

美盈森 (002303.SZ)

短期盈利依赖结构调整，未来业绩源自实质产能

熊峰 研究员 **李音临 研究助理**
 电话: 0755-82083888-816 电话: 020-87555888-690
 eMail: xf@gf.com.cn eMail: ly19@gf.com.cn

瞄准“价值回报”客户，提供高端产品服务

美盈森主营高档瓦楞纸箱生产服务与第三方采购业务。其经营模式不仅是“卖产品”，更是“卖服务”。公司瞄准的“价值回报”型客户群，是高端产品服务的积极购买力量，保证了公司的超高毛利率。

调整产品结构 with 价格，今年盈利增长已成定局

美盈森今年调整了产品结构和价格，在没有新增产能的情况下，大幅度提升了全年盈利增长。不过长期来看，业绩的持续增长还是应该基于实实在在的新增产能投放。

释放新增产能，未来业绩飞升值得憧憬

从今年第四季度开始，美盈森三大生产基地将陆续投产，未来三年有望带来超过 4 倍以上的产能增量。不过由于这是公司首次走出广东，跨地区经营的不确定性可能制约美盈森的业绩增幅。

风险提示

走出自己的优势地区去开拓外地市场是一件风险巨大的投资，那些已经在跨地区市场拥有成功管理营销经验的企业，再度开拓新地区业务的成功率会大大增加。而美盈森缺乏跨地区生产营销管理的经验，在初始阶段公司的广东省外业务开展，可能不如预期顺利。同时，美盈森所能提供的产品与服务，在市场上也并非仅此一家，如果公司不能迅速圈占重要客户的大比重订单，就可能由于用户粘性不足而导致大客户流失。此外，美盈森也面临出口衰退导致订单减少，以及上游原纸成本上升的风险；不过前者属于针对整个行业的系统性风险，而成本上升可以凭借弹性定价制度转嫁下游，只会影响公司短期的毛利率。

投资评级

我们预测公司今年 EPS 同比增长 38%，摊薄后达到 1.02 元，11 年和 12 年 EPS 预计为 1.34 元、1.75 元。公司实质新增产能是业绩增长的基石，但多项风险的存在也给公司未来带来了不确定性。6 月 7 日收盘价格 34.09 元，对应着未来三年 EPS 的 PE 分别是 33.38、25.31、19.43。综合考虑风险与成长性，给予“买入”评级，12 个月目标价 40 元。

公司评级



当前价格(元) 34.09
 目标价格(元) 40.00
 前次评级 无评级

股价走势

美盈森(002303)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-11.46%	6.82%	-8.93%
沪深 300	-11.79%	-14.53%	2.22%

股票数据

总股本(万股) 17,880.00
 流通 A 股(万股) 4,500.00
 主要股东:
 王海鹏
 主要股东持股比例 49.54%
 流通 A 股比例 25.17%

财务比率

ROE 8.80%
 ROA 13.38%
 资产负债率 15.99%
 每股净资产(元) 8.43

2009 年报数据。

超高的毛利率源于特殊的业务与客户群

重型瓦楞包装和第三方采购是公司与众不同的业务亮点

美盈森主要经营三类业务：轻型包装、重型包装、以及第三方采购。公司现有纸箱产能约8500万平方米，产能利用率80%左右。各类产品的毛利率变化和对公司营业收入与利润的贡献比重如下所示。

表 1 美盈森各类业务营业收入额与毛利率变化

	2007		2008		2009	
轻型包装	23.06%	2.86 亿元	26.59%	3.54 亿元	28.97%	3.87 亿元
重型包装	34.82%	1 亿元	38.21%	1.17 亿元	41.95%	1.41 亿元
第三方采购	28.24%	0.66 亿元	28%	1.61 亿元	29.93%	1.71 亿元

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 1 美盈森各产品对营业收入的贡献

■ 轻型包装产品(元) ■ 第三方采购(元) ■ 重型包装产品(元)

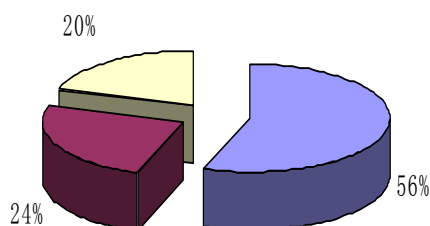
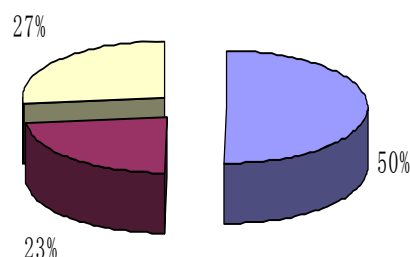


图 2 美盈森各产品对营业利润的贡献

■ 轻型包装产品(元) ■ 第三方采购(元) ■ 重型包装产品(元)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

轻型包装涵盖市场上常见的电子通讯类产品（笔记本电脑或显示屏）的瓦楞纸箱包装，以及与之对应的增值附加服务，比如快速物流、整体包装解决方案（CPS）、供应商管理库存（VMI）。这样的产品与服务，国内不少大型的瓦楞纸箱二级厂（永丰余、爱生雅、合兴包装等）也能提供。

而重型包装和第三方采购则是其他瓦楞纸箱企业尚未开展的业务。重型瓦楞包装是为大型服务器或风力发电机组等体积庞大设备所准备的，抗压耐破等物理性能非常卓越的包装。这种包装产品通常面积巨大，使用瓦楞/箱板/牛皮卡纸与其他复合材料制造。而把上述大型设备封装的过程危险复杂，必须由包装业界专业人士才能快速无误地处理。

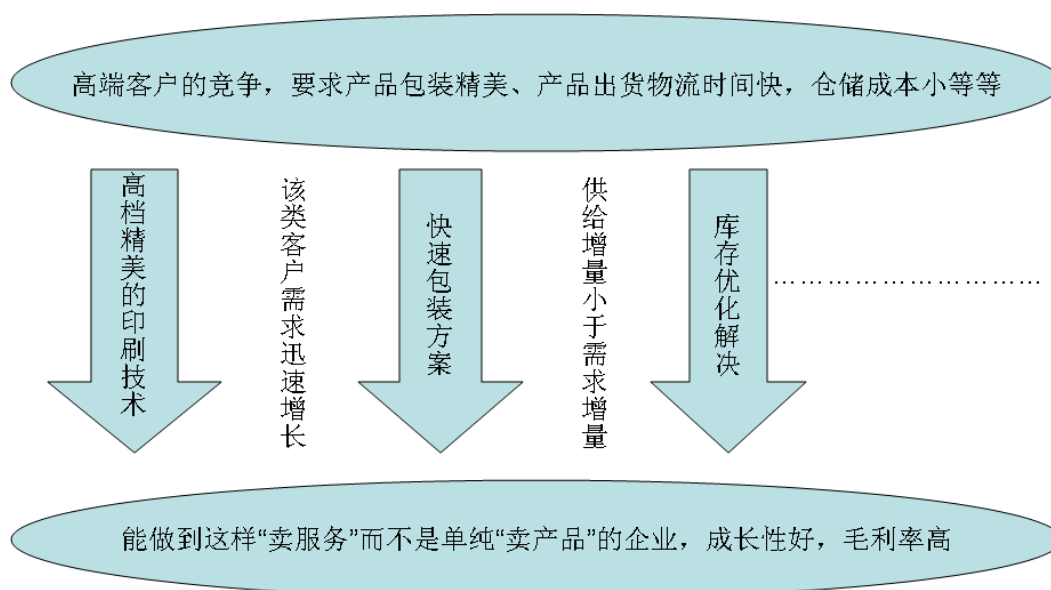
第三方采购是这样一种业务。由于缺乏包装领域的专业经验，一些客户可能希望把瓦楞纸箱和其他次要包装零件（标签、缓冲材料等等）全部外包。这种情况下，美盈森将不仅向客户提供自己生产的纸箱，还将代表

客户去采购外部厂商的纸箱以及其他次要零件，并将所有组件在自己工厂中装配完成，然后把最终的成品送交到客户手上。这个过程中，美盈森运用自己的专业经验，采购到物美价廉的部件；客户所获得的，将是品质保证而又省心省时的产品。这种业务，不需要美盈森大规模扩大产能就能提升盈利，也是美盈森“一体化服务”的特色所在。

“价值回报”型客户是公司高毛利业务的需求者

公司具备了提供高附加值产品服务的能力是经营基础，但只有公司的客户确实有这方面的需求，公司才能取得超高的毛利率。美盈森的客户群正是如此。其主要客户是电子通讯行业中的大型企业，这些客户本身所面临的竞争，不仅仅集中于各自产品技术质量方面，还延伸到产品出货的物流速度、仓储库存的成本控制、比对手更精美的包装印刷宣传效果等等。这种竞争的结果，就是对高端瓦楞纸箱和附加服务（精美印刷、物流优化、库存节约方案等等）的需求越来越大。这些客户理解，单纯压低包装成本并不能给自己的企业带来真正的利益。而象美盈森这样，能做到不仅是“卖产品”，更是“卖服务”的企业，市场空间也会越来越大。

图 3 高端客户的竞争带来需求



数据来源：广发证券发展研究中心

产品结构与价格调整是今年盈利的增长点

美盈森今年几乎没有新增产能的有效投放，在有限的产能下，公司通过发掘客户潜在需求，调整产品结构，深化服务力度，来达到盈利提升的目的。具体来说，在核心客户允许之后，公司派遣技术人员与销售人员进行其生产线。观察客户对潜在需求，并主动与客户沟通协商，帮助客户发现自身需求，并及时反馈到美盈森的生产控制，灵活调整产品结构为客户提供相应服务。比如印刷方式的变更，从原先基础印刷方案调整成可抗400次以上摩擦的“耐摩釉光”或在日光照射下72个小时不掉色的“耐晒釉光”，

纸箱产品每平方米的价格就能提升10%~12%左右。

同时，由于第三方采购业务的开展在短期内并不需要实质产能的投放，而富士康给予美盈森的订单中，有一半是以第三方采购的方式进行的。我们认为这部分的业务，将随着富士康今年整体业绩的增长上升15%~17%左右。

除了产品结构调整，价格上浮也是今年盈利增长的重要因素。由于从去年12月份至今，公司最重要的原料（箱板纸和瓦楞纸）的价格上浮，而公司产品价格仅在去年9月提过一次价，因此今年一季度的毛利率有所下降。不过我们了解到，公司在四月份已经提价15%左右，而今年下半年箱板纸和瓦楞纸价格下行的可能性颇大。我们预计从二季度开始，公司的毛利率将比一季度有所增长。

三大基地新产能投放是未来业绩的推动力

东莞基地位于广东，地利人和，明年业绩可观

美盈森东莞基地拟于今年10月投产，主要承接广东省内的电子通讯类产品轻型包装订单，设计产能约1.5亿平方米。虽然还没有正式投产，但该基地已经凭借美盈森在广东地区的口碑和第三方采购的特点开展了一些业务，今年也能贡献少许利润。而明年全年，该基地产能利用率预计将达到35%~50%，为公司带来约35%的收入增长。

吴江基地毗邻昆山富士康，有望盈亏平衡

美盈森吴江基地拟于今年底投产，主要承接长三角地区的电子通讯类产品轻型包装订单，设计产能约1.3亿平方米。考虑到美盈森与富士康的良好关系，吴江基地应该能拿下昆山富士康相当比例的订单。按照目前深圳总部占深圳富士康约7%的份额，再加上对当地其他电子企业的市场开拓，我们预计明年吴江基地产能利用率应能达到30%，实现盈亏平衡。

重庆基地服务西永微电子园区，尚未破土动工

该基地设计产能1.5亿平方米，但由于所服务的西永微电子园区尚未成型，目前与当地客户的洽谈都只是试验性和框架性的，我们不将其计入今明两年的业绩。

盈利预测与投资评级

对于今年的业绩，我们预计的逻辑与假设如下：

1. 重型产品收入的增幅不大，与宏观经济持平，约10%
2. 轻型产品收入的增幅，由于提价与结构调整因素，推测为25%
3. 第三方服务收入的增幅，预期随着富士康今年整体业绩的增长上升15%~17%左右

对于明年的业绩，我们预计的逻辑与假设如下：

1. 重型产品收入的增幅仍与宏观经济持平，约10%

2. 轻型产品收入的增幅，由于东莞基地贡献，推测为35%
3. 第三方服务收入的增幅，伴随东莞基地，同样上升35%

根据上述逻辑假设，我们预测出美盈森未来三年的业绩如下表所示：

表 2 美盈森未来盈利预测表（单位：百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	1055.0	1529.8	2218.1
营业成本	738.5	1101.4	1685.8
营业税金及附加	2.5	2.9	3.3
销售费用	60.8	88.2	100.5
管理费用	45.6	66.1	75.7
财务费用	(2.1)	(3.0)	(3.5)
营业利润	206.4	269.4	350.8
净利润	182.1	240.2	312.9
归属于母公司净利润	182.1	240.2	312.9
EPS(元)	1.02	1.34	1.75

数据来源：广发证券发展研究中心

目前A股上市企业中，美盈森的主营业务和成长性与合兴包装（10年预期PE32倍）很接近。同时，我们也选取了目前国内瓦楞纸箱行业龙头企业永丰余（台交所上市，10年预期PE19倍）作为参照。

表 3 美盈森

	美盈森	合兴包装	永丰余
大陆市场占有率	0.5%	1.1%	2.3%
产品平均毛利率	32%	20%	15.9%
过去三年净利润年均增长率	56.4%	40%	7%
过去三年营业收入年均增长率	24.3%	37.5%	9.5%
2010 年预计净利润增长率	40%	40%	9.2%
市盈率(2010 年预期)	39	32	19

考虑美盈森和合兴包装的高毛利率和成长性，相对永丰余应有一定溢价。我们给予美盈森“买入”评级，12个月目标价40元，相对于2010年业绩，预期PE大约为39倍。

不可忽视的风险因素

缺乏跨地区经营管理经验

根据其他已经在全国布局的大型瓦楞纸箱企业经验来看，走出自己的优势地区去开拓外地市场是一件风险巨大的投资。尽管凭借预先洽谈的订单可以基本保证盈亏平衡，但在新客户的开拓过程中，管理人才和业务骨

干往往遭遇水土不服，因此管理费用和销售费用常常拖累整体利润。

通常情况下，那些已经在外地市场成功打开局面的企业，再度开拓新地区业务的成功率会大大增加。而美盈森缺乏跨地区生产营销管理的经验，在初始阶段公司的广东省外业务开展，可能不如预期顺利。

公司占重要客户订单比重小，缺乏用户粘性

瓦楞纸箱包装行业有这么一个特点：由于纸箱运输成本限制，一个纸箱企业所能辐射的市场，通常只有本厂周围半径100公里以内。因此瓦楞纸箱行业充满了地区性的二级厂（既生产纸板也生产纸箱的企业）与三级厂（购买其他厂的纸板来生产纸箱的企业）。

如果纸箱企业客户的产品在全国销售，更需要一个能在全中国范围内提供统一款式和印刷的包装供应商。而一旦某个纸箱企业占客户产品包装的份额巨大，该客户对这个纸箱企业就产生了一定的依赖性，因为如果客户贸然更换核心的包装供应商，产品包装外观将受质疑，影响自身产品销量。

美盈森所能提供的产品与服务确实具有一定的技术优势和客户关系壁垒，但在市场上并非具备绝对的不可替代性。而目前美盈森最重要的客户富士康，占美盈森营业收入的1/3之多，但给予美盈森的订单份额只占其包装订单总量的约7%。可以说美盈森对于最重要的客户，并不具备用户粘性。如果公司不能迅速圈占重要客户的大比重订单，就可能由于用户粘性不足而导致大客户流失。

出口与成本风险

美盈森1/3的业务最终方向是出口，而受欧元区债务危机影响，人民币相对升值显著，出口表现难以乐观。美盈森这块业务可能受到波及。

同时，美盈森产品的成本，70%由原材料（箱板纸和瓦楞纸）构成，而该公司原料全部来自外购，且对上游缺乏议价能力。如果上游原料价格大幅增长，虽然长期来看成本压力还是可以转嫁的，但在短期内将压低公司毛利率。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	1423.7	1408.0	1619.2	1862.1	
应收账款	178.8	301.0	346.2	398.1	
预付款项	0.2	4.0	4.6	5.3	
应收利息	0.0	0.0	0.0	0.0	
应收股利	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他应收款	2.5	3.2	4.1	3.8	
存货	50.6	61.3	72.5	85.1	
流动资产合计	1655.8	1777.5	2046.6	2354.3	
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	
固定资产	79.1	94.5	112.4	131.4	
在建工程	2.4	7.4	12.2	13.1	
无形资产	56.2	57.7	61.2	63.8	
长期待摊费用	0.1	0.4	0.2	0.5	
递延所得税资产	1.4	1.6	1.3	1.4	
非流动资产合计	139.2	161.6	187.3	210.2	
资产总计	1795.0	1939.1	2233.9	2564.5	
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	
应付票据	63.6	75.3	88.2	101.4	
应付账款	184.9	253.1	324.1	414.5	
预收款项	0.2	3.6	4.2	4.6	
应付职工薪酬	3.9	2.3	2.6	3.1	
应交税费	12.6	15.4	16.2	18.1	
应付利息	0.0	0.0	0.0	0.0	
应付股利	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他应付款	1.1	0.8	0.9	1.3	
流动负债合计	266.3	350.5	436.2	543.0	
长期借款	20.8	20.8	20.8	20.8	
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
递延所得税负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动负债合计	20.8	20.8	20.8	20.8	
负债合计	287.1	371.3	457.0	563.8	
股本	178.8	178.8	178.8	178.8	
资本公积	1053.2	1053.2	1053.2	1053.2	
盈余公积	27.3	47.5	65.8	89.5	
未分配利润	248.6	288.3	479.0	679.2	
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	
负债股东权益总计	1795.0	1939.1	2233.9	2564.5	
每股净资产(元)	8.4	8.8	9.9	11.2	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	701.7	1055.0	1529.8	2218.1	
营业成本	477.1	738.5	1101.4	1685.8	
营业税金及附加	1.8	2.5	2.9	3.3	
销售费用	42.1	60.8	88.2	100.5	
管理费用	31.5	45.6	66.1	75.7	
财务费用	(4.4)	(2.1)	(3.0)	(3.5)	
资产减值损失	2.8	3.3	4.8	5.5	
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
投资收益	0.1	0.0	0.0	0.0	
营业利润	150.9	206.4	269.4	350.8	
营业外收入	5.0	7.2	7.0	7.5	
营业外支出	0.2	0.3	0.4	0.5	
利润总额	155.7	213.3	276.0	357.8	
所得税费用	23.1	31.2	35.8	44.9	
净利润	132.6	182.1	240.2	312.9	
归属 母公司净利润	132.6	182.1	240.2	312.9	
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	
EPS(元)	0.74	1.02	1.34	1.75	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	186.4	196.2	207.8	221.3	
投资活动现金流量	(32.8)	(44.2)	(45.7)	(65.3)	
筹资活动现金流量	1099.6	0.0	0.0	0.0	
现金及现金等价物净增加额	1253.1	152.0	162.1	156.0	
期末现金余额	1401.7	1553.7	1715.8	1871.8	
每股经营活动现金流(元)	1.0	1.1	1.2	1.2	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	10.75%	50.35%	45.00%	45.00%	
营业利润增长率	23.79%	36.78%	30.53%	30.22%	
毛利率	32.01%	30.00%	28.00%	24.00%	
营业利润率	21.50%	19.56%	17.61%	15.82%	
净利率	18.90%	17.26%	15.70%	14.11%	
净资产收益率	8.79%	11.62%	13.52%	15.64%	
总资产收益率	7.39%	9.39%	10.75%	12.20%	
流动比率	6.22	5.07	4.69	4.34	
资产负债率	15.99%	19.15%	20.46%	23.98%	
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

美盈森(002303)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。