

包装印刷Ⅲ



鸿博股份（002229）

推荐（维持）

业绩低于预期，长期仍具成长潜力

市场数据

报告日期	2010-7-29
收盘价(元)	14.19
总股本(百万股)	136.00
流通股本(百万股)	39.44
总市值(百万元)	1929.84
流通市值(百万元)	559.61
净资产(百万元)	478.32
总资产(百万元)	686.71
每股净资产	3.52

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	181	248	343	391
同比增长(%)	16.6%	37.4%	38.2%	13.9%
净利润(百万元)	48	55	75	89
同比增长(%)	18.2%	14.3%	35.5%	18.9%
毛利率(%)	39.5%	38.0%	38.7%	40.2%
净利率(%)	26.8%	22.3%	21.8%	22.8%
净资产收益率(%)	10.2%	10.9%	13.4%	14.5%
每股收益(元)	0.36	0.41	0.55	0.65
每股经营现金流(元)	0.34	0.87	0.56	0.71

相关报告

《“博”“彩”众长，稳中求进》
2010-3-31

投资要点

事件：

公司公布半年报：实现收入 1.18 亿，同比增长 35.36%；营业利润 2681 万，同比增长 4.14%；归属于母公司扣除非经常性损益的净利润 2748 万，同比增长 14.87%，EPS0.18 元。

点评：

- **业绩略低于预期。**我们在此前深度报告《博“彩”众长，稳中求进》中预测公司 2010 年全年收入约 2.7 亿，净利润 6200 万，EPS0.46 元。据此，则预计上半年实现归属于母公司净利润约 2900 万，EPS0.21 元。此次中报业绩略低于预期，主要原因有 2 个：1、毛利率低于预期（下文有述）。2、无锡双龙并表时间晚于预期。无锡双龙无锡双龙于 4 月份纳入合并报表，晚于我们此前预期的 1 月份。
- **并购无锡双龙导致公司毛利率出现下滑。**无锡双龙收入结构中，60%为福利彩票，40%为普通商业票据，毛利率较低。我们预计其综合毛利率在 25%-30%之间，低于公司 35%-40%的毛利率水平，因此，合并无锡双龙拖累公司毛利率出现下滑。此外，上半年原材料、人工成本上涨，募投项目部分投产计提折旧等均推升了生产成本，成为拖累公司毛利率下滑的重要因素。
- **证券投资共减少净利润 281 万。**其中，公司本部股票投资上半年受市场波动影响，约亏损 270 万，和上半年成都农商行 346 万分红收益对冲后，余 76 万计入“投资净收益”；无锡双龙基金投资产生浮亏 11 万，计入

雒雅梅 王斌
021-38565935
luoyam@xyzq.com.cn
执业证书号
S0190200010016

利润表“公允价值变动损益”一项。对公司整体业绩造成了拖累，当前，公司证券投资已于5月底终止，因此下半年该项非经常性影响因素将消除。

- **下半年主营业务利润或与上半年持平。**（1）无锡双龙被并购之时层承诺年实现净利润不少于800万，按照并表9个月期间以及60%权益计算，全年将为公司贡献利润不少于360万，而我们预计中报已并入211万，则下半年预计权益利润在150万以上。而从其实际运营情况来看，由于公司对无锡双龙进一步增资，进行技术改造，各项投入和费用同比增长，也对其下半年业绩构成实质拖累，较难出现显著增长。（2）募投项目中，重庆鸿海项目约可稳定贡献收益；（3）原本预计于下半年投产的高档数字化印刷项目由于变更实施方式，进度可能放缓，对年内业绩或无显著增厚，低于预期。因此综合来看，我们预测公司下半年净利润或将与上半年持平，即2700万左右，则全年预计扣除非经常性损益后净利润约5500万，EPS约0.41元。
- **看好公司长期发展前景，维持“推荐”评级。**根据公司上半年运营表现，经重新测算，我们下调公司2010年EPS为0.41元，则相应2011、2012年EPS调整为0.55元和0.65元，对应PE分别为34.6X、25.8X和21.5X，短期估值偏高。但是我们仍然看好公司在体彩行业的龙头地位和较强的盈利能力，以及长期稳健的运营表现，且对公司在建项目高档商业票据以及智能标签业务仍持谨慎乐观态度，鉴于此，仍旧维持“推荐”评级。

表、××公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	QOQ	2009-06	2010-06	YOY	说明
营业收入	45	36	58	44	74.3	66.0%	88	118	35.4%	
营业成本	25	22	38	26	47.6	93.5%	49	74	51.4%	
毛利	20	13	19	18	26.7	32.4%	39	45	15.4%	
销售费用	1	2	3	2	4.1	254.0%	3	7	100.0%	
管理费用	6	3	4	4	6.2	9.9%	10	10	7.7%	
财务费用	-1	-1	-1	-0	0.3	-	-1	0	-	
资产减值	-0	-0	0	0	0.7	-	1	1	-10.6%	
公允价值	0	0	0	-0	0.1	-	0	-0	-	
投资收益	0	0	2	3	-1.8	-	0	1	-	
营业利润	14	10	15	14	13.1	-6.3%	26	27	4.1%	
利润总额	17	11	18	14	16.3	-1.8%	30	30	1.3%	
净利润	13	10	14	13	12.3	-5.4%	25	25	0.4%	
EPS	0.096	0.072	0.100	0.094	0.1	-5.4%	0.184	0.184	0.4%	
销售费用率	2.6%	4.9%	4.4%	5.5%	5.5%	2.9%	3.7%	5.5%	1.8%	
管理费用率	12.5%	9.8%	6.2%	9.5%	8.3%	-4.2%	11.0%	8.7%	-2.3%	
财务费用率	-1.6%	-4.0%	-1.2%	-0.6%	0.4%	2.0%	-1.7%	0.0%	1.7%	
所得税率	21.7%	9.6%	23.6%	8.8%	16.0%	-5.8%	16.5%	12.7%	-3.9%	
毛利率	45.1%	37.0%	33.6%	41.3%	36.0%	-9.1%	44.5%	37.9%	-6.6%	
净利润率	29.1%	27.7%	23.5%	28.9%	16.6%	-12.5%	28.5%	21.1%	-7.4%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	454	460	537	614
货币资金	348	397	450	516
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	21	23	33	37
其他应收款	58	5	7	8
存货	17	28	37	41
非流动资产	181	223	215	207
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	70	120	120	120
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	94	86	78	71
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	11	11	10	10
资产总计	635	683	752	821
流动负债	161	171	183	189
短期借款	130	130	130	130
应付票据	1	1	1	1
应付账款	20	29	39	44
其他	10	11	13	14
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	161	171	183	189
股本	136	136	136	136
资本公积	235	235	235	235
未分配利润	89	119	162	211
少数股东权益	0	4	10	17
股东权益合计	474	513	569	632
负债及权益合计	635	683	752	821

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	48	55	75	89
折旧和摊销	9	8	8	8
资产减值准备	1	-2	2	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-4	1	-0	-1
投资损失	-2	-1	-1	-1
少数股东损益	0	4	6	7
营运资金的变动	70	-54	13	5
经营活动产生现金流量	-17	119	76	96
投资活动产生现金流量	-80	-49	1	1
融资活动产生现金流量	114	-21	-24	-31
现金净变动	17	49	53	66
现金的期初余额	340	348	397	450
现金的期末余额	357	397	450	516

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	181	248	343	391
营业成本	109	154	210	234
营业税金及附加	1	2	3	3
销售费用	8	10	14	16
管理费用	17	21	29	33
财务费用	-4	1	-0	-1
资产减值损失	1	0	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	50	61	87	106
营业外收入	8	10	9	8
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	58	71	96	114
所得税	10	11	15	18
净利润	48	60	81	96
少数股东损益	0	4	6	7
归属母公司净利润	48	55	75	89
EPS (元)	0.36	0.41	0.55	0.65

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	16.6%	37.4%	38.2%	13.9%
营业利润增长率	22.4%	22.1%	42.2%	21.4%
净利润增长率	18.2%	14.3%	35.5%	18.9%
盈利能力(%)				
毛利率	39.5%	38.0%	38.7%	40.2%
净利率	26.8%	22.3%	21.8%	22.8%
ROE	10.2%	10.9%	13.4%	14.5%

偿债能力(%)

资产负债率	25.4%	25.0%	24.3%	23.0%
流动比率	2.82	2.70	2.94	3.25
速动比率	2.70	2.53	2.73	3.03

营运能力(次)

资产周转率	32.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1168.0	1056.0	1158.6	1060.6

每股资料(元)

每股收益	0.36	0.41	0.55	0.65
每股经营现金	0.34	0.87	0.56	0.71
每股净资产	3.48	3.74	4.11	4.52

估值比率(倍)

PE	40.3	35.2	26.0	21.9
PB	4.1	3.8	3.5	3.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。