

## 全速前进，用心打造智能包装设备明星企业

公司动态

◆**国内液态食品包装设备龙头**：中亚机械股份有限公司是一家集研发、制造和销售于一体的液态产品智能化包装设备制造商，主要定位于设计制造中高端的液态食品包装设备，产品广泛应用在乳品、饮料、食用油脂、调味品、日化等行业，与达能、蒙牛、伊利等优质企业保持长期稳定合作关系，最近三年乳品包装机械市场占有率均列国内同行第一。

◆**业绩稳定增长，盈利能力出色**：乳品行业具有较高的技术壁垒，对设备的灭菌处理和产品机械稳定性、可靠性有很高的要求，公司每年有超过85%的收入来自乳品行业，综合毛利率一直保持在45%-50%的较高水平；2011-2015年，公司营业收入复合增速为21.88%，净利润复合增速为18.05%；2016年保持增长，前三季度实现营业收入4.76亿元，同比增长9.17%，实现净利润1.20亿元，同比增长17.50%。

◆**行业下游需求旺盛，未来空间广阔**：国内乳品饮料行业发展迅速，但人均饮奶和非碳酸饮料量均远低于发达国家和全球平均水平，加之产品结构逐渐改变，这给以定制化产品为主的包装机械行业带来巨大需求；根据Freedonia预测，2016年全国包装机械设备需求为400亿元，其中乳品及饮料包装设备需求为82.4亿元，未来5年仍将保持10%左右的增速。

◆**打通全产业链，打造智能包装设备明星**：公司起步于乳品行业前道包装行业，通过向液态食品行业横向拓展、后道包装行业纵向拓展，以及建立“卫星工厂”提供包装制品服务，逐渐形成提供智能包装方案解决系统的能力；未来，随着包装设备智能化程度的提高、国产化率的提升，公司作为智能包装系统解决方案领军者，将持续受益并且快速发展。

◆**首次覆盖，给予增持**：公司主营业务稳健，市场空间较大，智能包装设备发展迅速，预计公司2016-2018年净利润分别为1.69/2.04/2.36亿元，复合增速为20.9%，对应EPS分别为0.63/0.76/0.87元，对应2016-2018年PE分别为64/53/46倍，首次覆盖给予增持评级，目标价45元。

◆**风险提示**：下游行业需求减少，客户集中度较高

### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 520    | 587    | 634    | 708    | 808    |
| 营业收入增长率        | 37.95% | 12.86% | 8.09%  | 11.59% | 14.17% |
| 净利润(百万元)       | 125    | 134    | 169    | 204    | 236    |
| 净利润增长率         | 43.06% | 6.88%  | 26.63% | 20.78% | 15.48% |
| EPS(元)         | 0.46   | 0.50   | 0.63   | 0.76   | 0.87   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 26.68% | 26.32% | 12.52% | 13.42% | 13.74% |
| P/E            | 86     | 81     | 64     | 53     | 46     |

### 增持(首次)

当前价/目标价：40.06/45.00元

目标期限：6个月

### 分析师

刘洋(执业证书编号：S0930515050002)

### 联系人

何宇超

021-22169103

[heyc@ebsec.com](mailto:heyc@ebsec.com)

顾申尧

021-22169123

[gushenyao@ebsec.com](mailto:gushenyao@ebsec.com)

### 市场数据

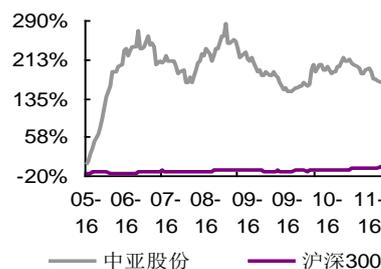
总股本(亿股)：2.70

总市值(亿元)：107.87

一年最低/最高(元)：25.09/116.38

近3月换手率：154.34%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月    | 三个月    | 十二个月 |
|----|--------|--------|------|
| 相对 | -13.76 | -20.41 | 0.00 |
| 绝对 | -10.33 | -15.89 | 0.00 |

### 相关研报

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1、 液态食品包装机械领域龙头.....         | 3  |
| 1.1、 立足液态食品包装，拥有多家优质客户 ..... | 3  |
| 1.2、 业绩稳定增长，产品结构逐渐优化.....    | 5  |
| 1.3、 提供增值服务，人均营收逐年上升.....    | 7  |
| 2、 包装机械行业，三驾马车助力前行.....      | 8  |
| 2.1、 国家政策推进产业高速发展.....       | 9  |
| 2.2、 下游领域需求旺盛，未来空间广阔.....    | 10 |
| 2.3、 自动化和智能化势在必行 .....       | 14 |
| 3、 中亚股份，三大优势打造包装机械明星.....    | 15 |
| 3.1、 技术领先，产品性能卓越 .....       | 15 |
| 3.2、 龙头品牌，客户资源优质 .....       | 16 |
| 3.3、 战略清晰，加速产业升级 .....       | 17 |
| 4、 盈利预测与投资评级 .....           | 18 |
| 4.1、 关键假设及分项收入预测 .....       | 18 |
| 4.2、 盈利预测与投资评级.....          | 19 |
| 5、 风险提示 .....                | 19 |

## 1、液态食品包装机械领域龙头

### 1.1、立足液态食品包装，拥有多家优质客户

中亚机械股份有限公司创立于1992年，位于浙江杭州，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，主要定位于设计制造中高端的液态食品包装设备。经过20多年的发展，公司已成为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，并于2016年5月10日在创业板上市，现有员工1200人。

图1：公司主要发展历程



资料来源：公司网站

公司主营产品包括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。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，公司产品广泛应用在乳品、饮料、食用油脂、调味品、日化等行业。

图2：公司包装设备产品



资料来源：公司网站

图3：公司产品主要应用领域



资料来源：公司网站

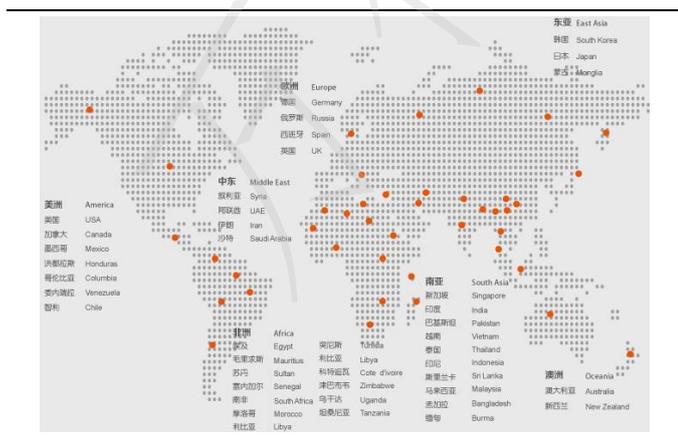
表 1：公司主要产品类别及名称

| 主要类别 (产品) |          | 产品系列                | 产品全称                                       |
|-----------|----------|---------------------|--|
| 全自动灌装封口设备 | 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                      |
|           | 杯装灌装设备   | 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                      |
|           | 瓶装灌装设备   | 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                 |
|           |          | 旋转式式灌装系列            | 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   |  |
| 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                     |

资料来源：招股说明书

销售网络覆盖较广，客户囊括多家国内外优质企业。公司成立以来，坚持自主研发和技术创新，重视市场营销网络的布局，产品质量过硬、售后服务完善，与众多乳品及零售企业保持着长期稳定的业务合作关系，包括中粮集团、伊利集团、蒙牛乳业、光明乳业、哇哈哈、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、明治乳业、格莱汉姆等著名跨国公司。目前，公司已累计为全国 34 个省市提供了 2800 余台设备，为全球 44 个国家和地区提供了 300 余台设备。

图 4：公司产品远销全球各地



资料来源：公司网站

图 5：公司客户多为优质企业

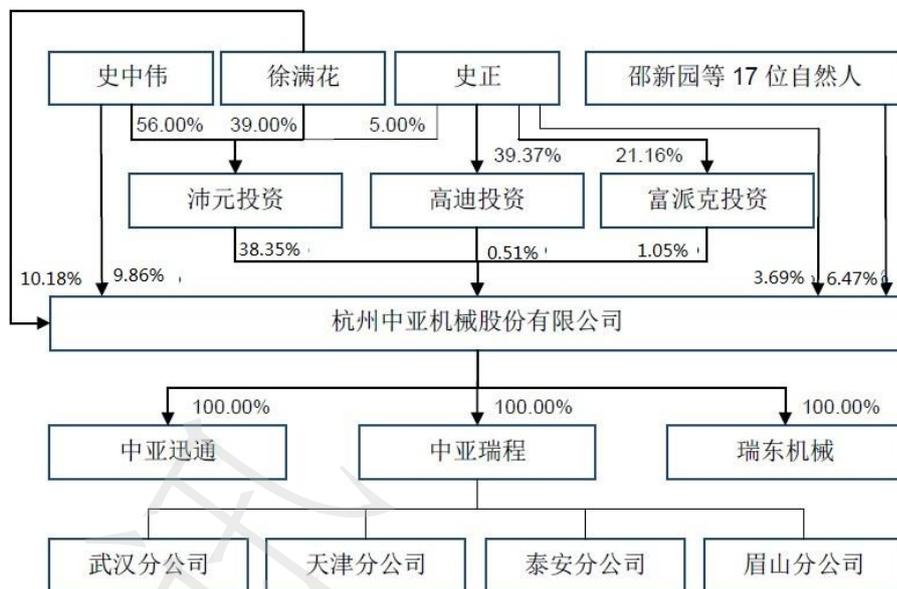


资料来源：光大证券研究所整理

公司股权集中，实际控制人对公司有绝对控制力。公司实际控制人是史中伟、徐满花及史正三人，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。上市完成后，史中伟、徐满花及史正直接持有公司股份分别是 9.86%、10.18%、3.69%，三人通过沛元投资间接持有公司股份 38.53%，史

正通过富派克投资和高迪投资间接持有公司股份 1.05%和 0.51%。实际控制人直接及间接持有公司股份合计为 63.82%。

图 6：上市后公司股权结构及集团构成

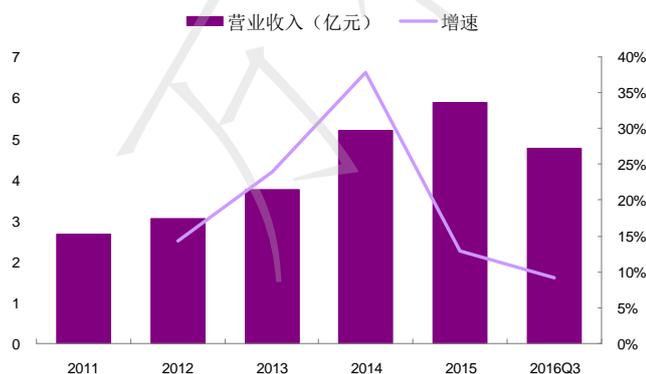


资料来源：招股说明书，光大证券研究所

## 1.2、业绩稳定增长，产品结构逐渐优化

营业收入和净利润持续保持上升趋势。公司起步于乳品包装机械行业，逐渐向饮料、日化、食品油脂等行业拓展，同时也努力推进后道包装设备的研发和生产，近年来业绩稳定提升，2011-2015 年营业收入复合增速为 21.88%，净利润复合增速为 18.05%，2015 年实现营业收入 5.87 亿元、净利润 1.34 亿元；2016 年，公司继续保持稳定增长，前三季度实现营业收入 4.76 亿元，同比增长 9.17%，实现净利润 1.20 亿元，同比增长 17.50%。

图 7：公司营业收入稳定提升



资料来源：公司公告

图 8：公司归母净利润连年增长

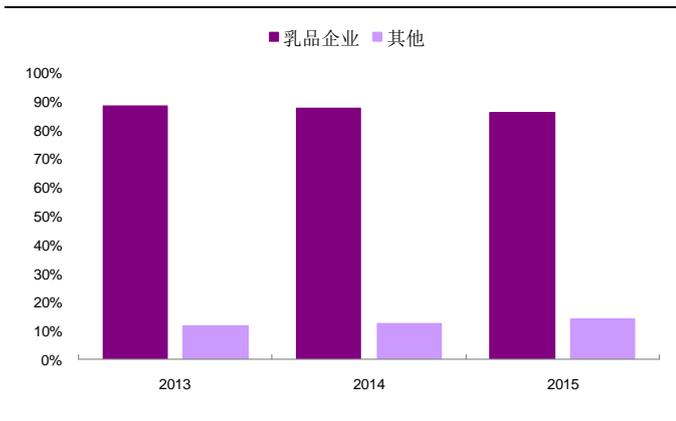


资料来源：公司公告

盈利能力出色，各项费用控制得当。相比其他液态食品，乳品包装设备具有较高的技术壁垒，对设备的灭菌处理和产品机械稳定性、可靠性有很高的要求，公司每年有超过 85% 的收入来自乳品行业，产品综合毛利率常年维持 45%-50% 的高水平，销售费用、管理费用和财务费用都处于较为稳定并

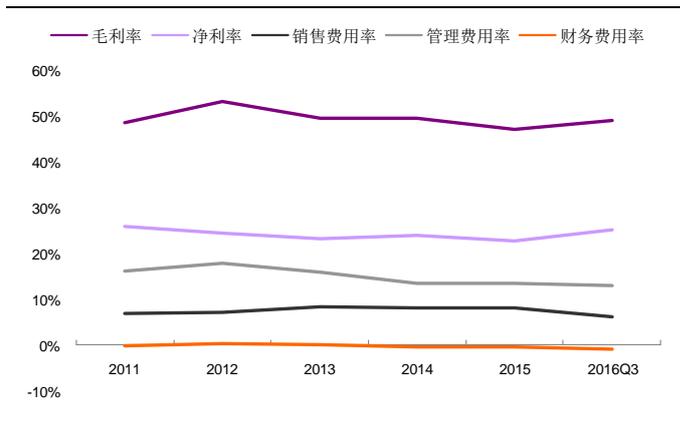
且呈逐步下降的趋势，盈利能力相比国内同行业竞争对手优势明显。

图 9：公司收入 85%以上来自乳品企业



资料来源：招股说明书

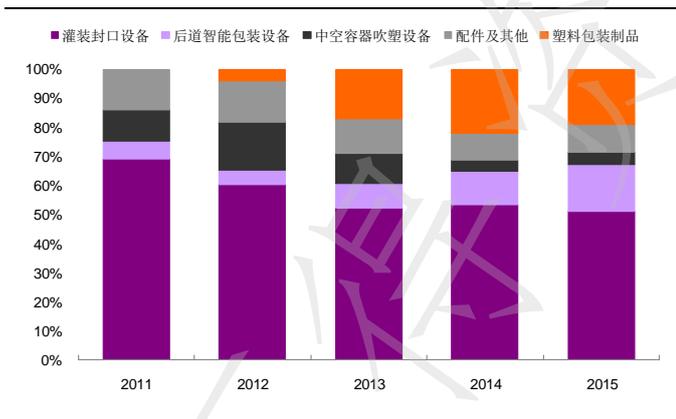
图 10：公司毛利维持较高水平，各项费用稳步下降



资料来源：公司公告

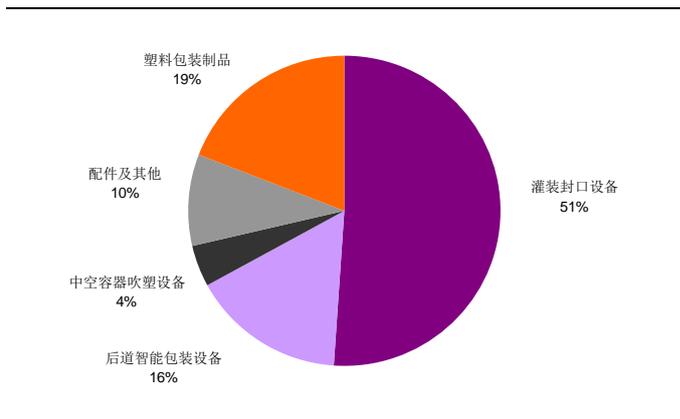
**产品结构逐步优化，后道智能包装设备发展迅速。**公司在保持液态食品行业前道包装设备龙头的优势下，积极拓展后道智能包装市场，加速提升各类产品的竞争力及市场占有率；2011-2015 年，公司后道智能设备业务收入复合增速为 55.3%，远超其他几类传统设备的增速，占总体收入的比重也从 6.1% 上升至 16.0%。

图 11：后道智能包装设备收入占比持续提升



资料来源：公司公告

图 12：2015 年公司收入构成



资料来源：公司公告

**行业影响力较大，参与起草多项标准。**公司进入液态食品包装机械行业较早，客户资源稳定，有较大的行业影响力和品牌效应，根据中国轻工机械协会统计，2013-2015 年，ZHONGYA 牌乳品包装机械市场占有率均列国内同行第一。另外，公司参与起草了液态食品包装机械行业的多项重要标准，是 3 项国家标准和 1 项行业标准的第一起草人，以及几项国家行业标准的第二、第三起草人，目前仍在参与 10 项国家标准和 4 项行业标准的制定工作。

**持续加大研发力度，保证产品竞争优势。**公司作为国内领先的液态食品包装机械制造企业，持续加大研发投入力度，研发费用基本保持每年 15% 左右的增长，2015 年研发费用达到 3500 万元，IPO 募集资金中也有 5810 万元用于研发技术中心及实验室的建设；截止 2016 年 2 月，公司共拥有 309 项专利（其中发明专利 99 项、实用新型专利 155 项、外观设计专利 52 项、国外专利 3 项），同时还承担了国家火炬项目、国家奶业重大关键技术与产业化技术集成示范项目等多项国家、省级重大项目。

### 1.3、提供增值服务，人均营收逐年上升

“卫星工厂”提供“门对门”服务，增强客户粘性。公司在保持和发展核心研发技术优势的同时，还根据客户需要向产业链下游适当延伸，以子公司中亚瑞程为平台，围绕客户生产基地布局，配套建设“卫星工厂”，“门对门”地提供塑料包装制品。目前已陆续在天津、武汉、泰安和眉山设立“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。

- “门对门”模式能够缩短运输路径，有效降低运输过程中污染风险。
- 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。
- 公司使用自行研制的中空容器吹塑设备，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。

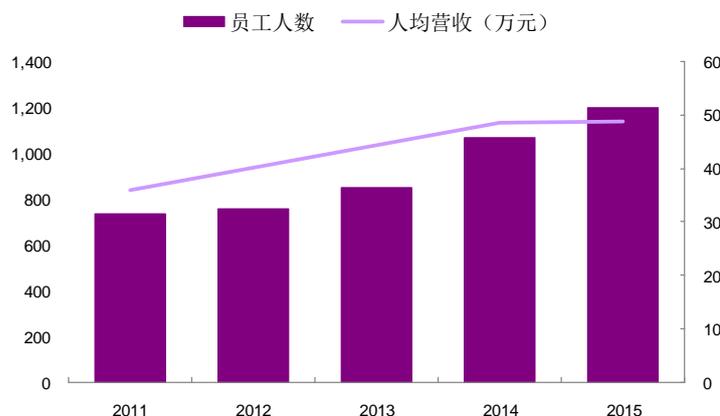
表 2：公司“卫星工厂”及其服务的主要客户

| 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               |
| 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、重庆天友乳业、成都伊利乳业 |
| 金华分公司 | 蒙牛乳业金华有限责任公司                |

资料来源：招股说明书，公司年报

业务多方面延伸，规模按计划扩大，人均营收屡创新高。公司立足乳品包装机械的研发生产，根据市场情况逐步扩大规模、拓宽业务范围、提供增值服务，盈利能力出色但并没有盲目扩张，内部重视生产、管理效率的提升，外部控制销售、布局的成本，2011-2015年，公司人数从 737 人增加到 1200 人，人均营收也从 36 万元上升至 49 万元。

图 13：公司人均营收稳步上升



资料来源：公司公告

## 2、包装机械行业，三驾马车助力前行

包装机械是包装专用设备，用于完成全部或部分包装的过程。包装过程包括成型（吹瓶等）、灌装（填充）、封口、贴标、裹包、装箱、码垛等主要包装工序，以及清洗、干燥、杀菌及输送等前后道辅助工序。

成型、灌装和封口是包装机械的核心工序，这些核心工序的精度、速度、卫生、效率决定着包装机械行业的整体技术水平，并影响和制约着其他各道工序。由此，灌装和封口工序亦称为一次包装，灌装和封口之后的包装工序称为后道包装或二次包装。

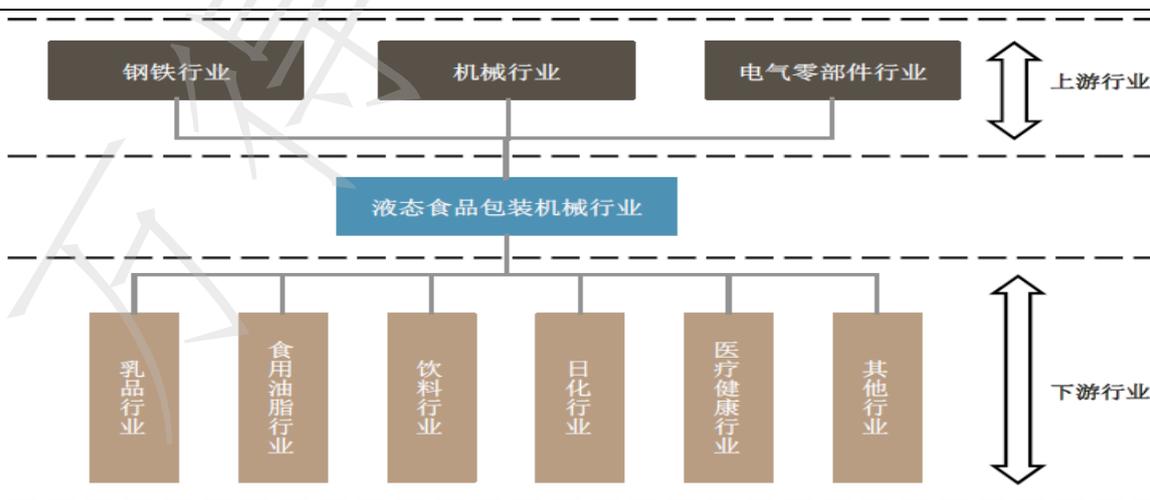
表 3：包装机械的分类

| 分类方式 | 产品类型                                  |
|------|---------------------------------------|
| 产品形态 | 液态产品包装机械、固态产品包装机械                     |
| 产品行业 | 乳品包装机械、饮料包装机械、医药包装机械、日化包装机械           |
| 实现功能 | 成型机、灌装封口机、裹包机、贴标机、充填机、清洗机、装箱机、杀菌机、捆扎机 |
| 技术水平 | 高端包装机械、中端包装机械、低端包装机械                  |

资料来源：招股说明书

上下游较为确定，上游供给稳定，下游应用广泛。包装机械上游行业主要包括钢铁行业、机械行业以及电气零部件行业，均属于成熟行业，原料和零部件的供给充足且稳定，同时多数标准化产品，供应商较多，可替代性较强，所以本行业对上游行业有较强的谈判议价能力。下游应用广泛，以液态食品包装机械行业为例，下游覆盖乳品行业、食用油脂行业、饮料行业、日化行业、医疗健康行业等；下游行业工业产值的增长速度以及对产品稳定性、连续性、安全性和自动化程度的要求，将很大程度影响本行业的发展。

图 14：液态食品包装机械行业的上下游关系



资料来源：招股说明书

国内包装机械行业下游应用领域中，食品饮料、医药、化工行业是最主要市场。2009 年我国食品饮料行业包装设备需求占市场总需求的 54%，医药行业占 11%，化工占 11%。其他行业主要包括家用电器、造币印钞、机械制造、仓储物流、建筑材料、金属制造、造纸印刷、图书出版等领域。

全国包装机械增长迅速，未来增长空间较大。根据中国食品和包装机械工业协会统计的数据，2008-2012年我国包装专用设备制造行业总产值复合增速为15.18%从151亿元增长到266亿元。另外，根据《中国食品和包装机械工业“十三五”发展规划》，“十二五”期间，我国全国食品和包装机械行业平均增长率为14.5%，高于全国机械工业的整体增长速度，2014年我国食品和包装机械行业完成工业总产值3400亿元，同比增长15.25%，其中，食品机械为1598亿元，同比增长14.55%；包装机械为1802亿元，同比增长15.95%，并且预计“十三五”期间我国食品和包装机械工业年均增长率在12%~13%左右，到2020年工业总产值达到6000亿元以上。

2015年，根据国家统计局对行业限上企业1031家的统计，食品包装机械主营业务收入1482.86亿元，同比增长10.44%，其中包装机械346.64亿元，比上年增长4.62%，食品机械1136.22亿元，比上年增长12.35%。

图 15：2008-2012 年包装专用设备制造工业产值



资料来源：招股说明书，中国食品和包装机械工业协会

## 2.1、国家政策推进产业高速发展

包装机械属于高端装备制造业，国家产业政策大力支持。包装机械作为新兴行业，在我国起步较晚，但由于其自动化程度高、产品附加值高、涉及领域广，经过30年的发展已经成为机械工业中的十大细分子行业之一，国务院、工信部及相关协会多次出台政策用于支持和推进，这为整个行业的发展奠定了很好的基础。

表 4：国家相关产业支持政策

| 发布时间   | 发布单位        | 发布文件                   | 主要内容   |
|--------|-------------|------------------------|--|
| 2009.5 | 国务院办公厅      | 《装备制造业调整和振兴规划》         | 以食品机械、制浆造纸机械、塑料成型机械、制革制鞋机械、光机电一体化缝纫机械、包装设备以及食品安全检测设备为重点，推进轻工机械自主化  |
| 2011.6 | 发改委<br>科技部  | 《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》  | 将“食品包装新材料与新设备”列为优先发展的高科技产业化重点领域  |
| 2011.7 | 食品和包装机械工业协会 | 《中国食品和包装机械行业“十二五”发展规划》 | 无菌包装（灌装）是液态食品的重要生产形式和发展方向，在总结进口、国产无菌包装（灌装）技术装备的基础上，改善材质性能和结构设计，提高机械性能、控制系统水平和无菌效果，使产品系列化。与国内包装材料制造企业开展联合开发，提高机器运行可靠性和稳定性，尽快提高国产化水平，替代进口。重点开展液态奶无菌包装（灌装）技术装备的开发、在线制杯（盒）式无菌包装技术装备的开发、塑杯装酸奶的无菌灌装技术设备的开发、液体食品无菌储运技术装备的开发，大型饮料无菌冷灌装技术装备的开发等 |

|         |             |                        |  |
|---------|-------------|------------------------|--|
| 2011.12 | 发改委<br>工信部  | 《食品工业“十二五”发展规划》        | 在通用装备方面，选择一批具有良好技术与产业基础的企业，重点支持发展前景广阔、技术含量高、产业关联度大的关键与成套设备，建成一批国产化、智能化、成套化装备生产基地，形成具有国际竞争力的知名品牌。包装装备方面，重点开发高速无菌灌装设备、高速吹瓶设备等            |
| 2013.2  | 发改委         | 《产业结构调整和指导目录》          | 明确提出要鼓励“先进的食品生产设备研发与制造”  |
| 2015.5  | 国务院         | 《中国制造 2025》            | 到 2020 年，制造业重点领域智能化水平显著提升，试点示范项目运营成本降低 30%，产品生产周期缩短 30%，不良品率降低 30%。到 2025 年，制造业重点领域全面实现智能化，试点示范项目运营成本降低 50%，产品生产周期缩短 50%，不良品率降低 50%    |
| 2015.9  | 食品和包装机械工业协会 | 《中国食品和包装机械工业“十三五”发展规划》 | 坚持稳定规模、调整结构、提升水平、保障食品安全的发展思路，把技术创新、智能化、信息化、绿色安全、高效节能及重要成套装备作为食品和包装机械行业的发展重点。全面推进智能制造、绿色制造和优质制造，努力实现中国制造向中国创造转变、中国速度向中国质量转变、中国产品向中国品牌转变 |

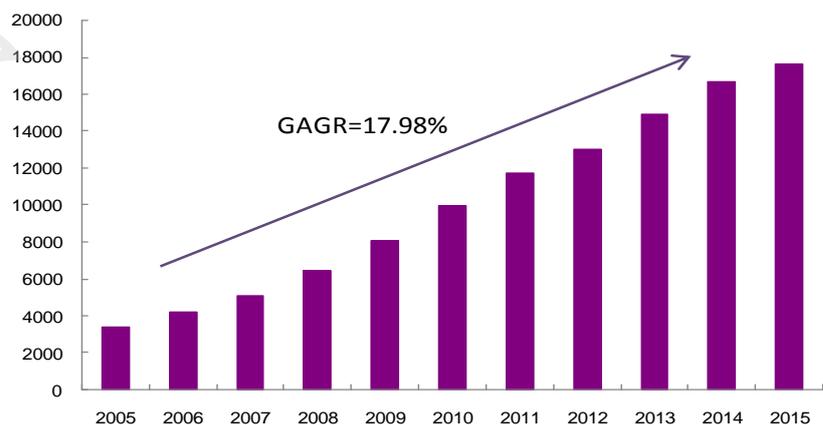
资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

## 2.2、下游领域需求旺盛，未来空间广阔

**下游行业快速发展，带动包装机械行业增长。**液态食品包装机械行业的下游行业主要为液态乳制品制造业、饮料制造业等液态食品行业，液态食品包装机械行业的发展与下游产业息息相关。近几年来，下游行业的快速发展带动了液态食品包装机械行业的持续增长，随着我国经济的持续增长和人民生活质量的不断提高，液态食品行业未来仍将保持快速增长。快速发展的液态食品行业对液态食品包装机械需求较大。

**软饮料产量高速增长。**改革开放以来，我国宏观经济高速发展，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 3380 万吨，2015 年达到 17661 万吨，较 2005 年增长 422.45%，2005-2015 年年均复合增长率为 17.98%。

图 16：2005-2015 年全国软饮料产品产量（万吨）

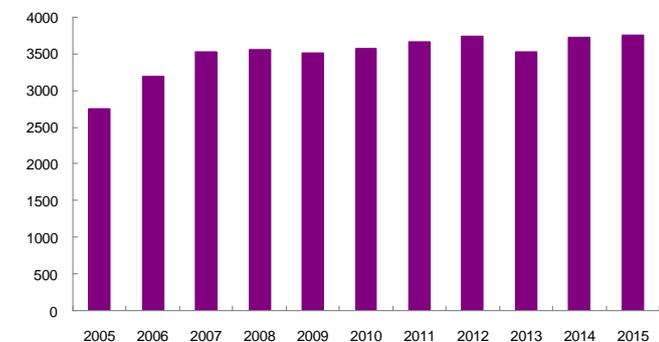


资料来源：招股说明书，国家统计局

**乳品行业保持高位，酸奶高速增长。**随着我国人民生活水平提高，人们消费高营养价值食品和饮料的意识不断提升，我国乳品行业也经历了高速增长。国家统计局数据显示，2005 年全国牛奶产量为 2753 万吨，2015 年达到 3755 万吨，较 2005 年增长 36.38%，2005-2015 年年均复合增长率为 3.51%；另一方面，近年来消费者对鲜奶和酸奶的需求明显增加，根据 Euromonitor 的数据统计，2005 年全国酸奶产品零售量约为 171.33 万吨；

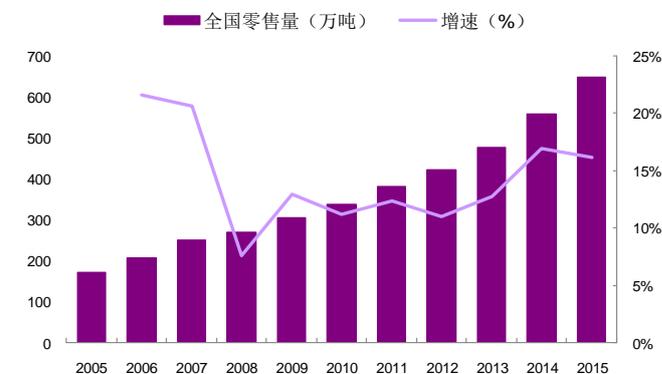
2015 年达到 647.74 万吨，较 2005 年增长 278.07%，2005-2015 年年均复合增长率为 14.22%。由于包装机械多为定制化产品，乳品行业产品结构的变化，也会进一步提升需求。

图 17: 2005-2015 年全国牛奶产量 (万吨)



资料来源: 招股说明书, 国家统计局

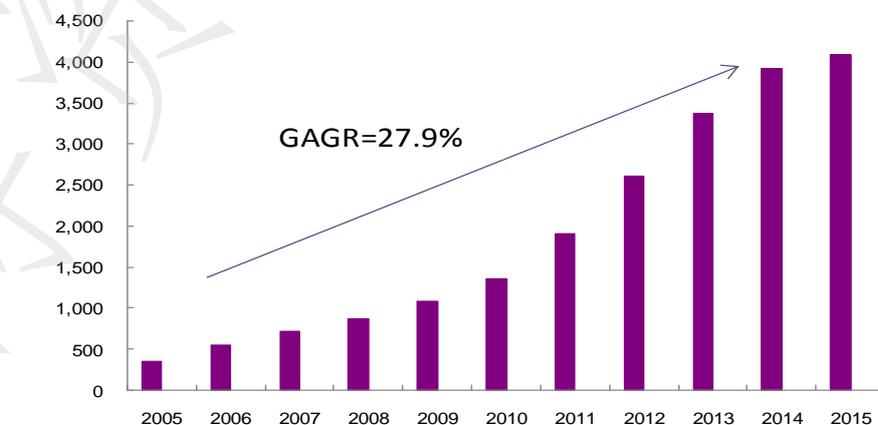
图 18: 全国酸奶零售量大幅增长



资料来源: 招股说明书, Euromonitor

在食品饮料消费需求旺盛的背景下,近年来下游饮料企业保持着较高的扩产投资意愿,2005年至2015年,国内酒、饮料及制茶行业固定资产投资完成额的年复合增长率接近28%,2015年投资超过4000亿元,可以预见,未来几年,液态食品包装机械业仍将保持较强的需求驱动力。

图 19: 全国酒、饮料及制茶行业固定资产投资完成额 (亿元)



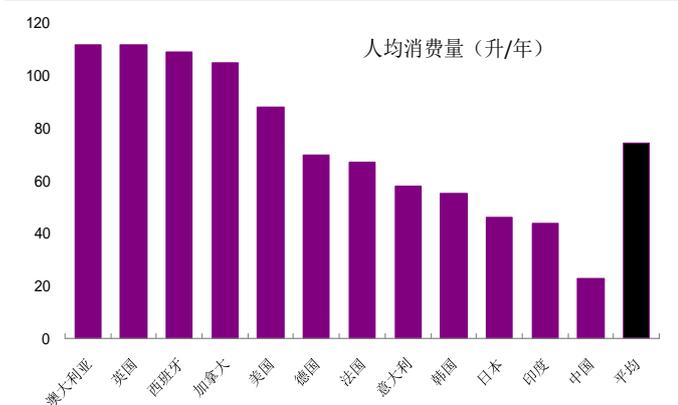
资料来源: Wind

我国液态奶行业经历了长足的发展,但与其他国家相比,仍处于相对落后的发展阶段。根据利乐乳业指数和 Frost & Sullivan 的数据统计,2009 年主要液态奶产品消费国家的人均消费量均值为 74 升,其中英国和澳大利亚最高,为 112 升,而中国液态奶产品人均消费水平最低,为 23 升,仅占发达国家的 1/4 至 1/5 左右。

中国人均非碳酸饮料的消费量相对于其他主要非碳酸饮料消费市场而言,也处于较低水平。调研机构 TechNavio《中国无菌包装市场》报告显示,2009 年中国人均非碳酸饮料消费量仅为 52 升,而其他主要非碳酸饮料消费国家的人均消费水平远高于中国,例如 2009 年日本人均非碳酸饮料消费量为 372 升,英国 351 升,德国 252 升。

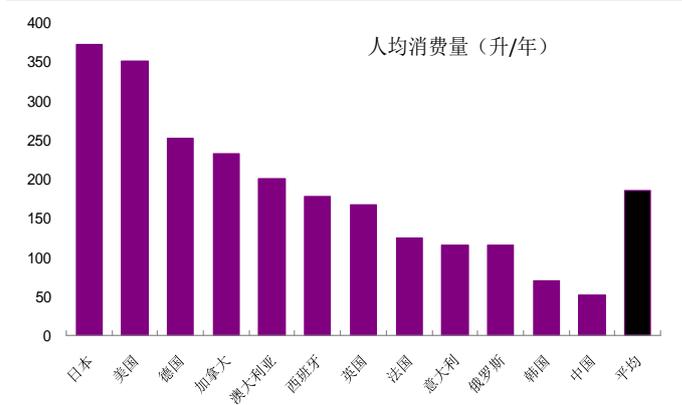
如按照发达国家液态奶及非碳酸饮料人均消费量测算，我国液态奶市场和非碳酸饮料市场都还有很大的发展空间。

图 20: 2009 年全球主要液态奶市场人均消费量



资料来源: 利乐乳业指数、Frost & Sullivan

图 21: 2009 年全球主要非碳酸饮料市场人均消费量

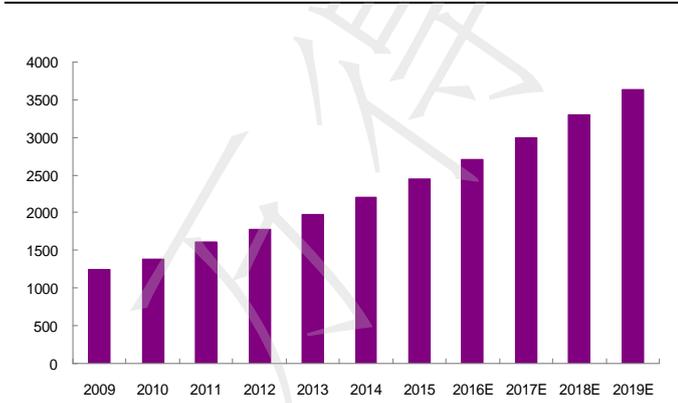


资料来源: TechNavio

液态食品总量的增长和结构的变化将维持包装机械行业下游需求的稳定增长。液态食品涵盖的领域较多，涵盖乳品、饮料、食用油脂、调味品等，随着国民经济的逐步发展，大众消费者对健康、中高端食品的需求会逐步上升；根据 Euromonitor 的统计数据，2014 年我国液态奶产品零售总额为 2203.80 亿元，较 2013 年上升 11.60%；预计到 2019 年液态奶产品市场零售总额将达到 3628.08 亿元，2009-2019 年年均复合增长率达 11.21%。

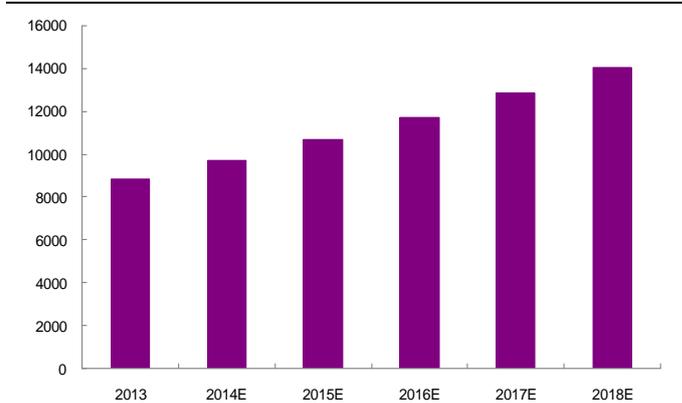
此外，根据 Business Monitor 的统计数据，2013 年我国饮料市场销售额预计达到 8823.34 亿元，较 2012 年上升 12.93%；预计到 2018 年饮料市场总销售额将达到 14035.70 亿元，2013-2018 年年均复合增长率达 9.70%。

图 22: 2009-2019 年中国液态奶产品市场零售额(亿元)



资料来源: 招股说明书, Euromonitor,

图 23: 2013-2018 年中国饮料市场销售总额 (亿元)



资料来源: 招股说明书, Business Monitor

各类包装机械均有较大市场需求。由于消费者的需求不断变化，液态食品包装形式也不断推陈出新，从而推动了各类包装设备的更新改造和升级换代，根据 Freedonia 的行业报告《中国包装机械行业》，2011 年我国包装机械的需求总量达到 278 亿元，到 2016 年预计需求总量将达到 400 亿元，其中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 180 亿元，占包装机械总需求量的 45.13%；到 2021 年预计需求总量将达到 550 亿元，其中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%。

表 5: 2006-2021 年中国包装机械需求量 (单位: 亿元)

|              | 2006 年 | 2011 年 | 2016 年 | 2021 年 | 年均复合增长率 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 灌装机以及成型灌装封口机 | 39.50  | 83.00  | 121.00 | 168.50 | 10.15%  |
| 标签以及打码机      | 21.50  | 45.50  | 67.50  | 96.50  | 10.53%  |
| 后道包装机        | 20.50  | 41.50  | 59.50  | 81.50  | 9.64%   |
| 其他机械         | 37.00  | 76.00  | 107.00 | 143.00 | 9.43%   |
| 零部件          | 16.50  | 32.00  | 45.00  | 60.50  | 9.05%   |
| 包装机械总需求量     | 135.00 | 278.00 | 400.00 | 550.00 | 9.82%   |

资料来源: 招股说明书, Freedonia

各类液态食品包装机械设备需求将持续保持高速增长。Freedonia 的报告显示, 我国液态食品包装机械需求总量 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 82.4 亿元, 2021 年将达到 115 亿元。其中, 乳品包装机械需求量增速仅次于碳酸饮料, 2001-2021 年的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将达 24 亿元, 2021 年将达到 34.6 亿元。

表 6: 2001-2021 年中国乳品及饮料包装机械需求量 (单位: 亿元)

|               | 2001 年 | 2006 年 | 2011 年 | 2016 年 | 2021 年 | 年均复合增长率 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 乳品            | 1.70   | 4.60   | 14.30  | 24.00  | 34.60  | 16.26%  |
| 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%  |
| 乳品及饮料包装机械总需求量 | 12.50  | 26.60  | 56.20  | 82.40  | 115.00 | 11.74%  |

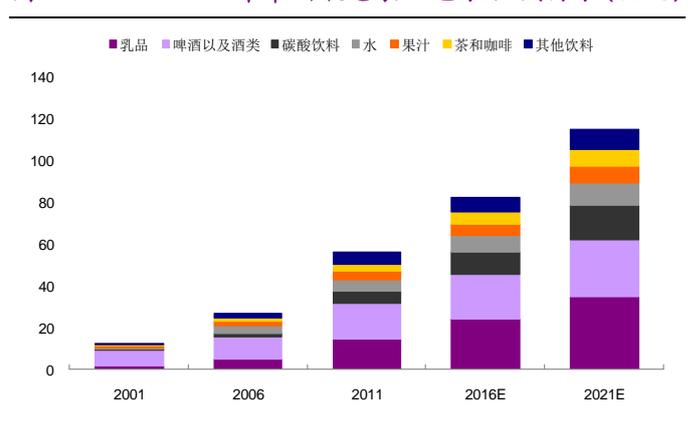
资料来源: 招股说明书, Freedonia

图 24: 2006-2021 年中国包装机械需求 (亿元)



资料来源: 招股说明书, Freedonia

图 25: 2001-2021 年中国液态食品包装机械需求 (亿元)



资料来源: 招股说明书, Freedonia

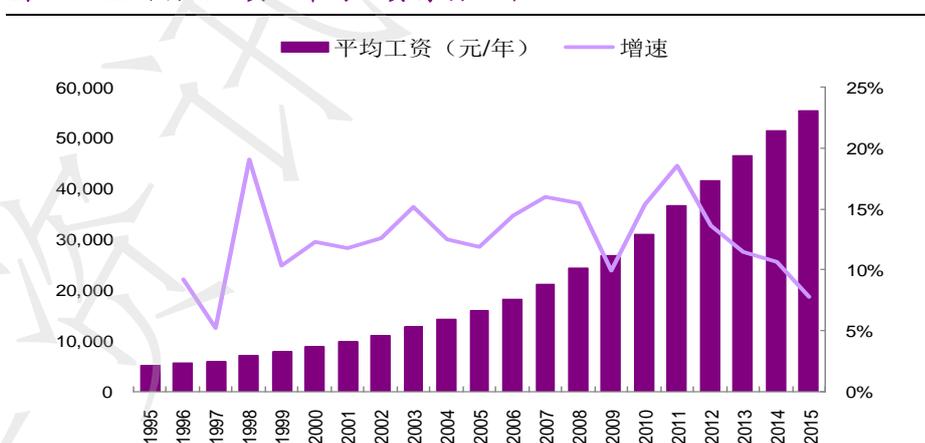
国内进口替代空间较大。国内包装机械企业起步较晚, 上世纪九十年代中后期才开始有中国企业逐步打破国际巨头的垄断, 目前部分中高端产品已经达到国际水平, 随着国内企业研发实力、产品创新能力的不断加强, 以及人力成本低、反应速度快、服务品质好等优势逐渐显现, 我们判断整个行业未来的国产化率将进一步提升。

**国际欠发达地区消费升级，需求旺盛。**国际部分欠发达地区，比如印尼、老挝、越南等东南亚国家，人口密度大，人均饮奶量较大，饮奶习惯已经养成；但很多年前主要是袋装销售，并不需要包装，近年来随着消费升级，包装以及包装机械的需求才产生并且逐步增大，目前所使用的设备大多还相对落后，设备升级和新增的需求较大。国内企业的产品价格优势明显、性价比高，具有较强的竞争优势，随着这些国家经济的发展，市场需求进一步扩大，也将给国内企业带来更大的机会。

### 2.3、自动化和智能化势在必行

**人工成本屡创新高，后道包装自动化程度亟需提高。**目前，国内液态食品的二道包装多采用人工方式或是半自动方式，人员需求较大、生产成本较高、工作效率及稳定性偏低。近年来随着物价上涨，劳动力价格不断上涨，企业生产成本快速增长，下游企业迫切地需要提高生产环节的自动化程度，以有效降低生产成本、提高生产可靠性。

图 26：全国制造业员工平均工资持续上升



资料来源：Wind

**智能包装设备比重逐步增大，可拓展性强。**从新型智能包装设备市场的发展趋势来看，集成化、高速化、柔性化、智能化、节能化和高精度化是未来包装设备制造业发展的重中之重，高端智能包装设备在产品结构中的比重正在快速提升；另一方面，从世界范围来看，国际高端智能包装设备生产厂商均实现了产品应用的跨领域发展，这不但可以拓宽目标市场、形成规模经济，而且可以降低依赖某一特定行业产生的风险。

图 27：包装机械智能化程度提升成为必然趋势



资料来源：互联网，光大证券研究所整理

### 3、中亚股份，三大优势打造包装机械明星

#### 3.1、技术领先，产品性能卓越

公司自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，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、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。截至2016年2月，中亚机械共拥有99项发明专利、155项实用新型专利、52项外观设计专利、国外专利3项，中亚瑞程拥有1项发明专利。

**产品性价比高，品类齐全。**公司的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。产品种类齐全，包括各类液态食品灌装封口设备、后道智能包装设备、中空容器吹塑设备等，这些设备覆盖了成型、灌装、封口（封切）、后道包装的主要包装工序，并适用于10升以下各类塑杯、塑盒、塑袋、塑瓶和塑桶等包装形式。

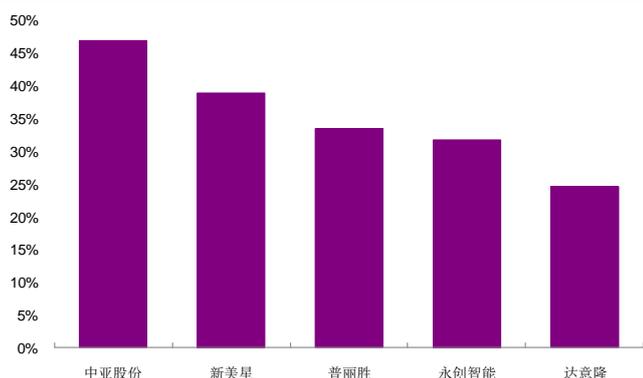
表7：公司与国内外主要企业在技术方面的对比

|        | 中亚股份   | 国内部分企业   | 国外部分企业  |
|--------|--|--|---|
| 稳定生产速度 | 袋装设备：16000袋/时<br>杯装设备：<br>联杯设备：40000杯/时（含贴标）<br>预制杯设备：30000杯/时<br>瓶装设备：<br>旋转式灌装设备：40000瓶/时<br>直线式灌装设备：24000瓶/时<br>后道智能包装设备：可实现高速及复杂产品包装 | 袋装设备：8000袋/时<br>杯装设备：<br>联杯设备：20000杯/时（不贴标）<br>预制杯设备：30000杯/时<br>瓶装设备：<br>旋转式灌装设备：30000瓶/时<br>直线式灌装设备：10000瓶/时<br>后道智能包装设备：可实现高速产品包装 | 袋装设备：16000袋/时<br>杯装设备：<br>联杯设备：80000杯/时（含贴标）<br>预制杯设备：40000杯/时<br>瓶装设备：<br>旋转式灌装设备：48000瓶/时<br>直线式灌装设备：40000瓶/时<br>后道智能包装设备：可实现超高速及复杂产品包装 |
| 运行效率   | ≥95%   | ≥90%   | ≥97%  |
| 设计使用寿命 | 10年  | 10年  | 15年   |
| 灭菌效率   | ≥LOG5（瓶装）<br>≥LOG5（袋装）   | ≤LOG3（瓶装）<br>≥LOG5（袋装）   | ≥LOG5（瓶装）<br>≥LOG5（袋装）<br>≥LOG5（杯装）   |
| 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；<br>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。       | 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。  | 由于国外企业的运营历史较长，相关经验积累丰富，并有成熟的制造、装配、质检流程，设备的整体装配精度高，设备的可靠性高。  |

资料来源：招股说明书

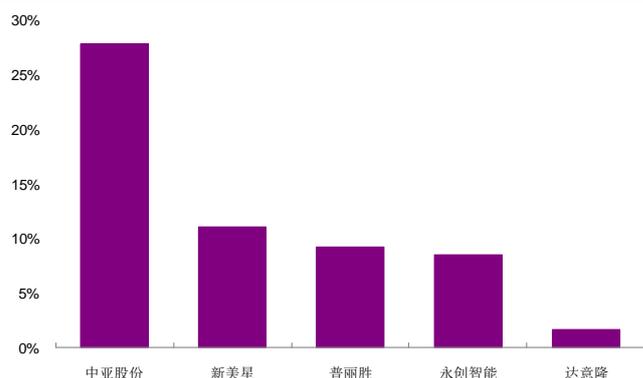
**产品附加值高，利润水平明显高于国内竞争对手。**公司主要业务来自乳品企业，受益于整个行业技术壁垒较高和公司自身产品品质过硬，公司的综合毛利率和净利率都要显著高于国内竞争对手。

图 28：2015 年国内包装机械企业产品毛利率对比



资料来源：Wind

图 29：2015 年国内包装机械企业净利率对比



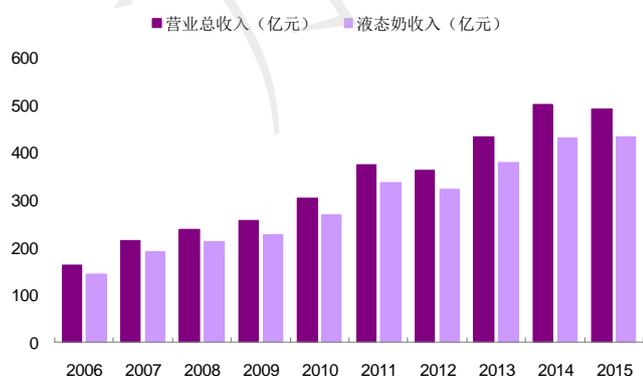
资料来源：Wind

### 3.2、龙头品牌，客户资源优质

品牌影响力持续提升，有利于降低公司成本和拓展新市场。公司多年来扎根于液态食品包装机械行业，通过多年如一的产品品质赢得了国内众多知名企业的满意和信赖。公司曾获得多项荣誉，包括国家火炬计划重点高新技术企业、中华全国工商业联合会科技创新企业、中国轻工机械协会中国液态食品机械行业“十强”企业、浙江省纳税信用等级 AAA 级企业、浙江省高新技术企业、浙江省科技型中小企业、浙江省著名商标、浙江省创新型示范企业、浙江省标准创新型示范企业、浙江省专利示范企业、浙江省五一劳动奖等。根据中国轻工机械协会统计，2013-2015 年，ZHONGYA 牌乳品包装机械市场占有率均列国内同行第一。

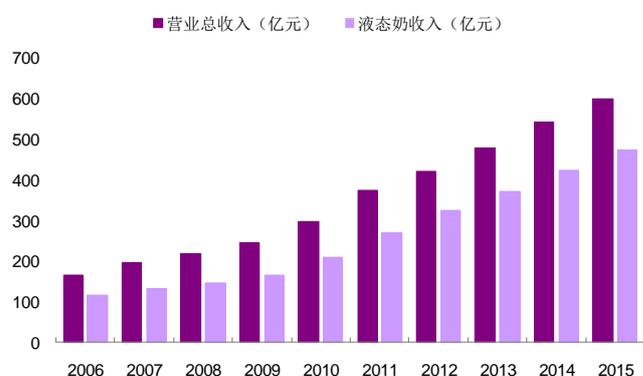
公司与下游行业巨头建立了长期合作关系，大客户给公司业绩和品牌带来双重保障。公司的主要客户均为下游行业领导品牌，在业内具有较高的知名度和美誉度，这一方面为公司合同执行、资金回笼等日常经营提供有效保障，另一方面也为公司吸引新客户、开拓新市场奠定了有利基础。在乳品饮料领域，根据 Euromonitor 统计，2014 年全球销量前 15 名乳品企业中有 9 家为公司客户，2014 年中国销量前 30 名乳品企业中有 26 家为公司客户。公司前两大客户蒙牛和伊利（销售占比总和接近 50%）近年来业绩增长稳定，对上游需求旺盛，我们判断这将给公司未来业绩增长提供较强的保证。

图 30：蒙牛乳业近十年业绩变化情况



资料来源：Wind，蒙牛乳业年报

图 31：伊利股份近十年业绩变化情况



资料来源：Wind，伊利股份年报

在食用油脂领域、日化产品领域、医疗健康领域，公司也和中粮集团、联合利华、亚宝药业等优质客户保持稳定合作关系。

**表 8：公司各下游主要客户**

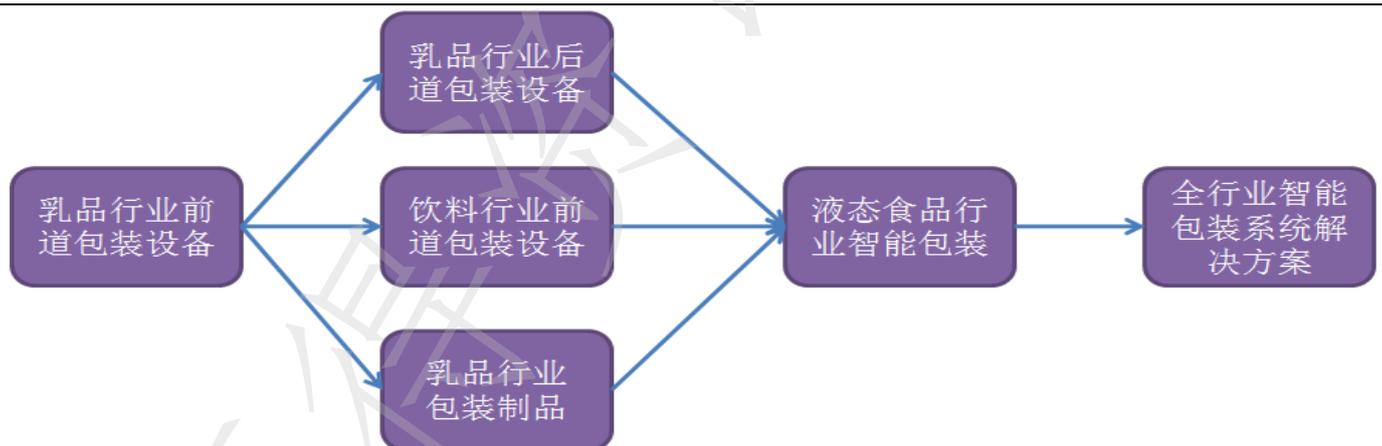
| 领域   | 主要客户   |
|------|--|
| 乳品饮料 | 蒙牛乳业、伊利集团、光明乳业、雀巢、娃哈哈、旺旺、三元食品、辉山乳业、现代牧业、新希望、皇氏乳业、香飘飘、可口可乐、百事可乐 |
| 食用油脂 | 中粮集团、益海嘉里、   |
| 日化产品 | 联合利华   |
| 医疗健康 | 亚宝药业、博科林药品包装、海正药业、汤臣倍健、恒瑞医药                                    |

资料来源：招股说明书，公司年报

### 3.3、战略清晰，加速产业升级

从液态食品包装制造商逐渐向智能包装系统解决方案领军者转型。公司自成立之初，就有非常明确的战略规划并且有序执行：起步并且立足于子行业中技术壁垒最高、利润率最高的乳品行业前道包装设备，切入其他液态饮料行业前道包装设备、乳品行业后道包装设备以及包装制品，全面进入液态食品后道包装设备，大力拓展医药、日化、电子等其他行业包装设备，成为智能包装系统解决方案的领军者。

**图 32：公司整体战略发展方向**



资料来源：光大证券研究所

募投项目提升公司成长速度，提升产能，加速产业升级。公司 2016 年 5 月 IPO 募集资金 6.6 亿元，将用于新型智能包装机械产业化项目、新型瓶装无菌灌装设备产业化项目以及研发技术中心及实验室建设项目的建设。

**表 9：IPO 募集资金及用途**

| 项目名称            | 项目投资金额 (万元) | 使用募集资金金额 (万元) | 建设期   |
|-----------------|-------------|---------------|-------|
| 新型智能包装机械产业化项目   | 36210       | 36210         | 24 个月 |
| 新型瓶装无菌灌装设备产业化项目 | 16466       | 16466         | 24 个月 |
| 研发技术中心及实验室建设项目  | 5810        | 5810          | 24 个月 |
| 其他与主营业务相关的营运资金  | 8000        | 8000          | -     |

资料来源：招股说明书

研发、生产、检测能力大幅提升，全面提升提供系统解决方案综合能力。建设期完成后，公司将新增年产 204 台（套）新型智能包装机械以及 13 台 DABL 系列全自动无菌型塑瓶灌装拧盖机组的生产能力，同时将新增各类研

发、全性能检测等设备仪器 216 台（套），形成国内包装机械行业一流的研发和全方位模拟测试能力。

表 10：智能包装机械项目拟新增产能

| 产品类别           | 产品名称                                | 数量（台套）     |
|----------------|-------------------------------------|------------|
| 全自动杯装产品智能包装生产线 | DXR 系列联杯产品成型灌装封切及后道智能整理、裹包、装箱自动化生产线 | 6          |
|                | DGD 系列预制杯产品灌装封口及后道智能裹包或装箱自动化生产线     | 10         |
| 全自动瓶装产品智能包装生产线 | DUBL 系列全自动超洁净型塑瓶灌装拧盖及后道智能装箱自动化生产线   | 8          |
|                | GF 系列全自动塑瓶称重式旋转灌装拧盖机                | 35         |
| 全自动袋装产品智能包装生产线 | DKXD 系列全自动无菌塑袋智能包装生产线               | 25         |
|                | DZXJ 系列全自动袋装产品智能装箱机                 | 25         |
| 礼品包装产品智能装箱生产线  | DXZL 系列全自动利乐砖礼品装智能装箱机               | 25         |
| 高精度智能化吹瓶生产线    | IBM 系列全自动注吹成型机                      | 40         |
|                | EBM 系列全自动挤吹成型机                      | 30         |
| 合计             |                                     | <b>204</b> |

资料来源：招股说明书

## 4、盈利预测与投资评级

### 4.1、关键假设及分项收入预测

公司是液态食品包装机械领域龙头企业，未来随着市场占有率的进一步提升和后道智能包装设备的快速发展，包装设备收入将稳定增长，我们预测未来三年增长分别是 10%、13%、15%。

塑料包装制品主要是“卫星工厂”为企业配套生产的容器，销量和收入未来将随着“卫星工厂”的逐个新建完成而有序增长，我们预测未来三年增长分别是 0%、5%、10%。

表 11：中亚股份收入分项预测

| 单位：百万元        | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入          | 265    | 304    | 376    | 519    | 586    | 633    | 707    | 807    |
| 增长率           | /      | 15%    | 24%    | 38%    | 13%    | 8%     | 12%    | 14%    |
| 毛利            | 129    | 161    | 186    | 258    | 276    | 305    | 338    | 383    |
| 主营毛利率         | 48.83% | 53.11% | 49.55% | 49.71% | 47.18% | 48.11% | 47.84% | 47.47% |
| <b>包装设备</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入            | 265    | 291    | 312    | 405    | 474    | 521    | 589    | 678    |
| 增长率           | /      | 10%    | 7%     | 30%    | 17%    | 10%    | 13%    | 15%    |
| 毛利            | 129    | 158    | 166    | 222    | 242    | 271    | 303    | 346    |
| 毛利率(%)        | 48.83  | 54.19  | 53.15  | 54.91  | 51.03  | 52     | 51.5   | 51     |
| <b>塑料包装制品</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入            |        | 13     | 64     | 114    | 112    | 112    | 118    | 129    |
| 增长率           |        | /      | 398%   | 79%    | -2%    | 0%     | 5%     | 10%    |
| 毛利            |        | 4      | 20     | 36     | 35     | 34     | 35     | 38     |
| 毛利率(%)        |        | 28.58  | 31.96  | 31.22  | 30.89  | 30     | 29.5   | 29     |

资料来源：光大证券研究所

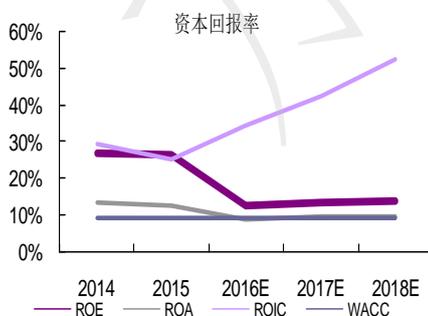
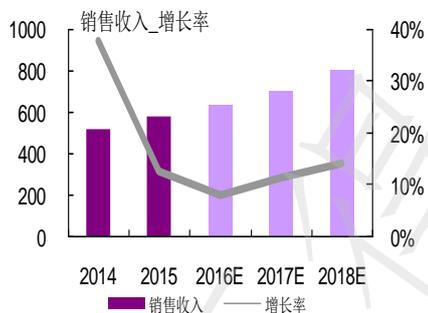
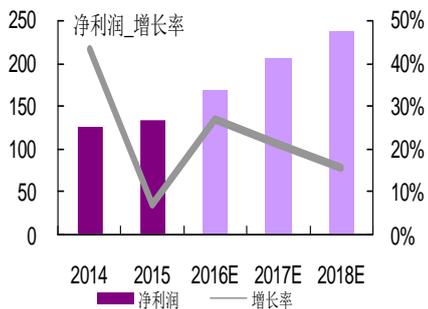
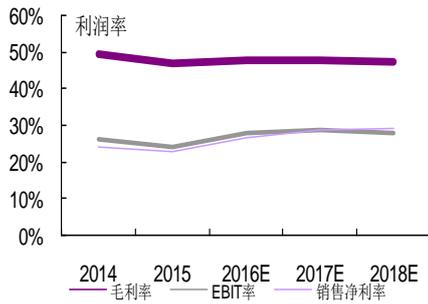
## 4.2、盈利预测与投资评级

我们预计公司 2016-2018 年实现净利润分别为 1.69/2.04/2.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.76/0.87 元，未来三年净利润复合增长率 20.9%。当前股价对应 2016-2018 年 PE 分别为 64/53/46 倍，首次覆盖给予增持评级，目标价 45 元。

| 指标             | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 520    | 587    | 634    | 708    | 808    |
| 营业收入增长率        | 37.95% | 12.86% | 8.09%  | 11.59% | 14.17% |
| 净利润（百万元）       | 125    | 134    | 169    | 204    | 236    |
| 净利润增长率         | 43.06% | 6.88%  | 26.63% | 20.78% | 15.48% |
| EPS（元）         | 0.46   | 0.50   | 0.63   | 0.76   | 0.87   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 26.68% | 26.32% | 12.52% | 13.42% | 13.74% |
| P/E            | 86     | 81     | 64     | 53     | 46     |

## 5、风险提示

下游行业需求减少，客户集中度较高



| 利润表 (百万元)       | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>520</b>    | <b>587</b>    | <b>634</b>    | <b>708</b>    | <b>808</b>    |
| 营业成本            | 262           | 310           | 329           | 369           | 424           |
| 折旧和摊销           | 16            | 17            | 22            | 26            | 29            |
| 营业税费            | 6             | 7             | 7             | 6             | 8             |
| 销售费用            | 41            | 47            | 44            | 46            | 57            |
| 管理费用            | 70            | 79            | 76            | 81            | 93            |
| 财务费用            | -2            | -3            | -11           | -21           | -27           |
| 公允价值变动损益        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益            | 2             | 2             | 2             | 2             | 2             |
| <b>营业利润</b>     | <b>141</b>    | <b>147</b>    | <b>190</b>    | <b>227</b>    | <b>254</b>    |
| <b>利润总额</b>     | <b>150</b>    | <b>158</b>    | <b>199</b>    | <b>241</b>    | <b>278</b>    |
| 少数股东损益          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>125.07</b> | <b>133.68</b> | <b>169.28</b> | <b>204.45</b> | <b>236.10</b> |

| 资产负债表 (百万元) | 2014       | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>总资产</b>  | <b>926</b> | <b>1,064</b> | <b>1,932</b> | <b>2,171</b> | <b>2,459</b> |
| 流动资产        | 673        | 764          | 1,606        | 1,819        | 2,084        |
| 货币资金        | 285        | 263          | 1,171        | 1,400        | 1,680        |
| 交易型金融资产     | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收帐款        | 80         | 84           | 95           | 112          | 136          |
| 应收票据        | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他应收款       | 4          | 6            | 6            | 7            | 8            |
| 存货          | 292        | 405          | 328          | 294          | 253          |
| 可供出售投资      | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 持有到期金融资产    | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资        | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产        | 107        | 110          | 167          | 203          | 220          |
| 无形资产        | 81         | 80           | 86           | 94           | 101          |
| <b>总负债</b>  | <b>457</b> | <b>556</b>   | <b>580</b>   | <b>648</b>   | <b>740</b>   |
| 无息负债        | 457        | 556          | 580          | 648          | 740          |
| 有息负债        | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>股东权益</b> | <b>469</b> | <b>508</b>   | <b>1,353</b> | <b>1,523</b> | <b>1,718</b> |
| 股本          | 101        | 101          | 270          | 270          | 270          |
| 公积金         | 103        | 115          | 639          | 659          | 683          |
| 未分配利润       | 261        | 286          | 438          | 588          | 760          |
| 少数股东权益      | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |

| 现金流量表 (百万元)      | 2014       | 2015       | 2016E      | 2017E      | 2018E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>178</b> | <b>117</b> | <b>271</b> | <b>291</b> | <b>343</b> |
| 净利润              | 125        | 134        | 169        | 204        | 236        |
| 折旧摊销             | 16         | 17         | 22         | 26         | 29         |
| 净营运资金增加          | 22         | 39         | -71        | -54        | -67        |
| 其他               | 16         | -72        | 151        | 115        | 145        |
| <b>投资活动产生现金流</b> | <b>-28</b> | <b>-43</b> | <b>-49</b> | <b>-50</b> | <b>-50</b> |
| 净资本支出            | -31        | -45        | -51        | -52        | -52        |
| 长期投资变化           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他资产变化           | 3          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>-13</b> | <b>-96</b> | <b>686</b> | <b>-12</b> | <b>-13</b> |
| 股本变化             | 0          | 0          | 169        | 0          | 0          |
| 债务净变化            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 无息负债变化           | 154        | 98         | 24         | 69         | 92         |
| <b>净现金流</b>      | <b>138</b> | <b>-21</b> | <b>908</b> | <b>228</b> | <b>280</b> |

资料来源：光大证券、上市公司

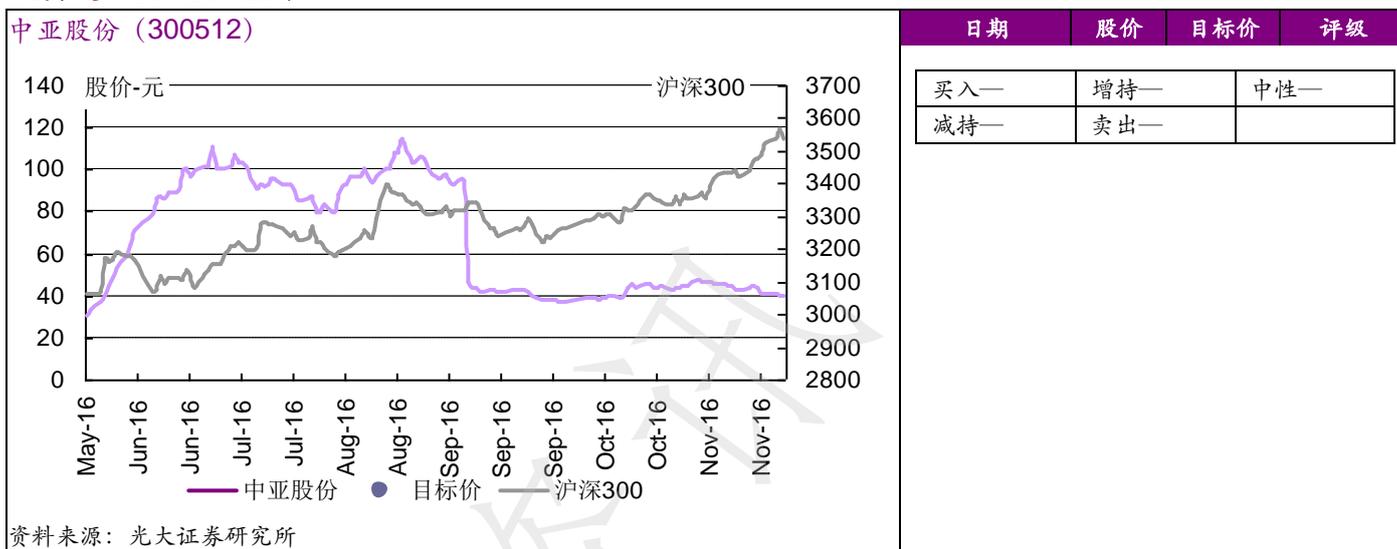
| 关键指标                         | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>           |        |        |        |        |        |
| 收入增长率                        | 37.95% | 12.86% | 8.09%  | 11.59% | 14.17% |
| 净利润增长率                       | 43.06% | 6.88%  | 26.63% | 20.78% | 15.48% |
| EBITDA/EBITDA 增长率            | 49.28% | 4.44%  | 24.85% | 14.98% | 10.51% |
| EBIT/EBIT 增长率                | 54.27% | 4.02%  | 24.63% | 14.38% | 10.21% |
| <b>估值指标</b>                  |        |        |        |        |        |
| PE                           | 86     | 81     | 64     | 53     | 46     |
| PB                           | 23     | 21     | 8      | 7      | 6      |
| EV/EBITDA                    | 26     | 25     | 49     | 42     | 37     |
| EV/EBIT                      | 29     | 28     | 55     | 48     | 42     |
| EV/NOPLAT                    | 35     | 33     | 65     | 56     | 49     |
| EV/Sales                     | 8      | 7      | 16     | 14     | 12     |
| EV/IC                        | 10     | 8      | 23     | 24     | 26     |
| <b>盈利能力 (%)</b>              |        |        |        |        |        |
| 毛利率                          | 49.62% | 47.11% | 48.11% | 47.84% | 47.47% |
| EBITDA 率                     | 29.44% | 27.25% | 31.47% | 32.43% | 31.39% |
| EBIT 率                       | 26.40% | 24.34% | 28.06% | 28.76% | 27.77% |
| 税前净利润率                       | 28.80% | 26.93% | 31.45% | 34.00% | 34.39% |
| 税后净利润率 (归属母公司)               | 24.06% | 22.79% | 26.70% | 28.90% | 29.23% |
| ROA                          | 13.51% | 12.57% | 8.76%  | 9.42%  | 9.60%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)             | 26.68% | 26.32% | 12.52% | 13.42% | 13.74% |
| 经营性 ROIC                     | 29.26% | 25.19% | 34.71% | 42.54% | 52.74% |
| <b>偿债能力</b>                  |        |        |        |        |        |
| 流动比率                         | 1.49   | 1.38   | 2.79   | 2.82   | 2.83   |
| 速动比率                         | 0.84   | 0.65   | 2.22   | 2.37   | 2.48   |
| 归属母公司权益/有息债务                 | -      | -      | -      | -      | -      |
| 有形资产/有息债务                    | -      | -      | -      | -      | -      |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b> |        |        |        |        |        |
| EPS                          | 0.46   | 0.50   | 0.63   | 0.76   | 0.87   |
| 每股红利                         | 0.00   | 0.00   | 0.13   | 0.15   | 0.17   |
| 每股经营现金流                      | 0.66   | 0.43   | 1.00   | 1.08   | 1.27   |
| 每股自由现金流(FCFF)                | 0.30   | 0.21   | 0.71   | 0.75   | 0.88   |
| 每股净资产                        | 1.74   | 1.88   | 5.01   | 5.64   | 6.36   |
| 每股销售收入                       | 1.93   | 2.17   | 2.35   | 2.62   | 2.99   |

资料来源：光大证券、上市公司

### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040  
 总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易总部 | 姓名  | 办公电话          | 手机                      | 电子邮件                   |                   |
|--------|-----|---------------|-------------------------|------------------------|-------------------|
| 上海     | 濮维娜 | 021-22167099  | 13611990668             | puwn@ebscn.com         |                   |
|        | 周薇薇 | 021-22169087  | 13671735383             | zhouww1@ebscn.com      |                   |
|        | 徐又丰 | 021-22169082  | 13917191862             | xuyf@ebscn.com         |                   |
|        | 李强  | 021-22169131  | 18621590998             | liqiang88@ebscn.com    |                   |
|        | 罗德锦 | 021-22169146  | 13661875949/13609618940 | luodj@ebscn.com        |                   |
|        | 张弓  | 021-22169083  | 13918550549             | zhanggong@ebscn.com    |                   |
|        | 黄素青 | 021-22169130  | 13162521110             | huangsuqing@ebscn.com  |                   |
|        | 邢可  | 021-22167108  | 15618296961             | xingk@ebscn.com        |                   |
|        | 计爽  | 021-22167101  | 18017184645             | jishuang@ebscn.com     |                   |
|        | 陈晨  | 021-22167330  | 15000608292             | chenchen66@ebscn.com   |                   |
|        | 吕程  | 021-22169152  | 18616981623             | lvch@ebscn.com         |                   |
|        | 王昕宇 | 021-22169129  | 15216717824             | wangxinyu@ebscn.com    |                   |
|        | 北京  | 黄怡            | 010-58452027            | 13699271001            | huangyi@ebscn.com |
|        |     | 郝辉            | 010-58452028            | 13511017986            | haohui@ebscn.com  |
| 梁晨     |     | 010-58452025  | 13901184256             | liangchen@ebscn.com    |                   |
| 杜婧瑶    |     | 010-58452038  | 13910115588             | dujy@ebscn.com         |                   |
| 吕凌     |     | 010-58452035  | 15811398181             | lvling@ebscn.com       |                   |
| 郭晓远    |     | 010-58452029  | 15120072716             | guoxiaoyuan@ebscn.com  |                   |
| 王曦     |     | 010-58452036  | 18610717900             | wangxi@ebscn.com       |                   |
| 关明雨    |     | 010-58452037  | 18516227399             | guanmy@ebscn.com       |                   |
| 张彦斌    |     | 010-58452040  | 18614260865             | zhangyanbin@ebscn.com  |                   |
| 深圳     |     | 黎晓宇           | 0755-83553559           | 13823771340            | lixu1@ebscn.com   |
|        |     | 李潇            | 0755-83559378           | 13631517757            | lixiao1@ebscn.com |
|        | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855             | zhangyx@ebscn.com      |                   |
|        | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603             | wangyuanfeng@ebscn.com |                   |
|        | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561             | zhangjingwen@ebscn.com |                   |
|        | 牟俊宇 | 0755-83552459 | 13606938932             | moujy@ebscn.com        |                   |
| 国际业务   | 陶奕  | 021-22169091  | 18018609199             | taoyi@ebscn.com        |                   |
|        | 戚德文 | 021-22169491  | 18101889111             | qidw@ebscn.com         |                   |
|        | 金英光 | 021-22169085  | 13311088991             | jinyg@ebscn.com        |                   |
|        | 傅裕  | 021-22169092  | 13564655558             | fuyu@ebscn.com         |                   |