

美盈森 (002303)

公司研究/深度报告

不是制造商，而是依托于制造的高端服务商

深度研究报告/包装印刷Ⅲ

2011年9月25日

报告摘要:

● 包装一体化为公司产品提供较高的附加值

美盈森主要从事轻型包装产品与重型包装产品的研发、生产与销售，并为客户提供包装一体化服务。公司虽然有传统的制造业务，但已经脱离了单纯的制造商形象，成为了一家以制造为基础的包装一体化服务商。包装一体化服务为公司产品提供了较高的附加值，使得公司获得了远高于同行业企业的盈利能力，同时也为公司打开了估值空间。

● 依托高端客户的持续深入合作开拓市场

公司一直坚持高端客户策略，是包装行业内少数军品包装定点生产企业之一，并与多家国内外知名企业建立了良好的业务合作关系。公司与不断深化与高端客户的合作，并以此为依托扩大公司在行业内的影响力，进一步开发与培育新客户。

● 雄厚的技术实力使得公司的毛利率高于同行业企业

公司一直注重在研发方面的投入，是行业内为数不多的国家级高新技术企业。2010年底，公司在研发方面的投入达1876.03万元，占营业收入比例达2.57%。雄厚的技术实力使得公司的毛利率高于同行业企业，并且持续提升，公司毛利率从2006年26.47%一路提升到2010年的35.65%。

● 业绩的增长主要还看产能释放进程

公司虽然通过技改提高了生产效率，有效的控制了成本、提高了产品附加值，但由于扩产项目未释放产能，仍然受到产能瓶颈的限制，近几年业绩仅小幅增长。随着生产基地建设的逐渐完成，新产能逐渐释放，公司未来业绩将快速增长。

● 盈利预测与投资建议

预计2011-2013年公司营业收入分别为1.06亿元、1.59亿元、2.12亿元，基本每股收益分别为1.03元、1.44元、1.89元，公司合理估值为39.5元-47元，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

1) 原材料价格波动；2) 下游需求不足；3) 产能释放情况低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	729	1061	1592	2123
增长率(%)	3.85%	45.64%	50.00%	33.33%
归属母公司股东净利润(百万元)	142	184	258	338
增长率(%)	7.43%	29.28%	40.08%	31.14%
每股收益(元)	0.80	1.03	1.44	1.89
PE	42.69	33.02	23.57	17.98
PB	/	2.39	2.10	1.81

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

首次评级

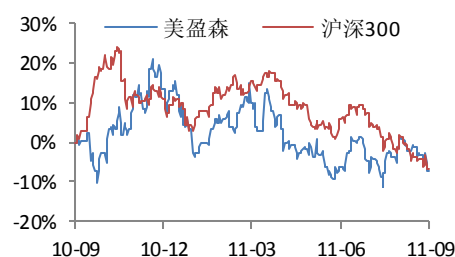
合理估值：39.5—47元

交易数据

2011-9-23

收盘价(元)	34.02
近12个月最高/最低(元)	45.21/31.55
总股本(百万股)	178.80
流通股本(百万股)	44.78
流通股比例(%)	25.04%
总市值(亿元)	60.83
流通市值(亿元)	15.23

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：王力
 执业证号：S0100511010013
 电话：(8610)85127680
 邮箱：wangli@mszq.com

相关研究

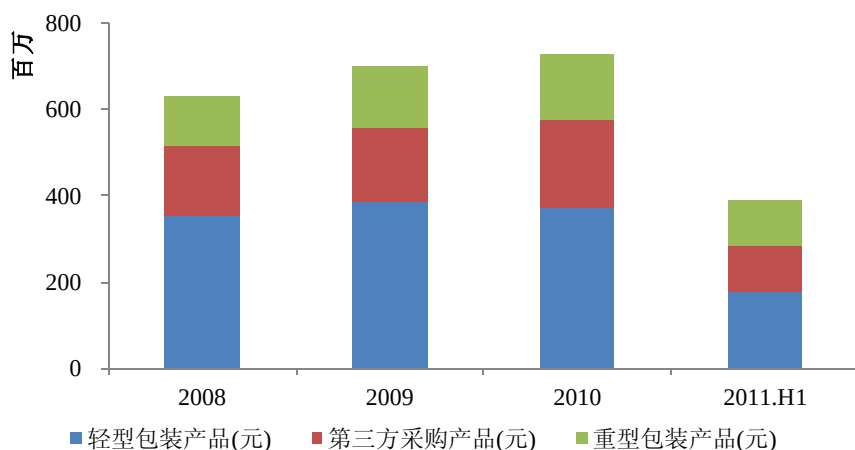
目录

一、坚持高端客户策略提升行业影响力.....	3
二、技术与服务提升公司盈利能力.....	4
(一) 技术实力推升毛利率.....	4
(二) 包装一体化助力产品附加值提升.....	5
三、2013 年，中国将超美成为全球最大瓦楞纸箱市场.....	7
五、业绩增长要看产能释放进程.....	9
六、盈利预测与投资建议.....	10
七、风险提示.....	11
插图目录.....	13
表格目录.....	13

一、坚持高端客户策略提升行业影响力

深圳市美盈森环保科技股份有限公司成立于 2000 年，主营业务是从事轻型包装产品与重型包装产品的研发、生产与销售，并为客户提供包装产品设计、包装方案优化、第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及辅助包装作业等包装一体化服务。

图 1:美盈森近年主营构成情况



资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司在客户策略上坚持走高端策略，是包装行业内少数军品包装定点生产企业之一，并与多家国内外知名企业建立了良好的业务合作关系，客户包括世界 500 强电子通讯企业 IBM、艾默生、三星、思科以及领先的 EMS 企业富士康、捷普、纬创资通、伟创力等。相关信息显示，公司包装一体化整体服务能力居全国第一位。

表 1: 美盈森前五大客户情况 (2011 年上半年)

公司名称	营业收入	占公司全部营业收入的比例 (%)
鸿富锦精密工业 (深圳) 有限公司	50971468.23	15.02
群康科技 (深圳) 有限公司	37806480.41	11.14
IBM International Holdings	33715774.24	9.93
艾默生网络能源有限公司	26589174.98	7.83
广碁科技 (中山) 有限公司	16408025.31	4.83
合 计	165490923.17	48.75

资料来源：公司公告，民生证券研究所

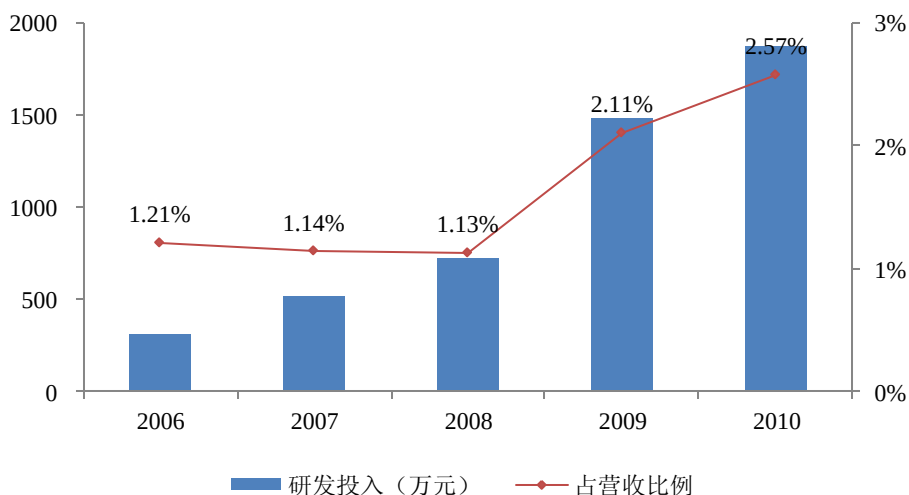
公司通过提升专业化与一体化的服务水平，加强客户粘性，不断深化现有客户合作深度；同时，借助于众多世界知名客户的品牌示范效应，更是凭借自身在精益生产、研发设计、包装一体化综合服务能力等全方位的竞争优势，不断开发和培育新客户，获得更多的客户认可，进一步提升公司的行业影响力。

二、技术与服务提升公司盈利能力

(一) 技术实力推升毛利率

公司是行业内为数不多的国家级高新技术企业，共参与制定或修订（已正式颁布）14项行业国家标准，并已参与 6 项国家标准的制定或修订，还参与中日韩亚洲标准和 ISO 标准的讨论和起草工作；截止 2010 年底，公司共拥有 43 项国家专利，并有 25 项专利正在审核之中。

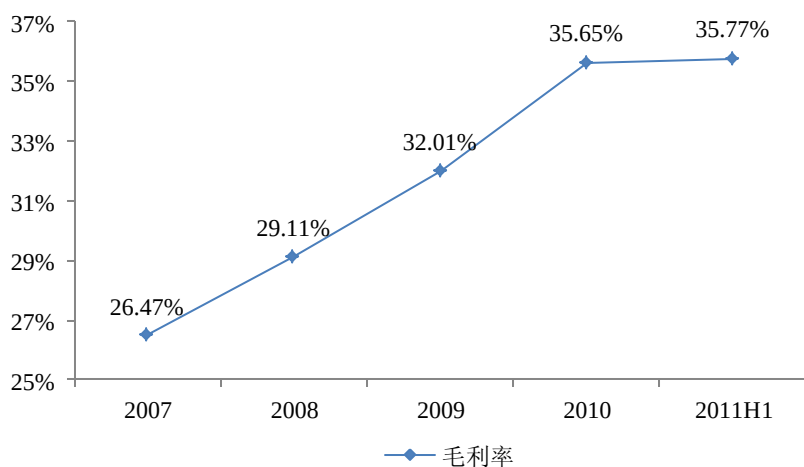
图 2：美盈森一直注重研发投入



资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司一直注重在研发方面的投入，2010 年底，公司在研发方面的投入达 1876.03 万元，占营业收入比例达 2.57%。雄厚的技术实力使得公司的毛利率高于同行业企业，并且持续提升，公司毛利率从 2006 年 26.47% 一路提升到 2010 年的 35.65%。

图 3：美盈森近年毛利率情况

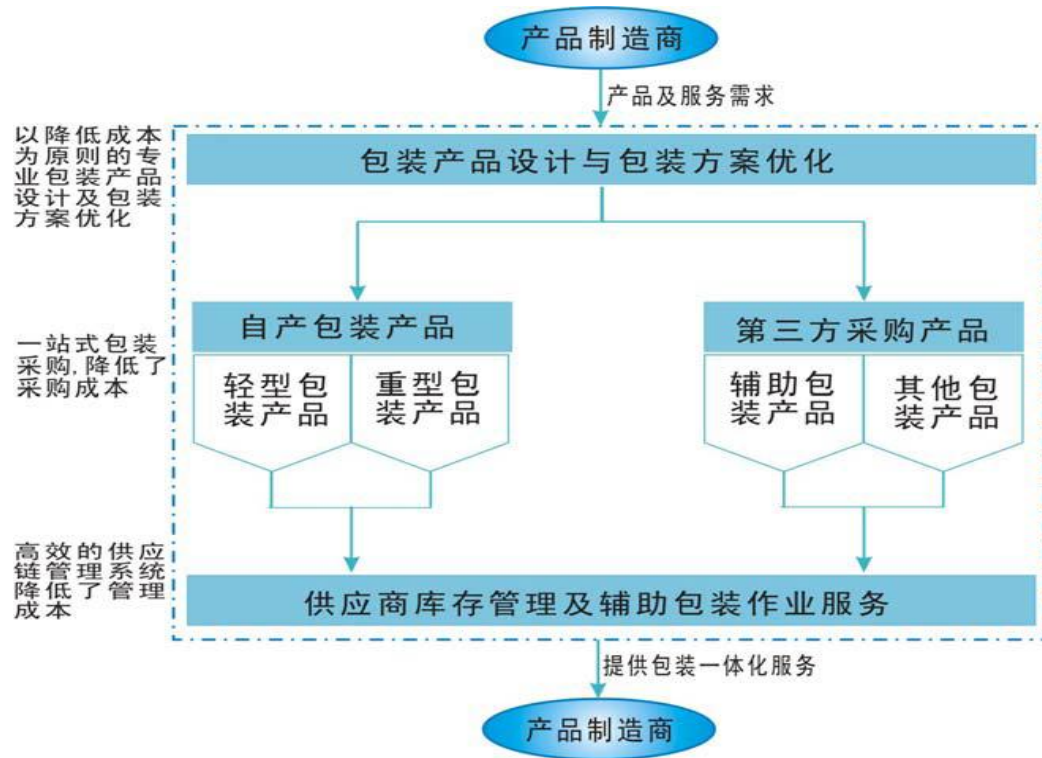


资料来源：公司公告，民生证券研究所

(二) 包装一体化助力产品附加值提升

公司除了为客户提供包装产品，还提供包装产品设计、包装方案优化、第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及辅助包装作业等包装一体化服务。包装一体化是指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，该种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。

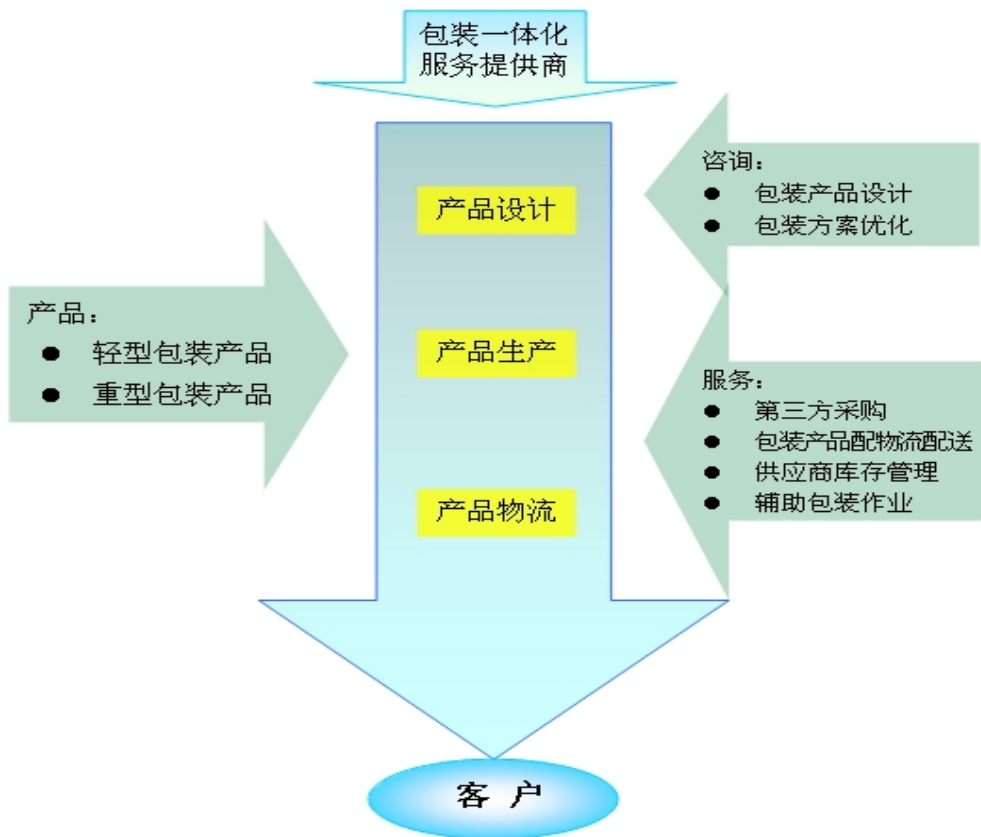
图 4：美盈森包装一体化经营模式示意图



资料来源：公司招股书，民生证券研究所

传统包装供应商仅完成将原材料加工为包装产品，简单的加工生产产品售出盈利，随着市场的发展这种单纯的生产商模式无法为企业提供更多的附加值，企业的利润空间将越来越小。

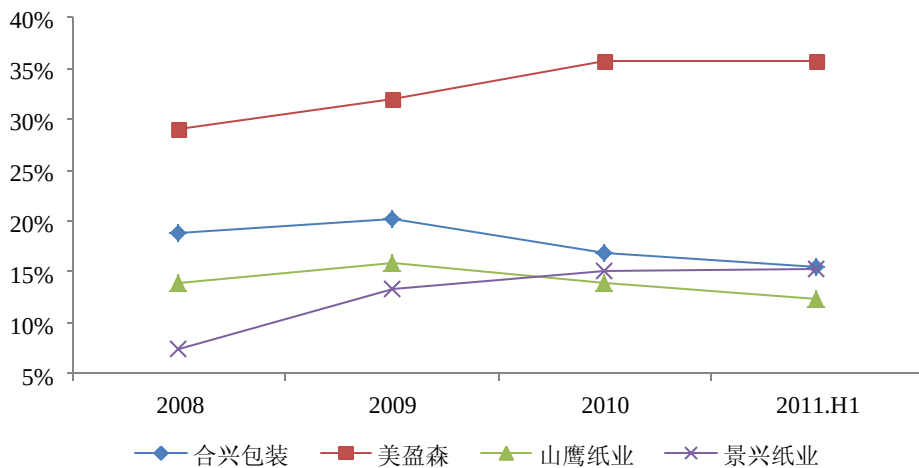
图 5: 美盈森包装一体化经营价值链结构



资料来源: 公司招股书、民生证券研究所

而包装一体化模式为客户提供一体化的服务,除传统生产商的职能外还为客户提供设计、采购、物流等一系列相关服务,在效率与成本上为客户提供了更高质的服务,并且使得公司自身产品获得了更多的附加值,从而实现了公司与客户的双赢,为公司获得了超过同行业水平的业绩增长与盈利能力。

图 6: 美盈森毛利率水平高于同行企业



资料来源: Wind 资讯、民生证券研究所

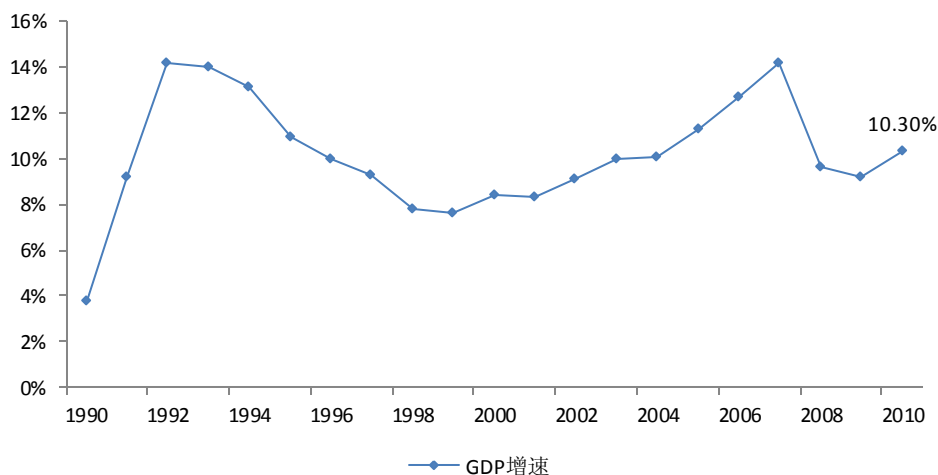
三、2013 年，中国将超美成为全球最大瓦楞纸箱市场

包装产品主要分为纸包装、塑料包装、金属包装与玻璃包装产品四大类。据世界包装组织统计，2009 年世界包装产业总规模为 5638 亿美元，其中纸包装市场 2160 亿美元，占比为 38%；而 2010 年中国包装工业总产值超过 1.2 万亿元，其中纸包装占整个包装工业超过三分之一，占比达 38.29%。

瓦楞包装产品是纸包装产品的一种，因其良好的物理机械性、装潢印刷适应性、经济实用性和环保性而占据了纸包装市场最大的市场份额。

美盈森主要产品是依托瓦楞纸箱开发的，瓦楞纸在公司主要成本占比很高。瓦楞纸箱是运输仓储过程中必不可少的包装产品，适用于食品饮料、家电电子、IT 通讯等国民经济的各类行业。相关预测显示 2013 年中国将超过美国，成为全球最大的瓦楞纸箱市场。

图 7：1990 年以来中国 GDP 增长率



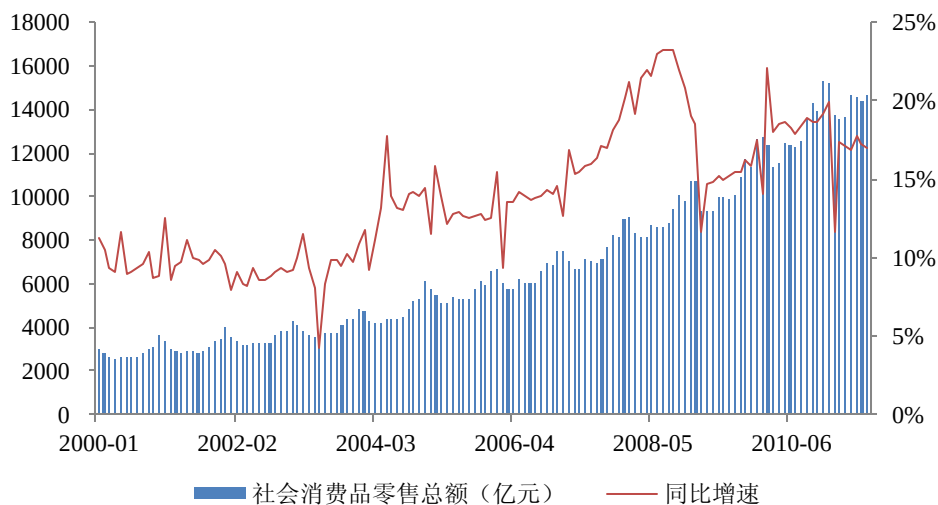
资料来源：Wind 资讯、民生证券研究所

近年来，中国瓦楞纸箱工业快速发展，年均增长率达 18%-20%，参照发达国家发展历程，瓦楞纸箱需求的增长率与 GDP 增长率走势基本保持一致，其比例约为 1.2-1.6 左右。中国目前仍处于快速发展时期，且国内瓦楞纸箱处于高速增长时期，2010 年增速达 29%，行业高速增长的趋势短期内不会改变，预计瓦楞纸箱行业 2011 年仍将保持 20% 左右的增长，未来三年行业平均增速将保持的 15% 以上。

（一）经济转型推动行业成长

我国的经济转型也带动了瓦楞纸箱需求的快速增长：随着国内居民消费能力的提高，国内消费能力快速提升；各类产品特别是家电、电子、通讯类产品更新换代的速度加快，产品消费速度也逐步加快。

图 8: 中国社会消费品零售总额走势



资料来源: Wind 资讯、民生证券研究所

(二) 政策支持推动行业发展

十二五规划中明确将包装行业列入, 提出: “包装行业要加快发展先进装备、包装新材料和高端包装制品”。纸包装作为包装行业最大的一份子, 无疑是重点发展对象, 而瓦楞纸箱是纸包装的主力军。瓦楞纸箱有着无毒、无害、易于降解或者便于回收利用的特点, 随着国家对环保的重视, 瓦楞纸箱包装较塑料和金属拥有更大的市场潜力, 在政策的推动下瓦楞纸箱行业将更为快速的发展。

四、行业正逐渐趋向于集中孕育行业巨头成长潜力

涉及瓦楞纸箱行业的企业主要分为三类: 第一类是既生产原纸也生产纸板和纸箱的企业; 第二类, 外购原纸但自产纸板与纸箱的企业; 第三类, 不生产原纸和纸板, 依靠外购纸板进行加工生产的企业。

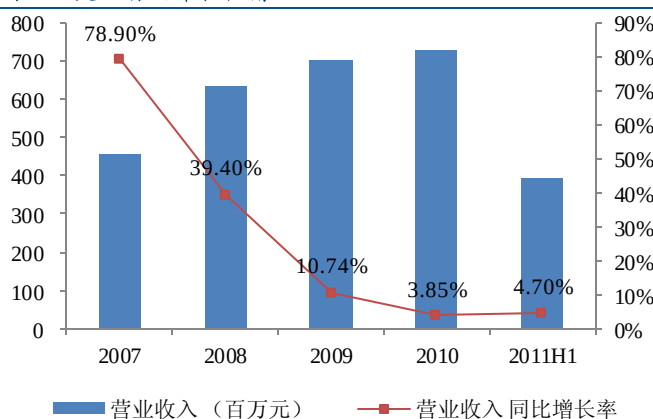
瓦楞纸箱加工过程中约 70% 的成本来自于原材料, 设备、水电、人工等其他成本仅占 30%, 且由于技术方面的先进性主要是由生产线的先进性来决定, 并无绝对的技术障碍, 使得行业进入门槛不高。第三类生产方式投资少、资产轻, 进入门槛极低, 因此造就了海量的第三类企业进入市场, 行业竞争十分激烈, 从而导致整个行业集中度极低, 统计数据显示目前中国位列瓦楞纸箱前十的企业总市场份额不超过 12%。

据不完全统计, 我国纸箱厂约有 40000 家, 瓦楞纸生产线约 4500 条 (含不能使用的)。随着瓦楞纸箱行业的发展, 市场最终趋向于集中是必然的结果, 如美国前五大瓦楞纸企业市场份额超过 70%, 中国瓦楞纸市场正在向着该方向发展, 并将逐渐成为全球最大的瓦楞纸箱市场, 为各瓦楞纸箱企业提供了一个成为行业巨头潜在平台。

五、业绩增长要看产能释放进程

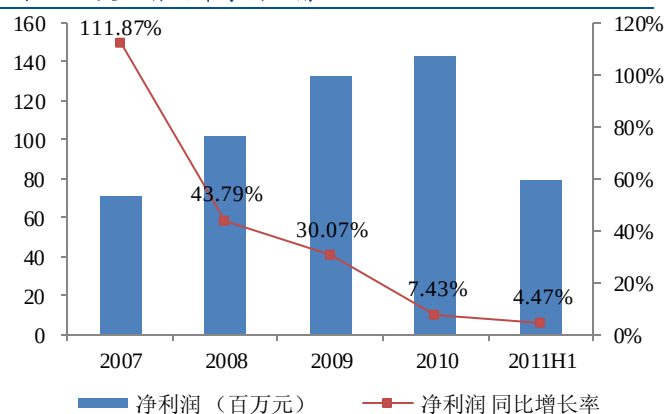
公司虽然通过技改提高了生产效率,有效的控制了成本、提高了产品附加值,但由于扩产项目未释放产能,仍然受到产能瓶颈的限制,近几年业绩仅小幅增长。2010 年公司全年实现营业收入 7.29 亿元,同比增长 3.85%,实现净利润 1.42 亿元,同比增长 7.43%;2011 年上半年,公司实现营业收入 3.93 亿元,仅同比增长 4.7%,实现净利润 7858.66 万元,同比仅增长 4.47%,扣除非经常性损益后净利润为 6880.11 万元,同比下降 8.82%。

图 9: 美盈森近年营收情况



资料来源:公司公告、民生证券研究所

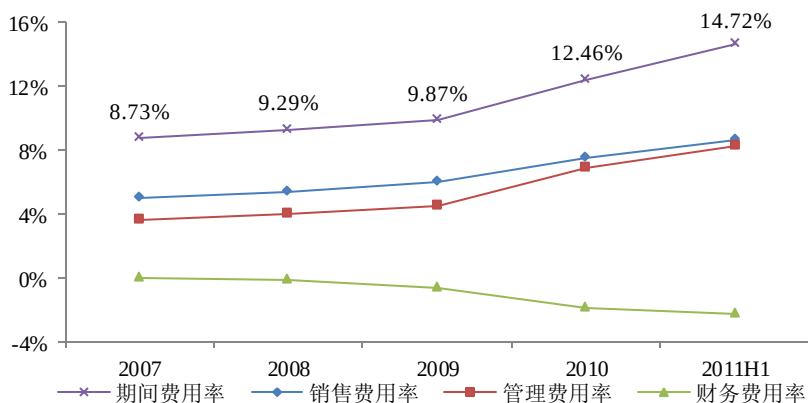
图 10: 美盈森近年净利润情况



资料来源:公司公告、民生证券研究所

公司 2011 年上半年产能扩张项目的建设增加了销售费用的支出,同时技术及高级管理人才引进增加了管理费用的支出,因此期间费用有较多上升,2011 年上半年公司期间费用率为 14.72%。期间费用的上升也是导致公司业绩增速下降的因之一。

图 11: 美盈森期间费用情况



资料来源:公司公告、民生证券研究所

为了应对解决产能瓶颈,公司先后在东莞、苏州和重庆投建了生产基地,其中东莞 1.5 亿平方米项目于 2011 年 6 月投产,苏州项目于 3 月开始投产,重庆项目也将于年内投产。同时,公司还计划在成都、武汉等地投建生产基地,预计公司产能在今年底明年初将达近 5 亿平方米。随着产能的陆续释放,公司业绩将快速增长。

六、盈利预测与投资建议

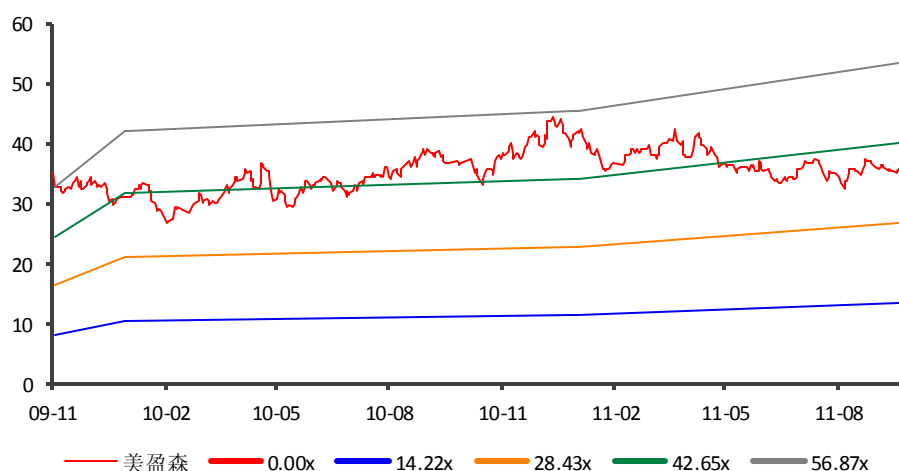
纸包装特别是瓦楞纸箱行业在国内仍处于一个增长时期,且行业集中度正在逐步提升,作为行业龙头企业在行业趋向于集中的过程将获得充分受益。同时,公司坚持高端策略,有着较强的技术实力,以及采用包装一体化模式使得公司有着超过同行业水平的盈利能力。

由于公司正在全国布局生产基地,随着产能的逐步释放公司业绩将快速增长,但由于初期产能利用率有限,毛利率水平在未来几年会有小幅下降,不过毛利率仍能维持在高位。预计2011-2013年公司营业收入分别为1.06亿元、1.59亿元、2.12亿元,基本每股收益分别为1.03元、1.44元、1.89元,公司合理估值为39.5元-47元,给予“强烈推荐”评级。

表 2: 美盈森估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
12.49%	31.32	32.53	33.91	35.48	37.30	39.41	41.92
11.99%	32.51	33.78	35.22	36.86	38.76	40.97	43.59
11.49%	33.76	35.08	36.59	38.31	40.29	42.61	45.34
10.99%	35.06	36.45	38.02	39.82	41.90	44.32	47.18
10.49%	36.43	37.88	39.52	41.40	43.58	46.11	49.10
9.99%	37.86	39.38	41.10	43.06	45.34	47.99	51.12
9.49%	39.35	40.94	42.74	44.80	47.18	49.96	53.24
8.99%	40.92	42.59	44.47	46.63	49.12	52.02	55.45
8.49%	42.56	44.31	46.28	48.54	51.14	54.19	57.78
7.99%	44.29	46.11	48.18	50.54	53.27	56.46	60.22
7.49%	46.09	48.00	50.17	52.65	55.51	58.84	62.79

图 12: 美盈森 PE-Bands



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

七、风险提示

- 1) 公司原材料主要是瓦楞原纸，原材料价格大幅波动会对行业利润水平产生影响；
- 2) 公司产品主要客户集中在电子通讯行业，电子通讯行业的需求水平对公司业绩将产生直接影响；
- 3) 公司目前受到产能瓶颈影响较大，若产能无法按预期释放，会影响到公司的业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	729	1061	1592	2123
减：营业成本	469	676	1020	1365
营业税金及附加	2	2	3	5
销售费用	55	92	139	185
管理费用	50	88	132	176
财务费用	(14)	(5)	(6)	(8)
资产减值损失	1	1	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	167	207	305	401
加：营业外收支净额	1	13	4	4
三、利润总额	167	220	309	405
减：所得税费用	25	36	51	66
四、净利润	142	184	258	338
归属于母公司的利润	142	184	258	338
五、基本每股收益 (元)	0.80	1.03	1.44	1.89

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	34.93	24.96	17.14	12.89
成长能力：				
营业收入同比	3.85%	45.64%	50.00%	33.33%
营业利润同比	10.5%	24.4%	47.0%	31.5%
净利润同比	7.43%	29.28%	40.08%	31.1%
营运能力：				
应收账款周转率	3.92	4.47	4.52	4.31
存货周转率	12.91	13.96	14.14	13.41
总资产周转率	0.38	0.49	0.62	0.69
盈利能力与收益质量：				
毛利率	35.7%	36.3%	36.0%	35.7%
净利率	19.6%	17.4%	16.2%	15.9%
总资产净利率 ROA	7.5%	8.6%	10.1%	11.0%
净资产收益率 ROE	9.0%	10.6%	13.1%	15.0%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	4.07	3.48	3.00	2.87
资产负债率	17.3%	19.2%	24.3%	27.3%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	1.03	1.44	1.89
每股经营现金流量	0.74	0.98	1.56	2.00
每股净资产	9.23	10.26	11.70	13.60

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,091	1,082	1,359	1,725
应收票据	0	6	9	12
应收账款	193	282	422	563
预付账款	48	70	105	140
其他应收款	5	8	12	16
存货	62	90	135	181
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,400	1,538	2,043	2,638
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	91	152	151	143
在建工程	419	539	539	539
无形资产	82	73	65	57
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	594	764	755	739
资产总计	1,994	2,302	2,798	3,376
短期借款	0	0	0	0
应付票据	86	124	186	250
应付账款	237	342	516	691
预收账款	2	4	5	7
其他应付款	1	2	2	2
应交税费	(9)	(29)	(29)	(29)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	344	442	681	920
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	344	442	681	920
股本	179	179	179	179
资本公积	1,053	1,053	1,053	1,053
留存收益	418	603	861	1,199
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,650	1,835	2,093	2,431
负债和股东权益合计	1,994	2,277	2,773	3,351

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	132	174	279	358
投资活动现金流量	(462)	(188)	(8)	0
筹资活动现金流量	21	5	6	8
现金及等价物净增加	(311)	(9)	277	366

插图目录

图 1:美盈森近年主营构成情况	3
图 2: 美盈森一直注重研发投入	4
图 3: 美盈森近年毛利率情况	4
图 4: 美盈森包装一体化经营模式示意图	5
图 9: 美盈森近年营收情况	9
图 10: 美盈森近年净利润情况	9
图 11: 美盈森期间费用情况	9
图 12: 美盈森 PE-Bands	10

表格目录

表 1: 美盈森前五大客户情况（2011 年上半年）	3
表 2: 美盈森估值敏感性分析	10

分析师简介

王力,毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心,任软件工程师、系统分析师,从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月,加盟民生证券有限责任公司,曾覆盖家电、计算机及信息服务等行业,目前覆盖造纸印刷行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127728	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许力平	广深	020-87374866	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040