

高管增持，坚定看好

公司简报

◆高管增持，继续下跌空间不大：

公司自12月16日复牌以来，股价累计下挫31.8%。我们认为此次股价下跌主要还是近期市场风格对小盘股不利所致，与收购标的及公司的经营情况并无关联度。客观而言，此次收购是公司在民用包装的一次战略布局，且花费的资金量极少，应该说是用最小的代价完成了战略上一次大的布局，短期投资者看不到此次布局的效果，但我们估计在2015年这次布局的成果将转化为经营业绩得到体现。

我们认为美盈森具备两道价值防线，第一道是员工持股的11.63元，第二道是以员工持股成本累加25%收益率的价位即14.54元。今日公司的收盘价为13.50元，较14.53元已跌去7.6%，正是股价已经跌破价值防线，所以今天公司董事会秘书黄琳女士通过二级市场增持2万股，增持价13.36元，我们认为公司股价下跌的空间已不大。

◆2015年内生性成长将显著加速：

美盈森第一阶段的成功源自于绑定PC时代的优质客户，随着近几年智能终端的兴起，PC的下滑，公司的经营情况遭遇了成长的烦恼。一边是原有客户的衰退，一边是新增客户的成长，但总体表现为公司营收增长较为缓慢。我们认为这种局面将在2015年被打破。

2008年公司前五大客户的营收占比达到75%，2014年上半年前五大客户营收占比已经下滑至26.6%，从这个比重变化过程，我们可以明确判断，衰退客户占公司营收比重已很低，成长性客户的占比越来越大。

我们认为随着一众新客户，比如宜家、BOSE等，历经两年培养之后，订单有望在2015年开始放量，同时油价下跌提振了公司第三方采购的盈利能力，美元升值增加了公司汇兑收益，从方方面面来看，公司在2015年内生性增速将确定迎来提速拐点。我们预估2015年内生性营收增速将达到20%-30%，内生性利润增速将达到40%。内生性成长加快有助于提升公司合理的估值水平。

◆2015年是公司强势介入军队后勤系统的起点，未来成长想象空间巨大：

公司今年已经进入了军队一级供应序列，目前我国军队后勤建设正如火如荼展开，空间巨大；党中央对军队强势反腐，为民参军提供重大的历史机遇，美盈森作为在民用包装领域已经经历过市场检验，具备核心竞争力的优质企业，我们相信2015年公司有望在军品包装、后勤物联系统、信息管理系统方面全面开花结果，为内生性增长提供“军工”动力。

◆成长空间广阔，坚定看好：

今日收盘价对应2015、2016年PE为22倍、15倍，我们认为无论从绝对股价还是相对估值来看，公司已进入价值投资区间，是买入的好时机。从成长角度看，无论民用还是军用领域，公司都有望成为一个大格局公司。我们继续坚定看好，维持“买入”评级。

买入（维持）

当前价/目标价：13.50/20.24元

目标期限：6个月

分析师

姜浩 (执业证书编号：S0930511120001)

021-22169125

jianghao@ebsec.com

市场数据

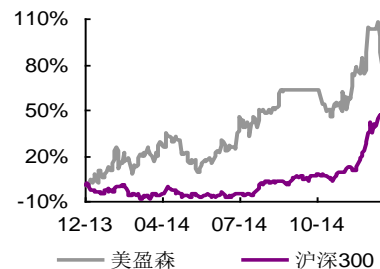
总股本(亿股)：7.15

总市值(亿元)：96.55

一年最低/最高(元)：10.34/23.90

近3月换手率：53.73%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-38.25	-46.46	8.84
绝对	-15.15	-5.20	58.94

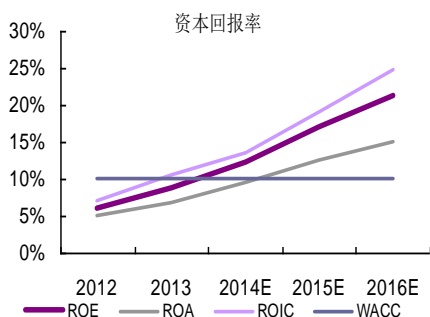
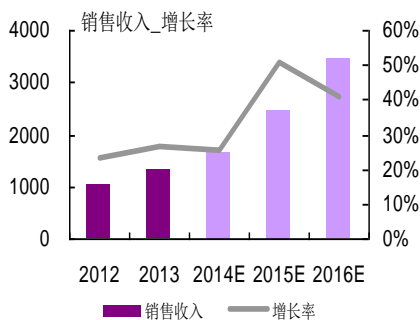
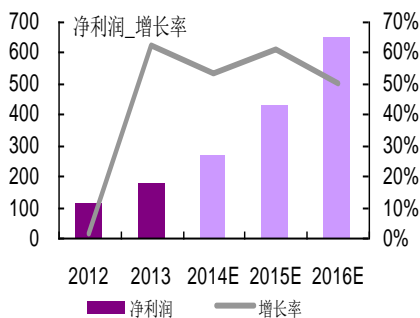
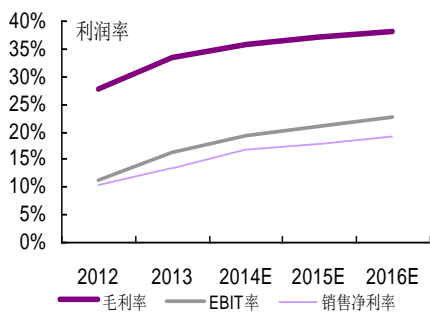
相关研报

优质客户孕育大市值，转型升级潜力无穷
 2014-11-09
 受益原料降价，净利润增长50.5%，维持“买入”评级
 2014-10-28

◆风险提示：经济形势不佳，影响客户下单的节奏。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,034	1,306	1,635	2,459	3,467
营业收入增长率	23.02%	26.33%	25.20%	50.46%	40.96%
净利润（百万元）	107	174	267	430	645
净利润增长率	1.20%	62.39%	53.36%	61.15%	49.98%
EPS（元）	0.15	0.24	0.37	0.60	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.93%	8.86%	12.28%	17.07%	21.27%
P/E	90	55	36	22	15
P/B	5	5	4	4	3



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,034	1,306	1,635	2,459	3,467
营业成本	747	872	1,051	1,551	2,147
折旧和摊销	52	58	99	106	110
营业税费	3	5	6	9	12
销售费用	72	96	100	148	201
管理费用	93	123	163	234	326
财务费用	-14	3	-13	-13	-16
公允价值变动损益	0	0	1	1	1
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	129	207	329	528	792
利润总额	129	220	344	549	821
少数股东损益	0	2	9	12	16
归属母公司净利润	107.19	174.07	266.95	430.21	645.25

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	2,164	2,648	2,874	3,538	4,433
流动资产	1,162	1,418	1,590	2,243	3,178
货币资金	668	730	738	962	1,379
交易型金融资产	0	0	0	1	1
应收帐款	296	365	453	688	975
应收票据	7	44	57	86	121
其他应收款	6	17	23	34	49
存货	169	247	298	440	609
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	5	5	5	5
固定资产	733	783	822	819	788
无形资产	221	216	221	225	214
总负债	355	634	642	946	1,312
无息负债	355	619	642	946	1,312
有息负债	0	15	0	0	0
股东权益	1,809	2,014	2,233	2,592	3,121
股本	179	358	715	715	715
公积金	1,115	945	614	657	721
未分配利润	516	663	847	1,151	1,599
少数股东权益	0	50	59	71	87

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	163	269	220	399	590
净利润	107	174	267	430	645
折旧摊销	52	58	99	106	110
净营运资金增加	30	-4	221	325	397
其他	-26	41	-367	-462	-562
投资活动产生现金流	-108	-178	-158	-116	-70
净资本支出	-108	-32	-166	-116	-70
长期投资变化	0	5	0	0	0
其他资产变化	0	-152	8	0	0
融资活动现金流	-2	-19	-55	-59	-103
股本变化	0	179	358	0	0
债务净变化	0	15	-15	0	0
无息负债变化	60	264	23	304	366
净现金流	53	62	8	224	417

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.02%	26.33%	25.20%	50.46%	40.96%
净利润增长率	1.20%	62.39%	53.36%	61.15%	49.98%
EBITDA/EBITDA 增长率	51.62%	59.61%	55.45%	49.74%	42.72%
EBIT/EBIT 增长率	31.15%	81.12%	50.95%	63.20%	50.61%
估值指标					
PE	90	55	36	22	15
PB	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	12	17	23	15	10
EV/EBIT	17	22	30	18	12
EV/NOPLAT	21	27	37	23	15
EV/Sales	2	3	6	4	3
EV/IC	1	3	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	27.73%	33.25%	35.73%	36.95%	38.08%
EBITDA 率	16.16%	20.42%	25.35%	25.23%	25.54%
EBIT 率	11.16%	16.00%	19.29%	20.93%	22.36%
税前净利润率	12.52%	16.83%	21.05%	22.34%	23.69%
税后净利润率 (归属母公司)	10.37%	13.33%	16.33%	17.49%	18.61%
ROA	4.95%	6.66%	9.60%	12.50%	14.92%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.93%	8.86%	12.28%	17.07%	21.27%
经营性 ROIC	6.96%	10.57%	13.56%	18.92%	24.65%
偿债能力					
流动比率	3.31	2.27	2.53	2.43	2.49
速动比率	2.83	1.87	2.05	1.95	2.02
归属母公司权益/有息债务	-	134.32	-	-	-
有形资产/有息债务	-	153.36	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.15	0.24	0.37	0.60	0.90
每股红利	0.10	0.08	0.12	0.19	0.28
每股经营现金流	0.23	0.38	0.31	0.56	0.82
每股自由现金流(FCFF)	0.02	0.28	-0.05	0.12	0.38
每股净资产	2.53	2.75	3.04	3.52	4.24
每股销售收入	1.45	1.83	2.29	3.44	4.85

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姜浩，上海交通大学管理学硕士，CFA 持证候选人，2009 年加入光大证券研究所，目前担任轻工研究员。2013 年 STARMINE 大陆及香港地区 Materials 行业选股第一名。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com	
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com	
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com	
上海	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com	
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com	
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	-	zhangong@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
		李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com	
王渊锋			-	wangyuanfeng@ebsecn.com	
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	