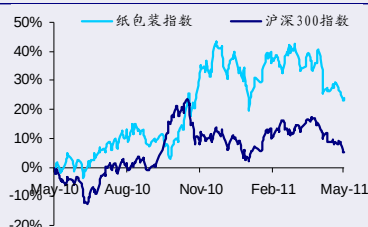


增持 首次

瓦楞包装行业

2011 年 05 月 24 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

造纸轻工行业分析师

徐琳

SAC 执业证书编号:

S0850511040008

电话: 021-23219767

Email: xl6048@htsec.com

包装行业的主力军

- **全球包装产业及瓦楞纸箱行业稳步增长。**伴随着世界经济的恢复和现代商业、物流产业的快速发展,全球包装产业及瓦楞纸箱行业的生产稳步增长。2002 年-2009 年世界包装产业年均复合增长率 4.4%,瓦楞纸板产量年复合增长率约为 5%。瓦楞纸箱作为无毒、无害、易于降解或者便于回收利用的绿色环保包装物,拥有巨大的市场潜力。
- **全球包装产业日趋向中国等发展中国家转移。**亚洲是世界最大瓦楞纸板生产地区,其中中国产量约占亚洲总产量的一半,仅次于美国居世界第二。随着发展中国家的持续经济增长,人民生活水平及消费能力的持续提高,“消费升级”因素将推动发展中国家对瓦楞纸箱的需求快速增长,全球包装产业的竞争格局和贸易流向日趋向中国等发展中国家转移。
- **瓦楞纸箱行业正受益于中国经济的高速增长而成长。**中国包装行业发展迅速,包装产业总产值从 2003 年的 2500 亿元,发展到 2010 年约 12000 亿元,年复合增长率为 21%。从产量上看,纸包装产品位居包装行业榜首,占比将近一半,且增长势头良好。中国纸包装行业在“十一五”时期以每年 18%-20%速度增长,超过国家国民经济增长速度。
- **与上下游关系。**瓦楞纸箱的上游主要是箱板纸和瓦楞纸,下游行业甚多,主要有通信 IT 及电子行业、家电、办公设备、日用化工、食品饮料、医药、轻工及机械产品等等。在传统的包装产业链中,原材料价格是影响利润的主要因素,因此包装业与上游行业的相关性更强;而在包装一体化经营模式的产业链中,包装业与下游产品制造业形成更为紧密的合作关系,因此与下游行业的相关性更强。
- **合兴包装——可复制“标准化工厂”模式进行全国布点。**公司目前已在包括闽南、湖北、南京、成都、重庆、合肥、青岛、广东、天津等地设有 20 多家控股子公司,初步形成了全国布点的局面,一方面可以为不同区域客户提供服务,另一方面也可以为客户提供全国供货的能力。我们预测公司 2011-2013 年稀释 EPS 分别为 0.43 元、0.59 元、0.77 元,净利润增速分别 33%、35%、31%。
- **美盈森——大规模产能释放带动未来业绩增长。**苏州基地设计产能 1.3 亿 m²,2011 年 3 月份投产;东莞基地和重庆基地预计下半年可投产,设计产能分别 1.5 亿 m²。新项目达产后公司产能是现在的五倍多,但由于新产能投放需要一段时间的磨合,预计从 2012 年开始贡献业绩。我们预测公司 2011-2013 年稀释 EPS 分别为 1.09 元、1.55 元、2.37 元,净利润增速分别 36%、42%、53%。

- **风险提示:** (1) 行业整合风险; (2) 原材料价格波动风险。

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级
		2010	2011E	2012E	
002228.SZ	合兴包装	0.35	0.43	0.59	增持
002303.SZ	美盈森	0.80	1.09	1.55	增持

目 录

行业篇.....	4
1. 瓦楞包装行业概况.....	4
1.1 瓦楞纸箱是公认的“绿色包装”	4
1.2 瓦楞纸箱分类.....	4
1.3 瓦楞包装行业特点	5
1.4 包装一体化是行业发展趋势.....	5
2. 世界瓦楞纸箱包装行业发展情况	5
2.1 全球瓦楞纸箱发展状况	5
2.2 全球包装产业的竞争格局和贸易流向日趋向发展中国家转移	6
3. 中国瓦楞纸箱包装行业发展情况	7
3.1 瓦楞纸箱发展.....	7
3.2 高速发展的行业催生了瓦楞纸箱（板）生产大国	7
3.3 瓦楞包装产业链分析.....	8
3.4 国内瓦楞纸箱行业区域化格局已形成	10
3.5 中国将成为亚洲瓦楞纸箱生产销售领导者	10
4. 风险提示	11
公司篇.....	12
5. 共享行业的高速成长	12
5.1 合兴包装（002228.SZ）：可复制“标准化工厂”模式进行全国布点.....	12
5.2 美盈森（002303.SZ）：大规模产能释放带动未来业绩增长	13

图目录

图 1	1999-2009 年世界包装产业总规模（亿美元）	6
图 2	2009 年全球包装产业各子行业消费构成.....	6
图 3	全球瓦楞纸板产量区域划分	6
图 4	纸和纸板容器制造业公司数（个）	8
图 5	纸和纸板容器制造业收入（亿）	8
图 6	瓦楞包装行业上下游产业链示意图.....	8
图 7	我国箱板纸产销情况	9
图 8	我国瓦楞原纸产销情况.....	9
图 9	我国部分电子产品年产量（万台）	9
图 10	通信设备、计算机及其他电子设备制造业收入及增速	9
图 11	我国部分食品饮料年产量（万吨）	9
图 12	食品饮料行业收入及增速	9
图 13	我国部分家用电器年产量（万台）	10
图 14	日用化学、医药制造行业收入及增速.....	10
图 15	美盈森主要客户	13
图 16	美盈森包装一体化经营价值链结构	13

表目录

表 1	根据瓦楞楞型分类	4
表 2	根据瓦楞层数分类	4
表 3	瓦楞包装行业特点	5
表 4	包装一体化的优势	5
表 5	全球分材质包装产品消费量（亿美元）	6
表 6	世界包装产业格局	6
表 7	中国瓦楞纸箱发展历程	7
表 8	分材质中国包装产品产量（万吨）	7
表 9	中国瓦楞纸箱行业区域化格局	10
表 10	合兴包装现有产能分布	12

行业篇

1. 瓦楞包装行业概况

1.1 瓦楞纸箱是公认的“绿色包装”

瓦楞纸箱是指用瓦楞纸板制成的包装用纸容器。瓦楞纸板是由面纸、里纸、芯纸和加工成波形的瓦楞纸通过粘合而成的板状物，具有很高的机械强度，能经受搬运过程中的碰撞和摔跌。

瓦楞纸箱不仅具备保护商品、节约成本、便于储运的功能性作用，还可以发挥美化商品、引导消费、提高附加值的增值性作用。加上产品耗材较低、重量轻、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。

1.2 瓦楞纸箱分类

根据瓦楞齿形，分为 U、V、UV 型。U 形瓦楞弹性好，粘性好，但纸与粘合剂用量大，平压弹性低，施加过重的压力不能恢复原状；V 形瓦楞挺力好，但还原能力差，纸与粘合剂用量少，粘结能力差；UV 形瓦楞结合前述二者之优点，耐压强度较高，应用广泛。

根据瓦楞楞型，分为 A、B、C 和 E 型。E、F、G 等微细瓦楞纸板已经在美国、欧洲、日本等发达国家逐步发展起来，我国也开始重视微细瓦楞纸板的发展，目前 E 瓦型较为普遍，但 F、G 瓦型几乎空白，产品结构的调整转变是未来发展趋势。

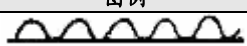
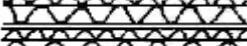
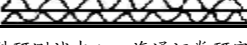
表 1 根据瓦楞楞型分类

种类	瓦楞高度 mm	瓦楞个数 /300mm	形状	特性及应用
A	4.5-5	34±2	楞较高、较稀疏	富弹性及缓冲性能，耐高压，适用于容易破碎及不耐支撑力物品，如玻璃、陶瓷、塑料玩具等
B	2.5-3	50±2	楞较低、较密	耐平压强度高，适用于对减震、防震性能要求不高的产品，如饮料、食品罐头等
C	3.5-4	38±2	介于 A 与 B 之间	兼具足够的刚性和良好的减震性能，用于包装易碎品、不耐支撑力物品以及防止表面受损的硬物
E	1.1-2	96±2	密而薄	厚度最薄，耐平压强度最强，表面平坦，可进行高质量的装潢印刷

资料来源：海通证券研究所

根据瓦楞层数分类，瓦楞纸板可以加工成单面瓦楞纸板、三层、五层、七层、十一层等种类的瓦楞纸板，制成各种规格的瓦楞纸箱。在特定的商品中，还可以组合制成内、外套箱，便于商品的盛装、仓储和运输。

表 2 根据瓦楞层数分类

种类	占比	图例	应用
单面	-		商品包装的贴衬保护层或轻便的卡格、垫板，以保护商品在贮存或运输过程中的震动和冲撞
三层	30%		生产中包装、外包装用小型纸箱，如包装食品饮料
五层	65%		一般纸箱，如包装彩电、洗衣机、冰箱等
七层	5%		大型或负载特种的纸箱，如包装机电、家具、摩托车等

资料来源：中国包装科研测试中心，海通证券研究所

美国的三层瓦楞纸箱占比 89.4%，日本的三层纸箱比例 84.6%，而我国瓦楞纸箱则以五层为主。把五层纸箱减为三层纸箱，可减少包装用纸 20%-30%，是未来发展趋势。实现包装减量化，不仅可以节省森林资源、减少污染，还有助于降低生产成本、物流成本，达到社会效益和经济效益双赢。

1.3 瓦楞包装行业特点

表 3 瓦楞包装行业特点

优点	缺点
- 对包装物品具有许多良好的保护功能，例如防潮、散热、易于搬运等 - 表面可做精美的印刷，具良好的展示、广告效果 - 运输费用低，且易于实现包装与运输的机械化和自动化 - 规格与尺寸的变更易于实现，能快速适应各类物品的包装 - 废箱易于回收再利用，符合环保要求 - 可通过于各种覆盖物或防潮材料结合，而大大扩大其使用范围	- 易吸湿受潮 - 不适用于干燥高温与日晒的环境 - 机械强度差

资料来源：合兴包装招股意向书，海通证券研究所

1.4 包装一体化是行业发展趋势

现代的包装产业涵盖了包装产品的设计、生产，包装印刷，包装原辅材料供应等多个生产领域，其产品参与到第一至第三产业、货物流通的每一个环节。

包装一体化是由专门的包装一体化服务供应商完成与客户产品包装相关的所有环节，该经营模式起源于美国，随后得到欧美等发达地区包装行业的广泛应用。随着国外大型生产企业陆续进驻中国，包装一体化经营模式已成为包装行业的发展趋势。

表 4 包装一体化的优势

技术和服务优势	包装设计与客户的产品开发设计同步，缩短客户产品的设计周期 提供包装的整体设计，更加优化包装各部件的最优最省设计组合，规避单件设计易出现不配的情况
价格优势	统一采购为客户节约采购成本和供应商管理成本
物流及仓储优势	为客户提供配套的产品供货及辅助包装服务，提高客户的生产效率减少生产过程中的浪费 为客户实行供应商库存管理，确保供货的及时性降低客户的仓储风险和成本

资料来源：美盈森招股意向书，海通证券研究所

2. 世界瓦楞纸箱包装行业发展情况

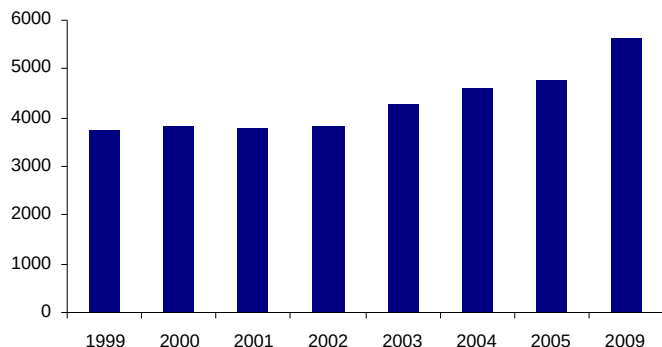
2.1 全球瓦楞纸箱发展状况

伴随着世界经济的恢复和现代商业、物流产业的快速发展，全球包装产业及瓦楞纸箱行业的生产稳步增长。据世界包装组织（WPO）统计，2002 年世界包装产业总规模为 4170 亿美元，2009 年增至 5638 亿美元，年均复合增长率 4.4%。

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%。纸包装市场 2002 年为 1520 亿美元，占包装产业比重 36%，再细分来看瓦楞纸箱为 800 亿美元，瓦楞纸板 420 亿美元；到 2010 年全球纸包装市场增至 2283 亿美元。

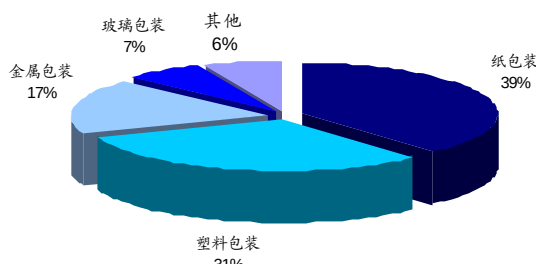
从数量上来看，根据 Freedonia 集团的研究报告，2008 年全球瓦楞纸板需求量超过 1800 亿平方米，预计到 2013 年将达到 2130 亿平方米。

图 1 1999-2009 年世界包装产业总规模 (亿美元)



资料来源: WPO, 海通证券研究所

图 2 2009 年全球包装产业各子行业消费构成



资料来源: WPO, 海通证券研究所

表 5 全球分材质包装产品消费量 (亿美元)

包装产品种类	2009	比例	2005	2004	2003
纸包装	2163.98	38.44%	1832.71	1765.37	1647.44
塑料包装	1867.23	30.92%	1496.73	1420.25	1299.82
金属包装	921.69	17.47%	823.89	802.36	755.19
玻璃包装	343.89	6.85%	317.62	314.46	302.11
其他	341.67	6.32%	299.99	290.18	267.54

资料来源: WPO, 海通证券研究所

2.2 全球包装产业的竞争格局和贸易流向日趋向发展中国家转移

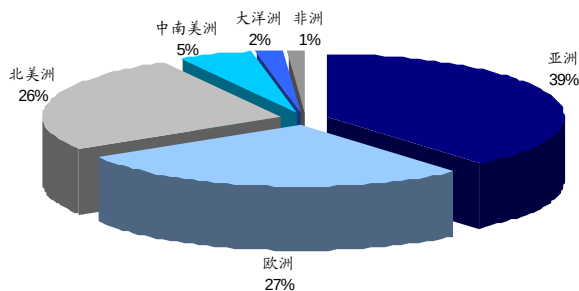
表 6 世界包装产业格局

主要生产国及地区	美国、中国、日本、德国、意大利、韩国、芬兰、瑞典、加拿大、中国台湾、法国、泰国
主要消费国及地区	美国、德国、日本、法国、中国、英国、加拿大、意大利、澳大利亚、荷兰、西班牙、瑞典、比利时/卢森堡和瑞士、中国香港
主要出口国及地区	美国、中国、韩国、中国台湾、马来西亚、瑞典、墨西哥和萨尔瓦多、泰国、芬兰、肯尼亚、秘鲁、波兰

资料来源: 合兴包装招股意向书, 海通证券研究所

瓦楞纸箱行业的产销格局与包装产业基本一致。亚洲瓦楞纸板产量 1995 年已经超过欧洲, 2003 年超过北美洲, 目前为世界最大瓦楞纸板生产地区, 而中国产量超过 300 亿平方米, 约占亚洲总产量的一半, 仅次于美国居世界第二。

图 3 全球瓦楞纸板产量区域划分



资料来源: cpnic, 海通证券研究所

目前瓦楞纸板生产国中美国、中国和日本遥遥领先于其他国家，而瓦楞纸箱产品的传统消费市场主要是欧盟、美国和日本。随着发展中国家的持续经济增长，人民生活水平及消费能力的持续提高，“消费升级”因素将推动发展中国家对瓦楞纸箱的需求快速增长。全球包装产业的竞争格局和贸易流向日趋向中国等发展中国家转移。

3. 中国瓦楞纸箱包装行业发展情况

3.1 瓦楞纸箱发展

我国已成为亚洲最大、全球仅次于美国的第二大瓦楞纸箱生产国，瓦楞纸箱作为无毒、无害、易于降解或者便于回收利用的绿色环保包装物拥有巨大的市场潜力。

表 7 中国瓦楞纸箱发展历程

阶段	特征
20 世纪 50-60 年代	尚未建立起包装体系和包装组织，生产企业绝大部分是小规模作坊式、家庭式，设备基本上是单机和手工操作，工人劳动强度大，生产量低，质量低劣。
20 世纪 70 年代	经过技术革命，逐步实现半机械化半手工化生产，产品质量有所提高，规模有所扩大。
发展起步	1980 年中国包装技术协会（现为中国包装联合会）成立，瓦楞包装产品生产企业逐渐增多，但生产设备仍是以单机为主导，个别企业开始引进单面机或自动生产线， 企业规模相对较小，利润空间较高
20 世纪 80 年代	产能相对过剩 ，价格竞争成为企业间主要竞争手段，企业数量有所下降， 行业集中度逐渐提高 ；部分中高档瓦楞包装产品生产企业凭借成本管理、品质优势和营销推广等差异化经营，逐渐扩大市场份额。由于企业间竞争仍以价格竞争为主，因此该阶段我国瓦楞包装行业虽然发展较快，但 利润水平相对有所下降
稳步发展	企业逐渐注重成本控制、内部管理、生产技术及设备更新、营销整合与服务模式革新，部分企业推行包装一体化经营模式，行业竞争逐渐规范，企业间竞争已不局限于价格层面，产品本身质量及服务成为企业获得生存发展的关键因素，一批企业得以在市场竞争中脱颖而出，在区域或全国范围具备领先主导优势， 行业集中度持续提高 。
20 世纪 90 年代	
理性快速发展	
21 世纪初至今	

资料来源：美盈森招股意向书，海通证券研究所

3.2 高速发展的行业催生了瓦楞纸箱（板）生产大国

中国包装行业发展迅速，包装产业总产值从 2003 年的 2500 亿元，发展到 2010 年约 12000 亿元，年复合增长率为 21%。

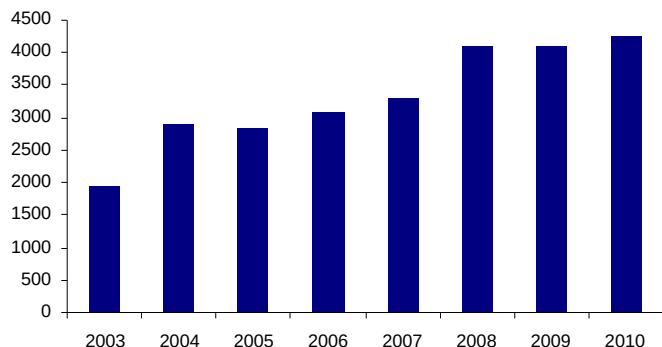
随着低碳、环保、绿色、循环经济的发展，纸包装逐渐成为包装行业的主力军。从产量上看，纸包装产品位居包装行业榜首，占比将近一半，且增长势头良好。中国纸包装行业在“十一五”时期以每年 18%-20%速度增长，超过国家国民经济增长速度。

表 8 分材质中国包装产品产量（万吨）

包装产品种类	2007	比例	2006	2005	2004
纸包装产品	2462	49.56%	2071	1900	1743
金属包装产品	351	7.07%	296	271	249
玻璃包装产品	1539	30.98%	1294	1187	1,089
塑料包装产品	616	12.40%	518	475	436

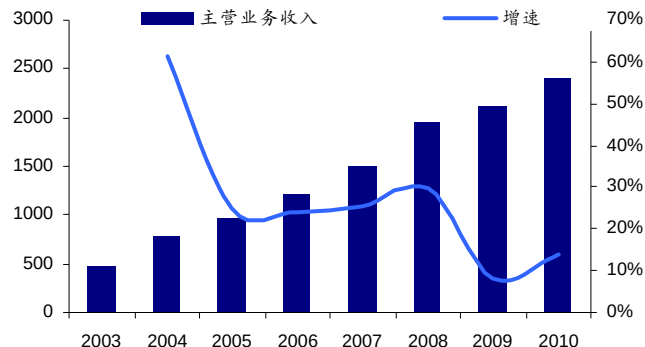
资料来源：美盈森招股意向书，海通证券研究所

图 4 纸和纸板容器制造业公司数（个）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

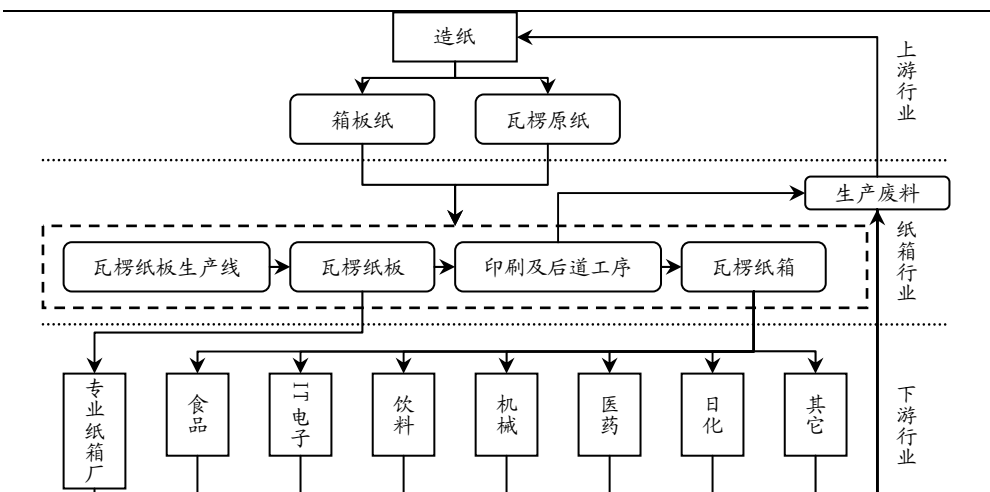
图 5 纸和纸板容器制造业收入（亿）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

3.3 瓦楞包装产业链分析

图 6 瓦楞包装行业上下游产业链示意图



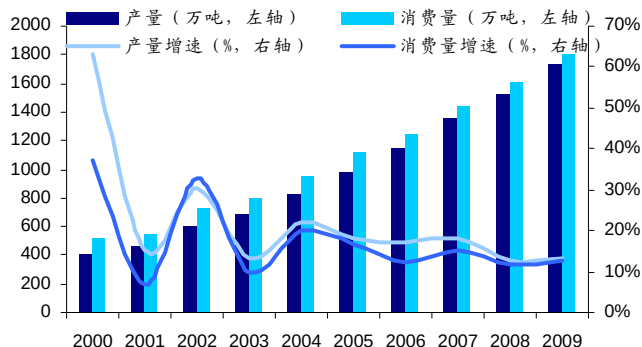
资料来源：合兴包装招股意向书，海通证券研究所

瓦楞纸箱的上游主要是箱板纸和瓦楞纸，属于造纸行业。2000-2009 年，中国 GDP 年复合增长率 14.70%，箱板纸消费量年复合增长率 15.08%，瓦楞原纸消费量 11.34%，瓦楞原纸和箱板纸的消费量与 GDP 呈现强相关的关系。上游行业的消费情况基本上反映了瓦楞纸箱产业生产情况，瓦楞纸箱行业正受益于中国经济的高速增长而成长。

与瓦楞纸箱包装相关的下游行业甚多，主要有通信 IT 及电子行业（电脑、手机等）、家电（彩电、冰箱、洗衣机、小家电等）、办公设备（复印机、传真机、电话机等）、日用化工、食品饮料、医药、轻工及机械产品等等。下游行业多处于快速发展时期，为瓦楞纸箱行业的成长提供了动力。

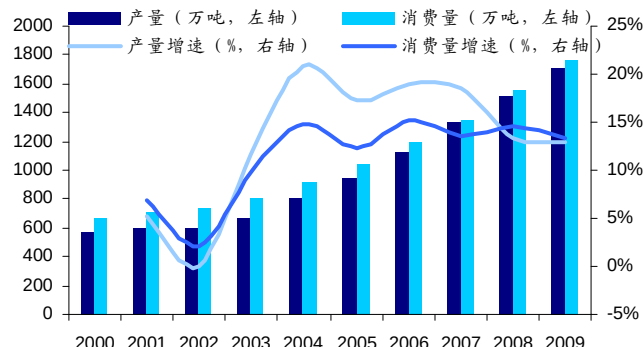
在传统的包装产业链中，由于原材料的价格是影响包装业利润的主要因素，因此包装业与上游行业的相关性更强；而在包装一体化经营模式的产业链中，包装一体化服务供应商与下游的产品制造业形成更为紧密的合作关系，因此包装业与下游行业的相关性更强。

图 7 我国箱板纸产销情况



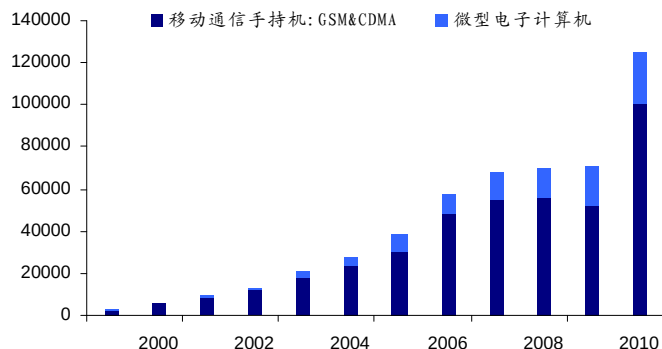
资料来源：中国造纸协会，海通证券研究所

图 8 我国瓦楞原纸产销情况



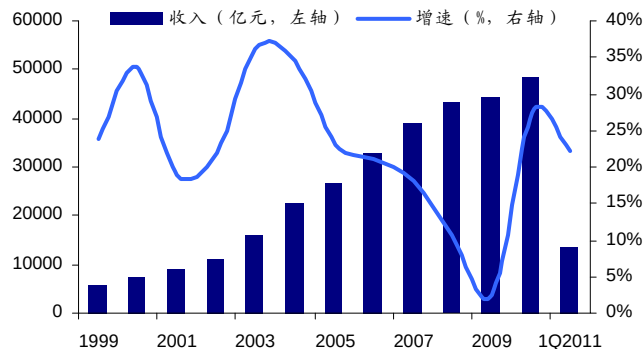
资料来源：中国造纸协会，海通证券研究所

图 9 我国部分电子产品年产量（万台）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

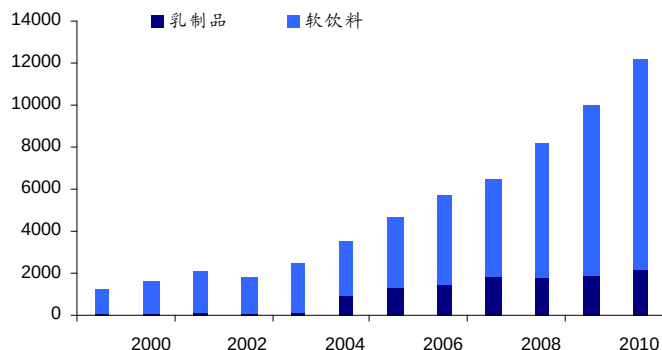
图 10 通信设备、计算机及其他电子设备制造业收入及增速



资料来源：wind，海通证券研究所

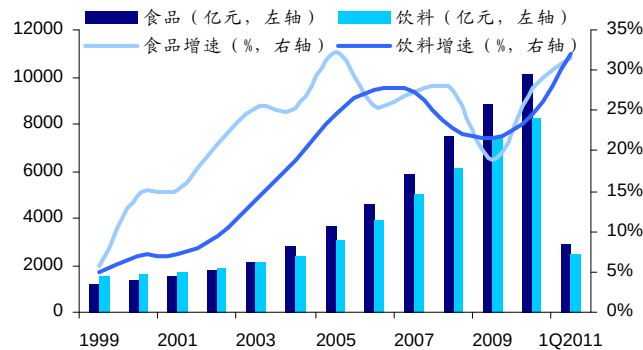
注：2010 年数值为 1-11 月份累计值

图 11 我国部分食品饮料年产量（万吨）



资料来源：wind，海通证券研究所

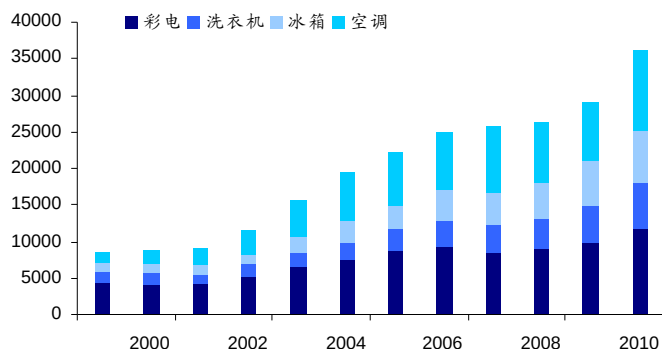
图 12 食品饮料行业收入及增速



资料来源：wind，海通证券研究所

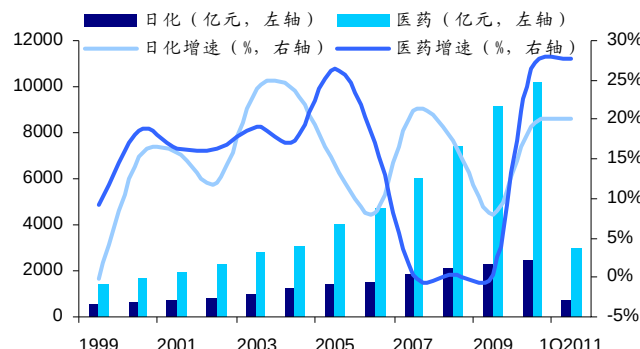
注：2010 年数值为 1-11 月份累计值

图 13 我国部分家用电器年产量（万台）



资料来源：wind，海通证券研究所

图 14 日用化学、医药制造行业收入及增速



资料来源：wind，海通证券研究所
注：2010 年数值为 1-11 月份累计值

3.4 国内瓦楞纸箱行业区域化格局已形成

瓦楞纸箱包装行业具有 150 公里左右的销售半径，由于制造的产品为非标准产品，经营模式通常为“产品直销、以销定产”，因而行业具有比较明显的地域性。

由于瓦楞纸箱包装产品应用范围较广，渗透于各个行业，因此瓦楞纸箱包装制品行业与国民经济总体发展水平关联度较高，竞争格局的区域分布也与具体地区的经济发展水平高度相关。目前我国瓦楞纸箱（板）包装行业逐步形成以“东部地区为主、东部带动中西部发展”的竞争格局，其中珠三角、长三角、环渤海、闽南地区、胶东半岛作为我国主要的消费、电子、轻工业制造基地，汇集了多数的大型瓦楞纸箱包装企业。

表 9 中国瓦楞纸箱行业区域化格局

区域	特征
珠三角广东地区	我国瓦楞纸箱行业发展最成熟的区域 广东省瓦楞纸箱企业近 5000 家，销售超亿元企业约 50 多家，瓦楞纸板生产线近 1000 条，占全国的 1/3 泛珠三角新成员香港，同广东的经济融合，目前广东省供给香港特区的瓦楞纸箱占全省瓦楞纸箱总量的 30%以上
长三角苏浙沪地区	发展最为迅速的地区，瓦楞纸箱工业发展较珠三角晚，但后发势力强劲 集中了中国纸包装开发生产基地、中国纸板开发基地、中国纸制品纳米技术应用研究中心等大型研发基地 上海市瓦楞纸箱行业平均年增长 30%左右，年销售额超亿元企业 30 家，拥有瓦楞纸板生产线 130 余条 浙江、江苏两省各有瓦楞纸板生产线 400 条左右，销售总产值占全国第二、第三位。
胶东半岛及环渤海地区	山东 GDP 排在全国 4-5 位，很有经济实力 辽宁是东北的重工业、也是经济大省 北京、天津、河北及东北的吉林、黑龙江等地区，处在平稳发展中

资料来源：cnki，美盈森招股意向书，海通证券研究所

3.5 中国将成为亚洲瓦楞纸箱生产销售领导者

我国人口众多，劳动力资源丰富，与欧美发达国家相比，劳动力生产成本低，同时由于全球制造产业向中国转移的趋势日益增强，中国瓦楞纸箱包装行业在全球产业分工中承担了越来越重的作用，具有极强的竞争力和出口优势。

与发达国家相比，中国包装消费人均很低。美国每年人均用于包装的费用为 311 美元，日本 460 美元，欧洲 385 美元，而我国大约在 12 美元左右，仅为发达国家的 3%-4%。随着中国经济的持续稳定增长、城市现代化进程的加快和人民生产水平的继续提高，包装产业在中国有一个巨大的潜在市场。

4. 风险提示

行业整合风险。当前我国瓦楞纸包装行业集中度还相当低下，仅有几家公司的市场占有率超过 1%，而其下游行业包括通讯电子、家电、日化、医药、食品等市场集中度较高，因此行业整合或集中度的提高是必然趋势。

原材料价格波动风险。

公司篇

5. 共享行业的高速成长

目前国内 A 股市场上涉及瓦楞包装的上市公司主要有两家: 合兴包装(002228.SZ), 美盈森(002303.SZ)。

5.1 合兴包装(002228.SZ): 可复制“标准化工厂”模式进行全国布点

公司主要生产中高档瓦楞纸箱及各类包装制品的研发与设计、生产、销售及仓储、配送等服务, 主要产品有中高档瓦楞纸箱、彩盒、缓冲包装材料(EPE、蜂窝产品、纸浆模塑)、书刊等, 能够为客户提供一站式的包装服务。公司客户行业种类较繁杂, 但家电行业占比较大。

公司建立了一整套针对自身的生产模式, 对于瓦楞纸箱生产中厂房、生产线、机器设备、仓库的设计和布局、工人的安排及生产都进行量化, 从而形成了标准化的生产和经营。此模式具有可复制性, 使得公司能快速切入新市场, 竞争优势明显。

公司目前已在包括闽南、湖北、南京、成都、重庆、合肥、青岛、广东、天津等地设有 20 多家控股子公司, 初步形成了全国布点的局面, 一方面可以为不同区域客户提供服务, 另一方面也可以为客户提供全国供货的能力, 行业优势初显。

表 10 合兴包装现有产能分布

	产能(万平方米)	(计划) 投产日期
现有产能		
厦门本部	4000	-
福建长信	8000	2006.02
南京合兴	4000	2006.10
湖北合兴	4000	2006.11
重庆合信	4000	2008
成都合兴	4000	2009.02
武汉华艺	4000	2008.10
青岛合兴	5000	2009.06
佛山子公司	5000	2009.09
郑州子公司	5000	2009.10
湖北合兴	10000	2010.01
厦门本部扩产	9000	2010.06
合肥合信	8000	2010.12
天津世凯威	10000	2011.02
小计	84000	
在建项目		
海宁合兴	10000	2011.12
佛山长信	未披露	

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

在维持原有业务稳定的前提下, 青岛、佛山、郑州、湖北生产线的业绩贡献将逐步提升, 2011 年厦门本部扩产业务、合肥合信以及刚刚投产的天津世凯威也将产生业务贡献, 随后还有计划建设中的昆山世凯威、天津维斯顿、武汉合信、湖北合一和湖北华艺等新的业绩增长点, 维持公司业绩持续增长。

我们预测公司 2011-2013 年稀释 EPS 分别为 0.43 元、0.59 元、0.77 元，净利润增速分别 33%、35%、31%。继续看好公司的高成长性，增持评级，目标价 18 元。

风险提示：（1）原材料价格继续上涨的风险；（2）跨区域经营风险。

5.2 美盈森（002303.SZ）：大规模产能释放带动未来业绩增长

公司主要经营瓦楞包装产品，通过包装一体化服务为客户提供包装产品，主要服务对象为世界 500 强电子通讯企业与领先的 EMS 企业。

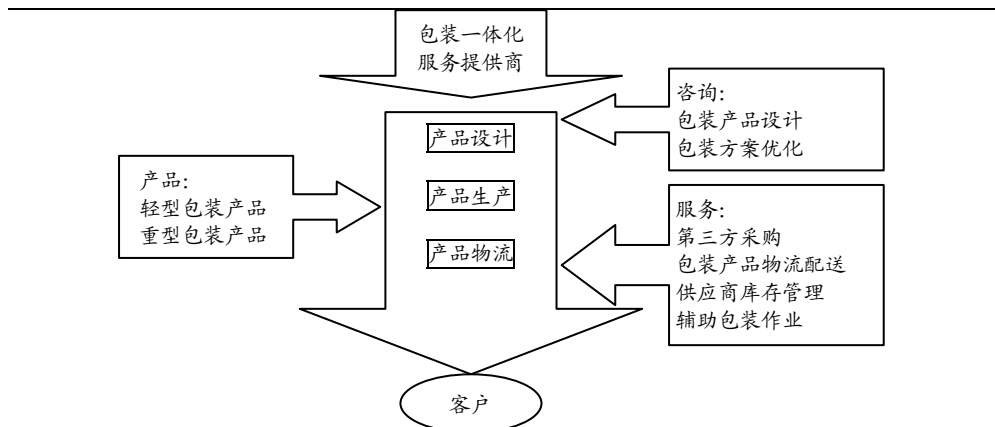
图 15 美盈森主要客户



资料来源：公司网站，海通证券研究所

公司具有较高的盈利能力，主要源自具有较大的高端客户群和一体化的服务体系。高端客户意味着包装标的价值较高，相应的对包装物的质量等要求就高；一体化服务解决客户所有的包装需求，及从包装方案、包装产品的设计、包装材料的选择、包装物的制造以及库存管理等。服务链延长，获得尽可能高的利润回报。

图 16 美盈森包装一体化经营价值链结构



资料来源：美盈森招股意向书，海通证券研究所

2011 年 3 月超募项目苏州基地顺利投产，总设计产能 1.3 亿 m^2 。此外，募投项目东莞美盈森环保包装生产项目以及另一超募项目重庆基地预计下半年可投产，设计规模分别 1.5 亿 m^2 。但由于新产能投放需要一段时间的磨合，预计从 2012 年开始贡献业绩。

我们预测公司 2011-2013 年稀释 EPS 分别为 1.09 元、1.55 元、2.37 元，净利润增速分别 36%、42%、53%。看好公司的高成长性，给予增持评级，目标价 39 元。

风险提示：（1）原材料价格继续上涨的风险；（2）产能迅速提升可能影响盈利水平。

信息披露

分析师声明

徐琳：造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、景兴纸业、东港股份、美盈森、合兴包装、宜华木业、星辉车模

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

联系人

荀玉根 (021) 23219658
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

xyg6052@htsec.com
wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

联系人

徐益黎 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴光兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
袁兵兵 (021) 23219454
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441
联系人
朱洪波 (021) 23219438

liuhy@htsec.com
zhib6065@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
舒灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lvy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
联系人
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
牛品 (021) 23219268
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415

lufm@htsec.com

白瑜 (021) 23219430

baiy@htsec.com

联系人

汤砚卿 (021) 23219768

tyq6066@htsec.com

银行业

联系人

刘瑞 (021) 23219635

lr6185@htsec.com

社会服务业

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tll5535@htsec.com

谢盐 (021) 23219436

xiey@htsec.com

联系人

贾亚童 (021) 23219421

jiayt@htsec.com

造纸轻工行业

徐琳 (021) 23219767

xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理

(021) 63609993

chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理

(021) 23219381

hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962

caitq@htsec.com

刘晶晶 (0755) 83255933

liujj4900@htsec.com

辜丽娟 (0755) 83253022

gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386

gaoq@htsec.com

季唯佳 (021) 23219384

jiwj@htsec.com

胡雪梅 (021) 23219385

huxm@htsec.com

黄毓 (021) 23219410

huangyu@htsec.com

朱健 (021) 23219592

zhuj@htsec.com

肖文宇 (021) 23219442

xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988

sunj@htsec.com

张广宇 (010) 58067931

zgy5863@htsec.com

殷怡琦 (010) 58067944

yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com