

中报符合预期，包装一体化战略继续推进

公司简报

◆2017年上半年营收同比增长15.9%，净利润同比增长28.7%：

公司发布2017年半年报，报告期内，凭借公司在品牌、品质、研发、服务、创新等方面具备的较强竞争优势和市场影响力，公司实现营业收入12.42亿，同比增长15.9%，其中轻型包装产品实现营业收入8.44亿，同比上升37.8%；重型包装产品实现营业收入6549万元，同比上升31.2%；第三方采购实现收入3亿，同比下降23.2%。从渠道来看，内销实现收入8.87亿元，同比增4.5%，外销实现收入3.56亿元，同比增59.5%。归属于上市公司股东的净利润1.44亿，同比增长28.7%。单看二季度，公司实现营业收入6.82亿元，同比增长28.4%，归母净利润9174万元，同比增长20.8%。上半年EPS为0.09元。

◆2017年上半年毛利率同比升5.9个百分点，期间费用率同比增4.1个百分点：

2017年上半年公司毛利率为32.8%，较去年升5.9个百分点。其中轻型包装产品毛利率为34.6%，较去年同期增加2.3个百分点；重型包装产品毛利率为39.8%，较去年同期增加3.9个百分点，第三方采购业务毛利率为19.8%，较去年同期提升6.7个百分点。国内渠道毛利率为31.8%，同比增8.4个百分点，出口业务毛利率28.63%，同比降2.8个百分点

2017年上半年公司期间费用率为17.8%，同比增4.1个百分点；其中销售费用率为9.7%，同比升2.4个百分点，主要来源于大力开拓市场所产生的费用及运输费用上升。2017年上半年公司管理费用率为11.1%，同比增1.4个百分点。主要原因是公司包装产品研发、生产及销售业务增加较多，而包材整装供应服务模式的贸易性业务大幅下降，前者涉及利润率及管理费用均较高。

◆继续推进“包装一体化”，区域产业布局进一步完善：

公司继续深化“包装一体化”服务模式，专注于研发技术和服务水平的不断提升以及高端制造平台生产工艺的持续改进，加强了与战略性客户的合作深度和广度，战略性电子通讯类客户订单显著增加，并成功导入了一批新客户。公司“包装一体化”服务模式能够提升客户产品品牌价值、客户供应商管理效率以及降低客户综合采购成本，增强了客户粘性。

产能布局方面，公司先后在华南设立中大绿谷、佛山美盈森，在中南设立湖南美盈森，在华东设立美盈森智谷、江苏美彩供应链，在越南设立越南美盈森。目前公司已实现了在珠三角经济圈、长三角经济圈、成渝经济区、环渤海经济圈、长株潭经济圈、一带一路-越南的布局。区域产业布局的进一步完善，有利于公司开拓新市场，为企业发展积蓄新载体，从而形成新的业务增长点。

◆未来三年复合增速14.6%，调至“增持”评级：

我们预计2017-2019年公司的EPS为0.18、0.19和0.22元，当前股价对应PE分别为43、38和34倍，鉴于目前上游原材料涨价预期强烈，公司业绩压力尚存，行业整体估值收到压制，调降至“增持”评级。

增持（调降）

当前价/目标价：7.47/7.80元

目标期限：6个月

分析师

陈天蛟（执业证书编号：S0930516010002）

021-22169316

chentj@ebscn.com

市场数据

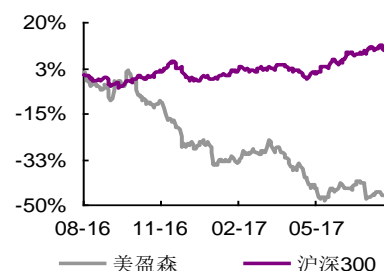
总股本(亿股)：15.42

总市值(亿元)：115.21

一年最低/最高(元)：6.96/14.84

近3月换手率：19.93%

股价表现(一年)



收益表现

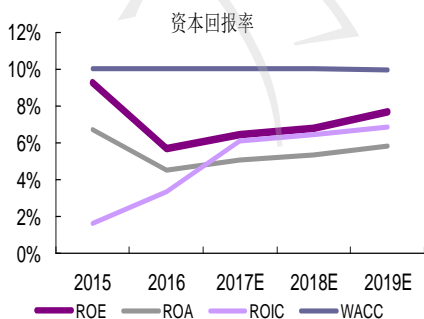
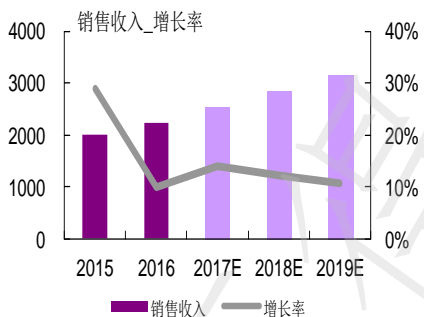
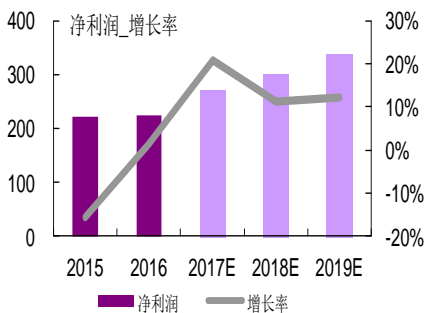
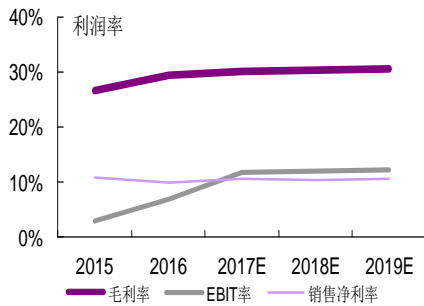
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.51	-14.67	-56.58
绝对	-6.02	-6.14	-46.42

相关研报

◆风险提示：大客户订单量不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,016	2,219	2,527	2,839	3,143
营业收入增长率	28.99%	10.06%	13.87%	12.32%	10.72%
净利润（百万元）	220	223	270	300	337
净利润增长率	-15.70%	1.32%	20.94%	11.14%	12.08%
EPS（元）	0.14	0.14	0.18	0.19	0.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.28%	5.64%	6.44%	6.80%	7.70%
P/E	52	52	43	38	34
P/B	5	3	3	3	3



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,016	2,219	2,527	2,839	3,143
营业成本	1,481	1,566	1,769	1,982	2,187
折旧和摊销	67	77	118	126	131
营业税费	12	20	23	26	28
销售费用	138	155	177	196	214
管理费用	223	234	268	298	330
财务费用	-38	-37	-21	-17	-15
公允价值变动损益	57	75	0	0	0
投资收益	2	-4	-4	-4	-4
营业利润	158	262	314	351	396
利润总额	251	273	327	365	409
少数股东损益	-4	-5	-5	-5	-5
归属母公司净利润	220.48	223.40	270.19	300.30	336.57

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	3,227	4,816	5,261	5,569	5,734
流动资产	1,762	3,250	3,986	4,304	4,530
货币资金	824	2,077	2,703	2,856	2,923
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	487	681	776	879	981
应收票据	26	23	33	37	41
其他应收款	36	62	45	50	56
存货	365	386	413	463	511
可供出售投资	1	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	8	0	0	-1	-1
固定资产	784	799	833	821	778
无形资产	206	245	248	251	239
总负债	763	772	986	1,078	1,296
无息负债	748	762	984	1,076	1,182
有息负债	15	10	2	2	114
股东权益	2,463	4,044	4,275	4,491	4,439
股本	1,430	1,542	1,542	1,542	1,542
公积金	118	1,407	1,434	1,464	1,497
未分配利润	825	1,001	1,210	1,401	1,320
少数股东权益	87	84	79	74	69

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	209	100	487	332	394
净利润	220	223	270	300	337
折旧摊销	67	77	118	126	131
净营运资金增加	525	422	156	366	341
其他	-603	-623	-57	-460	-414
投资活动产生现金流	-307	-208	156	-120	-74
净资本支出	-281	-169	-166	-116	-70
长期投资变化	8	0	0	0	0
其他资产变化	-34	-38	321	-4	-4
融资活动现金流	-44	1,348	-17	-58	-253
股本变化	715	112	0	0	0
债务净变化	15	-5	-8	0	111
无息负债变化	80	14	222	92	106
净现金流	-130	1,253	626	154	66

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	28.99%	10.06%	13.87%	12.32%	10.72%
净利润增长率	-15.70%	1.32%	20.94%	11.14%	12.08%
EBITDA/EBITDA 增长率	-62.77%	80.31%	79.70%	11.58%	11.27%
EBIT/EBIT 增长率	-78.29%	153.21%	92.33%	13.70%	13.97%
估值指标					
PE	52	52	43	38	34
PB	5	3	3	3	3
EV/EBITDA	91	49	27	25	23
EV/EBIT	191	73	38	34	31
EV/NOPLAT	222	92	48	42	38
EV/Sales	6	5	4	4	4
EV/IC	4	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	29.45%	29.98%	30.17%	30.43%
EBITDA 率	6.36%	10.42%	16.45%	16.34%	16.42%
EBIT 率	3.03%	6.97%	11.77%	11.92%	12.27%
税前净利润率	12.46%	12.28%	12.95%	12.84%	13.03%
税后净利润率 (归属母公司)	10.93%	10.07%	10.69%	10.58%	10.71%
ROA	6.70%	4.53%	5.04%	5.30%	5.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.28%	5.64%	6.44%	6.80%	7.70%
经营性 ROIC	1.61%	3.34%	6.07%	6.40%	6.86%
偿债能力					
流动比率	2.40	4.42	4.12	4.08	3.57
速动比率	1.90	3.90	3.69	3.64	3.17
归属母公司权益/有息债务	159.63	395.55	1837.60	1934.27	38.40
有形资产/有息债务	193.29	448.79	2166.30	2299.84	47.72
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.14	0.14	0.18	0.19	0.22
每股红利	0.02	0.02	0.05	0.25	0.49
每股经营现金流	0.14	0.06	0.32	0.22	0.26
每股自由现金流(FCFF)	-0.38	-0.19	0.02	-0.05	0.02
每股净资产	1.54	2.57	2.72	2.86	2.83
每股销售收入	1.31	1.44	1.64	1.84	2.04

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。

分析师介绍

陈天蛟，新加坡国立大学金融工程硕士。2013 年入行从事金融产品设计工作。2016 年加盟光大证券轻工团队。

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

上海市新闸路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	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.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	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com