

公司研究

公司投资价值分析

首次评级：短期_推荐，长期_A

包装领域横向纵向开拓，公司业绩稳步增长

——达意隆(002209)公司投资价值分析

核心观点

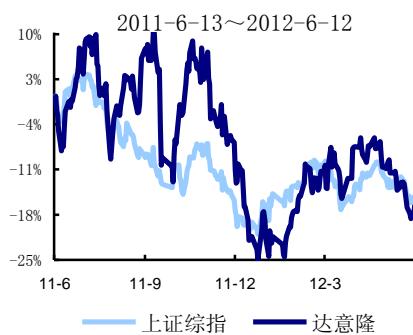
提供整体包装解决方案的生产商。公司是我国饮料包装机械行业的龙头企业，主要产品为灌装生产线、全自动高速PET瓶吹瓶机、二次包装设备。公司能提供从灌装到打包的液体包装整体解决方案，并从单一的设备提供商向为客户提供贴身PET瓶供应链系统的服务商转型。目前公司增发募投二次设备等项目将达产，预计今年将产生效益。

饮料销量增长迅速，PET需求不断延伸。我国饮料行业销售增长迅猛。2011年我国软饮料产量约11762万吨，同比增长22%。精制茶、碳酸饮料、饮用水、果蔬汁分别同比增长率为37.83%、26.46%、25.67%、8.66%。我国人均年消费软饮料仅8公斤左右，为世界平均水平的1/5，是西欧发达国家的1/24，中国饮料市场发展空间巨大。PET瓶具质轻、保存性佳、耐热、耐压、低环境汚染性及能源消耗低等优点，是最具成长潜力的饮料包装材料。饮料销售的不断增长，引领吹瓶设备增长。

非饮料市场领域带来公司新的发展空间。2011年我国啤酒产量达到4898.82万吨，如果我国啤酒产量的10%~15%的啤酒瓶改用聚酯瓶，对聚酯瓶切片的需求量要增加20%左右。除了塑料啤酒瓶，农药、医药、日化产品包装领域的应用不断扩张。我国的人均PET用量远低于发达国家水平，预计我国包装用聚酯瓶的需求量每年以二位数增长。同时公司不断寻求非饮料领域的罐装业务，公司与宝洁、金龙鱼、海天酱油等有深入的合作。二次包装在降低成本、提升灵活性、满足客户需求方面市场空间较大，未来增长可期。

盈利预测与评级。我们预计2012—2014年的EPS分别为0.32元、0.43元、0.51元，对应7月2日收盘价PE分别为25倍、18倍和15倍；给予“推荐-A”评级。

风险提示：市场竞争激烈带来包装设备业务增长低于预期。

股价走势图**基础数据**

总股本(万股)	19524.41
流通A股(万股)	12412.83
52周内股价区间(元)	6.72-10.8
总市值(亿元)	15.23
总资产(亿元)	10.89
每股净资产(元)	3.10

相关报告**财务数据与估值**

	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	677.44	863.47	1089.09	1307.34
同比增速(%)	24.77%	27.46%	26.13%	20.04%
净利润(百万)	52.27	66.56	89.11	106.43
同比增速(%)	10.95%	27.35%	33.87%	19.43%
EPS(元)	0.27	0.32	0.43	0.51
P/E	29.26	24.69	18.37	15.49

研究员：魏静

电话：01084183343

Email：weijing@guodu.com

执业证书编号：S0940510120008

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

正文目录

1、饮料包装全面解决方案的设备供应商	4
2、液体包装市场广阔，公司设备需求不断增长	5
2.1 PET 瓶应用不断拓展,吹瓶机需求持续增长	6
2.2 乳制品、日化等非饮料灌装生产线需求快速增长	10
2.3 人力成本上升，自动化程度提升，二次包装设备市场广阔	11
3、从设备提供商向服务转型	13
4、盈利预测与投资评级	14
4. 1、盈利预测	14
4. 2、相对估值	15

图表目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 2011 年公司收入分类	5
图 3: 2011 年公司分产品毛利	5
图 4: 无菌冷灌装生产线	5
图 5: 中国食品、饮料及药品包装机械市场 (十亿美元)	6
图 6: PET 瓶	6
图 7: 中国饮料市场的包装比例	7
图 8: 全球包装变化图	7
图 9: 中国软饮料市场的产量	8
图 10: 近几年我国啤酒产量变化图	8
图 11: 2005-2012 聚酯瓶片产能增长图 (万吨)	9
图 12: PET 瓶比例	9
图 13: RJM 系列全自动旋转式吹瓶机	9
图 14: RJM2 & CPXD 型全自动旋转式吹瓶机	9
图 15: 灌装线分类	10
图 17: PET 瓶含气饮料灌装生产线	10
图 19: 我国食用油的产量及增速	11
图 20: 近几年我国乳饮料及液体奶产量变化图	11
图 21: 下游行业对二次设备需求	11
图 22: 二次包装的主要诉求	12
图 23: 我国职工历年平均工资 (元)	12
图 24: 薄膜包装机	12
图 25: RJM2 纸箱全裹机	12
图 26: 公司合作公司	13
图 27: 服务模式	14
图 28: 达意隆 PE (TTM)	15
图 29: 达意隆 PB (TTM)	15
表 1: 公司子公司	5
表 2: PET 瓶与玻璃瓶性能比较	7
表 3: 达意隆与竞争对手产品比较	14
表 4: 分产品收入预测	15
表 5: 上市公司估值对照表	15
附录: 财务预测表	16

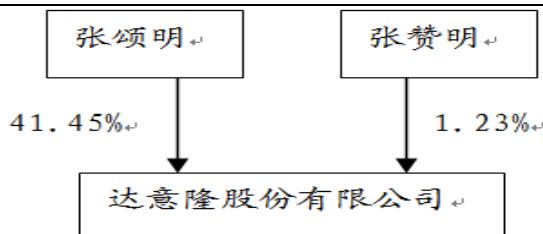
1、饮料包装全面解决方案的设备供应商

公司是我国饮料包装机械行业的龙头企业，主营业务为饮料包装机械的研发、生产及销售，主要产品为灌装生产线（包括全自动高速 PET 瓶灌装生产线和 PC/PET 桶装水灌装生产线）、全自动高速 PET 瓶吹瓶机、二次包装设备三大类产品，广泛应用于桶装水、瓶装水、碳酸饮料、茶、果蔬汁饮料等饮料生产企业。公司是全球少数几家能够提供饮料包装全面解决方案的设备供应商之一。

公司 2008 年 1 月 24 日发行 2,900 万股，每股发行价格人民币 4.24 元，共计募集资金 12,296 万元。2009 年公司非公开发行股票募集资金投资于数控全自动二次包装设备技术改造项目、PET 瓶供应链系统投资项目、补充公司流动资金和偿还银行贷款。

公司控股股东及实际控制人为张颂明，持有公司股份 8,092.55 万股，占公司总股本的 41.45%，张颂明与其亲属张赞明合计持有公司 42.68% 的股份。

图 1：公司股权结构



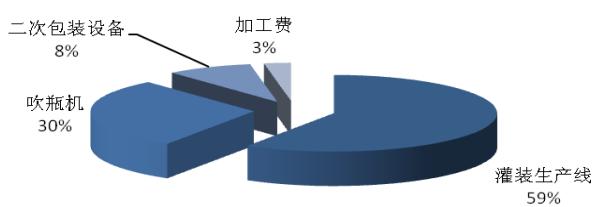
数据来源：国都证券

公司从灌装设备和吹瓶机，延伸到二次包装设备，为全球客户提供饮料工厂的包装全面解决方案，现拥有 14 万平方米的中国饮料包装机械行业最大的单体厂房，已发展成为亚洲最大的饮料包装设备制造基地。

2011 年公司收入 67744.01 万元，较上年同期增长 24.77%；实现利润总额 6,325.92 万元，较上年同期增长 16.65%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,226.52 万元，较上年同期增长 10.95%。2011 年，公司加强了与统一、雀巢、可口可乐、宝洁等知名品牌的进一步合作，加大啤酒、日化市场开拓力度，继续保持扩大国内饮料包装机械的市场领导地位。2009 年度、2010 年度、2011 年度国际市场的销售收入占公司营业收入的比例平均为 28.10%，产品远销到北美、欧洲、非洲、中东、东南亚等全球 50 多个国家和地区。

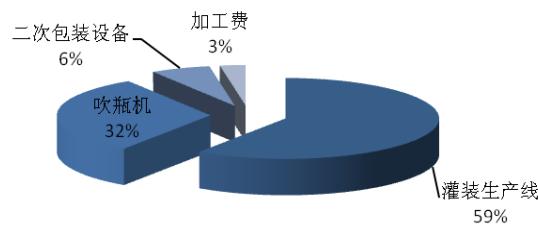
公司国内市场销售收入继续保持平稳增长，比上年增长 14.92%。2010 年，国外饮料市场受金融危机滞后性影响较大，公司国外市场销售收入有一定下滑。2011 年，公司通过大力开拓国外市场，进一步扩大海外市场区域范围，实现了 2011 年度国外市场销售收入的回升，同比增长 93.34%。

图 2: 2011 年公司收入分类



资料来源：国都证券

图 3: 2011 年公司分产品毛利



资料来源：国都证券

公司拥有五家全资子公司及一家参股公司，其中深圳、合肥、新疆主要为客户提供“PET 瓶供应链系统投资项目”设立的子公司，主要为客户提供 PET 瓶。北美公司是公司未来开拓北美市场而新设立的子公司，具体如下：

表 1: 公司子公司

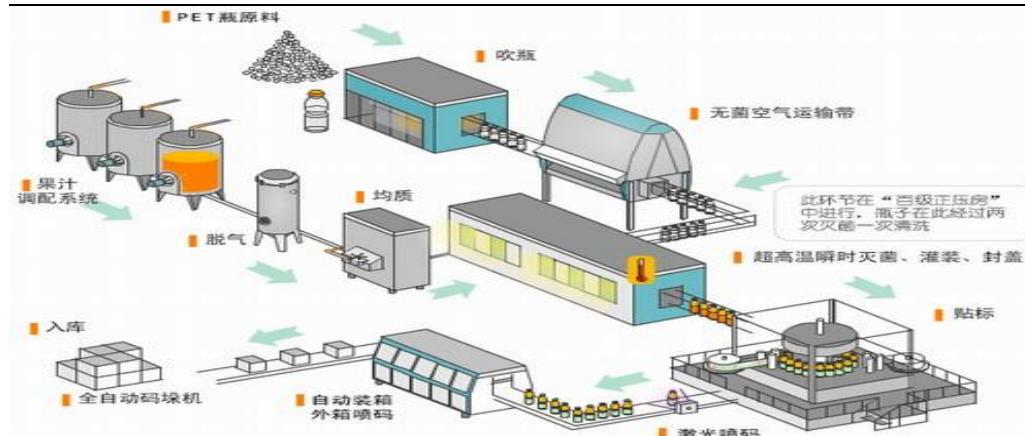
子公司	持股比例	2011 年净利润
1 深圳达意隆包装技术有限公司	100%	641920.45
2 东莞达意隆水处理技术有限公司	100%	-91629.54
3 合肥达意隆包装技术有限公司	100%	-260990.87
4 新疆宝隆包装技术开发有限公司	100%	-91870.16
5 达意隆北美有限公司	100%	-
6 广州一道注塑机械有限公司	32.15%	-8972665.65

资料来源：国都证券

2、液体包装市场广阔，公司设备需求不断增长

公司从事的行业是液体包装设备的生产。一条液体包装线包括下图几个部分。PET 瓶原料经过吹瓶机后成瓶，果汁被罐装系统灌装到 PET 瓶里，封盖后经过贴标、喷码后由纸箱装箱机进行自动装箱，最后垛码机进行打包。公司提供整条生产线的吹瓶机、罐装系统、装箱机及垛码机，可以结合客户需求提供灌装的整体解决方案。

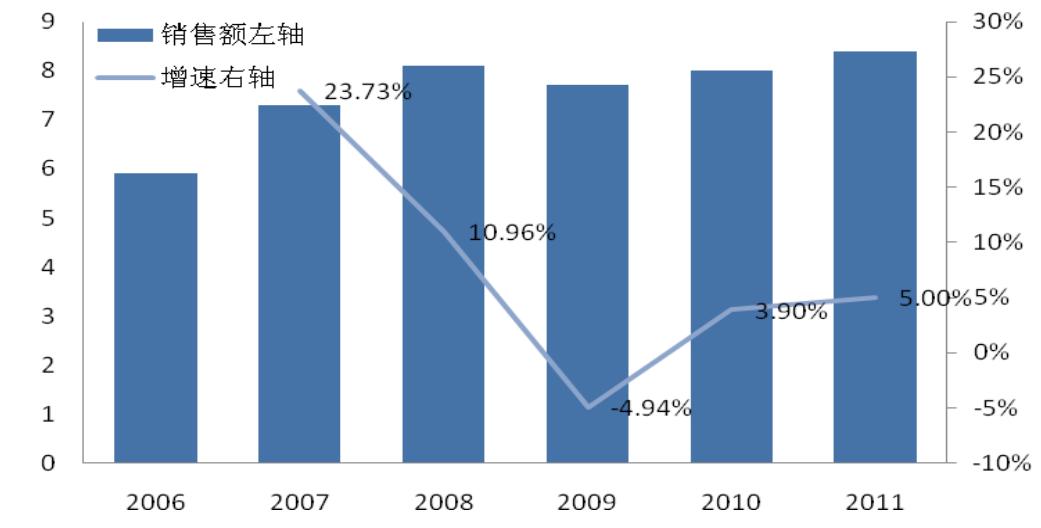
图 4: 无菌冷灌装生产线



数据来源：国都证券

我国食品、饮料工业的高速发展带动了饮料包装机械行业的快速增长。据中国食品和包装机械工业协会统计，我国生产的饮料包装机械 2006 年销售额 59 亿美元。2007 年 73 亿美元，2008 年 81 亿美元，历经 2009 低谷后，2011 年增长到 84 亿美元。根据包装协会预计，未来到 2014 年保持 8.7% 的复合增速。

图 5：中国食品、饮料及药品包装机械市场（十亿美元）



数据来源：国都证券

2.1 PET 瓶应用不断拓展,吹瓶机需求持续增长

中国饮料市场的包装形式主要包括聚酯瓶（PET 瓶）、玻璃瓶、金属罐（两片铝质易拉罐及三片易拉罐）等，分别占下游客户总需求量的 80%、10% 和 10%。PET 瓶是应用范围最广的饮料塑料包装。PET 是英文 Polyethylene terephthalate 的缩写，中文意思是聚对苯二甲酸乙二醇酯，即以石油中的对苯二甲酸和乙二醇为原料，在高温高真空条件下进行化学反应而形成的树脂之一。

图 6：PET 瓶

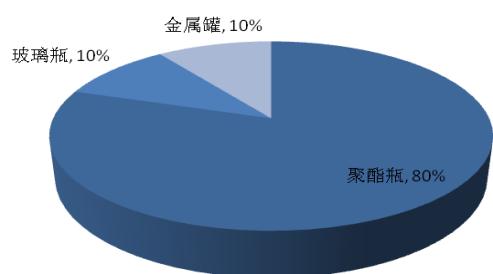


数据来源：国都证券

2004 年-2009 年塑料包装金额增速最高，逐步在部分领域取代纸包装、金属罐，玻璃瓶，成为最具成长潜力的包装材料。我国正处于 PET 饮料瓶的高速发展阶阶段，包装用聚酯瓶的需求量每年以二位数增长。国内碳酸饮料包装中 PET 瓶的应用比例占 57.4%，而在软饮料总产量中的碳酸饮料约占 46%，可见聚酯瓶包装已占据国内饮料

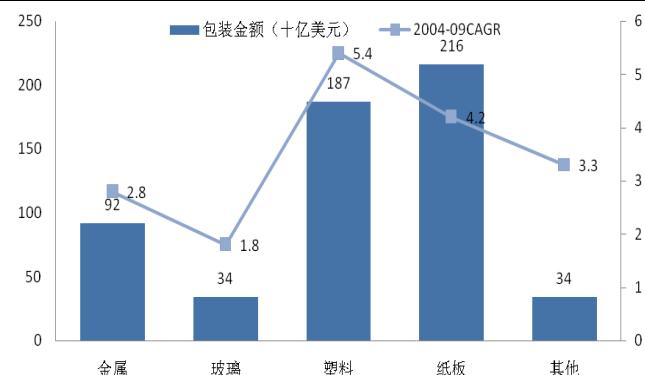
包装市场的主要份额。近年来，国内茶饮料正在市场异军突起，产量剧增。由于茶饮料要求在85℃~90℃的条件下进行热灌装，而用于热罐装的PET瓶耐热温度可达到95℃左右，所以灌装茶饮料包装PET瓶已成为PET瓶增长最快的品种，年增长率超过50%。

图7：中国饮料市场的包装比例



资料来源：国都证券

图8：全球包装变化图



资料来源：国都证券

PET塑料具质轻、保存性佳，强调耐热，耐压不易碎裂、低环境汚染性及能源消耗低，易携带、可冷藏、适用性好（可以形成任何形状）、可回收、染色度高等优点。与传统的玻璃瓶相比，聚酯瓶具有质量轻、易携带、强度大、韧性好、易制作、不易破碎、不会爆炸、节省运输费用等优点。

表2：PET瓶与玻璃瓶性能比较

	PET瓶	玻璃瓶
灌装品质	超高温灌注，品质高	80-90℃灌注，品质中
环保性	噪声小	清洗污染环境，噪声大
灵活性	瓶型和容量可随时改变	瓶型和容量难以改变
储运便捷性	重量轻、运输方便，易携带	重量重、运输成本高，不易携带
安全性	不爆瓶，防撞击、跌落，安全	易爆炸，怕撞击、跌落

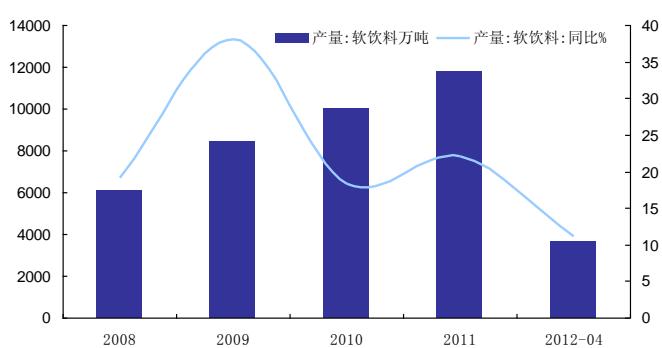
资料来源：国都证券

PET瓶的主要市场之一是饮料行业，随着我国居民收入与消费水平的不断提高，我国饮料行业呈现快速增长势头，行业销售增长迅猛。2011年我国软饮料产量约11762万，同比增长22%。各种软饮料产量均保持较高增速，精制茶累计产量为176.70万t，同比增长率为37.83%，在软饮料中仍保持最快增长态势；碳酸饮料累计产量1606.61万t，同比增长26.46%，包装饮用水累计产量4789万t，同比增长25.67%，增速较快；果蔬汁累计产量1920.24万t，同比增长8.66%。我国人均年消费软饮料仅8公斤左右，为世界平均水平的1/5，是西欧发达国家的1/24。因此，中国饮料市场还有巨大的发展空间。

随着瓶用聚酯在防渗性、韧性、抗紫外线、乙醛含量严格限制性和可回收性等方面的技术进步，PET瓶的应用范围将进一步扩大。

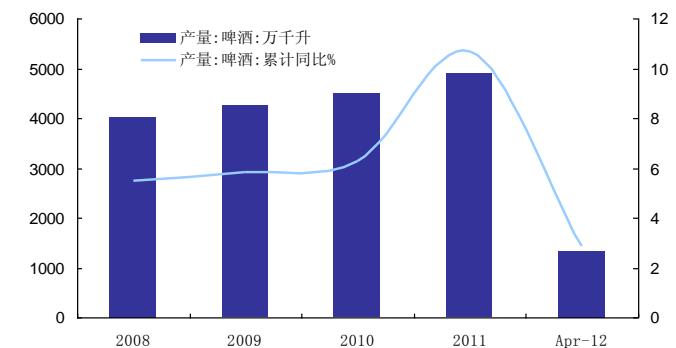
术得到进一步改进，聚酯瓶在啤酒包装领域最具有发展潜力。2011 年我国啤酒产量达到 4898.82 万 t，如果我国啤酒产量的 10%~15% 的啤酒瓶改用聚酯瓶，则需要聚酯啤酒瓶 60 亿~97 亿只，对聚酯瓶切片的需求量要增加 43.6 万~72.7 万 t。塑料啤酒瓶替代玻璃啤酒瓶是大势所趋，不论是社会效益、还是经济效益的前景都十分乐观。可以预料，随着我国塑料啤酒瓶的生产、流通、使用、回收系统的不断完善，聚酯瓶这种节能、环保、卫生安全的新型包装将成为未来中国啤酒包装的主流。

图 9：中国软饮料市场的产量



资料来源：国都证券

图 10：近几年我国啤酒产量变化图

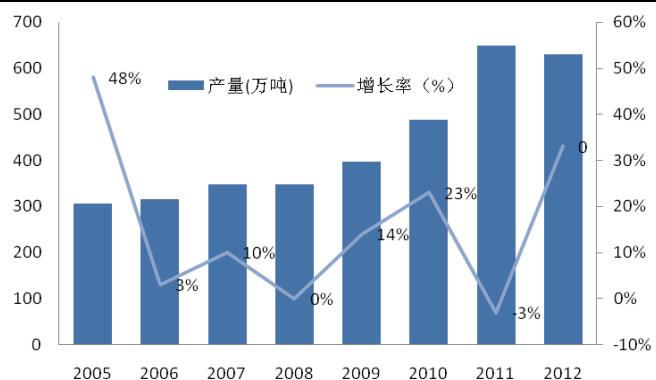


资料来源：国都证券

全球工业数据分析研究机构 (GIA) 对全球塑料包装行业的经济前景进行了分析预测，由于食品和饮料等消费零售产品需求的不断增长，塑料材料快速成为首选的包装新产品。GIA 预计，到 2015 年全球塑料包装市场将达到 262.6 亿美元。我国也正处于 PET 瓶饮料包装的高速发展阶段，包装用 PET 瓶的需求量每年以 15% 的水平增长。目前我国人均年 PET 使用量为 1.3KG/人，远远低于世界发达国家人均年 PET 使用量，美国为 17KG/人，欧洲为 20KG/人。2003 年 PET 瓶 115 万吨；2005 年我国瓶用 PET 产量达 170 万吨，其中内销 120 万吨，出口 50 万吨。2010 年，我国瓶级聚酯产能增至 488 万 t/a，2002~2010 年年均增长速度达 15.9%，远远高于亚洲及全球的能力增速，2010 年我国瓶级聚酯切片产量为 360 万 t。预计 2010~2015 年，我国瓶级聚酯切片需求量年均增长率在 15% 左右，到 2015 年我国瓶级聚酯切片需求量将突破 600 万 t。

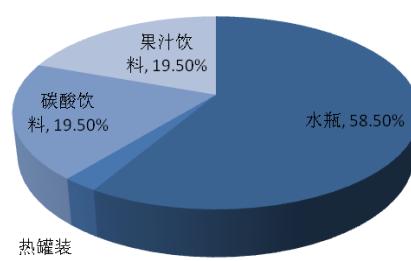
在饮料包装中，聚酯瓶成功应用在碳酸饮料、水、茶、果汁等软饮料中，其中水瓶约占 58.5%，热罐装茶包装占 2.4%，碳酸饮料包装占 19.5%，果汁饮料包装占 19.5%。聚酯瓶在食用油包装材料领域得到了逐步应用。目前大陆约有 10% 左右的食用油采用小包装聚酯瓶，约消耗瓶级聚酯 75 万 t，未来聚酯食用油瓶将逐步取代高密度聚乙烯食用油瓶。聚酯在调味类商品中聚酯瓶的应用尚处于起步阶段。农药、医药、日化产品包装领域的应用也是一个巨大的市场。今后 5 年内，我国聚酯瓶切片的产能将逐步赶上并超过发达国家，成为仅次于美国的聚酯瓶切片生产和消费大国。目前，我国正处于聚酯饮料包装的上升阶段，对瓶级聚酯的需求量增速较快。

图 11：2005-2012 聚酯瓶片产能增长图（万吨）



资料来源：国都证券

图 12：PET 瓶比例



资料来源：国都证券

随着饮料行业集中度的提高，饮料企业对高速、自动化水平较高的设备需求越来越大，使得饮料包装机械技术含量日趋提升，使饮料包装机械行业内领先的企业获得更大竞争优势，有利于提高本行业市场集中度。

吹瓶机都还是二步法吹瓶机，热塑性树脂经挤出或注射成型得到的管状塑料型坯，趁热（或加热到软化状态），置于对开模中，闭模后立即在型坯内通入压缩空气，使塑料型坯吹胀而紧贴在模具内壁上，经冷却脱模，即得到各种中空制品。根据瓶胚制作方法，吹塑可以分为挤出吹塑和注射吹塑，新发展的有多层吹塑和拉伸吹塑。

公司吹瓶机共分三大系列：CPXX 系列、RJM 系列、CPXD 系列。全自动旋转式吹瓶机是国家重点火炬计划项目，泛用于饮料、牛奶及制品、食用油、食品、医药、化妆品、洗涤剂等 PET 瓶的生产。

图 13：RJM 系列全自动旋转式吹瓶机



资料来源：国都证券

图 14：RJM2 & CPXD 型全自动旋转式吹瓶机



资料来源：国都证券

根据中国食品和包装机械工业协会统计，全球 2006 年全自动高速吹瓶机的销售量达到 1,500 台左右，销售额约 15 亿美元，2010 年全球对全自动高速吹瓶机的需求量约达 2,500 台；我国 2006 年全自动高速吹瓶机的销售量达到 200 台左右，销售额约为 15 亿元，其中大部分为进口，2010 年吹瓶机市场规模达到 40.99 亿元，比上一年增长了 51.27%。

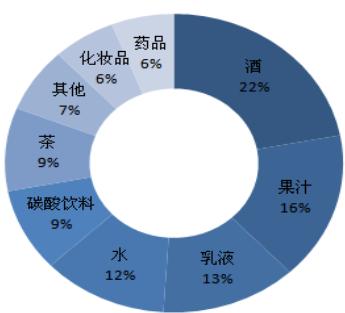
随着饮料行业的高速发展及行业集中度的逐步提高，饮料企业对高速、自动化水平较高的设备需求越来越大，使得饮料包装机械技术含量日趋提升，饮料包装机械行业内领先的企业获得更大竞争优势。随着 PET 瓶原材料成本的上升，节能减排的环保要求，

饮料企业对节能降耗的减量化瓶包装设备的需求预计保持 15% 的增速。

2.2 乳制品、日化等非饮料灌装生产线需求快速增长

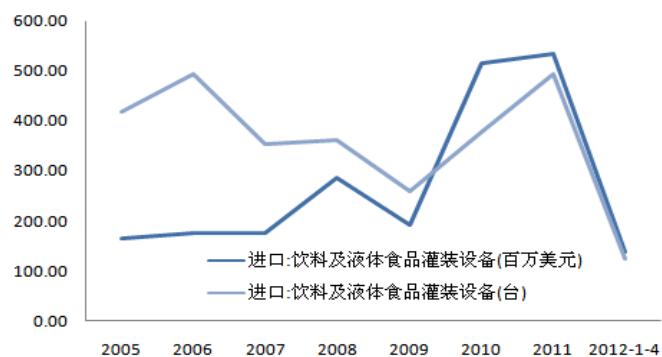
灌装机分类包括液体灌装线 / 系统、单独灌装机。灌装机系统常常由许多不同的部件组成。灌装线或系统包括几个机械部件：清洗、消毒、分拣、喷码、贴标、传送、密封等。2011 年中国液体灌装装备市场大约 124.5 亿人民币，比 2010 年增长 8%。以灌装产品分类的话，酒饮料设备占据总收入的 22%，果汁、乳品、水、碳酸饮料、茶等占据了 60% 左右的设备份额。我国进口数量及金额近 2 年历经快速增长，过去 5 年的复合增速 32%，2011 年达到 535 万美元，同比增长 3.75%。从单价来看，近几年进口单价不断上升，在进口数量基本平稳的情况下，从 39 万美元攀升至 108 万美元，显示行业对于产业升级，更高效率，更好灌装品质生产线的提升需求。

图 15：灌装线分类



资料来源：国都证券

图 16：我国饮料及液体食品罐装设备进口金额及数量



资料来源：国都证券

公司的灌装生产线包括全自动高速 PET 瓶灌装生产线和 PET/PC 桶装水灌装生产线两类产品。其中，全自动高速 PET 瓶灌装生产线应用于矿泉水、纯净水、果汁、茶饮料、运动饮料、含气饮料等瓶装饮料及其他液体的灌装，产品系列有：PET 瓶装水灌装生产线、PET 瓶饮料热灌装生产线和 PET 瓶含气饮料灌装生产线等全自动高速 PET 瓶灌装生产线。PET/PC 桶装水灌装生产线应用于三加仑、五加仑桶装纯净水、矿泉水等的灌装。

图 17：PET 瓶含气饮料灌装生产线



资料来源：国都证券

图 18：PET 瓶热灌装机

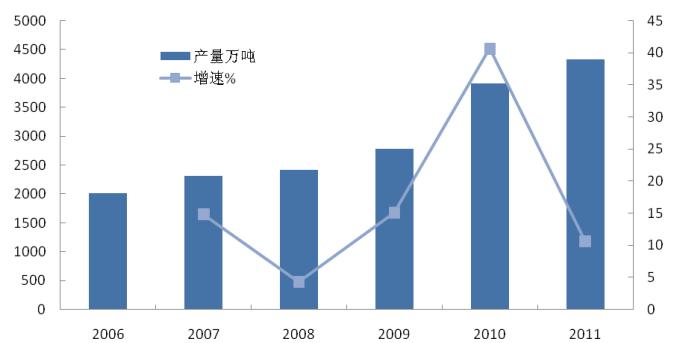


资料来源：国都证券

公司除了开拓饮料灌装外，在乳制品、食用油、日化产品等包装领域中，不断拓展市场。在中国大陆，食用油的年消费量近年来有了快速的增长，2011 年已达到 4332 万 t，同比增长 10.63%。

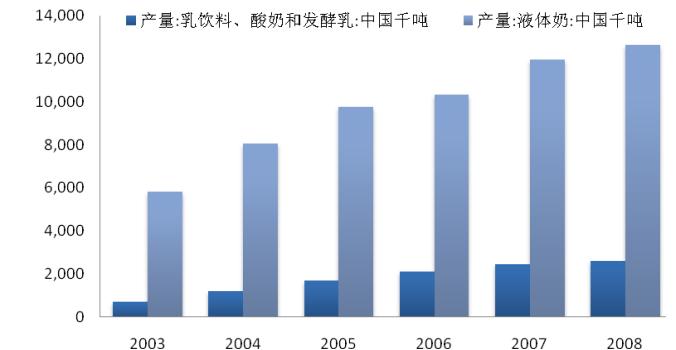
在乳品行业，酸性乳饮料在中国乳品市场连续三年保持着 30%以上的高速增长，成为乳制品行业中发展潜力最大的品类。塑料瓶包装是酸性乳饮料所用的容器中成长最快的包装类型，其发展速度甚至超过了产品的成长率。对乳品灌装市场的开拓将带来新的利润增长点。

图 19：我国食用油的产量及增速



资料来源：国都证券

图 20：近几年我国乳饮料及液体奶产量变化图

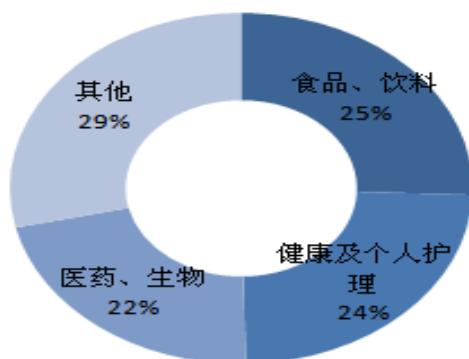


资料来源：国都证券

2.3 人力成本上升，自动化程度提升，二次包装设备市场广阔

二次包装设备是公司新的应用于饮料、啤酒、化工、食品、医药等各类瓶罐的二次包装。公司已开发的产品系列有：薄膜包装机、纸箱全裹机、纸箱装箱机和机械码垛机等。按行业划分，食品饮料对二次设备需求最高，占总需求的 25%，其次是健康及个人护理，占 24%，再次是医药生物行业，占总需求的 22%。公司进一步拓展啤酒、日化市场领域并向调味品等领域。二次包装设备不仅可应用于饮料行业的产品包装，也完全可以应用于啤酒、日化和调味品行业的产品包装。与饮料行业市场相比，啤酒市场对数控全自动二次包装设备的需求更大。此外，日化、调味品等领域市场空间巨大，对打包、装箱等产品的需求亦十分旺盛。

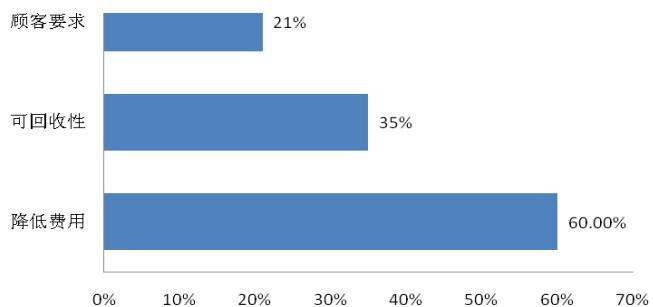
图 21：下游行业对二次设备需求



数据来源：国都证券

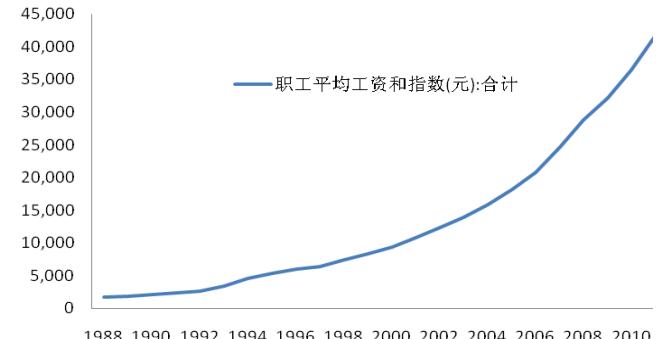
从企业对二次包装的主要诉求来看，降低成本在企业考虑因素中占 60%，全自动薄膜包装用薄膜单独或者结合纸托板、半盒对不同产品如广口瓶、细口瓶、罐、塑料或纸盒容器进行包装。它突出优点是包装方式简易，外观直接可视美观，防潮防水；取代手工捆扎，牢固可靠，便于运输搬运；包装成本仅及普通纸箱的 1/3 左右。不仅仅包装自身成本，包装中的人工成本也是成本构成因素。随着我国职工工资水平的提升，提升自动化水平来提高效率成为降低成本的一大举措。全自动纸箱机主要应用于饮料、啤酒等生产线贴（套）标机后的包装，能够自动折叠成型、喷胶封箱，是自动化生产线不可或缺的设备。纸箱装箱机用于将瓶子自动装进纸箱或塑箱内，并进行自动封箱，广泛适用于饮料、啤酒、日化和调味品等行业。码垛机是公司在引进吸收国内外技术的基础上自行开发制造的，用于堆砌各种交错排列的箱垛，其包装材质可以是纸箱、塑料箱、托盘、热收缩膜等。卸垛机适用于从托盘上把装有容器的塑料箱卸到输送带上，适用于饮料、啤酒等使用多次回收瓶的行业。预计今后 5 年我国每年对二次设备的市场需求将超过 1,200 套。

图 22：二次包装的主要诉求



资料来源：国都证券

图 23：我国职工历年平均工资（元）



资料来源：国都证券

达意隆包装产品分为码卸垛、纸膜包、装卸箱三大系列。每个系列涵盖多种产品，广泛的应用于饮料、啤酒、食品、化工、医疗等行业。对各类瓶罐及桶装水等进行二次包装，并可与自动灌装生产线配套使用。包装产品具有自动化程度高、控制可靠、调整简单、操作维修方便等优点。公司现已研发出国内领先技术的新产品——蜘蛛手机机器人，由此拓展了包装产品在小食品、电子、医疗等行业的广泛应用。

图 24：薄膜包装机



资料来源：国都证券

图 25：RJM2 纸箱全裹机



资料来源：国都证券

公司二次设备产品的装配在公司现有五期厂房车间，新进加工设备安装在公司现有二期厂房和四期厂房内，设计达产后年新增数控全自动二次包装设备 83 台，达产后公司数控全自动二次包装设备年产能为 152 台。项目达产后年新增销售收入 6460 万元，新增利润总额 1352.5 万元，新增净利润 1149.6 万元。

3、从设备提供商向服务转型

公司作为饮料 PET 瓶及灌装设备龙头，主持起草《桶装水饮料全自动冲洗灌装封口机》产品国家行业标准和《饮料机械全自动吹瓶机》产品国家行业标准，在行业内有较强技术积累。

公司客户层次正逐渐向高端发展。公司 400 多家客户中，不仅有珠海中富、上海紫江、柳树集团、娃哈哈、北京汇源、福建达利、农夫山泉等国内知名企业，更有先后与公司建立了长期合作伙伴关系的可口可乐、百事可乐、达能、生力、宝洁（P&G）等跨国公司。

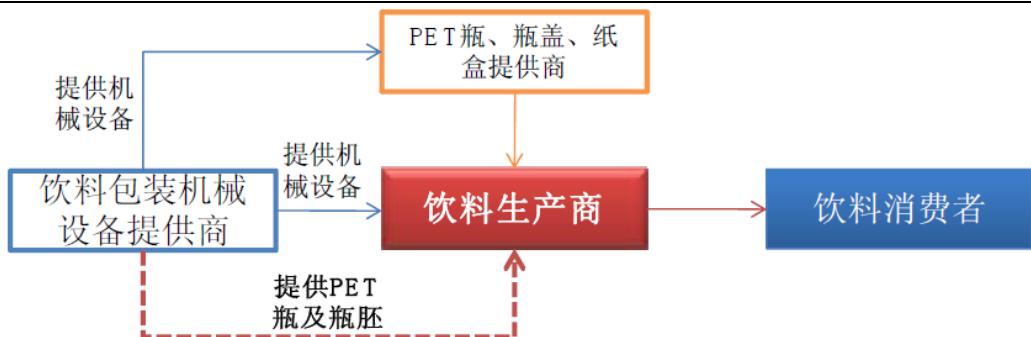
图 26：公司合作公司



数据来源：国都证券

目前饮料包装全面解决方案成为趋势。饮料包装全面解决方案包括为饮料工厂提供从吹瓶机、灌装生产线到二次包装设备的整线饮料包装设备以及工程设计规划、技术支持、工程技术咨询等综合服务行为，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。公司已具备向客户提供全面解决方案，是全球少数几家企业具备此种能力的企业之一。在项目招投标业务中，与液体包装单机设备供应商相比，公司具有更大的竞争优势。

图 27：服务模式



数据来源：国都证券

达意隆为全球少数几家同时掌握 PET 吹瓶机和灌装机两大关键技术的供应商，基于丰富的整线项目经验，吹灌旋一体设备通过在线成型技术、吹瓶工艺、灌装工艺和灌装设备上的创新，实现整机能耗降低 25%以上。公司“PET 瓶供应链系统项目”采用创新的商业模式为客户提供 PET 瓶供应链系统；目前签订了深圳、合肥、新疆等三条生产线委托加工合同。

公司竞争对手包括：德国克朗斯 (KRONES)、法国 Sidel, GEA, 瑞典 Tetra Laval, 意大利萨克米, 乐惠, 南京轻机, 合肥中辰, 杭州中亚, 江苏新美星, 西瑞斯, 斯开龙等。

与国外竞争对手相比，在吹瓶机领域，每小时最大吹瓶数量低于 krones 等，在灌装领域的差距较小。同时公司产品具有很强的性价比优势，并有较好的产品质量和优质的售后服务，有较强的竞争力。与国内竞争对手相比，公司有比较全面的设备体系，能提供全面的解决方案。公司市场占有率为国内第一 8%左右。

表 3：达意隆与竞争对手产品比较

	吹瓶机	灌装机	二次包装
Sidel	6.63 万 bph	从工业到食品饮料的液体灌装	bottles/hou
Krones	8.1 万 bph	从工业到食品饮料的液体灌装	绳装机、码垛机、装箱机等
南京轻机	无	易拉罐 PET 瓶的啤酒及饮料灌装	装卸箱机、码箱机、包装机、卸垛机
南京星火	无	各种黏度液体灌装机	打包机
江苏新美星	4.8 万 bph	4 万 bph 饮料、啤酒的玻璃、易拉罐 PET 瓶灌装	膜包机、码垛机、装箱机
达意隆	3.96 万 bph	4.8 万 bph 饮料、啤酒、调味、日化的玻璃、PET 灌装	装卸箱机、码卸垛、纸膜包

资料来源：国都证券

4、盈利预测与投资评级

4. 1、盈利预测

我们认为未来公司吹瓶机、灌装线保持 20%左右的增长，二次包装设备保持 40%

的增速，加工费在今年合肥及新疆项目投产后将有较高的增长。

表 4：分产品收入预测

分产品收入 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
吹瓶机	20247.96	25,107.48	30,882.19	37,058.63
二次包装设备	5759.29	8,466.15	12,394.45	14,873.34
灌装生产线	39807.13	48,962.77	60,713.84	72,856.61
加工费	1152.91	2,813.11	3,657.04	4,439.65
合计	66,967.30	85,349.51	107,647.52	129,228.23
毛利润率 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
吹瓶机	31.23	32.05	32.05	32.05
二次包装设备	21.86	22.86	23.02	22.86
灌装生产线	29.97	29.97	29.97	29.97
加工费	29.84	29.84	29.84	29.84

资料来源：国都证券

4. 2、相对估值

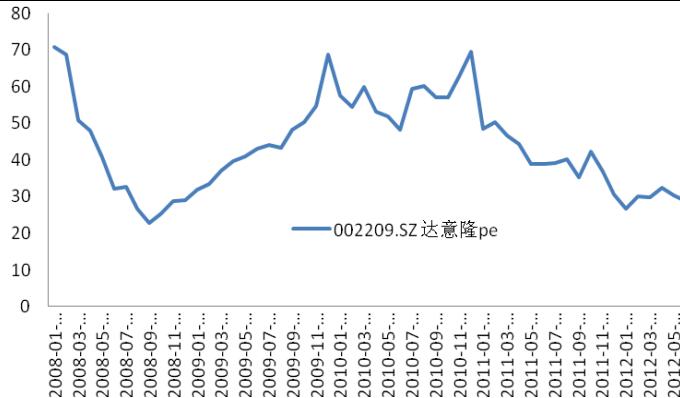
我们预计2012—2014年的EPS分别为0.32元，0.43元，0.51元，对应7月2日收盘价PE分别为24倍、18倍和15倍，考虑到公司的增速，给予“推荐-A”评级。

表 5：上市公司估值对照表

证券代码	证券简称	收盘价	2011 EPS	2012 EPS	2013 EPS	2014 EPS	2011 PE	2012 PE	2013 PE	2014 PE
300195	长荣股份	24.78	1.13	1.47	1.85	2.21	21.93	16.86	13.39	11.21
300173	松德股份	8.85	0.35	0.52	0.71	1.07	25.40	17.02	12.46	8.27
002611	东方精工	10.00	0.43	0.56	0.75	0.92	23.16	17.86	13.33	10.87
300281	金明精机	18.44	0.85	1.17	1.59	2.00	21.69	15.76	11.60	9.22
算术平均							23.05	16.87	12.70	9.89
002209	达意隆	7.90	0.27	0.32	0.43	0.51	29.26	24.69	18.37	15.49

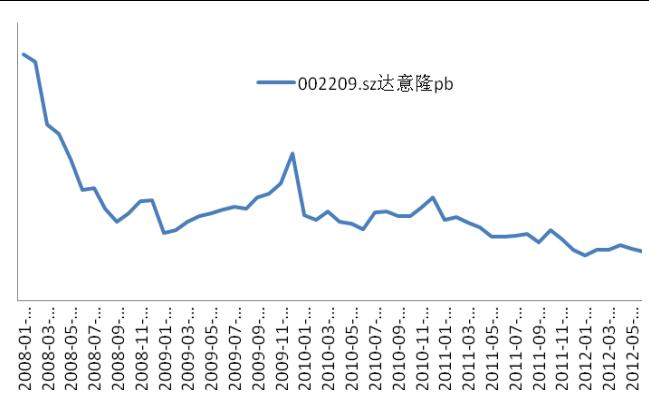
数据来源：Wind，国都证券

图 28：达意隆 PE (TTM)



数据来源：Wind，国都证券

图 29：达意隆 PB (TTM)



数据来源：Wind，国都证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
	单位: 百万元					单位: 百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	668.57	1114.90	1267.83	1582.83	营业收入	677.44	863.47	1089.09	1307.34
现金	155.31	340.74	423.89	495.08	营业成本	476.03	606.76	757.79	909.65
应收账款	191.53	308.45	326.31	424.23	营业税金及附加	4.70	5.11	5.85	7.94
其它应收款	5.70	8.84	7.79	12.46	营业费用	83.34	107.98	136.31	162.64
预付账款	26.81	31.57	36.18	46.62	管理费用	45.85	58.41	74.38	88.73
存货	276.32	404.93	443.96	576.24	财务费用	3.15	4.73	3.88	6.05
其他	12.90	20.36	29.71	28.19	资产减值损失	8.18	8.70	11.70	14.33
非流动资产	420.72	451.10	485.46	510.33	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.79	6.79	9.09	14.09	投资净收益	-3.75	2.01	2.32	5.01
固定资产	349.73	385.56	420.46	443.02	营业利润	52.46	73.79	101.51	123.00
无形资产	9.66	10.49	11.55	12.13	营业外收入	11.87	10.25	10.73	10.95
其他	56.53	48.26	44.36	41.08	营业外支出	1.07	0.84	0.85	0.92
资产总计	1089.29	1566.00	1753.29	2093.15	利润总额	63.26	83.20	111.39	133.03
流动负债	461.96	687.15	788.30	1027.82	所得税	10.99	16.64	22.28	26.61
短期借款	40.50	61.17	106.18	150.07	净利润	52.27	66.56	89.11	106.43
应付账款	226.11	305.18	377.64	443.15	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	195.35	320.80	304.47	434.60	归属母公司净利润	52.27	66.56	89.11	106.43
非流动负债	22.98	27.95	28.30	26.68	EBITDA	85.89	103.12	132.96	158.26
长期借款	0.00	1.90	2.44	1.71	EPS (摊薄元)	0.27	0.32	0.43	0.51
负债合计	484.94	715.10	816.61	1054.50					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属母公司股东权益	604.34	850.90	936.68	1038.66					
负债和股东权益	1089.29	1566.00	1753.29	2093.15					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	69.36	38.54	104.93	91.17	成长能力				
净利润	52.27	66.56	89.11	106.43	营业收入增长率	24.77%	27.46%	26.13%	20.04%
折旧摊销	25.13	24.74	28.64	32.01	营业利润增长率	17.10%	40.68%	37.55%	21.18%
财务费用	3.15	4.73	3.88	6.05	归属于母公司净利润增长率	10.95%	27.35%	33.87%	19.43%
投资损失	3.75	-2.01	-2.32	-5.01	盈利能力				
营运资金变动	-13.62	-56.85	-13.90	-48.17	毛利率	29.73%	29.73%	30.42%	30.42%
投资活动现金流	-74.38	-54.49	-60.19	-51.72	净利率	7.72%	7.71%	8.18%	8.14%
资本支出	54.20	26.69	31.76	20.63	ROE	8.65%	7.82%	9.51%	10.25%
长期投资	3.10	-2.00	-2.30	-5.00	ROIC	7.52%	6.67%	7.79%	8.31%
其他	-17.08	-29.80	-30.73	-36.10	偿债能力				
筹资活动现金流	-30.69	201.38	-16.22	-12.62	资产负债率	44.52%	45.66%	46.58%	50.38%
短期借款	-12.50	20.67	-9.61	-0.48	流动比率	1.45	1.62	1.61	1.54
长期借款	0.00	1.90	0.53	-0.73	速动比率	0.85	1.03	1.05	0.98
其他	-18.19	178.81	-7.14	-11.41	营运能力				
现金净增加额	-35.71	185.43	28.52	26.82	总资产周转率	0.63	0.65	0.66	0.68
					应收账款周转率	3.57	3.45	3.43	3.48
					应付账款周转率	2.15	2.28	2.22	2.22
					估值比率				
					P/E	29.26	24.69	18.37	15.49
					P/B	3.47	4.17	5.26	6.31

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张歲	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			