

审慎推荐-A (首次)

中亚股份 300512.SZ

当前股价: 17.5 元
2017 年 08 月 28 日

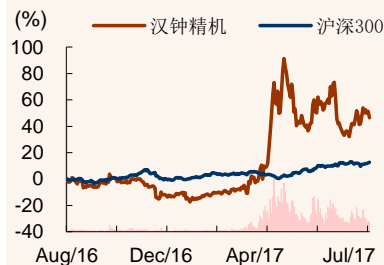
下游需求增速放缓 技术创新引领未来

基础数据

上证综指	3332
总股本 (万股)	27000
已上市流通股 (万股)	7782
总市值 (亿元)	54
流通市值 (亿元)	16
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	13.2
资产负债率	36.9%
主要股东	沛元投资有限公司
主要股东持股比例	38.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-27	-61
相对表现	9	-37	-76



资料来源: 贝格数据、招商证券

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn

事件:

中亚股份 2017 年上半年收入 3.31 亿元, 同比增长 6.41%; 实现营业利润 1.03 亿元, 同比增长 14.17%; 实现归母净利润 8763 万元, 同比增长 13.68%; 每股收益 0.32 元。下游产业增速较低, 公司在酸奶领域市占率 80% 以上, 收入增长有所放缓。公司在乳品领域已为王, 未来将配套存量设备升级改造, 同时积极扩展后道市场, 在同一客户上做大规模, 实现稳健成长, 首次覆盖予以审慎推荐。

评论:

1、下游需求逐渐饱和 收入增长出现放缓

17H1 收入同比增长 6.41%, 毛利率为 44.6%, 预收账款 5.2 亿元, 同比增长 31%。其中增长最快的业务为配件及其他, 贡献最明显的为智能包装设备。

1) 智能包装设备上半年收入 2.48 亿元, 收入占比 74.67%, 同比增长 5.24%; 毛利率为 46.83%, 同比下降 2.86%。其中全自动灌装封口设备占比 50% 左右, 下游应用主要包括乳品和饮料。公司主要以中高端设备为主, 设备也比较贵, 对标国外企业, 主要做进口替代, 公司的设备效率性能和外国对标, 但价格可以便宜 30%。目前设备在酸奶公司中市场占有率可达 80%-90%, 乳制品稍低。另外, 后道智能包装设备占比 16% 左右, 目前乳制品行业后道人力占比很高, 但随着人力成本提高和淡旺季管理难等问题的加剧, 机械化需求将会提升, 因此该业务存在一定的发展空间。

2) 塑料包装制品上半年收入 4914 万元, 占比 14.83%, 同比增长 3.84%, 毛利率为 25.32%, 同比下降 2.92%。该业务主要为蒙牛、伊利等企业的乳制品工厂提供塑料包装制品, 业绩与乳制品销量相关度很大。

3) 配件及其它: 配件及其他产品上半年收入 3456 万元, 占比 10.43%, 同比增长 20.35%, 毛利率为 56%, 同比基本持平。该项业务主要针对于易损易耗件的生产与维修, 增长迅速, 但过去几年整体增长比较平缓且去年同期相对基数也较低。

2、销售结构改变 毛利承压

17H1 综合毛利率为 44.6%, 同比下降近 2.5 个百分点, 主要系销售结构改变, 报告期内确认的设备毛利率较低。

归母净利润为 8763 万元, 同比增长 13.68%, 高于收入增长, 主要系投资中物光电和汇萃智能的投资净收益增长。17H1 三费合计约 5079 亿, 销售收入占比 15.32%, 比去年同期下降近 1.3 个百分点。其中销售费用为 2268 万元, 同比增长 12.99%; 管理费用 3021 万元, 同比下降 10.28%; 财务费用为 -210 万元, 同比下降 14.29%。

3、积极寻求技术创新 首次覆盖予以审慎推荐评级

对于以乳制品为主要下游产业的公司来讲,注重技术升级与创新对于自身未来的发展起到至关重要的作用。按目前来看,乳制品行业增长速度基本为个位数,增速缓慢,短期来看下游整体市场空间较为有限,未来主要需求将会出现在存货设备的升级上。比如,随着竞争的加剧,乳品巨头会在口感等各方面做更多的竞争,比如减少高温杀毒的时间以保持更好的口感,这种情况下,对灌装的卫生要求就比现在的要更高,智能包装设备就出现了升级换代的需求。这就需要公司长期注重创新研发以获得未来市场。

投资中物光电与汇萃智能。公司于2017年1月5日发布公告称已完成对宁波中物光电杀菌技术有限公司的增资及股权转让,持有中物光电30%股权,此次公司共出资2440万元。宁波中物光电是依托中国工程物理研究院设立的军转民高科技公司,国内第一家自主研发脉冲强光杀菌技术,可用于替代传统食品及包装杀菌的新型冷杀菌技术。高效、快速(纳秒级)、广谱、环保、无明显温升、灵活等特点。投资中物光电将会对公司未来无菌包装设备等装备的研发提供技术上有力的支持。同时,公司也于今年1月5日公告称完成投资600万元受让从事相关设备研发的杭州汇萃智能科技有限公司2%股权。两次对技术研发企业的主动投资彰显了公司在技术创新上做出的努力。值得一提的是,今年公司新增了无菌设备线,已完成两个项目,单价1800万左右,毛利60%左右,目前也有订单在手。

中亚股份在乳制品的智能包装设备领域处于国内龙头地位。公司智能包装设备是公司营业收入的主要来源,在过去多年的积累中已与客户保持十分良好的关系,虽然短期下游未能强烈扩大产能的需求,但乳品行业竞争加剧及食品安全要求使得设备得不断升级,而且存量设备有强大的升级改造需求。公司在乳品领域已为王,未来将,同时积极扩展后道市场,在同一客户上做大规模,将实现稳健成长。我们预测公司17年-18年净利分别为1.87亿、2.47亿,目前对应PE分别为29.2倍、22.1倍,首次覆盖予以审慎推荐A评级。

4、风险提示: 下游行业销售增长趋缓。

表 1: 主要财务指标预测

会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入(百万元)	520	587	636	699	864	1053
同比增长	38%	13%	8%	10%	24%	22%
营业利润(百万元)	141	147	185	211	282	322
同比增长	58%	4%	26%	14%	33%	14%
净利润(百万元)	125	134	161	187	247	283
同比增长	43%	7%	20%	16%	32%	15%
每股收益(元)	1.24	1.32	0.60	0.69	0.92	1.05
P/E(倍)	16.4	15.3	33.9	29.2	22.1	19.3
P/B(倍)	4.4	4.0	4.1	3.9	3.4	3.0

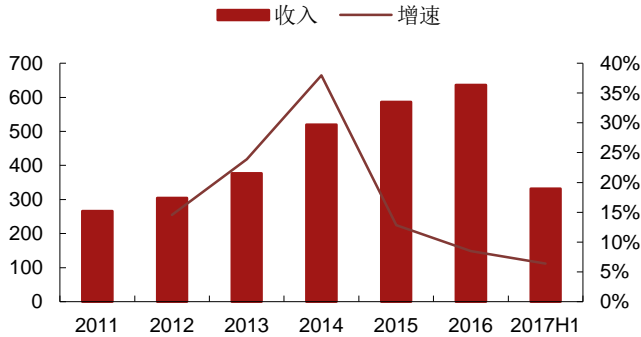
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 中亚股份各季度业绩回顾

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	113	168	155	151	126	186	164	160	135	196
营业毛利	34	45	35	32	37	50	51	44	37	51
营业费用	8	14	12	13	10	10	10	15	9	13
管理费用	15	22	20	21	14	19	28	26	16	15
财务费用	-1	-1	0	0	-1	-1	-3	-2	-1	-1
投资收益	0	2	0	0	0	0	0	3	6	6
营业利润	34	46	35	32	37	50	51	47	43	57
归母净利润	29	42	31	32	32	45	43	41	37	48
EPS (元)	0.11	0.15	0.11	0.12	0.12	0.17	0.16	0.15	0.14	0.18
主要比率										
毛利率	51.7%	49.4%	43.6%	44.7%	49.9%	45.1%	52.8%	52.4%	47.4%	42.6%
营业费用率	7.3%	8.2%	7.9%	8.3%	8.1%	5.3%	5.8%	9.3%	6.8%	6.8%
管理费用率	13.6%	13.2%	12.8%	14.0%	11.4%	10.4%	17.0%	15.9%	11.5%	7.5%
营业利润率	29.9%	27.5%	22.5%	21.5%	29.5%	27.1%	30.8%	29.2%	31.9%	28.9%
有效税率	16.4%	13.8%	15.5%	16.2%	15.2%	14.3%	14.5%	13.3%	14.8%	16.2%
净利率	26.0%	24.7%	19.9%	21.1%	25.2%	24.4%	25.9%	25.8%	27.2%	24.2%
YoY										
收入					11.5%	10.5%	6.0%	6.4%	7.5%	5.7%
归母净利润					10.2%	8.6%	45.1%	44.5%	16.0%	13.0%

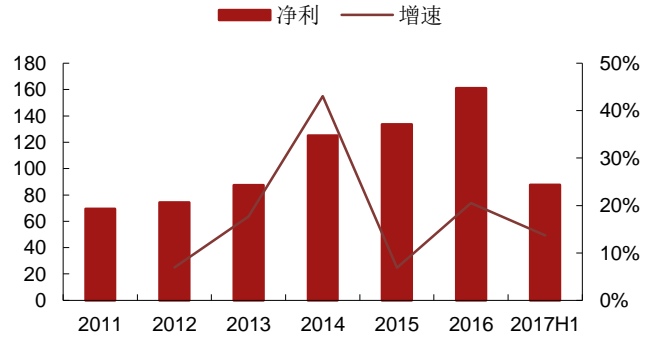
资料来源: 公司数据、招商证券。

图 1: 中亚股份收入增长



资料来源: 公司公告、招商证券

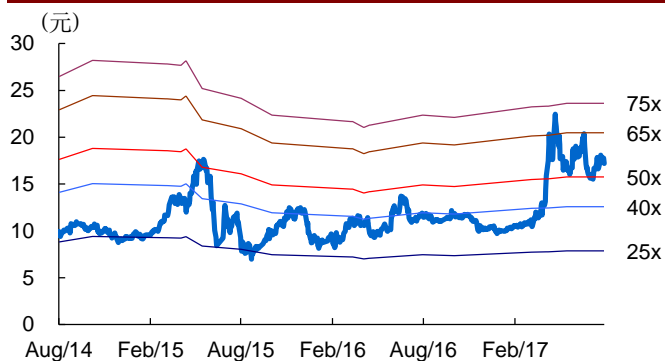
图 2: 中亚股份净利润增长



资料来源: 公司公告、招商证券

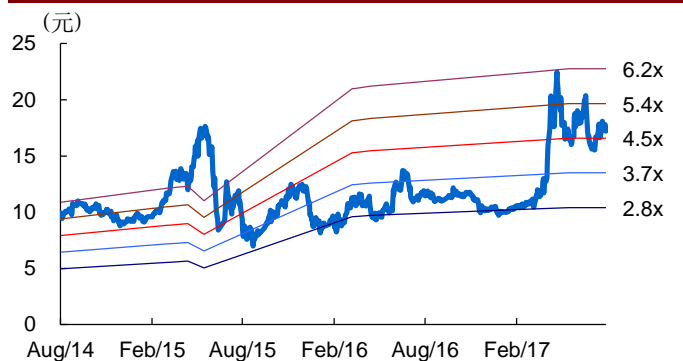
PE-PB Band

图 3: 中亚股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 中亚股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	764	1717	1905	2232	2754
现金	263	361	408	427	465
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	1
应收款项	84	93	84	104	126
其它应收款	6	4	4	5	6
存货	405	517	593	688	926
其他	7	742	816	1007	1229
非流动资产	299	323	305	290	276
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	110	99	91	83	76
无形资产	80	78	70	63	57
其他	109	146	145	145	144
资产总计	1064	2040	2211	2522	3030
流动负债	553	700	806	925	1224
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	138	150	175	203	273
预收账款	367	490	571	663	892
其他	49	59	59	59	59
长期负债	3	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	2	2	2	2
负债合计	556	702	808	927	1226
股本	101	270	270	270	270
资本公积金	70	568	568	568	568
留存收益	337	499	565	756	965
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	508	1338	1403	1594	1803
负债及权益合计	1064	2040	2211	2522	3030

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	117	191	139	46	78
净利润	134	161	187	247	283
折旧摊销	17	17	20	18	17
财务费用	(1)	(1)	(7)	(3)	2
投资收益	(2)	(3)	(24)	(28)	(38)
营运资金变动	(30)	19	(35)	(193)	(193)
其它	(1)	(1)	(2)	4	7
投资活动现金流	(43)	(763)	22	26	36
资本支出	(46)	(36)	(2)	(2)	(2)
其他投资	3	(728)	24	28	38
筹资活动现金流	(96)	670	(115)	(53)	(76)
借款变动	(96)	(4)	0	0	0
普通股增加	0	169	0	0	0
资本公积增加	0	498	0	0	0
股利分配	0	0	(122)	(56)	(74)
其他	0	7	7	3	(2)
现金净增加额	(22)	97	46	19	38

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	587	636	699	864	1053
营业成本	310	319	371	431	580
营业税金及附加	7	7	8	10	12
营业费用	47	45	48	60	73
管理费用	79	87	91	112	137
财务费用	(3)	(7)	(7)	(3)	2
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	24	28	38
营业利润	147	185	211	282	322
营业外收入	11	7	7	7	7
营业外支出	0	4	4	4	4
利润总额	158	188	214	285	325
所得税	24	27	28	37	42
净利润	134	161	187	247	283
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	134	161	187	247	283
EPS (元)	1.32	0.60	0.69	0.92	1.05

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	13%	8%	10%	24%	22%
营业利润	4%	26%	14%	33%	14%
净利润	7%	20%	16%	32%	15%
获利能力					
毛利率	47.1%	49.9%	46.9%	50.1%	44.9%
净利率	22.8%	25.3%	26.7%	28.6%	26.9%
ROE	26.3%	12.0%	13.3%	15.5%	15.7%
ROIC	24.0%	11.4%	12.4%	14.9%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	52.2%	34.4%	36.5%	36.8%	40.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	2.5	2.4	2.4	2.2
速动比率	0.7	1.7	1.6	1.7	1.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	7.2	7.2	7.9	9.2	9.2
应付帐款周转率	2.7	2.2	2.3	2.3	2.4
每股资料 (元)					
每股收益	1.32	0.60	0.69	0.92	1.05
每股经营现金	1.16	0.71	0.51	0.17	0.29
每股净资产	5.02	4.95	5.20	5.91	6.68
每股股利	0.00	0.45	0.21	0.27	0.31
估值比率					
PE	15.3	33.9	29.2	22.1	19.3
PB	4.0	4.1	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	9.3	7.7	6.5	4.9	4.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

吴丹，北京大学西方经济学硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。