



## 乘势扩张的智能包装龙头

### ——中亚股份（300512）调研简报

#### 报告摘要：

- 公司深耕乳品包装机械行业。主要客户包括蒙牛乳业、伊利集团、光明乳业、达能集团和辉山乳业等。2013年、2014年和2015年，公司乳品客户合计销售收入分别为3.3亿元、4.5亿元和5.0亿元，占主营业务收入的比例分别为88%、88%和86%。
- 乳品及饮料包装行业将保持稳定增长。根据 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 年乳品及饮料包装机械需求总量将达到 82.40 亿元，其中乳品包装机械需求量为 24 亿元。
- 公司乳品包装机械市场占有率列国内同行第一。相比国外竞争对手，公司产品具有较高性价比优势。公司产品技术水平和品质与国外同类产品相同或接近，而价格与国外先进企业的同类产品相比有 30%-40% 的价格优势。
- 公司积极向产业链下游延伸。公司已经建立了 4 个卫星工厂，集中服务于蒙牛和伊利等对应工厂。2015 年，公司塑料制品收入超过 1 亿元，在主营收入占比中接近 20%。
- 公司多元化下游客户。2016 年，在巩固原有客户的基础上，拓展了乳品、医疗健康、酒类等行业客户，新增汤臣倍健、恒瑞医药、恒顺酒业等新客户订单。增加了汤臣倍健、恒瑞医药、恒顺酒业等新客户订单。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 6.93、8.25 和 9.90 亿元，EPS 分别为 0.68、0.80 和 0.92 元，对应 PE 分别为 56/48/42 倍。考虑到公司是智能包装机械龙头。我们按照 2016 年 70 倍 PE，给予公司 6 个月目标价 47.60 元，较现价存在 25% 的上涨空间。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	519.77	586.60	692.71	825.08	990.10
增长率（%）	37.95%	12.86%	18.09%	19.11%	20.00%
净利润（百万元）	125.07	133.68	184.36	215.17	247.80
增长率（%）	43.06%	6.88%	37.91%	16.71%	15.16%
净资产收益率（%）	26.68%	26.32%	23.05%	22.63%	22.04%
每股收益(元)	1.24	1.32	0.68	0.80	0.92
PE	30.97	29.09	56.24	48.19	41.84
PB	8.29	7.66	12.96	10.91	9.22
PE	34.81	32.57	74.43	62.76	42.95
PEG	--	--	4.46	3.38	0.93

2016 年 10 月 13 日

推荐/首次

中亚股份

调研简报

#### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

#### 叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

#### 任天辉

010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

#### 陈皓

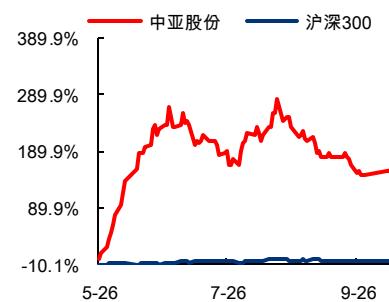
010-66555446

chenhao\_@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间 (元)	38.84-30.11
总市值 (亿元)	104.87
流通市值 (亿元)	26.22
总股本/流通 A 股(万股)	27000/6750
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	16.54

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 公司是国内乳品包装机械龙头 .....	4
2. 公司深耕乳品包装行业 .....	5
2.1 公司乳品包装机械市场占有率列国内同行第一 .....	5
2.2 公司积极向产业链下游延伸 .....	6
3. 公司多元化下游客户 .....	7
4. 盈利预测及估值 .....	7
5. 风险提示 .....	7

## 表格目录

表 1: 中亚股份发展历程 .....	4
表 2: 公司盈利预测表 .....	8

## 插图目录

图 1: 公司营业收入图 (亿元) .....	5
图 2: 2001-2021 年中国乳品及饮料包装机械需求量 (按产品分类) .....	5
图 3: 公司“卫星工厂”及服务客户 .....	6
图 4: 公司塑料制品收入及增速 (万元) .....	6

## 1. 公司是国内乳品包装机械龙头

中亚股份成立于 1992 年，是一家集研发，制造和销售于一体的液态食品智能化包装设备制造商，主要定位于设计，制造中高端的液态食品包装设备，公司主营业务属于先进装备制造业，主营产品包括各类液态食品的罐装封口设备，后道智能包装设备，中空容器吹塑设备，同时公司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、食用油脂、饮料、日化、医疗健康等行业。

公司下游客户囊括众多知名乳品及零售企业。中粮集团、伊利集团、蒙牛乳业、光明乳业、哇哈哈、旺旺、三元食品、辉山乳业、现代牧业、新希、皇氏乳业、香飘飘、今麦郎，亚宝药业、海正药业等国内著名企业，以及达能集团、雀巢、可口可乐、百事可乐、联合利华、益海嘉里、通用磨坊、恒天然集团、菲仕兰乳品、明治乳业、格莱汉姆等著名跨国公司均为本公司客户。

2016 年 5 月 10 日，中亚股份在创业板上市，实现了进一步的发展。

**表 1：中亚股份发展历程**

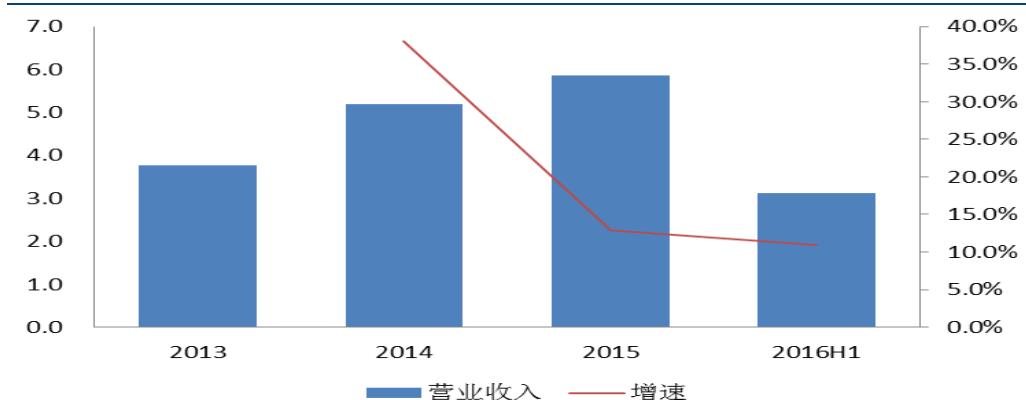
年份	事件
1992	中亚企业正式成立
1993	中亚首台包装机械投产
1998	中国首台联杯成型罐装封切设备试制成功
2003	中国第一台国产无菌软包装设备投入市场
2004	全球最大乳品企业法国达能与中亚建立合作关系
2012	中国首条直线式瓶装无菌罐装设备试制成功
2015	在创业板上市

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

公司实际控制人是史中伟、徐满花及史正三人，对公司拥有绝对的控制力。其中史中伟与徐满花系配偶关系，史正系史中伟与徐满花之子。

史中伟、徐满花及史正三人分别持有公司 9.9%、10.2% 和 3.7% 的股份，再加上三人通过沛元投资间接持有公司 38.5% 的股份。实际控制人直接及间接持有公司股份合计为 62.3%。

公司主营业务收入增长稳健。从 13 年的 3.8 亿元增至 15 年的 5.9 亿元。2016 年上半年收入为 3.1 亿元，同比增长 11%。

**图 1:公司营业收入图 (亿元)**


资料来源: wind、东兴证券研究所

## 2. 公司深耕乳品包装行业

### 2.1 公司乳品包装机械市场占有率列国内同行第一

根据 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 年乳品及饮料包装机械需求总量将达到 82.40 亿元，其中乳品包装机械需求量为 24 亿元。

**图 2:2001-2021 年中国乳品及饮料包装机械需求量 (按产品分类)**

	2001 年	2006 年	2011 年	2016 年	2021 年	年均复合增长率
<b>乳品</b>	<b>1.70</b>	<b>4.60</b>	<b>14.30</b>	<b>24.00</b>	<b>34.60</b>	<b>16.26%</b>
啤酒以及酒类	7.50	10.60	17.10	21.60	27.40	6.69%
碳酸饮料	0.40	2.00	5.80	10.70	16.60	20.48%
水	0.60	3.50	5.70	7.70	10.60	15.44%
果汁	1.20	2.30	4.00	5.80	8.20	10.09%
茶和咖啡	0.60	1.50	3.60	5.60	8.30	14.04%
其他饮料	0.50	2.10	5.70	7.00	9.30	15.74%
<b>乳品及饮料包装机械 总需求量</b>	<b>12.50</b>	<b>26.60</b>	<b>56.20</b>	<b>82.40</b>	<b>115.00</b>	<b>11.74%</b>

资料来源: 公司招股书、Freedonia、东兴证券研究所

从下游行业来看，公司产品主要集中在液态食品，尤其是乳品行业。公司主要客户包括蒙牛乳业、伊利集团、光明乳业、达能集团和辉山乳业等。2013 年、2014 年和 2015 年，公司乳品客户合计销售收入分别为 3.3 亿元、4.5 亿元和 5.0 亿元，占主营业务收入的比例分别为 88%、88% 和 86%。

公司的乳品包装机械市场占有率居行业前列。根据中国轻工机械协会统计，公司生产的 ZHONG YA 牌乳品包装机械市场占有率列国内同行第一。除公司外，该领域生产企业还包括 IMA 集团、法国安其乐、芬兰 ELECSTER、法国 SERAC、意大利 ACMA

公司、荷兰 STORK 等。其中 IMA 是世界领先的包装及加工机械制造商，产品广泛应用于乳品、食品、药品、化妆品及消费品行业，IMA 集团 2014 年销售收入约为 8.55 亿欧元。

**相比国外竞争对手，公司产品具有较高性价比优势。**公司产品技术水平和品质与国外同类产品相同或接近，而价格与国外先进企业的同类产品相比有 30%-40% 的价格优势，在国内市场起到了替代进口设备的作用，同时在国际市场上也具有一定的竞争实力。

## 2.2 公司积极向产业链下游延伸

公司依托原有技术和客户优势，积极向产业链下游延伸，即直接围绕下游客户生产基地布局，“门对门”提供高端容器服务。公司以中亚瑞程为平台，已经建立了 4 个卫星工厂，集中服务于蒙牛和伊利等对应工厂。

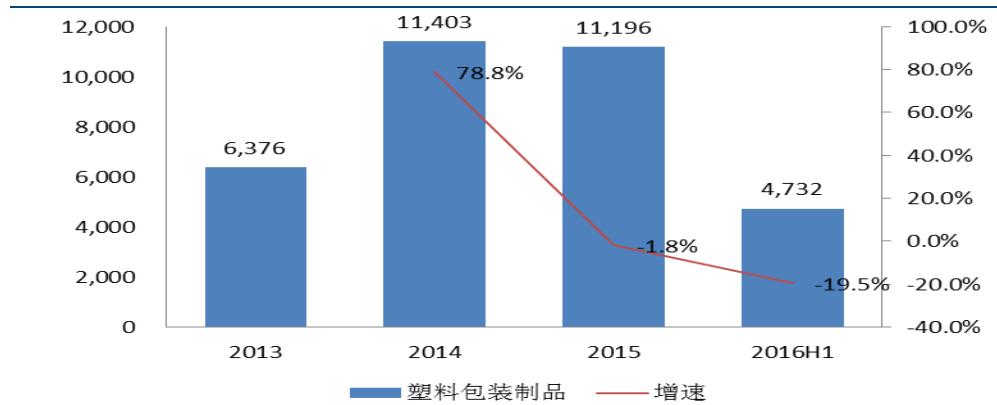
**图 3:公司“卫星工厂”及服务客户**

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：公司招股书、东兴证券研究所

上述“卫星工厂”模式降低了客户固定资产投资成本，而公司也能将设备出售的一次性收入转换成持续性收入，和客户建立更加密切的合作关系。截止 2016 年中期，公司塑料制品收入为 4732 万元，同比下降了 19.5%。这主要是由于下游客户产品销量下降所致。

**图 4:公司塑料制品收入及增速(万元)**



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 3. 公司多元化下游客户

公司利用已经掌握的核心技术和较强的市场开拓能力，向食用油脂、饮料、日化、医疗健康和其他固态食品等行业拓展，努力将公司发展成为国内领先、世界知名的智能化包装设备制造商。

**公司在医疗健康、食用油脂、日化等行业的客户拓展已见成效。**在饮料、食用油脂包装行业，公司已开发雀巢、中粮、可口可乐等知名客户；在日化包装领用，公司已经与联合利华等开展业务。在医疗健康领域，公司与亚宝药业、海正药业正合作。

2016 年，在巩固原有客户的基础上，拓展了乳品、医疗健康、酒类等行业客户，新增汤臣倍健、恒瑞医药、恒顺酒业等新客户订单。增加了汤臣倍健、恒瑞医药、恒顺酒业等新客户订单。

### 4. 盈利预测及估值

公司是我国乳品包装机械的龙头。在巩固乳品包装机械龙头地位的同时，公司一方面依托原积极向产业链下游延伸，“门对门”提供高端容器服务。另一方面利用已经掌握的核心技术和较强的市场开拓能力，向食用油脂、饮料、日化、医疗健康和其他固态食品等行业拓展，努力将公司发展成为国内领先、世界知名的智能化包装设备制造商。

预测假设如下：

- **包装设备业务增速保持平稳。**我们预计 2016-2018 年租赁业务收入分别同比增长 20%、20% 和 20%。
- **塑料包装制品业务保持平稳。**我们预计 2016-2018 年该收入分别同比增长 10%、15% 和 20%。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 6.93、8.25 和 9.90 亿元，EPS 分别为 0.68、0.80 和 0.92 元，对应 PE 分别为 56/48/42 倍。考虑到公司是智能包装机械龙头。我们按照 2016 年 70 倍 PE，给予公司 6 个月目标价 47.60 元，较现价存在 25% 的上涨空间。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

### 5. 风险提示

- 1、包装机械竞争加剧的风险
- 2、下游客户多元化不及预期的风险

表 2:公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	673	764	1049	1187	1372	<b>营业收入</b>	520	587	693	825	990
货币资金	285	263	499	525	567	<b>营业成本</b>	262	310	364	432	518
应收账款	80	84	104	131	165	营业税金及附加	6	7	8	10	12
其他应收款	4	6	7	9	11	营业费用	41	47	55	66	83
预付款项	4	4	8	12	18	管理费用	70	79	90	107	129
存货	292	405	399	473	568	财务费用	-2	-3	-4	-5	-5
其他流动资产	8	3	3	3	3	资产减值损失	3.87	1.19	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	253	299	394	482	564	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.04	1.80	30.00	30.00	30.00
固定资产	107	110	202	287	368	<b>营业利润</b>	141	147	209	245	284
无形资产	81	80	77	74	72	营业外收入	8.86	11.11	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	3	3	0	0	0	营业外支出	0.51	0.44	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	926	1064	1443	1669	1936	<b>利润总额</b>	150	158	217	253	292
<b>流动负债合计</b>	452	553	635	710	804	所得税	25	24	33	38	44
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	125	134	184	215	248
应付账款	89	138	160	189	227	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	323	367	401	443	492	归属母公司净利润	125	134	184	215	248
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	232	237	233	278	321
<b>非流动负债合计</b>	5	3	3	3	3	<b>BPS(元)</b>	1.24	1.32	0.68	0.80	0.92
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	457	556	637	713	806	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	37.95%	12.86%	18.09%	19.11%	20.00%
实收资本(或股)	101	101	270	270	270	营业利润增长	58.49%	4.20%	41.84%	17.35%	15.66%
资本公积	70	70	70	70	70	归属于母公司净利润	37.91%	16.71%	37.91%	16.71%	15.16%
未分配利润	261	286	369	466	577	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	469	508	800	951	1124	毛利率(%)	49.62%	47.11%	47.47%	47.65%	47.65%
<b>负债和所有者权</b>	926	1064	1443	1669	1936	净利润率(%)	24.06%	22.79%	26.61%	26.08%	25.03%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	13.51%	12.57%	12.78%	12.89%	12.80%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	26.68%	26.32%	23.05%	22.63%	22.04%
<b>经营活动现金流</b>	178	117	212	182	206	<b>偿债能力</b>					
净利润	125	134	184	215	248	资产负债率(%)	49%	52%	44%	43%	
折旧摊销	92.93	92.32	0.00	30.34	35.61	流动比率	1.49	1.38	1.65	1.67	1.71
财务费用	-2	-3	-4	-5	-5	速动比率	0.84	0.65	1.02	1.01	1.00
应收账款减少	0	0	-21	-27	-34	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	35	41	50	总资产周转率	0.66	0.59	0.55	0.53	0.55
<b>投资活动现金流</b>	-28	-43	-93	-96	-96	应收账款周转率	7	7	7	7	7
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.01	5.16	4.66	4.73	4.75
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	2	2	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	1.24	1.32	0.68	0.80	0.92
<b>筹资活动现金流</b>	-13	-96	117	-59	-69	每股净现金流(最新)	1.36	-0.22	0.87	0.10	0.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.63	5.02	2.96	3.52	4.16
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	169	0	0	P/E	30.97	29.09	56.24	48.19	41.84
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	8.29	7.66	12.96	10.91	9.22
<b>现金净增加额</b>	138	-22	236	26	42	EV/EBITDA	15.52	15.30	42.35	35.40	30.53

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员(D)，基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师(第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强(第八名)。2013年度房地产业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产业第三名”。

## 联系人简介

### 叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2年证券研究经验，2015年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

### 任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

### 陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。