

业绩 2015 年下滑, 未来仍具备回升基础

- **事件:** 公司发布业绩快报, 2015 年度, 公司实现营业收入 5.4 亿元, 比上年同期下降 7.2%, 实现归属于上市公司股东的净利润 0.5 亿元, 比上年同期下降 45.2%。
- **点评:** 1、受宏观经济环境影响, 下游客户上新项目较前期谨慎, 延缓了合同的签订; 2015 年二、三季度, 传统旺季的下游饮料企业开工不足, 致使公司部分主营业务产品经营业绩低于预计水平, 因此经营业绩低于同期预计水平。我们认为, 公司依靠几年前打破国外无菌灌装技术垄断所创造的业绩红利已经开始收窄, 新的增长点(开发垄断企业盲区业务)是刺激公司业绩向上发展的关键。
- **2、** 包材业务仍然是公司主力增长点。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。
- **3、** 公司坚持整体解决方案提供者的发展路线, 公司于 2016 年 2 月 26 日公告与自然人于钢、吴连锋、刘俭岳签署《投资合作协议》, 拟共同出资设立上海普狄工业智能设备有限公司, 主要从事自动包装生产线、自动化设备、工业智能机器人、智能仓储、物流自动化等领域的研发、生产、销售。公司拟投资 700 万元, 占 35% 股权, 如 2018 年上海普狄净利润超过 1000 万元, 公司有权按不高于 12 倍 P/E 的估值收购上海普狄股权, 收购次序由公司单方面决定。此次出资设立新公司, 将解决公司目前存在的市场竞争力单一的问题, 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。从公司的新产品(如智能仓储)业务来说, 其推广可以使得公司与市场上垄断地位的国际巨头形成差异化竞争, 面向市场未来需求, 有助于公司抢占新兴市场份额, 在液态食品包装领域保持领先地位。
- **业绩预测与估值:** 考虑到公司的业绩快报, 以及公司内部整合效率提高对期间费用率的优化, 我们基本维持对此前对公司收入的判断, 同时上调了公司 2016-2017 年净利润, 预计公司 2016 年和 2017 年 EPS 分别为 0.63 元和 0.85 元, 对应 PE 分别为 68 倍和 50 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新公司经营失败的风险, 竞争加剧导致包材产品毛利率进一步下降的风险, 新产品线开发失败的风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	581.59	540.56	591.01	674.88
增长率	24.61%	-7.05%	9.33%	14.19%
归属母公司净利润(百万元)	90.84	49.72	62.82	85.06
增长率	3.71%	-45.27%	26.36%	35.40%
每股收益 EPS(元)	0.91	0.50	0.63	0.85
净资产收益率 ROE	18.20%	8.67%	9.87%	11.79%
PE	47	86	68	50
PB	8.56	7.45	6.71	5.92

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

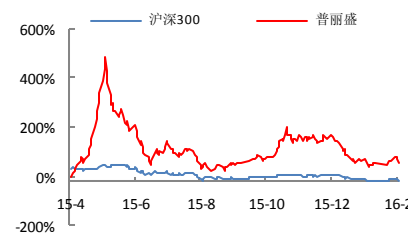
邮箱: pll@swsc.com.cn

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)	42.73
总资产(亿元)	11.83
每股净资产(元)	9.45

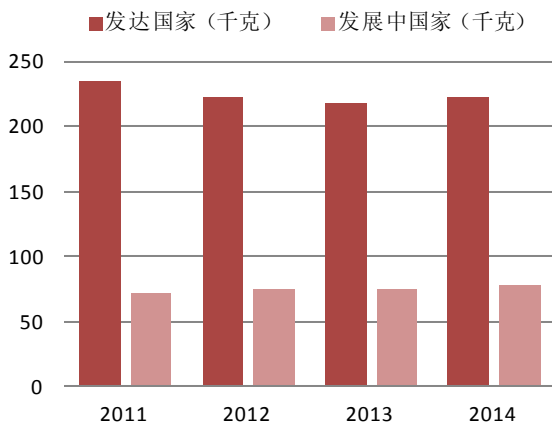
相关研究

1. 普丽盛(300442): 立足自身优势, 勇于多面尝试 (2015-12-09)
2. 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

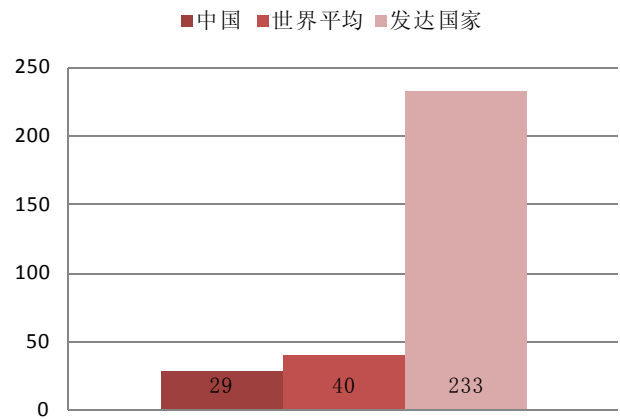
随着我国居民收入不断增长, 液态奶消费量也随之上涨, 从欧美发达国家市场来看, 无菌包装占据食品饮料包装 65% 以上的市场, 且平均每年以 5%-10% 的速度增长, 预计到 2016 年世界无菌包装市场需求量将达到 400 亿美元, 而公司主营的纸铝复合无菌包装为目前无菌包装的主要形式。在我国, 奶类产品的消费远远低于欧美发达国家水平, 欧美发达国家人均年消费超过 200 千克, 而发展中国家人均年消费不到 80 千克, 发展空间巨大。

图 1: 近年人均奶类消费量情况



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 2: 纸铝无菌包装人均消费量 (包)

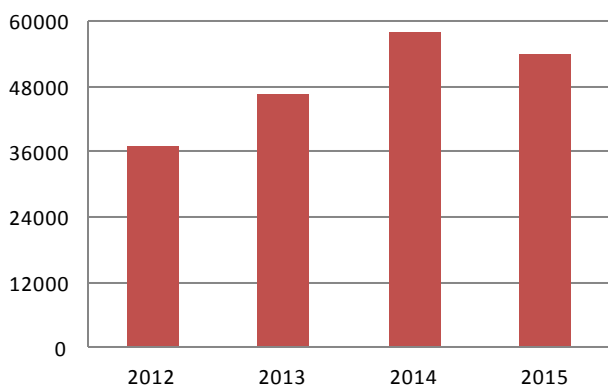


数据来源: WIND, 西南证券整理

2. 公司传统业务利润被压缩, 拓展新产业链寻找未来出路

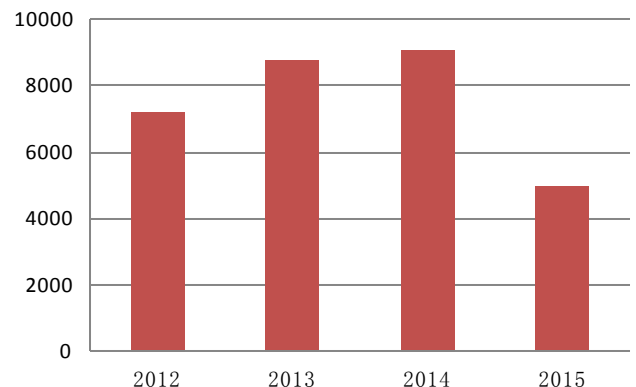
公司作为液态食品包装机械供应商, 因受到宏观经济形势和下游行业发展状况的影响, 2015 年业绩同比下滑。2015 年度, 公司实现营业收入 5.4 亿元, 比上年同期下降 7.2%, 实现归属于上市公司股东的净利润 0.5 亿元, 比上年同期下降 45.2%。

图 3: 公司历年营业收入 (万元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 4: 公司历年净利润 (万元)

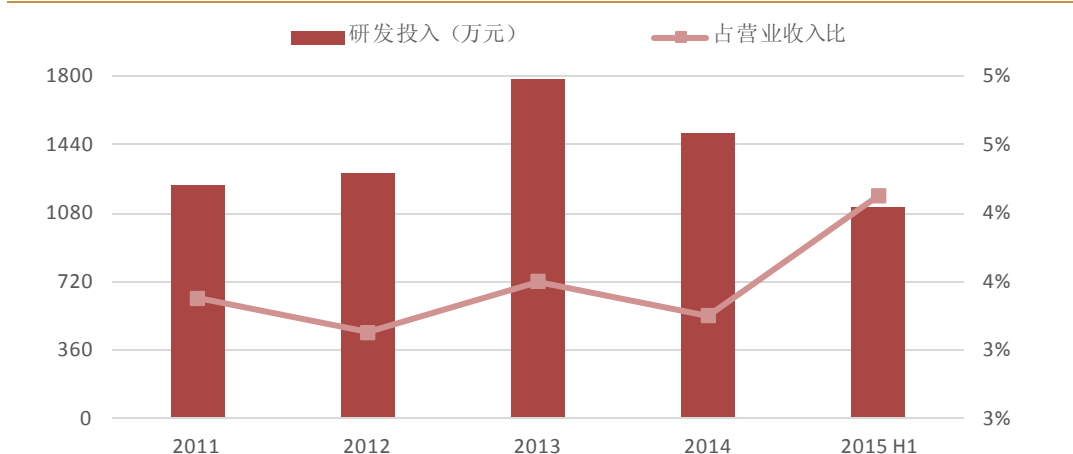


数据来源: WIND, 西南证券整理

公司目前主营的无菌包装产品利乐、SIG 康美和纷美基本都有涉猎, 并且在灌装机及无菌包材上的技术方面利乐还要略胜一筹, 市占率也更高 (超过 50%)。再加上利乐等国际龙

头近年来加速布局大中华地区，在内地设立多个工厂、研发中心，售后及客户维系上得到了提升，进一步压缩利润空间，导致行业竞争不断加剧，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出现下滑。在此情况下，公司只有基于已有的优势，勇于拓展业务范围，才能突出重围，与外资龙头进行差异化竞争，继续保持业内领先地位。

图 5：公司近年来研发投入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

对于液体食品企业物流是极为重要的一个环节，而智能仓储是物流过程的一个环节，智能仓储的应用，保证了货物仓库管理各个环节数据输入的速度和准确性，确保企业及时准确地掌握库存的真实数据，合理保持和控制企业库存。通过科学的编码，还可方便地对库存货物的批次、保质期等进行管理。利用系统的库位管理功能，更可以及时掌握所有库存货物当前所在位置，有利于提高仓库管理的工作效率。公司基于以上考虑，积极投入资本进行智能仓储的研发，努力为公司客户提供全面的包装和仓储解决方案。

公司此次出资设立新公司，主要是看重智能包装、智能仓储的未来发展空间，同时出于扩大自动化生产线、提高研发力度、增强公司竞争优势等考虑。如果新公司运营成功，将解决公司目前存在的主营业务收入增长下滑的问题，从公司传统无菌砖灌装机及包材业务来说，开发先进的智能化无菌砖式灌装生产线有较大的未来市场利润空间，未来有机会抢先占据较大市场份额；同时，智能仓储的研发，有助于公司提供无菌砖包装业务的增值服务，增强公司在市场上的竞争优势。因此开发智能包装和完善产业链方面是公司与国际巨头差异化竞争的主要方向，是公司突破传统业务瓶颈，提高业务收入增速的关键。

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（比如智能仓储）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

公司此次出资设立新公司，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。根据公司的业绩快报，同时考虑到公司内部整合效率提高对期间费用率的优化，我们基本维持此前对公司收入的判断，且上调了公司 2016-2017 年净利润，预计公司

2016年和2017年EPS分别为0.63元和0.85元,对应PE分别为68倍和50倍,维持“增持”评级。

表 1: 盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	582	541	591	675
增速		-7%	9%	14%
毛利率	36%	31%	31%	32%
纸铝复合无菌包装材料				
收入	163	170	213	277
增速		5%	25%	30%
毛利率	22%	20%	20%	25%
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	114	118	124
增速		-2%	3%	5%
毛利率	32%	30%	30%	31%
灌装机系列设备				
收入	176	122	119	119
增速		-30%	-3%	0%
毛利率	56%	50%	51%	52%
配件和外购配套件				
收入	120	127	135	148
增速		6%	6%	10%
毛利率	31%	30%	30%	31%
浓缩干燥设备				
收入	4	4	5	5
增速		4%	8%	10%
毛利率	30%	29%	29%	30%

数据来源: 西南证券整理

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	540.56	591.01	674.88	净利润	90.84	49.72	62.82	85.06
营业成本	370.12	370.79	409.91	457.19	折旧与摊销	8.54	14.84	14.84	14.84
营业税金及附加	4.36	3.89	4.30	4.92	财务费用	-1.38	0.05	0.06	0.07
销售费用	37.88	38.65	39.60	43.87	资产减值损失	6.15	9.00	0.00	0.00
管理费用	59.19	61.73	65.01	70.19	经营营运资本变动	-30.52	-10.44	-13.51	-29.42
财务费用	-1.38	0.05	0.06	0.07	其他	-28.15	0.42	-0.79	0.24
资产减值损失	6.15	9.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	45.47	63.59	63.42	70.78
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
营业利润	105.27	56.45	72.13	98.65	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	59.43	75.11	101.71	股权融资	0.00	25.00	0.00	0.00
所得税	17.89	9.71	12.29	16.65	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	90.84	49.72	62.82	85.06	其他	-27.71	-0.05	-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	24.95	-0.06	-0.07
归属母公司股东净利润	90.84	49.72	62.82	85.06	现金流量净额	-52.62	38.54	33.36	50.72
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	114.66	153.20	186.57	237.28	成长能力				
应收和预付款项	255.38	231.48	252.17	289.91	销售收入增长率	24.61%	-7.05%	9.33%	14.19%
存货	220.21	220.61	243.88	272.02	营业利润增长率	2.66%	-46.38%	27.79%	36.76%
其他流动资产	1.96	1.82	1.99	2.28	净利润增长率	3.71%	-45.27%	26.36%	35.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.66%	-36.55%	22.00%	30.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	161.57	199.28	216.98	224.69	毛利率	36.36%	31.41%	30.64%	32.26%
无形资产和开发支出	23.13	20.59	18.04	15.50	三费率	16.45%	18.58%	17.71%	16.91%
其他非流动资产	3.16	3.16	3.16	3.16	净利率	15.62%	9.20%	10.63%	12.60%
资产总计	780.09	830.14	922.81	1044.84	ROE	18.20%	8.67%	9.87%	11.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.64%	5.99%	6.81%	8.14%
应付和预收款项	279.56	254.90	284.68	321.56	ROIC	23.14%	10.38%	12.35%	15.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.33%	13.20%	14.73%	16.83%
其他负债	1.48	1.48	1.55	1.64	营运能力				
负债合计	281.04	256.39	286.23	323.20	总资产周转率	0.80	0.67	0.67	0.69
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	6.75	6.50	8.34	11.51
资本公积	124.60	124.60	124.60	124.60	应收账款周转率	3.39	2.85	3.12	3.19
留存收益	299.44	349.16	411.98	497.03	存货周转率	1.69	1.68	1.76	1.77
归属母公司股东权益	499.04	573.76	636.58	721.63	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	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	573.76	636.58	721.63	资产负债率	36.03%	30.88%	31.02%	30.93%
负债和股东权益合计	780.09	830.14	922.81	1044.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.11	2.38	2.40	2.49
					速动比率	1.33	1.51	1.54	1.64
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.91	0.50	0.63	0.85
					每股净资产	4.99	5.74	6.37	7.22
					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	71.34	87.03	113.55					
PE	47.04	85.95	68.02	50.24					
PB	8.56	7.45	6.71	5.92					
PS	7.35	7.90	7.23	6.33					
EV/EBITDA	27.46	57.71	46.92	35.51					
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