

## 消费升级与娱乐研究中心

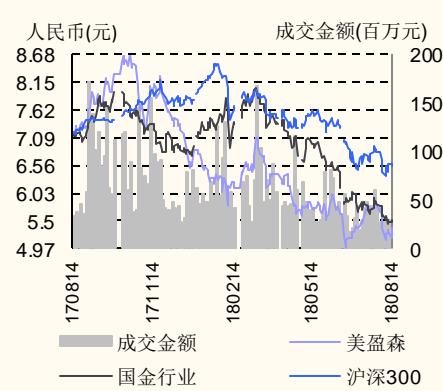
**美盈森(002303.SZ) 买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 5.37元

**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	1,541.76
总市值(百万元)	8,282.28
年内股价最高最低(元)	8.68/4.97
沪深300指数	3372.91
中小板综	8994.52

**相关报告**

- 1.《美盈森2018年一季报点评-收入延续稳增长,高毛利产品提高盈...》, 2018.4.24
- 2.《美盈森2017年年报点评-多领域业务开发得力,高附加值产品放...》, 2018.3.30
- 3.《美盈森2017半年报点评-业绩符合预期,期待“智造”布局提...》, 2017.8.18

**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
**新业务、新客户、新产能,未来多点开花可期****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	0.30	0.39	0.48
每股净资产(元)	2.57	2.81	3.04	3.25	3.62
每股经营性现金流(元)	0.06	0.17	0.46	0.37	0.46
市盈率(倍)	71	31	18	14	11
净利润增长率(%)	1.32%	55.86%	31.96%	30.59%	23.76%
净资产收益率(%)	5.64%	8.04%	9.82%	11.96%	13.29%
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年上半年,公司分别实现营收/归母净利润14.23亿元/1.74亿元,同比分别增长14.56%/20.80%,实现全面摊薄EPS0.11元,略低于预期。

**经营分析**

- **并表范围变更,导致收入增速同比放缓。**上半年公司收入增速较去年同期降低1.38pct.,其主要原因在于,公司原收购的子公司汇天云网,由其原股东回购并实施完毕。该公司不再纳入公司并表范围,从而导致上半年增速同比下降。若剔除汇天云网2017年上半年的合并收入基数,则公司上半年收入增速21.07%,基本延续了Q1以来的良好增长态势。
- **下游客户高度分散化,新客户仍在持续开发中。**近年公司不断深挖多领域客户需求,2017年公司前五名客户销售额占比22.10% (VS合兴包装25%/裕同科技60%),客户集中度较低。进入今年,公司仍在持续推进新客户开发:**1)运输包装:**今年上半年,公司先后成为蒙牛和中宁枸杞的包装供应商,为公司收入端稳定增长提供保障;**2)精品包装:**今年Q1公司就已获取北美大客户包装供应资质,后期亦有望获得该客户部分手机包装订单,同时又在上半年获得步步高教育电子产品包装供应资质,收入结构进一步优化;**3)模切产品:**公司于去年切入该高附加值产品业务,上半年新业务收入实现97.27%的增长,净利润增速高达81.77%。综合来看,公司经营质量日益优化,未来业务具备多点开花能力。
- **新建生产基地,再造新增长。**公司按照“三新”推动“两新”的战略规划,在积极拓展新客户的同时,配合新产能建设。为有效推动军品业务和智能包装业务发展,今年4月,公司公告将在西安投资4.3亿元,建设智能包装研发生产基地,有利于抓住西北地区中高端包装和军品包装的市场需求,再打造新的业绩增长点。

**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成长空间。由于公司并表范围的变化,我们小幅下调公司2018-2020年完全摊薄后EPS预测至0.29/0.38/0.46元(三年CAGR27.2%),对应PE分别为18/14/12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。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,016</b>	<b>2,219</b>	<b>2,857</b>	<b>3,516</b>	<b>4,306</b>	<b>5,239</b>
增长率	10.1%	28.8%	23.1%	22.5%	21.7%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,481</b>	<b>-1,566</b>	<b>-1,872</b>	<b>-2,334</b>	<b>-2,868</b>	<b>-3,503</b>
%销售收入	73.4%	70.5%	65.5%	66.4%	66.6%	66.9%
<b>毛利</b>	<b>535</b>	<b>654</b>	<b>985</b>	<b>1,182</b>	<b>1,437</b>	<b>1,736</b>
%销售收入	26.6%	29.5%	34.5%	33.6%	33.4%	33.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-20</b>	<b>-29</b>	<b>-35</b>	<b>-41</b>	<b>-49</b>
%销售收入	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
<b>营业费用</b>	<b>-138</b>	<b>-155</b>	<b>-221</b>	<b>-264</b>	<b>-288</b>	<b>-348</b>
%销售收入	6.8%	7.0%	7.7%	7.5%	6.7%	6.6%
<b>管理费用</b>	<b>-223</b>	<b>-234</b>	<b>-321</b>	<b>-387</b>	<b>-455</b>	<b>-526</b>
%销售收入	11.1%	10.6%	11.2%	11.0%	10.6%	10.0%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>163</b>	<b>245</b>	<b>414</b>	<b>497</b>	<b>653</b>	<b>813</b>
%销售收入	8.1%	11.0%	14.5%	14.1%	15.2%	15.5%
<b>财务费用</b>	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>2</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>45</b>
%销售收入	-1.9%	-1.7%	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>-102</b>	<b>-90</b>	<b>-25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>57</b>	<b>75</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>-4</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
%税前利润	0.6%	n.a.	3.2%	1.8%	1.4%	1.1%
<b>营业利润</b>	<b>158</b>	<b>262</b>	<b>409</b>	<b>536</b>	<b>701</b>	<b>868</b>
<b>营业利润率</b>	<b>7.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.2%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.6%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>93</b>	<b>10</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>251</b>	<b>273</b>	<b>408</b>	<b>541</b>	<b>706</b>	<b>874</b>
<b>利润率</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.7%</b>
<b>所得税</b>	<b>-35</b>	<b>-54</b>	<b>-63</b>	<b>-81</b>	<b>-106</b>	<b>-131</b>
<b>所得税率</b>	<b>14.0%</b>	<b>19.9%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>216</b>	<b>218</b>	<b>345</b>	<b>459</b>	<b>600</b>	<b>743</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>220</b>	<b>223</b>	<b>348</b>	<b>459</b>	<b>600</b>	<b>743</b>
<b>净利率</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.1%</b>	<b>12.2%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.9%</b>	<b>14.2%</b>

**资产负债表（人民币百万元）**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>824</b>	<b>2,077</b>	<b>2,153</b>	<b>2,720</b>	<b>2,924</b>	<b>3,341</b>
<b>应收账款</b>	<b>549</b>	<b>767</b>	<b>977</b>	<b>1,040</b>	<b>1,274</b>	<b>1,550</b>
<b>存货</b>	<b>365</b>	<b>386</b>	<b>654</b>	<b>607</b>	<b>747</b>	<b>912</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>77</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>20</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,762</b>	<b>3,250</b>	<b>3,861</b>	<b>4,382</b>	<b>4,961</b>	<b>5,822</b>
%总资产	54.6%	67.5%	65.1%	68.2%	70.4%	73.2%
<b>长期投资</b>	<b>258</b>	<b>326</b>	<b>445</b>	<b>446</b>	<b>445</b>	<b>445</b>
<b>固定资产</b>	<b>843</b>	<b>877</b>	<b>1,109</b>	<b>1,156</b>	<b>1,203</b>	<b>1,250</b>
%总资产	26.1%	18.2%	18.7%	18.0%	17.1%	15.7%
<b>无形资产</b>	<b>340</b>	<b>311</b>	<b>444</b>	<b>440</b>	<b>436</b>	<b>431</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,465</b>	<b>1,565</b>	<b>2,070</b>	<b>2,044</b>	<b>2,085</b>	<b>2,128</b>
%总资产	45.4%	32.5%	34.9%	31.8%	29.6%	26.8%
<b>资产总计</b>	<b>3,227</b>	<b>4,816</b>	<b>5,931</b>	<b>6,425</b>	<b>7,046</b>	<b>7,951</b>
<b>短期借款</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>354</b>	<b>336</b>	<b>319</b>	<b>303</b>
<b>应付款项</b>	<b>682</b>	<b>666</b>	<b>975</b>	<b>1,084</b>	<b>1,331</b>	<b>1,625</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>43</b>	<b>62</b>	<b>70</b>	<b>198</b>	<b>252</b>	<b>310</b>
<b>流动负债</b>	<b>733</b>	<b>735</b>	<b>1,398</b>	<b>1,618</b>	<b>1,902</b>	<b>2,238</b>
<b>长期贷款</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>77</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>763</b>	<b>772</b>	<b>1,476</b>	<b>1,618</b>	<b>1,902</b>	<b>2,239</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,377</b>	<b>3,960</b>	<b>4,330</b>	<b>4,681</b>	<b>5,018</b>	<b>5,586</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>87</b>	<b>84</b>	<b>126</b>	<b>126</b>	<b>126</b>	<b>126</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,227</b>	<b>4,816</b>	<b>5,931</b>	<b>6,425</b>	<b>7,046</b>	<b>7,951</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.15	0.14	0.23	0.30	0.39	0.48
每股净资产	1.66	2.57	2.81	3.04	3.25	3.62
每股经营现金净流	0.15	0.06	0.17	0.46	0.37	0.46
每股股利	0.08	0.02	0.02	0.07	0.09	0.11
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.28%	5.64%	8.04%	9.82%	11.96%	13.29%
总资产收益率	6.83%	4.64%	5.87%	7.15%	8.52%	9.34%
投入资本收益率	5.65%	4.82%	7.24%	8.21%	10.16%	11.49%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	28.99%	10.06%	28.75%	23.06%	22.45%	21.68%
EBIT增长率	-42.20%	49.91%	68.97%	19.98%	31.47%	24.55%
净利润增长率	-15.70%	1.32%	55.86%	31.96%	30.59%	23.76%
总资产增长率	10.28%	49.25%	23.16%	8.33%	9.66%	12.85%
<b>资产管理能力</b>						
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	90	72	59
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-32.84%	-51.10%	-40.39%	-49.60%	-50.64%	-53.16%
EBIT利息保障倍数	-4.3	-6.6	-201.4	-17.2	-17.2	-18.0
资产负债率	23.65%	16.03%	24.88%	25.18%	26.99%	28.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：贝格数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-28	买入	13.33	N/A
2	2016-10-10	买入	13.27	N/A
3	2016-10-31	买入	12.43	N/A
4	2017-04-28	买入	8.98	N/A
5	2017-08-18	买入	7.47	N/A
6	2018-03-30	买入	6.48	N/A
7	2018-04-24	买入	5.91	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形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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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。

此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