



上市公司调研简报

研究报告
造纸印刷—印刷

买入 首次

广博股份（002103）

2010 年 6 月 11 日

丰富产品，强调品牌

基础化工造纸行业高级分析师：刘金
SAC 执业证书编号：S0850207090448
liujin@htsec.com
021-23219421

事件：近期我们赴宁波对国内纸制品文具店龙头企业广博股份进行了实地调研，与公司高管进行了充分交流。

公司是我国纸制品文具行业龙头企业，产品包括本册、相册、彩印包装、办公用品、礼品等五大系列产品，其中相册产品出口量和出口额位于全国首位，广博商标被认定为驰名商标。

我们认为，公司上市以来包括今年业绩保持平稳发展的主要原因在于如下几个方面。第一，公司积极由品种较少的纸制品文具企业向品种丰富的综合类文具企业转移。第二，积极拓展国内市场。第三，逐步降低 OEM 比例，积极推行广博品牌。展望未来，除了上述三个方面，我们判断，公司 IPO 投资的项目（高档纸制文化用品项目和基于数字引进技术的精品图书印制项目）已经投产，明年有望达产。

除了文具业务外，实际控制人王利平先生还投资了纳米材料业务和房地产业务。我们判断，这些业务由于和广博股份业务差异较大，注入到广博的概率不大，未来单独上市的可能性较大。如果这样的话，其对广博股份未来的发展没有直接影响。

根据我们的预测，公司 2010 - 2012 年摊薄后 EPS 分别 0.37 元、0.47 元和 0.61 元。综合考虑，我们按照公司 2010 年 30 倍的 PE 和 2011 年 25 倍的 PE 对公司进行估值，得到广博股份的估值区间为 11.10-11.75 元。因此，我们首次给予广博股份“买入”评级。

1. 本册相册收入占据“半壁河山”

浙江广博集团股份有限公司是在 2001 年 5 月原浙江广博文具发展有限公司整体变更设立的。2007 年 1 月 10 日，广博股份在深交所上市。

公司是我国纸制品文具行业龙头企业，产品包括本册、相册、彩印包装、办公用品、礼品等五大系列产品，其中相册产品出口量和出口额位于全国首位，广博商标被认定为驰名商标。上市以来，公司最主要的产品是相册和本册。上市前（2006 年），这两块业务的收入占主营收入的比例为 60%。2009 年，这两块业务的收入占主营收入的比重仍达到 56%。

2. 主营业务分析及展望

上市以来，公司的盈利能力总体表现比较平稳。从 2007 到 2009 年，公司的净资产收益率、毛利率、净利率和期间费用率都保持相对稳定。尤其值得一提的是，作为一家以出口为主的企业，2008 年受全球金融危机影响，在大多企业盈利能力大幅下滑时候，广博的毛利率和净利率下降并不严重。2010 年 1 季度，受到外围经济“二次探底”隐忧的影响，出口形势再度引起大家担心。在这种大环境下，广博今年 1 季度的盈利能力略有下降，在一季报中，公司预计今年上半年归属于上市公司股东的净利润比上年同期增减幅度小于 15%。2009 年上半年公司的净利润为 3037 万元，如果今年上半年与去年同期持平，则对应的 EPS 为 0.14 元。应该说相比今年 1 季度公司的盈利水平有较大幅度的改善。

表1 广博股份上市以来盈利能力分析(%)

	2007	2008	2009	1Q2010
摊薄净资产收益率 ROE	12.85	10.39	10.07	1.22
销售净利率	10.34	7.79	8.37	4.24
销售毛利率	22.29	20.09	22.78	19.99
销售期间费用率	11.29	12.73	13.40	16.24
销售费用/营业总收入	5.26	5.72	6.60	6.52
管理费用/营业总收入	4.99	5.50	6.46	9.00
财务费用/营业总收入	1.03	1.51	0.34	0.73

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

我们认为，公司上市以来包括今年业绩保持平稳发展的主要原因在于如下几个方面。

第一，公司积极由品种较少的纸制品文具企业向品种丰富的综合类文具企业转移。

表2 广博股份上市以来主营业务透视(按产品分类)

经营项目名称	主营业务收入(万元)	占主营业务收入(%)	毛利率(%)
2009			
本册	34109.82	40.12	22.68
相册	13576.79	15.97	25.77
包装物	5558.05	6.53	35.22
办公用品	7698.97	9.05	16.31
纸张纸浆	3138.31	3.69	0.77
收购产品	8886.06	10.45	7.95
精品图书	3364.19	3.95	29.53
其他	7879.31	9.26	38.26
其他业务	798.48	0.93	21.52
合计	85009.98	100.00	22.77
2008			
本册	29915.42	34.32	16.08
相册	18512.17	21.24	23.76
包装物	6956.99	7.98	29.54
其他产品	31110.66	35.69	19.62
其他业务	651.13	0.74	20.21
合计	87146.37	100.00	20.08
2007			
本册	25307.00	30.42	21.07
相册	19211.66	23.09	21.83
包装物	7401.17	8.89	37.09
其他	30827.88	37.06	19.84
其他业务	423.35	0.50	34.99
合计	83171.06	100.00	22.28

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

由表2我们看到，上市以来，尽管公司的两大主力产品本册和相册在收入中的比重仍然超过50%，但近2年来，公司积极开拓新产品，努力向综合类文具供应商转型。2009年报显示，公司新开发的精品图书产品的毛利率高达29.53%，大大高于当年的综合毛利率水平。

另外,近年来,公司也在不断开拓新产品。如石头纸礼品袋、高档纸餐具、蔗渣纸等都是公司今年新推出的产品,尽管目前在收入中所占比例不高,但都对公司未来发展提供了发展空间。

第二, 积极拓展国内市场。

表 3 广博股份上市以来主营业务透视 (按地区分类)

经营项目名称	主营业务收入(万元)	占主营业务收入(%)
2009		
国内	19508.38	22.94
国外	64703.12	76.11
其他业务	798.48	0.93
合计	85009.98	100.00
2008		
国内	19292.96	22.13
国外	67202.28	77.11
其他业务	651.13	0.74
合计	87146.37	100.00
2007		
国内	13791.38	16.58
国外	69379.68	83.41
合计	83171.06	100.00

资料来源:聚源数据,海通证券研究所

尽管国外市场的产品毛利率高于国内市场,但为了降低过分依赖国外市场的风险,上市以来公司一直在积极开拓国内市场。目前,虽然国外市场在主营收入中的比重仍在 75%以上,但相比上市之初,已经有较为明显的下降。我们了解到,公司从去年开始已经每年专门召开一次国内市场的经销商大会。我们判断,今年公司的内销增长率有望超过 50%。

第三, 逐步降低 OEM 比例, 积极推行广博品牌。

作为一家以出口为主的综合类文具生产企业,上市之初,公司的主要出口产品均为 OEM 产品。为了提升公司产品的竞争力和主营业务利润率,公司近年来在积极拓展自己的广博品牌。目前,自主品牌产品的收入占公司收入的 10%左右,我们判断,未来这一比例有望提高到 50%。

展望未来,除了上述三个方面,我们判断,公司 IPO 投资的项目(高档纸制文化用品项目和基于数字引进技术的精品图书印制项目)已经投产,明年有望达产。2011 年和 2012 年这两个项目新增收入有望分别超过 1 亿元和 2.5 亿元。

3.实际控制人投资的其他业务分析

除了文具业务外,实际控制人王利平先生还投资了纳米材料业务和房地产业务。纳米公司主要生产纳米镍粉、纳米铜粉等多种金属材料,该公司目前盈利不错。房地产业务目前收到宏观调控的影响盈利能力也受到了压制。

我们判断,这些业务由于和广博股份业务差异较大,注入到广博的概率不大,未来单独上市的可能性较大。如果这样的话,其对广博股份未来的发展没有直接影响。

4.盈利预测与投资建议

公司的盈利预测见表 4 所示。

表 4 广博股份盈利预测 (万元)

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	66476.50	83171.06	87146.37	85009.98	102011.98	122213.17	152213.17
二、营业总成本	59600.02	74497.48	81355.60	77703.63	93646.99	111458.41	138057.35
营业成本	51174.30	64632.93	69641.96	65645.46	78549.22	93493.08	115682.01
营业税金及附加	98.53	268.53	254.31	292.78	306.04	366.64	456.64
销售费用	3101.78	4378.83	4983.01	5613.85	6426.75	7332.79	9132.79
管理费用	4028.72	4151.12	4791.61	5490.72	7140.84	8554.92	10654.92
财务费用	908.53	860.04	1319.46	288.14	816.10	1222.13	1522.13
资产减值损失	288.17	206.03	365.24	372.69	408.05	488.85	608.85
三、非经营性净收益	-32.30	52.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	6844.18	8726.10	5790.77	7306.35	8364.98	10754.76	14155.83
加：营业外收入	1479.90	1858.03	2019.14	1414.07	2040.24	2444.26	3044.26
减：营业外支出	259.12	308.39	333.14	291.18	408.05	488.85	608.85
五、利润总额	8064.95	10275.74	7476.77	8429.24	9997.17	12710.17	16591.24
减：所得税费用	1310.94	1678.76	686.18	1314.49	1499.58	1906.53	2488.69
六、净利润	6754.01	8596.97	6790.58	7114.75	8497.60	10803.64	14102.55
归属于母公司所有者的净利润	6298.23	7699.14	6685.70	6883.31	8072.72	10263.46	13397.42
少数股东损益	455.78	897.83	104.88	231.44	424.88	540.18	705.13
七、每股收益(元)	0.39	0.35	0.31	0.32	0.37	0.47	0.61

资料来源：海通证券研究所

根据我们的预测，公司 2010 - 2012 年摊薄后 EPS 分别 0.37 元、0.47 元和 0.61 元。按照业务分类，可比公司齐心文具目前的 2010 年动态市盈率在 40 倍以上。从轻工出口企业看，可比公司青岛金王和海鸥卫浴的动态市盈率也都超过了 40 倍。综合考虑，我们按照公司 2010 年 30 倍的 PE 和 2011 年 25 倍的 PE 对公司进行估值，得到广博股份的估值区间为 11.10-11.75 元。因此，我们首次给予广博股份“买入”评级。

5. 风险提示

公司上市已经超过 3 年，存在大小非减持风险（2009 年公司已有非流通股东减持）；纸浆价格上涨对公司盈利造成制约；汇率波动风险等。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘金：基础化工及造纸行业高级分析师

重点研究上市公司：广东榕泰、金发科技、三爱富、巨化股份、新安股份、蓝星新材、烟台万华、红宝丽、中国玻纤、瑞贝卡、风神股份、黔轮胎、扬农化工、红太阳、丹化科技、威远生化、远兴能源、广汇股份、英力特、亿利能源、上海家化、青岛金王、华泰股份、晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 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。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授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。