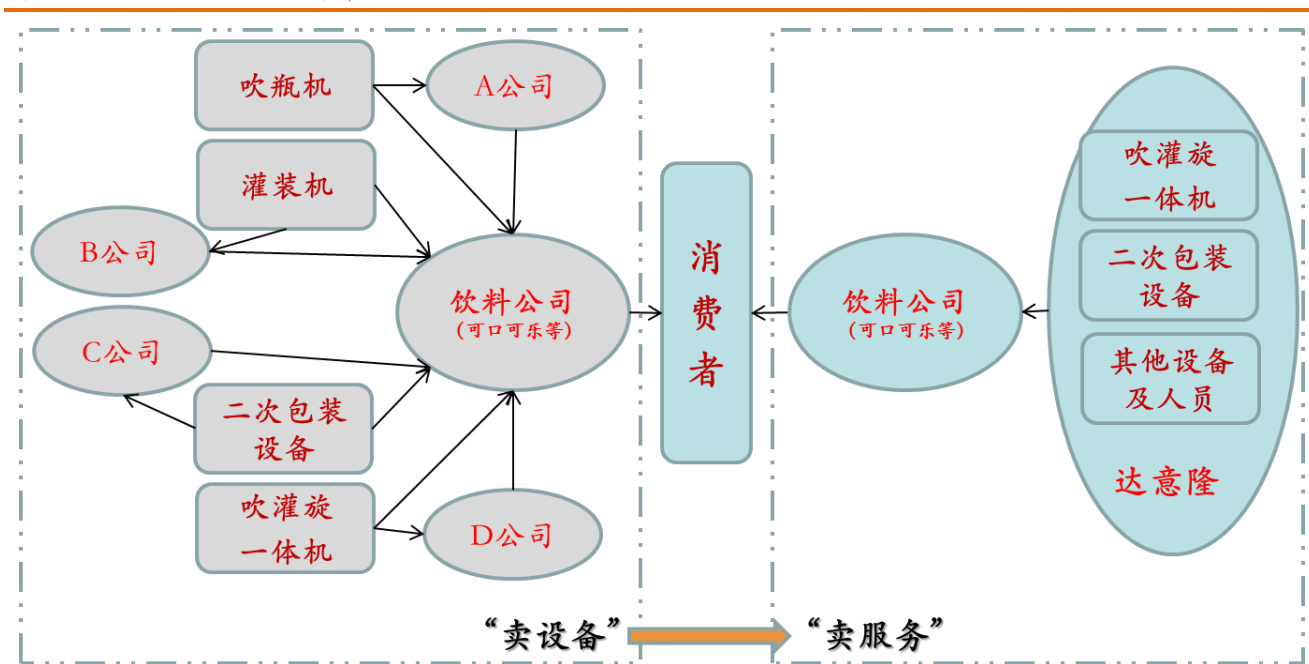
3 项。公司目前牵头组织 PET 全自动旋转吹瓶机国家标准，这些都意味着公司真正由制造转向创造。

3.2 代加工模式助推品牌成长

“卖设备”到“卖服务”，平滑设备销售周期性 公司凭借饮料生产整线设备生产能力，及时迎合下游加工外包的需求，介入饮料代加工市场，代加工模式将会成为公司重要的增长动力源。使公司从传统的设备提供商（“卖设备”）转向饮料代加工商（“卖服务”）。

公司开展代加工业务具备天生的优势：1、设备成本优势；2、设备运行维护优势。以上两点优势不仅使得代加工业务取得，转化为公司固定的收入来源，并且代加工业务模式（因饮料消费的刚性）成为公司对抗设备投资周期性影响的重要手段。

图 19、公司代加工模式图解



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

代加工带来品牌溢出效应 公司募投项目的代加工业务均严格对客户进行筛选，目前已经签约的 3 家客户均为大品牌客户，符合公司通过代加工示范线进而增强公司品牌的初衷。通过代加工项目合作，公司技术和产品得到知名饮料商（可口可乐）的认可，大大提升了公司的品牌知名度，非常有利于公司进一步的市场开拓。

3.3 品牌效应成为市场开拓利器

公司一直坚定“替代进口，打造民族品牌”的信念，专注于中高档饮料包装成套设备的研发和制造，将企业的目标客户锁定为市场容量最大、品质最优的中高端客户。经过十多年的创新发展，公司开发出了在国际市场具备竞争力的产品，为众多知名客户提供了一体化的饮料包装设备服务。

随着公司技术实力的增强和代加工服务模式创新，在国内市场上，诸多国内及国际知名厂商对公司品牌形成信赖，加大采购，进口替代进程将加快推进；公司成立了美国分公司，积极开拓美国及拉美新兴市场，随着公司积极开拓新兴市场，将与国际一流品牌 Krones 等同台竞技，分享更大的海外新兴市场。

表 5、公司进口替代及海外拓展典型案例

客户	案例
可口可乐	20 条冰露线中的 11 条线（2 条代加工线）
统一	5 年间提供项目从 1 到 10
珠海中富	2003 年签订 10 台吹瓶机——2011 年陆续签订了珠海、长春、北京三间分公司的高速吹瓶机，重庆分公司的吹灌旋一体机等设备项目
蓝月亮	2010-2011 年，订购 9 台高粘度高速灌装机
宝洁	截止 2010 年，提供了 20 多台高粘度高速灌装机；2011 年再次收到 6 台订购合同。
瑞年国际	2010 年底，“顺”牌凉茶饮料热灌装整线
农夫山泉	茶园厂项目整体规划设计
苏丹金箭	2010 年一条含气生产线加上 5 加仑整线
巴基斯坦百事	2 条热灌装线，吹瓶机项目 1 个。
埃塞俄比亚 ORIGIN	一条支装水线和桶装水线

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 基本假设

1. 在手订单稳定增长
2. 3 条代加工线如期贡献业绩

3.2 条代工线如期签约并在 2013 年释放业绩

4. 未考虑公司其他产能及新业务机会

表 6、达意隆销售收入结构预测 (单位: 百万元)

	年份	2010A	2011E	2012E	2013E
主营 收入	吹瓶机	171.85	223.41	290.43	363.03
	高黏度灌装设备	31.27	43.78	56.91	71.14
	桶装水灌装生产线	42.67	51.20	61.44	73.73
	全自动高速 PET 瓶灌装生产线	250.62	290.72	377.93	472.42
	二次包装设备	36.04	57.66	74.96	97.45
	加工费	7.81	16.00	44.00	80.00
	营业收入	542.96	682.77	905.68	1157.78
增长率	吹瓶机	20.8%	30.0%	30.0%	25.0%
	高黏度灌装设备		40.0%	30.0%	25.0%
	桶装水灌装生产线		20.0%	20.0%	20.0%
	全自动高速 PET 瓶灌装生产线		16.0%	30.0%	25.0%
	二次包装设备	-5.1%	60.0%	30.0%	30.0%
	加工费		104.9%	175.0%	81.8%
	综合增长率	13.9%	25.7%	32.6%	27.8%
毛利率	吹瓶机	26.6%	30.5%	30.0%	29.0%
	高黏度灌装设备	30.0%	35.0%	35.0%	35.0%
	桶装水灌装生产线	40.3%	29.5%	29.0%	29.0%
	全自动高速 PET 瓶灌装生产线	30.1%	28.5%	29.0%	29.0%
	二次包装设备	21.4%	29.0%	28.0%	28.0%
	加工费	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%
	综合毛利率	29.2%	29.8%	29.9%	29.7%

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

4.2 估值及建议

作为内资液体包装机械龙头, 卓越的技术实力和代加工业务模式, 将促成公司品牌形象的提升, 进一步拓展市场, 获得更大的进口替代空间和海外市场。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.29、0.40 和 0.52 元, 考虑到明年的高增长, 给予 30X 的 P/E, 12 年的目标价格为 12 元, 给予“买入”评级。

5 重点关注事项

5.1 股价催化剂（正面）

代工线订单的进一步获得，海外市场开拓重大进展。

5.2 风险提示（负面）

全球危机带来的出口下降，国内经济增速下降带来的下游行业投资增速下降风险。

附录：达意隆财务数据预测 (单位:百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	678	837	1026	1308	营业收入	543	683	906	1158
现金	191	171	226	289	营业成本	383	479	635	814
应收账款	188	253	314	400	营业税金及附加	2	4	5	6
其他应收款	4	6	7	9	营业费用	69	79	101	130
预付账款	14	24	30	36	管理费用	38	48	62	80
存货	258	351	408	520	财务费用	3	1	4	3
其他流动资产	23	33	41	54	资产减值损失	5	6	6	6
非流动资产	374	390	452	444	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	300	344	412	405	营业利润	45	66	92	119
无形资产	7	8	9	10	营业外收入	10	0	0	0
其他非流动资产	58	38	31	29	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1052	1227	1478	1752	利润总额	54	66	92	119
流动负债	462	592	763	936	所得税	7	10	13	17
短期借款	53	98	135	124	净利润	47	56	79	101
应付账款	218	263	317	407	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	192	230	311	406	归属母公司净利润	47	56	79	101
非流动负债	29	27	27	27	EBITDA	67	88	121	151
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.24	0.29	0.40	0.52
其他非流动负债	29	27	27	27	主要财务比率				
负债合计	491	618	791	964	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	195	195	195	195	营业收入	13.9%	25.7%	32.6%	27.8%
资本公积	223	223	223	223	营业利润	20.0%	47.2%	40.0%	28.5%
留存收益	143	190	269	370	归属于母公司净利润	19.7%	19.6%	40.0%	28.5%
归属母公司股东权益	562	608	687	788	获利能力				
负债和股东权益	1052	1227	1478	1752	毛利率(%)	29.5%	29.8%	29.9%	29.7%
现金流量表					净利率(%)	8.7%	8.3%	8.7%	8.8%
单位:百万元					ROE(%)	8.4%	9.3%	11.5%	12.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	9.3%	10.1%	12.9%	15.7%
经营活动现金流	47	-20	104	95	偿债能力				
净利润	47	56	79	101	资产负债率(%)	46.6%	50.4%	53.5%	55.0%
折旧摊销	20	21	25	29	净负债比率(%)	10.80%	15.89%	17.07%	12.82%
财务费用	3	1	4	3	流动比率	1.47	1.41	1.34	1.40
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	0.91	0.81	0.80	0.83
营运资金变动	-25	-118	-6	-56	营运能力				
其他经营现金流	4	19	2	18	总资产周转率	0.55	0.60	0.67	0.72
投资活动现金流	-81	-34	-82	-17	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	81	40	80	15	应付账款周转率	2.23	1.99	2.19	2.25
长期投资	0	-8	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-2	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.29	0.40	0.52
筹资活动现金流	-59	34	33	-15	每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	-0.10	0.54	0.49
短期借款	-37	45	37	-11	每股净资产(最新摊薄)	2.88	3.11	3.52	4.04
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	65	0	0	0	P/E	33.82	28.27	20.20	15.71
资本公积增加	-64	0	0	0	P/B	2.84	2.62	2.32	2.02
其他筹资现金流	-23	-11	-4	-3	EV/EBITDA	21	16	12	10
现金净增加额	-93	-20	56	63					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。