

新股报告

包装一体化整体服务

纸包装行业

2009年10月20日

美盈森（002303）新股报告

投资建议：

申购

所在行业最近52周走势：

发行相关数据：

网上发行数量：3600 万股
网上发行价格：25.36 元
网上申购上限：30000 股
网上申购简称：美盈森
网上申购代码：002303

报告作者：

行业研究员：何冰冰 韩星南

联系方式

电话：0510-82833337
Email：hebb@glsc.com

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

报告要点：

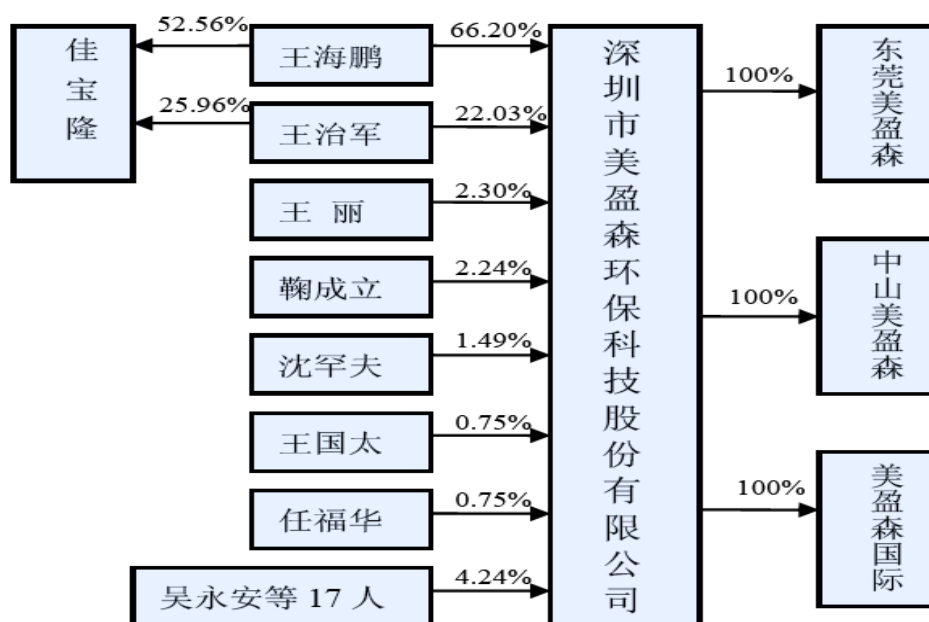
- 公司主要依托瓦楞包装产品的生产与销售，主营业务是从事轻型包装产品与重型包装产品的生产与销售，并为客户提供包装产品设计、包装方案优化、第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及辅助包装作业等包装一体化服务。
- 包装一体化是公司最大的竞争优势。通过准确的市场定位，公司通过包装一体化避开了低技术含量、低附加值的激烈竞争，获得高于同行业水平的经济效益。
- 公司本次拟向社会公开发行4,500万股人民币普通股，预计募集资金数额为51758.78万元，将运用于美盈森环保科技有限公司环保包装生产建设项目、环保轻型包装生产线技术改造项目、包装物流一体化项目的建设。
- 基于2009年以来中小板上市企业发行市盈率在30.88—49.09倍之间，另外中小板上市企业中做瓦楞包装的合兴包装上市时的市盈率是29.85倍，而目前的市盈率是35.7倍，考虑到美盈森公司在行业中具有较强的竞争力，我们认为公司的09年合理市盈率在40-45倍之间，因此预测公司的二级市场合理价格为28.8—32.4元。
- 两只新股申购上限共需动用资金106.8万，中等资金量可以申购全部两只新股。通过实际中签率的比较（考虑价格和申购上限的影响），资金量较小的投资者选择美盈森的中签概率更高。

一、发行简介

公司前身为深圳市美盈森环保包装技术有限公司，成立于2000年5月17日。2007年9月25日，深圳市美盈森环保包装技术有限公司整体变更为深圳市美盈森环保科技股份有限公司，并在深圳市工商局完成工商变更登记手续。

公司主要依托瓦楞包装产品的生产与销售，为客户提供优质的包装产品设计、合理的包装方案优化、快速的物流配送、经济的第三方采购、专业的供应商库存管理及辅助包装作业等包装一体化服务。主要产品与服务有：轻型包装产品、重型包装产品的生产与销售；客户包装产品设计、客户包装方案优化、客户包装材料第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理及客户现场辅助包装作业等服务。凭借较高的生产技术水平与较为成熟的包装一体化经营模式，公司及时为客户提供优质的包装产品以及全面的包装服务，在帮助客户获得更大市场竞争优势的同时加快自身的发展，从而实现“包装巨人，创新成长”的战略发展目标。

表1：公司股权结构及参控股公司情况一览



数据来源：招股说明书

二、申购简况：

股票简称	美盈森	发行数量	4500 万股
发行价格	25.36 元/股	发行市盈率	45.29 倍(发行后总股本)
网下配售数量	900 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	3600 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 10 月 20 日	申购代码	002303
发行方式	网下配售+网上定价发行		
最近三年	2008	2007	2006
每股收益(摊薄)	0.76 元	0.53 元	0.25 元

三、行业及公司简介

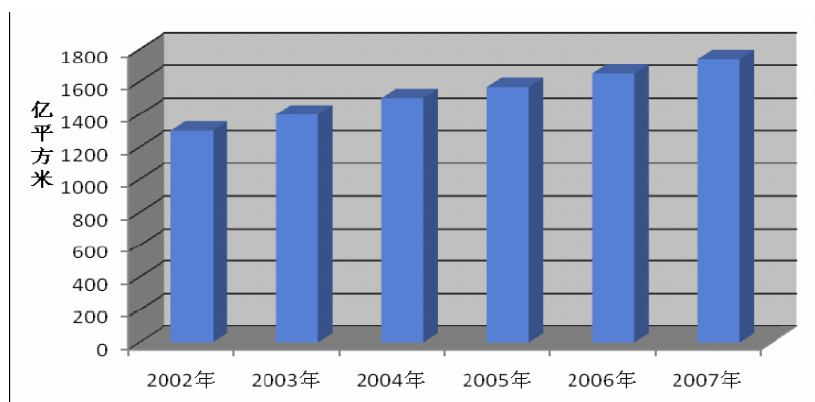
3.1 行业分析

(1) 全球瓦楞包装市场稳步发展

包装产品主要分为纸包装、塑料包装、金属包装与玻璃包装产品四大类。在上述四类包装产品中，纸包装产品占客户总成本比重相对较低，原料来源也最为广泛，且便于物流搬运，因此近年来使用范围随着包装技术水平的提升越来越广泛。瓦楞包装产品是纸包装产品的一种，占据了纸包装市场最大的市场份额。瓦楞包装产品因其良好的物理机械性、装潢印刷适应性、经济实用性和环保性，使用范围越来越广，发展速度越来越快，被包装界誉为“绿色包装”。

瓦楞包装产品由瓦楞纸板经生产加工制成。据ICCA统计，世界瓦楞纸板产量近年来呈稳步增长趋势，年复合增长率约为5%，到2007 年，世界瓦楞纸板量达到1,741 亿平方米。根据Freedonia 集团的研究报告，2008 年全球瓦楞纸板需求量超过1,800 亿平方米，预计到2013 年将达到2,130 亿平方米

表2：2002—2007年世界瓦楞纸板产量情况



数据来源：招股说明书

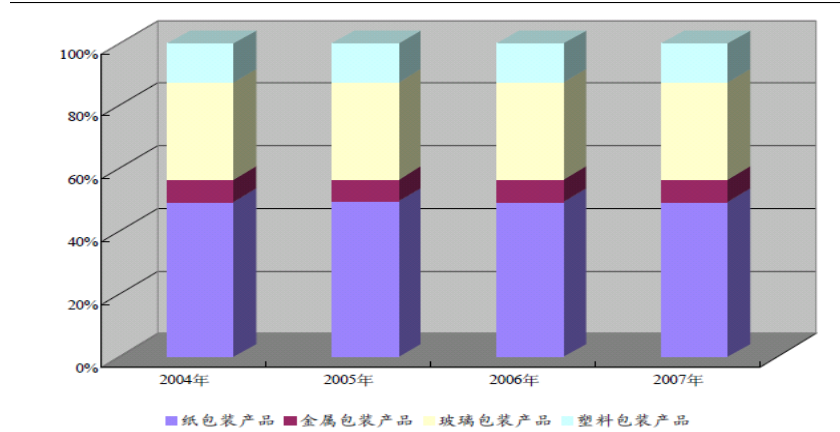
（2）瓦楞包装行业地位重要

瓦楞包装产品主要应用于包装标的对象在运输过程中的保护，是电子通讯、家电、食品、医药、日化、纺织、烟酒等行业必不可少的包装容器。瓦楞包装产品既轻便又牢固，具备保护商品、便于运输装卸的良好特性；此外，与金属、塑料、玻璃包装产品相比，瓦楞包装产品耗材较低、废弃物较少、易于自行分解和回收再利用，属于绿色环保包装产品，得到世界的广泛认可和企业的普遍使用，具有良好的发展前景。

随着国家循环经济发展战略的确定以及“通过绿色包装实施绿色物流”方针的制定，瓦楞包装产品凭借质轻、抗压、防震、易加工成型等机械性能和良好的装潢印刷适应性，以及能够循环利用、对环境无污染等优点，使用范围越来越广泛，发展速度越来越快，行业整体盈利水平逐步提升。

从产值来看，近年来纸包装行业产值已超过全国包装行业总产值的三分之一，与此同时，瓦楞包装行业产值占纸包装行业产值的比重达30%以上，占到整个包装行业的10%以上。

表3：纸包装是我国第一大包装产品



数据来源：招股说明书

由于我国对瓦楞包装产品的需求不断增长，每年的需求增长为15-20%，其主要原材料瓦楞原纸的生产量与消耗量近年来亦保持较快增长。凭借上游瓦楞原纸造纸行业的有效推动，以及下游行业发展的带动与国家循环经济战略在包装行业中的逐步推行，瓦楞包装产品产值及其占我国包装市场总产值的份额将进一步增加。

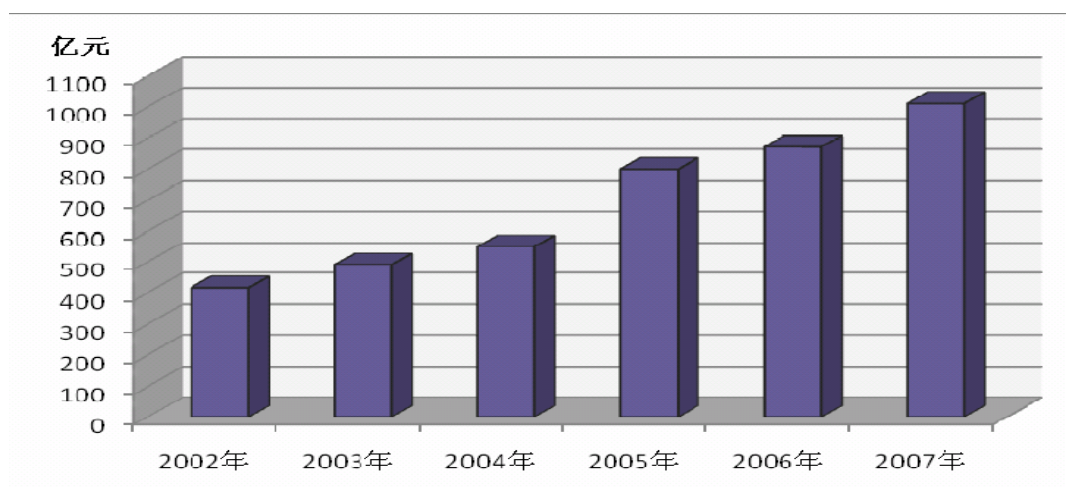
（3）我国瓦楞包装行业快速发展

2002 年我国瓦楞纸板产量为140 多亿平方米。2003 年至2007 年，我国瓦

楞纸板产量年均增长速度接近20%，到2007 年达350 亿平方米左右，约占世界瓦楞纸板总产量的20%。受全球经济环境变化的影响， 2008 年我国瓦楞纸板产量增幅有所下降。不过总体而言，瓦楞包装产品作为环保包装产品的主要代表，其应用范围将越来越广泛，市场发展前景良好。

瓦楞原纸是瓦楞包装的主要材料。近年来，我国瓦楞原纸消费快速增长，自2004-2008年每年同比增长率超过12%，即使2008年受全球经济危机影响，瓦楞原纸消费量增速依然达到14.62%，远高于当年全国纸及纸板消费量同比增长8.85%的增速。

表4: 2002-2007 年中国瓦楞包装产品市场规模情况



数据来源：招股说明书

(4) 包装一体化的经营模式在我国的发展状况

随着中国加入WTO，我国进出口产品总量稳步增长，国外发达的瓦楞包装行业对国内市场的冲击使得消费者对于瓦楞包装产品的要求越来越严格，同时国外先进的瓦楞包装技术及经营模式也使得国内瓦楞包装行业面临新的挑战。

包装创新、包装集成化与信息化以及资源节约已成为国内瓦楞包装行业的发展主题。目前大部分下游企业逐渐意识到企业自身的包装采购、包装研发、包装策划能力严重不足，急需由具备相当规模的瓦楞包装产品生产企业提供从包装产品设计与包装方案优化到辅助包装作业的包装一体化服务，为包装一体化经营模式带来了良好的发展机会。

同时，长、珠三角地区经济的蓬勃发展尤其是电子通讯行业的发展更是有有力推动了瓦楞包装行业的发展。世界500 强电子通讯企业已基本在中国投资建厂，在质量、规模以及售后服务上对瓦楞包装产品生产企业都有很高的要求，从而促进了该地区瓦楞包装行业的较快发展。

世界 500 强电子通讯企业与领先的EMS 企业依靠自身完成包装设计、包

装采购、仓储管理与包装作业等环节，需要配置大量的相关工作人员并产生高额的成本费用，因此对包装一体化服务有较大需求，同时也对瓦楞包装产品生产企业的设计能力、生产能力、产品品质、仓储配套能力、物流信息处理能力等提出了较高要求。但一般瓦楞包装产品生产企业受到企业规模较小、设计研发力量薄弱、信息网络平台建设不完善等因素的限制，只能提供单一的包装产品服务。包装一体化服务供应商的数量已无法满足日益扩大的市场需求。

部分瓦楞包装产品生产企业凭借专业的设计水平和制造能力及高附加值的服务，坚持创新与持续改进的经营思路，较早开始向客户提供包装一体化服务。包装一体化经营模式在国内包装行业为较新的经营理念，下游企业可通过包装一体化服务供应商有效实现优化包装方案、降低包装成本、减少包装材料对环境的污染等目标。

3.2 公司简介

公司以轻型包装产品与重型包装产品的生产为依托，根据客户需求提供包装设计、包装方案优化、第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理、辅助包装作业等包装一体化服务。公司的有形产品主要为轻型包装产品和重型包装产品，其中轻型包装产品为轻型瓦楞包装产品，重型包装产品为重型瓦楞包装产品与重型复合包装产品。

表5：公司主要产品及用途

产品类别	轻型包装产品	重型包装产品	
		重型瓦楞包装产品	重型复合包装产品
包装标的对象	网络电话机、路由器、液晶显示器、手机、打印机及耗材、小型服务器、台式电脑、家庭影院、空调、相机、DVD 等	高端服务器、风力发电机、电源服务器、交换机、精密机电产品等	大型超重服务器、中央空调、医疗设备、大型控制机柜等
运用的技术工艺	高强瓦楞纸板制造技术、高网线数彩色纸箱柔印技术、全自动模切加工技术、具有缓冲内卡的包装箱加工技术、瓦楞纸箱轻型化技术等	高强瓦楞纸板制造技术、具有缓冲内卡的包装箱加工技术	可拼装箱装箱生产技术、层叠式组合包装箱生产技术
结构特点	轻便、易折叠、环保可回收	强度高、质轻、环保性好、可折叠、易加工	结构牢固、刚性好、承重性好、方便装卸

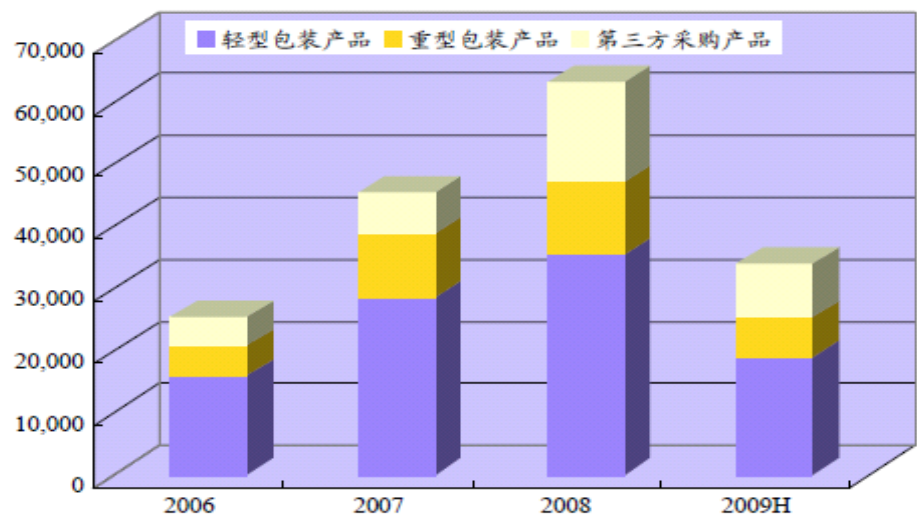
数据来源：招股说明书

公司作为包装一体化服务供应商，除了提供包装产品之外，还给客户提供基于包装的一系列服务，主要包括：（1）包装设计：根据客户对产品外形、产品保护、操作、存储、运输以及环境的要求，以及降低包装与物流成本需要，通过程序化的流程，为客户提供包装设计；（2）包装方案优化：程序化流程和专业软件帮助客户减少在包装开发上的成本；（3）第三方采购：第三方采购指供方和需方为专注于其竞争优势，将产品和服务的采购外包给第三方公司的采购方式；（4）供应商库存管理：为保证实现对客户的JIT 供货，并帮助客户降低仓储管理等成本，公司为客户提供供应商库存管理服务，公司通过在主要客户附近设立VMI 仓库来提供JIT 供货；（5）辅助包装作业。

作为包装一体化服务供应商，公司除了拥有包装产品生产线之外，还拥有 64 台车辆，合计吨位 214 吨，并已经建立了科学的物流配送体系，具备较为广泛的物流配送网络，实现包装产品的准确、快捷、安全配送，5 座合计 16,520.50 平方米 VMI 仓库，包装一体化服务人员近 300 人，为公司包装物流一体化业务高速发展提供了坚实的基础。

公司收入和业务来源主要有轻型包装产品、重型包装产品以及第三方采购产品三个方面，其中轻型包装产品是公司收入和利润的最大来源。

表6: 公司收入构成（万元）



数据来源：招股说明书

四、美盈森的竞争优势

（1）客户资源优势

客户价值决定了供应商价值。与面向终端零售客户的企业不同，上游供应商的品牌和竞争力更多取决于企业客户的品牌知名度和市场地位，拥有一批优质客户是供应商最为重要的优势之一。

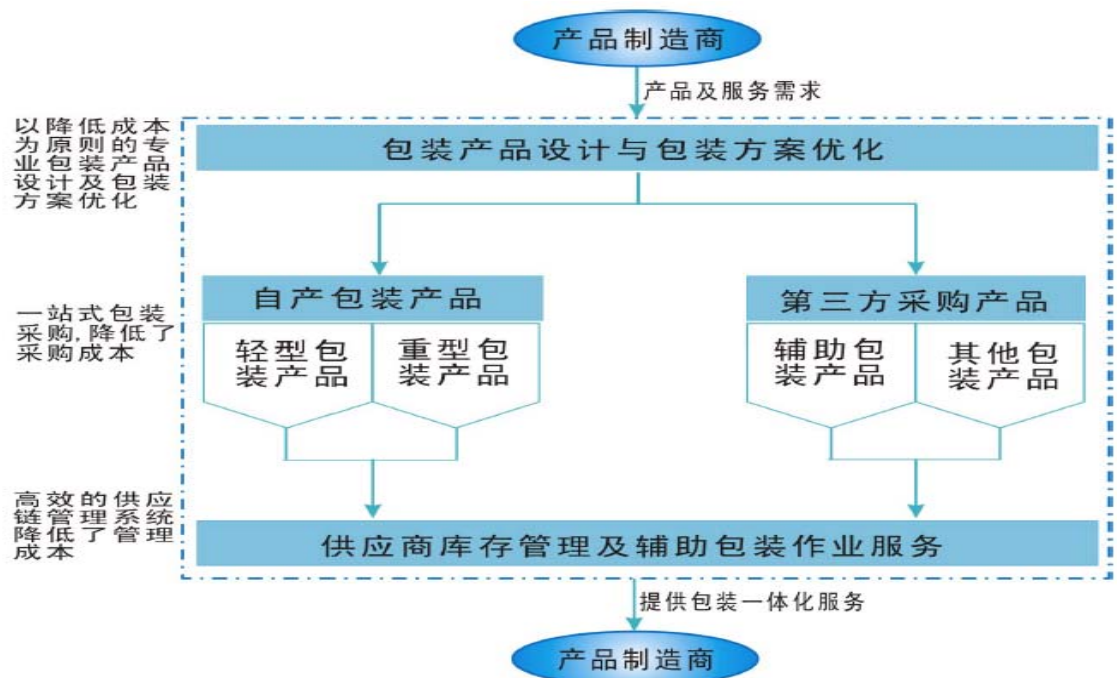
公司主要客户包括 IBM、艾默生、思科、三星等世界 500 强电子通讯企业及领先的 EMS 企业富士康、捷普、纬创资通等，这些优质高端客户一般信誉良好，本身发展迅速，业务不断增长，使得本公司的服务业务稳定，且增长潜力较大，业务风险较小并陆续获得高附加值客户需求。同时，本公司能借助这些优质客户在各行业的影响拓展服务业务范围，拓展潜在客户，逐步扩大和强化本公司的品牌优势。受益于包装一体化经营模式和优质稳定的客户资源，公司 2008 年实现营业收入 63,362.58 万元，比 2006 年增长 149.40%，呈较快增长趋势。优质客户也为公司带来良好的商业信誉与低成本的融资渠道，公司得以通过客户应收账款保理方式向银行申请综合授信。

(2) 包装包装物流一体化经营模式优势

包装一体化是指除了为客户提供包装产品，还提供包装产品设计、包装方案优化、第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及辅助包装作业等包装一体化服务。

包装一体化服务的核心是对客户产品相关的包装环节提供配套支持，帮助客户实现降低经营成本、缩短产品上市周期、加大产品宣传推广力度等目标。随着下游行业商业模式转变的持续深化，客户对包装一体化服务的需求将越来越大。

表7：公司包装一体化经营模式示意图



数据来源：招股说明书

公司与客户双赢的包装一体化服务模式提高了公司的市场竞争力。作为包装一体化服务供应商，公司兼具传统生产商、设计服务提供商、采购服务商与物流服务商的特点，从成本与效率两方面，为客户提供包装产品与服务，同时实现自身业务的快速增长。通过准确的市场定位，公司避开了低技术含量、低附加值的激烈竞争，获得高于同行业水平的经济效益。在国外，资产规模及盈利能力排名前列的包装企业都是包装一体化服务的供应商，随着我国未来包装市场成熟发展，包装一体化经营模式将为公司未来的发展奠定良好的基础。

表8: 与传统包装企业相比较, 公司经营模式具备以下竞争优势

项 目	优 势				效 果
工程	点对点沟通	产品开发与包装开发同步完成, 缩短开发周期	易于沟通, 改进整套包装设计	易于找到问题原因	提高包装设计效率并节约开发时间
制造	节省包装材料的拆包除废成本	提高效率	消除生产瓶颈	降低包装材料成本损耗	生产效率提高和浪费最小化
空间	节约包装材料占用空间	降低不良库存风险	及时了解库存	产品和成品仓库占用减少	提高仓库周转率
采购	点对点沟通	节约多家供应商管理成本	因套料订单管理而提升采购效率	易于计划和预算	专业的采购团队
总 结	成本降低	提升效率	降低客户停线风险	提高资源利用率	获取更多利润

数据来源: 招股说明书

(3) 技术优势

公司凭借自身的技术研发团队, 综合利用纸、木、塑料、金属等不同材料, 应用包装工程学、力学、化学等学科先进技术和相关技术标准, 并利用企业自建的RoHS检测设施, 为客户提供综合包装方案, 以实现方便运输装卸、节省空间、降低重量、提高环保性能等目的。公司已经为IBM、富士康、艾默生等客户提供以瓦楞纸板、胶合板、缓冲材料、蜂窝纸板、金属件等多种材料复合使用的包装方案及产品, 以替代传统纯木包装产品。

(4) 包装产品环保优势

公司向客户提供的主要产品为瓦楞包装产品, 主要原材料为可再生、可循环利用的瓦楞原纸, 对环境不造成污染。同时, 公司在为客户的包装产品研发设计过程中, 也力图采用瓦楞纸板代替金属、塑料等包装原材料的使用, 以公司的重型包装产品为例, 胶合板及塑料的使用量逐年减少。

(5) 管理团队经验优势

公司经过数年的发展, 形成了富有经验的管理团队。公司注重职业经理人制度建设, 并聘请多名业务骨干担任主要职能部门主管。公司成熟稳定高效的管理团队为公司未来业务发展与战略规划实现提供了保障。

(6) 营销能力优势

公司通过直接销售模式进行营销, 该营销模式与市场具体环境和客户特点是相适应的, 有效降低了各类销售成本和营业费用支出。

五、 募集资金运用

本次募集资金具体投资运用如下:

单位: 万元

序号	项目名称	项目总投资	第一年投资	第二年投资
1	东莞市美盈森环保科技有限公司环保包装生产建设项目	42,059.37	38,738.97	3,320.40
2	环保轻型包装生产线技术改造项目	2,992.93	2,992.93	-
3	包装物流一体化项目	6,706.48	2,000.00	4,706.48
合计		51,758.78	43,731.90	8,026.88

注：第一年指本次发行完成日起至其后第12个月的期间，第二年以此类推。

上述募集资金投资项目按项目的轻重缓急顺序排列，总投资额为51,758.78万元。募集资金运用方案已获得公司2007年第三次临时股东大会决议通过，其中，环保包装生产建设项目由公司全资子公司东莞美盈森实施。募集资金到位前，公司可根据各项目的实际情况，通过自有资金和银行贷款支付上述项目款项，募集资金到位后将置换已支付的部分款项。若实际募集资金不能满足上述项目投资需要，不足部分由公司自行筹资解决；若实际募集资金在满足上述项目投资后有剩余，则剩余资金用于补充公司流动资金。

六、 盈利预测

主要假设条件：

假设公司08年后被认定为国家需要重点扶持的高新技术企业，则可以减按15%的税率征收企业所得税。

根据公司成本及收入增速假设，综合考虑公司未来成本、费用变动状况，我们对公司未来二年的财务报表进行了预测。

表2：公司盈利预测

(单位：百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	634	708	931	1422
增长率(%)	39.40	11.67	31.56	52.66
营业成本	449	489	645	990
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	34	40	53	81
管理费用	25	30	39	60
财务费用	-1	-3	-6	-2
营业利润	122	151	198	290
税前利润	124	151	198	290
所得税	22	23	30	43
净利润	102	128	168	247
归属于母公司所有者的净利润	102	128	168	247
总股本(万股)	17880	17880	17880	17880

EPS	0.76	0.72	0.94	1.38
-----	------	------	------	------

资料来源：国联证券研究所

七、估值

A股可比公司估值：28.8—32.4元。

基于2009年以来中小板上市企业发行市盈率在30.88—49.09倍之间，另外中小板上市企业中做瓦楞包装的合兴包装上市时的市盈率是29.85倍，而目前的市盈率是35.7倍，考虑到美盈森公司在行业中具有较强的竞争力，我们认为公司的09年合理市盈率在40-45倍之间，因此预测公司的二级市场合理价格为28.8—32.4元。

八、申购策略

根据IPO重启以来中小板新股冻结资金情况，并考虑到20日当天有创业板新股申购资金解冻，我们预计当天参与新股申购的资金在6500亿左右。美盈森与西部建设两只新股预计中签率分别为0.23%和0.17%，上市首日涨幅预计分别为50%和40%。

两只新股申购上限共需动用资金106.8万，中等资金量可以申购全部两只新股。通过实际中签率的比较（考虑价格和申购上限的影响），资金量较小的投资者选择美盈森的中签概率更高。

表3：中签率及收益预测

名称	发行价格	网上发行 (万股)	网上申购 上限(股)	网上冻结资金 (亿元)	预测中签率	预测首日涨幅	中签收益率
美盈森	25.36	3600	30000	4000	0.23%	50%	0.11%
西部建设	15.00	2800	20000	2500	0.17%	40%	0.07%

数据来源：国联证券

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。