



买入

20% ↑

目标价格:人民币 45.00

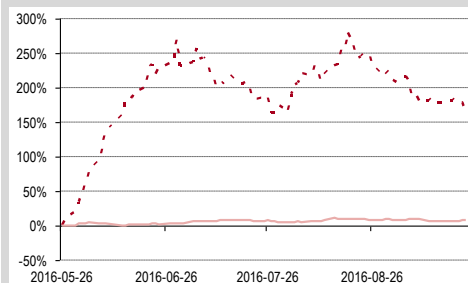
300512.CH

价格:人民币 37.57

目标价格基础:市盈率估值法

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	24.8	(62.4)	(62.0)	0.0
相对上证指数	45.8	(59.6)	(64.5)	(4.9)

发行股数(百万)	135
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,268
3 个月日均交易额(人民币 百万)	586
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
杭州沛元投资有限公司	39

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 9 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

杨绍辉*

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

闵琳佳

(8621)20328512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

*曾师为本报告重要贡献者

中亚股份

可持续成长的智能包装设备龙头

公司是智能包装机械制造龙头企业,尤其在乳制品包装机械制造领域独树一帜,公司在产品和技术上经过多年的深耕,生产出国内种类最多、产能最高、技术最先进、稳定性最好的乳制品包装设备。公司与三大乳业巨头——蒙牛、伊利、光明具有长期合作关系,三家乳业巨头给中亚贡献的收入占比超过 50%。公司历年来综合毛利率维持在 45%-50%,净利润率在 20%以上。我们预计公司 16、17、18 年净利润分别为 1.5、1.8、2.1 亿元。首次评级为买入,目标价格 45.00 元。

支撑评级的要点:

- 公司乳品联杯包装设备市占率超 80%,处于国内龙头位置。公司长期致力液体食品智能化包装机械制造,产品广泛应用乳品、饮料、日化等行业,在乳品包装行业口碑优秀,市场占有率遥遥领先国内同行,有议价能力,保持了很好的现金流、盈利能力。
- 消费升级加上包装形式更新,市场需求持续增长。随着收入水平的提高,乳制品需求量持续保持稳定增长,下游扩产动力强劲所带来对上游乳品包装机械需求的持续增长,中亚股份将主营业务重心放在乳品包装上,享受了乳品包装设备需求高速增长带来的福利。
- 绑定优质大客户,同行业竞争处于绝对优势。公司于国内乳制品巨头伊利、蒙牛、光明三大乳业巨头,客户优势明显,三家乳业巨头给中亚贡献的收入占比超过 50%。依托优质大客户,建立“卫星工厂”,拓展塑料包装材料销售,助力公司多点开花。

评级面临的主要风险

- 受下游需求波动影响较大,如果未来食品行业增长趋缓或发生重大不利变化,会直接影响公司经营业绩并带来下滑风险。

估值

- 公司战略清晰,经营稳健,现金充裕,产品质量优异,市场空间巨大,成长性可持续,我们预期 2016、2017、2018 年净利润 1.5、1.8、2.1 亿元、目前市值对应的 2017 年市盈率 56 倍。综合估值水平和公司成长性,首次给予买入评级,目标价格 45.00 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	520	587	662	747	844
变动(%)	38	13	13	13	13
净利润(人民币 百万)	125	134	151	183	208
全面摊薄每股收益(人民币)	1.235	1.320	0.560	0.677	0.769
变动(%)	43.1	6.9	(57.6)	20.9	13.6
全面摊薄市盈率(倍)	30.4	28.5	67.1	55.5	48.8
价格/每股现金流量(倍)	21.3	32.4	93.7	38.1	77.5
每股现金流量(人民币)	1.76	1.16	0.40	0.99	0.48
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.7	30.5	25.1	20.4	16.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.168	0.203	0.231
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.4	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券

目录

国内乳品包装机械行业龙头企业	3
下游需求旺盛，公司长期稳定增长可期.....	8
核心竞争优势：技术、客户、服务.....	11
首次给予买入评级，目标价 45.00 元	18
研究报告中所提及的有关上市公司	20

国内乳品包装机械行业龙头企业

精耕乳制品包装，行业领先地位

杭州中亚机械股份有限公司创立于 1999 年，是一家集研发、制造和销售于一体的液态产品智能化包装设备制造商，是国家级重点高新技术企业、中国包装龙头企业、中华全国工商业联合会科技创新企业、中国液态食品机械行业“十强”企业和中国轻工业成长型 500 强企业。

公司主营产品包括各类液态产品的灌装封口设备、后道智能包装设备、中空容器吹塑设备，同时还为客户提供包装生产线设计规划、工程安装、设备生命周期维护、塑料包装制品配套供应等全面解决方案。公司产品广泛应用于乳品、饮料、食用油脂、调味品、日化等行业，主要客户包括中粮集团、伊利集团、蒙牛乳业、光明乳业、娃哈哈、益海嘉里、三元食品、现代牧业、新希望、香飘飘、今麦郎、海天调味等国内著名企业，以及达能集团、雀巢、可口可乐、百事可乐、联合利华、恒天然集团、菲仕兰乳品、统一企业、明治乳业等著名跨国公司。

图表 1. 公司发展历程

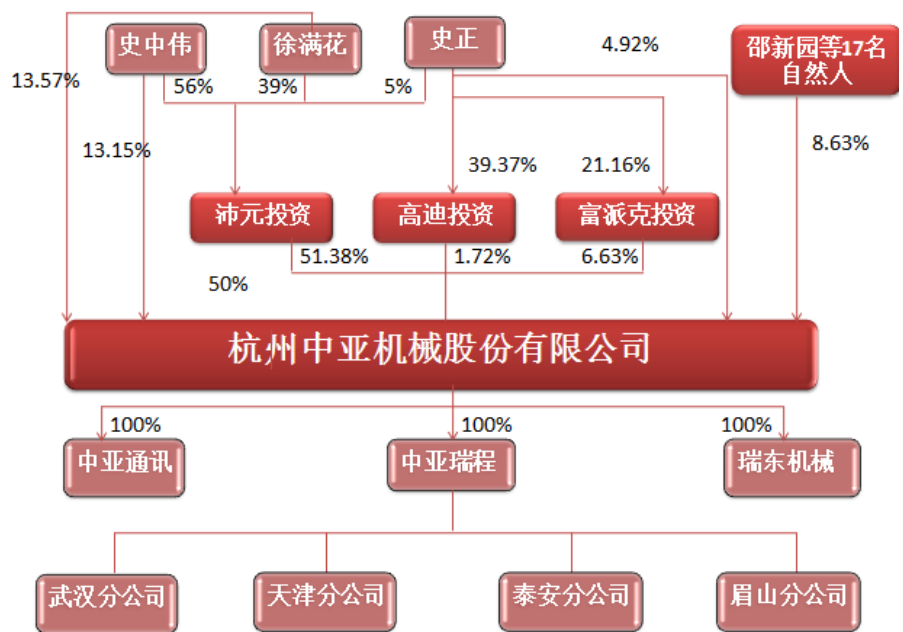


资料来源：公司官网、中银证券

史中伟等是公司实际控制人

发行前公司总股本为 10,125 万股，本次公开发行股票不超过 3,375 万股，占发行后公司股本比例为 25%。本次发行前沛元投资为控股股东，实际控制人为史中伟等。本次发行后，控股股东及实际控制人均不发生变化。

图表 2. 中亚股份股权结构图



资料来源：招股说明书、中银证券

公司主营中高端液态食品包装设备

按照应用领域不同，公司主营产品可以分为全自动灌装封口设备、后道智能包装设备、中空容器吹塑设备以及塑料包装制品四大类。其中全自动灌装封口设备又分为袋装灌装设备、杯装灌装设备和瓶装灌装设备三类。

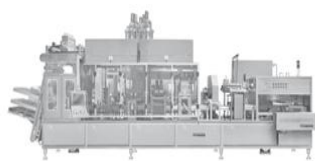
公司生产的产品门类齐全，主要应用于各类乳制品生产包装，已经涵盖了乳制品市场上除无菌砖之外所有的主流乳品包装系列，覆盖了国内主要的一线、二线乳制品品牌。根据中国轻工机械协会统计，ZHONGYA 牌乳品包装机械市场占有率连续三年列国内同行第一。

图表 3. 公司主要产品类别及名称

主要类别（产品）		产品系列	产品全称
全 自 动 灌 装 封 杯 装 灌 装 设 备 口 设 备 瓶 装 灌 装 设 备	袋装灌装封口设备	DASB	全自动无菌软包装成型灌装封切设备
	连杯灌装系列	DXR	全自动塑杯成型灌装封切设备
	预制杯杯灌装系列	DGD	全自动预制杯灌装封口（切）设备
	直线式灌装系列	DGFL	全自动洁净型塑瓶灌装拧盖（封口）设备
		DUBL	全自动超洁净型塑瓶灌装拧盖（封口）设备
		DABL	全自动超洁净型塑瓶灌装拧盖（封口）设备
		GF	全自动塑瓶称重灌装拧盖（封口）设备
		GFR	全自动塑瓶旋转式灌装封口设备
		CGF	全自动超洁净型塑瓶灌装拧盖（封口）设备
		BFC	全自动吹瓶灌装拧盖一体设备
	旋转式灌装系列		
后道智能包装设备		多产品	杯装、瓶装智能裹包设备，杯装、瓶装、袋装、利乐砖智能装箱设备、机器人智能装箱设备等
中空容器吹塑设备		IBM	全自动一步法注吹成型设备
		ISBM	全自动一步法注拉吹成型设备
		ISBME	全电动一步法注拉吹成型设备
		SBM	全自动高速旋转式吹拉成型设备
		EBM	全自动挤吹成型设备
		EBME	全电动挤吹成型设备
塑料包装制品		多产品	各种容量及规格的 PE 注吹瓶及瓶盖、PS 注吹瓶等

资料来源：招股说明书、中银证券

图表 4. 公司主要产品介绍



杯装灌装设备——DGD 系列全自动预制杯灌装封口（切）设备



DGD 系列设备适用于酸奶、牛奶、饮料、调味品、冰淇淋等物料的预制杯包装，全自动完成纸杯或塑料杯的上杯、落杯、灌装、加盖、封口（切）、日期打印和成品输送，产能最大可达 40,000 杯/小时（125ml）。该系列设备主要配置的部件均采用国际知名品牌，可选配自动上杯系统、百层流保护系统、果粒及香精动态混合系统、高温灌装系统和移动式喷码系统等。



DUBL 系列全自动超洁净型瓶装灌装拧盖（封口）设备



DUBL 系列设备全自动完成进瓶、取放瓶、定量灌装（果粒动态混合）、盖输送、拧（封）盖、出瓶和成品输送功能，产能最大可达 40,000 瓶/小时（100ml）。设备还配备独立的超洁净室，并具有瓶内灭菌和盖内灭菌功能，瓶内灭菌效率可以接近或达到 LOG₃，可有效延长产品的卫生标准和货架期。该系列设备采用直线式架构、线性模块化设计，易于组合、扩展，整机卫生标准高，特别适合牛奶、酸奶、乳酸菌饮料等中性或低酸性产品的生产。



杯装灌装设备——DXR 系列全自动塑杯成型灌装封口切设备



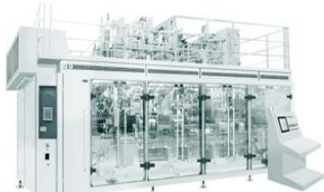
DXR 系列设备适用于各种酸奶、牛奶、饮料、黄油、奶酪、调味品、冰淇淋等物料的包装，产量从 6,000 杯/小时到 40,000 杯/小时（最高可实现 60,000 杯/小时，125ml），可以选择 PS、PP、PET 等塑料片材，全自动完成片材离子除尘、预热、塑杯成型贴标、果粒在线动态混合和定量灌装、封口、日期打印、冲切和成品输送，具有环贴标、侧贴标、子母杯、儿童杯及热灌装等各种功能。



DASB 系列全自动无菌软包装成型灌装封口切设备



DASB 系列设备适用于各种鲜奶、酸奶、风味奶、豆奶、果汁等物料的无菌包装，全自动完成塑袋灭菌、成型、无菌灌装、封切和成品输送，产能最大可达 16,000 袋/小时（250ml）。该系列设备可适用各种复合膜及铝塑、纸塑复合包装材料。设备主要部件均采用国际知名品牌，运行稳定、杀菌效率高，能源消耗低，适用于长效无菌产品的生产。



DABL 系列全自动无菌型瓶装灌装拧盖（封口）设备



DABL 系列设备适合中性、酸性液态食品的无菌瓶装包装。整机全自动完成进瓶、取放瓶、瓶输送、瓶灭菌烘干、定量灌装（果粒混合）、理盖、盖灭菌烘干、加盖、拧盖（封口）、出瓶和成品输送功能，产能最大可达 40,000 瓶/小时（100ml）。该设备采用先进的干法灭菌技术和直线步进式设备架构，杀菌效率达到 LOG₃ 以上，与传统的回转式无菌灌装设备相比，占地面积及运行能耗均有大幅降低，是液态食品瓶装无菌包装的重要装备。



GF 系列全自动塑瓶灌装压（拧）盖设备



GF 系列设备适用于各种鲜奶、调味品、日化用品、食用油脂等高附加值物料的包装，全自动完成塑瓶理瓶、称重灌装、理盖（泵）、压（拧）盖、成品输送。设备的灌装系统可根据需求配置电子称重计量系统或电磁流量计量系统，灌装精度高、速度快，产能最大可达 40,000 瓶/小时（250ml）。



XTB 系列全自动高速智能裹包设备



XTB 系列设备分别适用于联杯产品、预制杯装产品和瓶装产品的后道包装，全自动完成取纸板、产品分组、纸板与产品同步输送、纸板与产品定位、折边、喷胶、封底及输出。该种包装形式的包装材料为纸板，表面印刷效果好，环保无污染，具有很好的市场前景。该系列设备性能稳定、操作简单、维护方便，是重要的全自动后道包装生产设备。



IBM 系列全自动吹塑成型设备



IBM 系列为一歩法全自动吹塑成型设备，适用于加工 PE、PP、PS、SAN、PMMA、PC、PETG、PEN 等热塑性塑料，广泛用于制造乳品、医疗健康、食品饮料、化妆品等行业的包装用瓶。设备运用一模多腔全自动连续生产技术，采用水平三工位回转转鼓、热流道系统和多级注射成型系统，注塑、吹塑、脱模三工位同时动作，保证设备高效节能运转，确保制品瓶口平整，瓶颈的内外径和螺纹精度，无废料，是环保型生产的标准设备。



EBM 系列全自动挤吹成型设备

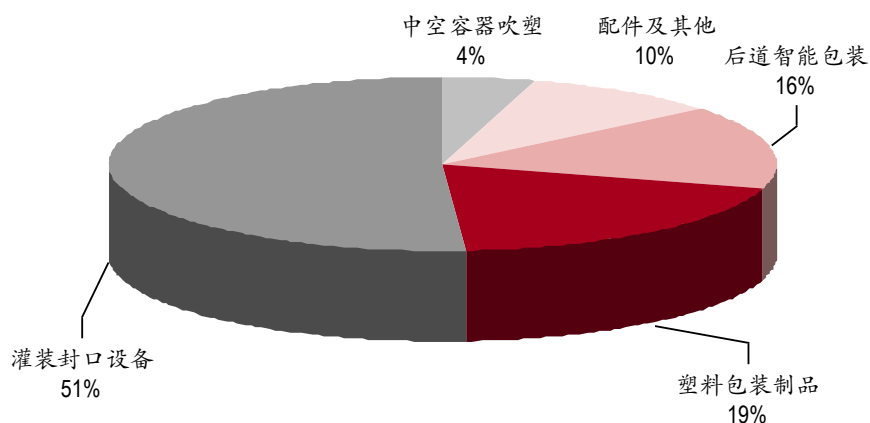


EBM 系列适用于 PE、PP 等热塑性塑料为原料的容器生产，广泛应用于乳品、日化、润滑油、食品、化工、饮料等行业领域。设备采用国际先进的平台架构设计理念，可以搭载多达 12 模头和最多五层共挤的挤出系统，并可配备先进的顶对顶吹瓶装置，全自动完成原料塑化、挤出、吹塑成型、去尾、瓶口切割及制品输送。

资料来源：招股说明书、中银证券

公司主营业务中，灌装封口设备占比最高。2015 年灌装封口设备收入占比 51%；后道智能包装设备占比 16%，中空容器吹塑占比 4%，配件及其他占比 10%，塑料包装制品占比 19%。

图表 5. 公司主营业务比重

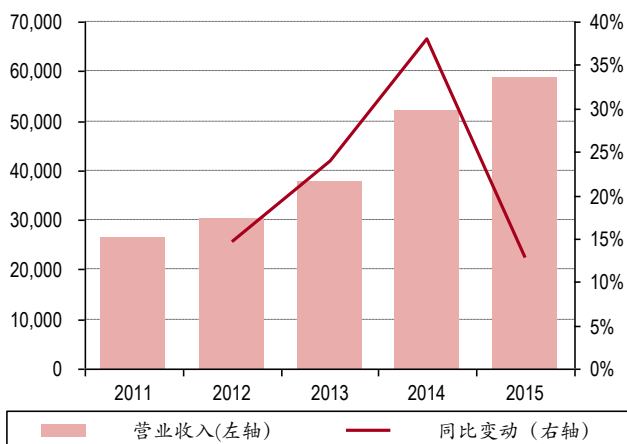


资料来源：万得数据库，中银证券

公司营业收入和净利润保持高速增长

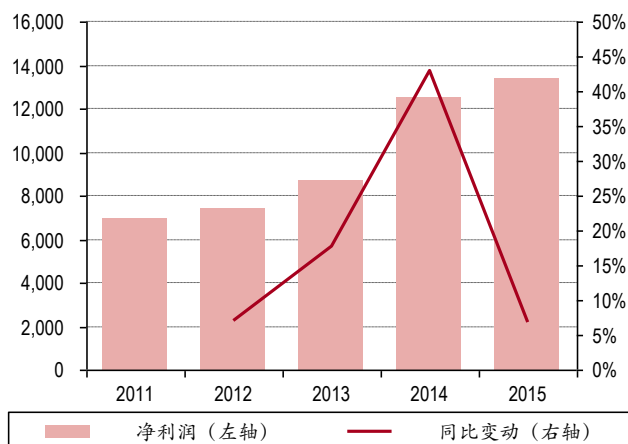
2011-2015 年，公司营业收入增长明显。2011 年公司营业收入为 2.66 亿元，净利润为 0.69 亿元，到 2015 年，公司营业收入规模达到 5.87 亿元，净利润为 1.34 亿元，营业收入和净利润的年均复合增长率分别为 21.9%和 17.8%。

图表 6. 营业收入及增速



资料来源：招股说明书，中银证券

图表 7. 净利润及增速



资料来源：招股说明书，中银证券

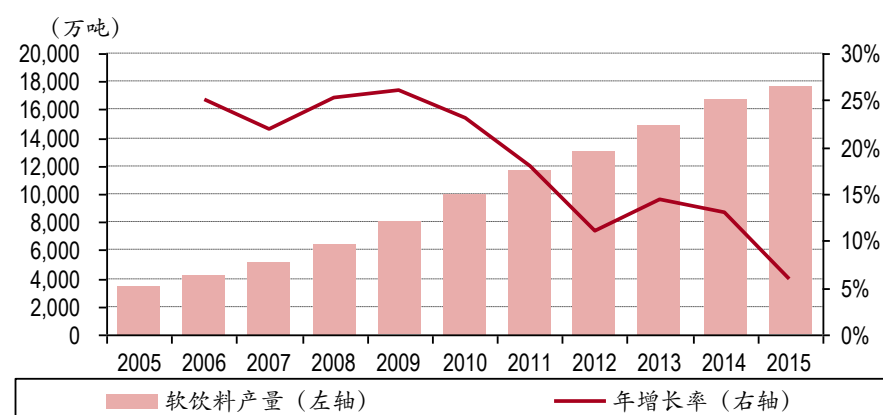
下游需求旺盛，公司长期稳定增长可期

液体食品需求长期保持增长，带来包装设备制造广阔空间

公司下游行业主要为液态乳制品制造业、饮料制造业等液体食品行业，液体食品包装机械行业的发展与下游产业高度相关。近几年来，下游行业的快速发展带动了液体食品包装机械行业的持续增长。随着我国经济的增长和人民生活质量的不断提高，液体食品行业未来仍将保持快速增长，带来对液态食品包装机械巨大的需求。

改革开放之后宏观经济高速发展，软饮料以及乳品行业呈现出高速发展态势。国家统计局的数据显示，2005 年全国软饮料产量为 3,380 万吨；到 2015 年，全国软饮料产量为 17,661 万吨，较 2005 年增长 422.45%，2005-2015 年年均复合增长率为 17.98%。

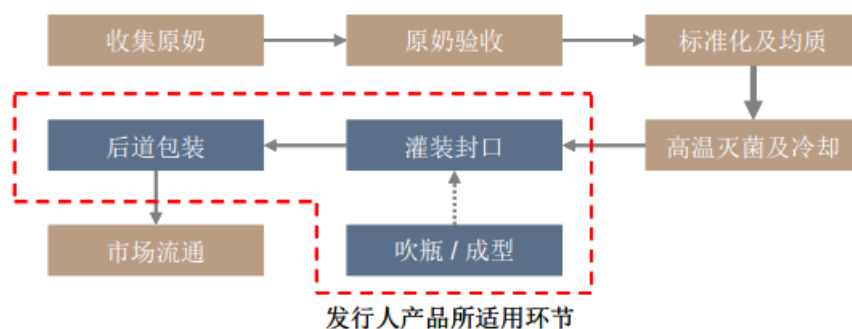
图表 8. 2005-2015 年全国软饮料产量



资料来源：公司招股说明书、中银证券

公司生产的灌装设备、中空容器吹塑设备及后道包装设备主要运用于乳品生产的核心环节。

图表 9. 公司产品所适用环节

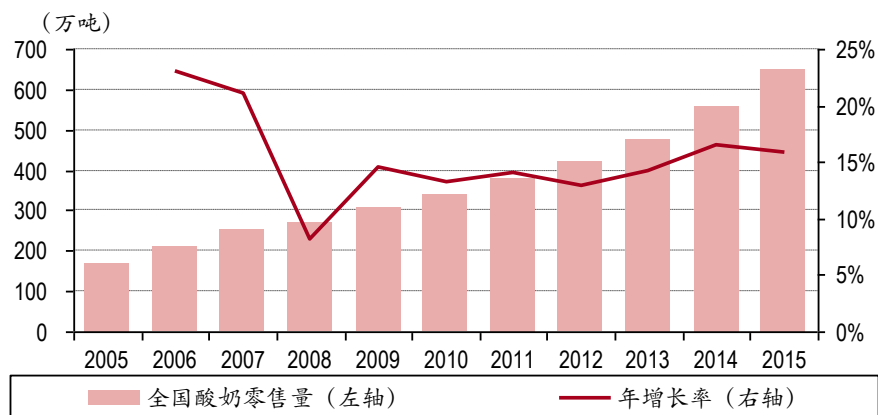


资料来源：公司招股说明书、中银证券

随着人民生活水平的提高，人们消费高营养价值食品和饮料的意识不断提升，这也促进了我国乳品行业的高速增长。

根据 Euromonitor 统计数据，2005 年全国酸奶产品零售量约为 171.33 万吨，到 2015 年全国酸奶零售量约为 647.74 万吨，较 2005 年增长 278.07%，年均复合增长率 14.22%。公司生产的全自动塑杯成型灌装封切设备和全自动预制杯灌装封口设备广泛应用于酸奶产品的灌装环节。

图表 10. 2005-2015 年全国酸奶零售量

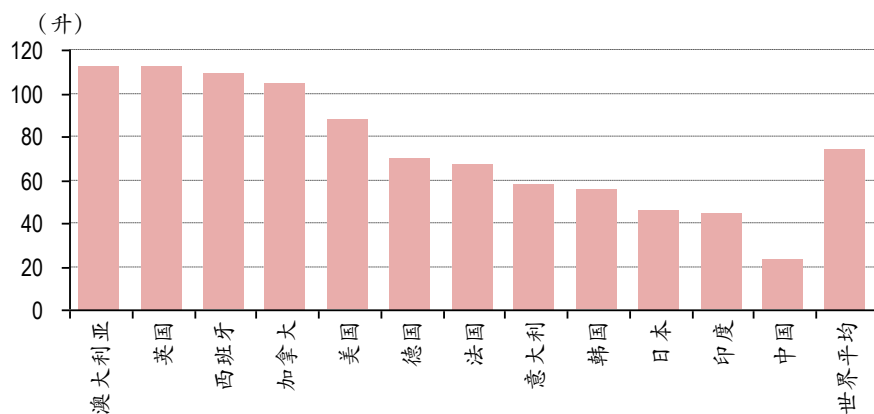


资料来源：Euromonitor、公司招股说明书、中银证券

液态奶人均消费量低，乳制品市场潜力巨大

尽管我国液态奶行业经历了长足的发展，但与其他国家相比，我国液态奶行业仍处于相对落后的发展阶段。根据利乐指数和 Frost & Sullivan 的数据统计，2009 年主要液态奶产品消费国家的人均年消费量均值为 74 升，其中英国和澳大利亚最高，为 112 升，中国液态奶产品人均年消费水平最低，为 23 升，仅占发达国家的 1/4 到 1/5。若按照发达国家水平计算，我国液态奶消费市场发展潜力巨大。

图表 11. 全球主要液态奶市场人均消费量比较 (2009 年)

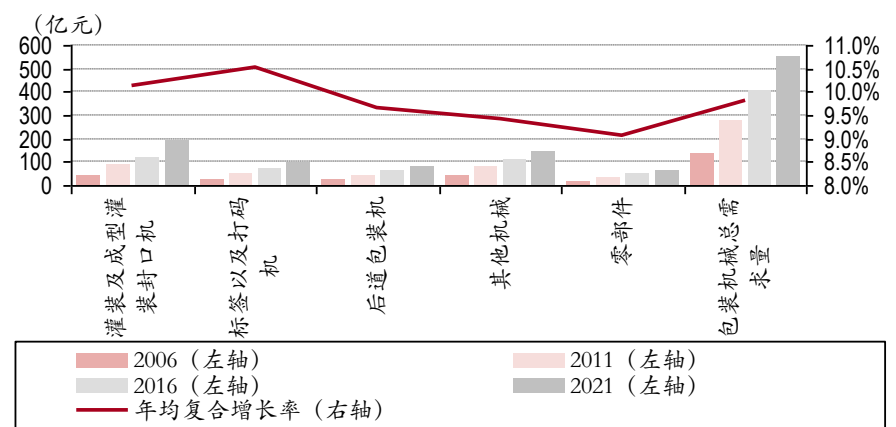


资料来源：利乐乳液指数、公司招股说明书、中银证券

下游需求带动液态食品包装机械行业发展

液态食品行业的持续发展带动了相关生产设备需求量的稳步增长，下游需求和包装形式的变化，推动包装设备不断增长。由于消费者的需求不断变化，液态食品的包装形式也不断推陈出新，从而推动了包装设备的更新改造和升级换代。根据 Freedonia 的《中国包装机械行业》，2011 年我国包装机械需求总量达到 278 亿元，2016 年预计需求总量达到 400 亿元，到 2021 年预计需求总量将达到 550 亿元。预计年复合增长率为 7%。其中灌装机以及成型灌装封口机、后道包装机预计市场需求量为 180.5 亿元，占包装机械总需求量的 45.13%；到 2021 年预计灌装机以及成型灌装封口机、后道包装机预计合计市场需求总量为 250 亿元，占包装机械总需求量的 45.45%，预计年复合增长率为 9.2%。

图表 12. 2006-2021 年中国包装机械需求量



资料来源：Freedonia 《中国包装机械行业》、公司招股说明书、中银证券

高营养价值饮品消费带动乳品及饮料包装机械需求增长显著。Freedonia 的报告显示，我国乳品及饮料包装机械需求总量 2001-2021 年预测年均复合增长率为 11.74%，预计 2016 年我国乳品及饮料包装机械需求总量将达到 82.40 亿元，2021 年将达到 115 亿元。其中，乳品包装机械预测年均复合增长率达到 16.26%，预计 2016 年乳品包装机械需求量将达到 24 亿元，2021 年将达到 34.6 亿元。而中亚股份将主营业务的重心放在乳品包装上，享受到了乳品包装设备需求高速增长带来的福利。

图表 13. 2001-2021 年中国乳品及饮料包装机械需求量（按产品分类）

(亿元)	2001	2006	2011	2016	2021	年均复合增长率(%)
乳品	1.7	4.6	14.3	24	34.6	16.26
啤酒及酒类	7.5	10.6	17.1	21.6	27.4	6.69
碳酸饮料	0.4	2	5.8	10.7	16.6	20.48
水	0.6	3.5	5.7	7.7	10.6	15.44
果汁	1.2	2.3	4	5.8	8.2	10.09
茶和咖啡	0.6	1.5	3.6	5.6	8.3	14.04
其他饮料	0.5	2.1	5.7	7	9.3	15.74
总需求量	12.5	26.6	56.2	82.4	115	11.74

资料来源：公司数据、万得、中银证券

核心竞争优势：技术、客户、服务

扎根技术创新、丰富产品门类、完善营销网络

公司以技术为核心驱动力，经过长期的技术积累，并不断执着于深度研发，拥有自己的核心技术作为自身在液体乳制品包装机械行业的立足之本。公司成立以来一直专注于高端包装机械行业，依靠自身技术的不断创新、优化、积累再创新，并通过与国际国内知名客户的合作，国际大型展会的参与和技术交流等途径，在以塑瓶（桶）、塑杯、塑袋、塑盒为包装形式的包装机械方面，从成型（吹瓶）、灌装封口到后道包装的全生产线工序均积累了大量的专有技术。

公司具有行业领先的研发能力及客户定制需求的快速实现能力。公司始终秉持先进的研发理念，注重专业队伍建设和优质研发硬件的配置，保持了行业领先的研发能力。公司通过与国内外核心客户进行深入交流，把握国内外行业最新、最前沿的技术发展动向，不断提升研发理念，始终以国际先进技术的发展趋势作为公司的技术发展方向。截至 2015 年 12 月 31 日，公司拥有各类技术研发人员 167 人，这些技术人员长期扎根于研发工作，既拥有扎实的理论研究基础，又具有丰富的实际应用经验，组成了具有持续研发能力的研发团队。

液体食品包装行业的发展离不开重点技术项目的支持，而对重点技术项目的承担和参与能够预判和引导行业技术发展方向。公司承担了多项国家级、省级重大项目，包括国家火炬计划项目、国家农产品深加工技术与设备研究开发项目、国家重点新产品项目、国家科技型中小企业技术创新基金项目、浙江省重点高新技术产业化项目等，充分展示了公司在液体食品包装机械行业的主导地位。

图表 14. 公司起草的国家及行业标准一览

标准号	标准名称	标准级别	发布日期	排名
GB/T 26994-2011	塑杯成型灌装封切机	国家标准	2011/07/19	第一
GB/T 24570-2009	无菌袋成型灌装封口机	国家标准	2009/10/30	第一
GB/T 19063-2009	液体食品包装设备验收规范	国家标准	2009/09/30	第一
GB/T 24571-2009	PET 瓶无菌冷灌装生产线	国家标准	2009/10/30	第二
GB/T 29648-2013	全自动旋转式 PET 瓶吹瓶机	国家标准	2013/09/06	第三
JB/T 10800-2007	塑杯成型灌装封切机	行业标准	2007/10/08	第一
QB/T 1588.3-2015	装配通用技术条件	行业标准	2015/10/10	第二
QB/T 1588.2-2015	切削加工件通用技术条件	行业标准	2015/10/10	第三

注：排名指在该国家或行业标准所列示的负责起草单位的先后顺序。

资料来源：公司数据、中银证券

公司专注于液态乳制品包装机械的研发、设计、制造，在该领域和国内竞争对手相竞争力极强。无论是瓶装、袋装、杯装乳制品的灌装设备在产品种类齐全度，产品的性能、质量、稳定性和可靠性上优势明显。上市公司中有达意隆、新美星、普丽盛和永创智能，其中达意隆和新美星主要的产品集中在饮用水、酒类、饮料、日化用品等灌装机械，中亚股份营业收入主要集中在乳制品包装领域，可比较性不强。普丽盛和永创智能在乳制品包装机械产品上与中亚股份直接竞争。在液态乳制品包装机械领域，中亚股份和上述两家竞争对手相比，产品具有很大的优势。

图表 15. 国内主要饮料包装机械制造上市公司主营业务情况

上市公司	主营业务（排序）	竞争力评价
1 中亚股份	乳品灌装封口设备、后道智能包装	技术、产品性能、品牌、市场份额、客户质量均位于行业前列，液态乳制品包装制造龙头
2 新美星	二次包装（后道包装）设备、全自动 PET 瓶吹瓶机、灌装系列设备	直接竞争，吹瓶机上新美星具有技术和品牌优势，但中亚股份在吹瓶机上的营业收入比重较小，后道包装方面新美星业务收入、产品种类均好于中亚股份，但其涉及乳制品后道包装业务并不多，二者在后道包装设备竞争并不激烈。灌装设备方面，新美星也是以非乳制品饮料为主，特别是饮用水灌装在国内占有绝对优势，但和中亚股份在业务上重叠部分仍然较小。
3 永创智能	智能包装生产线、捆扎码垛缠绕系列、包装材料	直接竞争，乳品包装只有杯装乳制品灌装设备构成直接竞争，但在性能、技术、品牌、种类上均不占优势；智能包装生产线上与中亚股份后道智能包装构成直接竞争，但二者定位不同，中亚股份在面向乳制品企业细分后道包装上有绝对优势，且为优质客户定制高端后道包装设备，永创智能在整个智能包装线的智能化生产整合技术上具有优势
4 普丽盛	乳品灌装封口设备、前处理设备、包装材料	直接竞争，客户、种类、性能规模和品牌等均不占优势，且包装材料和前处理设备不构成竞争
5 达意隆	灌装生产线、全自动 PET 瓶吹瓶机	老牌饮料灌装企业，在饮料灌装方面与中亚股份直接竞争，但中亚股份饮料类灌装设备偏向于含乳饮料，而达意隆为茶、果汁、碳酸饮料等灌装。


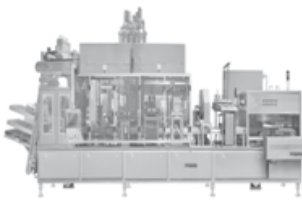

资料来源：公司公告、中银证券

图表 16. 公司与国内企业在技术方面对比优势

	中亚机械	国内部分企业		中亚机械	国内部分企业
产品种类	全自动灌装封口设备	1、可以提供各种袋装、杯装、瓶装等各类液态食品灌装设备； 2、设备卫生标准：洁净型、超洁净型、无菌型，无菌型设备涵盖袋装和瓶装产品； 3、灌装容量：覆盖范围广。	性能、质量、稳定性和可靠性	1、稳定生产速度： 袋装设备：16,000 袋/时 杯装设备： 联杯设备：40,000 杯/时（含贴标） 预制杯设备：30,000 杯/时 瓶装设备： 旋转式灌装设备：40,000 瓶/时 直线式灌装设备：24,000 瓶/时 后道智能包装设备：可实现高速及复杂产品包装	1、稳定生产速度： 袋装设备：8,000 袋/时 杯装设备： 联杯设备：20,000 杯/时（不贴标） 预制杯设备：30,000 杯/时 瓶装设备： 旋转式灌装设备：30,000 瓶/时 直线式灌装设备：10,000 瓶/时 后道智能包装设备：可实现高速产品包装
	后道智能包装设备	可以提供袋装、杯装、瓶装产品、利乐砖型及枕型产品的装箱设备，主要配套于中亚全自动灌装封口设备，部分应用于其他消费品行业。		2、运行效率：≥95%	2、运行效率：≥90%
	中空容器吹塑设备	1、具有挤吹、注吹、拉吹及注拉吹成型四种系列设备，可以涵盖 10L 以下各种材料、规格的中空塑料容器生产； 2、部分设备为液压驱动类型，部分为何服驱动类型。		3、设计使用寿命：10 年	3、设计使用寿命：10 年
		1、多数企业能够生产袋装、杯装、瓶装产品中的一种或二种产品； 2、多数企业卫生标准为洁净型，极少数企业有超洁净型和无菌型设备，无菌型设备仅涵盖袋装产品； 3、灌装容量：覆盖范围广。		4、灭菌效率：≥LOG ⁵ （瓶装） ≥LOG ⁶ （袋装）	4、灭菌效率：≤LOG ³ （瓶装） ≥LOG ⁵ （袋装）
		1、大部分企业具备一种到三种中空容器吹塑设备的制造能力，尚没有同时生产四种产品的企业； 2、大部分设备为液压驱动类型，能耗较高。		5、可靠性 由于设备的主要零部件均由国际知名品牌数控机床制造，并经过标准的质控流程，所产零件的精度较高，确保设备的整体装配精度，从而使设备运行的可靠性较高； 设备在设计阶段进行大量试制工作，并在生产、调试及使用过程中不断进行优化，确保设备在长期使用中有较高的可靠性。	5、可靠性 部分企业的设备零部件由一般国内品牌数控机床或非数控机床制造，所产零件的精度相对一般，设备的整体装配精度一般，设备运行的可靠性随着使用年限的增加，下降较快。

资料来源：招股说明书、中银证券

图表 17. 公司在杯装灌装设备上和主要竞争对手产品参数比较

杯装灌装设备			
	PIS 普丽盛	ZHONGYA® 中亚机械	YOUNGSUN®
			
品牌	普丽盛	中亚股份	永创智能
型号	ZB-II型	DXR系列	YSDXR系列
产量（杯/小时）	5000-12000	6000-60000	8000-40000
灌装容量（ml）	100-500	50-200	50-250
步进杯数（杯）		8-32	8-24
总功率（KW）	15-18	20-115	25-48

资料来源：公司网站、中银证券

图表 18. 公司在袋装灌装设备上和主要竞争对手产品参数比较

袋装灌装封口设备			
	PIS 普丽盛	ZHONGYA® 中亚机械	YOUNGSUN®
			
品牌	普丽盛	中亚股份	永创智能
型号	WB64B系列	DASB系列	YSZL 型
产量（袋/小时）	4500-9000	6000-16000	2500-10000
灌装容量（ml）	100-1000	100-1000	100-300
总功率（KW）	30	20-115	2.5-8

资料来源：公司网站、中银证券

国内国外共拓市场

公司不断完善营销网络，开拓市场，以下游客户多元化为目标，坚持深度开发国内市场和积极拓展国外市场相结合的营销策略，在国内市场实施“进口替代”战略创建民族品牌，继续提高国内市场占有率；在国际市场加大拓展力度，进一步巩固与世界知名乳品、饮料、日化等企业的战略合作伙伴关系，增强公司产品在国际上的销售额。

图表 19. 公司营销网络覆盖国家和地区



资料来源：公司网站、中银证券

绑定优质大客户，以客户需求为导向

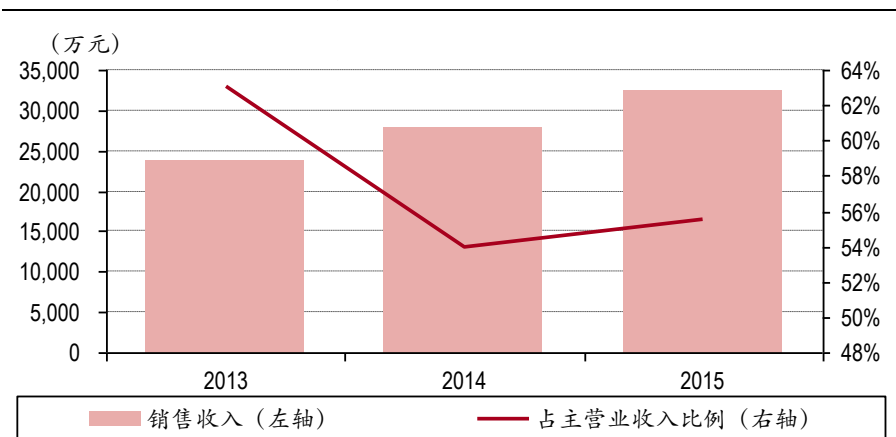
公司与国内乳制品巨头长期建立合作关系，大客户大部分为国内一线食品饮料品牌，小部分为二线品牌。尤其是和三大乳业巨头——蒙牛、伊利和光明有着良好的合作，长期以来这些乳业巨头为公司提供了大量的订单。一方面是公司专注于乳制品包装机械行业多年，在技术水平，产品性能和种类上符合乳业巨头生产液态乳制品的要求。另一方面，公司与乳业巨头建立的长期合作关系，有助于提升产品的品牌知名度和影响力，对公司经营以及业绩的提升起到积极作用。

图表 20. 公司主要客户



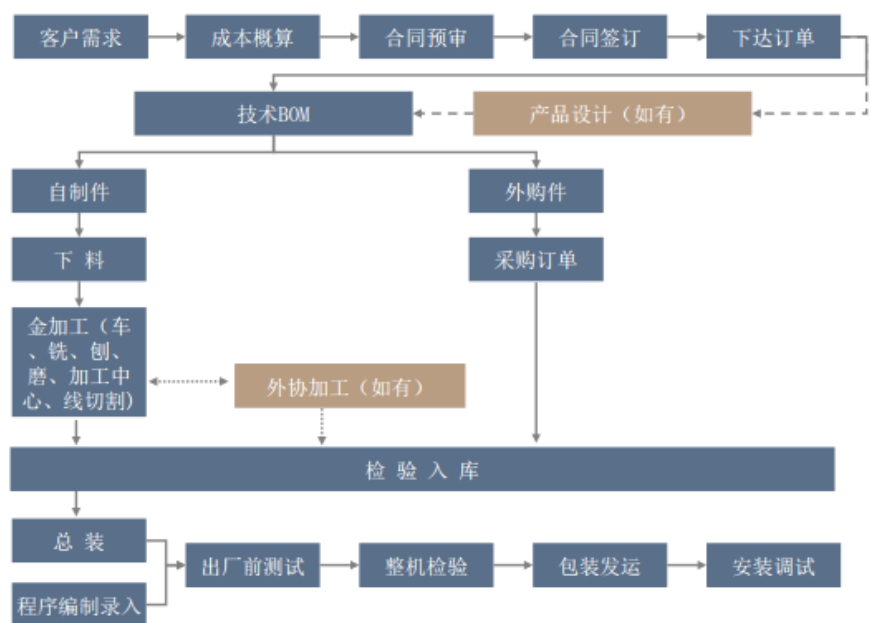
资料来源：公司网站、中银证券

图表 21. 三大乳制品巨头订单状况



资料来源：公司网站、中银证券

公司以客户的需求为导向，根据销售订单，采用定制化生产模式，这样生产的产品更能符合客户不同的需求，让客户对产品满意。

图表 22. 主要产品生产流程


资料来源：公司招股说明书、中银证券

公司还根据客户需求向下游适当延伸，围绕客户生产基地的地理布局，配套建设“卫星工厂”，“门对门”提供塑料包装制品。目前已陆续在天津、武汉、泰安、眉山设立了“卫星工厂”。进一步提升了与大客户的合作关系，便利客户的同时也开拓了自身包装材料的销售市场。

上述增值服务的有点在于：

- (1) “门对门”模式能够缩短运输路径，有效降低运输过程中的污染风险。
- (2) 优化客户的预包装材料供应链管理，降低客户的固定资产投资成本、后续维护成本和其他管理成本。
- (3) 公司使用自行研制的高产能中空容器吹塑设备，与客户向中亚机械采购的灌装设备配套使用，具有更好的适配性，向客户提高效、稳定的服务，快速响应客户需求，从而增强客户粘性。

图表 23. 公司“卫星工厂”及其服务的主要客户

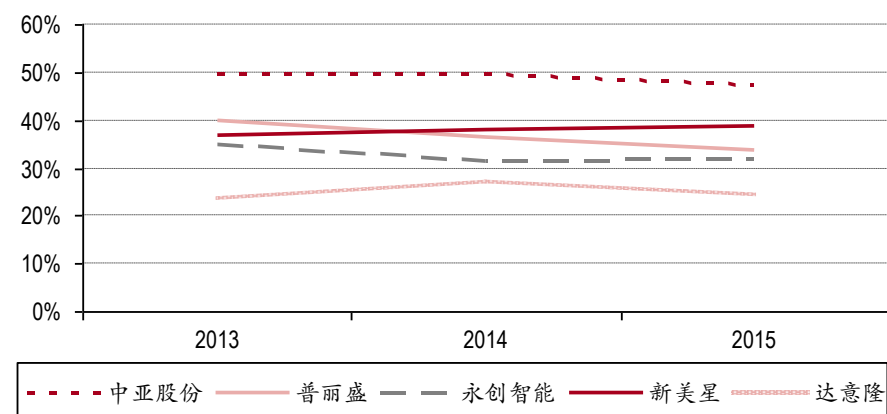
卫星工厂	服务客户
天津分公司	蒙牛乳制品（天津）有限责任公司
武汉分公司	湖北友芝友乳业有限责任公司（蒙牛乳业下属子公司）
泰安分公司	蒙牛乳业泰安有限责任公司
眉山分公司	蒙牛乳制品（眉山）有限公司、重庆市天友乳业股份有限公司、成都伊利乳业有限责任公司

资料来源：公司招股说明书、中银证券

未来公司将继续深化与蒙牛乳业的合作，进一步增加卫星工厂的数量，提高对塑料包装制品的需求量。目前蒙牛生产基地一共有 31 个，除去已经建立卫星工厂的四家之外，尚有 27 家未建立卫星工厂，依照 2015 年平均每家卫星工厂能够创造 2,250 万营业收入测算，如果公司能够覆盖 60% 蒙牛乳业的生产基地，就能取得 4.95 亿元的收入。依照目前包装材料 31% 左右的毛利率测算，能为公司带来 1.53 亿元的净利润，超过于 2015 年全年的净利润。这还仅仅是蒙牛乳业一家，如果能够复制蒙牛乳业“卫星工厂”成功的模式，推广到伊利、光明等几家大客户上，未来的收入更加可观，再拿伊利来举例：伊利目前有 22 家生产液体乳制品的分公司，如果推广成功，能为中亚股份带来 4.2 亿的营业收入和 1.2 亿的净利润。因此，公司绑定优质大客户的战略前景非常可观。

在毛利率对比方面，中亚股份毛利率水平最高，且一直保持在稳定水平，在乳制品包装设备领域竞争对手普丽盛和永川智能毛利率都在下降。反映了公司产品在市场上具有很强的竞争力。

图表 24. 公司与上市竞争对手毛利率比较



资料来源：万得数据库、中银证券

首次给予买入评级，目标价 45.00 元

我们预计公司 2016、2017、2018 年营业收入分别 6.6 亿元、7.5 亿元和 8.4 亿元，净利润分别为 1.5 亿元、1.8 亿元和 2.1 亿元。

图表 25. 公司收入与毛利率预期

(人民币, 百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	519.07	585.92	661.38	746.56	842.70
主要产品	519.07	585.92	657.92	750.45	849.80
智能包装设备	405.04	473.96	534.77	614.98	700.78
灌装封口设备	276.29	299.26	329.19	378.56	435.35
后道智能包装设备	61.00	93.50	112.20	129.03	141.93
中空容器吹塑设备	18.79	25.32	29.12	33.49	38.51
配件及其他	48.96	55.88	64.26	73.90	84.99
塑料包装制品	114.03	111.96	123.16	135.47	149.02
收入增速假设(%)	38.10	12.90	12.90	12.90	12.90
主要产品(%)	38.10	12.90	12.30	14.10	13.20
智能包装设备(%)	29.70	17.00	12.80	15.00	14.00
灌装封口设备(%)	41.20	8.30	10.00	15.00	15.00
后道智能包装设备(%)	84.30	53.30	20.00	15.00	10.00
中空容器吹塑设备(%)	(51.60)	34.80	15.00	15.00	15.00
配件及其他(%)	9.60	14.10	15.00	15.00	15.00
塑料包装制品(%)	78.80	(1.80)	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	49.70	47.20	46.90	47.60	47.80
主要产品(%)	49.70	47.20	47.20	47.30	47.40
智能包装设备(%)	54.90	51.00	50.90	50.90	51.00
灌装封口设备(%)	56.30	53.00	53.00	53.00	53.00
后道智能包装设备(%)	48.90	46.20	46.20	46.20	46.20
中空容器吹塑设备(%)	48.10	40.30	40.30	40.30	40.30
配件及其他(%)	57.00	53.10	53.10	53.10	53.10
塑料包装制品(%)	31.20	30.90	30.90	30.90	30.90

资料来源：公司公告、中银证券

公司战略清晰，经营稳健，现金充裕，产品质量优异，市场空间巨大，成长性可持续，我们预期 2016、2017、2018 年净利润 1.5、1.8、2.1 亿元、目前市值对应的 2017 年市盈率 56 倍。综合估值水平和公司成长性，首次给予买入评级，目标价格 45.00 元。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	520	587	662	747	844
销售成本	(268)	(317)	(359)	(400)	(450)
经营费用	(101)	(112)	(135)	(149)	(154)
息税折旧前利润	151	157	168	198	240
折旧及摊销	(14)	(15)	(15)	(16)	(33)
经营利润(息税前利润)	137	143	153	182	208
净利息收入/(费用)	2	3	14	23	26
其他收益/(损失)	10	12	13	12	12
税前利润	150	158	179	217	246
所得税	(25)	(24)	(28)	(34)	(38)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	125	134	151	183	208
核心净利润	126	135	153	184	209
每股收益(人民币)	1.235	1.320	0.560	0.677	0.769
核心每股收益(人民币)	1.249	1.337	0.566	0.683	0.775
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.168	0.203	0.231
收入增长(%)	38	13	13	13	13
息税前利润增长(%)	54	4	7	19	14
息税折旧前利润增长(%)	49	4	7	18	21
每股收益增长(%)	43	7	(58)	21	14
核心每股收益增长(%)	41	7	(58)	21	14

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	150	158	179	217	246
折旧与摊销	14	15	15	16	33
净利息费用	(2)	(3)	(14)	(23)	(26)
运营资本变动	133	87	(171)	323	(194)
税金	(25)	(24)	(28)	(34)	(38)
其他经营现金流	(92)	(115)	127	(232)	111
经营活动产生的现金流	178	117	108	266	131
购买固定资产净值	7	(1)	42	52	52
投资减少/增加	2	2	2	2	2
其他投资现金流	(36)	(43)	(85)	(105)	(104)
投资活动产生的现金流	(28)	(43)	(41)	(50)	(50)
净增权益	0	0	(45)	(55)	(62)
净增债务	0	0	0	(0)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(13)	(123)	523	(83)	(195)
融资活动产生的现金流	(13)	(96)	531	(35)	(36)
现金变动	138	(22)	598	181	45
期初现金	145	285	263	861	1,042
公司自由现金流	151	74	68	216	81
权益自由现金流	149	72	54	192	55

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	293	266	864	1,045	1,089
应收帐款	84	90	107	117	133
库存	292	405	279	512	399
其他流动资产	4	4	14	3	16
流动资产总计	673	764	1,264	1,677	1,637
固定资产	162	210	232	261	273
无形资产	81	80	85	93	100
其他长期资产	4	6	6	6	6
长期资产总计	247	295	322	359	378
总资产	926	1,064	1,589	2,036	2,015
应付帐款	89	138	89	170	128
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	363	415	324	563	439
流动负债总计	452	553	414	732	567
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	3	3	3	3
股本	101	101	270	270	270
储备	363	401	902	1,030	1,175
股东权益	465	502	1,172	1,300	1,445
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	926	1,064	1,589	2,036	2,015
每股帐面价值(人民币)	4.59	4.96	4.34	4.81	5.35
每股有形资产(人民币)	3.79	4.17	4.02	4.47	4.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.81)	(2.60)	(3.19)	(3.86)	(4.02)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.0	26.8	25.4	26.5	28.5
息税前利润率(%)	26.4	24.3	23.1	24.4	24.6
税前利润率(%)	28.8	26.9	27.1	29.0	29.2
净利率(%)	24.1	22.8	22.8	24.5	24.6
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.4	3.1	2.3	2.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	2.4	1.6	2.2
估值					
市盈率(倍)	30.4	28.5	67.1	55.5	48.8
核心业务市盈率(倍)	30.1	28.1	66.3	55.0	48.5
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	36.0	33.7	79.5	65.9	58.1
市净率(倍)	8.2	7.6	8.7	7.8	7.0
价格/现金流(倍)	21.3	32.4	93.7	38.1	77.5
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	31.7	30.5	25.1	20.4	16.6
周转率					
存货周转天数	331.7	400.9	347.5	360.1	369.4
应收帐款周转天数	53.9	54.1	54.3	54.9	54.2
应付帐款周转天数	53.6	70.7	62.6	63.3	64.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	31.1	27.7	18.1	14.8	15.1
资产收益率(%)	14.6	12.1	9.7	8.5	8.7
已运用资本收益率(%)	7.8	6.9	4.5	3.7	3.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

新美星(300509.CH/人民币 63.61, 未有评级)

普丽盛(300442.CH/人民币 44.60, 未有评级)

永创智能(603901.CH/人民币 14.82, 未有评级)

达意隆(002209.CH/人民币 21.41, 未有评级)

斯莱克(300382.CH/人民币 45.65, 未有评级)

以2016年9月26日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371