

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): 5.08元

业绩符合预期盈利有提升，积极布局海外**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	1,530.76
总市值(百万元)	7,779.12
年内股价最高最低(元)	7.09/4.20
沪深300指数	3678.39
中小板综	8901.91

**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.15	0.23	0.26	0.29	0.33
每股净资产(元)	2.57	2.81	3.23	3.52	3.84
每股经营性现金流(元)	0.06	0.17	-0.17	0.09	0.33
市盈率(倍)	71	31	17	16	14
净利润增长率(%)	1.32%	55.86%	17.00%	7.34%	15.30%
净资产收益率(%)	5.64%	8.04%	8.24%	8.12%	8.56%
总股本(百万股)	1,542.32	1,542.32	1,531.32	1,531.32	1,531.32

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公告业绩快报，2018年实现营收32.48亿元，同比增长13.70%，归母净利润4.07亿元，增长16.90%，全面摊薄EPS0.26元，基本符合预期。

点评

- 并表范围变更并未拖累，新客户开发助力收入增长。18年上半年，由于公司原收购的子公司汇天云网，其原股东回购并实施完毕，不再纳入公司并表范围。但从业绩快报的情况来看，公司此次并表范围的变更并未对收入增长形成明显拖累。其核心原因在于，公司战略性客户订单持续放量以及新客户的持续开发。公司于17年切入高附加值产品模切业务领域，18年上半年该业务就实现了高达81.77%的利润增长，预计全年该业务仍能收获高速增长。叠加18年内国内包装原纸价格调整，公司盈利能力得以改善，全年净利润率为12.52%，较2017年提升0.45pct.。
- 新建生产基地，再造新增长，拓展海外进入新兴市场。为有效推动军品业务和智能包装业务发展，18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市场需求，再打造新的业绩增长点。今年2月公司公告拟使用自筹资金不超过5,000万美元在印度设立子公司。此次印度公司设立，为公司向东南亚进行战略布局的重要一步，提升在印度区域客户的快速响应能力，有利于分享包括印度在内的“一带一路”东南亚沿线国家经济发展带来的市场机遇，提升公司在区域市场的竞争力，巩固并提高行业地位，形成新的利润增长点。
- 利润分配金额持续提升，彰显公司回馈股东之决心。公司公告，控股股东建议2018年分红方案为，向全体股东每10股派发现金红利2.00元（含税）。近年公司利润分配比例持续增加，15年分配利润占净利润比例仅15.89%，而此次建议分配比例已大幅提升至75.25%。在彰显公司对股东回馈之决心的同时，也体现出公司整体业务规模与盈利能力的稳步提升。

投资建议与盈利预测

- 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。我们预测公司2018-2020年完全摊薄后EPS为0.26/0.29/0.33元（三年CAGR11.3%），对应PE分别为17/16/14倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 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

分析师SAC执业编号:S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
主营业务收入	2,016	2,219	2,857	3,249	4,006	5,047								
增长率		10.1%	28.8%	13.7%	23.3%	26.0%	货币资金	824	2,077	2,153	1,613	1,951	2,473	
主营业务成本	-1,481	-1,566	-1,872	-2,144	-2,612	-3,331	应收账款	549	767	977	1,184	1,392	1,667	
%销售收入	73.4%	70.5%	65.5%	66.0%	65.2%	66.0%	存货	365	386	654	744	885	1,102	
毛利	535	654	985	1,105	1,394	1,716	其他流动资产	23	22	77	719	1,021	823	
%销售收入	26.6%	29.5%	34.5%	34.0%	34.8%	34.0%	流动资产	1,762	3,250	3,861	4,261	5,250	6,065	
营业税金及附加	-12	-20	-29	-32	-38	-47	%总资产	54.6%	67.5%	65.1%	62.9%	66.2%	68.5%	
%销售收入	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	长期投资	258	326	445	495	495	495	
营业费用	-138	-155	-221	-244	-288	-358	固定资产	843	877	1,109	1,331	1,423	1,446	
%销售收入	6.8%	7.0%	7.7%	7.5%	7.2%	7.1%	%总资产	26.1%	18.2%	18.7%	19.7%	17.9%	16.3%	
管理费用	-223	-234	-321	-283	-336	-409	无形资产	340	311	444	488	527	572	
%销售收入	11.1%	10.6%	11.2%	8.7%	8.4%	8.1%	非流动资产	1,465	1,565	2,070	2,508	2,680	2,788	
							%总资产	45.4%	32.5%	34.9%	37.1%	33.8%	31.5%	
息税前利润 (EBIT)	163	245	414	546	731	901	资产总计	3,227	4,816	5,931	6,769	7,929	8,853	
%销售收入	8.1%	11.0%	14.5%	16.8%	18.2%	17.9%	短期借款	8	8	354	603	1,099	1,181	
财务费用	38	37	2	-62	-227	-318	应付款项	682	666	975	1,017	1,227	1,549	
%销售收入	-1.9%	-1.7%	-0.1%	1.9%	5.7%	6.3%	其他流动负债	43	62	70	77	94	110	
资产减值损失	-102	-90	-25	-18	-3	-5	流动负债	733	735	1,398	1,697	2,420	2,840	
公允价值变动收益	57	75	5	0	0	0	长期贷款	7	2	0	0	0	0	
投资收益	2	-4	8	10	10	10	其他长期负债	23	34	77	0	0	0	
%税前利润	0.6%	n.a	1.9%	2.1%	1.9%	1.7%	负债	763	772	1,476	1,697	2,420	2,840	
营业利润	158	262	409	475	510	589	普通股股东权益	2,377	3,960	4,330	4,946	5,383	5,887	
营业利润率	7.8%	11.8%	14.3%	14.6%	12.7%	11.7%	少数股东权益	87	84	126	126	126	126	
营业外收支	93	10	-1	3	3	3	负债股东权益合计	3,227	4,816	5,931	6,769	7,929	8,853	
税前利润	251	273	408	478	513	592								
利润率	12.5%	12.3%	14.3%	14.7%	12.8%	11.7%								
所得税	-35	-54	-63	-71	-76	-88								
所得税率	14.0%	19.9%	15.5%	14.8%	14.8%	14.8%								
净利润	216	218	345	407	437	504								
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	407	437	504								
净利率	10.9%	10.1%	12.2%	12.5%	10.9%	10.0%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金净流	209	100	264	-253	135	507	每股指标							
资本开支	-281	-169	-561	-419	-247	-202	每股收益	0.154	0.145	0.226	0.266	0.286	0.329	
投资	-26	-38	-6	-200	0	200	每股净资产	1.661	2.567	2.807	3.230	3.515	3.845	
其他	0	0	0	10	10	10	每股经营现金净流	0.146	0.065	0.171	-0.165	0.088	0.331	
投资活动现金净流	-307	-208	-567	-609	-237	8	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000	
股权募资	19	1,390	74	-61	0	0								
债权募资	-5	-4	367	194	496	82								
其他	-46	-26	-62	189	-56	-75								
筹资活动现金净流	-32	1,361	379	322	440	7								
现金净流量	-130	1,253	77	-540	338	521								
现金流量表 (人民币百万元)							回报率							
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	净资产收益率	9.28%	5.64%	8.04%	8.24%	8.12%	8.56%	
净利润	216	218	345	407	437	504	总资产收益率	6.83%	4.64%	5.87%	6.02%	5.51%	5.69%	
少数股东损益	-4	-5	-3	0	0	0	投入资本收益率	5.65%	4.82%	7.24%	8.19%	9.42%	10.67%	
非现金支出	170	167	109	103	102	116	增长率	主营收入增长率	28.99%	10.06%	28.75%	13.70%	23.30%	26.00%
非经营收益	-69	-83	13	-55	23	47	EBIT增长率	-42.20%	49.91%	68.97%	31.85%	33.86%	23.37%	
营运资金变动	-107	-203	-202	-708	-427	-161	净利润增长率	-15.70%	1.32%	55.86%	17.00%	7.34%	15.30%	
经营活动现金净流	209	100	264	-253	135	507	总资产增长率	10.28%	49.25%	23.16%	14.12%	17.14%	11.65%	
资本开支	-281	-169	-561	-419	-247	-202	资产盈利能力	应收账款周转天数	80.5	96.1	98.6	120.0	115.0	108.0
投资	-26	-38	-6	-200	0	200		存货周转天数	81.5	87.5	101.4	128.0	125.0	122.0
其他	0	0	0	10	10	10	偿债能力	应付账款周转天数	83.9	83.7	78.0	90.0	92.0	94.0
投资活动现金净流	-307	-208	-567	-609	-237	8		固定资产周转天数	141.9	131.4	111.2	100.2	87.8	70.0
股权募资	19	1,390	74	-61	0	0	净负债/股东权益	-32.84%	-51.10%	-40.39%	-19.91%	-15.47%	-21.48%	
债权募资	-5	-4	367	194	496	82		EBIT利息保障倍数	-4.3	-6.6	-201.4	8.7	3.2	2.8
其他	-46	-26	-62	189	-56	-75		资产负债率	23.65%	16.03%	24.88%	25.07%	30.52%	32.08%

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	2	2	2	9
增持	0	1	1	1	6
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.33	1.75	1.67

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	2017-04-28	买入	8.98	N/A
2	2017-08-18	买入	7.47	N/A
3	2018-03-30	买入	6.48	N/A
4	2018-04-24	买入	5.91	N/A
5	2018-08-15	买入	5.37	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