

美盈森(002303)

一季度受宏观因素影响增长较慢，未来三个季度有望逐季加快增长  
——2019年一季报点评

点评报告

行业公司研究—包装印刷—行业一

证券研究报告

✍️：姜浩 执业证书编号：S1230518070004  
☎️：  
✉️：jianghao01@stocke.com.cn

□ 一季度营收同比增 4.2%，净利润同比增 2.3%

公司发布 2019 年一季报，一季度实现营收 7.14 亿，同比增长 4.2%；我们认为公司一季度营收增速较慢主要受两方面影响，其一、今年 1-2 月国内宏观经济较为疲软，下游客户去库存，影响了公司包装的订单量；其二、公司一季度没有新增产能。我们预估 2019 年 2-4 季度，每个季度的营收同比增速有望呈现逐季加快的势头，判断依据分为三点，其一、3 月国内宏观经济形势明显向好，有助于下游客户结束去库存的进程，公司的包装订单有望跟随宏观经济形势开始回暖；其二、公司位于六安、长沙和成都的包装工业 4.0 工厂将分别在 2-4 季度开始投产，产能的增加将有助于营收增长加快；其三、下半年预计国内 5G 建设将逐渐步入正轨，公司的重型包装业务有望受益于主设备的出货加快增长的速度。

2019 年一季度公司实现归母净利润 8439 万，同比增长 2.3%，折合 EPS 为 0.06 元。2019 年一季度公司净经营性现金流为 1.39 亿，同比增长接近 200%。

□ 一季度毛利率同比降低 4 个百分点，期间费用率同比减少 1.3 个百分点

一季度公司的毛利率为 33.2%，同比降低 4 个百分点，环比 2018 年四季度上升 0.3 个百分点，公司的盈利能力仍然保持在较高的水平。

一季度公司的期间费用率为 20.3%，同比减少 1.3 个百分点；其中销售费用率同比降低 0.6 个百分点至 7.9%；管理费用率（含研发费用）为 10.3%，同比增加 0.1 个百分点。我们认为公司一季度在费用控制方面表现不俗。

□ 工业 4.0 加快龙头企业人均产值提升，效率助力行业完成整合

国内包装行业的三大特点“散乱差”，中小包装企业不仅环境污染性更强，制造方面设备的先进程度较低，因此导致国内包装行业本质上被龙头企业整合的价值较低。我们认为未来中国包装行业实现整合根本的途径在于龙头企业不断提升人均绩效，依托于效率的不断提升，淘汰中小包装企业，因此包装行业的工业 4.0 是产业未来发展的大方向。美盈森在 2018 年于东莞基地完成了第一条工业 4.0 包装产线的试水，2019 年六安、长沙和成都三大新生产基地全部按照最先进的工业 4.0 装备配置，拉开了公司工业 4.0 的进程，我们判断未来三年公司的人均产值将会出现大幅提升，在市场竞争中，通过效率的领先加速抢夺市场份额。

□ 估值便宜，维持买入评级

我们预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.34 元、0.41 元，当前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为 18 倍和 15 倍，维持买入评级。

评级

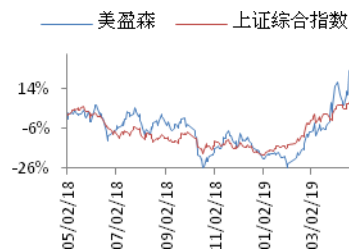
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 6.01

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2019	0.06
4Q/2018	0.07
3Q/2018	0.08
2Q/2018	0.06



公司简介

相关报告

- 1《商誉计提完毕，开启工业 4.0 新征程》2019.04.18
- 2《三季度营收创九年度峰值，维持买入评级》2018.10.30
- 3《美盈森：继续延续有质量增长的趋势，下半年成长有望提速》2018.08.15

报告撰写人：姜浩

数据支持人：姜浩

**财务摘要**

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	3248.95	4132.99	5318.75	6794.31
(+/-)	13.70%	27.21%	28.69%	27.74%
净利润	401.21	519.78	626.98	762.62
(+/-)	15.23%	29.55%	20.62%	21.63%
每股收益 (元)	0.26	0.34	0.41	0.50
P/E	22.94	17.71	14.68	12.07

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3644.71	4354.93	5091.78	6129.15
现金	989.51	1739.78	1627.53	1721.65
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1080.68	1355.41	1768.94	2281.28
其它应收款	57.93	94.42	112.09	139.85
预付账款	10.43	14.99	17.75	23.44
存货	667.20	844.28	1161.08	1446.45
其他	838.95	306.06	404.40	516.47
<b>非流动资产</b>	2725.20	2756.71	3076.40	3356.59
金额资产类	1.00	0.97	0.99	0.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1219.30	1361.66	1537.98	1736.96
无形资产	418.62	481.16	553.81	604.05
在建工程	316.58	321.87	343.83	347.36
其他	769.71	591.06	639.80	667.24
<b>资产总计</b>	6369.91	7111.64	8168.18	9485.74
<b>流动负债</b>	1658.42	1925.78	2336.53	2880.21
短期借款	399.00	446.72	344.17	328.48
应付款项	1146.93	1335.59	1816.17	2344.74
预收账款	17.84	20.34	27.40	35.25
其他	94.65	123.12	148.78	171.74
<b>非流动负债</b>	123.86	78.46	93.26	98.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	123.86	78.46	93.26	98.53
<b>负债合计</b>	1782.28	2004.24	2429.79	2978.74
少数股东权益	111.14	111.14	115.14	121.14
归属母公司股东权	4476.49	4996.26	5623.24	6385.86
<b>负债和股东权益</b>	6369.91	7111.64	8168.18	9485.74
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	单位: 百万元			
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	273.93	935.20	386.63	481.90
净利润	392.46	519.78	630.98	768.62
折旧摊销	83.86	99.40	115.38	132.63
财务费用	-19.25	-15.00	-10.00	-5.00
投资损失	-12.91	-7.80	-7.80	-7.80
营运资金变动	-689.92	418.12	17.00	-76.28
其它	519.69	-79.29	-358.94	-330.26
<b>投资活动现金流</b>	-1288.51	-249.49	-405.06	-377.32
资本支出	-428.69	-229.75	-296.80	-318.41
长期投资	-63.27	81.88	-33.50	-4.96
其他	-796.55	-101.63	-74.77	-53.94
<b>筹资活动现金流</b>	-156.78	64.56	-93.81	-10.47
短期借款	45.17	47.72	-102.55	-15.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-201.95	16.84	8.74	5.23
<b>现金净增加额</b>	-1171.36	750.27	-112.25	94.12

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3248.95	4132.99	5318.75	6794.31
<b>营业成本</b>	2196.21	2815.62	3654.92	4709.91
营业税金及附加	36.42	41.33	53.19	67.94
营业费用	238.38	289.31	366.99	462.01
管理费用	204.08	252.11	324.44	407.66
研发费用	127.08	161.19	207.43	264.98
财务费用	-19.25	-15.00	-10.00	-5.00
资产减值损失	57.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	42.35	20.00	20.00	20.00
投资净收益	12.91	7.80	7.80	7.80
其他经营收益	10.35	4.00	4.00	4.00
<b>营业利润</b>	474.00	620.23	753.57	918.61
营业外收支	-5.74	3.00	3.00	3.00
<b>利润总额</b>	468.26	623.23	756.57	921.61
所得税	75.81	103.46	125.59	152.99
<b>净利润</b>	392.46	519.78	630.98	768.62
少数股东损益	-8.75	0.00	4.00	6.00
<b>归属母公司净利润</b>	401.21	519.78	626.98	762.62
EBITDA	557.23	723.30	866.47	1045.93
EPS (最新摊薄)	0.26	0.34	0.41	0.50
<b>主要财务比率</b>				
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.70%	27.21%	28.69%	27.74%
营业利润	15.84%	30.85%	21.50%	21.90%
归属母公司净利润	15.23%	29.55%	20.62%	21.63%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.40%	31.87%	31.28%	30.68%
净利率	12.08%	12.58%	11.86%	11.31%
ROE	8.87%	10.72%	11.56%	12.46%
ROIC	8.14%	9.56%	10.50%	11.34%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.98%	28.18%	29.75%	31.40%
净负债比率	22.39%	22.38%	14.19%	11.06%
流动比率	2.20	2.26	2.18	2.13
速动比率	1.80	1.82	1.68	1.63
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.61	0.70	0.77
应收帐款周转率	3.49	3.66	3.69	3.67
应付帐款周转率	3.94	4.23	4.38	4.24
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.26	0.34	0.41	0.50
每股经营现金	0.18	0.61	0.25	0.31
每股净资产	2.92	3.26	3.67	4.17
<b>估值比率</b>				
P/E	22.94	17.71	14.68	12.07
P/B	2.06	1.84	1.64	1.44
EV/EBITDA	11.92	11.09	9.27	7.58

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>