

美盈森 (002303.SZ) 造纸行业

评级：买入 维持评级

公司点评

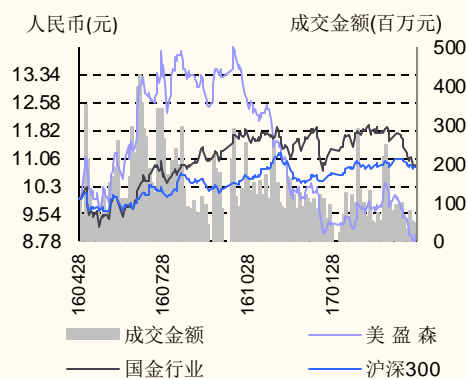
市场价格 (人民币)：8.98 元

“智造”布局加速，业绩有望恢复增长

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

年内股价最高最低(元) 14.09/8.78
 沪深 300 指数 3446.72



相关报告

- 《美盈森 2016 年三季报点评-新业务布局多点开花，土地开发潜力...》，2016.10.31
- 《美盈森公司点评-合作投资智慧农谷，深度参与新美开发》，2016.10.10
- 《美盈森 2016 年半年报点评-新客户开拓得力，全年增长无忧》，2016.8.28

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
 (8621)60935563
 jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
 yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
 qiusijia@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.15	0.14	0.18	0.23	0.28
每股净资产(元)	1.66	2.57	2.71	2.89	3.11
每股经营性现金流(元)	0.15	0.06	0.36	0.23	0.27
市盈率(倍)	89	71	49	39	32
行业优化市盈率(倍)	71	84	77	77	77
净利润增长率(%)	-15.70%	1.32%	27.31%	25.26%	21.71%
净资产收益率(%)	9.28%	5.64%	6.80%	7.98%	9.03%
总股本(百万股)	1,430.40	1,542.32	1,542.32	1,542.32	1,542.32

来源：Wind、国金证券研究所

业绩简评

■ 2016 年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 22.19 亿元、2.62 亿元和 2.23 亿元，同比分别增长 10.06%、65.94% 和 1.32%。实现全面摊薄 EPS0.15 元/股，低于市场预期。经营活动净现金流为 9,965.14 万元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 36.72%/6.84%/21.03%/-12.75%，归母净利润同比增速分别为 -40.19%/-10.01%/117.85%/60.91%。2016 年，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 0.22 元（含税）。2017 年第一季度，公司实现主营业务收入 5.60 亿元，同比增长 3.69%，实现归属于上市公司股东的净利润 5,261.82 万元，同比增长 45.24%。同时，公司预计 2017 年上半年，归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 0%至 30%。

经营分析

- **营收保持稳定增长，盈利未受原材料涨价影响。**2016 年，公司收入继续保持稳健增长 (+10.06%)，而毛利率提升至 29.45% (+2.89pct.)，期间费用率下降 0.12pct.。其中，销售费用率与财务费用率均有所上涨 (+0.14pct./+0.23pct.)，管理费用率下降 0.49pct.。归母净利率为 10.07% (-0.87pct.)，盈利能力有所下滑。2016 年，国内原纸价格明显上涨，但公司凭借与上下游企业之间的协商，使得整体盈利并未受到涨价的持续影响。另一方面，公司于去年四季度与客户协商条件，目前涨价效应开始出现，2017 年第一季度，毛利率同比上升 8.70pct.。
- **新客户持续开发，“智造”升级正在加速。**2016 年，公司持续新客户导入，先后获得福耀玻璃、优必选机器人和 HTC 等高端客户的包装供应资质。截止目前，公司服务客户已涵盖消费电子、新能源汽车和机器人等多个领域。良好的客户关系与新客户的不断开发，为公司未来几年的持续发展打下坚实基础。为满足企业和消费者对于产品流程可追溯的现实需求，公司全力推进大数据及物联网产业发展。2016 年 10 月，公司与四川华邑检测和农基优盟，先后签订战略合作协议，公司将为两家公司提供智能包装和包装一体化等服务。同月，公司长沙智慧工厂项目正式落户，项目总投资达 5 亿元，预计建设完成后，年产值将达到 10 亿元。我们认为，公司一方面通过自身产业“智造”升级，提升市场竞争力，扩大收入规模。另一方面，公司通过与多领域企业合作，在各行业内树立资源竞争壁垒，并形成优良的示范效应，

有利于推进公司智能包装业务快速渗透发展。

- **纸家具市场认可度显现，即将迎来跨越式增长。**2016年，公司纸家具业务现重大进展，9月全资子公司小美集电商平台上线，开启纸家具O2O营销模式。同月，公司先后与艾乐教育、远恒佳教育签署合作协议，获得了为两家公司旗下幼儿教育机构提供纸家具的订单。2016年10月，公司又与中洲控股达成战略合作，再次拿下纸家具大单。我们认为，公司先后获得多个订单，表明纸家具产品颇受市场认可。特别是与中洲控股的合作，充分凸显了公司纸家具业务的品牌效应和市场竞争能力。未来随着公司进一步优化完善产品，加大资源投入，该部分业务将有望成为新的盈利增长点。
- **合作投资智慧农谷，有望分享新芜开发经济效益。**2016年10月，公司公告与新芜生态公司及中州实业签订了《新芜社区农地开发合作合同》，三方将合作投建“深圳智慧农谷”项目。通过参与“智慧农谷”项目，一方面公司可以积极响应深圳市政府对光明新区国有农业用地提出的现代农业战略的号召，通过都市农业用地产业化而实现效益最大化。另一方面，“中山大学·深圳”新校区，占地5,000亩同样位于光明新区新芜片区，而新校区建设将为周边地区带来重大发展机会。作为光明新区第一家上市企业，公司现拥有该社区厂房用地200亩，伴随校区的逐步建设，公司有望分享壮大新芜社区土地增值和经济发展带来的收益。
- **定增加码全国“智造”布局，未来盈利大增可期。**2016年12月，公司公告非公开发行预案。本次公司拟非公开发行不超过1.54亿股，发行价为9.84元/股，募集资金总额不超过15.2亿元。此次公司非公开发行所募资金，将用于东莞、重庆、成都和苏州的工业4.0智慧工厂建设。继长沙智慧工厂之后，公司在全国范围内智慧工厂布局在升级，预计在募投项目全面达产后，公司将更好满足各类客户对精品、个性化定制包装的需求。同时，智慧工厂采取标准化、数字化和自动化生产，有助于提升制造效率和精益生产能力，公司未来收入与盈利齐增值得期待。

风险因素

- 宏观经济不景气影响下游行业包装需求；产业互联网战略推进不达预期。

盈利预测与投资建议

- 公司“包装一体化”竞争优势明显，继续推进“内生+外延”增长计划保障公司中长期发展，布局产业互联网、智能包装物流网亦将打开公司长期盈利和市值增长空间。我们预测公司201-2019年EPS为0.18/0.23/0.28元/股（三年CAGR24.7%），对应PE分为49/39/32倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,563	2,016	2,219	2,625	3,202	3,939
增长率		29.0%	10.1%	18.3%	22.0%	23.0%
主营业务成本	-1,018	-1,481	-1,566	-1,862	-2,274	-2,816
%销售收入	65.1%	73.4%	70.5%	70.9%	71.0%	71.5%
毛利	545	535	654	763	927	1,123
%销售收入	34.9%	26.6%	29.5%	29.1%	29.0%	28.5%
营业税金及附加	-11	-12	-20	-23	-27	-32
%销售收入	0.7%	0.6%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
营业费用	-99	-138	-155	-184	-218	-265
%销售收入	6.3%	6.8%	7.0%	7.0%	6.8%	6.7%
管理费用	-152	-223	-234	-276	-323	-377
%销售收入	9.7%	11.1%	10.6%	10.5%	10.1%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	283	163	245	281	360	449
%销售收入	18.1%	8.1%	11.0%	10.7%	11.2%	11.4%
财务费用	14	38	37	48	57	63
%销售收入	-0.9%	-1.9%	-1.7%	-1.8%	-1.8%	-1.6%
资产减值损失	-1	-102	-90	0	0	0
公允价值变动收益	0	57	75	0	0	0
投资收益	1	2	-4	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.6%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	296	158	262	329	417	511
营业利润率	18.9%	7.8%	11.8%	12.5%	13.0%	13.0%
营业外收支	17	93	10	27	27	28
税前利润	313	251	273	356	444	539
利润率	20.0%	12.5%	12.3%	13.5%	13.9%	13.7%
所得税	-46	-35	-54	-71	-88	-106
所得税率	14.6%	14.0%	19.9%	20.0%	19.8%	19.6%
净利润	268	216	218	284	356	434
少数股东损益	6	-4	-5	0	0	0
归属于母公司的净利润	262	220	223	284	356	434
净利率	16.7%	10.9%	10.1%	10.8%	11.1%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	268	216	218	284	356	434
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	170	167	65	68	72
非经营收益	-1	-69	-83	-37	-27	-27
营运资金变动	-38	-107	-203	238	-46	-55
经营活动现金净流	293	209	100	550	352	423
资本开支	-29	-281	-169	66	-38	-42
投资	0	-26	-38	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-29	-307	-208	65	-39	-42
股权募资	5	19	1,390	0	0	0
债权募资	-15	-5	-4	-18	0	1
其他	-30	-46	-26	0	-61	-77
筹资活动现金净流	-40	-32	1,361	-19	-62	-76
现金净流量	224	-130	1,253	596	252	305

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	954	824	2,077	2,673	2,924	3,229
应收款项	467	549	767	756	922	1,134
存货	297	365	386	445	544	673
其他流动资产	7	23	22	24	28	35
流动资产	1,724	1,762	3,250	3,897	4,418	5,071
%总资产	58.9%	54.6%	67.5%	72.9%	75.3%	77.8%
长期投资	14	258	326	327	326	326
固定资产	771	843	877	873	866	860
%总资产	26.4%	26.1%	18.2%	16.3%	14.8%	13.2%
无形资产	398	340	311	249	254	258
非流动资产	1,201	1,465	1,565	1,450	1,448	1,446
%总资产	41.1%	45.4%	32.5%	27.1%	24.7%	22.2%
资产总计	2,926	3,227	4,816	5,347	5,866	6,517
短期借款	0	8	8	2	2	2
应付款项	632	682	666	973	1,187	1,468
其他流动负债	29	43	62	103	128	157
流动负债	661	733	735	1,078	1,317	1,626
长期贷款	0	7	2	2	2	3
其他长期负债	7	23	34	0	0	0
负债	668	763	772	1,080	1,319	1,630
普通股股东权益	2,197	2,377	3,960	4,183	4,463	4,803
少数股东权益	61	87	84	84	84	84
负债股东权益合计	2,926	3,227	4,816	5,347	5,866	6,517

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.37	0.15	0.14	0.18	0.23	0.28
每股净资产	3.07	1.66	2.57	2.71	2.89	3.11
每股经营现金净流	0.41	0.15	0.06	0.36	0.23	0.27
每股股利	0.08	0.08	0.02	0.04	0.05	0.06
回报率						
净资产收益率	11.91%	9.28%	5.64%	6.80%	7.98%	9.03%
总资产收益率	8.94%	6.83%	4.64%	5.32%	6.07%	6.65%
投入资本收益率	10.70%	5.65%	4.82%	5.26%	6.35%	7.38%
增长率						
主营业务收入增长率	19.73%	28.99%	10.06%	18.28%	21.97%	23.03%
EBIT 增长率	34.32%	-42.20%	49.91%	14.56%	28.32%	24.68%
净利润增长率	50.25%	-15.70%	1.32%	27.31%	25.26%	21.71%
总资产增长率	10.50%	10.28%	49.25%	11.04%	9.70%	11.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90	80	96	93	93	93
存货周转天数	97	82	88	87	87	87
应付账款周转天数	95	84	84	94	94	94
固定资产周转天数	173	142	131	109	87	69
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.25%	-32.84%	-51.10%	-62.54%	-64.23%	-65.98%
EBIT 利息保障倍数	-20.6	-4.3	-6.6	-5.8	-6.3	-7.2
资产负债率	22.84%	23.65%	16.03%	20.20%	22.49%	25.01%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	6
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.14

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-31	买入	11.68	16.00
2	2016-04-25	买入	9.97	N/A
3	2016-08-28	买入	13.33	N/A
4	2016-10-10	买入	13.27	N/A
5	2016-10-31	买入	12.43	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD