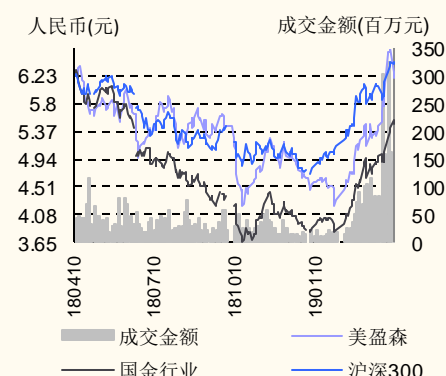


美盈森 (002303.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 6.20 元

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)	9,494.21
年内股价最高最低(元)	6.65/4.20
沪深 300 指数	4075.43
中小板综	10281.83

**相关报告**

- 1.《业绩符合预期盈利有提升,积极布局海外-美盈森 2018 年业绩快...》, 2019.2.28
- 2.《美盈森 2018 年中报点评-新业务、新客户、新产能,未来多点开...》, 2018.8.15
- 3.《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

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

新客户、新产能助增长,积极推进海外布局**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.23	0.26	0.32	0.40	0.46
每股净资产(元)	2.81	2.92	3.28	3.55	3.86
每股经营性现金流(元)	0.17	0.17	0.37	0.37	0.41
市盈率(倍)	31	18	19	16	13
净利润增长率(%)	55.86%	15.23%	22.53%	23.49%	16.96%
净资产收益率(%)	8.04%	8.96%	9.78%	11.17%	12.02%
总股本(百万股)	1,542.32	1,531.32	1,531.32	1,531.32	1,531.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 年实现营收 32.48 亿元,同比增长 13.70%,归母净利润 4.01 亿元,增长 15.23%,全面摊薄 EPS0.26 元,符合预期。2018 年,公司拟向全体股东每 10 股派 2 元(含税)。

经营分析

- 并表范围变更并未成拖累,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。去年内公司新开发了包括谷歌、A.O.Smith、蒙牛乳业、步步高教育电子等在内的一批新客户,为收入端稳健增长提供保障。
- 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。另一方面,公司东莞智慧型工厂于去年 8 月投产,进一步夯实产能布局。今年 2 月公司公告拟使用自筹资金不超过 5,000 万美元在印度投资设立子公司。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。我们上调公司 2019/2020 年完全摊薄后 EPS 预测至 0.32/0.40 元(原为 0.29/0.33 元,上调幅度 10.7%/20.1%),预测 2021 年 EPS 为 0.46 元,三年 CAGR21%,对应 PE 分别为 19/16/13 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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,219	2,857	3,249	3,737	4,355	5,131
增长率		28.8%	13.7%	15.0%	16.5%	17.8%
主营业务成本	-1,566	-1,872	-2,196	-2,531	-2,930	-3,431
%销售收入	70.5%	65.5%	67.6%	67.7%	67.3%	66.9%
毛利	654	985	1,053	1,206	1,425	1,700
%销售收入	29.5%	34.5%	32.4%	32.3%	32.7%	33.1%
营业税金及附加	-20	-29	-36	-41	-48	-56
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-155	-221	-238	-269	-309	-359
%销售收入	7.0%	7.7%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%
管理费用	-234	-321	-331	-370	-426	-549
%销售收入	10.6%	11.2%	10.2%	9.9%	9.8%	10.7%
息税前利润 (EBIT)	245	414	447	526	641	736
%销售收入	11.0%	14.5%	13.8%	14.1%	14.7%	14.3%
财务费用	37	2	19	-10	-3	20
%销售收入	-1.7%	-0.1%	-0.6%	0.3%	0.1%	-0.4%
资产减值损失	-90	-25	-58	-10	-2	-2
公允价值变动收益	75	5	42	0	0	0
投资收益	-4	13	23	70	75	80
%税前利润	n.a	3.2%	5.0%	12.0%	10.4%	9.5%
营业利润	262	409	474	576	712	833
营业利润率	11.8%	14.3%	14.6%	15.4%	16.3%	16.2%
营业外收支	10	-1	-6	9	9	9
税前利润	273	408	468	585	721	842
利润率	12.3%	14.3%	14.4%	15.7%	16.6%	16.4%
所得税	-54	-63	-76	-88	-108	-126
所得税率	19.9%	15.5%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	218	345	392	498	613	716
少数股东损益	-5	-3	-9	6	6	6
归属于母公司的净利润	223	348	401	492	607	710
净利率	10.1%	12.2%	12.3%	13.2%	13.9%	13.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	218	345	392	498	613	716
少数股东损益	-5	-3	-9	6	6	6
非现金支出	160	99	134	110	108	115
非经营收益	-83	13	-64	-40	-44	-74
营运资金变动	-203	-202	-196	-7	-105	-129
经营活动现金净流	93	255	267	561	572	628
资本开支	-169	-561	-578	-161	-169	-178
投资	-38	-6	-722	0	0	0
其他	0	0	11	70	75	80
投资活动现金净流	-208	-567	-1,289	-91	-94	-98
股权募资	1,390	74	0	0	0	0
债权募资	-4	367	126	396	-365	-381
其他	-26	-62	-276	19	-240	-250
筹资活动现金净流	1,361	379	-149	414	-606	-631
现金净流量	1,246	67	-1,171	885	-127	-100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,077	2,153	990	1,874	1,747	1,647
应收款项	767	977	1,139	1,165	1,357	1,599
存货	386	654	667	735	851	996
其他流动资产	22	77	849	860	870	882
流动资产	3,250	3,861	3,645	4,634	4,826	5,124
%总资产	67.5%	65.1%	57.2%	62.4%	62.7%	63.5%
长期投资	326	445	508	508	508	508
固定资产	877	1,109	1,538	1,604	1,671	1,740
%总资产	18.2%	18.7%	24.1%	21.6%	21.7%	21.6%
无形资产	311	444	437	439	441	444
非流动资产	1,565	2,070	2,725	2,795	2,867	2,942
%总资产	32.5%	34.9%	42.8%	37.6%	37.3%	36.5%
资产总计	4,816	5,931	6,370	7,429	7,693	8,066
短期借款	8	354	399	794	428	45
应付款项	666	975	1,184	1,282	1,484	1,739
其他流动负债	62	70	76	85	99	117
流动负债	735	1,398	1,658	2,161	2,011	1,900
长期贷款	2	0	0	0	0	1
其他长期负债	34	77	124	125	126	128
负债	772	1,476	1,782	2,287	2,138	2,029
普通股股东权益	3,960	4,330	4,476	5,026	5,433	5,908
少数股东权益	84	126	111	117	123	129
负债股东权益合计	4,816	5,931	6,370	7,429	7,693	8,066

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.145	0.226	0.262	0.321	0.396	0.464
每股净资产	2.567	2.807	2.923	3.282	3.548	3.858
每股经营现金净流	0.060	0.165	0.174	0.366	0.374	0.410
每股股利	0.022	0.130	0.000	0.106	0.131	0.153
回报率						
净资产收益率	5.64%	8.04%	8.96%	9.78%	11.17%	12.02%
总资产收益率	4.64%	5.87%	6.30%	6.62%	7.89%	8.80%
投入资本收益率	4.82%	7.24%	7.47%	7.49%	9.06%	10.23%
增长率						
主营业务收入增长率	10.06%	28.75%	13.70%	15.03%	16.52%	17.83%
EBIT增长率	49.91%	68.97%	7.93%	17.70%	21.95%	14.71%
净利润增长率	1.32%	55.86%	15.23%	22.53%	23.49%	16.96%
总资产增长率	49.25%	23.16%	7.40%	16.63%	3.55%	4.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	96.1	98.6	104.5	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	87.5	101.4	109.8	106.0	106.0	106.0
应付账款周转天数	83.7	78.0	92.6	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	131.4	111.2	137.2	118.7	101.2	85.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.10%	-40.39%	-12.87%	-21.01%	-23.75%	-26.52%
EBIT利息保障倍数	-6.6	-201.4	-23.2	55.1	241.8	-37.6
资产负债率	16.03%	24.88%	27.98%	30.78%	27.79%	25.15%

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	6	6	11
增持	0	1	2	2	7
中性	0	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.50	1.44	1.44	1.62

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
6	2019-02-28	买入	5.08	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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