



23 November 2010 | 12 pages

轻舞飞扬 微笑升级

—— 2011 年轻工行业投资策略

姓名：黄薇 执业证书编号：S1230210060001
 86-21-64718888
 zsyj@stocke.com.cn

本报告导读：

- 轻工业的升级进程已经开始，向上游的延伸总体要好于下游，升级目标是成为横跨曲线两端的全产业链经营，让研发、品牌、服务这些无形的东西取代实体生产成为企业盈利的核心所在。
- 看好2个方向下的公司：向微笑曲线两端扩张的先行者；行业升级换代催生出的新龙头。

投资要点：

■ 行业现状

轻工制造主要分为三大子行业：造纸、包装印刷、其它轻工。截至3季度末国内企业数量近4万家，资产总额2万亿，销售收入1.9万亿，利润总额960亿。三大子行业的特点分别为：造纸是资本密集型，重资产，轻产出；包装印刷的利润率最高，因为从纸产品到印刷品，多了制版、油墨、防伪等提升产品附加值的因素；其它轻工的企业数和员工数最多，但利润率最低，属于典型劳动密集型产业。从00年至今我国轻工企业税前利润率来看，大多数轻工企业，尤其是文体用品、家具制造等依靠人力成本取胜的企业，在过去的10年间税前利润率几乎没有任何提升！依靠简单的来料加工、贴牌代工等模式存在的轻工企业，发展阶段依旧处于产业链的底层，利润金字塔的最低端。

■ 产业升级

近年来的人工成本攀升及海外市场的萎靡成为轻工企业积极转型的显著外因。我们认为，民众消费能力、劳动力知识水平、对研发创新的保护曾经是导致轻工业长期处于代工模式的三大症结所在，而这些都会随着新生代消费主力和劳工素质的提升而转变为产业升级的强大内因。

对当前众多中国企业来说，向微笑曲线左端即研发设计原料端突破较为普遍，也收到一定效果，而基于营销品牌服务等右端的突破则尚需努力。因为前者基于国民文化素养的提升，而后者则需要对经营理念作重新认识。

■ 看好方向及代表公司

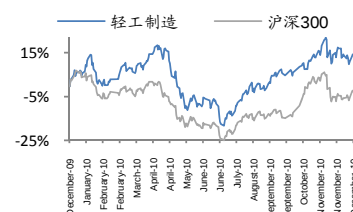
基于对产业升级大趋势的判断，我们看好如下两个升级方向及代表公司：微笑曲线两端升级的先行者、行业升级换代催生出的新龙头。前者代表公司是奥飞动漫和美盈森，后者是鸿博股份。

奥飞动漫遵循海外玩具巨头们的发展之路，将动漫元素融入玩具销售，带动玩具产业链从研发到品牌整体被点亮；依靠技术领先，美盈森以“销售产品”为目的的业务能赚取高于同行10个点的毛利，而依靠服务，公司“销售包装一体化”类业务还能多赚15个点，由此成就了公司重包产品45%的高毛利；鸿博股份身处技术含量高、升级快的印刷行业。基于现有彩票印刷业务高盈利、高壁垒、中成长的特点，鸿博多年来一直积极随行业发展拓展新业务，同时也在为原有彩票业务的新销售方式做准备，有望在行业的升级换代中加快成长。

细分行业	评级
造纸	中性
包装印刷	买入
其它轻工	买入

重点跟踪公司

奥飞动漫	买入
鸿博股份	买入
美盈森	买入



相关报告



正文目录

一、行业现状：处于微笑曲线底端	4
三大子行业的基本情况	4
我国的轻工制造业仍处于微笑曲线的最底端	5
二、产业升级：向微笑曲线两端延伸	7
产业升级就是经营模式的升级	7
消费新生代崛起 客户结构改变倒逼企业转型	7
向左走：从代工到研发 中国轻工业已经上路	8
向右走：从渠道到品牌 下游更难突破	8
三、看好方向：向曲线两端扩张；子行业升级换代	10
向微笑曲线两端扩张的先行者	10
行业升级催生出的新龙头	10
四、代表公司：两个看好方向中的先行者	10
奥飞动漫（002292）：动漫给力 带动玩具产业链整体升级	13
美盈森（002303）：技术+服务“中国制造”有了新内涵	16
鸿博股份（002229）：随行业一起成长的数字印刷新“蓝海”	19
五、对其它子行业及相关公司的投资建议	12
造纸：林业毛利高 向上游资源进军	12
包装：收购兼并提升市场占有率	12
文具、家具、陶瓷品等家用轻工：内销渠道建设已到收获期	12
消费升级：中国的奢侈品及高端消费品市场势不可挡	12
六、风险提示	13



图表目录

图 1: 轻工制造 3 大子行业的企业与从业人数占比	5
图 2: 轻工制造 3 大子行业的资产总额与产成品占比情况	6
图 3: 轻工制造 3 大子行业的销售收入与利润总额占比	6
图 4: 微笑曲线横跨产业链上下游	8
图 5: 近 10 年我国大多数轻工制造企业的利润率几乎没有任何提升	9
图 6: 利润金字塔对应的经营模式	9
图 7: 产业升级就是经营模式的升级	9
图 8: 消费群、劳动力、维权环境是导致我国轻工业长期处于代工模式的主要因素	10
图 9: 消费品零售总额增长再次加速预示着新生代逐渐成为消费主力	10
图 10: 横跨微笑曲线的全产业链经营模式图	11
图 11: 代表公司为我们看好的两个升级方向中的先行者	11
图 12: 奥飞动漫对动漫开发和玩具生产的流程图	13
图 13: 传统包装供应商与一体化包装服务商的价值链构造区别	14
图 14: 美盈森的分业务毛利和综合毛利水平	15
图 15: 美盈森近年来的分业务利润占比	15
图 16: 长期以来鸿博的净利率远高于行业平均水平	16
图 17: 鸿博股份的利润及收入构成情况	16
图 18: 长期以来鸿博的净利率远高于行业平均水平	16
图 19: 近 4 年我国的彩票销售额及同比增速	17
表 1: 动漫+玩具盈利模式下对应的投入产出比（已运作）	13
表 2: 自主开发动漫玩具的毛利率明显高于授权开发类玩具	13
表 3: 近年来奥飞动漫的分业务毛利率和综合毛利率水平	13
表 4: 奥飞动漫分业务盈利预测表	14
表 5: 美盈森 2010 年中期对前五大客户的销售情况	17
表 6: 美盈森分业务盈利预测表	17
表 7: 鸿博股份 IPO 时对募投项目的投资及盈利情况预计	19
表 8: 鸿博股份分业务盈利预测表	19

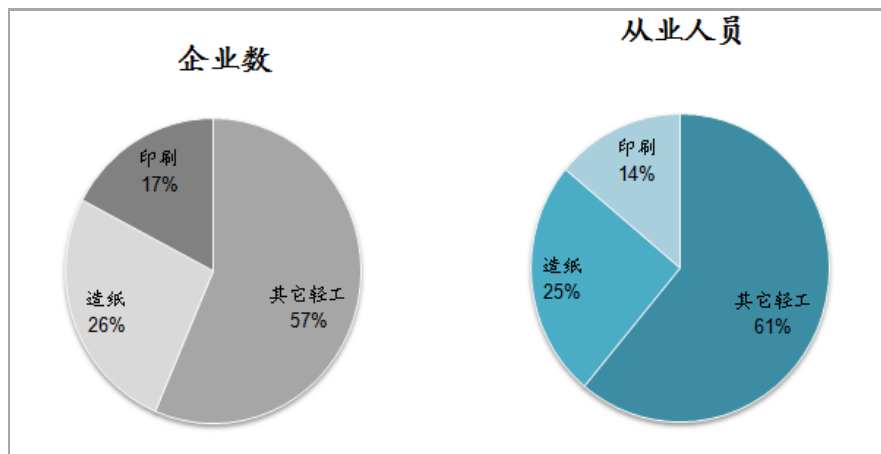


1. 行业现状：处于微笑曲线底端

► 三大子行业的基本情况

轻工制造主要分为 3 大子行业：造纸、包装印刷、其它轻工（家具、文教体育用品、草木竹加工等）。截至今年 3 季度末，（累计值，下同）企业数量为 3.8 万家，资产总额 1.9 万亿，销售收入 1.8 万亿，利润总额 943 亿；其它轻工由于子行业众多，加工代工的经营经营需要的劳动力数量也多，故其企业数量和从业人数在整个轻工制造业中的占比最大，分别达 57%、61%。

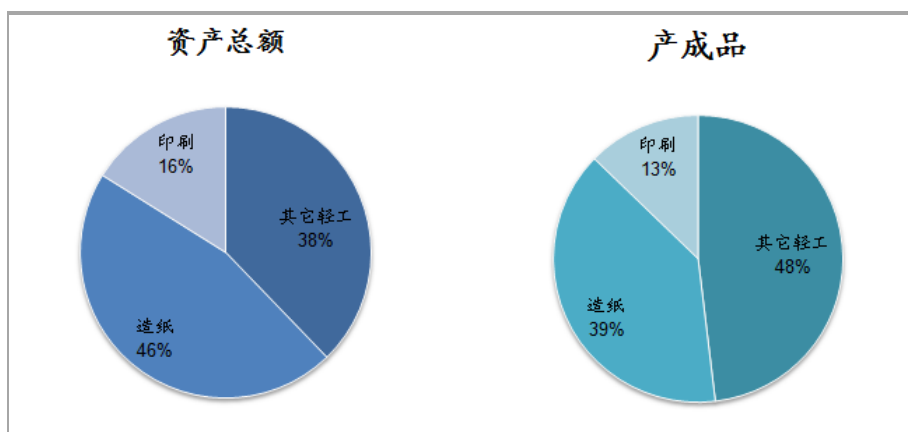
图 1：轻工制造 3 大子行业的企业与从业人员数占比



数据来源：wind，浙商证券研究所

从资产总额及产成品指标来看，造纸业的重资产属性凸显无疑，资产总额占到整个轻工制造的 46%，产成品只占 39%；其它轻工则明显属于轻资产型，资产占比 38%，产成品占比高了 10 个点，达到 48%。

图 2：轻工制造 3 大子行业的资产总额与产成品占比情况



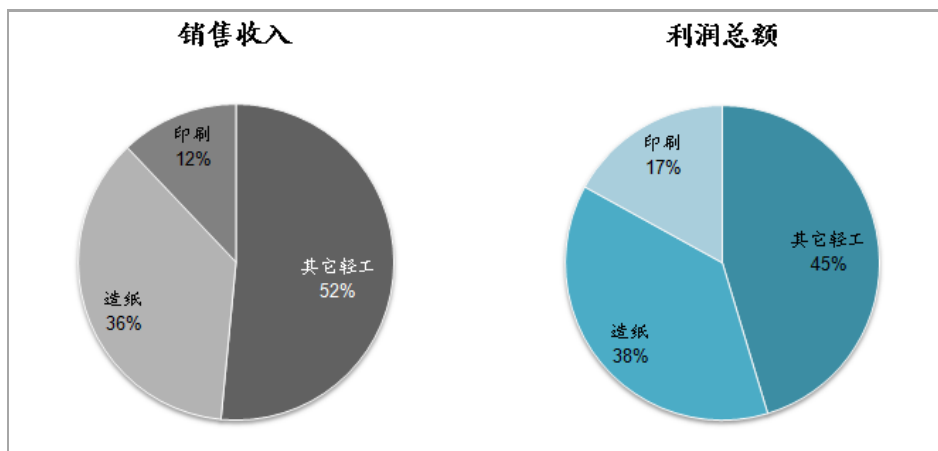
数据来源：wind，浙商证券研究所

再从销售收入和税前利润方面来比较，印刷业收入占比 12%，利润占比 17%，利润率最高；其它轻工的利润率则明显较低，收入占比 52%，利润只占 45%，造纸业居于 2 者之间。



从以上 3 张图的对比情况我们大致可以看出轻工制造三大子行业的各自属性：造纸是资本密集型，重资产，轻产出；包装印刷的利润率最高，因为从纸产品到印刷品，多了制版、油墨、防伪等提升产品附加值的因素；其它轻工的企业数和员工数最多，但利润率最低，属于典型劳动密集型产业。

图 3：轻工制造 3 大子行业的销售收入与利润总额占比

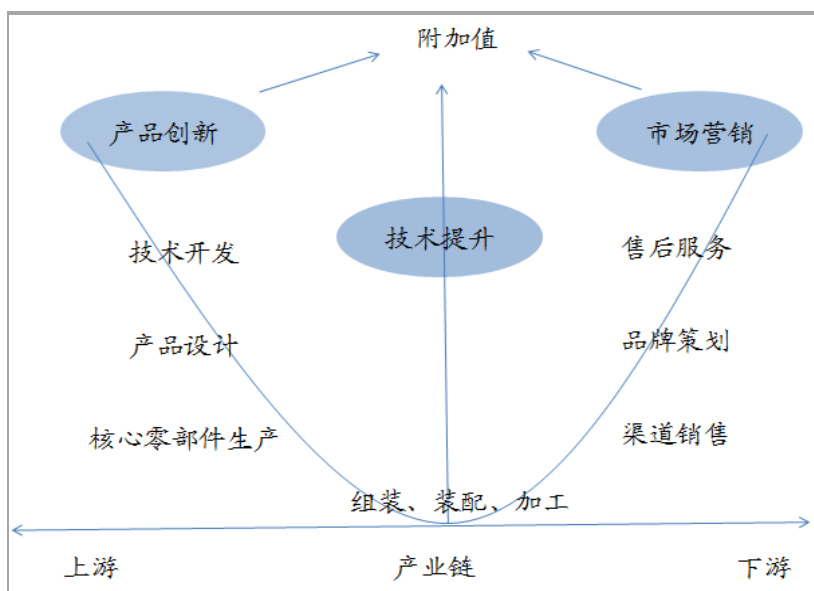


数据来源：wind，浙商证券研究所

➤ 我国的轻工制造业仍处于微笑曲线的最底端

1992 年，台湾宏基集团创办人施振荣先生在“再造宏基”的过程中，提出了著名的“微笑曲线”理论，以此作为宏基发展的战略方向。其核心观点是，在附加价值的观念指导下，企业只有不断往附加值高的产业链上移动与定位，才能持续发展与永续经营。

图 4：微笑曲线横跨产业链上下游



数据来源：浙商证券研究所

“微笑曲线”是指在产业链中，研发、生产、流通等各个环节的附加值曲线呈现“两端高、中间低”的形态，像微笑的弧形。在“微笑曲线”中，左端是原料、设

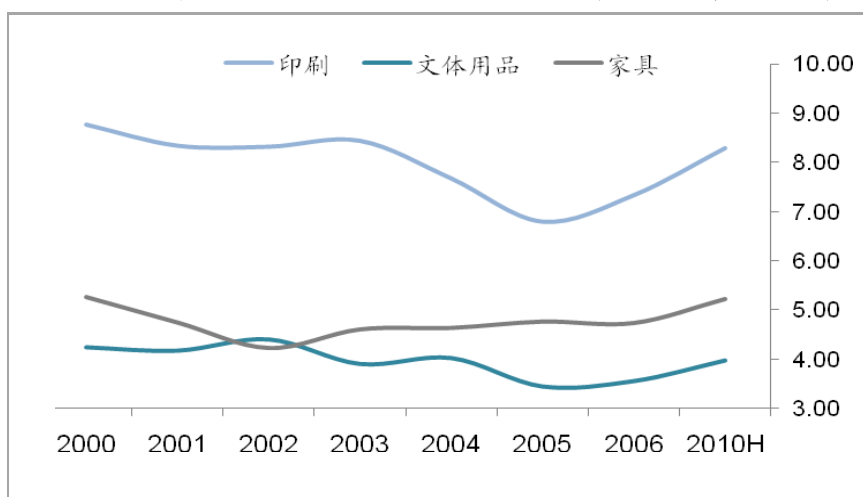


备，直至最左端的设计研发；右端是营销、渠道、服务，直至最右端的品牌，中间是加工生产。一般而言，越往两端走，附加值越高，利润率也越高，而处在中间的加工生产企业的附加值最低，净利润率可能只有 5%-10%。

在国际分工和全球产业转移的背景下，发达国家将制造业等劳动密集型行业向中国等新兴市场国家转移的步伐不断加快。中国已经成为全球最主要零售商以及经销商的 OEM 和 ODM 基地，很多跨国零售商和经销商都将在华采购列为改善其盈利状况的一个关键举措，中国的广大加工型企业也依靠简单的贴牌、代工赚取 10%-20% 甚至更高的毛利，这曾给中国轻工制造企业带来看似风光无限的好商机。

然而从 00 年至今我国轻工企业的税前利润率来看，大多数轻工制造企业，尤其是文体用品制造、家具制造等依靠人力成本取胜的企业，在过去的 10 年间税前利润率几乎没有任何提升！这些依靠简单的来料加工、贴牌代工等模式存在的轻工企业，发展阶段依旧处于产业链的底层，利润金字塔的最低端。

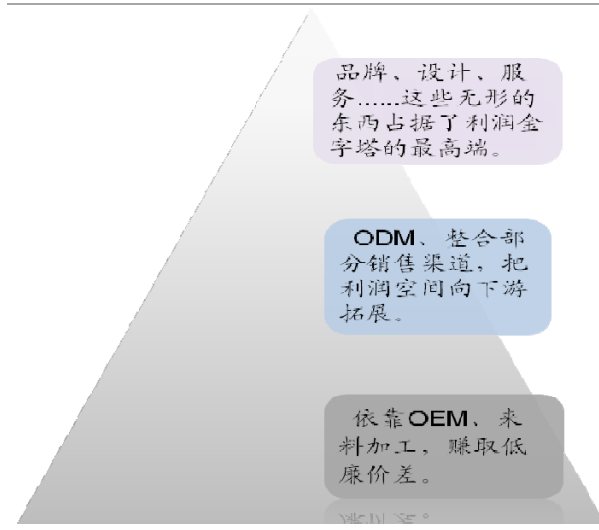
图 5：近 10 年我国大多数轻工制造企业的利润率几乎没有任何提升



数据来源：wind，浙商证券研究所

08 年的金融危机带给整个行业巨大打击，海外需求的萎缩几乎致很多企业于倒闭的边缘，危机下企业将目光转向内需市场，促使它们发展内销渠道，2010 年以来节节攀升的物价，最为明显的用工成本突增并高居不下，导致“中国制造”的最大优势——廉价劳动力被削弱。如此一来，规模增长与盈利水平双双受损，企业生存的内外环境恶化，迫使整个轻工制造行业的转型与升级提前到来。

图 6：利润金字塔对应的经营模式



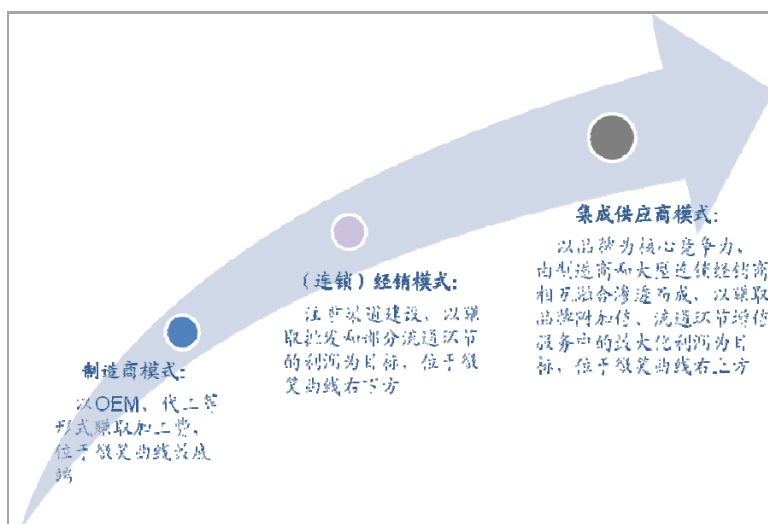
数据来源：浙商证券研究所

2. 产业升级：向微笑曲线两端延伸

➤ 产业升级就是经营模式的升级

从经营模式的进化来看，整个轻工制造的企业运营模式都主要经历 3 个阶段，由低到高依次是：制造商模式（以 OEM、代工等形式赚取加工费，位于微笑曲线最底端）——经销商/连锁经销商模式（注重渠道建设，以赚取批发和部分流通环节利润为目标，位于微笑曲线右下方）——集成供应商模式（以品牌为核心竞争力，由制造商和大型连锁经销商相互融合渗透而成，以赚取品牌附加值、流通环节增值服务中的最大化利润为目标，位于微笑曲线右上方）。

图 7：产业升级就是经营模式的升级



数据来源：浙商证券研究所

➤ 消费新生代崛起 客户结构改变倒逼企业转型

但我们认为，无论是人力成本还是海外需求，都只是产业转型的外因，客户结构

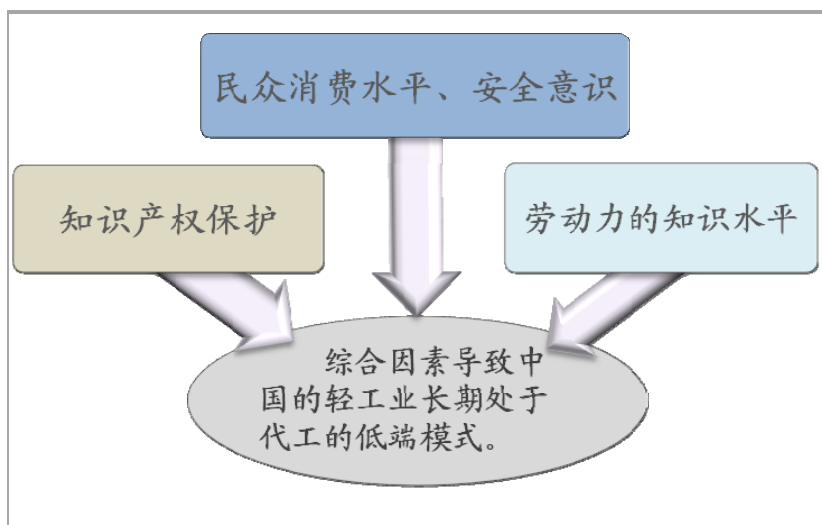


和劳动力素质的改变才是导致轻工业转型升级的根本原因所在。

个性、品牌、安全、环保、透支、随性、商场、网购……这些都是新生代与老一代在消费理念、选择偏好上的巨大差异，客户结构的改变必将反过来促使轻工企业升级转型。当 70 后、80 后逐渐成为这个社会的消费主力时，很难想象那些粗制滥造、低端仿制的“山寨”品还能大行其道，千篇一律的简单重复也难有市场，对产品的安全环保要求更是首当其冲。面对这样的客户群，企业不转型的结果，就只有死路一条。

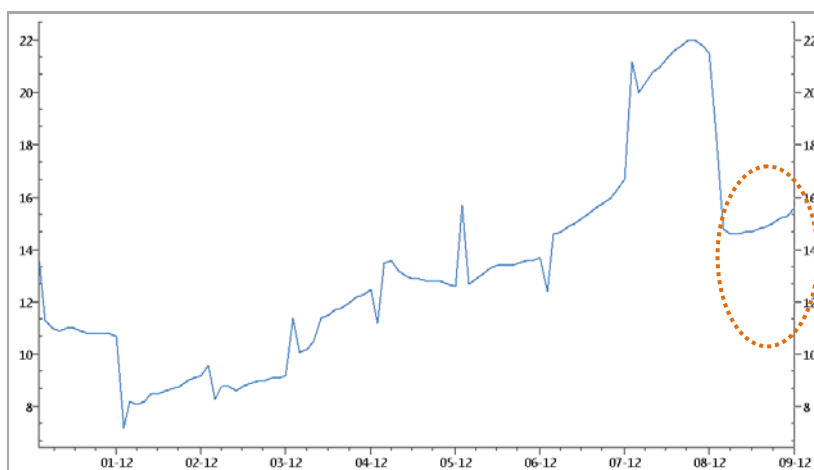
同样的，当越来越多的企业对车间工人的学历要求提高到大专（甚至以上）毕业、当更多的中层技术人员开始定期接受外语培训时，中国轻工业的升级也就有了坚实基础。

图 8：消费群、劳动力、维权环境导致我国轻工业长期处于代工模式



数据来源：浙商证券研究所

图 9：消费品零售总额增长再次加速预示着新生代逐渐成为消费主力

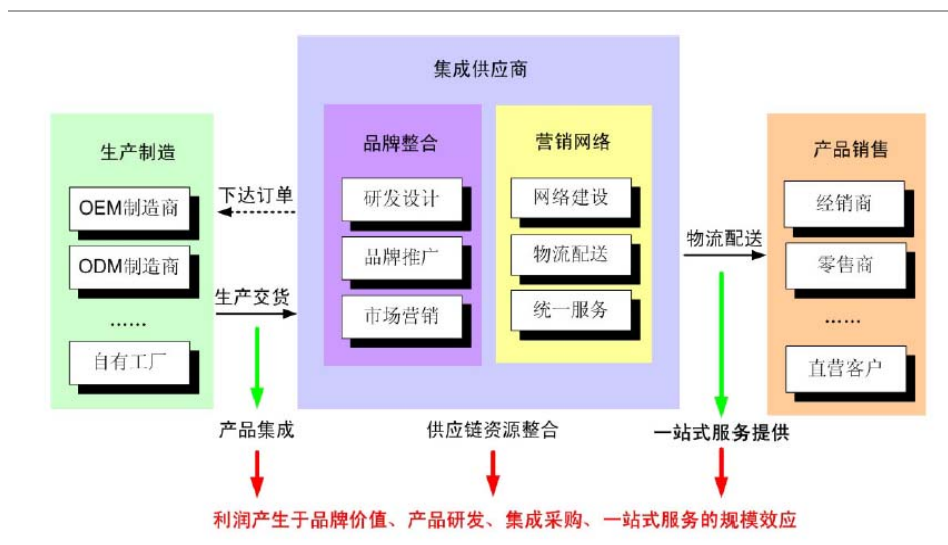


数据来源：wind，浙商证券研究所



企业目标：横跨微笑曲线的全产业链经营体。让研发、品牌、服务这些无形的东西取代实体生产，成为企业盈利的核心所在。

图 10：横跨微笑曲线的全产业链经营模式图



数据来源：公司招股书，浙商证券研究所

➤ 向左走：从代工到研发 中国轻工业已经上路

以我国轻工制造业群集的东莞为例。

官方数据显示，09 年东莞自主设计经营（ODM）外资企业比例由 2007 年的 23% 提高到 30%，加工贸易企业海内外注册品牌数量比 2007 年底增加了 610 个。全市新增国家高新技术企业 90 家、省民营科技企业 89 家，高新技术产品工业总产值达到 1779 亿元。2008 年以来，全市新增外资企业研发中心 67 个、省级企业技术中心 7 个；新增省级以上名牌名标 25 个。目前东莞拥有省级民营科技企业 562 家、外资企业研发机构 90 个，分别比金融危机前的 2006 年增长 57 %和 900%。2009 年专利授权量总量跃居广东省第二位，仅次于深圳，超过广州和佛山。东莞众多的玩具制造企业，正从原来单纯的 OEM（贴牌生产）向 ODM（设计生产）转变。

研发能力的加强，意味着接单能力的提升。海外客户有时候只需要描述出对产品的期望和成本上限，部分设计实力较强的企业就能做出让客户满意的样品，研发的附加值得以凸显，大大提升产品价格。而纯加工模式下的订单就继续向成本更低的区域如东南亚转移。

➤ 向右走：从渠道到品牌 下游更难突破

因此我们认为，在中国轻工业的“微笑曲线”提升之路上，突破“研发”端的条件已经较为成熟，而下游的“营销”直至“品牌”端，则有更大难度。研发设计的突破是基于国民知识水平、创新能力的提升，而走品牌、服务等“无形价值”之路，就更需要突破“企业=生产”的思想藩篱，深刻认识到“顾客第 1，销售第 2，生产第 3”，因为当产业沉淀到一定程度，品牌便会成为一种必然。



3. 看好方向：向曲线两端扩张；子行业升级换代

➤ 向微笑曲线两端扩张的先行者

对于那些升级已见成效的企业，我们一般会看到毛利提升、复制式扩张、成长迅速等可喜特征。而从这时开始，它们与那些沿袭原有生产模式的企业就走向了不一样的发展道路，高成长也将随之而来。

➤ 行业升级催生出的新龙头

新的细分行业一般随科技进步、习惯改变而产生，能敏锐察觉并快速占领市场者，往往能攫取一定时间的高额垄断利润，该领域中原有龙头企业有优势；而长期来看，能够做到“因时而变”才是企业发展的关键。

4. 代表公司：两个看好方向中的先行者

图 11：代表公司为我们看好的两个升级方向中的先行者



数据来源：浙商证券研究所

对上述 3 家公司的详细分析请参考本报告 13-21 页。



5. 对子行业及相关公司的投资建议

(1) 造纸：资源为王 向上游林业进军

关注公司：太阳纸业

(2) 包装：收购兼并提升市场占有率

关注公司：永新股份

(3) 文具、家具、陶瓷品等家用轻工：内销渠道建设已到收获期

关注公司：美克股份、齐心文具

(4) 消费升级：中国的奢侈品及高端消费品市场势不可挡

关注公司：飞亚达 A



6. 风险提示

海外各国经济的不确定性。通胀导致原料及人工成本高企，蚕食企业盈利。

渠道及品牌建设成效缓慢，严重消耗利润，最终拖垮企业生存。

海外经济恶化或出口限制提升，导致出口业务陷入困境。



奥飞动漫(002292)

动漫给力 带动玩具产业链整体升级

浙商证券研究所

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 动漫投入带来后续数十倍的玩具销售,新元素将传统玩具制造业带入杠杆运作的新模式。
- 从微笑曲线最左端的产品设计,直到最右端的品牌推广,有了动漫都进行得更加顺利。

投资要点:

■ 融入动漫元素的玩具产业 特点是高毛利和复制式扩张

公司近 40%的综合毛利率,显著高于玩具行业的平均毛利水平(20%-25%),其中动漫玩具的毛利又显著高于非动漫玩具。自 06 年投拍的动漫影片陆续推出并渗透市场,公司相关玩具的毛利和销量都获得大幅提升。不同的动漫影片带动不同的玩具市场,但从形象创作到玩具生产基本都沿用相同的流程,可复制性强,扩张快。

■ 从产品设计到品牌推广 微笑曲线两端都被点亮

成功的动漫设计+有效的播放渠道是玩具大卖的不二法门。公司核心研发人员均在卡通动漫产业浸淫多年,市场嗅觉敏锐,创作成功率高。此外,公司今年收购了全国 5 家专业卡通频道之一的“嘉佳卡通”,及时抓住播放渠道这一宝贵资源。

公司与包括央视在内的 200 多家电台建立起长年深度合作关系,拥有出色的动漫+玩具互动推广能力、常年举办各类比赛为产品造势。拥有 140 余家区域总经销商、1.3 万多家销售终端,营销网络庞大且坚实,品牌建设颇有成效。09 年“奥迪 AULDEY”战胜美泰、孩之宝、万代等国际玩具巨头,被 maigoo 网评为行业十大品牌之首。

■ 动漫玩具是行业发展的一大趋势 未来市场空间巨大

国产动漫获政策大力扶持,如黄金时段限播境外动画片、中央及地方电台开播动画频道等。93-08 的 16 年间,国产动画时长复合增速超 50%,国产动漫在与海外的对抗中逐步成长壮大。海外各国当前的动漫玩具在玩具产品中的占比在 15%-30%之间,我国仅有 5%,提升空间较大。

■ 费用率居高不下 规模效应有待发挥

尽管收入增长和毛利水平都复合预期,但新品推广和品牌建设的营销费用居高不下,期间费用逐年增加,净利率较 05、06 年剧烈下降,导致净利润偏低。我们认为,费用率在达到一定峰值后随规模效应下降是大概率事件,而公司在盈利模式、市场前景、研发品牌各方面都居于同行前列,且身处动漫玩具的朝阳行业中,应该享有一定的估值溢价。

■ 投资建议: 买入

预计 2010-2012 年公司 EPS 为 0.46 元、0.59 元、0.84 元。对应当前股价的动态市盈率为 78X、61X 和 43X,估值略高。后期股价的催化剂或将是文化产业的“十二五”规划、公司在获取播放渠道方面的新动作等方面。

评级: 买入

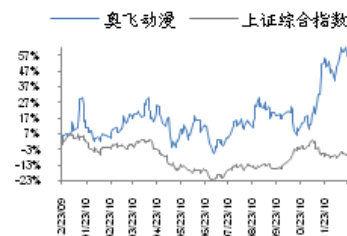
上次评级: --

目标价格: ¥0.00

上次预测: ¥--

当前价格: ¥35.44

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.13
2Q/2011	0.13
3Q/2011	0.14
4Q/2011	0.16



公司简介

公司是国内最大的动漫玩具企业,主营业务为动漫玩具开发、生产与销售,下属子公司涉足动漫影片制作、发行及动漫图书。商业模式是集产业运营与动漫内容创作为一体,以自主原创动漫形象开路,带动动漫玩具销售大幅增长。

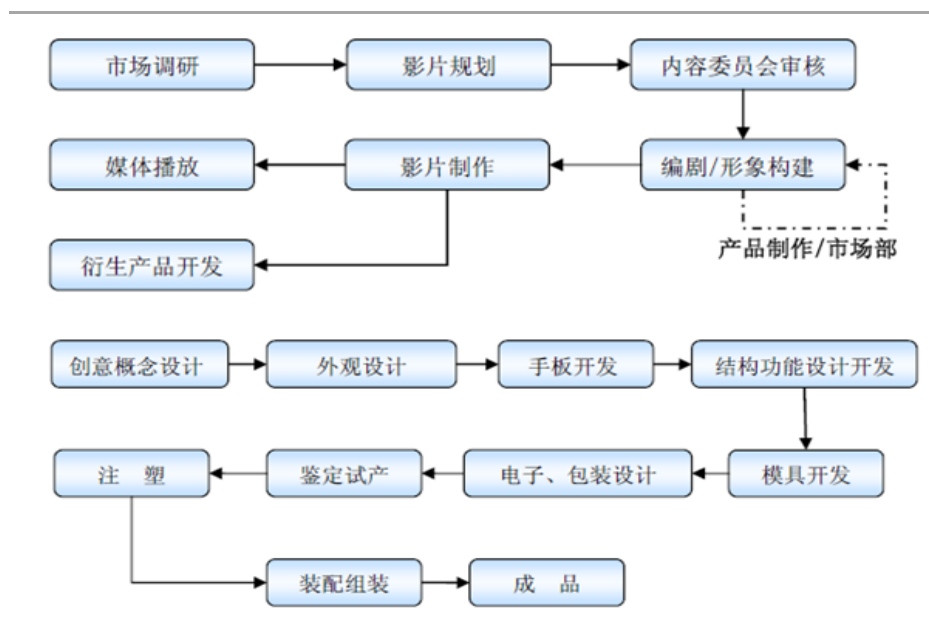


表 1: 动漫+玩具盈利模式下对应的投入产出比（已运作）

单位: 百万	投入	产出	投入产出比(倍)
火力少年王 I	6	308	31
火力少年王 II	4		
战斗王 EX	10	105	11
合计	20	412	21

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 12: 奥飞动漫对动漫开发和玩具生产的流程图



数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 2: 自主开发动漫玩具的毛利率明显高于授权开发类玩具

单位: 万	2006		2007		2008	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
火力少年王悠悠球	8397	34%	18689	50%	5612	52%
战斗王陀螺	-	-	5566	37%	9779	52%
巴啦啦女孩玩具	-	-	-	-	1976	53%
闪电冲线遥控车	-	-	-	-	5159	58%
铠甲勇士装备	-	-	-	-	30	49%
战龙四驱车						
电击小子(试推广)						
自主开发小计	8397	34%	24255	47%	22555	54%
迪迦奥特曼	2804	36%	3630	33%	2535	36%
迪斯尼系列	-	-	244	48%	535	50%
钢铁拯救队	-	-	-	-	1250	59%
虹猫蓝兔系列	-	-	-	-	627	49%
授权开发小计	2804	36%	3874	34%	4947	45%



动漫玩具合计	11201	35%	28129	45%	27501	52%
--------	-------	-----	-------	-----	-------	-----

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：近年来奥飞动漫的分业务毛利率和综合毛利率水平

%	2007	2008	2009	2010H
动漫玩具	45	52	39	37
非动漫玩具	21	27	22	24
动漫影视类	-92	-98	62	63
动漫媒体	-	-	-	38
动漫图文类	16	39	-19	-12
综合毛利率	34	41	38	38

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 4：奥飞动漫分业务盈利预测表

主营业务	预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
动漫玩具（含自主开发与授权开发）	收入	408.90	498.86	633.55	823.61
	成本	249.62	312.03	390.03	499.24
	毛利率	39%	37%	38%	39%
非动漫玩具	收入	114.31	121.17	139.34	157.46
	成本	88.74	92.29	103.36	113.70
	毛利率	22%	24%	26%	28%
动漫影视类	收入	64.31	80.39	108.52	151.93
	成本	24.56	31.93	41.51	53.96
	毛利率	62%	60%	62%	64%
动漫图文类	收入	2.39	0.96	1.05	1.10
	成本	2.84	0.99	1.04	1.09
	毛利率			1%	1%
其他授权产品（动漫媒体）	收入	0.93	2.79	4.19	5.44
	成本	0.99	2.48	2.92	3.45
	毛利率		11%	30%	37%
营业收入合计	收入	590.84	704.16	886.65	1139.55
	YOY	31%	19%	26%	29%
营业成本合计	成本	366.74	439.71	538.87	671.44
	YOY	39%	20%	23%	25%
营业利润合计	利润	224.10	264.45	347.79	468.11
	YOY	39%	18%	32%	35%
期间费用合计	费用	120.70	147.25	182.59	228.24
营业外收入	收入净额	14.55	21.16	17.39	23.41
税前利润	利润	117.95	138.35	182.58	263.27
	YOY	-	17%	32%	44%
净利润	净利润	101.50	117.60	151.54	215.88
	YOY	-	16%	29%	42%
所得税率		14%	15%	17%	18%
每股收益	EPS（元）	0.78	0.46	0.59	0.84

数据来源：浙商证券研究所



美盈森(002303)

技术+服务 中国制造有了新内涵

浙商证券研究所

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 以销售“包装产品”为目的的业务，赚取高于行业平均5-10个点的毛利，公司依靠的是技术水平；而以销售“包装一体化”为目的的业务，赚取高于行业平均15-25个点的毛利，公司依靠的是服务。即重包与轻包2项业务的毛利差距10个百分点左右，恰是由于前者有更多包装方案和用料改良的服务空间所致。

投资要点:

■ 公司盈利模式的优越体现在价值链创新

包装的内涵从单纯加工提升为设计生产，并进一步扩充到包装一体化服务，行业附加值步步趋升。公司同时兼任了生产、研发、代购、物流等4方面业务，而生产仅是其中一环。换句话说，环节越多，能发掘的利润点越多。

产业链上的上下游依存度不一样。传统的包装工业中，上游原材料是影响包装企业利润的最主要因素；一体化经营的产业链中，影响包装企业利润的更多是下游产品，其附加值高于上游原料，导致包装企业能争取到的利润空间增加。

■ 产品—技术—服务 毛利提高源自微笑曲线升级

细分公司单个业务的毛利情况，我们发现如下特征：以销售包装产品为目的的业务，赚取高于行业平均5-10个点的毛利，公司依靠的是技术水平；而以销售包装一体化为目的的业务，赚取高于行业平均15-25个点的毛利，公司依靠的是服务。正如重包与轻包业务的毛利差距恰是由于前者有更多包装方案、用料改良的服务空间所在。

■ 11年产能开始集中释放

利用IPO资金在全国3地布局新产能4.3亿平米，现有产能仅0.8亿平米，预计新建产能将在11-13年陆续达产，未来3年公司产能将大幅提升，成长随之加速。

■ 下游客户成为影响公司成长性的的重要因素

一体化经营模式下的包装企业，其盈利受下游产品的影响较大，因此公司客户成为影响其成长性的的重要因素。目前公司的客户集中在电子通讯行业，尤其是生产大型设备的企业，依托电信产业在我国未来较好的发展前景，公司的业务量有较好保障，但正如我们上面分析的，重包产品较轻包产品的毛利空间大，不排除因客户结构改变（如新建的华东吴江区内企业多以生产电脑、显示器等中小型电子产品为主）而引起的综合毛利下降情况。

■ 投资评级：买入

预计2010-2012年公司可实现EPS为0.92元、1.48和1.98元，对应目前股价的动态市盈率为48X、29X和22X，给予公司买入评级。

评级: 买入

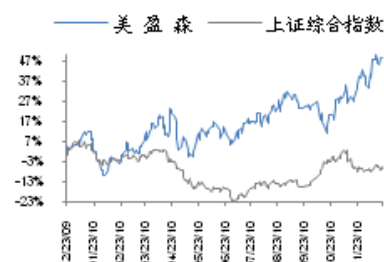
上次评级: --

目标价格: ¥--

上次预测: ¥--

当前价格: ¥42.00

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.46
2Q/2011	0.48
3Q/2011	0.46
4Q/2011	0.48



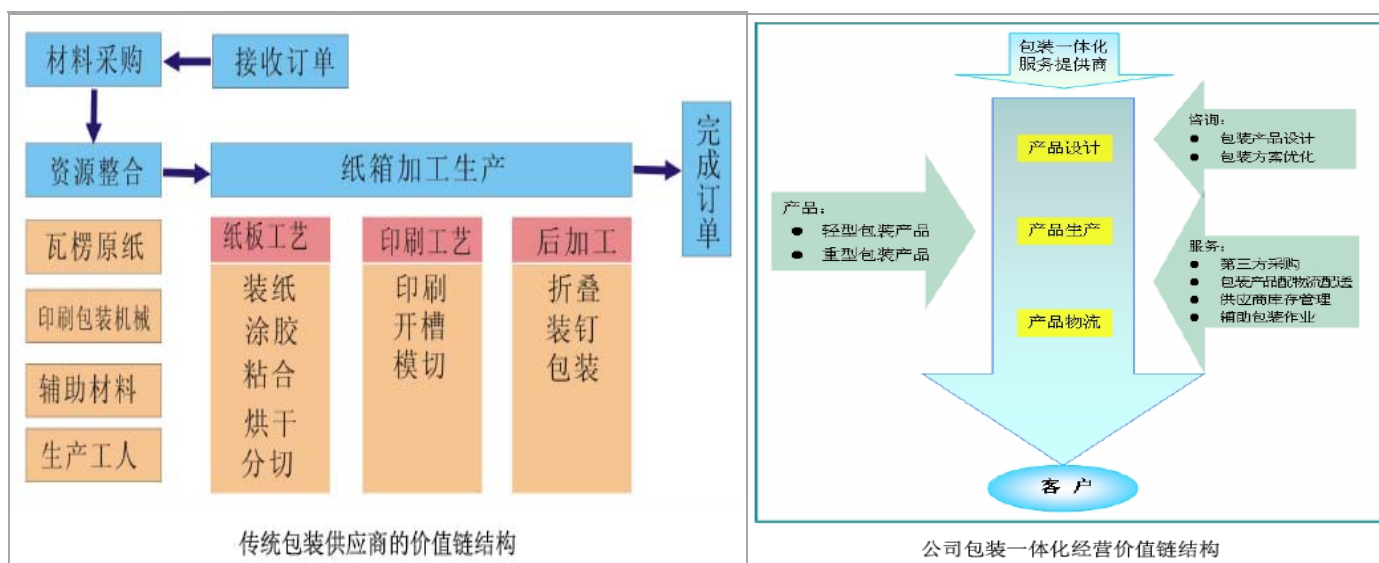
公司简介

公司是一家从事瓦楞包装产品的生产与销售的企业，包装一体化整体服务能力全国第一位。能为客户提供优质的包装设计、合理的包装方案优化、快速的物流配送、经济的第三方采购、专业的供应商库存管理及辅助包装作业等包装一体化服务。

相关报告



图 13: 传统包装供应商与一体化包装服务商的价值链构造区别



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 14: 美盈森的分业务毛利和综合毛利水平

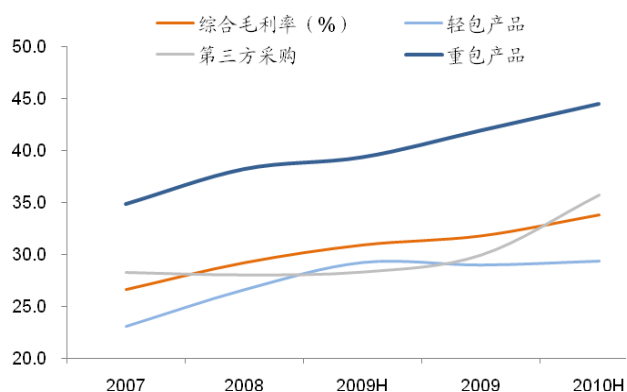
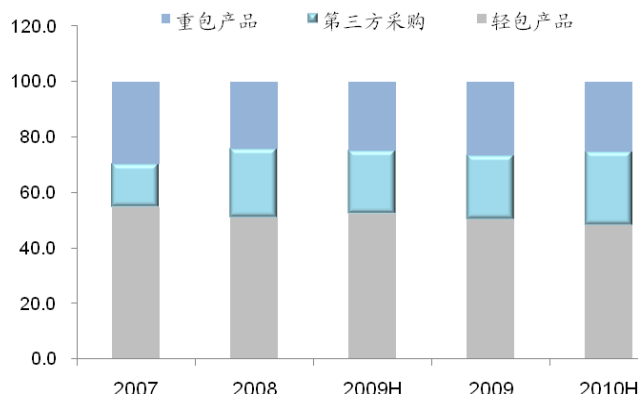


图 15: 美盈森近年来的分业务利润占比



数据来源：wind，浙商证券研究所

表 5: 美盈森 2010 年中期对前五大客户的销售情况

客户名称	营业收入（百万）	占总营业收入之比（%）
群康科技（深圳）有限公司	74.73	19.93
鸿富锦精密工业（深圳）有限公司	59.90	15.97
IBM International Holdings	30.95	8.25
惠州三星电子有限公司	21.53	5.74
纬创资通(中山)有限公司	21.45	5.72
合计	208.57	55.61

数据来源：公司公告，浙商证券研究所



表 6: 美盈森分业务盈利预测表

	2009	2011E	2012E	2010E
营业收入 (亿, 下同)	7.02	7.81	13.83	18.74
轻型包装产品	3.87	4.03	7.48	10.10
第三方采购	1.72	1.97	3.54	4.70
重型包装产品	1.43	1.81	2.81	3.94
营业成本	4.77	5.02	8.87	11.87
轻型包装产品	2.75	2.77	5.12	6.86
第三方采购	1.20	1.26	2.25	2.95
重型包装产品	0.82	0.99	1.50	2.06
税+费+损	0.75	0.87	1.83	2.66
营业利润	1.50	1.92	3.13	4.22
利润总额	1.56	1.92	3.13	4.22
所得税	0.23	0.28	0.49	0.68
净利润	1.33	1.64	2.65	3.54
EPS (元)	0.94	0.92	1.48	1.98

数据来源: 浙商证券研究所



鸿博股份(002229)

随行业一起成长的数字印刷新“蓝海”

浙商证券研究所

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

- 全国共9家彩票印刷定点资格企业（3家体彩+6家福彩），公司及其全资子公司占了其中的1/3。彩票印刷具有毛利高，壁垒强，成长稳定的特点。
- 公司近年来积极开拓数字印刷和智能标签业务，存在后期逐步贡献盈利的可能。

本报告导读：

投资要点：

■ 彩票印刷为公司带来丰厚盈利和稳定增长

公司主营彩票印刷尤其是体育彩票的印刷。彩票印刷毛利率一直保持在40%以上；普通票据印刷毛利在25%左右，综合毛利水平38%左右。目前全国共9家彩票印刷定点资格企业（3家体彩+6家福彩），公司及其子公司占了其中的1/3，具有较强的资质优势。此外，由于客户忠诚度高，营销费用少，公司的净利率常年保持25%以上，为制造业中少见。因此公司现有业务具有毛利高、壁垒强的特点。

彩票印刷随彩票发行情况而定，近年来我国的彩票发行增速保持在20%左右，故公司彩票印刷增速也可基本维持该水平；而普通票据印刷目前竞争逐渐激烈，因此公司现有印刷业务可保持20%的稳定增长，同时其丰厚的盈利和简化的经营可以为新业务提供资金和人力支持。

■ 网络售彩赋予公司彩票业务想象空间

结合最近2项投资公告（增资福建鸿博和广州彩创），公司或存在向网络售彩方向发展的意图。考虑到公司浸淫博彩业多年，雄厚的研发实力和客户关系将为其争取财政部的牌照提供优势。网络售彩的收入分配比例目前尚不确定，或将采取按比例从销售额中提成的佣金模式，该模式的盈利情况视销售规模而定，顺利获取牌照是销售规模的有力保障。

■ 个性化数字印刷及智能标签是公司近年努力方向 贡献盈利尚需时日

公司IPO时即有直邮产品和智能标签的募投项目各一个，至今未见盈利贡献，参考行业中该2类新业务的一般磨合时间，公司的情况尚属正常，但新业务开拓对资金的消耗较大，公司近期的定增侧面说明了这点。对上述2项业务的后期进展仍需及时关注，因此我们的盈利预测中也没有考虑上述业务的任何盈利贡献。

■ 投资评级：买入

预计2010-2012年公司可实现EPS为0.40元、0.52和0.67元，对应目前股价的动态市盈率为49X、38X和30X，给予公司买入评级。后期股价催化剂来自于网络售彩牌照获批及前期募投项目开始贡献利润。

评级： 买入

上次评级： --

目标价格： ¥0.00

上次预测： ¥--

当前价格： ¥19.68

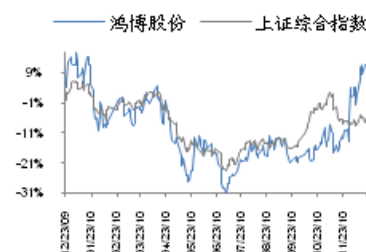
单季度业绩 元/股

1Q/2011 0.09

2Q/2011 0.10

3Q/2011 0.11

4Q/2011 0.10



公司简介

公司是一家专业印制商业票据、彩票、存折存单、单式单证的高新技术企业，综合印刷能力位于全国前列，是中央国家机关和中共中央直属机关定点印刷企业，是金融、税务、彩票、财政、民政等系统印刷定点企业。

相关报告



图 16: 长期以来鸿博的净利率远高于行业平均水平

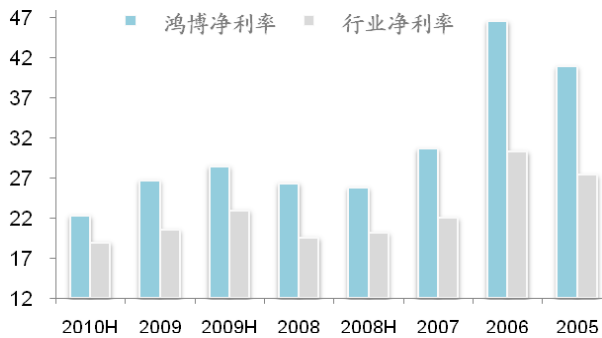
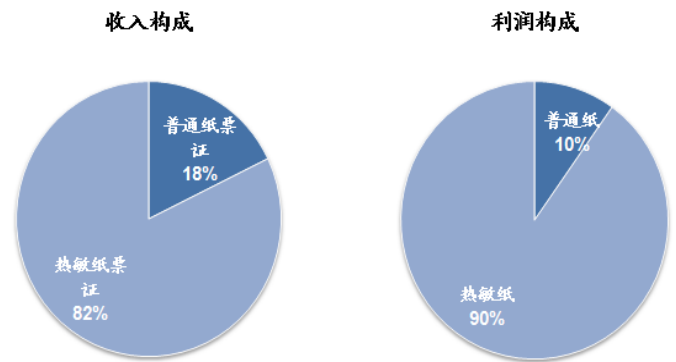


图 17: 鸿博股份的利润及收入构成情况



数据来源: wind, 浙商证券研究所

图 18: 鸿博现有业务的成长较为稳定

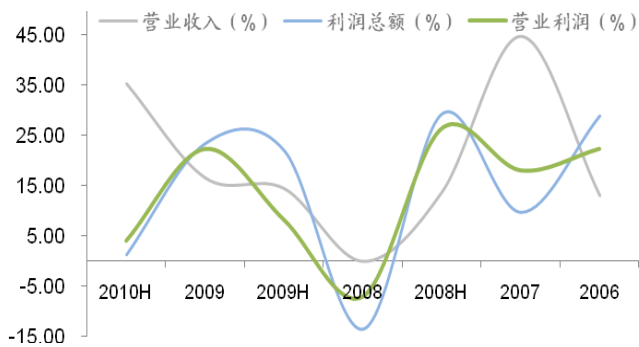
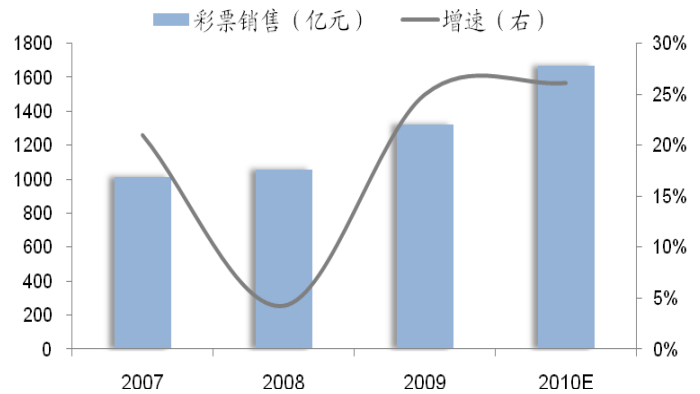


图 19: 近 4 年我国的彩票销售额及同比增速



数据来源: wind, 国家财政部, 浙商证券研究所

表 7: 鸿博股份 IPO 时对募投项目的投资及盈利情况预计

指标 (万)	项目 1: 高档商业票据印刷生产线项目	项目 2: 重庆数字化印刷基地建设项	项目 3: 直邮商函数据处理及可变印刷、邮发封装系统生产线	项目 4: 全自动智能标签生产线项目
年销售收入	8,615	4,308	3,111	3,205
净利润	1,768	929	661	1,045
财务内部收益率 (%) "	25.40	22.70	19.06	26.40
财务净现值	4,629	2,097	1,254	2,909
盈亏平衡 BEP (%)	37.32	40.60	66.44	22.68

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所



表 8: 鸿博股份分业务盈利预测

主营业务	预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
热敏纸票证	收入（百万，下同）	148	201	262	327
	YOY	23.90%	35.80%	30.00%	25.00%
	成本	84	114	153	193
	YOY	-	37.00%	34.00%	26.00%
	毛利率	44%	43%	41%	41%
普通纸票证	收入	32	34	38	43
	YOY	10.50%	5.00%	12.00%	15.00%
	成本	25	26	29	33
	YOY	-25%	4%	11%	14%
	毛利率	21.20%	21.95%	22.51%	23.01%
营业收入合计	收入	180	235	299	370
	YOY	30.95%	30.32%	27.42%	23.74%
营业成本合计	成本	109	141	183	227
	YOY	38.55%	29.34%	29.75%	24.12%
主营业务利润合计	利润	71	94	117	144
	YOY	-	31.82%	23.94%	23.15%
期间费用合计	费用	23	26	30	34
	YOY	0.10%	13.22%	14.15%	13.48%
营业利润	利润	50	68	87	110
	YOY	-	35%	28%	26%
营业外收入	净额	10.12	11	14	17
利润总额	利润	58.40	79	101	127
	YOY	-	36%	27%	26%
净利润	净利润	48.42	66.20	83.32	104.57
	YOY	-	36.73%	25.85%	25.51%
所得税率		17%	16%	17%	18%
每股收益	EPS（元）	0.36	0.49	0.61	0.77

数据来源：浙商证券研究所



浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行 造纸轻工

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

医药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

纺织服装

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

公用事业行业



旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

n

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

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>