



31 May 2011 | 11 pages

鸿博股份(002229)

各项新业务将在明年发力

——调研报告

黄薇
021-64718888-1813
huangwei@stocke.com.cn

执业证书编号：S1230511010005

本报告导读：原印刷业务小幅增长，各项新业务将在12和13年发力。

投资要点：

■ 印刷业务

热敏纸票据。即体育彩票和福利彩票印刷。该项业务毛利率和净利率较为稳定，上市以来毛利一直保持在40%以上；净利率维持在25%左右。预计未来热敏票据印刷业务的量和盈利水平仍将保持稳定。**普通纸票据。**即各类票据商函的印刷，客户对象为金融、财税及政府机构，需求相对稳定。预计普通纸票据的毛利率将维持在25%的水平。

印刷业务新方向是包装印刷和数字印刷。包装印刷主要为酒、烟等行业提供包装印刷服务；数字印刷主要为金融、电信等客户提供基于账单打印的综合解决方案。上述两项业务完全达产后年营收和净利分别为2.7亿和0.36亿。

■ 新兴业务

线上售彩。鸿博在10年11月对鸿博致远和广州彩创增资，着力于无纸化售彩平台的搭建和线上用户的培育，目前正在积极申请无纸化(线上)售彩的运营牌照。电话售彩牌照有望在今年4季度下发，如果获批线上售彩对鸿博的盈利贡献将在2012年显现出来，到2013年会在各项业务净利占比中有明显上升。**RFID业务。**拓展力度主要看政策推动，预计规模效应的显现需要一段时间，初期毛利率在30%~35%之间。

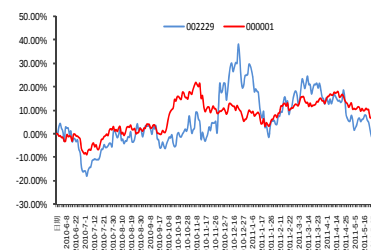
■ 盈利预测及估值

基于现有业务鸿博的合理相对估值为17元；后期顺利获取牌照将对股价有短期促升动力，牌照支撑下的线上售彩各分支业务将在13年全面推开，可从根本上优化公司发展轨迹，基于新业务的合理相对估值为21.5元。

主要财务摘要	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	282	387	691	923
增速	56%	37%	78%	34%
净利润(百万)	49	68	113	183
增速	2%	38%	67%	62%
EPS(未摊薄)	0.36	0.50	0.83	1.35

评级：买入
上次评级：首次评级
当前价格：¥13.71

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.11
4Q/2010	0.11
3Q/2010	0.08
2Q/2010	0.10



公司简介

相关报告

报告撰写人：黄薇
数据支持人：黄薇





正文目录

1. 印刷业务	3
1.1 热敏纸票据	3
1.2 普通纸票据	3
1.3 印刷新业务	3
2. 新兴业务	4
2.1 无纸化售彩	4
2.2 RFID 业务	6
3. 盈利预测及估值	7

图表目录

图表 1：搜狐娱乐 06—10 年利润表	5
图表 2：中国的无纸化售彩产业链	6
图表 3：鸿博股份分业务盈利预测	8
图表 4：国际游戏科技历史 PE 走势	8





1. 印刷业务

公司原有的印刷业务主要是热敏纸票据、普通纸票据两类，生产基地在福建、重庆和无锡。为顺应印刷行业的发展趋势，公司于 10 年 11 月启动定增方案，涉足包装印刷和数字印刷两类新业务，生产基地分别位于重庆和北京。公司未来发展方向是集票据印刷、包装印刷和数字印刷为一体的综合化印刷包装解决方案提供商。

1.1 热敏纸票据

热敏纸票据即体育彩票和福利彩票，占目前公司营业收入的 68%，营业利润的 80%。生产基地在福州本部、重庆鸿海和无锡双龙。由于彩票的需求增长较为稳定，且该项业务的技术较为成熟，因此公司热敏票据的毛利率和净利率都较为稳定，上市以来毛利一直保持在 40%以上，平均达 42%；净利率因去年收购无锡双龙费用增加而有所下降，整体维持在 25%左右。预计未来热敏票据印刷业务仍将保持稳定增长，盈利水平也较为稳定。

1.2 普通纸票据

普通纸票据即各类票据商函的印刷，目前占公司营收的 24%，营业利润的 18%，生产基地也在福州本部、重庆鸿海和无锡双龙。该类票据每 2-3 年招标一次，中标后客户将分年按需确定购货量，客户对象为金融、财税及政府机构，需求相对稳定。预计普通纸票据业务的毛利率将维持在 25%的水平。

1.3 印刷新业务

2010 年 11 月启动的定增方案显示，公司印刷业务的新方向是包装印刷和数字印刷。包装印刷项目主要为酒、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。项目的具体实施方是全资子公司重庆鸿海，鸿博将对其增资 6800 万元，建设周期 12 个月，达产年印量为 76.80 万色令/年，预计年销售收入和税后利润分别为 9584 万和





1130 万。

数字印刷项目主要为金融、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。鸿博将对项目实施方全资子公司鸿博昊天增资 19500 万，建设周期 12 个月，达产年印量 240 万色令，预计年均销售收入和税后利润分别为 20759 万和 2808 万元。

2. 新兴业务

印刷是传统行业，但随着科技不断升级、消费主力结构性变化，传统行业也衍生出许多新的发展方向，如无纸化和智能化，具体为无纸化售彩和智能电子标签（RFID）。

2.1 无纸化售彩

07 年我国对网络售彩全面叫停，之后的线上售彩都采取了代购形式（代购：即彩民投注后以短信或单据号码为投注凭证，而不像在实体投注站点以纸质的彩票为投注凭证。但各省的彩票中心对每一笔投注都会打印出彩票单，且保留 3 年，用于追溯查询。所以，现在合法的网上售彩都依然是有纸化的）。

2010 年 10 月财政部对电话售彩和网络售彩的两个暂行管理办法真正开启了我国无纸化售彩的新时代。因此对于中国的彩民和网民来说，线上售彩以及由此衍生出的多种业务模式将共同组成一个全新的无纸化售彩产业链，具体如彩票销售返佣、彩民信息付费平台、电子商务（如彩票行业数据加工、各类广告）等。此外，彩票游戏开发提成、支付平台资金利息等，也都是可以进一步开发的收入来源。

鸿博股份在 10 年 11 月对鸿博致远和广州彩创增资，着力于无纸化售彩平台的搭建和线上用户的培育，目前正在积极申请无纸化（线上）售彩的运营牌照。从我们了解到的情况来看，电话售彩牌照有望在今年 4 季度下发，如果获批，彩创对鸿博的盈利贡献将在 2012





年显现出来，但考虑到推广期的单位成本和营销费用较大，所以我们预计到 2013 年线上售彩才会在鸿博各项业务净利占比中有明显上升。

该类业务的盈利情况可参考网络游戏的运营，相对于制造业来说，线上售彩属于高毛利高净利品种，但推广期和稳定期的盈利差别也较大。我们预计推广期的毛利水平在 50%~60%，稳定期的毛利将提升至 75%以上（如表 1 所示，搜狐娱乐的在线游戏业务毛利已经连续三年稳定在 90%以上，净利稳定在 55%以上）。

图表 1：搜狐娱乐 06—10 年利润表

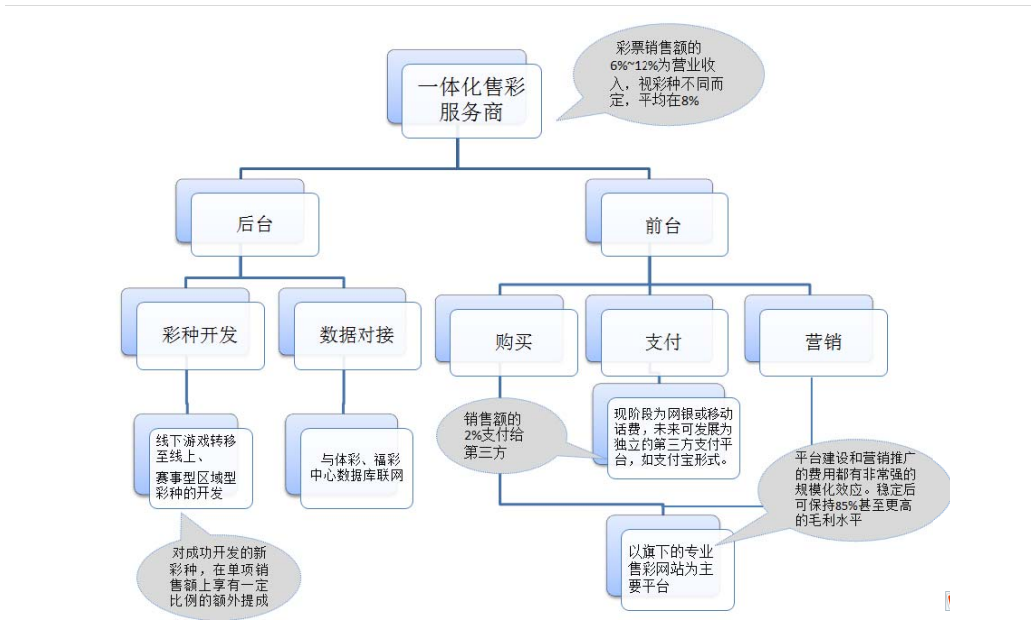
\$,in thousands	2010	2009	2008	2007	2006
Revenues:					
Brand advertising	211,821	177,073	169,268	112,106	78,993
Online game	327,151	267,585	201,845	42,096	8,525
Sponsored search	18,649	8,491	6,313	6,413	12,634
Wireless and Others	55,156	62,090	51,625	28,319	34,084
Total revenues	612,777	515,239	429,051	188,934	134,236
Cost of revenues:					
Brand advertising	86,684	59,451	59,443	38,733	23,211
Online game	29,852	17,505	14,567	7,113	3,895
Sponsored search	14,243	9,669	6,075	4,670	4,359
Wireless and Others	29,528	36,770	27,229	14,247	16,898
Total cost of revenues	160,307	123,395	107,314	64,763	48,363
Gross profit	452,470	391,844	321,737	48,363	85,873
Online game 业务毛利率	91%	93%	93%	83%	54%
Operating expenses:					
Product development	75,600	56,943	49,713	25,443	17,651
Sales and marketing	105,406	93,498	84,691	47,506	28,532
General and administrative	40,375	36,624	22,695	17,418	13,092
Amortization of intangible assets	558	388	796	1,093	1,993
Total operating expenses	221,939	187,453	157,895	91,460	61,268
期间费用率	36%	36%	37%	48%	46%
Online game 税前净利率	55%	57%	56%	35%	9%

数据来源：彭博，浙商证券研究所。蓝色字体为加工测算结果





图表 2：中国的无纸化售彩产业链



资料来源：浙商证券研究所

2.2 RFID 业务

RFID 为公司的 IPO 项目，但进展缓慢，主要是公司在业务定位上有所调整。基于在射频识别技术上的经验积累，公司将核心的芯片研发环节也纳入 RFID 业务中，而不是按照 IPO 时的计划停留在封装环节。2010 年 12 月鸿博取得了福建省社保卡承制合作商确认函，全资子公司鸿博数据取得了福建省图书馆的 RFID 系统集成项目，标志着公司在生产、技术和业务上正式涉足物联网技术应用领域。

RFID 业务的拓展主要看政策推动，由于 RFID 业务的市场前景比较广阔，而客户对厂商的选择门槛略高，因此公司多年来积累的客户资源可以发挥一定的作用，因此我们目前将其视为订单驱动型业务，也有一定的区域门槛，预计规模效应的显现需要一段时间，初期毛利率在 30%~35%之间，还不能达到远望谷电子标签业务的 50%毛利水平。





3. 盈利预测及估值

由于公司处在业务升级转型的阶段，故新老业务的估值水平应分别计算。

(1) 印刷业务中的原有业务。各类商业票据的印刷技术成熟、增长稳定，我们参考目前印刷行业的中等偏低水平，给予其当年和次年的市盈率分别为 20X、12X；

(2) 印刷业务中的新业务。包装印刷和数字化印刷属产业升级，后者还受国家政策(09年9月六部委颁布了《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》。...将非核心后台业务如呼叫中心、客户服务、簿记核算、凭证打印等，发包给有实力、有资质的服务外包企业)支持。该两项业务都有一定的客户资源和市场准入壁垒，成长性和盈利性较为明确，预计12年这两项业务将有明显盈利贡献，我们给予其20X的市盈率；

(3) 新兴业务中的RFID业务。短期内业务拓展主要依靠福建省内资源，后期在生产成本控制上的突破可有效拓展电子标签的使用范围(如超市商品等)，将大幅提升业务量，参考国内相关业务上市公司的估值，给予其12年-13年40X、25X的PE估值，结合50%的盈利增速，PEG水平较为合理；

(4) 新业务中的线上售彩业务。参考H股和美股的上市公司，由外围服务商转型为全面服务商的博彩公司近年来不断增加，但大多受累于原有经营业绩，普遍估值不高，可比性较强的是国际游戏科技(IGT.N，公司成立于1980年，总部位于内华达州里诺。主营为博彩游戏产品和系统开发、拓宽大型彩票业务、专有游戏产品、销售和赌场服务等。公司在北美和全球从事电脑游戏设备、网络系统和服务的设计、制造和销售，此外还涉及知识产权的认证业务)。05-10年(剔除金融危机年份)的PE区间为20X~35X。根据上述情况，我们认对线上售彩一体化服务商的估值可参考传媒、网游等行业(都是基于网络数据系统的运营平台)，而受益于其行业垄断地位，获得牌照的公司还应享受一定的估值溢价。考虑到线上售彩产业链巨大的增长潜力，给予其12年-13年40X、25X的PE水平，结合





翻番的盈利增速，PEG 估值偏低。

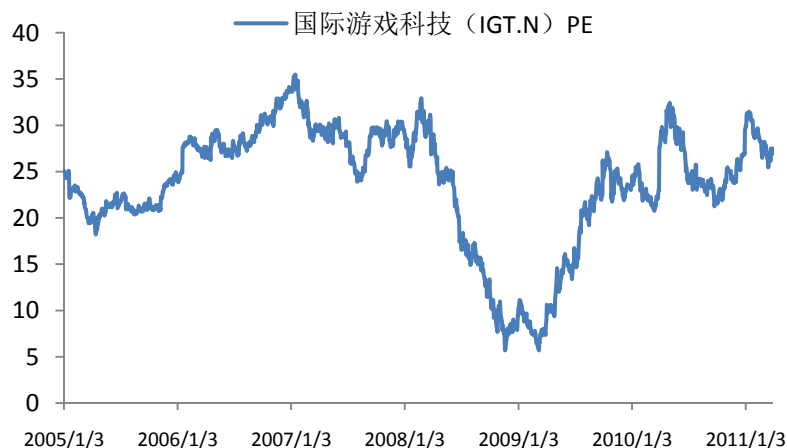
图表 3：鸿博股份分业务盈利预测

单位：百万	项目	2010	2011E	2012E	2013E
热敏纸票证	收入	192	242	281	303
	净利润		42.35	49.17	55.22
	eps		0.31	0.36	0.41
普通纸票证	收入	69	82	94	102
	净利润		13	15	16
	eps		0.10	0.11	0.12
包装印刷及 数字印刷	收入			197	272
	净利润			26.78	35.44
	eps			0.20	0.26
线上售彩	收入		12	49	154
	净利润		3.36	16.17	61.44
	eps		0.02	0.12	0.45
RFID	收入		28	38	59
	净利润		5.82	8.40	13.19
	eps		0.04	0.06	0.10
合计净利润			65	115	182
合计 eps			0.48	0.85	1.33

数据来源：浙商证券研究所。

数据说明：分业务盈利预测仅考虑主营业务，不含营业外收入、投资收益及少数股东权益。

图表 4：国际游戏科技历史 PE 走势





资料来源：彭博，浙商证券研究所

综合上述各项业务的盈利和估值情况，我们认为基于现有业务，鸿博股份的合理相对估值为 17 元；后期顺利获取牌照将对股价有短期促升动力，而牌照支撑下的线上售彩各分支业务全面推开将从根本上优化公司发展轨迹，基于新业务的合理相对估值为 21.5 元。

附录：三大报表预测值





资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	450	758	1242	1744	营业收入	282	387	691	923
现金	293	573	869	1264	营业成本	177	246	449	549
应收账款	24	39	65	90	营业税金及附加	2	3	5	7
其它应收款	64	73	170	204	营业费用	18	26	45	60
预付账款	29	19	45	66	管理费用	28	38	64	85
存货	40	47	88	112	财务费用	2	0	0	0
其他	0	6	4	7	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
非流动资产	251	208	219	213	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	70	47	62	60	投资净收益	1	5	10	10
固定资产	142	135	128	121	营业利润	57	80	138	233
无形资产	11	11	10	10	营业外收入	8	8	8	8
其他	27	16	19	23	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	700	966	1461	1958	利润总额	63	87	145	240
流动负债	151	312	715	1063	所得税	10	14	24	43
短期借款	100	253	618	937	净利润	53	73	121	197
应付账款	18	38	64	79	少数股东损益	4	5	8	13
其他	33	21	34	47	归属母公司净利润	49	68	113	183
非流动负债	4	57	57	58	EBITDA	72	87	146	240
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.50	0.83	1.35
其他	4	57	57	58					
负债合计	155	369	772	1120					
少数股东权益	43	48	56	69					
股本	136	136	136	136					
资本公积	235	235	235	235					
留存收益	131	179	262	397					
归属母公司股东权益	503	550	633	768					
负债和股东权益	700	966	1461	1958					

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	60	109	-31	113	成长能力				
净利润	53	73	121	197	营业收入	56.1%	37.2%	78.5%	33.6%
折旧摊销	14	7	7	7	营业利润	13.0%	40.4%	73.6%	68.1%
财务费用	2	0	0	0	归属于母公司净利润	1.9%	37.7%	66.7%	62.1%
投资损失	-1	-5	-10	-10	获利能力				
营运资金变动	2	-23	-150	-81	毛利率	37.4%	36.5%	34.9%	40.5%
其它	-9	56	-0	-0	净利率	17.5%	17.5%	16.4%	19.9%
投资活动现金流	-64	41	-8	10	ROE	9.8%	12.3%	17.9%	23.9%
资本支出	65	0	0	0	ROIC	17.3%	23.4%	26.9%	37.6%
长期投资	-2	-23	15	-3	偿债能力				
其他	-1	18	8	8	资产负债率	22.2%	38.2%	52.9%	57.2%
筹资活动现金流	-64	131	335	271	净负债比率	65.39%	68.92%	80.21%	83.80%
短期借款	-30	153	365	319	流动比率	2.98	2.43	1.74	1.64
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.72	2.27	1.61	1.54
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.46	0.57	0.54
其他	-34	-22	-30	-48	应收账款周转率	12	12	13	12
现金净增加额	-67	280	296	395	应付账款周转率	9.15	8.72	8.85	7.73
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.50	0.83	1.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.80	-0.23	0.83
					每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.04	4.65	5.65
					估值比率				
					P/E	47.24	34.31	20.58	12.70
					P/B	4.63	4.23	3.68	3.03
					EV/EBITDA	29	24	14	9

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

本报告由浙商证券有限责任公司（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，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（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。本公司的资产管理部门、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

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

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

