



力求差异化竞争的液态食品包装领先企业

- **事件:** 公司近日发布三季报, 前三季度实现营业收入 3.6 亿元, 同比减少 14.1%, 归属母公司净利润 2539 万元, 同比减少 57.3%。
- **点评:** 公司三季报业绩出现较大下滑, 是半年报趋势的一个延续, 主要原因是宏观经济下行背景下的下游新上项目减少, 导致设备业务大幅下滑; 同时传统旺季下游饮料行业开工不足导致包材和配件业务下滑。我们认为, 目前公司依靠几年前打破国外无菌灌装技术垄断的业绩红利已经开始收窄, 新的增长点(不是完全跟随外资脚步, 而是开发独有领域)是刺激公司业绩向上发展的关键。
- **推荐逻辑:**
 - 1、包材业务仍然是公司主力增长点。总体来说, 包材需求与下游饮料奶制品需求相匹配, 总量比较稳定。目前国内市场仍由外资巨头主导, 但国内品牌在技术、设计和售后上开始跟上后进入市场, 引起外资企业在价格上进一步打压, 国内企业利润收窄。在此情况下, 公司募投资金 2 亿元投入两类包材, 年底将达成共 15 亿包产能, 同时也积极开发新型包材及对应设备。在当前行业拐点下, 公司有比较先进的技术、不断的新品开发提升市场开拓的竞争力, 同时规模优势和本土经营也能带来成本上的竞争力, 再加上设备配套的能力, 有实力在压力中突破出来, 保持较快增长。
 - 2、以全产业链发展为主线, 力求差异化竞争。公司在设备方面, 除了近几年贡献业绩较大的灌装机, 还有前端前处理机以及后端浓缩干燥设备, 灌装机在参数上正逐步接近全球龙头。同时, 公司也在积极开拓新的设备以及材料, 力图进一步完善产品和服务链条。公司坚持整体解决方案提供者的发展路线, 未来计划向以智能加工设备、智能罐装设备、智能后段包装、智能仓储及智能化服务为支撑的智能化生产线方向发展, 并致力于与国际龙头企业形成差异化竞争, 一旦在垄断企业的盲区产品上开发成功并打开市场, 有望重现当年打破国外垄断时的快速增长局面。
- **业绩预测与估值:** 在不考虑公司新产品贡献业绩, 仅基于公司现有产品的情况下, 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.57 元、0.58 元和 0.60 元, 对应 PE 分别为 84 倍、82 倍和 80 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 竞争导致包材毛利率进一步向下的风险, 新产品开发进展缓慢的风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	581.59	554.13	614.24	687.13
增长率	24.61%	-4.72%	10.85%	11.87%
归属母公司净利润(百万元)	90.84	57.02	58.36	59.89
增长率	3.71%	-37.23%	2.35%	2.62%
每股收益 EPS(元)	0.91	0.57	0.58	0.60
净资产收益率 ROE	18.20%	9.81%	9.13%	8.56%
PE	52	84	82	80
PB	9.55	8.20	7.46	6.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

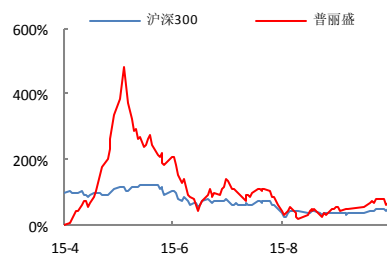
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 刘瑜

电话: 010-57631198

邮箱: liuyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1
流通 A 股(亿股)	0.25
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	47.67
总资产(亿元)	11.83
每股净资产(元)	9.45

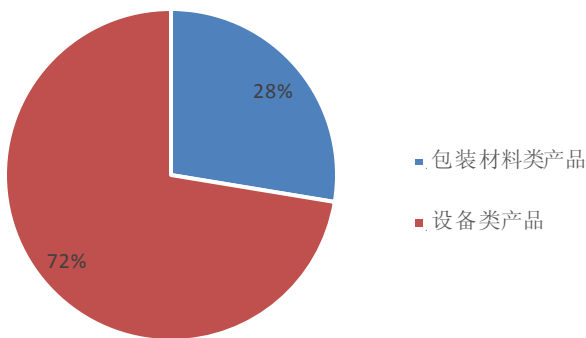
相关研究

1 公司为液态食品包装领域领先企业

公司主营业务为液态食品包装机械和纸铝复合无菌包装材料的研发、生产与销售，目前主要产品为灌装机系列设备、前处理系列设备、纸铝复合无菌包装材料以及浓缩干燥设备。国内液态食品灌装机械及包材长期被国外龙头垄断，公司是国内首个突破此垄断的国内企业。

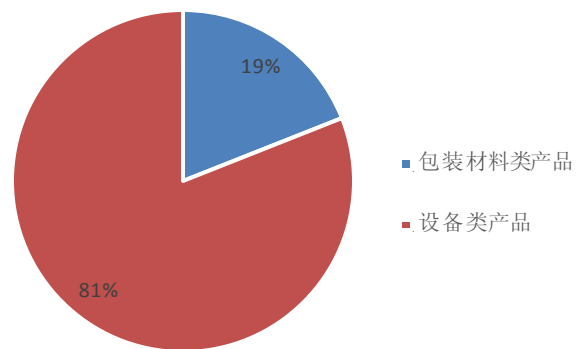
2014年，公司共实现营业收入5.8亿元，其中包材类产品收入1.6亿元，占比27.6%，设备类产品收入4.2亿元，占比72.4%；公司共实现毛利润2.1亿元，其中包材类产品贡献0.4亿元，占比19.0%，设备类产品贡献1.7亿元，占比81.0%。

图 1: 公司 2014 年以来营业收入结构



数据来源: WIND, 西南证券

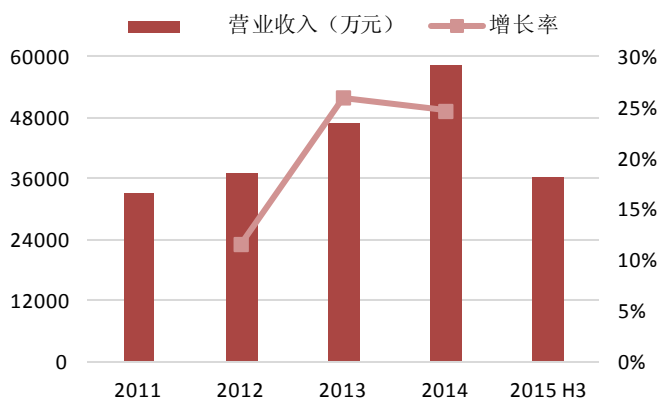
图 2: 公司 2014 年以来毛利润结构



数据来源: WIND, 西南证券

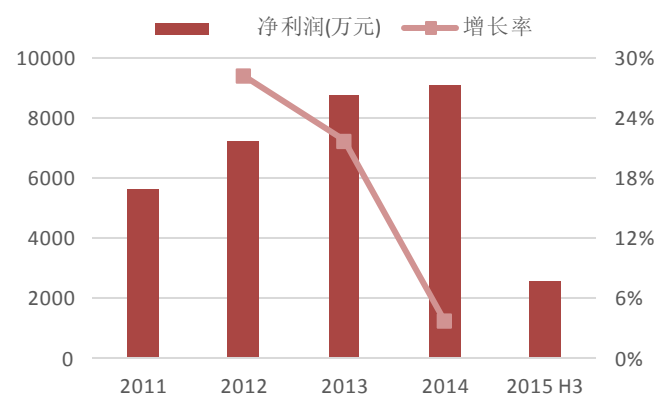
公司作为液态食品包装机械供应商，因受到宏观经济形势和下游行业发展状况的影响，2015年业绩较去年有所下滑。在第三季度中，公司实现营业收入1.0亿元，同比减少30.9%，实现归属母公司净利润-164万元，同比减少109%。2015年前三季度共实现营业收入3.6亿元，同比减少14.1%，归属母公司净利润2539万元，同比减少57.38%。

图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源: WIND, 西南证券

图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速



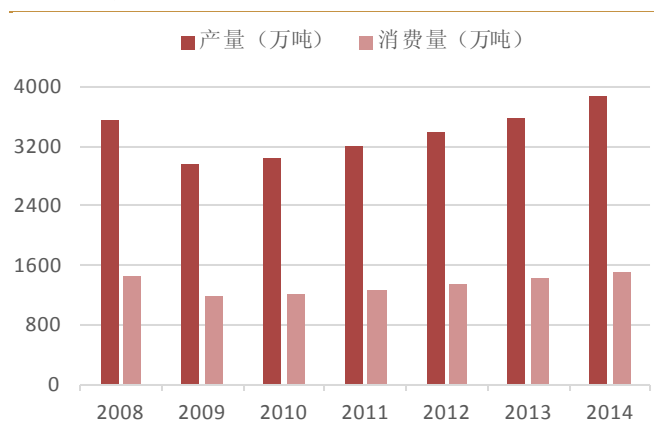
数据来源: WIND, 西南证券

2 全链条差异化竞争是享受下游广阔需求的关键

2.1 下游需求空间广阔

液态食品涵盖的领域较多, 主要包括乳品、饮料、食用油脂、调味品等。根据 Freedonia 的报告分类, 我国液态食品主要分为啤酒以及酒类、乳品、碳酸饮料、水、果汁、茶和咖啡以及其他饮料。从发达国家的经验来看, 无菌包装占据着整个饮料包装 65% 以上的市场, 且平均每年以 5%-10% 的速度增长, 预计到 2015 年世界无菌包装市场需求量将达到 358 亿美元, 而公司主营的纸铝复合无菌包装为目前无菌包装的主要形式。在我国, 无菌包装的应用远远低于全球平均水平, 与发达国家相比差距更大, 欧美发达国家人均消费达到 100 多包, 而我国人均年消费不到 50 包, 发展空间巨大。

图 5: 近年来我国液态奶产销情况



数据来源: WIND, 西南证券

图 6: 近年来我国饮料产品产量(千重)情况 (单位: 万吨)



数据来源: WIND, 西南证券

随着纸铝复合无菌包材的市场容量不断提升, 行业中有技术实力、或者与设备配套提高完整解决方案的企业有望充分享受成长。

2.2 全链条差异化竞争是公司未来发展关键

长期以来, 我国纸铝复合无菌包材以及设备的市场被国外厂商所占据, 据统计, 2013 年, 利乐公司和 SIG 康美包占中国纸铝复合无菌包装材料的市场销售量的份额分别约为 63% 和 10%。上述两家跨国公司共计占有国内纸铝复合无菌包装材料市场份额超过了 70%, 包括公司在内其他供应商占有的市场份额不到 30%。按照 2013 年纸铝复合包材销量 660 亿包, 公司销量 7.3 亿包左右计算, 公司在包材市场的市占率为 1% 左右。

表 1: 公司目前主要产品及竞争对手

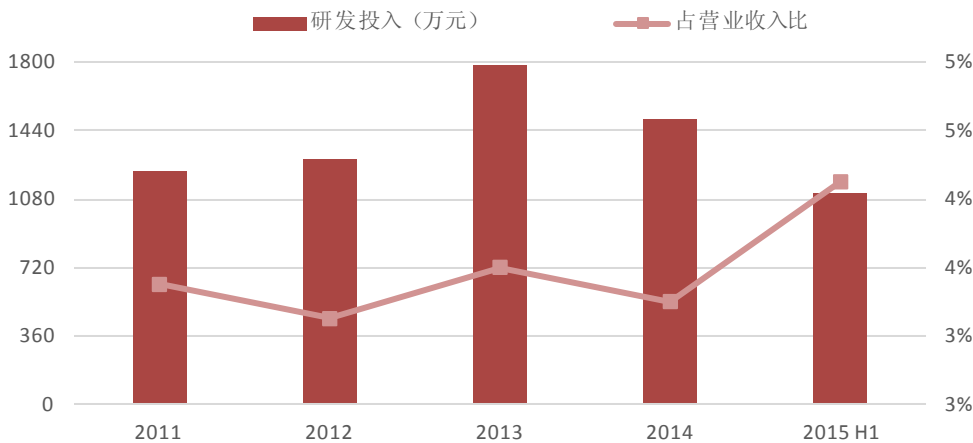
公司产品	竞争对手
灌装机系列设备	利乐公司、纷美包装、SIG 康美包、利慧包装、四国公司
无菌包装材料	利乐公司、SIG 康美包、界龙包装、纷美包装、青岛人印
前处理设备	利乐公司、德国 GEA 集团、APV 公司、北京中轻机

数据来源: 公司公告, 西南证券

利乐是一家提供食品加工与包装的完整解决方案的公司, 是公司所有竞争者中的绝对龙头, 在全球共有 37 家销售公司, 42 家包材和封盖生产厂, 8 家包装系统组装厂。2012 年, 公司拥有 23425 名员工, 年度净销售收入约为 111.6 亿欧元, 产品行销 170 多个国家和地区。2012 年, 利乐共生产了 1732 亿件包装, 为全球消费者提供了 773 亿公升的液态食品产品。

公司目前主营的所有产品利乐基本都有涉猎，且在灌装机及无菌包材上的技术还要略胜一筹，市占率也更高。再加上利乐等国际龙头近年来也是在国内设立了工厂，售后及客户维系上得到了提升，成本进一步走低，导致行业竞争进一步加剧，公司依靠几年前打破国外垄断而获得较高收入和毛利的情况有收窄趋势。在此种背景下，长期来看公司只有加强全产业链建设，提升产品性价比，同时通过新品研制展开差异化竞争，才能在国际巨头的强大背景以及国内同行的激烈竞争中充分享受行业的广阔成长空间。

图 7：公司近年来研发投入情况



数据来源：公司公告，西南证券

我们判断，包材需求与下游饮料奶制品需求相匹配，在人们生活水平逐步提高的情况下，总量比较稳定。目前国内市场仍由外资巨头主导，但国内品牌在技术、设计和售后上开始跟上后进入市场，引起外资企业在价格上进一步打压，国内企业利润收窄。在此情况下，公司募投资金 2 亿元投入两类包材，年底将达成共 15 亿包产能，同时也积极开发新型包材及对应设备。在当前行业拐点下，公司有比较先进的技术、不断的新品开发提升市场开拓的竞争力，同时规模优势和本土经营也能带来成本上的竞争力，再加上设备配套的能力，有实力在压力中突破出来，保持较快增长。短期内包材业务仍然将是维持公司业绩的主要增长力。

而中长期来看，考虑到完全撼动国际龙头企业目前市场的成本较高，以及公司在技术上与其存在的一定差距，产业链的完善以及新设备、材料的开发将是公司与国外龙头形成差异化竞争的重要方向。公司坚持完善全产业链的发展路线，未来向以智能加工设备、智能罐装设备、智能后段包装、智能仓储及智能化服务为支撑的智能化生产线方向发展，并致力于与国际龙头企业形成差异化竞争，一旦在垄断企业的盲区产品上开发成功并打开市场，有望重现当年打破国外垄断时的快速增长局面。

3 盈利预测及投资建议

关键假设： 1、我们预计，在包材业务方面，下游市场巨大且相对稳定，公司与全球龙头企业相比还有较大发展空间，近年有望保持 25%左右增速，但在新产品开发成功之前毛利率有所下降； 2、在设备业务方面，短期内灌装机设备将会有较大承压，前处理设备保持微量增长，而新产品在经过 2-3 年调试期以及市场开拓期后，有望成为公司业绩新的增长点。

在不考虑新产品贡献的情况下，我们对公司未来 3 年的盈利预测见下表。

表 2: 盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
收入	582	554	614	687
增速		-5%	11%	12%
毛利率	36%	31%	29%	28%
纸铝复合无菌包装材料				
收入	163	176	220	275
增速		8%	25%	25%
毛利率	22%	19%	18%	18%
其他包装材料				
收入	2	2	2	2
增速		5%	5%	5%
毛利率	45%	43%	43%	43%
前处理系列设备				
收入	117	120	126	133
增速		3%	5%	5%
毛利率	32%	31%	31%	31%
灌装机系列设备				
收入	176	120	116	113
增速		-32%	-3%	-3%
毛利率	56%	48%	46%	45%
配件和外购配套件				
收入	120	132	145	160
增速		10%	10%	10%
毛利率	31%	32%	32%	32%
浓缩干燥设备				
收入	4	5	5	5
增速		5%	8%	8%
毛利率	30%	29%	29%	29%

数据来源: 西南证券

在不考虑公司新产品贡献业绩, 仅基于公司现有产品的情况下, 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.57 元、0.58 元和 0.60 元, 对应 PE 分别为 84 倍、82 倍和 80 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	581.59	554.13	614.24	687.13	净利润	90.84	57.02	58.36	59.89
营业成本	370.12	382.40	434.23	493.25	折旧与摊销	8.54	14.84	14.84	14.84
营业税金及附加	4.36	3.99	4.47	5.01	财务费用	-1.38	0.06	0.06	0.07
销售费用	37.88	41.56	42.38	46.04	资产减值损失	6.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.19	60.95	66.34	74.21	经营营运资本变动	-30.52	-16.15	-18.12	-29.08
财务费用	-1.38	0.06	0.06	0.07	其他	-28.15	9.66	-0.82	0.19
资产减值损失	6.15	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	45.47	65.42	57.84	42.56
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-96.73	-50.00	-30.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	26.35	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-70.38	-50.00	-30.00	-20.00
营业利润	105.27	65.18	66.80	68.56	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.45	2.98	2.98	3.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	108.73	68.16	69.78	71.62	股权融资	0.00	25.00	0.00	0.00
所得税	17.89	11.14	11.42	11.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	90.84	57.02	58.36	59.89	其他	-27.71	-0.06	-0.06	-0.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-27.71	24.94	-0.06	-0.07
归属母公司股东净	90.84	57.02	58.36	59.89	现金流量净额	-52.62	40.37	27.78	22.49
资产负债表 (百万)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	114.66	155.03	182.81	205.30	成长能力				
应收和预付款项	255.38	237.54	262.97	298.17	销售收入增长率	24.61%	-4.72%	10.85%	11.87%
存货	220.21	227.52	258.35	293.47	营业利润增长率	2.66%	-38.09%	2.49%	2.63%
其他流动资产	1.96	1.87	2.04	2.32	净利润增长率	3.71%	-37.23%	2.35%	2.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.66%	-28.78%	2.03%	2.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工	161.57	199.28	216.98	224.69	毛利率	36.36%	30.99%	29.31%	28.22%
无形资产和开发支	23.13	20.59	18.04	15.50	三费率	16.45%	18.51%	17.71%	17.51%
其他非流动资产	3.16	3.16	3.16	3.16	净利率	15.62%	10.29%	9.64%	8.72%
资产总计	780.09	844.99	936.19	1042.20	ROE	18.20%	9.81%	9.13%	8.56%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.64%	6.75%	6.23%	5.75%
应付和预收款项	279.56	262.43	299.98	341.42	ROIC	23.14%	11.89%	11.27%	10.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.33%	14.45%	13.49%	12.15%
其他负债	1.48	1.51	1.58	1.70	营运能力				
负债合计	281.04	263.93	296.77	342.88	总资产周转率	0.80	0.68	0.68	0.69
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	6.75	6.66	8.66	11.72
资本公积	124.60	124.60	124.60	124.60	应收账款周转率	3.39	2.88	3.14	3.16
留存收益	299.44	356.46	414.82	474.72	存货周转率	1.69	1.71	1.79	1.79
归属母公司股东权	499.04	581.06	639.43	699.32	销售商品提供劳务收	79.72%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	499.04	581.06	639.43	699.32	资产负债率	36.03%	31.23%	31.70%	32.90%
负债和股东权益合	780.09	844.99	936.19	1042.20	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.11	2.36	2.36	2.34
					速动比率	1.33	1.50	1.50	1.48
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.91	0.57	0.58	0.60
					每股净资产	4.99	5.81	6.39	6.99
					每股经营现金	0.45	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	112.43	80.07	81.70	83.46					
PE	52.48	83.60	81.68	79.59					
PB	9.55	8.20	7.46	6.82					
PS	8.20	8.60	7.76	6.94					
EV/EBITDA	30.75	57.56	56.07	54.62					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn