

公司研究

印刷包装机械/专用设备/机械设备

中亚股份 (300512)

——国内领先智能包装机械制造商，稳健增长型优质标的
主要观点：

◆国内领先的智能包装机械制造商。公司是一家集研发、制造和销售于一体的智能包装机械制造商，所属细分行业为液态食品包装机械行业。公司主营产品包括各类灌装封口设备、后道智能包装设备、中空容器吹塑设备，主要用于乳品、医疗健康、食用油脂、日化、调味品、饮料等生产的核心环节。同时，公司还为客户提供智能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。主要客户包括世界知名企业可口可乐、百事可乐、达能、雀巢、蒙牛、伊利、娃哈哈、联合利华、中粮、光明等，充分验证公司产品的卓越性能和可靠性。2017年公司实现营业收入68,598.84万元，同比增长7.82%；实现净利润18,581.08万元，同比增长15.36%。

◆公司乳品行业收入占比超80%，需求有望保持稳定增长。公司下游应用行业中，乳品行业收入占比一直保持在80%以上。2017年，公司乳品行业收入为6.10亿元，同比增长7.09%，占比为88.94%。与发达国家相比，我国乳品人均消费水平还处于较低水平，2017年，中国人均奶类消费量为36.9公斤，平均每天100克，只有世界平均水平的三分之一，还有较大的提升空间。中商产业研究院数据显示，2017年全国乳品加工业销售收入3590.41亿元，同比增长6.77%。根据Euromonitor统计，目前我国乳制品市场规模为3758亿元，预计2022年市场规模有望达5,166亿元，2017-2022年CAGR为6.6%。乳品市场容量的增长将带来设备投资的持续增加。同时，产品包装形式的不断变化，也将带来新的设备采购需求。

◆新领域、后道包装、国际市场三大新增长点。1)公司在保持



国内乳品包装机械行业领先地位的同时，积极拓展医疗健康、食用油脂、日化、食品等行业的客户，并取得一定成效。食用油脂行业的中粮集团、益海嘉里，日化行业的联合利华、珀莱雅，医疗健康行业的亚宝药业、天津博科林药品包装技术有限公司（天士力子公司）、海正药业、恒瑞医药、汤臣倍健，食品行业的江中食疗、五芳斋等都是公司的客户。2) 在乳品、医疗健康、食用油脂等行业，后道包装环节还存在着大量的人工装箱，实现自动化包装的需求在快速增加。公司研发的系列后道智能包装设备，具有很好的发展潜力。3) 公司产品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。国际乳品市场空间较大，公司将结合“一带一路”的国家战略，积极拓展一带一路周边国家的市场。

◆**掌握液态食品包装无菌尖端技术。**公司在高洁净度和高精度灌装技术、无菌环境控制技术、干法灭菌技术、直线式设备架构设计技术、果粒在线动态混合技术、高精度模内环贴标技术、在线纠偏技术、集束包装（装箱）技术等高端技术方面均具有深刻的理解和掌握，形成了独特的核心技术和生产工艺，并积累了大量的专业技术人才。液态食品生产过程中的无菌技术是液态食品包装中的尖端技术，目前，只有为数不多的世界领先企业能够完全掌握该种技术。公司自 2002 年起开始研发第一代塑袋无菌灌装封切设备，历经 10 余年探索和开发历程，从袋装无菌灌装技术逐步发展至技术含量最高、难度最大的瓶装无菌灌装技术，并具备了推出系列无菌灌装设备的能力，在无菌灌装技术上具有较强的优势。

◆**募投项目产能释放在即，收购意大利 Magex 公司切入无人零售设备领域。**公司募投项目开展顺利，一期工程已投产，产能释放在即，二期工程预计于 2019 年建成使用。2018 年 4 月 23 日公司公告，以 828.6 万欧元现金收购意大利无人零售设备制造商 Magex SRL 100% 股权，该项收购已完成股权交割。Magex SRL 是一家欧洲先进的无人零售设备制造商，专利技术众多，拥有十大系列的无人零售设备产品，可用于休闲食品、饮料、奶制品、冰激凌、冷冻食品、医

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明



药用品、工业用品、文化用品和时尚产品等的无人零售。品牌在全球范围内都拥有较高的知名度，设备主要销往欧洲、北美洲、南美洲及非洲等地区。2017 年 Magex SRL 实现营收 261.8 万欧元，净利润 38.5 万欧元。通过此次收购，公司将欧洲先进的无人零售设备技术引进中国，结合公司拥有的研发、制造能力，可以有效地降低目标公司的生产成本，拓展国际及国内市场，提升和完善公司的国际化运行能力，促进公司无人零售设备业务的全球布局，为公司带来新的发展机遇，创造新的利润增长点。

◆**资产负债率低、经营现金流良好、公司股东股权质押率低。**根据 2017 年末，公司总资产 21.05 亿元，其中货币资金 2.56 亿元，银行理财产品 8 亿元，剔除预售账款后资产负债率为 13.44%；公司回款能力强，2013-2017，经营性现金流量净额与归母净利润之比为 1.76/1.43/0.87/1.18/0.71。据 Wind 统计数据公司股东质押股权占流通股比例仅为 0.08%。

投资建议：

我们预计公司 2018/2019/2020 年归属于母公司所有者的净利润为 2.09/2.28/2.54 亿元，对应 EPS 为 0.77/0.85/0.94 元，对应 P/E 为 21/19/17 倍，公司国内领先智能包装机械制造商，在乳品包装领域处于龙头地位，财务指标优良，属于稳健增长型优质标的，我们首次给予其“增持”投资评级。

风险提示：

市场竞争加剧、产品毛利率下滑的风险；下游市场拓展受阻，募投项目推进不及预期。



主要财务数据

| 关键指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 685. 99 | 781. 26 | 866. 55 | 950. 98 |
| 增长率 (%) | 7. 82% | 13. 89% | 10. 92% | 9. 74% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 185. 81 | 208. 92 | 228. 39 | 254. 20 |
| 增长率 (%) | 15. 36% | 12. 43% | 9. 32% | 11. 30% |
| 基准股本 (百万) | 270. 00 | 270. 00 | 270. 00 | 270. 00 |
| 每股收益 (元) | 0. 69 | 0. 77 | 0. 85 | 0. 94 |
| 销售毛利率 | 46. 89% | 46. 96% | 46. 38% | 46. 65% |
| 净资产收益率 | 13. 24% | 14. 15% | 14. 69% | 15. 47% |

数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

图表 盈利预测

单位: 百万元

| 利润表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 资产负债表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 685. 99 | 781. 26 | 866. 55 | 950. 98 | 货币资金 | 256. 25 | 418. 39 | 449. 46 | 697. 25 |
| 减: 营业成本 | 364. 36 | 414. 39 | 464. 62 | 507. 32 | 应收和预付款项 | 109. 19 | 131. 85 | 135. 69 | 157. 82 |
| 营业税金及附加 | 11. 15 | 12. 70 | 14. 09 | 15. 46 | 存货 | 562. 34 | 539. 19 | 695. 86 | 652. 69 |
| 营业费用 | 49. 58 | 56. 47 | 62. 64 | 68. 74 | 其他流动资产 | 804. 61 | 804. 61 | 804. 61 | 804. 61 |
| 管理费用 | 75. 73 | 86. 25 | 95. 67 | 104. 99 | 长期股权投资 | 26. 25 | 27. 55 | 28. 85 | 30. 15 |
| 财务费用 | -1. 42 | -8. 95 | -13. 61 | -18. 82 | 投资性房地产 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 |
| 资产减值损失 | 6. 09 | 6. 00 | 6. 00 | 6. 00 | 固定资产 | 250. 67 | 206. 45 | 162. 22 | 118. 00 |
| 投资收益 | 32. 33 | 1. 30 | 1. 30 | 1. 30 | 无形资产 | 75. 49 | 66. 05 | 56. 62 | 47. 19 |
| 公允价值变动 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 | 其他非流动资产 | 19. 74 | 13. 64 | 12. 01 | 12. 01 |
| 其他经营损益 | 4. 16 | 4. 16 | 4. 16 | 4. 16 | 资产总计 | 2104. 54 | 2207. 74 | 2345. 33 | 2519. 72 |
| 营业利润 | 216. 98 | 219. 86 | 242. 61 | 272. 76 | | | | | |
| 其他非经营损益 | 0. 11 | 24. 00 | 24. 00 | 24. 00 | 短期借款 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 |
| 利润总额 | 217. 08 | 243. 86 | 266. 61 | 296. 76 | 应付和预收款项 | 631. 65 | 731. 64 | 790. 18 | 876. 59 |
| 所得税 | 31. 27 | 34. 94 | 38. 22 | 42. 56 | 长期借款 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 |
| 净利润 | 185. 81 | 208. 92 | 228. 39 | 254. 20 | 其他负债 | 69. 09 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 |
| 少数股东损益 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 | 负债合计 | 700. 74 | 731. 64 | 790. 18 | 876. 59 |
| 归母净利润 | 185. 81 | 208. 92 | 228. 39 | 254. 20 | 股本 | 270. 00 | 270. 00 | 270. 00 | 270. 00 |
| | | | | | 资本公积 | 568. 41 | 568. 41 | 568. 41 | 568. 41 |
| 现金流量表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 留存收益 | 556. 35 | 637. 69 | 716. 74 | 804. 72 |
| 经营活动现金流 | 131. 72 | 324. 16 | 142. 51 | 370. 53 | 归母股东权益 | 1403. 79 | 1476. 10 | 1555. 15 | 1643. 13 |
| 投资活动现金流 | -106. 59 | 20. 54 | 20. 54 | 20. 54 | 少数股东权益 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 | 0. 00 |
| 融资活动现金流 | -125. 50 | -124. 28 | -131. 99 | -143. 28 | 股东权益合计 | 1403. 79 | 1476. 10 | 1555. 15 | 1643. 13 |
| 现金流量净额 | -103. 38 | 220. 42 | 31. 06 | 247. 79 | 负债和股东权益 | 2104. 54 | 2207. 74 | 2345. 33 | 2519. 72 |

数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。