

## 立足自身优势，勇于多面尝试

- 事件:**公司公告称，拟以自有资金参与竞拍黑牛食品(苏州)有限公司100%股权及相应往来债务，起拍价为人民币1.2亿元。
- 从标的本身来看，此次竞拍行为不失为一个抓住机会的好决策:**(1)黑牛食品(苏州)公司的厂房与公司厂房同在苏州吴江区，前期双方之间有比较深入的了解，便于公司对标的资产的把控，且未来整合效率会更高；(2)标的公司拥有100亩土地，能够很好解决公司原来土地紧张的局面；(3)标的资产为黑牛食品超募项目，厂房设备成新度较高、生产线成熟、资质完整，便于公司尽快上手加以利用；(4)本次交易起拍价1.2亿元，标的评估净资产6371万元，往来债务5990万元，PB在2左右，价格较为合理，公司截至2015Q3账上货币资金4.1亿元，完全有能力进行此次购买。
- 若此次购买成功，将解决公司目前存在的生产场地紧张问题，**从公司传统无菌砖灌装机及包材业务来说**，对于无菌砖式灌装生产线的进一步巩固和扩大规模有较大作用；同时，基于黑牛食品在下游液态饮料如豆奶等方面的成熟经验，借助其已有的成熟完整的技术和设备，再加上公司在无菌砖式包装上的已有积累，有助于公司开发其他相关产品的无菌砖包装业务，并作出生产线试点。**从公司的新产品(如纸罐)业务来说**，其推广必定需要先有一定规模的试点，而购买的标的恰巧能够提供这种功能，便于公司建立新产品应用的生产线，助力市场拓展。此外，由于公司新产品设备价格不低(1000-2000万元/台)，对客户的资金实力有一定考验，有了试点的生产线后，公司将具备一定的下游产品生产能力，从而可以为中小客户提供代工服务，也能够帮助新产品的拓展。
- 业绩预测与估值:**公司此次竞拍黑牛食品剥离资产，主要是看重标的的性价比，同时出于扩大场地、做新产品试点生产线、帮客户做代工三大考虑。公司坚持整体解决方案提供者的发展路线，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(比如纸罐)上开发成功并打开市场，有望重现当年快速增长局面。考虑到公司新产品兑现需要时间，仅基于公司当前产品，我们预测公司2015-2017年EPS分别为0.57元、0.58元和0.60元，维持“增持”评级。
- 风险提示:**此次竞拍失败的风险，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。

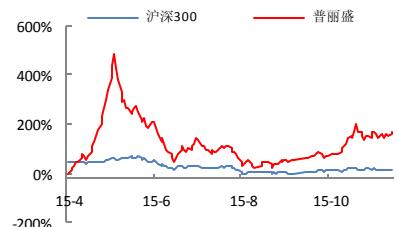
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	581.59	554.13	614.24	687.13
增长率	24.61%	-4.72%	10.85%	11.87%
归属母公司净利润(百万元)	90.84	57.02	58.33	59.89
增长率	3.71%	-37.23%	2.29%	2.68%
每股收益EPS(元)	0.91	0.57	0.58	0.60
净资产收益率ROE	18.20%	9.81%	9.12%	8.56%
PE	80	127	125	121
PB	14.57	12.51	11.37	10.40

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)	72.70
总资产(亿元)	11.83
每股净资产(元)	9.45

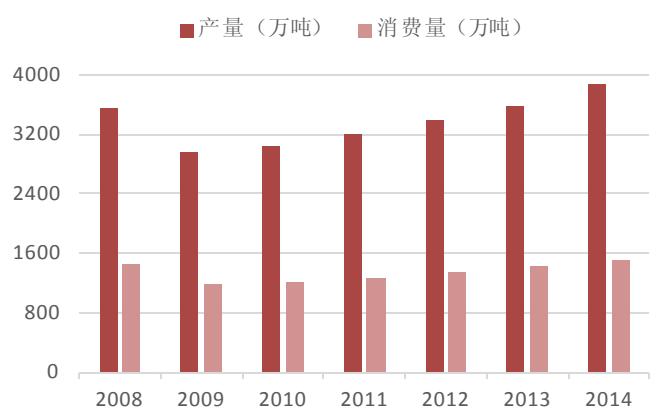
### 相关研究

- 普丽盛(300442):力求差异化竞争的液态食品包装领先企业(2015-10-25)

## 1. 无菌包装需求空间广阔

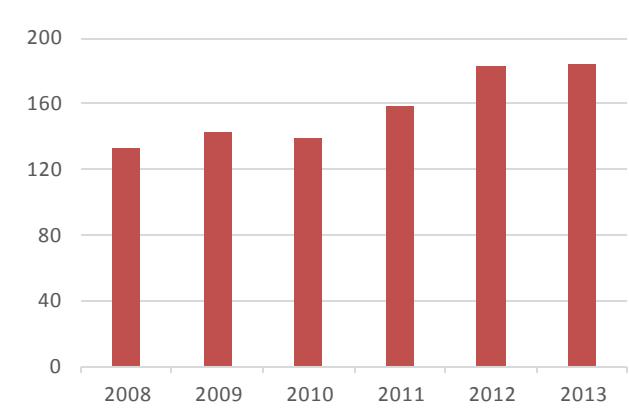
从发达国家的经验来看，无菌包装占据着整个饮料包装 65%以上的市场，且平均每年以 5%-10%的速度增长，预计到 2015 年世界无菌包装市场需求量将达到 358 亿美元，而公司主营的纸铝复合无菌包装为目前无菌包装的主要形式。在我国，无菌包装的应用远远低于全球平均水平，与发达国家相比差距更大，欧美发达国家人均消费达到 100 多包，而我国人均年消费不到 50 包，发展空间巨大。

图 1：近年来我国液态奶产销情况



数据来源: WIND, 西南证券

图 2：近年来我国饮料产品产量(干重)情况 (单位: 万吨)

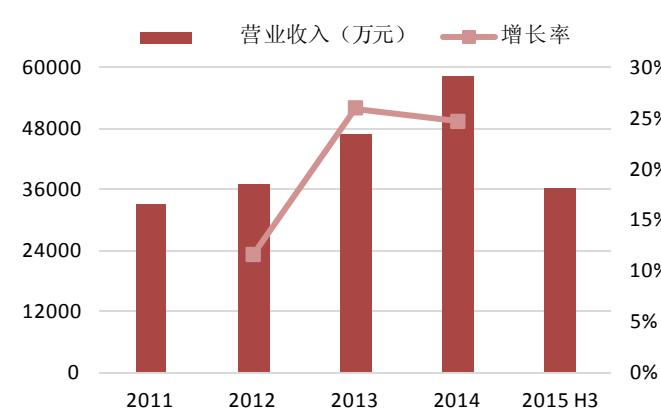


数据来源: WIND, 西南证券

## 2. 公司传统业务出现瓶颈，发展新品和全产业链是关键

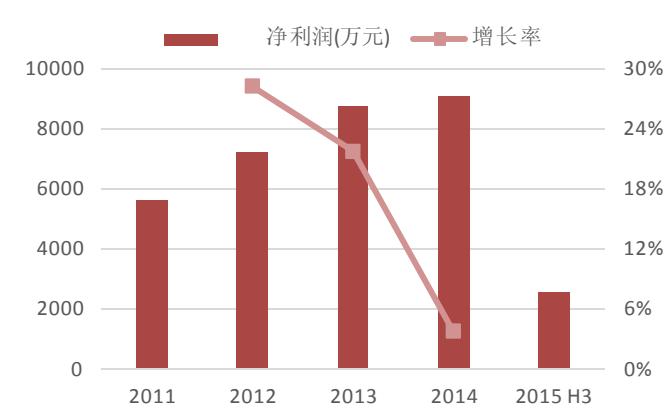
公司作为液态食品包装机械供应商，因受到宏观经济形势和下游行业发展状况的影响，2015 年业绩较去年有所下滑。在第三季度中，公司实现营业收入 1.0 亿元，同比减少 30.9%，实现归属母公司净利润 -164 万元，同比减少 109%。2015 年前三季度共实现营业收入 3.6 亿元，同比减少 14.1%，归属母公司净利润 2539 万元，同比减少 57.38%。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源: WIND, 西南证券

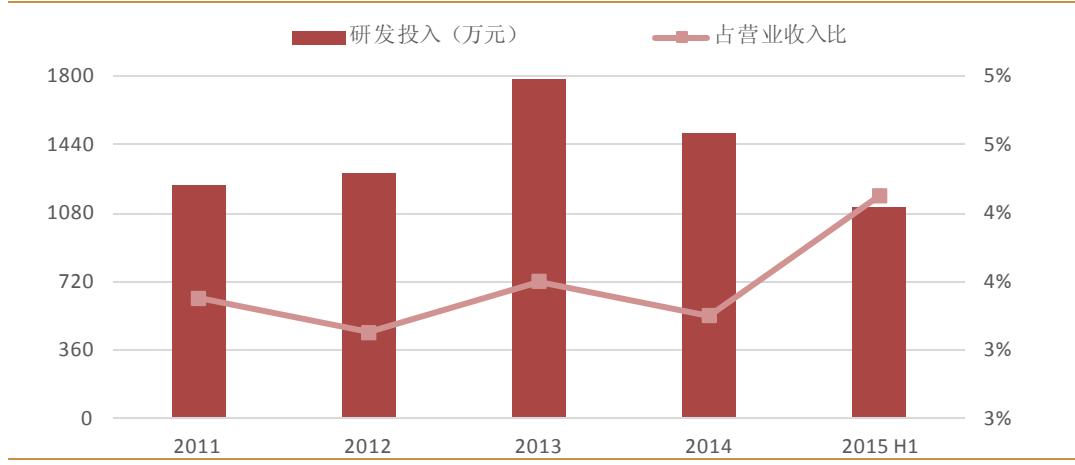
图 4：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源: WIND, 西南证券

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。在此情况下，公司只有基于已有的优势，勇于尝试新品，才能突出重围，与外资龙头进行差异化竞争，找回发展动力。

图 5：公司近年来研发投入情况



数据来源：公司公告，西南证券

在包材方面，除了纸铝复合材料，公司也在积极开发其他外资处于盲区、且国内行业内有一定积累的材料；在设备方面，公司积极开拓纸罐等新产品，丰富产品线，增强竞争力。以纸罐为例，纸罐是以纸为主要原料，故回收处理容易；保护性能优良，可防水、防潮，有一定的隔热效果；无臭、无毒、安全可靠，特别适用于食品包装；可充填各种形状的商品，且充填时噪音小；造型结构多样，外层可进行彩印，具有良好的陈列效果；质量轻，只有铁罐30%，流通容易，使用方便，价格较低。复合纸罐的应用领域十分广泛，除常用于盛装粉末状固体食品，如可可粉、茶叶、砂糖、盐、麦片、咖啡及各种固体饮料。例如，美国约有85%的浓缩柑橘汁采用复合纸罐包装。日本50%以上的软饮料是采用铝质易拉盖的复合纸罐包装。

公司此次竞拍黑牛食品剥离资产，主要是看重标的的性价比，同时出于扩大场地、做老产品新内含物以及新产品试点生产线、帮客户做代工三大考虑。如果此次购买成功，将解决公司目前存在的生产场地紧张问题，从公司传统无菌砖灌装机及包材业务来说，对于无菌砖式灌装生产线的进一步巩固和扩大规模有较大作用；同时，基于黑牛食品在下游液态饮料如豆奶等方面的成熟经验，借助其已有的成熟完整的技术和设备，再加上公司在无菌砖式包装上的已有积累，有助于公司开发其他相关产品的无菌砖包装业务，并作出生产线试点。从公司的新产品（如纸罐）业务来说，其推广必定需要先有一定规模的试点，而购买的标的恰巧能够提供这种功能，便于公司建立新产品应用的生产线，助力市场拓展。此外，由于公司新产品设备价格不低（1000-2000万元/台），对客户的资金实力有一定考验，有了试点的生产线后，公司将具备一定的下游产品生产能力，从而可以为中小客户提供代工服务，也能够帮助新产品的拓展。

公司坚持整体解决方案提供者的发展路线，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（比如纸罐）上开发成功并打开市场，有望重现当年快速增长局面。

### 3 盈利预测及估值

公司此次竞拍黑牛食品剥离资产，主要是看重标的的性价比，同时出于扩大场地、做新产品试点生产线、帮客户做代工三大考虑。公司坚持整体解决方案提供者的发展路线，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（比如纸罐）上开发成功并打开市场，有望重现当年快速增长局面。考虑到公司新产品兑现需要时间，仅基于公司当前产品，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 127 倍、125 倍和 121 倍，维持“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	58.33	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	-0.69	0.06
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	54.42	45.78
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
<b>营业利润</b>	<b>105.27</b>	<b>65.18</b>	<b>66.76</b>	<b>68.56</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>108.73</b>	<b>68.16</b>	<b>69.74</b>	<b>71.62</b>	股权融资	0.00	25.00	0.00	0.00
所得税	17.89	11.14	11.41	11.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>90.84</b>	<b>57.02</b>	<b>58.33</b>	<b>59.89</b>	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
归属母公司股东净利润	90.84	57.02	58.33	59.89	<b>现金流量净额</b>	<b>-52.62</b>	<b>40.37</b>	<b>24.36</b>	<b>25.71</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
货币资金	114.66	155.03	179.39	205.10	<b>成长能力</b>				
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%	2.43%	2.69%
其他流动资产	1.96	1.87	2.07	2.32	净利润增长率	3.71%	-37.23%	2.29%	2.68%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.66%	-28.78%	1.99%	2.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	161.57	199.28	216.98	224.69	毛利率	36.36%	30.99%	29.31%	28.22%
无形资产和开发支出	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	净利润率	15.62%	10.29%	9.50%	8.72%
<b>资产总计</b>	<b>780.09</b>	<b>844.99</b>	<b>940.97</b>	<b>1042.41</b>	ROE	18.20%	9.81%	9.12%	8.56%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.64%	6.75%	6.20%	5.75%
应付和预收款项	279.56	262.43	299.98	341.42	ROIC	23.14%	11.89%	11.22%	10.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.33%	14.45%	13.29%	12.15%
其他负债	1.48	1.51	1.60	1.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>281.04</b>	<b>263.93</b>	<b>301.58</b>	<b>343.12</b>	总资产周转率	0.80	0.68	0.69	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	414.79	474.68	存货周转率	1.69	1.71	1.79	1.79
归属母公司股东权益	499.04	581.06	639.39	699.28	销售商提供劳务经营现金流入	79.72%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>499.04</b>	<b>581.06</b>	<b>639.39</b>	<b>699.28</b>	资产负债率	36.03%	31.23%	32.05%	32.92%
负债和股东权益合计	780.09	844.99	940.97	1042.41	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	2.11	2.36	2.34	2.33
EBITDA	112.43	80.07	81.66	83.46	速动比率	1.33	1.50	1.48	1.48
PE	76.81	122.36	119.61	116.50	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	13.98	12.01	10.91	9.98	<b>每股指标</b>				
PS	12.00	12.59	11.36	10.15	每股收益	0.91	0.57	0.58	0.60
EV/EBITDA	45.49	85.16	83.20	81.10	每股净资产	4.99	5.81	6.39	6.99
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	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

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

zhy@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