

美盈森 (002303): 毛利率提升凸显盈利能力

买入 (维持)

造纸包装

当前股价: 42.55 元

报告日期: 2011 年 3 月 25 日

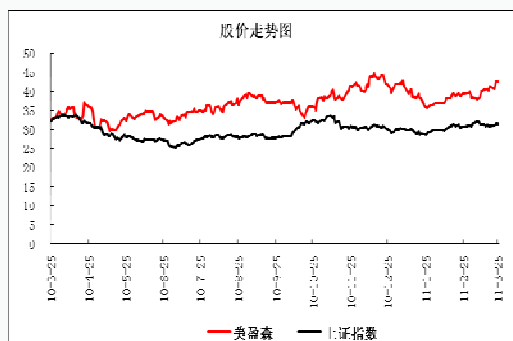
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	729	160,000	249,500	337,500
(+/-)	3.85%	113.33%	55.94%	35.27%
营业利润	167	29,951	46,331	72,863
(+/-)	10.47%	61.68%	54.69%	57.26%
归属于母公司的净利润	142	24,213	36,018	56,149
(+/-)	7.43%	54.08%	48.75%	55.89%
每股收益 (元)	0.80	1.35	2.01	3.14
市盈率 (倍)	53	31	21	14

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (亿股)	1.79/0.45
流通市值 (亿元)	19.20
每股净资产 (元)	9.23
资产负债率 (%)	17.25

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 仇彦英
执业证书编号: A0140511010003
联系人: 叶长青
021-58824282-892 yecq@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年公司实现营业收入 7.29 亿元, 同比增长 3.85%; 营业利润 1.67 亿元, 同比增加 10.47%; 实现归属母公司所有者的净利润 1.42 亿元, 同比增加 7.43%, 实现基本 EPS 0.80 元; 经营性现金流 1.32 亿元。分配方案: 每 10 股派现 3 元 (含税)。
- 毛利率提升凸显盈利能力。报告期内, 公司由于产能受限制约了业绩的增长, 同时由于新上 SAP 系统需要一段时间的磨合期, 使收入增长缓慢。整个 2010 年, 在废纸价格一路走高的带动下, 主要原材料瓦楞原纸也有较大的涨幅, 但公司一方面加强内部管理, 提升设计的附加价值, 另一方面, 积极与客户沟通转嫁原材料价格上涨的不利影响, 最终实现全年综合毛利率同比提升了 3.63 个百分点至 35.45%。
- 为产能释放作准备, 期间费用大幅提高。2010 年公司期间费用率为 12.46%, 比前三季度的 10.5% 高出了近 2 个百分点, 第四季度期间费用率达 18.78%, 其中销售费用率 9.17%, 环比三季度上升 2.16%, 管理费用率 12.77%, 环比上升了 7.73%; 正是由于先行的期间费用使得全年业绩略低于市场预期, 公司实际盈利能力依然在增强。
- 大量新增产能逐步进入释放期。目前为公司贡献业绩的仅有深圳本部 0.85 亿平方米的产能, 新增产能苏州一期 0.8 亿平方米 (规划 1.5 亿) 已于 11 年 3 月投产、东莞 1.5 亿和重庆一期 0.8 亿 (规划 1.3 亿) 也将于 11 年 6-7 月相继投产, 我们判断, 进入 11 年第三季度, 公司将步入业绩加速成长期。
- 产能扩张并非简单的产能增加。第一, 新增产能所用设备均为世界领先, 自动化程度较高, 人工成本可降低至以前的 1/5, 我们认为“十二五”期间劳动力成本的上升是必然趋势, 公司将在新一轮竞争中受益; 第二, 新增产能将大大拓宽产品线, 重型包装和微细瓦楞将实现进口替代, 公司又将从差异化竞争中获益; 第三, 此次新增产能均围绕富士康的生产基地, 目前公司所有产能仅覆盖富士康的深圳、重庆和苏州生产基地, 未来公司将逐步迈入全国性扩张的步伐, 且新增产能围绕老客户进行, 异地扩张风险相对可控。
- 盈利预测与投资评级。预计 2011-2013 年公司 EPS 为 1.34 元、2.01 元和 3.17 元, 以 3 月 24 日收盘价 42.55 元计算, 对应动态 PE 分别为 31 倍、21 倍和 14 倍, 维持“买入”的投资评级。
- 风险提示。1. 原材料瓦楞原纸价格大幅波动的风险; 2. 新增产能未达盈亏平衡点, 上半年业绩将有所下滑, 引起市场大幅下跌; 3. 产能释放进度不达预期。



图表 美盈森盈利预测表

单位: 万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	70,170	72,874	160,000	249,500	337,500
增长率	10.74%	3.85%	113.33%	55.94%	35.27%
减: 营业成本	47,708	46,893	110,375	175,383	233,063
综合毛利率	32.01%	35.65%	31.02%	29.71%	30.94%
营业税金及附加	179	160	400	624	844
销售费用	4,212	5,476	11,239	15,130	18,103
管理费用	3,155	4,991	7,516	10,910	10,910
财务费用	(445)	(1,387)	(200)	0	200
期间费用率	9.87%	12.46%	11.60%	10.44%	8.66%
资产减值损失	275	77	720	1,123	1,519
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	15,085	16,664	29,951	46,331	72,863
增长率	23.76%	10.47%	61.68%	54.69%	57.26%
加: 营业外收入	505	108	0	0	0
减: 营业外支出	18	57	80	125	169
利润总额	15,572	16,716	29,871	46,206	72,694
减: 所得税费用	2,308	2,466	5,658	10,189	16,545
净利润	13,264	14,249	24,213	36,018	56,149
归属母公司所有者的净利润	13,264	14,249	24,213	36,018	56,149
增长率	30.07%	7.43%	54.08%	48.75%	55.89%
少数股东损益	0	0	0	0	
每股收益	0.74	0.80	1.35	2.01	3.14

资料来源: 天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040