

审慎推荐-A (首次)

美盈森 002303.SZ

目标估值: N/A 元

当前股价: 7.85 元

2010 年 7 月 5 日

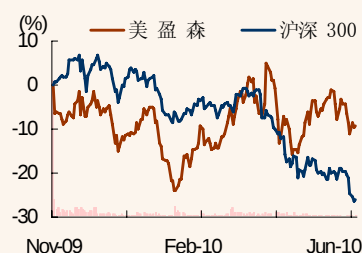
产能增长突破成长瓶颈

基础数据

上证综指	2383
总股本 (万股)	17880
已上市流通股 (万股)	4500
总市值 (亿元)	57
流通市值 (亿元)	14
每股净资产 (MRQ)	8.6
ROE (TTM)	10.4
资产负债率	15.9%
主要股东	王海鹏
主要股东持股比例	49.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	2	26
相对表现	6	31	49



相关报告

王旭东

 021-68407681
 wangxd@cmschina.com.cn
 S1090203100044

濮冬燕

 pudy@cmschina.com.cn
 S1090209030275

事件:

近期首次实地调研了美盈森, 了解了公司的业务模式, 形成本调研简报。

评论:

- 公司 08 年被中国包装联合会评为包装一体化服务能力全国第一位。主营轻型包装 (08 年产能 7000 万平方米, 收入 3.5 亿元)、重型包装 (08 年产能 170 万平方米, 收入 1.18 亿) 及第三方采购 (08 年收入 1.6 亿元), 目前主要业务在母公司及东莞子公司。
- 东莞子公司建成后将新增 15000 万平米产能, 4.2 亿元 (募集投向), 预计 10 年 10 月投产, 产能三年爬坡, 10 年按 50% 开工负荷算。此外现有厂区技改 (投资 3000 万元) 可增 975 万平方米产能, 10 年产生增量贡献。
- 苏州子公司借超募资金启动, 预计投资 4 亿元 (其中一期用超募资金 2.5 亿元投) 产能 15000 万平方, 10 年底投产。
- 重庆子公司借超募资金启动, 富士康向重庆搬迁为公司提供中西部业务拓展的基础业务支持, 助公司低风险扩张。总投资 4 亿元 (其中一期用超募资金 2 亿元投) 产能 15000 万平方, 如果 09 年四季度开工, 可于 10 年底或 11 年初建成投产。
- 公司招股书提出未来二三年可能再融资, 如果 IPO 解决产能瓶颈后发展良好, 不排除继东莞、苏州、重庆扩张之后在地区扩展及产业链延伸方面再度投资。
- 预估每股收益 10 年 0.91 元、11 年 1.40 元。同比分别增长 23% 和 53%;
- 给予“审慎推荐-A”的投资评级: 公司目前的发展瓶颈是产能, IPO 带动公司产能从 08 年的 7000 万平方米增长至 12 年的 40800 万平方米, 由于公司走的是高端包装路线, 重型包装、第三方采购具部分轻资产特征, 我们认为高毛利可随规模及异地扩张会有所下降, 但不改公司的高速增长格局。
- 风险提示:

1、公司未来三年业务增长约 6 倍, 是否毛利率能同步维持较高水平值得观察。公司于苏州、重庆制定看市场情况逐步分期上产能策略是理性的。

2、业务迅速扩张, 从区域走向全国, 管理人才及管理机制方面有待考验。

表 1: 美盈森销售收入结构预测

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入合计	634	700	886	1575	2574
轻型包装产品	354	387	470	901	1600
重型包装产品	118	141	176	265	344
第三方采购	162	171	240	410	630
合计收入增长率	39%	10%	27%	78%	63%
轻型包装产品	24%	9%	21%	92%	78%
重型包装产品	15%	20%	25%	50%	30%
第三方采购	146%	6%	40%	71%	54%
合计毛利率	29%	32%	32%	31%	29%
轻型包装产品	27%	29%	29%	28%	27%
重型包装产品	38%	42%	42%	41%	40%
第三方采购	28%	30%	30%	29%	28%

资料来源: 招商证券

表 2: 盈利预测简表

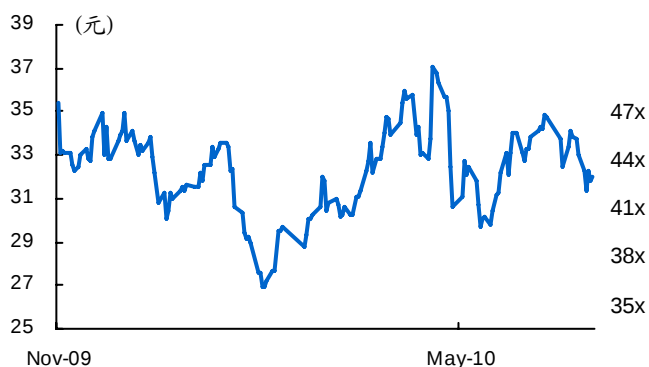
单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	634	702	888	1580	2581
营业成本	449	477	606	1099	1834
营业税金及附加	2	2	2	4	7
营业费用	34	42	48	95	155
管理费用	25	32	37	71	119
财务费用	(1)	(4)	(2)	(1)	2
资产减值损失	2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	122	151	198	311	465
营业外收入	2	5	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	124	156	199	312	467
所得税	22	23	36	62	117
净利润	102	133	163	250	350
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	102	133	163	250	350
EPS (元)	0.76	0.74	0.91	1.40	1.96

资料来源: 招商证券

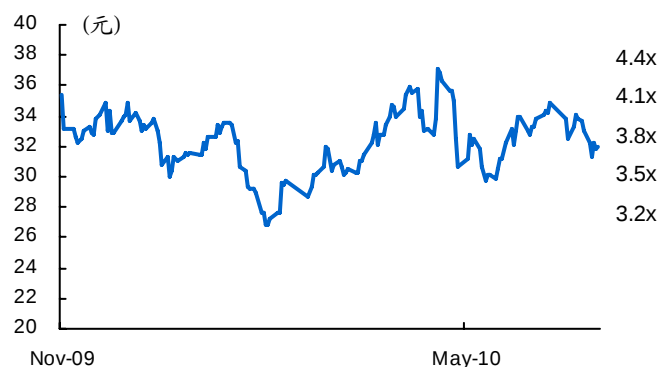
表 3 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB	ROE	市值 (亿元)
		09	10E	11E	09	10E	11E	(MRQ)	(TTM)	
岳阳纸业	600963	0.14	0.30	0.35	55	26	23	1.7	3.8	52
太阳纸业	002078	0.48	1.21	1.41	21	8	7	3.3	18.6	103
博汇纸业	600966	0.38	0.47	2.47	19	13	11	1.3	7.4	39
美盈森	002303	0.74	0.91	1.40	44	36	24	3.8	8.7	59
安妮股份	002235	0.23	0.55	0.70	49	20	16	4.6	9.3	22
合兴包装	002228	0.35	0.54	0.72	47	31	23	7.5	16.0	32
晨鸣纸业	000488	0.41	0.51	0.64	17	14	11	1.1	8.1	146
华泰股份	600308	1.69	0.67	0.80	6	15	13	1.1	17.2	66
美利纸业	000815	0.03	0.08	0.12				2.1	1.7	20
景兴纸业	002067	0.08	0.32	0.41		22	17	1.6	3.5	27
平均					29	20	15	2.9	10.0	57

资料来源：招商证券

图 1: 美盈森历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2: 美盈森历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	349	1656	1717	890	1277
现金	149	1424	1424	334	299
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	143	179	226	434	774
其它应收款	1	3	3	6	9
存货	52	51	64	116	194
其他	3	0	0	0	1
非流动资产	118	139	312	1496	1598
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	58	79	260	1449	1555
无形资产	58	56	51	46	41
其他	2	4	1	1	1
资产总计	466	1795	2029	2386	2875
流动负债	189	266	353	611	994
短期借款	0	0	20	20	20
应付账款	116	185	235	426	711
预收账款	16	0	0	1	1
其他	57	81	98	164	262
长期负债	0	21	21	21	21
长期借款	0	21	21	21	21
其他	0	0	0	0	0
负债合计	189	287	374	632	1015
股本	134	179	179	179	179
资本公积金	0	1053	1053	1053	1053
留存收益	143	276	423	523	628
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	277	1508	1655	1755	1860
负债及权益合计	466	1795	2029	2386	2875

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	135	186	194	360	511
净利润			163	250	350
折旧摊销			28	115	198
财务费用			(2)	(1)	2
投资收益			0	0	0
营运资金变动			5	(5)	(39)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(60)	(33)	(200)	(1300)	(300)
资本支出			(200)	(1300)	(300)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	0	1100	6	(149)	(247)
借款变动			20	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(16)	(150)	(245)
其他			2	1	(2)
现金净增加额	75	1253	(0)	(1090)	(35)

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	634	702	888	1580	2581
营业成本	449	477	606	1099	1834
营业税金及附加	2	2	2	4	7
营业费用	34	42	48	95	155
管理费用	25	32	37	71	119
财务费用	(1)	(4)	(2)	(1)	2
资产减值损失	2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	122	151	198	311	465
营业外收入	2	5	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	124	156	199	312	467
所得税	22	23	36	62	117
净利润	102	133	163	250	350
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	102	133	163	250	350
EPS (元)	0.76	0.74	0.91	1.40	1.96

主要财务比

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	39%	11%	27%	78%	63%
营业利润	58%	24%	31%	57%	50%
净利润	44%	30%	23%	53%	40%
获利能力					
毛利率	29.1%	32.0%	31.8%	30.4%	28.9%
净利率	16.1%	18.9%	18.4%	15.8%	13.6%
ROE	36.8%	8.8%	9.9%	14.2%	18.8%
ROIC	35.9%	8.2%	9.4%	13.8%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	40.6%	16.0%	18.4%	26.5%	35.3%
净负债比率	0.0%	1.2%	2.0%	1.7%	1.4%
流动比率	1.8	6.2	4.9	1.5	1.3
速动比率	1.6	6.0	4.7	1.3	1.1
营运能力					
资产周转率	1.4	0.4	0.4	0.7	0.9
存货周转率	8.0	9.3	10.6	12.2	11.8
应收帐款周转率	4.9	4.4	4.4	4.8	4.3
应付帐款周转率	3.9	3.2	2.9	3.3	3.2
每股资料(元)					
每股收益	0.76	0.74	0.91	1.40	1.96
每股经营现金	1.01	1.04	1.08	2.01	2.86
每股净资产	2.07	8.43	9.26	9.81	10.40
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.84	1.37
估值比率					
PE	42.0	43.1	35.0	22.9	16.3
PB	15.4	3.8	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	36.4	30.4	21.2	11.1	7.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。