

消费升级与娱乐研究中心

美盈森(002303.SZ) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 5.91元

市场数据(人民币)**收入延续稳增长，高毛利产品提高盈利能力****公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.14	0.23	0.31	0.41	0.53
每股净资产(元)	2.57	2.81	3.04	3.28	3.68
每股经营性现金流(元)	0.06	0.17	0.46	0.38	0.48
市盈率(倍)	71	31	19	14	11
行业优化市盈率(倍)	84	82	82	82	82
净利润增长率(%)	1.32%	55.86%	36.48%	34.63%	27.01%
净资产收益率(%)	5.64%	8.04%	10.13%	12.64%	14.30%
总股本(百万股)	1,542.32	1,542.32	1,542.32	1,542.32	1,542.32

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018年一季度，公司分别实现营收/营业利润/归母净利润分别为6.86亿元/9,978.25万元/8,247.61万元，同比分别增长22.56%/65.51%/56.74%，实现全面摊薄EPS0.05元，符合预期。公司预计2018年上半年实现归母净利润1.59亿元至1.88亿元，同比增长10%至30%。

经营分析

- 深化多客户开拓将延续收入增长。近两年来，公司持续开拓了多个战略性合作客户，如2017年内在运输包装领域成功开发的福耀玻璃、海天味业；精品盒领域的北美大客户音响包装等。多元化的客户策略，使得公司整体收入保持稳健增长。并且从现阶段情况来看，公司在下游客户包装供应中的占比并不高。后续公司将进一步挖掘客户需求、提升服务深度、提高客户粘性，以实现深化合作，并持续带动收入规模的稳健扩大。
- 高附加值产品+Q1纸价调整，公司盈利能力再上台阶。2017年，公司切入高附加值产品模切业务，该产品净利率高达28%。结合目前的情况来看，公司高利润模切产品，已经对整体盈利能力提升产生带动作用。另一方面，今年Q1包装纸价格较去年同期虽仍较高，但比去年Q4的峰值价格已明显下降，其中箱板纸和瓦楞纸最大跌幅分别为24.88%和33.43%。受益高端产品销售与原材料价格下跌，公司整理毛利率同比提升6.63pct.,环比提升2.75pct.. 2018年，我们认为在环保高压和外废配额确定减少并向大厂集中的趋势下，包装纸的价格仍然具备走强的逻辑。因此，年内公司原料价格上涨的预期仍在。但公司作为龙头包装企业，上下游议价能力较强，且客户分散集中度低，我们也看好在原材料涨价后，公司凭借一体化包装服务能力，向下游进行压力传导维持盈利水平。

盈利预测与投资建议

- 公司“包装一体化”竞争优势明显，积极拓展多领域业务，下游客户高度分散化，布局电子功能材料、智能包装物流网亦将打开公司长期盈利和市值增长空间。我们维持公司2018-2020年完全摊薄后EPS预测为0.31/0.41/0.53元（三年CAGR32.6%），对应PE分别为19/14/11倍，维持“买入”评级。

风险因素

- 市场竞争加剧风险；原材料价格上涨风险；汇率波动风险。

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
qiusjia@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,016	2,219	2,857	3,653	4,627	5,792
增长率		10.1%	28.8%	27.8%	26.6%	25.2%
主营业务成本	-1,481	-1,566	-1,872	-2,426	-3,084	-3,877
%销售收入	73.4%	70.5%	65.5%	66.4%	66.7%	66.9%
毛利	535	654	985	1,228	1,543	1,915
%销售收入	26.6%	29.5%	34.5%	33.6%	33.3%	33.1%
营业税金及附加	-12	-20	-29	-37	-44	-54
%销售收入	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
营业费用	-138	-155	-221	-274	-310	-384
%销售收入	6.8%	7.0%	7.7%	7.5%	6.7%	6.6%
管理费用	-223	-234	-321	-402	-489	-581
%销售收入	11.1%	10.6%	11.2%	11.0%	10.6%	10.0%
息税前利润(EBIT)	163	245	414	515	700	895
%销售收入	8.1%	11.0%	14.5%	14.1%	15.1%	15.5%
财务费用	38	37	2	29	38	46
%销售收入	-1.9%	-1.7%	-0.1%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-102	-90	-25	0	0	0
公允价值变动收益	57	75	5	0	0	0
投资收益	2	-4	13	10	10	10
%税前利润	0.6%	n.a.	3.2%	1.8%	1.3%	1.0%
营业利润	158	262	409	554	748	951
营业利润率	7.8%	11.8%	14.3%	15.2%	16.2%	16.4%
营业外收支	93	10	-1	5	5	5
税前利润	251	273	408	559	753	956
利润率	12.5%	12.3%	14.3%	15.3%	16.3%	16.5%
所得税	-35	-54	-63	-84	-113	-143
所得税率	14.0%	19.9%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	216	218	345	475	640	813
少数股东损益	-4	-5	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	220	223	348	475	640	813
净利率	10.9%	10.1%	12.2%	13.0%	13.8%	14.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	216	218	345	475	640	813
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	170	167	109	79	84	88
非经营收益	-69	-83	13	-7	2	1
营运资金变动	-107	-203	-202	158	-133	-158
经营活动现金净流	209	100	264	706	592	744
资本开支	-281	-169	-561	-60	-120	-127
投资	-26	-38	-6	-1	0	0
其他	0	0	0	10	10	10
投资活动现金净流	-307	-208	-567	-51	-110	-117
股权筹资	19	1,390	74	0	-123	0
债权筹资	-5	-4	367	-73	-17	-15
其他	-46	-26	-62	-18	-128	-166
筹资活动现金净流	-32	1,361	379	-91	-268	-181
现金净流量	-130	1,253	77	564	215	446

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	824	2,077	2,153	2,717	2,932	3,378
应收账款	549	767	977	1,081	1,369	1,713
存货	365	386	654	631	803	1,009
其他流动资产	23	22	77	14	17	21
流动资产	1,762	3,250	3,861	4,443	5,121	6,122
%总资产	54.6%	67.5%	65.1%	68.5%	71.1%	74.2%
长期投资	258	326	445	446	445	445
固定资产	843	877	1,109	1,156	1,203	1,250
%总资产	26.1%	18.2%	18.7%	17.8%	16.7%	15.2%
无形资产	340	311	444	440	436	431
非流动资产	1,465	1,565	2,070	2,044	2,085	2,128
%总资产	45.4%	32.5%	34.9%	31.5%	28.9%	25.8%
资产总计	3,227	4,816	5,931	6,487	7,206	8,251
短期借款	8	8	354	336	319	303
应付款项	682	666	975	1,126	1,431	1,798
其他流动负债	43	62	70	206	269	340
流动负债	733	735	1,398	1,668	2,020	2,442
长期贷款	7	2	0	0	0	1
其他长期负债	23	34	77	0	0	0
负债	763	772	1,476	1,668	2,020	2,443
普通股股东权益	2,377	3,960	4,330	4,693	5,060	5,682
少数股东权益	87	84	126	126	126	126
负债股东权益合计	3,227	4,816	5,931	6,487	7,206	8,251

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.15	0.14	0.23	0.31	0.41	0.53
每股净资产	1.66	2.57	2.81	3.04	3.28	3.68
每股经营现金流	0.15	0.06	0.17	0.46	0.38	0.48
每股股利	0.08	0.02	0.02	0.07	0.10	0.12
回报率						
净资产收益率	9.28%	5.64%	8.04%	10.13%	12.64%	14.30%
总资产收益率	6.83%	4.64%	5.87%	7.33%	8.88%	9.85%
投入资本收益率	5.65%	4.82%	7.24%	8.49%	10.80%	12.45%
增长率						
主营业务收入增长率	28.99%	10.06%	28.75%	27.85%	26.65%	25.19%
EBIT增长率	-42.20%	49.91%	68.97%	24.46%	35.80%	27.93%
净利润增长率	-15.70%	1.32%	55.86%	36.48%	34.63%	27.01%
总资产增长率	10.28%	49.25%	23.16%	9.37%	11.08%	14.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80	96	99	95	95	95
存货周转天数	82	88	101	95	95	95
应付账款周转天数	84	84	78	80	80	80
固定资产周转天数	142	131	111	86	67	53
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.84%	-51.10%	-40.39%	-49.41%	-50.38%	-52.93%
EBIT利息保障倍数	-4.3	-6.6	-201.4	-17.8	-18.5	-19.6
资产负债率	23.65%	16.03%	24.88%	25.71%	28.03%	29.61%

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
0	3	4	5	9	
0	1	2	2	3	
0	1	1	2	3	
0	0	0	0	0	
0.00	1.60	1.57	1.67	1.60	

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-25	买入	9.97	N/A
2	2016-08-28	买入	13.33	N/A
3	2016-10-10	买入	13.27	N/A
4	2016-10-31	买入	12.43	N/A
5	2017-04-28	买入	8.98	N/A
6	2017-08-18	买入	7.47	N/A
7	2018-03-30	买入	6.48	N/A

来源：国金证券研究所

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



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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH