

2015 年业绩下滑, 看好液态食品包装长期发展

投资评级: 增持 (首次)

事件: 公司公布年报, 2015 年实现营业收入 5.41 亿元, 同比下滑 7.1%; 实现利润总额 0.58 亿元, 同比下滑 46.3%; 扣非归母净利润为 0.47 亿元, 同比下滑 46%; EPS 为 0.55 元, 同比下滑 54%。

投资要点

■ 下游项目减少+开工不足+推迟提货拖累公司业绩

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、生产和销售, 是国内为数不多的能够为液态食品企业提供一体化配套方案的供应商。2015 年净利润下滑的原因: 下游行业不景气导致客户延迟新项目合同、传统旺季下游饮料企业开工不足、客户推迟提货导致业绩计算推迟。

■ 灌装机遭遇发展瓶颈, 海外业务快速增长

2015 年营业收入 5.41 亿元, 同比下滑 7.1%。分产品看, 纸铝复合无菌包装材料、设备配件、灌装机设备、前处理设备的营收分别是 1.7/1.2/1.2/1.0 亿元, 同比+6.4%/-0.62%-32.3%/-10.3%。其中, 下滑幅度最大的是灌装机, 我们认为, 灌装机设备受下游食品饮料行业不景气影响而营收大幅下滑。分地区看, 国内、国外收入分别是 4.5/0.88 亿元, 其中海外市场快速增长, 同比+102%。

■ 包材业务成为新的利润增长点

2015 年综合毛利率为 33.52%, 同比+2.84pct。分产品看, 灌装机设备、前处理设备、纸铝复合无菌包装材料、设备配件毛利率分别是 55.9%/31.9%/21.9%/33.4%, 同比-0.65/+0.22/+0.52/+6.08pct, 包材业务营收增加 6.4pct, 毛利率提高 0.52pct, 成为新的利润增长点。三项费用合计 20.36%, 同比+3.91pct, 主要是因为销售、管理费用因包材运费及外贸差旅费、运费增加。公司包装材料业务发展迅速, 销售量达到 10.9 亿包, 同比+5.4%, 但公司包装材料设备产能不足, 整体处于满负荷状态。预计随着 2 亿元募投项目“年产纸铝复合无菌包装材料 10 亿包”和“5 亿包纸塑基多层复合无菌新型包装材料技术改造项目”投产而释放包材产能, 我们看好公司在包材市场的发展。

■ 出资设立智能设备公司+参与竞拍黑牛, 整合上下游产业链

1) 设立智能设备公司。2016 年 2 月, 公司签署《投资合作协议》, 拟出资 700 万元参与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, 公司持有 35% 股权。如 2018 年上海普狄净利润超过 1000 万, 公司有权按不高于 12 倍 PE 的估值收购上海普狄股权。我们认为公司未来有望向智能仓储方面转型, 现有的生产线也有望实现智能化、自动化改造。

2) 参与竞拍苏州黑牛食品。2015 年 12 月, 公司参与竞拍黑牛食品 (苏州) 100% 股权和往来债务, 进入下游食品产业。主要是看重标的的性价比 (PB 为 2 倍, 起拍价 1.2 亿元), 同时出于扩大场地 (标的有 100 多亩土地, 现成厂房) 的考虑。黑牛食品在下游液态饮料如豆奶方面经验成熟, 有助于公司开发其他同类产品和生产设备。

2016 年 3 月 31 日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码: S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

联系人 石炯

shijiong@dwzq.com.cn

联系人 毛新宇

maoxy@dwzq.com.cn

联系人 王皓

wangh@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

收盘价 (元)	49.39
一年最高价/最低价	25.07/177.33
市净率	4.9
流通 A 股市值 (百万元)	1229

基础数据

每股净资产 (元)	9.70
资产负债率 (%)	21.54
总股本 (百万股)	100
流通 A 股 (百万股)	25

相关研究

■ **受益于进口替代，看好液态包装机械长期发展**

我国液态包装机械长期被国外品牌（利乐）垄断。**普丽盛是首家打破国外垄断的液态包装机械供应商，居于业内领先地位。**随着国内中小食品企业的崛起，性价比更高的国内包装机械商受到更多青睐。

我国无菌包装需求空间广阔，目前国内人均液态乳制品消费仅达到欧美发达水平三分之一，随居民收入增长，奶类产品需求不断增加，下游液态乳制品饮料市场预计增幅将达到 36%。目前公司主营的纸铝复合无菌包装是市场公认的奶类无菌包装的主流方式，我们看好公司液态包装机械的长期发展。

■ **盈利预测与投资建议**

公司是国内为数不多的具备为液态食品企业提供一体化配套方案的供应商，打破了利乐的长期垄断，目前正在进一步加大对新技术的研发和产业链的整合。我们看好液态食品包装行业的长期发展，也看好公司作为国内首屈一指的液态食品一体化解决商的未来发展，预计 2016/17/18 年的 EPS 为 0.65/0.76/0.86 元，对应 PE 为 72/62/55X，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**收购失败；收购进展低于预期。

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	771.7	868.3	988.5	1130.2	营业收入	540.6	567.6	624.4	699.3
现金	196.3	279.6	341.0	405.0	营业成本	359.4	377.5	415.2	465.1
应收款项	299.2	311.0	342.1	383.2	营业税金及附加	3.0	4.0	4.4	4.9
存货	230.9	237.9	261.7	293.1	营业费用	45.9	48.2	50.0	55.9
其他	45.3	39.7	43.7	49.0	管理费用	66.5	70.0	76.8	85.8
非流动资产	487.6	486.3	470.0	452.0	财务费用	-1.8	-7.1	-9.3	-11.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	261.1	261.7	247.3	231.2	其他	-12.6	1.9	1.9	1.9
无形资产	56.6	54.7	52.9	51.0	营业利润	54.9	77.0	89.2	100.7
其他	169.9	169.9	169.9	169.9	营业外净收支	3.4	0.0	0.0	0.0
资产总计	1259.4	1354.5	1458.6	1582.2	利润总额	58.4	77.0	89.2	100.7
流动负债	270.5	301.6	331.3	371.0	所得税费用	8.3	11.5	13.4	15.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
					归属母公司净利				
应付账款	199.1	227.5	250.3	280.3	润	50.1	65.4	75.8	85.6
其他	71.4	74.1	81.0	90.7	EBIT	66.3	69.8	79.9	89.5
非流动负债	0.7	0.7	0.7	0.7	EBITDA	76.1	94.3	108.1	119.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
					重要财务与估值				
其他	0.7	0.7	0.7	0.7	指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	271.2	302.3	332.0	371.7	每股收益(元)	0.50	0.65	0.76	0.86
少数股东权益	18.0	18.0	18.0	18.0	每股净资产(元)	9.70	10.34	11.09	11.92
归属母公司股东					发行在外股份(百				
权益	970.1	1034.2	1108.6	1192.5	万股)	100.0	100.0	100.0	100.0
负债和股东权益总					ROIC(%)	7.6%	5.9%	7.0%	7.8%
计	1259.4	1354.5	1458.6	1582.2	ROE(%)	5.2%	6.3%	6.8%	7.2%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	33.0%	32.8%	32.8%	32.8%
	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	12.3%	12.3%	12.8%	12.8%
经营活动现金流	-47.6	94.7	74.9	77.7	销售净利率(%)	9.3%	11.5%	12.1%	12.2%
投资活动现金流	-296.5	-10.0	-12.0	-12.0	资产负债率(%)	21.5%	22.3%	22.8%	23.5%
筹资活动现金流	446.2	-1.3	-1.5	-1.7	收入增长率(%)	-7.0%	5.0%	10.0%	12.0%
现金净增加额	102.2	83.3	61.4	64.0	净利润增长率(%)	-44.9%	30.7%	16.0%	12.9%
折旧和摊销	9.8	24.5	28.2	30.1	P/E	94.66	72.45	62.48	55.36
资本开支	-102.7	-10.0	-12.0	-12.0	P/B	4.88	4.58	4.27	3.97
营运资本变动	-267.4	4.8	-29.2	-37.9	EV/EBITDA	65.85	53.44	46.89	42.74
企业自由现金流	-294.4	78.6	55.0	56.2					

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

公司网址: <http://www.gsjq.com.cn>

