

包装印刷 III



鸿博股份 (002229)

推荐 (维持)

RFID 和彩票无纸化或大放异彩

市场数据

报告日期	2011-2-28
收盘价(元)	16.91
总股本(百万股)	136.00
流通股本(百万股)	39.60
总市值(百万元)	2299.76
流通市值(百万元)	669.60
净资产(百万元)	502.54
总资产(百万元)	700.45
每股净资产	3.70

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	282	364	519	668
同比增长(%)	56.1%	29.0%	42.5%	28.8%
净利润(百万元)	49	56	85	107
同比增长(%)	1.9%	12.8%	53.9%	24.9%
毛利率(%)	37.4%	37.2%	38.9%	38.6%
净利率(%)	17.5%	15.3%	16.5%	16.0%
净资产收益率(%)	9.8%	10.3%	14.2%	15.9%
每股收益(元)	0.36	0.41	0.63	0.78
每股经营现金流(元)	0.44	0.94	0.66	0.92

相关报告

《业绩低于预期，长期仍具成长潜力》2010-7-29

《“博”“彩”众长，稳中求进》2010-3-31

雒雅梅 S0190510120006

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

投资要点

- **RFID 渐趋成熟：**RFID 尚处于市场导入期，行业年均增速 40%，毛利率在 40%以上。全球市场规模 200 亿美元，而中国仅 50 亿元，市场空间巨大。公司的智能标签项目经过 2 年多的积累和沉淀，预计将于 2011 年开始贡献收益。
- **无纸化售彩或将大放异彩：**过去 6 年中，行业以年均高达 183%的增速飞速发展，当前国内无纸化售彩行业年销售规模仅 50 亿元。行业刚刚被有条件放开，须获得牌照方可运营，目前首批申请手机、电话售彩业务企业尚在等待批复中，网络售彩牌照申请亦指日可待，预计公司获得牌照概率较大，届时无纸化售彩或大放异彩。
- **包装和数字印刷开辟增长捷径：**在传统印刷业务竞争日益激烈的情况下，公司审时度势，大力发展包装和数字印刷，将下游应用领域延伸到快速增长的消费品行业及金融、电信等大企业客户，突破了传统票据印刷增长性的局限，前景看好。
- **股权激励值得期待：**公司股权一直较多集中于家族成员手中，而作为一家面向公众的上市公司，配合各项业务的蓬勃开展，我们认为适时对中高层职业经理人进行股权激励，将是公司快速发展壮大的必由之路，后期值得期待。
- **2012 年将进入增长快车道，维持“推荐”评级：**预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.63 元和 0.78 元，给予 2012 年 35XPE，则对应股价为 22.05 元，维持“推荐”评级。

目 录

新业务突破成长性局限，带来高增长预期	- 4 -
一、RFID 进入推广期	- 4 -
二、彩票无纸化或将大放异彩	- 6 -
传统印刷业务向纵深化发展	- 9 -
一、数字印刷服务外包及个性化数字印刷品增速或超 20%	- 9 -
二、包装印刷将带来新的利润增长点	- 11 -
预计公司 2012 年将进入增长快车道	- 12 -
风险因素	- 16 -
附录:	- 16 -
图 1: 国内电子标签保持高速增长	- 5 -
图 2: 远望谷电子标签业务增速	- 5 -
图 3: 远望谷电子标签业务毛利率	- 5 -
图 4: 东港股份标签（含 RFID）业务增速	- 6 -
图 5: 东港股份标签（含 RFID）毛利率	- 6 -
图 6: 彩票发行量及增速	- 9 -
图 7: 第一视频获批成为全国首批手机购彩运营商之后的股价表现	- 16 -
表 1: 公司 2010 年新设立子公司	- 4 -
表 2: 《暂行办法》规定的准入条件	- 7 -
表 3: 公司 IPO 项目	- 9 -
表 4: 控股子公司	- 10 -
表 5: 公司增发项目	- 11 -
表 6: 公司盈利预测假设	- 13 -
表 7: 公司盈利预测结果	- 14 -
表 8: 可比性公司估值比较	错误！未定义书签。
表 9: DCF 估值主要参数设置	- 15 -
表 10: 公司 DCF 估值结果（百万元）	- 15 -
表 11: DCF 估值敏感性分析	- 15 -
附表	- 18 -

1、估值及投资建议

公司当前处于战略调整期，新业务蕴藏较大增长潜力，且历史根基稳固（盈利性强、财务稳健），后期又存在超预期因素，值得长期看好。

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.63 元和 0.78 元，PEG 仅 0.84 元，低于同业平均水平，给予 2012 年 35XPE，则对应合理估值为 22.05 元，当前股价尚存在 30% 上升空间，维持“推荐”评级。

2、关键假设

- （1）彩票定点印刷资格持续享有；
- （2）顺利获得无纸化售彩牌照
- （3）新建项目进度符合预期，市场拓展顺利

3、股价表现催化剂

- （1）获得无纸化售彩牌照
- （2）获得 RFID 订单
- （2）实施股权激励

4、风险提示

- （1）政策风险
- （2）无纸化售彩牌照未获批风险
- （3）RFID 推进不达预期风险
- （4）新建印刷项目市场开拓风险

新业务突破成长性局限，带来高增长预期

2010 年对公司而言，是不平常的一年。这一年公司战略调整步伐加快，重拳频出，相继通过新建或收购控股了 4 家子公司（如下表所示），其业务方向与公司传统主业票据印刷相比，均有较大的突破和跨越；同时，紧随新公司设立，公司不失时机启动了增发事项，吹响了快速增长的号角。

表 1：公司 2010 年新设立子公司

公司名称	业务范围	出资额（万元）	股权	设立日期
鸿博数据网络科技股份有限公司	数据网络技术开发；物联网技术开发；智能化网络系统集成的开发、设计与施工；软件开发与销售；节能产品、磁卡、IC 卡、电子元器件与电子产品的开发、销售及售后服务；动漫产品的设计、策划；自营和代理各类商品和技术的进出口	990	99%	2010-1
福建鸿博致远信息科技有限公司	主要从事计算机软硬件及网络设备的研究、开发、销售、维护；计算机、电子、网络领域的技术转让、技术咨询、技术服务；互联网及网络信息服务、网络技术服务；电信增值业务；计算机系统集成和批发等。	700	70%	2010-10
广州彩创网络技术有限公司	网络软件开发、网络技术咨询和技术服务；批发和零售贸易。	431	75%	2010-10
北京鸿博昊天科技有限公司	主要从事高档商业票据印刷，出版及出版物印刷，RFID 电子标签产品的研发、生产、销售等。	10000	100%	2010-11

资料来源：兴业证券研发中心

从 4 家公司新设子公司业务范围分析，我们发现，区别于传统业务，出现了以下几个新的发展方向：

一、RFID 渐趋成熟

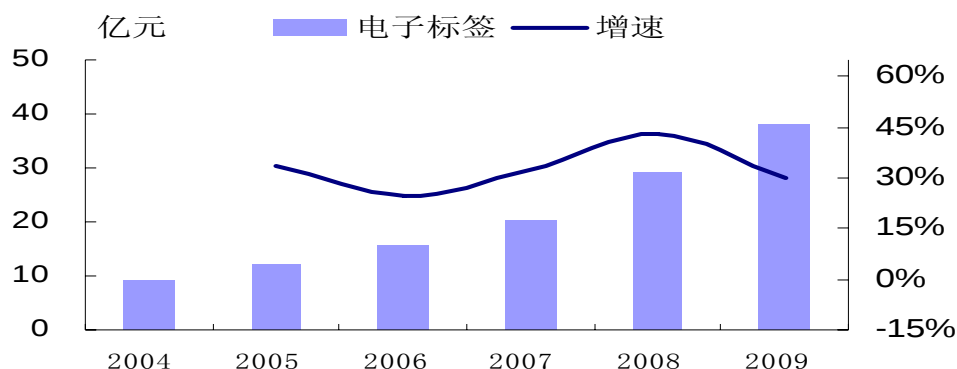
公司一直在智能标签（RFID）领域进行不懈努力。其 08 年 IPO 募投项目之一就是建设一条全自动智能标签生产线项目，此次设立鸿博昊天科技有限公司，将 RFID 的研发生产作为一个重要方向，更是体现了向这一领域迈进的决心。

智能标签（RFID）是一种基于最新防伪技术的票据产品，代表着票据及印刷行业未来的发展趋势。其应用领域十分广泛，除了传统票证防伪外，还可用于商业、安全检测、交通管理和企业生产等各个领域。

目前 RFID 尚处于市场导入期，正以年均 40% 的增速迅猛发展，据统计，当前全球 RFID 市场已增长至 200 亿美元规模，而在中国，才刚刚起步，仅 50 亿元规模，应用领域亦十分狭窄，未来随着应用领域的不断拓展，市场潜力十分巨大。

RFID 产业链涵盖前端集成系统、中间电子标签印刷封装、终端感应读写器三个环节。据专家预测，国内 50 亿元的市场规模中，电子标签约占 38 亿、读写器 7 亿、软件和服务约 5 亿。

图 1: 国内电子标签保持高速增长

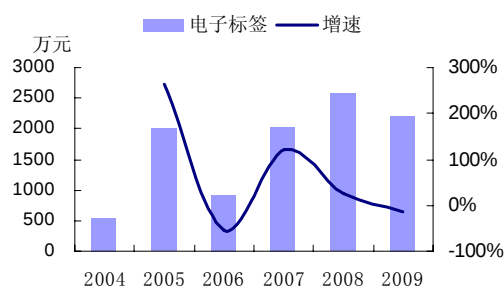


数据来源：兴业证券研发中心

进入该行业的主要壁垒在于技术和资金，需要较强的核心技术持续研发能力和较多的资金投入。此外，将技术运用于规模化生产并能实现盈利也存在较高难度，这将考验企业综合能力。

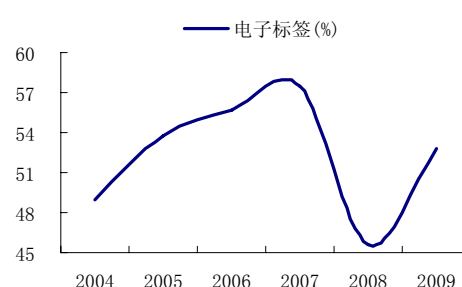
目前国内涉足这一领域的企业 100 多家，比较有代表性的是远望谷。它是国内较早进入这一领域的企业之一，技术研发实力较强，且业务涵盖整个产业链，包括标准制定、芯片设计制造、天线设计制造、芯片封装、读写设备研发生产、系统集成等。目前产品主要运用于铁路领域，市场份额较高。

图 2: 远望谷电子标签业务增速



资料来源：兴业证券研发中心

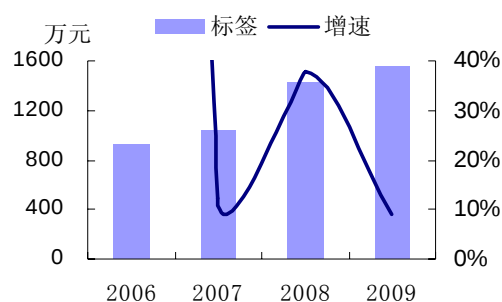
图 3: 远望谷电子标签业务毛利率



资料来源：兴业证券研发中心

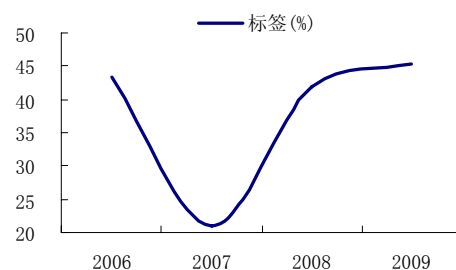
印刷企业涉足该领域目前主要集中在电子标签的印刷封装这一中间环节。比较有代表性的是东港股份，从 07 年 IPO 开始加大投资，09 年以来已开始贡献收益，并有效提升了公司整体盈利水平。

图 4: 东港股份标签 (含 RFID) 业务增速



资料来源：兴业证券研发中心

图 5: 东港股份标签 (含 RFID) 毛利率



资料来源：兴业证券研发中心

我们认为，公司涉足该领域，首先战略方向是值得肯定的。当前传统票据印刷已步入成熟期，竞争加剧，长期增长受限。而融合高科技的智能标签方兴未艾，代表了行业未来的发展方向。其次，公司在长期高端票据印刷过程中已积累了一定经验和技术储备，具有比较优势。

目前，公司的智能标签项目经过 2 年多的积累和沉淀已渐趋成熟，2010 年 12 月，公司取得了福建省社保卡承制合作商确认函，公司全资子公司鸿博（福建）数据网络科技股份有限公司取得了福建省图书馆的 RFID 系统集成项目，使公司在生产、技术和业务上正式涉足物联网技术应用领域，

当前公司本部及下属子公司已开始项目的前期投入，并在系统解决方案、行业应用平台、金融智能卡等领域开展试探，未来将有助于优化公司产品结构，为公司股东创造更大财富。我们预计公司 RFID 业务 2011 年有望开始贡献收益。

但应该看到，智能标签作为一个新的业务领域，尚处于起步阶段，政策、标准、技术等各方面尚不成熟，一定程度上加大了开发应用的难度和风险，因此，我们认为，对于公司在这一领域的努力，应以长期战略眼光审视之。虽然前景一片光明，但短期内对业绩可能无显著贡献。

二、彩票无纸化或将大放异彩

从公司主动收购的广州彩创网络科技有限公司以及鸿博致远信息科技有限公司业务范围分析，我们推测，公司未来可能在彩票无纸化方面做积极探索和尝试。

所谓彩票无纸化，是指彩民通过银行卡或预付费的帐号进行交易，并通过固话、手机、网络、计算机、电视或者自助终端等通道为载体完成登记、注册、彩票投注、信息查询、兑奖等操作的彩票营销。

公司在对两家公司投资公告中也明确指出，主要目的在于：“以为客户提供综合印刷解决方案等服务为主要业务方向，以网络运营的方式，通过电子商务平台拓宽业务渠道，为客户提供更高层次的优质服务。拟设立的控股子公司的运作方式区别于公司原有的经营模式，为公司运营模式的创新作出有益的尝试。”可以看出，彩票无纸化或将是公司未来发展的另一个重要方向。

彩票无纸化具有巨大增长空间。从行业来看，无纸化是彩票行业发展的必然趋势。据统计，全球彩票市场中，无纸化年销售量占整个彩票销售量比重平均为 20%，而中国在 2009 年这一比重尚不足 5%。相关数据显示：2009 年中国彩票市场的总销量为 1324 亿元，其中通过互联网、手机、电话等无纸化投注的销售量仅 50 亿元。对比这一数据，我们认为国内彩票无纸化市场具有很大的增长空间。

行业发展不规范，政府曾三令五申禁止。由于国内彩票无纸化行业尚处于市场导入期，缺乏行业标准和完善的监管措施，因此导致行业在蓬勃发展的同时良莠不齐，带来一定的安全隐患。在此背景下，近年来政府频频出手整顿国内无纸化彩票销售市场（相关政策见附录）。

首次有条件放开。2010年9月26日，财政部下发《电话销售彩票暂行办法（征求意见稿）》以及《互联网销售彩票暂行办法（征求意见稿）》，最新规定未经财政部批准，不得利用互联网和电话销售彩票。

准入门槛提高，需要获得牌照：

其中，无纸化售彩企业的准入条件共有6项，要求有独立法人资格，注册金不低于5000万元，单位及其高管人员必须近5年内无刑事处罚记录和不良商业信用记录，同时还要取得互联网、移动通信网等网络服务经营许可证等，并具备相关的内部控制制度、风险管理措施等。

电话售彩企业的注册资本要求不低于1000万元，并要求有增值电信业务经营许可证，其他要求与网站售彩基本相同。

表2：《暂行办法》规定的准入条件

互联网代销准入条件	电话代销准入条件
(1) 具有独立法人资格	(1) 具有独立法人资格
(2) 注册资本不低于5000万人民币	(2) 注册资本不低于1000万人民币
(3) 有符合要求的场所和安全保障措施	(3) 有符合要求的场所和安全保障措施
(4) 有健全的组织机构，内部控制制度和风险管理措施	(4) 有健全的组织机构，内部控制制度和风险管理措施
(5) 单位及其高级管理人员近五年内无犯罪记录和不良商业记录	(5) 单位及其高级管理人员近五年内无犯罪记录和不良商业记录
(6) 取得相关互联网信息服务经营许可证	(6) 取得相关增值电信业务经营许可证

资料来源：兴业证券研发中心

或将开启无纸化售彩新时代。我们认为，这标志着彩票无纸化销售的禁令逐步放开。相关统计数据显示，目前中国有4.2亿网络用户，7.4亿手机用户，2亿彩民，每年彩票的购买额超过1000亿元人民币，其中，约有一千万彩民属无纸化购彩的固定用户。一旦无纸化售彩方式得以放行，那么，就意味着将颠覆原有的门店销售模式，开启无纸化售彩的新时代。

此外，传统实体店面的彩票销售渠道，用户相对比较低端，通过互联网、手机等无纸化销售方式则可以覆盖更多高端群体，更有利于发挥彩票的公益属性，真正筹集社会闲散资金，达到“富人帮助穷人”的目的。

无纸化售彩盈利采取返点模式，一般为7%。据了解，目前中国彩票主要的返奖率为50%（部分彩票为65%），另有35%作为公益金上缴，剩余15%作为发行费用，由发行销售机构与无纸化彩票企业分成。正常销售一注彩票的返点率为7%，还要维持硬件成本、宣传推广费用、人力资本等成本，因此就利润率而言，并不是很高。

彩票无纸化一般主要包含2种模式：互联网模式和电话模式：据统计，其中来自互联网渠道的销售额占80%左右，电话投注则占10%左右，剩余10%的销售量则由自动终端投注、电视投注等无纸化投注方式完成。

公司经营策略为：从无纸化终端和玩法研发上入手，未来二年内要拿到网络平台销售和电话销售执照各一个；手机即开玩法争取 2011 年年底前在一个省试点成功，届时有计划有步骤向其他省份推开。

1、互联网售彩

过去 6 年中，互联网售彩行业年均增速高达 183%。从行业来看，有数据显示，2003 年全国互联网售彩的销售额才 964 万元，但 2006 年就达到了 4.1 亿元，2007 年则达到 7.5 亿元，过去 6 年中，年复合增速高达 183%。全国专门从事网上购彩业务的网站超过 600 家，但其中有良好信誉的不超过 15 家。

个别网站的年代购额高达数亿元，如淘宝网，2008 年下半年至 2009 年 11 月，彩票销售额就超过 9 亿元，如果按照业内 7% 的返点率计算，其年营业收入就达 6300 万元。

而此次《暂行办法》出台，由于规定了较高的门槛，将使众多代购网站退出这一市场。我们预计首次获牌企业数量不会太多，且前期跟彩票发行机构——福彩或体彩中心有过长期合作关系的企业在获得牌照上具有相对优势，未来将充分分享彩票网络销售时代的盛宴

当前公司网络售彩牌照申请程序尚未启动。但从公司禀赋分析，我们认为未来获得牌照概率较大。

2、手机售彩

手机售彩前景广阔。国际电信联盟公布的数据显示，截止到 2009 年年底，全球手机用户数为 46 亿，发展中国家的手机普及率为 57%，发达国家超过 100%。国内伴随着基础用户量的逐年扩大，基于手机的各项业务呈现出高速发展的趋势。根据电信行业估算，2010 年中国手机用户数量将达到 7.4 亿，手机网民数已经达到 2.77 亿较 2009 年增长 22%。我们认为，伴随国内彩票销售的高速增长，未来几年手机售彩市场前景广阔。

财政部最新公布的《暂行办法》，抬高了准入门槛，规定经营电话售彩的，单位注册资本不低于 1000 万元人民币。我们认为，《暂行办法》旨在淘汰小型经营者，规范管理，并对现有的非法电话售彩进行全面清理，这将对具规模的合法营运商带来利好。

一个典型案例是第一视频。2009 年 5 月，第一视频宣布成为中国第一批获准合法经营手机彩票投注服务的营运商，2010 年上半年，第一视频业绩大进，中期营业额 3.02 亿元，激增近 3.3 倍，一举扭亏并盈利 1.07 亿元。其中彩票相关业务收益 8554 万元，占主营业务收入的 28%，税前利润 5161 万元，占利润总额的 38%。自 2010 年 5 月至 2010 年 7 月，第一视频旗下购彩网站“彩视界”手机购彩业务已覆盖移动终端约 1200 万部，预计 2010 年底将倍增至 4000 万部，彩票收入每年可维持 20%-30% 增长。

手机、电话售彩牌照已在申请中。公司新设的鸿博致远信息科技有限公司，其经营范围明确涵盖“互联网及网络信息服务、网络技术服务；电信增值业务等”。我们认为，这可能预示着公司将向手机售彩领域拓展。

根据《暂行办法》，手机售彩同样需要申请牌照，当前公司手机、电话售彩牌照已在申请阶段，我们认为，公司在申请手机售彩牌照方面具有一定优势：

(1) 作为国内仅有的几家彩票定点印刷资格企业之一，与发行机构具有紧密合作关系；

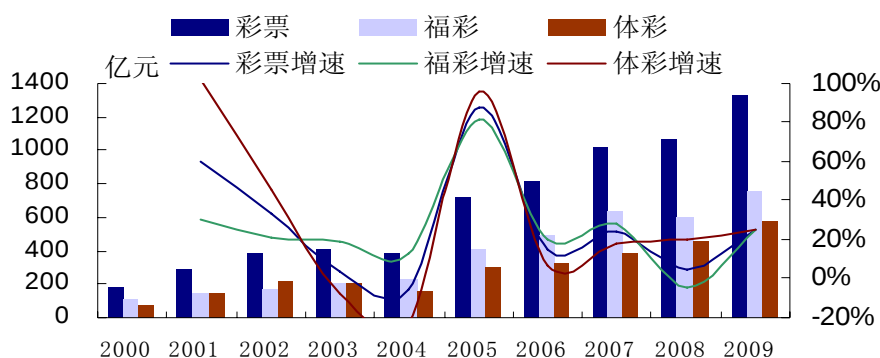
(2) 为一家上市公司，具有良好的信用及较为雄厚的资本实力，从而使网络运营的安全性和稳定性具有一定保障。

传统印刷业务向纵深化发展

彩票和商业票据印刷作为公司传统业务，一直是其收入和利润主要来源，并支撑了公司以往高收益、低风险的运营特征。

但正如我们上篇深度报告《博“彩”众长，稳中求进》中所指出的：我们认为，由于行业本身的局限性，公司长期发展必然面临成长性不足的烦恼。数据显示：彩票印刷行业总量从2001年的1.8亿元增长至当前约6亿元，年均增速为23.18%，预计未来3-5年或将保持10%左右增速。

图6：彩票发行量及增速



数据来源：兴业证券研发中心

为此，管理层高瞻远瞩，从上市之初就确定了向纵深化延伸产业链的发展战略，即进一步拓宽成长性较好的商业票据印刷业务，规模扩张与产品品类丰富双管齐下，以通过吸引优质客户资源而快速提升在该领域的市场份额。

表3：公司IPO项目

序号	项目名称	资金投入（万元）	产能（万箱/万张）	预测收入（万元）	投产时间
IPO	1 高档商业票据印刷生产线项目	8700	36	8615	已投产
	2 重庆数字化印刷基地建设项目	4978	18	4308	已投产
	3 收购无锡双龙60%股权（变更后）	4680	25	8472	已完成
	4 全自动智能标签生产线项目	4980	7500	3205	在建
	合计	23338	79	24600	

资料来源：兴业证券研究发展中心

一、数字印刷服务外包及个性化数字印刷品增速或超20%

从产品结构看，彩票印刷虽是公司主要利润来源，但增长平稳。根据调研信息，后期将以巩固为主，而包括财税票证、金融票证在内的高端商业票据印刷由于具备较高成长性，未来或将肩负起公司高增长的重任。

当前国内商业票据印刷年产值约 300 亿，其中高端商业票据印刷约 250 亿，占比 80%以上。

从发展来看，虽然以存取款凭证、普通发票为代表的传统商业票据印刷行业已进入成熟阶段，增长缓慢且竞争激烈；但高端商业票据印刷却是一个不断适应经济发展，推陈出新的朝阳产业，呈现出欣欣向荣的发展态势。近年以防伪票据、不干胶标签、数据处理等高端商业票据不断涌现，以年均 20%的速度增长，发展势头强劲。

从利润水平来看，行业平均利润水平约 25%，其中，低端商业票据市场竞争激烈，毛利率水平已下降至 10%，而高端商业票据由于科技含量高(大多具有防伪、保密要求)，且具有严格的资质限制，因此产品附加值较大，毛利率可达 35%左右。

从产品结构看，彩票印刷虽是公司主要利润来源，但增长平稳。根据调研信息，后期将以巩固为主，而包括财税票证、金融票证在内的高端商业票据印刷由于具备较高成长性，未来或将肩负起公司高增长的重任。

表 4: 控股子公司

序号	公司名称	业务范围	出资额(万元)	股权	设立日期
1	重庆鸿海印务有限公司	防伪票证、其他印刷品印制、货物进出口	6043	100%	
2	无锡双龙信息用纸有限公司	包装装潢印刷品印刷；其他印刷品印刷。 一般经营项：纸制品的制；纸加工。	4680	60%	
3	广州鸿博文化传播有限公司	企业文化交流活动策划；设计、制作等	500	100%	
4	福州港龙贸易有限公司	纸品、纸制品、印刷设备及耗材、塑料制品、机械设备等的批发，代购代销	500	100%	
5	鸿博数据网络科技股份有限公司	数据网络技术开发；物联网技术开发；智能化网络系统集成的开发、设计与施工；软件开发与销售；节能产品、磁卡、IC 卡、电子元器件与电子产品的开发、销售及售后服务；动漫产品的设计、策划；自营和代理各类商品和技术的进出口	990	99%	2010-1
6	福建鸿博致远信息科技有限公司	主要从事计算机软硬件及网络设备的研究、开发、销售、维护；计算机、电子、网络领域的技术转让、技术咨询、技术服务；互联网及网络信息服务、网络技术服务；电信增值业务；计算机系统集成和批发等。	700	70%	2010-10
7	广州彩创网络技术有限公司	网络软件开发、网络技术咨询和技术服务；批发和零售贸易。	431	75%	2010-10
8	北京鸿博昊天科技有限公司	主要从事高档商业票据印刷，出版及出版物印刷，RFID 电子标签产品的研发、生产、销售等。	10000	100%	2010-11

公司拟在北京建设数字化印刷基地项目主要提供两方面产品及服务：数字印刷综合服务外包和个性化数字印刷品。我们认为该项目所在行业也是近年来金融、电信等行业衍生出来的一项新兴产业，相对公司传统业务而言，发展潜力较大。

(1) 数字印刷综合服务外包：旨在为金融、电信等客户提供基于账单打印的综合解决方案，包括呼叫服务、数据录入、数据与图文处理、数码打样、账单打印、套封邮发等一揽子服务，并满足其灵活的交货要求，同时带动这些客户商业票据印刷业务的增加。

以金融行业为例，截至 2009 年底，全国累计发行银行卡 20.66 亿张，同比增长 14.8%，其中信用卡发卡总量 1.86 亿张，同比增长 30.4%；银行卡转账、消费业务占比不断提高，银行卡渗透率达到 32%，支付功能不断加强。受此影响，我国信用卡账单的打印量 2007 年就已经达到 3,400 万封/月，相当于 40,800 万封/年。增长速度飞快。

此外，随着我国通信和资产管理业务的发展，电信运营商的手机话费清单、基金管理公司的基金月报账单数量将逐年增加。预计到 2012 年内地基金个人投资者的数量将翻番，由目前的 3,380 万人增加到 6,900 万人，因此，每月需要邮寄的基金月报账单数量将是十分庞大。

(2) 个性化数字印刷品：主要包括：①彩色个性化出版物、内部资料，如银行业务指导手册、金融产品说明书等；②彩色宣传推广品，如随信用卡账单夹寄的宣传资料等；③商业彩色个性化印刷票证，如体育赛事门票、旅游景点门票、世博会门票等。

据《2009 中国印刷业年度报告》统计，以数码印刷为代表的个性化印刷 2010 年销售额预计将达到 366 亿元，个性化印刷将已成为数字印刷最重要的应用领域。

二、包装印刷将带来新的利润增长点

包装印刷是公司未来准备进军的又一个快速增长领域，是公司此次增发募集资金投向的一个重点项目。

表 5：公司增发项目

序号	项目名称	投资总额(万元)	年平均收入(万元)	税后利润(万元)	预计投产时间
1	北京数字化印刷基地建设项目	19,500	20,759	2,808	2012 年中
2	重庆包装印刷建设项目	6,800	9,584	1,130	2011 年底
	合计	26,300	30,343	3,938	

资料来源：兴业证券研发中心

根据公告，该项目建成后将主要为酒、烟等行业提供包装印刷服务，为客户提供印刷服务的一揽子解决方案。

包装行业年复合增速 18.3%，仍具有较大发展潜力。从行业来看，据中国包装联合会统计，中国包装行业总产值已由 2003 年的 2806 亿元增长至 2008 年的 7300 亿元，年均增长 21%，已经成为世界第二包装大国，约占全球 13% 的份额。2009 年，中国包装行业总产值已突破 1 万亿元。纸包装行业的销售收入亦由 2004 年的人民币 930 亿元增至 2008 年的 1830 亿元，年复合增长率达 18.30%。

包装印刷行业最近几年一直保持较快的发展势头。根据中国印刷及设备器材工业协会统计，2009 年包装印刷产值为 1,715 亿元，占印刷行业总产值的比重达到 33.30%，是印刷行业中比重最大的子行业。

烟标、酒标印刷仍处于快速增长阶段。烟标、酒标印刷是包装印刷中的一个重要领域，伴随着烟酒行业增长而增长。据统计 2003-2008 年间，卷烟行业销量年均增长 3.9%，保持了平稳增长的势头；而白酒行业年均增长 11.98%，啤酒产量年均增长 10.25%，处于快速增长阶段。

与卷烟市场类似，伴随着酒消费的逐步升级、酒市场对假冒伪劣产品识别要求的加强，对酒标工艺的要求也越来越高，这为酒标制造企业向中高档酒品提供高端防伪酒标营造了良好的市场机遇，也为高端防伪酒标的上游镭射防伪包装材料市场发展奠定了基础。

高档防伪包装将是未来印刷工业发展的重要趋势。随着消费升级及仿冒现象的频繁发生，一些中高档烟酒企业对包装印刷的防伪性提出了更高的要求，因此为具有防伪功能的高档包装印刷提供了发展机遇。

公司具有竞争优势。公司拟增发的包装印刷项目，我们认为在以下几方面具有显著竞争优势：

(1) 地理位置：建设地点——重庆，地处西南。是全国烟酒的重要生产区域，集中了以红塔集团为龙头的一批大型卷烟企业，以及茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春、董酒等全国顶级名酒企业。

(3) 与 RFID 技术相结合的高档防伪包装将引领高档包装潮流。

(2) 传统彩票印刷在防伪性方面长期的技术沉淀。

由此可见，公司重庆包装印刷项目具有广阔的发展前景。

预计公司 2012 年将进入增长快车道

综合公司当前运营情况、未来战略方向和在建项目进度，我们认为公司业绩增长可能略滞后于我们此前盈利预测，业绩大幅释放可能在 2012 年。分别预测如下：

2011 年业绩预测：增长点主要来自：

(1) 重庆项目：主要是 IPO 项目，当前已经投产，我们预计 2011 年产能会得到有效发挥，产能释放率约可达到 70%，则增厚收入约 3000 万元，净利润约 400 万元，折合 EPS0.03 元。；而增发项目预计 2011 年底建成投产，产能释放将在 2012 年，对 2011 年业绩无显著贡献；

(2) 无锡双龙技改项目：公司收购无锡双龙并增资技改，产能扩充率约 50%，已于 2010 年 11 月初建成投产，预计 2011 年将进入达产状态，假设产能释放率约 70%，则增厚收入约 2800 万元，增厚公司净利润约 150 万元，折合 EPS0.01 元。

(3) 广州彩创：公告显示，广州彩创 2010 年 1-8 月实现收入 100 万元，净利润 -54 万元。一旦公司获得网络售彩牌照，则该业务有望出现快速增长。结合行业增速及公司推广策略考虑，我们预计约实现收入 1500 万元，净利润约 150 万元，按照权益比增厚公司净利润约 112 万元，折合 EPS0.01 元。

综上，预计公司 2011 年收入增加 7300 万，净利润增加 662 万元，增厚 EPS0.05 元。

2012 年业绩预测：我们认为 2012 年公司 IPO 和增发项目将全面建成并达产，各项业务均将进入稳定运行期，届时全面开花或将带来公司业绩的大幅释放。

- (1) 重庆项目: IPO 项目达到预期目标, 增厚收入约 1300 万元, 净利润约 130 万, 折合 EPS 0.01 元; 增发项目基本达产, 假设产能释放率约 80%, 则贡献收入约 7600 万, 净利润 900 万元, 折合 EPS 约 0.07 元;
- (2) 北京数字化印刷项目逐步释放产能: 预计北京项目 2012 年中期建成投产, 则假设当年产能释放 40%, 则约可实现收入 8300 万元, 净利润 1100 万元, 折合 EPS 约 0.08 元;
- (3) 广州网络无纸化销售业务持续增长: 考虑到公司规模尚小, 参照行业发展潜力, 收入利润有望实现大幅增长, 我们预计收入约 2500 万元, 权益净利润约 188 万元, 折合 EPS 约 0.01 元;
- (4) RFID 项目进入规模化生产阶段: 该项目目前已进入方案设计和推广阶段, 为谨慎起见, 我们假设 2012 年才稳定运营, 预计贡献收入约 3200 万, 参照行业利润水平, 可贡献净利润约 640 万, 折合 EPS 约 0.05 元。

综上, 预计公司 2012 年收入增加 2.3 亿元, 净利润增加 2958 万元, 增厚 EPS 约 0.22 元。

表 6: 公司盈利预测假设

年份	2010	2011E	2012E	2013E
热敏纸票证	收入 (百万元)	191.55	255.11	288.28
	增速 %	29.3%	33.2%	13.0%
	销量 (万箱)	43.00	55.60	61.00
	增速 %	13.2%	29.3%	9.7%
	价格 (元/箱)	445.46	458.82	472.59
	增速 %	14.3%	3.0%	3.0%
	毛利率 %	43.8%	42.4%	43.9%
	收入 (百万元)	69.21	87.80	172.58
普通纸票证	增速 %	116.0%	26.9%	96.6%
	销量 (万箱)	42.00	51	95
	增速 %	82.6%	20.8%	87.2%
	价格 (元/箱)	164.78	173.01	181.67
	增速 %	18.3%	5.0%	5.0%
	毛利率 %	27.1%	25.2%	31.6%
	收入 (百万元)		3.60	15.00
	增速 %			316.7%
网络投注	销量 (万张)		2571	10714
	增速 %			316.7%
	价格 (元/箱)		0.14	0.14
	毛利率 %		20.0%	21.0%
	收入 (百万元)		6.00	32.00
	增速 %			433.3%
	销量 (万箱)		351	1498
	增速 %			326.7%
RFID	价格 (元/箱)		1.71	2.14
	增速 %			25.0%
	毛利率 %		35.0%	47.0%
	营业费用 / 主营业务收入 %	6.45%	8.00%	8.00%
	管理费用 / 主营业务收入 %	9.98%	11.00%	10.00%
	财务费用 / 主营业务收入 %	0.60%	0.31%	0.58%
	实际税率 %	16.49%	16.00%	16.00%
	少数股东损益	5.60%	6.00%	6.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 7：公司盈利预测结果

项目	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	282	364	519	668
增长率 %	56.1%	29.0%	42.5%	28.8%
营业利润（百万元）	57	63	102	129
增长率 %	13.0%	11.4%	61.7%	26.4%
净利润（百万元）	49	56	85	107
增长率 %	1.9%	12.8%	53.9%	24.9%
最新摊薄每股收益（元）	0.36	0.41	0.63	0.78
每股净资产（元）	3.70	3.95	4.41	4.94
动态市盈率（倍）	46.7	41.4	26.9	21.5
市净率（倍）	4.6	4.3	3.8	3.4

数据来源：兴业证券研发中心整理

估值

我们分别选取票据印刷、智能和 IC 卡两个行业可比性公司进行相对估值比较。结果显示，

公司当前 PE 高于票据印刷行业可比性公司但低于智能标签和 IC 卡类公司估值水平，由于我们预测公司未来业绩并非平稳增长，从 2012 年起，有望进入增长快车道，因此我们认为 2010 和 2011 年的高 PE 并不显示公司被绝对高估，2012 年 PE 显著降低，甚至低于传统票据印刷类公司。此外从 PEG 看，仅 0.84，存在显著低估。也进一步说明了公司是一个值得长期投资的价值型公司。

见下表：

表 8：可比性公司估值比较									
公司	股价	EPS			PE			PEG	PB
		2010	2011	2012	2010	2011	2012		
票据印刷类公司：									
东港股份	27.25	0.79	1.12	1.55	34.49	24.33	17.58	1.1	3.88
安妮股份	13.31	0.13	0.4	0.52	102.38	33.28	25.60	0.66	4.81
平均					68.44	28.80	21.59	0.88	4.35
智能标签和 IC 卡类公司：									
远望谷	32.44	0.32	0.42	0.49	101.38	77.24	66.20	1.83	19.5
恒宝股份	15.62	0.3	0.48	0.63	52.07	32.54	24.79	0.64	13.7
平均					76.72	54.89	45.50	1.24	16.60
港股可比性企业：									
第一视频	2.46	0.15	0.22	0.31	16.40	11.18	7.94	0.21	4.36
鸿博股份	17.32	0.36	0.41	0.63	53.06	46.59	28.51	0.84	5.32

资料来源：兴业证券研究发展中心

同时，我们测算出公司绝对估值以提供安全边际。我们对公司 DCF 的估值结果为 14.25 元，则目前股价溢出约 18%，我们认为尚在合理区间。

主要参数设置及估值明细见下表：

表 9：DCF 估值主要参数设置

贝塔值 (β)	1.069
无风险利率 (%)	2.60%
市场的预期收益率 (%)	8.00%
股权资本成本 (K_e)	8.38%
债务成本 K_d (%)	3.98%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	5.17%
WACC	8.15%

资料来源：兴业证券研发中心

表 10：公司 DCF 估值结果（百万元）

公司内在评估价值		企业价值（现值）	
公司核心评估价值	1,644.28	公司核心现值 EV	2,091.99
其中：显性价值	258.32		
其中：半显性价值	344.12		
其中：永续增长价值	1,041.84		
加：公司非核心评估价值	423.45		
公司评估总价值	2,067.73	企业总价值现值	2,515.44
减：债务价值	130.00		
减：少数股东权益	0.00		
公司内在评估价值	1,937.73	企业权益价值现值	2,385.44
估值日总股本(百万股)	136.00		
每股内在价值(元)	14.25	评估日收盘价(元)	17.54
P/E(隐含)	31.13	P/E(市场)	38.32

资料来源：兴业证券研发中心

表 11：DCF 估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 G_n (%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
6.15%	15.55	17.34	20.00	24.35	32.75	55.76
7.15%	13.44	14.63	16.28	18.72	22.72	30.43
8.15%	11.87	12.69	13.78	15.30	17.55	21.22
9.15%	10.65	11.25	12.01	13.01	14.41	16.48
10.15%	9.69	10.13	10.68	11.38	12.30	13.59
11.15%	8.91	9.24	9.65	10.15	10.80	11.65
12.15%	8.27	8.53	8.83	9.21	9.67	10.27
13.15%	7.73	7.94	8.17	8.45	8.80	9.23
14.15%	7.28	7.44	7.62	7.84	8.10	8.42

资料来源：兴业证券研发中心

结论：结合相对估值和绝对估值，我们认为公司虽然当前估值相对较高，但考虑到近期处于战略调整期，未来增长空间较大且可能存在超预期因素，我们认为股价还存在进一步上涨空间。参照行业平均 PEG 水平，给予公司 2012 年 35XPE，则对应股价为 22.05 元，目前股价仍存在 30% 的上涨空间，维持“推荐”评级。

风险因素

政策风险

网络售彩是国家首次尝试有条件放开，由于此前该行业良莠不齐，曾造成过一定社会危害，产生了不良社会影响。因此，此次放开后，如果仍然不能规范发展，不达政府预期，则不排除再遭禁止的风险。

网络售彩牌照未获批风险

虽然我们认为公司基本符合《暂行办法》规定的准入条件，且公司和彩票发行机构——体彩和福彩中心有长期合作关系，但由于申请企业较多，而我们预计首批放开名额有限，竞争较为激烈，因此不排除牌照未能获批的风险。

RFID 项目推进不达预期风险

RFID 项目虽然公司已酝酿了 3 年之久，且在技术研发上取得了一定进展，但由于行业尚处于市场导入期，其规模化应用不仅仅取决于公司的技术水平和营销策略，更依赖于政府的大力推动和市场的认知度，因此该项目进度快慢尚难预测，可能存在不达预期的风险。

新建印刷项目市场开拓风险

一方面，虽然票据印刷业务属于公司传统业务，但由于行业区域性限制，以及新的票据应用领域更为细分化，需要客户试用后认可产能才能得到充分释放，这本身存在一定不确定性；

另一方面，新建包装印刷的下游烟标、酒标对公司而言属于陌生领域，且烟酒行业集中度相对较高，下游客户议价能力强，公司在该领域拓展存在较高难度。

附录：

一、

图 7：第一视频获批成为全国首批手机购彩运营商之后的股价表现



数据来源：兴业证券研发中心

二、国家关于网络售彩的相关政策延续：

- 2002年3月1日，国家财政部印发了《彩票发行与销售管理暂行规定》，其中明确指出，“禁止利用因特网发行销售彩票”。
- 2007年11月6日，财政部等部委下发通知，要求停止利用互联网销售彩票
- 2008年1月2日，中国财政部、民政部、国家体育总局再次发出通知，要求严格贯彻执行《彩票发行与销售管理暂行办法》，停止利用互联网销售彩票。
- 2009年7月1日，《彩票管理条例》正式实施，未对网络售彩做出具体规定。
- 2010年9月26日，财政部下发《电话销售彩票暂行办法(征求意见稿)》以及《互联网销售彩票暂行办法(征求意见稿)》，规定未经财政部批准，不得利用互联网和电话销售彩票。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	450	424	463	515
货币资金	293	315	305	307
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	24	33	47	62
其他应收款	64	7	10	13
存货	40	44	62	82
非流动资产	251	346	441	505
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	5	6	6	6
固定资产	142	205	298	360
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	700	770	904	1019
流动负债	151	186	250	287
短期借款	100	130	175	191
应付票据	15	13	21	26
应付账款	18	30	39	51
其他	18	13	15	18
非流动负债	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	4	0	0	0
负债合计	155	186	250	287
股本	136	136	136	136
资本公积	235	235	235	235
未分配利润	114	144	199	262
少数股东权益	43	47	53	62
股东权益合计	545	585	653	733
负债及权益合计	700	770	904	1019

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	49	56	85	107
折旧和摊销	14	18	28	38
资产减值准备	-3	4	1	1
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	2	1	3	5
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	4	4	7	8
营运资金的变动	30	-46	32	32
经营活动产生现金流量	34	127	90	125
投资活动产生现金流量	-66	-111	-119	-99
融资活动产生现金流量	-49	5	19	-24
现金净变动	-81	22	-10	2
现金的期初余额	348	293	315	305
现金的期末余额	267	315	305	307

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	282	364	519	668
营业成本	177	229	317	410
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	18	29	41	52
管理费用	28	40	52	68
财务费用	2	1	3	5
资产减值损失	-1	0	-0	-0
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	57	63	102	129
营业外收入	8	9	8	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	63	71	110	137
所得税	10	11	18	22
净利润	53	60	92	115
少数股东损益	4	4	7	8
归属母公司净利润	49	56	85	107
EPS (元)	0.36	0.41	0.63	0.78

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	56.1%	29.0%	42.5%	28.8%
营业利润增长率	13.0%	11.4%	61.7%	26.4%
净利润增长率	1.9%	12.8%	53.9%	24.9%
盈利能力(%)				
毛利率	37.4%	37.2%	38.9%	38.6%
净利率	17.5%	15.3%	16.5%	16.0%
ROE	9.8%	10.3%	14.2%	15.9%

偿债能力(%)

资产负债率	22.2%	24.1%	27.7%	28.1%
流动比率	2.98	2.28	1.85	1.80
速动比率	2.71	2.03	1.59	1.50

营运能力(次)

资产周转率	42.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1208.3	1231.9	1241.0	1182.2

每股资料(元)

每股收益	0.36	0.41	0.63	0.78
每股经营现金	0.44	0.94	0.66	0.92
每股净资产	3.70	3.95	4.41	4.94

估值比率(倍)

PE	46.7	41.4	26.9	21.5
PB	4.6	4.3	3.8	3.4

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。