

动态报告

造纸印刷

包装印刷

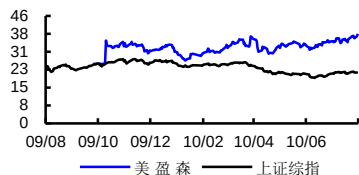
美盈森(002303)
推荐

2010 年半年报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	38.18
总股本/流通 A 股(百万股)	178.80/45.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	6,826.58/1,718.10
上证综指/深圳成指	2,650.31/11,214.24
12 个月最高/最低 (元)	38.18/25.36

财务数据

净资产值(百万元)	1,583.11
每股净资产(元)	8.85
市净率	4.31
资产负债率	16.90%

相关研究报告:

《美盈森深度报告: 快速成长的高端包装服务商》——2010-5-17

《美盈森 IPO 定价报告: 一体化服务畅游蓝海》——2009-10-13

分析师: 李世新

电话: 0755-82130565

E-mail: lisx@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980200010094

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, 特此声明。

财报点评

健康成长

●上半年 EPS=0.42 元, 2Q10 盈利环比增 80%

上半年公司实现收入 3.75 亿元, 同比增 10%; 实现净利 7523 万元, 同比增 33%; EPS 为 0.42 元。其中 2Q10 实现收入 2.02 亿元, 同比增 13%, 环比增 17%; 实现净利 4840 万元, 同比增 60%, 环比增 80%, EPS 为 0.27 元。

●2Q10 毛利率大幅上升并创出新高

上半年综合毛利率为 34.1%, 其中 1Q 为 30.6%, 2Q 为 37.2%, 上半年及 2Q 毛利率均创公司历史新高。毛利率大幅上升的原因主要有三, 一是 1Q 末产品提价在 2Q 得到有效实施, 二是公司包装服务能力及成本控制能力仍在增强, 三是第三方面采购业务毛利率大幅上升。基于优质包装服务形成的长期定价能力, 我们重申公司在高端产品包装上的毛利率可以维持高位。

●财务健康

应收账款周转率由 1Q 的 93 天下降到 2Q 的 88 天, 存货周转率两季持平于 37 天, 费用率由 1Q 的 12.0% 下降到 2Q 的 7.8%, 负债率维持在 16.9% 的低水平。1H10 经营性现金净流量为 7098 万元合 0.40 元/股。这些指标均显著优于同业。

●IPO 项目进展顺利, 富士康搬迁对公司影响正面

预计苏州基地 9 月上旬土建结束 10 月份完成设备安装, 东莞基地进度与之相当, 重庆基地本月上旬土建开始 11 月底完成且年底完成设备安装。富士康华南基地今明两年的主要搬迁方向是西南, 其重庆基地大致 11 月底建成, 美盈森重庆基地已在此守候, 订单比例预计远超华南。此外, 富士康若大规模向内地其它地区搬迁, 美盈森基于战略考虑预期将及时跟进。从富士康过往基地建设进度看, 美盈森今明两年的盈利不会受到负面影响, 而未来盈利则受益于富士康的搬迁。

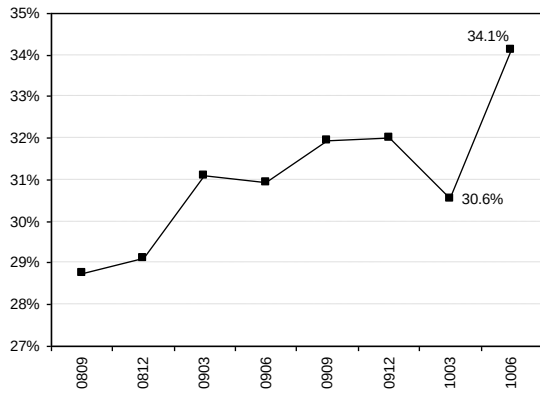
●重申“推荐”评级

维持公司 2010~2012 年 ESP 分别为 1.05 元、1.70 元和 2.22 元的盈利预测, 维持年底 45 元目标价测算和“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

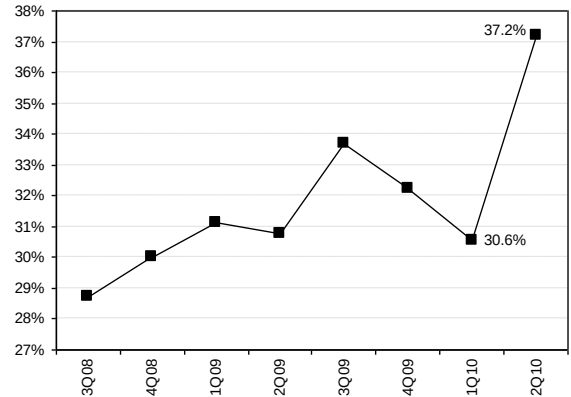
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	633	701	876	1,568	2,557
(+/-%)	39.4%	10.7%	24.9%	78.9%	63.0%
净利润(百万元)	102	132	188	304	397
(+/-%)	43.8%	30.1%	42.0%	61.5%	30.4%
每股收益 (元)	0.76	0.74	1.05	1.70	2.22
EBIT Margin		22.2%	23.4%	21.2%	18.2%
净资产收益率 (ROE)	36.8%	8.8%	11.5%	16.4%	18.6%
市盈率 (PE)	50.09	51.4	36.2	22.4	17.2
EV/EBITDA		41.1	32.2	19.3	15.0
市净率 (PB)	18.43	4.53	4.16	3.68	3.20

图 1: 1H10 综合毛利率为 34.1%创历史新高



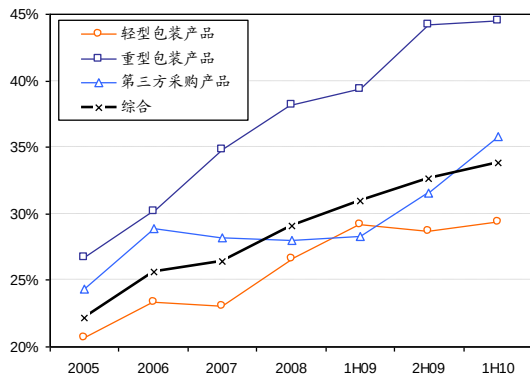
资料来源: 公司定期报告

图 2: 2Q10 综合毛利率为 37.2%创历史新高



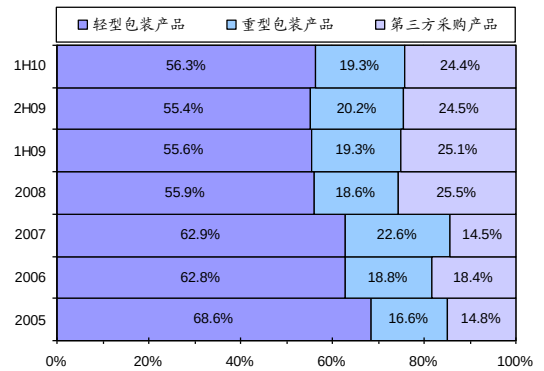
资料来源: 公司定期报告

图 3: 1H10 分业务毛利率均呈上升趋势



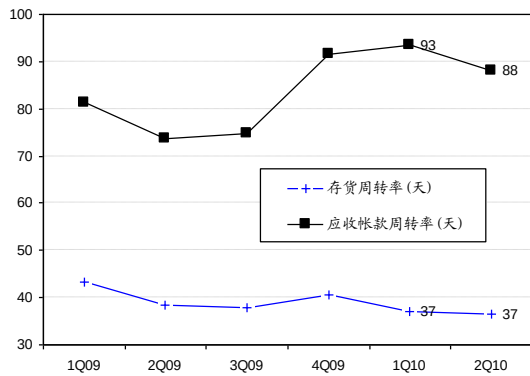
资料来源: 公司定期报告

图 4: 收入结构



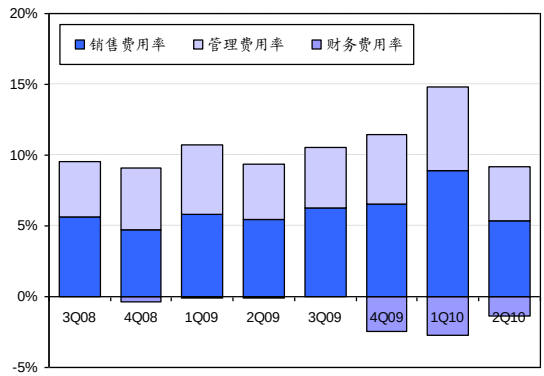
资料来源: 公司定期报告

图 5: 2Q10 经营效率提高



资料来源: 公司定期报告

图 6: 2Q10 费用率显著下降



资料来源: 公司定期报告

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1424	1271	1172	1239
应收款项	181	226	405	660
存货净额	51	61	121	194
其他流动资产	0	0	1	1
流动资产合计	1656	1559	1721	2094
固定资产	82	368	732	1023
无形资产及其他	56	54	52	51
投资性房地产	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1795	1982	2507	3169
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	249	300	592	952
其他流动负债	18	21	42	66
流动负债合计	266	322	634	1018
长期借款及应付债券	21	21	21	21
其他长期负债	(0)	(0)	(0)	(0)
长期负债合计	21	21	21	21
负债合计	287	343	655	1039
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1508	1640	1853	2131
负债和股东权益总计	1795	1982	2507	3169

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.74	1.05	1.70	2.22
每股红利	0.00	0.32	0.51	0.67
每股净资产	8.43	9.17	10.36	11.92
ROIC	14%	18%	50%	46%
ROE	9%	11%	16%	19%
毛利率	32%	34%	32%	28%
EBIT Margin	21%	23%	21%	18%
EBITDA Margin	23%	25%	23%	21%
收入增长	11%	25%	79%	63%
净利润增长率	30%	42%	61%	30%
资产负债率	16%	17%	26%	33%
息率	0.0%	0.8%	1.3%	1.7%
P/E	51.5	36.2	22.4	17.2
P/B	4.5	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	44.6	32.2	19.3	15.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	702	876	1568	2557
营业成本	477	581	1068	1851
营业税金及附加	2	2	4	6
销售费用	42	51	82	133
管理费用	32	37	63	102
财务费用	(4)	(16)	(7)	(2)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	151	222	358	467
营业外净收支	5	0	0	0
利润总额	156	222	358	467
所得税费用	23	33	54	70
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	133	188	304	397

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	133	188	304	397
资产减值准备	1	(1)	2	1
折旧摊销	10	17	36	59
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	(4)	(16)	(7)	(2)
营运资本变动	46	(2)	52	80
其它	(1)	1	(2)	(1)
经营活动现金流	192	204	392	536
资本开支	(30)	(300)	(400)	(350)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(30)	(300)	(400)	(350)
权益性融资	1105	0	0	0
负债净变化	21	0	0	0
支付股利、利息	(0)	(57)	(91)	(119)
其它融资现金流	(33)	0	0	0
融资活动现金流	1113	(57)	(91)	(119)
现金净变动	1275	(153)	(99)	67
货币资金的期初余额	149	1424	1271	1172
货币资金的期末余额	1424	1271	1172	1239
企业自由现金流	153	(110)	(14)	185
权益自由现金流	141	(96)	(8)	186

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	