

**投资评级：推荐（维持）**
**分析师**

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

**联系人（研究助理）：**

李倩倩 021-61680674

Email:liqq@cgws.com

从业证书编号:S1070115120028

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

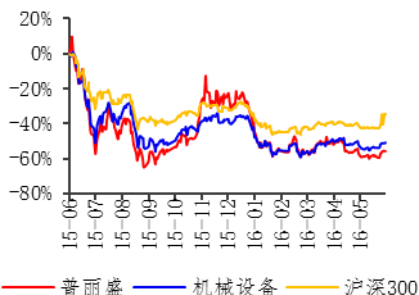
从业证书编号:S1070115070101

**市场数据**

目前股价	41.5
总市值（亿元）	41.50
流通市值（亿元）	24.44
总股本（万股）	10,000
流通股本（万股）	5,889
12个月最高/最低	104.97/31.40

**盈利预测**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	195	175	234
(+/-%)	-64.0%	-9.9%	33.3%
净利润	25	25	33
(+/-%)	-50.0%	0.0%	30.0%
摊薄 EPS	0.25	0.25	0.33
PE	192.24	192.22	147.84

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 深耕液态食品包装，积极外延布局

## ——普丽盛（300442）公司深度报告

**投资建议**

我们预测公司 2016-2018 年归属母公司的净利润为 0.25 亿、0.25 亿和 0.33 亿，对应的 EPS 分别是 0.25 元、0.25 元和 0.33 元。公司是我国液态食品包装机械行业的领先企业，并且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，随着公司围绕产业链积极外延布局的日益完善和行业集中度的进一步提高，公司未来两年有望迎来业绩增长的拐点，维持“推荐”评级。

**投资要点**

- **公司是液态食品包装一体化方案提供商。** 公司是我国行业内的领先企业，产品线齐全，分为液态食品包装机械和纸铝复合无菌包装材料，其中包装机械又包括灌装机系列、前处理系列和浓缩干燥设备。公司能够为下游液态食品生产企业提供从技术咨询、整体工厂设计、生产工艺路线设计等服务，是国内为数不多的液态食品包装一体化方案提供商。
- **技术水平领先，不断自主创新。** 公司在液态食品无菌灌装领域，打破了国际液态食品包装企业对无菌纸铝复合材料灌装技术的长期垄断。目前，公司已同时掌握无菌纸铝复合材料灌装技术和无菌共挤材料灌装技术两种无菌灌装技术。公司通过多年的行业经验积累和自主创新，已经在行业内树立了一线品牌的形象，获得了市场的认可。
- **公司产品下游应用行业空间广阔。** 公司产品的下游行业主要是饮料和乳制品制造业等液态食品行业，随着下游行业的快速发展和行业集中度提高所带来的公司市场份额的扩大，公司未来的发展空间广阔。
- **积极外延布局，整合产业链资源。** 公司 2015 年 11 月出资 6000 万元（60% 股权）设立普华盛，普华盛后又对外投资设立苏州国珠，布局 PET、PP 吹瓶技术领域；2015 年 12 月公司以 1.2 亿元竞拍苏州黑牛食品；2016 年 2 月投资 700 万元（35% 股权）设立上海普狄，上海普狄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。未来公司仍将继续寻求外延并购标的，致力于成为行业内产业链资源的整合者。
- **风险提示：** 市场竞争加剧风险，原材料价格上升压缩利润空间风险。

## 目录

1. 公司是液态食品包装一体化方案提供商	4
1.1 技术领先，液体食品包装机械行业龙头	4
1.2 核心高管控股，决策效率高	5
1.3 公司业绩下滑，但仍具成长性	8
2. 布局机器人，新增业务延伸产品线	10
2.1 由机器人切入智能制造领域	10
2.2 中国引领全球无菌包装市场	11
2.3 下游应用空间巨大释放国内无菌包装市场需求	13
2.4 抢占外商垄断的国内中高端市场	17
2.5 对标利乐：全球领先的食物包装解决方案供应商	18
3. 公司竞争优势助力未来发展	20
3.1 无菌包装技术是公司首要优势	20
3.2 公司已形成品牌和服务优势	20
3.3 公司具备外延和产能扩大优势	22
3.4 公司产品带来协同效应优势	22
4. 估值与投资建议	22
4.1 关键假设与盈利预测	22
4.2 估值	23
风险提示	23
附：盈利预测表	24

图表目录

图 1: 高新技术企业认证.....	4
图 2: 中国乳制品协会自主创新产品奖.....	4
图 3: 食品包装分类及公司业务类别情况.....	5
图 4: 发行前公司股权结构.....	5
图 5: 公司近年来营业收入及增速.....	8
图 6: 公司近年来归母净利润及增速.....	8
图 7: 公司主营产品毛利率水平.....	8
图 8: 公司主营业务构成(分产品).....	8
图 9: 公司 2015 年主营业务构成.....	9
图 10: 公司三大费用占营业总成本比例.....	9
图 11: 公司主营业务构成(分地区).....	9
图 12: 公司近年来研发投入情况.....	9
图 13: 国内机器人市场规模预测(销量角度).....	10
图 14: 国内机器人市场规模预测(机器人密度角度).....	10
图 15: 我国机器人销量及增速与全球的对比.....	11
图 16: 我国工业机器人销量预测.....	11
图 17: 上下游行业.....	11
图 18: 无菌包装市场: 按数量呈列(2005-2015, 十亿包).....	12
图 19: 2015 年估计全球无菌包装市场销售量明细分析.....	12
图 20: 无菌包装人均消费量(2009 年及 2015 年估计).....	12
图 21: 2014 年中国各省份液态乳制品产量分布.....	12
图 22: 2005-2015 年全国软饮料产品产量(万吨).....	13
图 23: 无菌包装收益明细(2005-2015 年估计).....	14
图 24: 果蔬汁饮料及即饮茶市场产量(2005-2015 年估计).....	14
图 25: 2005-2015 年全国牛奶产量(万吨).....	14
图 26: 2005-2015 年全国酸奶产品零售量(万吨).....	15
图 27: 全球主要液态奶市场人均消费量比较(2014 年).....	15
图 28: 同行业主要企业情况.....	17
图 29: 利乐包装产品组合.....	19
图 30: 利乐灌装机.....	19
图 31: 公司部分知名客户.....	21
表 1: 发行前后公司股本结构变化情况.....	6
表 2: 公司主要产品.....	7
表 3: 2006-2021 年中国包装机械需求量 单位: 亿元.....	16
表 4: 2001-2021 年中国乳品及饮料包装机械需求量(按产品分类) 单位: 亿元.....	16
表 5: 同行业企业基本情况.....	18
表 6: 常见液态包装.....	21
表 7: 公司盈利预测.....	23
表 8: 普丽盛与可比上市公司估值对比.....	23

# 1. 公司是液态食品包装一体化方案提供商

## 1.1 技术领先，液体食品包装机械行业龙头

公司主要产品包括液态食品包装机械和纸铝复合无菌包装材料。公司所处行业为食品包装行业，细分属液态食品包装机械行业 and 无菌包装材料行业，是饮料、液态乳制品等液态食品行业的上游行业。公司一直专注于为饮料、乳制品等液态食品生产企业提供生产设备和包装材料，除浓缩干燥设备产品用于奶粉类生产外，主要产品均用于饮料、乳制品等液态食品的生产。

**人才优势和研发能力显著。**公司已经积累了十多年的液态食品包装机械行业的从业经验，培养了一大批经验丰富的跨学科、复合型的专业人才，至 2015 年末研发人员达到 110 人，占公司总人数的 14.14%，公司累计获得各项专利 45 项。公司 2010 年被评为“上海市科技小巨人培育企业”，2015 年度公司新增研发项目 7 个，分别为高阻隔可微波加热无菌包装、金属光泽无菌牛奶砖包、无菌牛奶加盖大包装、PPF-PPA 无菌纸罐生产线、PCF1000 超洁净加盖大容量全自动包装机、全自动蒸汽直喷式杀菌机装置（SDI）、奶酪拉伸机及配套生产线，累计还在持续投入的研发项目共 13 个。

**公司拥有无菌包装系统整线技术。**通过自主研发和自我创新，公司业已掌握了无菌纸铝复合材料灌装技术和无菌共挤材料灌装技术两种无菌灌装技术，并打破了国际液态食品包装企业在无菌纸铝复合材料灌装技术领域的长期垄断。有能力独家为客户输出整线液态食品无菌包装技术、整线无菌包装生产线和包装材料。无菌包装系统整线技术优势提高了公司的市场竞争力。

**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。**作为国内的领先企业，公司产品线齐全，能够制造和提供由前处理系列设备、灌装机设备集成的整线成套设备和配套包装材料，还能为下游液态食品生产企业提供从技术咨询、整体工厂设计、生产工艺路线设计等服务，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。

图 1：高新技术企业认证



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 2：中国乳制品协会自主创新产品奖



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 3：食品包装分类及公司业务类别情况

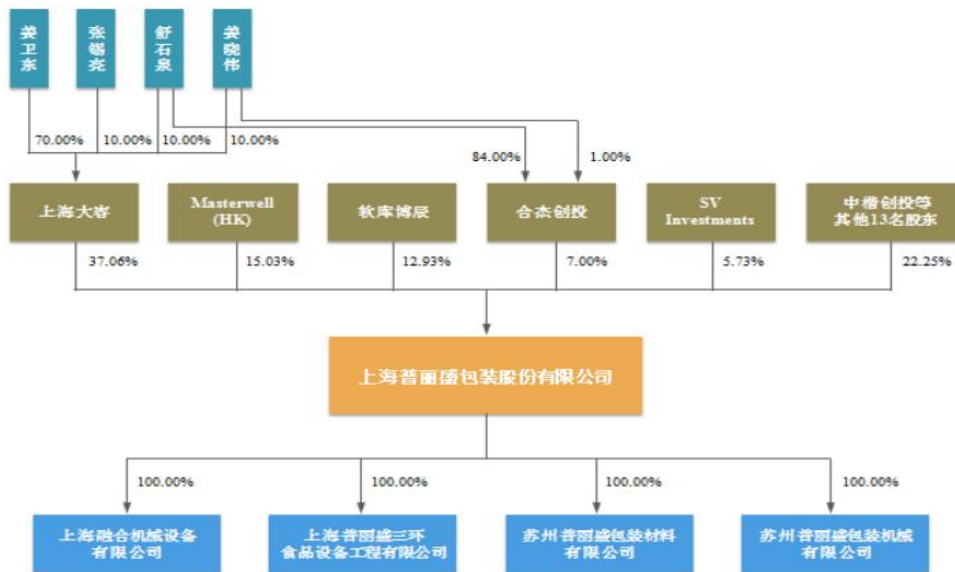


资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

## 1.2 核心高管控股，决策效率高

持股相对集中，提高决策效率。普丽盛有限成立于 2007 年 6 月 27 日，由上海大容、上海信维和闵行创投等 3 名股东出资成立，注册资本为 2,000 万元。公司由普丽盛有限公司 2011 年折股整体变更而来，注册资本 7,500 万元。2015 年 4 月 24 日公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市，总股本发行前为 7,500 万股，发行后增加至 10,000 万股。姜卫东、舒石泉、姜晓伟和张锡亮四人创业团队通过上海大容、合杰创投合计间接持有公司 43.01% 的股权，为公司共同实际控制人。其中，姜卫东与姜晓伟为兄弟关系，姜卫东、舒石泉和张锡亮为同学关系。核心高管持股相对集中，有利于决策效率的提高。

图 4：发行前公司股权结构












资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

**表 1: 发行前后公司股本结构变化情况**

股东名称	发行前		发行后	
	股份数量 (万股)	比例	股份数量 (万股)	比例
上海大容	2,799.50	37.06%	2,799.50	27.80%
Masterwell (HK)	1,127.25	15.03%	1,127.25	11.27%
软库博辰	969.75	12.93%	969.75	9.70%
合杰创投	525	7.00%	525	5.25%
SV Investments	429.75	5.73%	429.75	4.30%
中楷创投	354	4.72%	354	3.54%
汇勤创投	300	4.00%	300	3.00%
SBCVC Fund II-Annex	268.5	3.58%	268.5	2.69%
QP Special Situations	214.5	2.86%	214.5	2.15%
上海杰瑞	156	2.08%	156	1.56%
Crystal Focus	107.25	1.43%	107.25	1.07%
上海利傲	95.25	1.27%	95.25	0.95%
上海严德	31.5	0.42%	31.5	0.32%
上海鼎炎	31.5	0.42%	31.5	0.32%
北京好尚道	31.5	0.42%	31.5	0.32%
上海佳启	31.5	0.42%	31.5	0.32%
上海文诺	31.5	0.42%	31.5	0.32%
上海贝诚	15.75	0.21%	15.75	0.16%
本次发行股份	-	-	2,500.00	25.00%
合计	7,500.00	100.00%	10,000.00	100.00%

资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究所

**表 2: 公司主要产品**

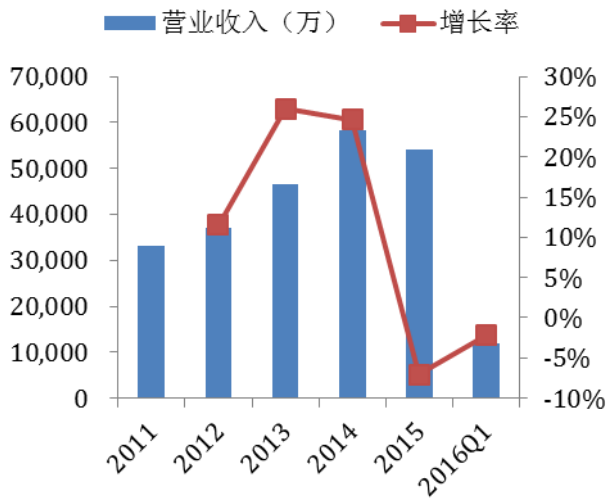
公司产品类别	公司产品名称	公司产品示意图
灌装机系列设备	全自动无菌砖式灌装生产线	
	无菌共挤材料灌装机	
前处理系列设备	超高温瞬时灭菌机	
	均质机	
	CIP 系统	
	储罐	
纸铝复合无菌包装材料	纸铝复合无菌包装材料	
浓缩干燥设备	浓缩设备	
	喷雾干燥设备	

资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究所

### 1.3 公司业绩下滑，但仍具成长性

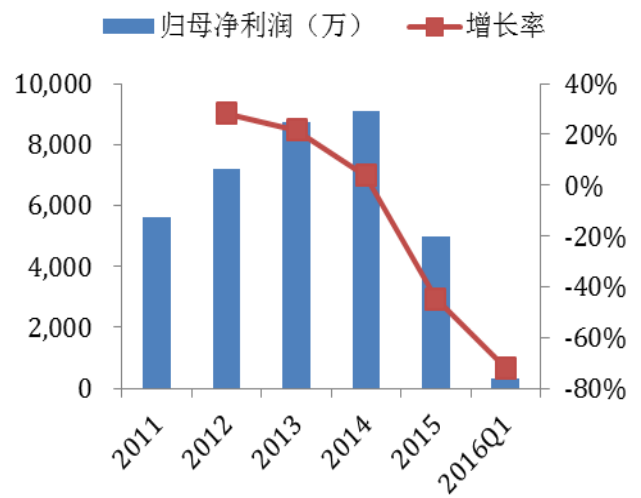
2015 年公司业绩出现下滑，之前平稳增长。公司 2011 年营业收入和归母净利润分别为 3.32 亿元和 0.56 亿元，后又增至 2014 年分别为 5.82 亿元和 0.91 亿元，增长较为平稳，2015 年以来受国内外经济增速放缓、公司下游行业不景气等因素影响，公司业绩出现下滑，2015 年公司营业收入和归母净利润分别为 5.41 亿元和 0.50 亿元，分别与上年同期下降 7.05%和 44.88%。

图 5：公司近年来营业收入及增速



资料来源：wind, 长城证券研究所

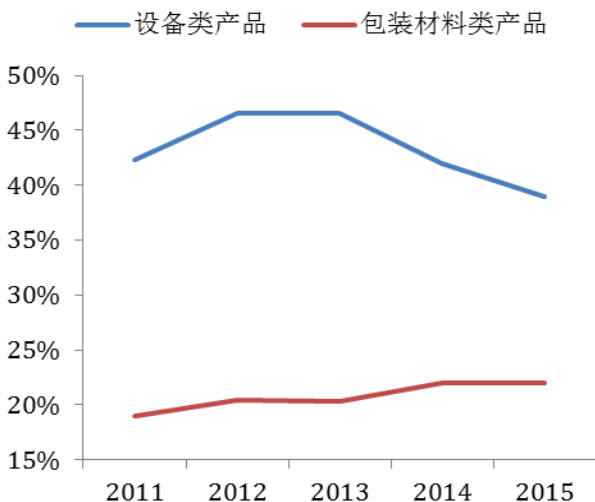
图 6：公司近年来归母净利润及增速



资料来源：wind, 长城证券研究所

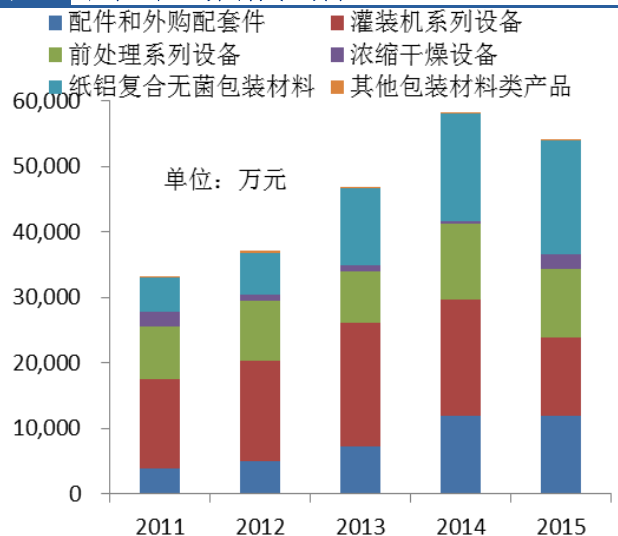
包装材料营收占比逐年增长。公司包装材料的毛利率约为包装机械毛利率的 1/2，但包装材料营收占比逐年增长，2015 年度包装材料类产品的毛利率和营收占比分别为 22.05%和 32.31%。

图 7：公司主营产品毛利率水平



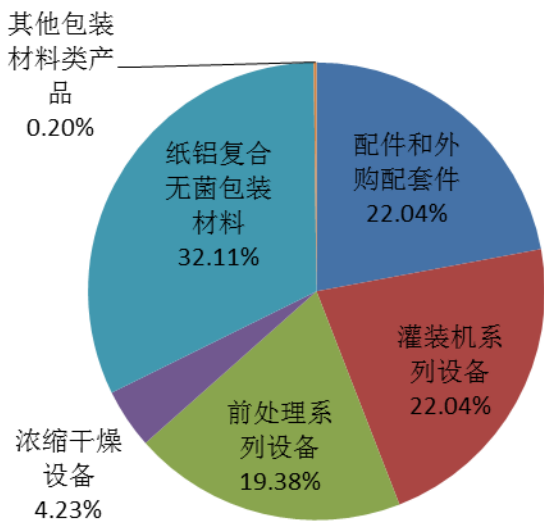
资料来源：wind, 长城证券研究所

图 8：公司主营业务构成（分产品）



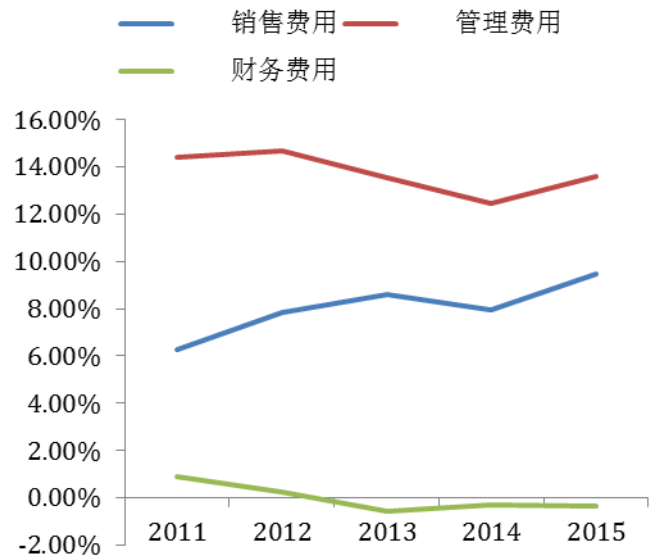
资料来源：wind, 长城证券研究所

图 9：公司 2015 年主营业务构成



资料来源：wind, 长城证券研究所

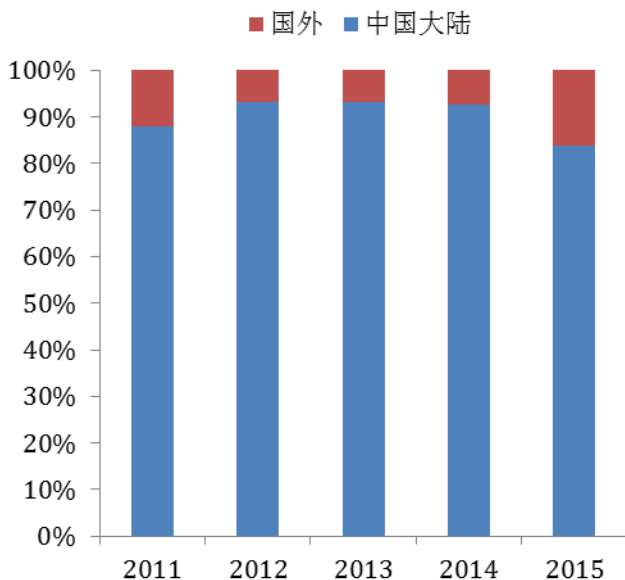
图 10：公司三大费用占营业总成本比例



资料来源：wind, 长城证券研究所

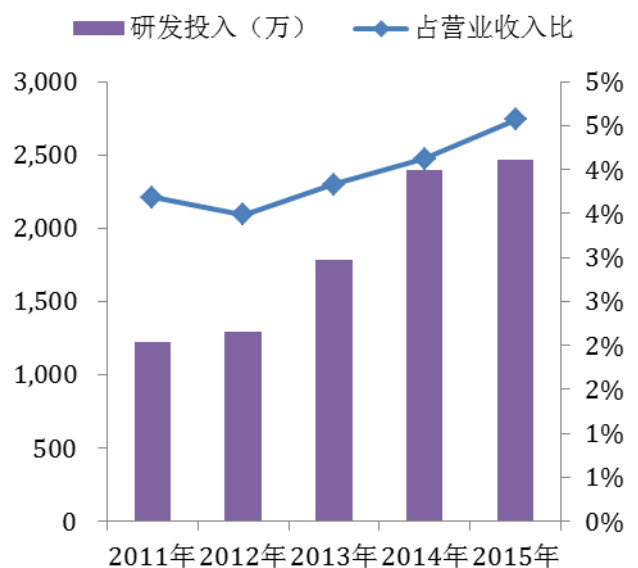
2015 年归母净利润下降幅度大于收入下降幅度。毛利率较高的包装机械 2015 年的营收占比下降，其毛利率略有下滑，并且公司加大市场开拓力度、积极外延并购所产生的销售费用和管理费用都随之增加，因此 2015 年公司归母净利润较上年同期有较大回落。

图 11：公司主营业务构成（分地区）



资料来源：wind, 长城证券研究所

图 12：公司近年来研发投入情况



资料来源：wind, 长城证券研究所

公司积极开拓海外市场和加大研发力度。公司 2015 年海外市场实现销售收入 8,809 万元，同比增长 102%。公司不断加大研发投入、持续改进产品性能和研发新产品，着力开发具有进口替代功能的液态食品包装机械及其包装材料产品，逐步开始参与国内高端市场的竞争。

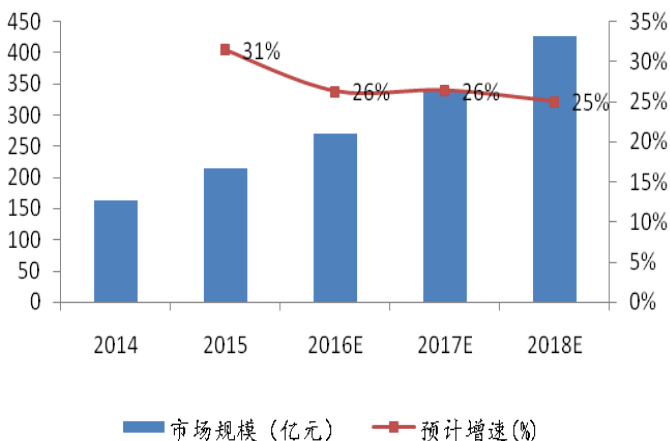
## 2. 布局机器人，新增业务延伸产品线

### 2.1 由机器人切入智能制造领域

**战略升级，公司向柔性生产及智能制造转型。**公司目前可以为液态食品企业提供一体化配套方案，2016年2月投资700万元（35%股权）设立上海普狄，布局工业机器人，由此切入智能制造领域。公司由最初的液态食品机械和包装材料提供商到后来的一体化配套方案提供商，再到转型智能制造领域，整合产业链资源的同时致力于为下游客户提供更加灵活和智能化的解决配套方案。

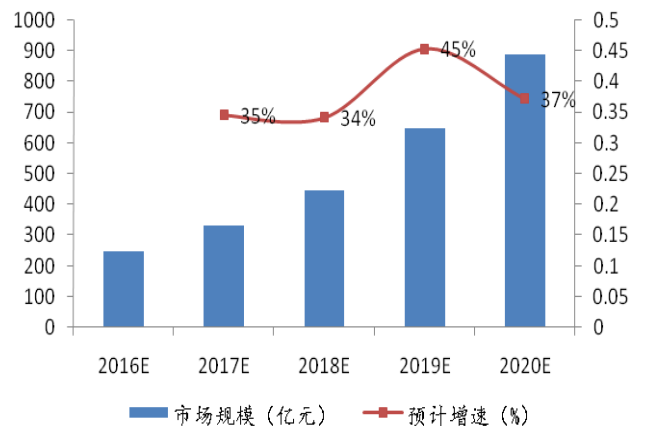
**控股普狄布局工业机器人，进一步打开公司成长空间。**总体上，工业机器人市场规模大，增速快。根据销量测算，2014年，我国的工业机器人市场规模达到了162亿元人民币，IFR预测，2018年市场规模将达到425亿，年平均增速在25%以上，呈现出高速发展的态势。根据机器人密度测算，2020年，我国的工业机器人市场规模将达885亿元，年平均增速35%。而且，我国机器人市场需求旺盛，远高全球。据国际机器人联合会（简称IFR）统计，2015年，我国机器人销量达到了6.6万台，比2014年的5.7万台增长了16%。2013年我国已取代日本成为世界最大工业机器人销售市场，迄今中国已经连续两年成为全球工业机器人销量最大的国家。同时，未来我国工业机器人的行业需求将会持续增加。根据预测，2016年，我国工业机器人的销量将达到7.85万台，到2020年，销量将飞速增长至19.17万台，预计平均增速达20%，未来的需求旺盛。

图 13：国内机器人市场规模预测（销量角度）



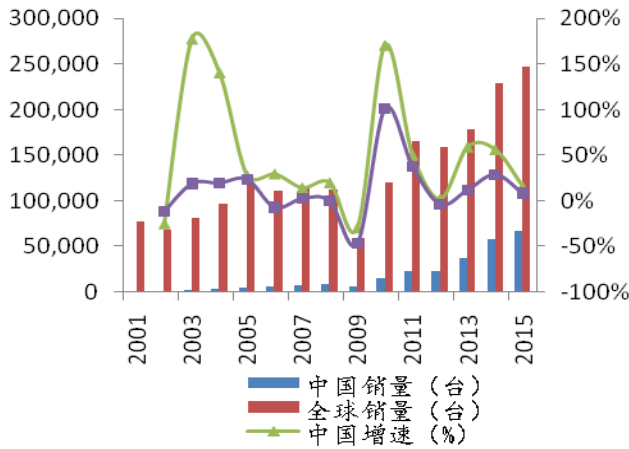
资料来源：IFR，长城证券研究所

图 14：国内机器人市场规模预测（机器人密度角度）



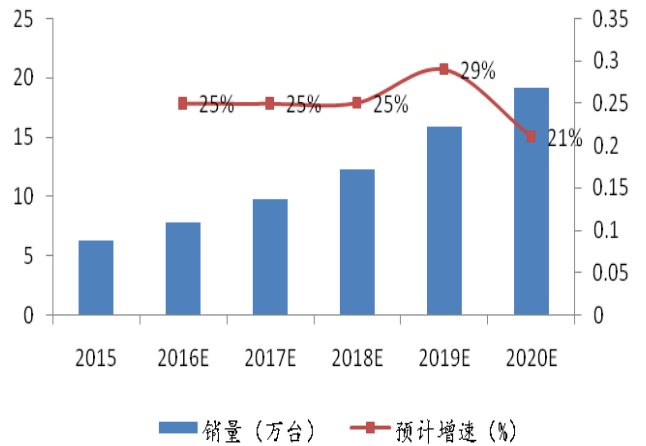
资料来源：IFR，长城证券研究所

图 15: 我国机器人销量及增速与全球的对比



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 16: 我国工业机器人销量预测



资料来源: 中国机器人产业联盟, 长城证券研究所

## 2.2 中国引领全球无菌包装市场

作为公司主营业务的液态食品包装机械是下游企业不可或缺的核心设备，本行业与下游行业之间存在着高度的关联性，下游行业的发展状况直接影响液态食品包装机械行业的发展。我国液态食品包装机械企业不断加大研发力度，与国外先进水平的差距正在逐渐缩小。

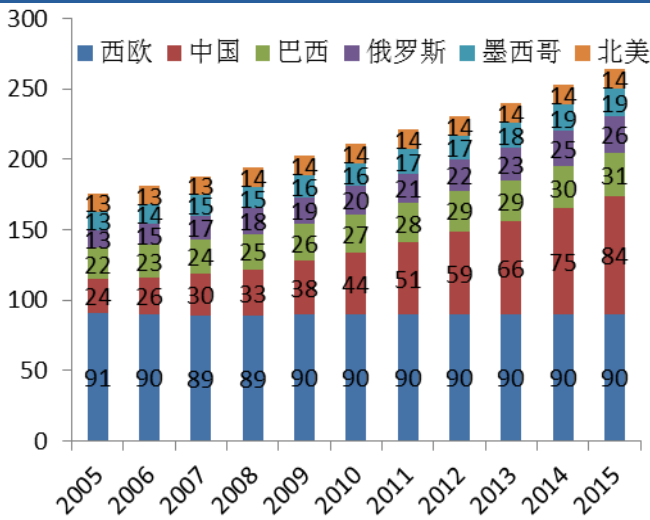
图 17: 上下游行业



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究所

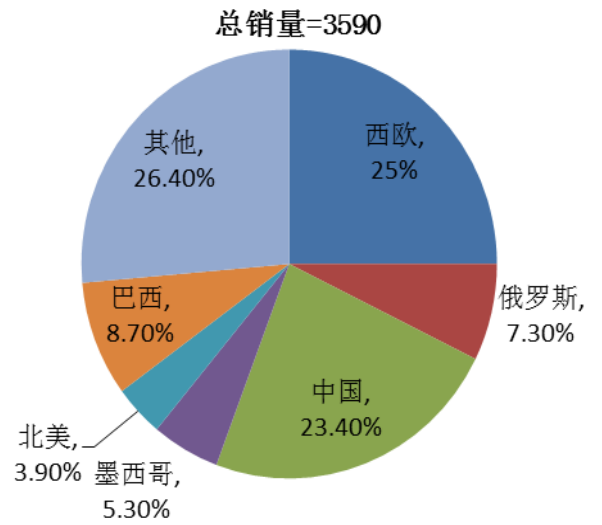
**中国为全球第二大无菌包装市场。**根据 Frost & Sullivan 的资料，西欧为 2009 年全球最大市场，按数量计占全球无菌包装市场总额的 33.2%，主要是由于西班牙及法国等国家流行超高温牛奶所致。中国为第二大市场及最大的单一国家市场，占全球数量的 14.2%。巴西为第三大市场，占 2009 年全球无菌包装数量的 9.6%，而俄罗斯与墨西哥则分别占 7.1% 及 5.8%。北美市场（包括美国及加拿大）占 2009 年全球数量的 5.0%。

图 18: 无菌包装市场: 按数量呈列 (2005-2015, 十亿包)



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券研究所

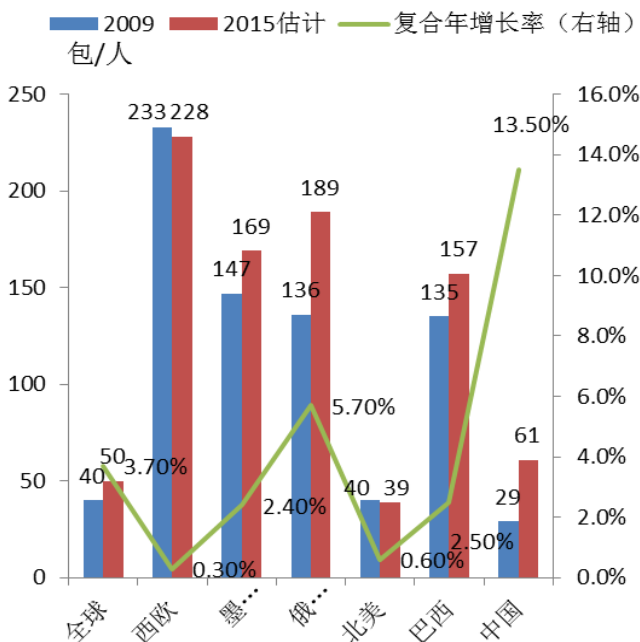
图 19: 2015 年估计全球无菌包装市场销售量明细分析



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券研究所

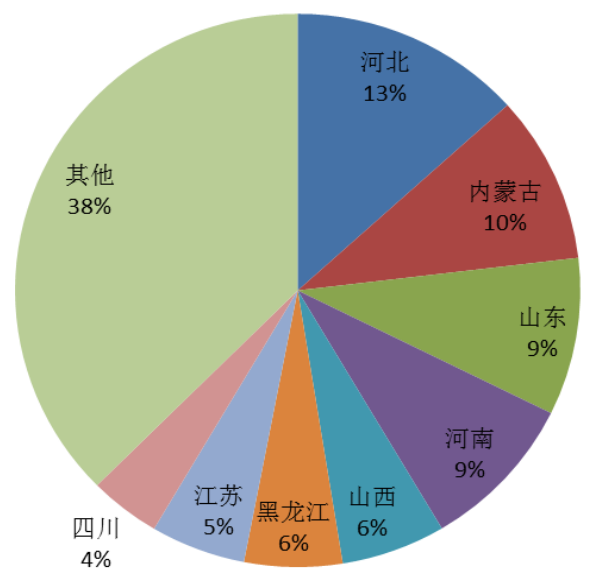
**中国无菌包装市场增长强劲。**在发达国家, 无菌包装已占整个饮料包装的 65% 以上, 且平均每年以 5%-10% 的速度增长。从作为无菌包装主要形式的纸铝复合无菌包装来看, 我国无菌包装的应用远远低于全球平均水平, 与发达国家相比差距更大。欧美发达国家人均消费达到 100 多包, 而我国人均年消费不到 50 包。在国内市场强大的消费驱动下, 中国无菌包装市场具有可观的市场增长潜力, 据预测, 2015 年至 2020 年, 中国将成为无菌包装增长速度最快的市场, 中国市场对全球无菌包装市场价值的贡献比例将达到 28%。国内纸铝复合无菌包装材料市场随着下游饮料、液态乳制品行业的发展而稳健增长, 2005 年至 2013 年, 行业年均复合增长率为 13%; 据估算, 2013 年中国纸铝复合无菌包装材料销售量达 660 亿包。

图 20: 无菌包装人均消费量 (2009 年及 2015 年估计)



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券研究所

图 21: 2014 年中国各省份液态乳制品产量分布



资料来源: wind, 长城证券研究所

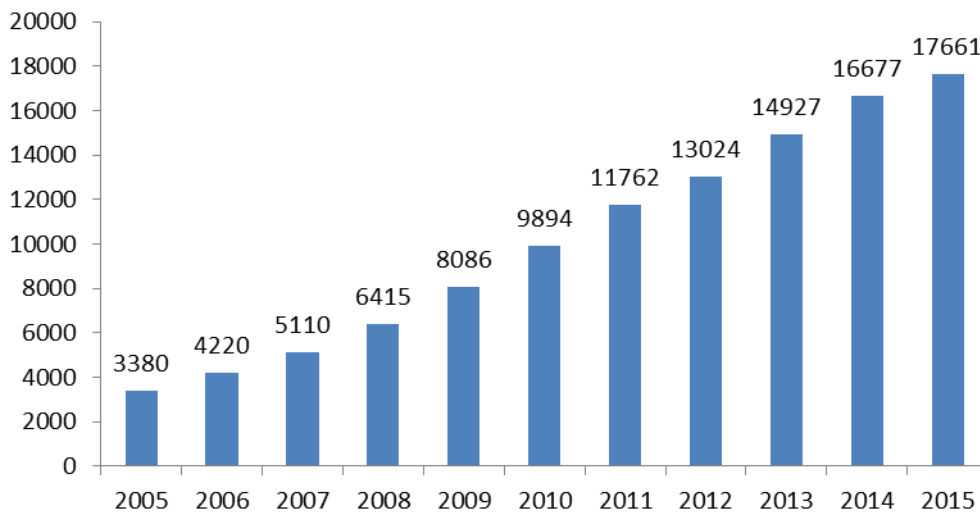
## 2.3 下游应用空间巨大释放国内无菌包装市场需求

下游行业的快速发展带动液态食品包装机械和包装材料需求增长。液态食品包装机械和包装材料的下游行业主要为饮料制造业、液态乳制品制造业等液态食品行业，其发展与下游产业息息相关，下游产业的快速发展将带动液态食品包装机械和包装材料行业的持续增长。

1. 饮料市场前景广阔。2001年至2010年，我国饮料行业的产量快速增长，至2010年已经达到9,800万吨；2014年，我国饮料行业产量达16,600万吨，近10年间年复合增长率19.71%。我国的人均饮料消费量（70升/年）尚低于世界平均水平（90升/年），随着国民收入的不断增长和生活水平质量的不断提高，饮料市场潜力巨大。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%。

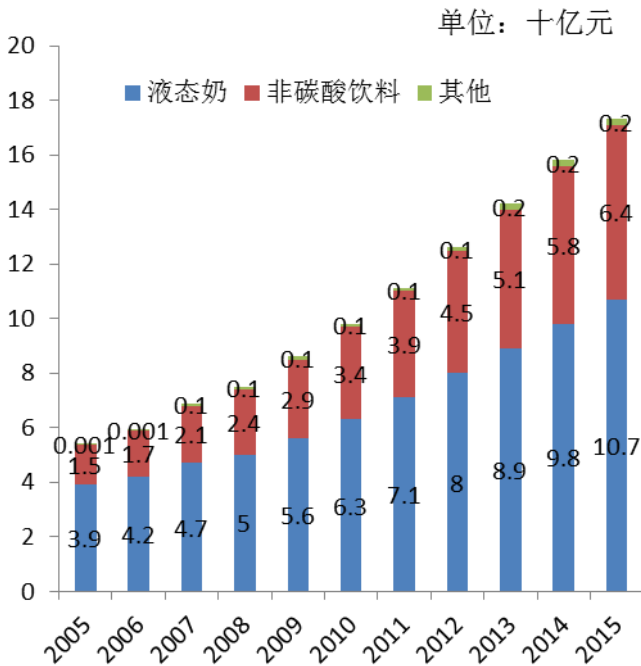
2. 中国液态乳制品产消地距离远刺激了无菌包装的发展。中国液态乳制品产量生产集中于华北地区，临近原奶生产中心区，而液态奶乳制品消耗量则集中于人口较多的华南及沿海城市，该等地区的人均可支配收入较高，主要依赖偏远华北地区的供应，由于乳制品生产中心与消费市场间的距离而需依赖无须冷冻液态乳制品四通八达的分销渠道，同时考虑到无菌包装无须冷藏的便利性以及储存运输成本较低，这在一定程度上刺激了无菌包装的发展。

图 22: 2005-2015 年全国软饮料产品产量（万吨）



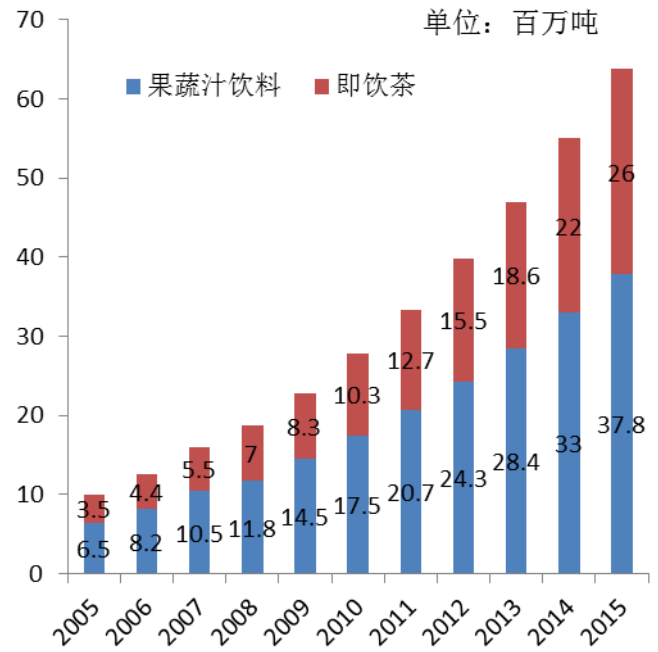
资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 23: 无菌包装收益明细 (2005-2015 年估计)



资料来源: Frost & Sullivan, 长城证券研究所

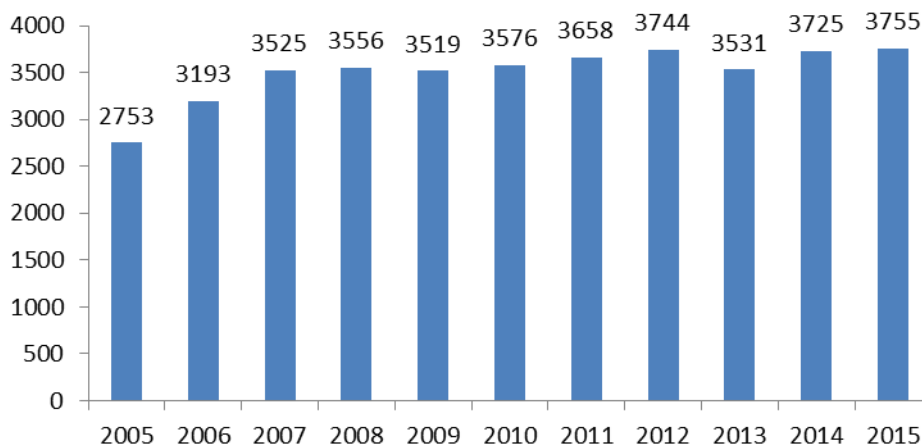
图 24: 果蔬汁饮料及即饮茶市场产量 (2005-2015 年估计)



资料来源: 国家统计局、Frost & Sullivan, 长城证券研究所

3. 中国乳制品人均消费量较低, 增长潜力大。目前, 世界人均乳制品的消费量为 89kg, 欧美发达国家的人均消费量甚至超过 200kg, 而 2010 年我国乳制品的产量仅为 2,200 万吨, 乳制品人均消费量仅为 19.3kg, 处于世界的较低水平。国家统计局数据显示, 2005 年全国牛奶产量为 2,753 万吨; 到 2015 年, 全国牛奶产量为 3,755 万吨, 较 2005 年增长 36.38%, 2005-2015 年年均复合增长率为 3.51%。

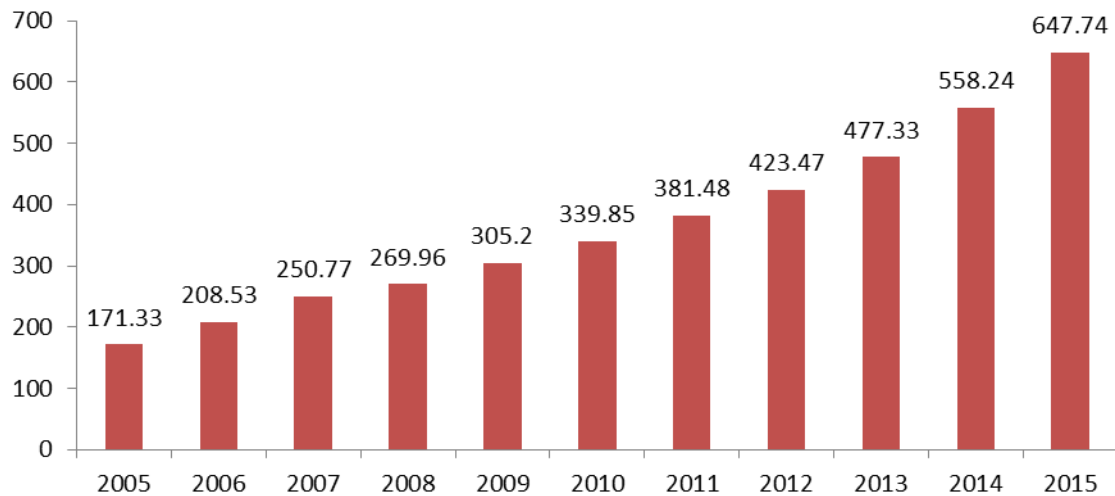
图 25: 2005-2015 年全国牛奶产量 (万吨)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

4. 近年来酸奶市场也有较快增长。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; 到 2015 年全国酸奶产品零售量约为 647.74 万吨, 较 2005 年增长 278.07%, 2005-2015 年年均复合增长率为 14.22%。

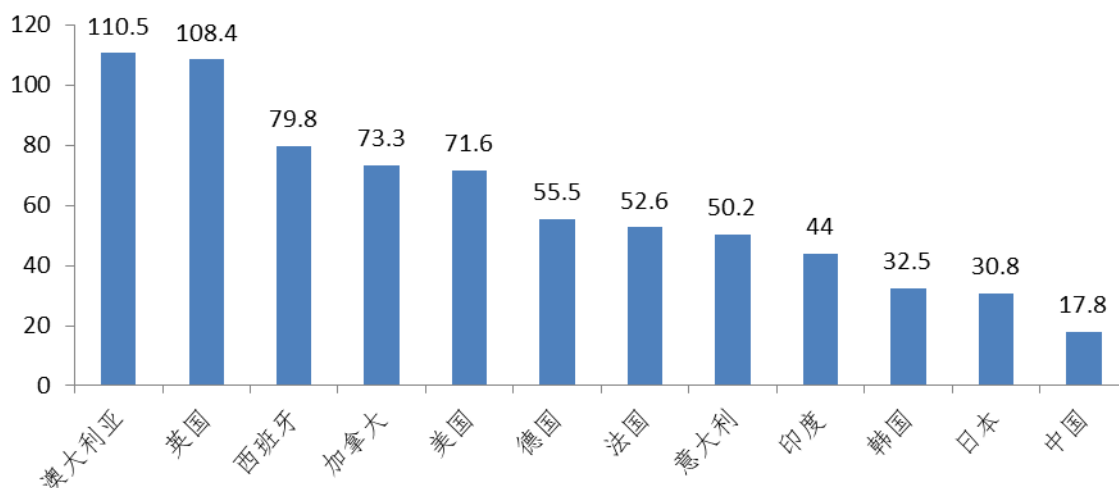
图 26: 2005-2015 年全国酸奶产品零售量 (万吨)



资料来源: Euromonitor, Yoghurt and Sour Milk Products Retail Volume, 长城证券研究所

5. 中国市场将成为全球液态奶发展的主要驱动因素。目前我国液态奶行业仍然相对落后, 根据 International Dairy Federation and Statistics Canada 的数据统计, 2014 年主要液态奶产品消费国家的人均年消费量均值为 61 升, 而中国则为 17.8 升。随着我国人民生活水平的提高, 液态乳制品的潜在长期需求较大。未来十年间, 全球乳制品消费量预计将增长 36%, 按照液态奶当量计算, 预计到 2024 年全球乳制品消费量将超过 7.1 亿吨。预计在 2014 年至 2024 年间, 中国市场将成为促进全球液态奶及奶粉业务发展的主要驱动因素。因此, 液态乳制品的长期市场增长必然将带动液态食品包装机械的快速增长。

图 27: 全球主要液态奶市场人均消费量比较 (2014 年)



资料来源: International Dairy Federation and Statistics Canada, 长城证券研究所

国内中小食品企业的崛起释放了液态包装机械的潜在市场需求。我国食品保障机械行业起步晚, 中高端液态食品包装机械长期依赖进口。然而, 由于进口设备价格较高, 中小企业使用进口设备在资金方面存在较大的压力, 中小企业往往由于设备弱势而在市场竞争

中处于不利的地位。随着我国部分液态食品包装机械优势企业的崛起,能够提供性价比较高且符合企业实际需求的液态食品包装机械,将逐步释放液态食品包装机械的市场需求。

**表 3: 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: Freedonia 《中国包装机械行业》, 长城证券研究所

国内企业综合能力的提高将逐步加快进口替代的步伐。我国液态食品生产企业所需的高端产品主要依赖进口。近几年,我国部分具有代表性的液态食品包装机械优势企业,通过自主研发和创新,凭借明显的性价比优势,逐步开始参与与国外厂商的市场竞争。首先,国内部分优势企业所生产的产品具有很高的性价比优势;其次,经过多年的发展,国内部分优势企业的一体化配套方案能力和产品的附加值大幅提高;此外,在设备定期和不定期检修等售后服务方面,国内企业拥有及时、快捷的优势,很好地满足下游企业对售后服务需求。

**表 4: 2001-2021 年中国乳品及饮料包装机械需求量 (按产品分类)** 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: Freedonia 《中国包装机械行业》, 长城证券研究所

饮料及液态乳制品推陈出新的市场竞争加大了对液态食品包装机械的市场需求。饮料及液态乳制品行业竞争相当激烈,为了满足消费者对产品的要求,生产企业普遍采取差异化的竞争策略,推出多品种、多规格、多样式的液态食品,往往就需要不同的液态食品包装机械与之相匹配,继而加大了对液态食品包装机械的市场需求。

国际市场的潜在需求是我国液态食品包装机械的快速生长的因素之一。以印度、中东、非洲等为代表的一些国家和地区对牛奶的消费量很大,目前对牛奶的消费仍以散装奶为主。散装奶一般未经严格的灭菌处理,难以防止散装奶中含有的致病菌或其他有害物质对人体造成伤害。由于我国企业生产的液态食品包装机械在性价比上较国外厂商具有明显的优势,更加符合该等地区对液态食品包装机械的实际需求。根据中国食品和包装机

械工业协会统计，2013 年我国食品和包装机械出口总额同比增长 39.81%，显示我国食品包装机械出口增长迅速。国际市场的潜在需求是我国液态食品包装机械的快速生长的因素之一。

**纸铝复合无菌包装材料市场容量不断扩大。**国内纸铝复合无菌包装材料市场随着下游饮料、液态乳制品行业的发展而稳健增长，2005 年至 2013 年，行业年均复合增长率为 13%；据估算，2013 年中国纸铝复合无菌包装材料销售量达 660 亿包。近年来，我国纸铝复合无菌包装材料制造企业已经掌握了纸铝复合无菌包装材料的关键工艺和核心技术，在技术工艺水平及产品质量已经接近或达到国际先进水平，凭借其性价比优势与利乐公司等跨国企业展开竞争，并进入国际市场抢占国外企业在国际市场上的份额。此外，对液体食品包装机械的需求增长也势必会促进纸铝复合无菌包装材料行业的快速发展。

## 2.4 抢占外商垄断的国内中高端市场

**外商垄断国内液态食品包装机械中高端市场。**目前，国内液态食品包装机械企业规模不大，行业内技术水平领先、研发实力雄厚和拥有自主知识产权的企业较少。行业整体呈金字塔状，大部分企业技术水平较低、缺乏专业技术和行业经验，只能简单模仿低端的液态食品包装机械。我国中高端液态食品包装机械仍然主要依靠进口，尤其是无菌灌装机械。我国的无菌灌装机械的主要市场长期被国外厂商占领，市场竞争程度相对较低。未来，中高端液态食品包装机械的利润水平将保持稳定。

**公司进入液体食品包装机械行业第一梯队。**液态食品包装机械的核心产品为全自动无菌砖式灌装生产线等，该生产线的主要提供商为利乐公司、四国公司、SIG 康美包、利慧包装等企业。公司通过自主创新，打破国外厂商对无菌纸铝复合材料灌装技术的垄断，公司目前已经形成了年产 100 台套全自动无菌砖式灌装生产线和无菌共挤材料灌装机的生产能力。

**公司将扩大国内纸铝复合无菌包装材料市场份额。**2013 年，利乐公司和 SIG 康美包占中国纸铝复合无菌包装材料的市场销售量的份额分别约为 63%和 10%，其他供应商占有的市场份额不到 30%。目前，国内纸铝复合无菌包装材料的主要市场仍然被利乐公司等跨国企业占领。目前，以普丽盛为代表的国内企业业已形成了规模化的生产能力，国内企业的占有率在逐步提高。

图 28：同行业主要企业情况



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究

**表 5: 同行业企业基本情况**

公司名称	基本情况
利乐公司	利乐公司(Tetra Pak),成立于 1951 年,总部位于瑞典,为液态食品生产企业提供加工设备、包装设备、设计方案等产品或服务的跨国公司。2012 年度,利乐公司共生产了 1,732 亿件包装,全年净销售收入约为 111.55 亿欧元。
上海四国食品包装机械有限公司(四国公司)	上海四国食品包装机械有限公司成立于 1995 年,是由日本四国化工机株式会社、CBC 株式会社、值田酪农机工业株式会社共同投资组建的外商独资企业。作为主要投资方的四国化工机集团公司,拥有以食品灌装机为主的机械制造产业,还拥有容器、薄膜等食品包材和豆腐类食品制造产业。
SIG 康美包	SIG 康美包 (SIG Combibloc),总部位于瑞士,是全球领先食品饮料纸盒包装及灌装机系统供应商,在全世界多个国家和地区设有机械及包材生产基地、研发中心、营销联络代表处和售后服务机构。SIG 康美包 2012 年的销售额达到 16.20 亿欧元。
纷美包装	纷美包装 2010 年于香港联交所上市,股票代码(HK.00468)。其主要营运附属公司为山东泉林包装有限公司,该公司成立于 2001 年。纷美包装致力于向领先的液体乳制品及非碳酸饮料生产商提供高性价比无菌卷筒包装材料和辊式送料灌装机方面的支持服务。
广州利慧包装有限公司(利慧包装)	该公司成立于 1999 年,主要从事液体食品无菌包装设备及辅助设备研究、设计与制造,能够提供纸包装饮料无菌灌装机、吸管贴管机、自动装箱机、自动薄膜收缩机和自动输送系统等设备。
青岛人民印刷有限公司(青岛人印)	青岛人印成立于 2001 年,一家主要从事液态食品无菌包装材料生产的企业。公司主要产品为“世纪包”无菌砖、无菌枕系列产品。
上海界龙永发包装印刷有限公司(界龙包装)	界龙包装成立于 1994 年,其主要产品为多层复合无菌包装材料,用于液态乳制品、果汁、茶饮料、功能饮料等液态食品的包装。
北京中轻机乳品设备有限责任公司(北京中轻机)	该公司成立于 1986 年,是一家以技术为先导,集技术研发、工程设计、设备制造、运营管理和销售服务为一体的现代化企业。主要产品有三效分离器、三效降膜蒸发器、四效蒸发器、三效降膜蒸发器、单效降膜蒸发器等产品。
德国 GEA 集团	德国 GEA 集团成立于 1920 年,是工艺工程技术领域的全球性技术集团公司。德国 GEA 集团产品涉及的领域有饮料工业、啤酒工业、化工、乳品工业、食品/果汁工业、日化工业、制药/生化工业等行业。
Aluminum Plant & Vessel Company Limited (APV 公司)	APV 公司是一家在食品、乳制品、饮料、医药、能源、化工、石化及暖通等领域提供设备和加工技术,工程整体解决方案的跨国公司。APV 公司的产品包括换热设备、均质设备、乳制品、食品及饮料制造企业应用的加工设备及杀菌设备,以及在食品卫生和工业领域的流体控制产品等设备。

资料来源:公司招股说明书,长城证券研究所

## 2.5 对标利乐:全球领先食品包装解决方案供应商

### 利乐首次把无菌包装技术引入中国市场

瑞典利乐公司(TetraPak)成立于 1951 年,最早推出利乐四面体包装,为液态奶提供纸质包装。在 20 世纪 90 年代,利乐与从事液态食品加工的顶级公司阿法拉伐合并,通过一系列的整合,其业务涵盖了从液态食品加工到包装以及分销设备的整个领域。截止 2015 年底,利乐产品行销 175 多个国家和地区,拥有 23,600 名员工,11 个技能培训中心,6 大研发机构,37 个加工厂,2015 年度净营收为 118.65 亿欧元,较 2014 年同期增长 7.5%,其中包材的销售是利乐主要的利润来源。2015 年利乐交付客户的包装机械 411 台,加工设备 2,118 台,分销设备 1,047 台,以利乐包售出的产品共有 782 亿升,利乐售出的利乐包有 1840 亿个。

利乐是无菌包装及加工技术领域先驱。瞬间超高温灭菌处理(UHT)是指在封闭系统中将产品加热至高温,并只持续 4 秒,然后迅速冷却至室温。该过程配合先进的无菌包装技术,能有效保存乳品或饮料的营养和味道。同时,由于从包材成形至产品充填过程均是

在同一部机器密封无菌的区域内进行，确保了安全卫生且节约空间。瞬间超高温无菌加工技术被美国食品工艺研究所誉为 50 年来食品科学中最重要的成果，而利乐正是无菌包装及加工技术领域的先驱。

**利乐的无菌加工技术方案适合中国市场。** 无菌加工技术和包装使产品在常温状态下具有较长的保质期，有助于以较低的成本将高质量的液体食品运输至较远的地方。中国乳品市场的特殊之处正是要把大量产于华北，例如内蒙古等地的新鲜优质奶源，运到更广阔的华南市场。利乐提供了适合长途运输、便于贮藏并长期保鲜的技术解决方案。不仅使食品的生产过程更趋合理，还缩短了存储期，保障了食品的安全、营养和新鲜的同时，给商家的储运和消费者的使用都带来了极大的方便。

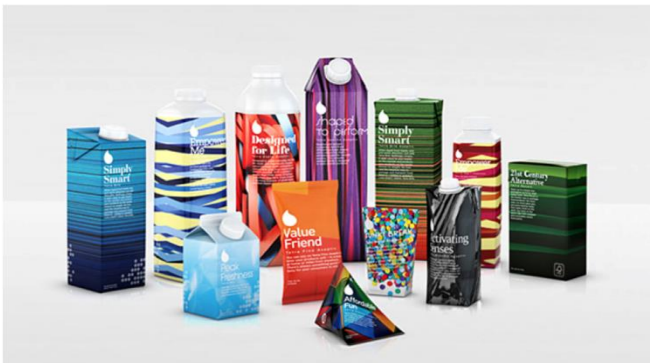
## 利乐产品非常“利乐”

利乐产品种类繁多，为巴氏消毒和无菌包装产品提供的包装系统不少于 12 种，基本分为纸包装和塑料包装两类。在常温纸盒包装业务领域，利乐公司处于世界领先地位。同时，利乐的无菌加工设备和分销设备也广受欢迎。自从 1972 年进入中国，利乐已为本地的牛奶和饮料客户提供了上千条灌装线。

**利乐包装各具特色。** 利乐包装分为无菌包装、冷藏包装和食品包装。利乐针对无菌包装拥有七种无菌包装系统，并且其无菌纸包装都使用可再生材料制成，并且可回收，在分销及储存时无需冷藏。利乐针对冷藏包装拥有三套包装系统，分别是利乐砖、利乐皇以及利乐冠包装，利乐皇及利乐冠包装还有专用于高酸常温分销（HAAD）的特种包装。此外，利乐还拥有利乐佳包装，它是市场上首款直接对包装内对含颗粒食品进行灭菌处理的纸包装，是灌装、瓶装及袋装的出色替代方案，利乐佳包装已经用于 50 多个国家和地区的数百款产品。

**利乐其他产品和服务进一步提升其竞争力。** 除了利乐包装之外，利乐可以为乳品、奶酪、冰淇淋、饮料和预制食品提供完整的解决方案和加工设备，利乐拥有各种不同规格的灌装机、分销设备，并且利乐还提供相应的服务，比如为客户量身定制维保解决方案，以及提供合适的备件、用品等。

图 29：利乐包装产品组合



### 我们的包装产品组合

利乐砖®包装	利乐砖®无菌包装	利乐传统包®无菌包装	* 利乐屏®无菌包装
利乐枕®无菌包装	利乐晶®无菌包装	利乐佳®包装	利乐皇®包装
利乐威®无菌包装	利乐钻®无菌包装	利乐冠®包装	

资料来源：利乐公司官网，长城证券研究所

图 30：利乐灌装机



### 我们的灌装机

用于利乐枕®无菌包装的利乐®A1灌装机	用于利乐威®无菌包装的利乐®A1灌装机	
利乐®A3/紧凑型灌装机	利乐®A3/柔性灌装机	利乐®A3/高速灌装机
利乐®A6灌装机	利乐®R1灌装机	* 利乐®R2灌装机
用于利乐传统包®无菌包装的利乐®A1灌装机		
利乐®TT/3常温分销灌装机(/packaging/tetra-top-3-ad)		
利乐®TT/3超净型灌装机(/packaging/tetra-top-3-xh)		
利乐®TT/3超净加盖一体灌装机。(/packaging/tetra-top-3-xh-ic)		
利乐®TR/27超净型灌装机	利乐®TR/28超净型灌装机	

资料来源：利乐公司官网，长城证券研究所

## 利乐成功关键：把客户始终放在第一位

利乐的客户群体包括伊利、光明、帕玛拉特、雀巢、维他奶、娃哈哈、统一、康师傅、汇源等著名企业，与各大企业都建立乐紧密的伙伴关系，“帮助客户成功，同时成功自己”是利乐营销思想的精髓。“客户链”是利乐新营销理念的最根本体现，也是创造财富的源泉。

1. 为客户着想，推出“利乐枕”投资方案。利乐提出的“利乐枕”设备投资方案：客户只要拿出 20%的款项，就可以安装成套设备投产。而在以后 4 年中，客户只要每年订购一定量的包材，就可以免交其余 80%的设备款。这样客户就可以用 80%的资金去开拓市场，或投资其他项目。
2. 为客户着想，做好市场资讯服务。利乐在全球各分支机构有各种信息查询系统，并且通过系统网络可以共享。还有市场资讯，发布各种社会信息，行业动态及有关数字统计分析。每月编辑发行“利乐之友”，免费发给客户。
3. 为客户着想，及时排忧解难。由于中国幅员辽阔，高效的分销及零售网络对产品的推广、公司的生存极其重要，因此，利乐为了在中国开拓更广阔的市场，其加强与客户的紧密合作并提供必要的支援。
4. 好上加好，不断超越。利乐包装在中国 70%的生意都在乳品行业，已占有了国内超高温灭菌制品一无菌砖型和无菌枕型纸质包装九成以上的市场份额。从进入中国伊始，面对着产业市场整体发育水平较低的这一现状，利乐就制定了“与客户共同成长”的发展战略。利乐利用自己多年所积累的资源优势，全方位解决客户在生产、市场、技术等方面的问题。

## 3. 公司竞争优势助力未来发展

### 3.1 无菌包装技术是公司首要优势

**无菌包装技术是公司的核心技术。**无菌包装（灌装）是指在无菌环境中，将经过灭菌的食品（饮料、奶制品等）包装和封闭在经过灭菌的容器种，使其在不加防腐剂、不用冷藏条件下得到较长的货架寿命。无菌包装（灌装）通常分为无菌热灌装（高温条件下实现的无菌灌装）和无菌冷灌装（常温条件下即可实现的无菌灌装）。

**无菌包装下游应用广泛。**无菌包装于 1950 年代由利乐发明并首先于乳制品行业获得广泛使用。自此，无菌包装的下游应用扩大至果汁、饮料、汤、汤汁、奶油、番茄酱及酒类。无菌包装指以液体包装纸板、聚乙烯及铝箔制成的液体纸盒，要用于牛奶、酸奶及乳制品饮料等液态乳制品及水果及蔬菜汁、即时可以饮用（即饮）茶及即饮咖啡等非碳酸软饮料。其他应用包括奶油、汤及调味汁等液体食品。无菌包装包括砖形、枕形、多边形等多个形状，容量由 125 毫升的个人装至 1,000 毫升及以上的家庭装不等。

**无菌包装在包装及保存易腐食品及饮料方面优势突出。**其优势包括延长保质期及使产品可最长保存 12 个月；可在无须冷藏情况下减低储存及运输成本；由于其不占空间的长方形状较与其竞争的 PET 瓶、金属罐及大多数玻璃等圆柱形包装减少运输及储存容积要求，以及由于其较金属罐及玻璃轻，进一步降低物流及储存成本。

### 3.2 公司已形成品牌和服务优势

**公司成为行业内一线品牌。**公司经过多年的发展，已经成为国内液态食品包装机械行业的一线品牌。公司产品已得到伊利股份（600887）、光明乳业（600597）、三元股份

(600429)、中国绿色食品(HK. 00904)、黑牛食品(002387)、福建达利食品(HK. 3799)等知名液态食品企业的充分认可。公司品牌在市场上已具备较高的知名度,多年积累的品牌优势在公司扩大生产经营规模,创造更大的经济效益过程中发挥着相当重要的作用。

**高性价比及本土化服务形成差异化竞争优势。**公司产品与国外厂商相比具有很高的性价比优势。首先,公司在产品的技术水平、产品品质及综合性能方面,逐步缩短了与国外厂商的技术差距,已得到了市场认可;其次,公司产品价格仅为进口国外同类产品的1/3-1/2;最后,公司能够对客户的需求进行快速反应,提供本土化服务,比如客户的技术和操作人员持续培训。

表 6: 常见液态包装

包装形式	简要介绍	产品示意图
百利包 (PrePack)	百利包 (PrePack) 是以法国百利公司无菌包装系统生产的包装。其结构为多层无菌复合膜,有三层黑白膜,也有高阻隔 5 层、7 层共挤膜及铝塑复合膜,材料不同其保质期跨度从 30 天到 180 天不等。百利包安全卫生、方便,价格适中,占据很大的消费市场。百利包的包装膜也是高阻隔的材料,是一种多层共挤的高阻隔薄膜,这种包装也可满足保持牛奶营养成分及保证牛奶卫生安全的要求。这种薄膜从外观上看起来与普通塑料薄膜没什么区别,但它对氧气的阻隔性能是普通塑料薄膜的 300 倍以上。	
PET 瓶	PET 瓶是利用聚对苯二甲酸乙二醇酯简称 PET 的塑料材质制作的一种塑料瓶。PET 塑料具质轻、透明度高、耐冲击不易碎裂等特性,也可阻止二氧化碳气体,让汽水保持有「气」。相对于 PVC 材质, PET 具备很好的光学性能和耐候性,无毒且稳定性佳。	
屋顶包 (纸塑包装)	屋顶包主要应用于果汁和饮料的冷藏包装。屋顶包采用全自动热灌装包装工艺,现将原料杀菌(乳制品 120 摄氏度 3 秒,果汁 100 摄氏度 15 秒),之后迅速冷却到 88~85 摄氏度进行灌装,最后倒盒杀菌,逐级喷淋冷却,保温观察 7~10 天左右销售。	

资料来源:公开资料,长城证券研究所

图 31: 公司部分知名客户



资料来源:公司官网,长城证券研究所

### 3.3 公司具备外延和产能扩大优势

**整合产业链资源，扩大业务领域。**公司 2015 年 11 月出资 6000 万元（60%股权）设立普华盛，普华盛后又对外投资设立苏州国珠，布局 PET、PP 吹瓶技术领域；2015 年 12 月公司以 1.2 亿元竞拍苏州黑牛食品；2016 年 2 月投资 700 万元（35%股权）设立上海普狄，上海普狄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。未来公司仍将继续寻求外延并购标的，致力于成为行业内产业链资源的整合者。

**募投项目实施推动公司的业绩增长。**公司的募投项目有“年产纸铝复合无菌包装材料 10 亿包项目”和“年产 5 亿包纸塑基多层复合无菌新型包装材料技术改造项目”。这两个项目均是公司在原有产品基础上的扩产项目，有利于公司现有产品结构的优化和补充，因此，募投项目实施完成后的产能的进一步释放，将使得公司更好的应对市场需求的变化，推动公司的业绩增长。

### 3.4 公司产品带来协同效应优势

**公司包装材料和灌装生产线产品具有协同效应。**自动无菌砖式灌装生产线用于以纸铝复合无菌包装材料为包装形式的饮料、乳制品产品的生产，因此，公司纸铝复合无菌包装材料和全自动无菌砖式灌装生产线产品具有协同效应的竞争优势，在为客户提供生产设备的同时，可以配套提供包装材料。随着公司全自动无菌砖式灌装生产线的快速增长和市场保有量的持续增加，未来公司纸铝复合无菌包装材料的市场占有率将持续提高。

## 4. 估值与投资建议

### 4.1 关键假设与盈利预测

盈利预测的假设条件有：

- 公司前处理系列设备、灌装机系列设备、浓缩干燥设备及纸铝复合无菌包装材料等主营产品收入保持稳定增长；
- 公司外延并购标的所带来的协同效应后续有所体现，总体业绩保持稳定增长；
- 公司各主营产品毛利率变化幅度不大；
- 未来两三年内公司三大费用率不会有较大波动。

结合以上分析，我们预测公司 2016-2018 年公司归属母公司的净利润分别为 0.25 亿、0.25 亿和 0.33 亿，EPS 分别为 0.25 元、0.25 元和 0.33 元，对应 PE 分别为 192.24 倍、192.22 倍和 147.84 倍。（注：详细盈利预测表见表 7）

**表 7: 公司盈利预测**

年份		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入 (万元)	54,061	19,462	17,545	23,388
	增速%	-7.05	-64.00	-9.85	33.30
	毛利率%	33.52	33.00	32.00	31.00
灌装机系列设备	营业收入 (万元)	11,915	-953	-2,869	0
	增速%	-32.27	-108.00	-201.00	100.00
	毛利率%	55.89	54.00	52.00	52.00
配件和外购配套件	营业收入 (万元)	11,917	-119	-355	0
	增速%	-0.62	-101.00	-198.00	100.00
	毛利率%	33.41	34.00	34.00	34.00
前处理系列设备	营业收入 (万元)	10,478	178	-176	0
	增速%	-10.26	-98.30	-199	100.00
	毛利率%	31.94	31.00	30.00	30.00
浓缩干燥设备	营业收入 (万元)	2,285	2,400	2,472	2,719
	增速%	430.19	5.00	3.00	10.00
	毛利率%	30.00	30.00	30.00	30.00
纸铝复合无菌包装材料	营业收入 (万元)	17,360	17,880	18,417	20,627
	增速%	6.40	3.00	3.00	12.00
	毛利率%	21.90	22.00	22.00	22.00
其他包装材料	营业收入 (万元)	105.55	76.31	57.34	41.92
	增速%	-30.64	-27.71	-24.86	-26.90
	毛利率%	45.00	44.00	44.00	43.00

资料来源: 长城证券研究所

## 4.2 估值

公司的主营业务是液态食品包装机械及包装材料的研发、生产及销售,目前包装机械收入占大部分比例。A股可比上市公司如表8所示。考虑到公司是液态食品包装行业领先企业,未来将受益于下游需求增长及行业集中度提高、进口替代等因素的影响,同时公司将继续进行外延扩张,整合产业链资源,看好公司未来的发展前景,维持公司为“推荐”评级。

**表 8: 普丽盛与可比上市公司估值对比**

重点上市公司	代码	EPS (元)			PE (倍)			市值 (亿元)	评级
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
普丽盛	300442.SZ	0.70	0.82	0.89	63.38	54.02	49.94	44.30	推荐
中亚股份	300512.SZ	1.16	1.37	2.00	87.67	73.92	50.58	137.00	推荐
斯莱克	300382.SZ	0.96	1.11	1.27	39.53	34.05	29.71	44.27	推荐
新美星	300509.SZ	0.73	0.82	0.96	103.41	90.87	77.89	59.98	推荐
永创智能	603901.SH	0.26	0.32	0.39	68.33	56.58	45.23	68.12	推荐

资料来源: wind, 长城证券研究所 (注: 数据截止至2016年6月27日)。

## 风险提示

- 市场竞争加剧风险;
- 原材料价格上升压缩利润空间风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	582	541	195	175	234	<b>成长性</b>					
营业成本	370	359	130	119	161	营业收入增长	24.6%	-7.0%	-64.0%	-9.9%	33.3%
销售费用	38	46	15	13	18	营业成本增长	32.0%	-2.9%	-63.7%	-8.5%	35.3%
管理费用	59	66	19	16	20	营业利润增长	2.7%	-47.8%	-53.2%	0.0%	34.3%
财务费用	-1	-2	-11	-13	-14	利润总额增长	4.0%	-46.3%	-49.5%	0.0%	30.0%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	3.7%	-44.9%	-50.0%	0.0%	30.0%
营业利润	105	55	26	26	35	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	3	3	4	4	4	毛利率	36.4%	33.5%	33.0%	32.0%	31.0%
利润总额	109	58	29	29	38	销售净利率	15.6%	9.3%	12.9%	14.3%	13.9%
所得税	18	8	4	4	6	ROE	18.2%	5.2%	2.5%	2.5%	3.1%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	31.0%	11.4%	1.6%	4.4%	2.6%
净利润	91	50	25	25	33	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>						销售费用/营业收入	6.5%	8.5%	8.0%	7.5%	7.5%
					( 百万 )	管理费用/营业收入	10.2%	12.2%	10.0%	9.0%	8.5%
流动资产	583	764	528	897	744	财务费用/营业收入	-0.2%	-0.3%	-5.5%	-7.2%	-6.0%
货币资金	105	188	765	364	880	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	255	331	-170	316	-121	所得税/利润总额	16.5%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	10	4	-119	190	-79	应收账款周转率	2.79	1.83	-1.20	0.62	-1.91
存货	220	231	-67	217	-15	存货周转率	1.68	1.56	-1.94	0.55	-11.09
非流动资产	185	482	433	383	334	流动资产周转率	0.88	0.46	0.22	0.16	0.28
固定资产	162	261	218	174	130	总资产周转率	0.76	0.43	0.20	0.14	0.22
资产总计	768	1246	961	1280	1078	<b>偿债能力</b>					
流动负债	268	258	-53	241	7	资产负债率	35.0%	20.7%	-5.5%	18.9%	0.6%
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	2.17	2.96	-10.03	3.71	109.56
应付款项	268	258	-53	241	7	速动比率	1.34	2.02	-11.31	2.82	111.70
非流动负债	0	0	0	0	0	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.91	0.50	0.25	0.25	0.33
负债合计	269	258	-52	242	7	每股净资产	4.99	9.88	10.13	10.38	10.71
股东权益	499	988	1013	1038	1071	每股经营现金流	-0.53	1.02	5.77	-4.02	5.16
股本	75	100	100	100	100	每股经营现金/EPS	-0.58	2.04	23.05	-16.05	15.85
留存收益	299	350	375	400	432	<b>估值</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0	18	18	18	18	PE	52.99	96.13	192.24	192.22	147.84
负债和权益总计	768	1246	961	1280	1078	PEG	-1.52	-7.19	-3.85	15488.62	4.93
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	PB	9.64	4.96	4.84	4.72	4.57
经营活动现金流	46	-48	563	-418	499	EV/EBITDA	30.30	70.10	73.86	84.16	65.18
其中营运资本减少	-187	192	75	75	82	EV/SALES	6.04	8.60	20.90	25.47	16.90
投资活动现金流	-70	-296	3	3	3	EV/IC	8.79	5.77	16.29	6.61	20.45
其中资本支出	-70	-178	0	0	0	ROIC/WACC	0.31	0.11	0.02	0.04	0.03
融资活动现金流	-28	446	11	13	14	REP	1.03	0.98	0.91	0.93	1.04
净现金总变化	-53	102	577	-402	516						

## 研究员介绍及承诺

**曲小溪:** 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券

**李倩倩:** 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券

**张如许:** 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

### 北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>