

智能手机和平板电脑持续升温推动成长

深度研究报告/包装印刷行业

2011 年 12 月 22 日

报告摘要:

● 智能手机和平板电脑持续升温推动成长

美盈森的营业收入主要来源于电子通讯行业，2011 年上半年数据显示，前五大客户均为电子通讯企业，而来自前五大客户的营业收入占公司营收的 48.75%。当前电子通讯行业受到经济环境影响整体增长放缓，但智能手机和平板电脑仍然保持了很高的增长速度，成为今年行业的亮点。随着智能手机与平板电脑的持续升温，智能手机与平板电脑的增长在未来将成为包装行业需求增长的主动

力。同时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。

● 业绩增长要看产能释放进程

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

维持对公司的盈利预测，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，维持“强烈推荐”评级，合理估值为 24-27 元。

● 风险提示

1) 原材料价格波；2) 下游需求不足；3) 产能释放情况低于预期。

强烈推荐

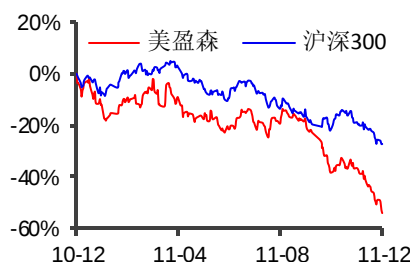
维持评级

合理估值： 24—27 元

交易数据 (2011-12-21)

收盘价 (元)	20.43
近 12 个月最高/最低	45.59/20.43
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)	36.53
流通市值 (亿元)	9.15

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王力

执业证书编号：S0100511010013

电话：(8610)85127680

Email: wangli@mszq.com

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	257	336
增长率 (%)	7.43%	29.20%	39.72%	30.79%
每股收益 (元)	0.80	1.03	1.44	1.88
PE	25.64	19.84	14.20	10.86
PB	/	2.39	2.10	1.81

资料来源：民生证券研究所

相关研究

1. 《美盈森深度研究报告：不是制造商，而是依托于制造的高端服务商》2011.09.25

目录

一、智能手机和平板电脑持续升温推动成长.....	3
二、业绩增长要看产能释放进程.....	4
三、盈利预测与投资建议.....	5
四、风险提示	5
插图目录	8

一、智能手机和平板电脑持续升温推动成长

美盈森的营业收入主要来源于电子通讯行业,公司客户包括世界 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, 2011 年上半年数据显示,前五大客户均为电子通讯企业,而来自前五大客户的营业收入占公司营收的 48.75%。

表 1: 美盈森前五大客户情况 (2011 年上半年)

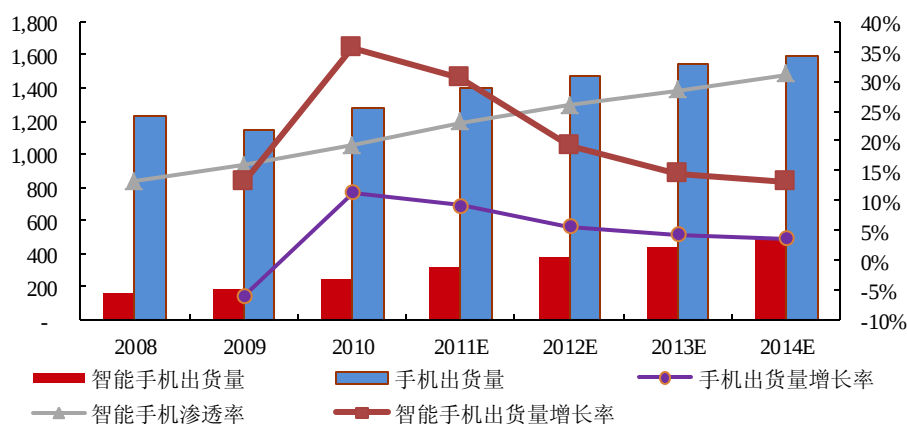
公司名称	营业收入 (元)	占公司全部营业收入的比例 (%)
鸿富锦精密工业 (深圳) 有限公司	50971468.23	15.02
群康科技 (深圳) 有限公司	37806480.41	11.14
IBM International Holdings	33715774.24	9.93
艾默生网络能源有限公司	26589174.98	7.83
广碁科技 (中山) 有限公司	16408025.31	4.83
合 计	165490923.17	48.75

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

当前电子通讯行业受到经济环境影响整体增长放缓,但智能手机和平板电脑仍然保持了很高的增长速度,成为今年行业的亮点。

2011 年前三季度,全球手机出货量 10.27 亿部,其中智能手机出货量达到 2 亿部,是推动手机市场增长的主要动力。isuppli 预测 2011 年全年智能手机出货量 3.22 亿部,2014 年将达到 4.97 亿部,渗透率将从 2010 年的 19.27% 上升至 31.14%。

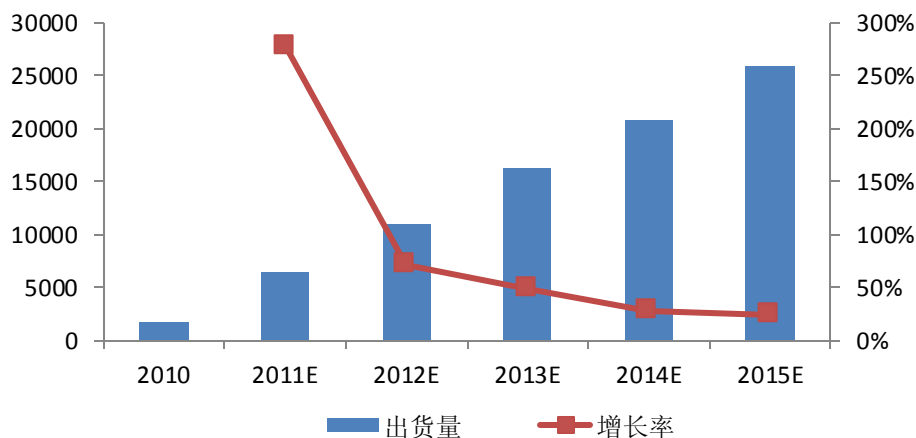
图 1: 2008 年-2014 年手机出货量统计及预测



资料来源: isuppli, 民生证券研究所

2010 年苹果公司推出 iPad, 在其带动下各大厂商纷纷跟随推出平板电脑, 2010 年也因此成为了平板电脑元年。据 displaysearch 统计, 2010 年全球平板电脑出货量达 1700 万台, 而 2011 年前三季度全球平板出货量已经达到 4100 万台, 预计 2011 年全年平板出货量将达到 6400 万台, 而到 2015 年将达到 2.59 亿台。

图 2: 2010-2015 年平板电脑出货统计及预测



资料来源: displayresearch, 民生证券研究所

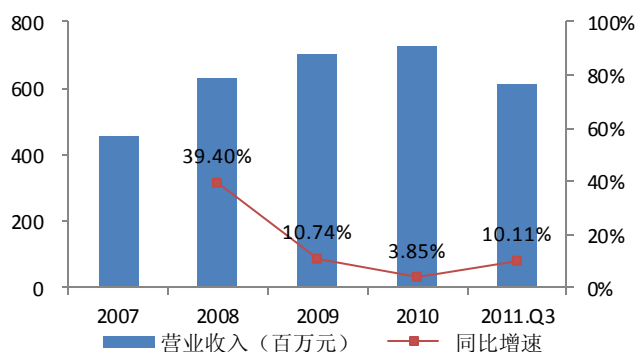
随着智能手机与平板电脑的持续升温, 智能手机与平板电脑的增长在未来将成为包装行业需求增长的主动力。

同时, 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。

二、业绩增长要看产能释放进程

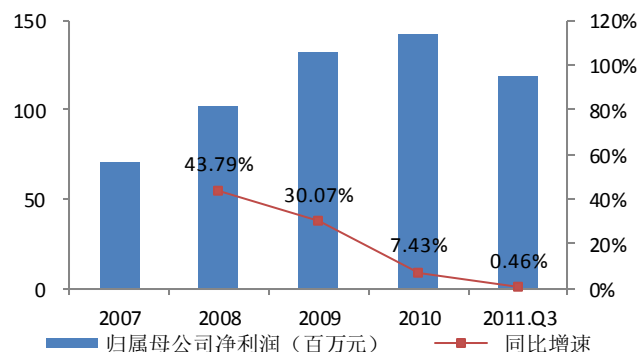
公司虽然通过技改提高了生产效率, 有效的控制了成本、提高了产品附加值, 但由于扩产项目未释放产能, 仍然受到产能瓶颈的限制, 近几年业绩仅小幅增长。2010 年公司全年实现营业收入 7.29 亿元, 同比增长 3.85%, 实现净利润 1.42 亿元, 同比增长 7.43%; 2011 年前三季度, 公司实现营业收入 6.15 亿元, 同比增长 10.11%, 实现归属母公司净利润 1.18 亿元, 同比仅增长 0.46%。

图 3: 美盈森近年营收情况



资料来源: 公司公告、民生证券研究所

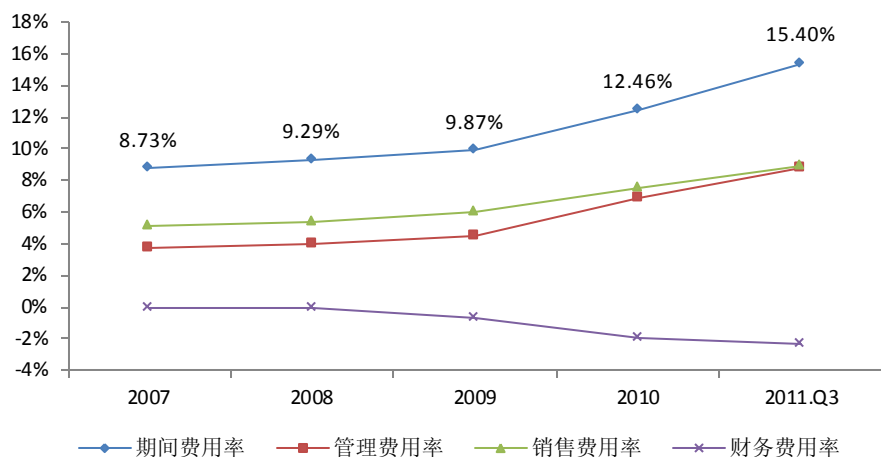
图 4: 美盈森近年净利润情况



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 年前三季度公司期间费用率为 15.40%。期间费用的上升也是导致公司业绩增速下降的因之一。

图 5: 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。

三、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。维持对公司的盈利预测,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,维持“强烈推荐”评级,合理估值为 24-27 元。

四、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)	(5)	(5)
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	304	398
加：营业外收支净额	1	13	4	4
三、利润总额	167	220	308	402
减：所得税费用	25	36	50	66
四、净利润	142	184	257	336
归属于母公司的利润	142	184	257	336
五、基本每股收益 (元)	0.80	1.03	1.44	1.88

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	19.02	13.82	10.00	7.86
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%	24.3%	46.6%	31.1%
净利润同比	7.43%	29.20%	39.72%	30.8%
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%	17.3%	16.2%	15.8%
总资产净利率 ROA	7.5%	8.6%	10.1%	10.9%
净资产收益率 ROE	9.0%	10.6%	13.1%	14.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	4.07	3.35	2.50	2.21
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	1.88
每股经营现金流量	0.74	1.00	1.65	2.17
每股净资产	9.23	10.26	11.70	13.58

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,091	1,028	1,017	1,125
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	1,483	1,700	2,037
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	91	224	460	683
在建工程	419	521	572	597
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	819	1,097	1,337
资产总计	1,994	2,302	2,797	3,373
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	860	1,196
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,650	1,835	2,092	2,428
负债和股东权益合计	1,994	2,277	2,772	3,348

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	132	178	295	388
投资活动现金流量	(462)	(247)	(311)	(286)
筹资活动现金流量	21	5	5	5
现金及等价物净增加	(311)	(63)	(11)	108

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 2008 年-2014 年手机出货量统计及预测	3
图 2: 2010-2015 年平板电脑出货统计及预测	4
图 3: 美盈森近年营收情况	4
图 4: 美盈森近年净利润情况	4
图 5: 美盈森期间费用情况	5

分析师与联系人简介

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
尹璠	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	010-85127761	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	18616023421	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
许立平	广深	020-84228173	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16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