

鸿博股份 (002229.SZ)

包装印刷行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

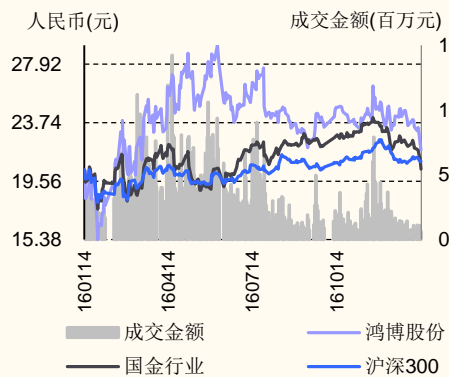
市场价格(人民币)：21.80元

打通彩票全产业链，静候行业风云再起

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	210.61
总市值(百万元)	7,263.07
年内股价最高最低(元)	29.27/15.38
沪深300指数	3319.91
深证成指	10008.30



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.09	0.03	0.01	0.04	0.12
每股净资产(元)	2.89	2.92	2.94	2.98	3.09
每股经营性现金流(元)	0.07	0.34	-0.04	0.34	0.44
市盈率(倍)	166	967	1,479	514	187
行业优化市盈率(倍)	21	48	41	41	41
净利润增长率(%)	-68.59%	-66.85%	-52.07%	187.43%	175.16%
净资产收益率(%)	3.21%	1.05%	0.50%	1.42%	3.77%
总股本(百万股)	298.19	298.19	298.19	298.19	298.19

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **彩票印制龙头，打通彩票全产业链。**公司是体、福彩预制票据和即开票印制龙头企业，在A股上市公司中最早布局彩票游戏、系统研发和彩票无纸化销售。公司确立了“以彩票印制为基础，加大彩种研发投入，重视无纸化彩票的推广和平台建设，抓住移动互联网发展给无纸化彩票带来的机遇”为发展战略。
- **彩票行业整顿已逾两年，积极信号渐次呈现。**始于2014年11月国家审计署开展彩票资金专项审计的彩票行业整顿迄今已经持续超过两年。目前，专项审计已经结束。从2016年下半年开始，积极信号开始渐次呈现：1)中福彩就电话和互联网售彩营销策略项目招标；2)中体彩就“互联网系统新增游戏安全测试、体育彩票移动应用客户端第三方符合性安全检测”招标；3)中体彩对“竞彩微信开发项目”招标。其中，后两个项目的完成时点均在2017年一季度，我们判断全国两会结束至二季度或将成为彩票无纸化销售重启的重要时间窗口。
- **彩票预制票据印制绝对领先、即开票印制后来居上。**公司是唯一同时入围体、福彩预制票据印制供应体系的供应商。体、福彩合并计算，公司在中标金额和覆盖省份市占率分别为31.6%和26.6%，均排名第一。2015年，公司通过收购控股了体彩即开票的唯一社会印制企业中彩彩。合资方科彩全球是全球博彩业巨头美彩科技的全资子公司。强强携手不仅着眼中国即开票印制业务，或也将为其他彩票相关产品和服务的合作留有空间。
- **A股最早布局彩票系统和游戏研发，已取得多项重要进展。**1)2015年2月，公司中标全国首个省级体彩手机彩票招投标项目——“福建省体育彩票游戏及游戏平台建设者”项目，并可同时获得福建省体彩电话销售代售者资格。2)2016年11月，公司6款游戏在中国福利彩票第三届即开型彩票游戏产品征集活动中获优秀奖，被纳入中福彩中心游戏库并将择机申报发行。
- **A股最早从事无纸化售彩，业务规模排名靠前。**2010年，公司控股“彩乐乐”网站，成为最早布局互联网售彩的A股上市公司；同年，公司还设立控股子公司鸿博致远和鸿博数码网络，分别从事电话销售彩票以及电子彩票研发和“线下出票”的2B业务。2014年，公司的2C业务营收约为8亿元左右，2B业务营收接近30亿元。2C业务规模约排在所有网站前15名和专业垂直网站前10名。

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

估值和投资建议

- 公司是彩票印制龙头企业，在上游彩票系统和游戏布局最早、成果最丰，下游无纸化售彩亦有相当经验，是 A 股中彩票产业链布局最为完整的上市公司。公司近年业绩主要受 2011 年非公发布局多元化印刷业务拖累，不过随着白酒市场转暖带动酒标印刷业务回升等因素，公司未来几年或将迎来业绩反转。我们重点关注彩票行业整顿进展，认为 2017 年二季度将是彩票无纸化销售重启的重要时间窗口。我们看好公司在彩票行业长期耕耘累积的行业资源以及未来长期向好的发展可能性。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.01/0.04/0.12 元/股（三年 CAGR55.9%），首次给予“增持”评级。

风险

- 原材料价格和人工成本上涨；彩票销售下滑；彩票系统和游戏研发、代销资质的认定和取得存在不确定性。

内容目录

估值及投资评级	5
公司概况：彩票印制龙头，完整布局彩票游戏和无纸化售彩	5
彩票行业：经历风雨，终见彩虹	6
彩票行业整顿已逾两年，积极信号渐次呈现	6
无纸化将推动彩票行业实现全新跨越	7
鸿博股份：彩票印制龙头，打通彩票全产业链	9
彩票预制票据印制绝对领先、即开票印制后来居上	9
上游“系统+游戏”，下游无纸化售彩，一个都不能少	12
风险因素	13
盈利预测	14
关键假设	14
盈利预测	14

图表目录

图表 1：鸿博股份 1H2016 主营收入分解	5
图表 2：鸿博股份历史营运表现	5
图表 3：鸿博股份 1H2016 营业利润分解	6
图表 4：鸿博股份近年盈利表现	6
图表 5：鸿博股份近年经营效率	6
图表 6：鸿博股份近年现金流和盈利能力	6
图表 7：彩票行业整顿历程（2014.11-至今）	7
图表 8：“便捷化”是彩票销售方式的演变方向	8
图表 9：鸿博数据网络测试中的手机游戏	8
图表 10：彩票无纸化销售 vs. 实体销售	9
图表 11：省级福彩预制票据中标金额（百万元，2014-2016）	10
图表 12：福彩预制票据中标省份数和中标次数（2014-2016）	10
图表 13：省级体彩预制票据中标金额（百万元，2014-2016）	10
图表 14：体彩预制票据中标省份数和中标次数（2014-2016）	10
图表 15：省级彩票预制票据中标金额份额（2014-2016）	10
图表 16：省级彩票预制票据中标覆盖省份份额（2014-2016）	10
图表 17：全球彩票票种分布	11
图表 18：中国彩票票种分布（2016 年）	11
图表 19：鸿博股份收购控股中科彩	11
图表 20：彩票行业价值链	12
图表 21：3Q2014 彩票 PC 端销售市场份额	13
图表 22：3Q2014 彩票手机端销售市场份额	13
图表 23：鸿博数据网络营收和净利润情况（百万元）	13

图表 24: 广州彩创营收和净利润情况 (百万元) 13
图表 25: 鸿博股份盈利预测..... 14

估值及投资评级

- **首次覆盖给予“增持”评级。**公司是彩票印制龙头企业，在上游彩票系统和游戏布局最早、成果最丰，下游无纸化售彩亦有相当经验，是 A 股中彩票产业链布局最为完整的上市公司。公司近年业绩主要受 2011 年非公发布局多元化印刷业务拖累，不过随着白酒市场转暖带动酒标印刷业务回升等因素，公司未来几年或将迎来业绩反转。我们重点关注彩票行业整顿进展，认为 2017 年二季度将是彩票无纸化销售重启的重要时间窗口。我们看好公司在彩票行业长期耕耘累积的行业资源以及未来长期向好的发展可能性。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.01/0.04/0.12 元/股（三年 CAGR55.9%），首次给予“增持”评级。

公司概况：彩票印制龙头，完整布局彩票游戏和无纸化售彩

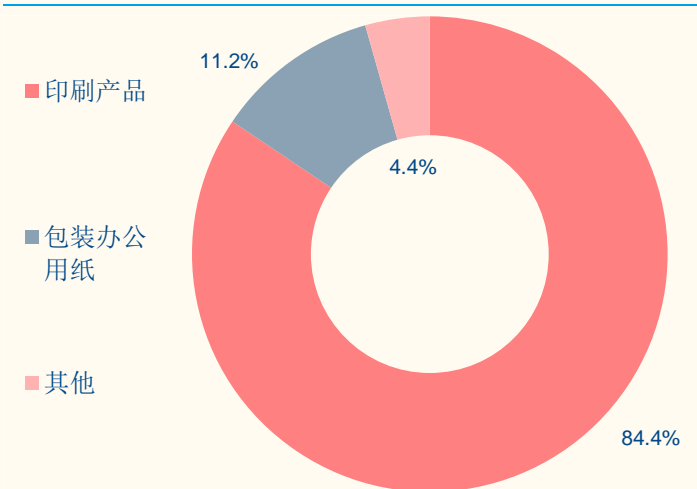
公司沿革：公司成立于 1999 年，2007 年整体变更为股份有限公司。目前，公司主营业务已从商业票据印刷拓展到包装印刷、数字印刷、RFID 封装和彩票无纸化销售。

管理层简介：公司现任董事长为尤友岳，中国国籍，曾担任公司副董事长兼总经理；总经理为尤友鸾，中国国籍，曾担任公司生产部经理、副总经理、总经理特别助理和董事副总经理等职务。

股权结构：公司总股本为 3.33 亿股，其中流通股 2.11 亿股。控股股东和实际控制人为尤氏家族（尤玉仙、尤丽娟、尤友岳、尤友鸾、尤雪仙和章棉桃），共持股 34.99%；实际控制人集合资产管理计划持股 1.79%，均价 20.52 元/股；员工持股计划持股 0.3%，均价为 19.53 元/股；限制性股票激励计划占股 0.6%，授予价格为 12.20 元/股。

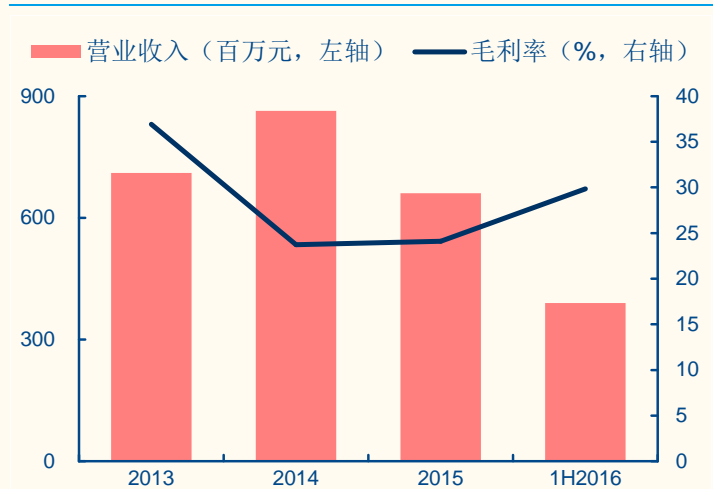
融资历史与大小非情况：公司于 2008 年 5 月 8 日 IPO 上市，发行 2,000 万股，发行价 13.88 元/股，发行后总股本为 8,000 万股；2011 年 7 月 8 日，非公开发行 2,094 万股，增发价 13.60 元/股；2016 年 9 月 2 日，非公开发行 3,498.21 万股，增发价 22.40 元/股。

图表 1：鸿博股份 1H2016 主营收入分解



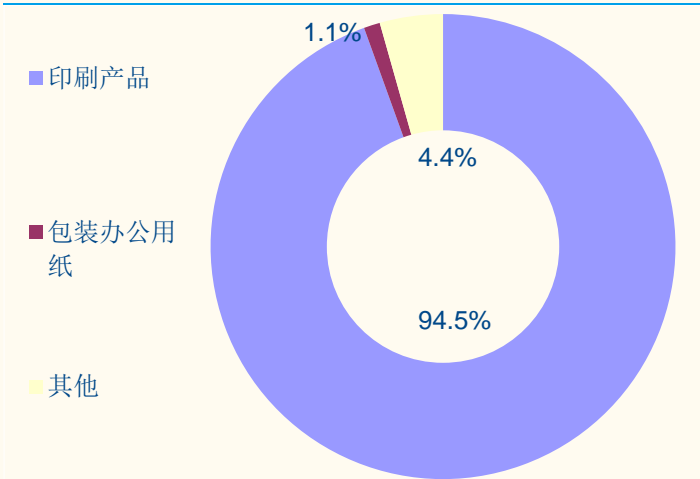
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：鸿博股份历史营运表现



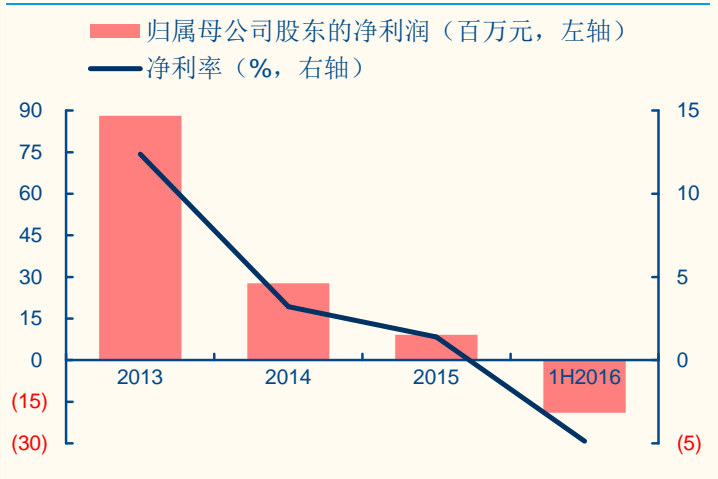
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：鸿博股份 1H2016 营业利润分解



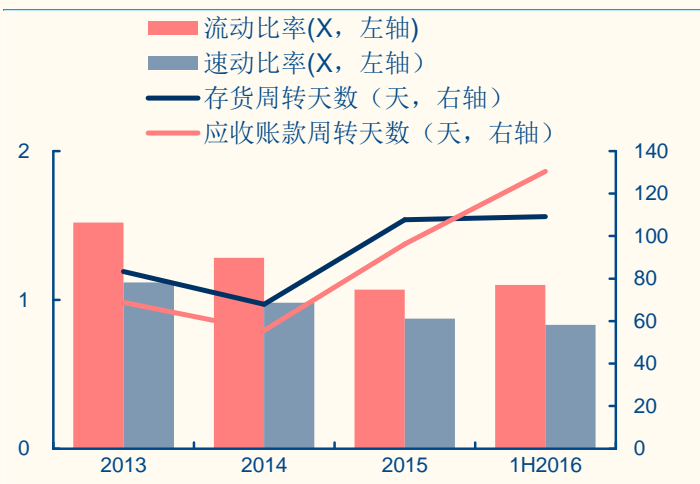
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：鸿博股份近年盈利表现



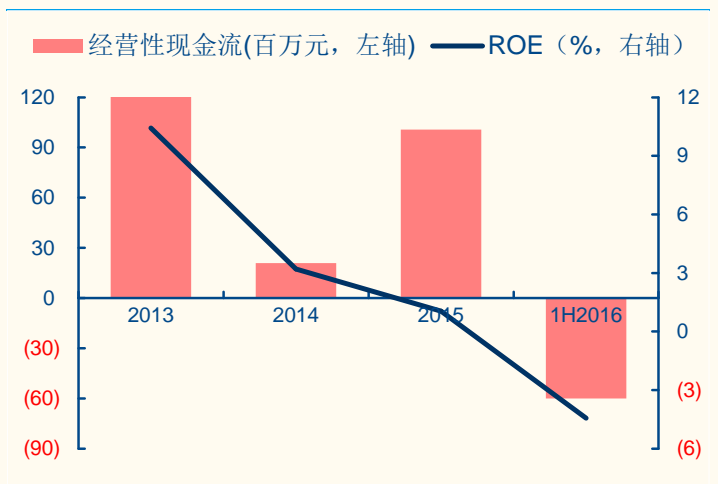
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：鸿博股份近年经营效率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：鸿博股份近年现金流和盈利能力



来源：Wind，国金证券研究所

彩票行业：经历风雨，终见彩虹

彩票行业整顿已逾两年，积极信号渐次呈现

- 史上持续最久的行业整顿尚未结束。以 2014 年 11 月国家审计署 18 个省级特派办对相应省份开展彩票资金专项审计为标志，彩票行业的整顿迄今已经持续超过两年。2015 年 4 月 3 日，财政部联合公安部、工商总局、工业和信息化部、民政部、人民银行、体育总局和银监会等八部门发布公告，对“擅自利用互联网销售彩票的行为”严厉查处，要求“利用互联网销售彩票业务必须依法合规，由彩票发行机构向财政部提出申请，财政部作出书面决定。未经财政部批准，任何单位不得开展互联网销售彩票业务。”从 2015 年 2 月起，包括已经获得互联网销售体育彩票试点资格的 500 彩票网在内，大多数网站、APP 和微信号都已经停止售彩业务。4 月 30 日，体育总局体彩中心在《关于电话销售体育彩票相关事宜的通知》中也明确暂停原本在个别省份已经启动的电话代销者的选择征召工作。2016 年 5 月 24 日，财政部联合公安部、工商总局、民政部和体育总局发布《关于做好查处擅自利用互联网销售彩票工作有关问题的通知》，要求对整顿期间擅自利用互联网销售或变相销售彩票现象进行严厉查处，同时要求中福彩中心和中体彩中心抓紧推进建立互联网销售彩票管理系统进行统一管理，实时监控。

图表 7：彩票行业整顿历程（2014.11-至今）



来源：国金证券研究所整理

- **积极信号渐次呈现，2017 年二季度或为重要时间窗口。**2015 年 12 月 22 日，国家审计署在《关于 2014 年度中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改情况》中披露彩票发行费和彩票公益金审计查出问题整改情况，“至 2015 年 10 月底，已整改问题金额 794.73 亿元，占比 9.4%，制定完善政策制度 200 个，处理 274 人；对利用互联网销售彩票问题，财政部等正在研究完善有关管理办法。”对于手机售彩，财政部在 2014 年 3 月 27 日发布修订版的《电话销售彩票管理暂行办法》中，已经删除原版本中的禁止将电话销售彩票系统以任何方式与互联网联结销售彩票”，而将“电话销售彩票”定义为“利用固定电话、移动电话通过短信、语音、客户端等方式销售彩票”，从而为发展空间广阔的移动互联网销售彩票业务正名。同样地，“未经财政部批准，任何单位和个人不得开展电话销售彩票业务。”2016 年 5 月 24 日，中福彩中心就电话和互联网售彩营销策略项目招标，这是彩票无纸化销售重启的首个重要积极信号。其后，中体彩中心在 2016 年 6 月 2 日公告“互联网系统新增游戏安全测试、体育彩票移动应用客户端第三方符合性安全检测及其他待定测试项目”招标结果，相关测试时间从 2016 年 6 月至 2017 年 2 月。2016 年 11 月 11 日，中体彩中心“中国竞彩微信开发项目”开标，项目开发周期预计为 4 个月。中体彩中心上述两大项目的完成时点均在 2017 年一季度，我们判断全国两会结束至二季度或将成为彩票无纸化销售重启的重要时间窗口。

无纸化将推动彩票行业实现全新跨越

- **无纸化从多方面重塑彩票行业。**彩票恢复发行以后，最初的手写发展到机打，再到电话、互联网以及视频等形式，销售方式一直以“便捷性”为导向发展演化。传统纸质彩票，包括已经具有无纸化形式的视频彩票，都必须在实体门店销售，这从时间和地点上都限制了中高收入人群购买彩票。而基于互联网和移动互联网销售的无纸化彩票从根本上打破了购买彩票的时空限制，无疑将极大地促进彩票销售的便利性。销售便捷性的提高将有效刺激彩票销量的增长。基于互联网和移动互联网的无纸化彩票，不仅能

够实现所有传统彩票的在线销售，而且能开发出传统彩票所无法展现的类似网络游戏和手机游戏的丰富的彩票游戏和玩法，并且还能够在高频和即开玩法成为可能，这些都能够显著增强彩票游戏的趣味性。

图表 8：“便捷化”是彩票销售方式的演变方向

阶段/时点	演变过程
1987 年	传统即开型彩票以及销售中介以手写票方式，纪录彩票及彩民信息
1995 年 4 月	深圳率先销售“用电脑管理的传统型福利彩票”，这是电脑彩票的雏形
2000 年左右	通过计算机网络印制的电脑票在全国全面推广
2001 年	手机委托投注出现，彩民可以通过手机委托购买不同类型的彩票，投注金额从手机账户扣除，返奖自动进入同一账户，大大降低彩票销售成本，方便更多白领购买
2003 年	互联网销售彩票出现，但在 2002 年和 2007 年两次被发文禁止
2003 年	视频彩票出现。各销售厅的视频彩票机通过专网联接彩票中心终端机，终端机负责运作彩票游戏及计算彩票结果
2009 年	手机在线投注出现。彩民通过可上网的手机，下载特定的程序，便能进行高频的视频彩票游戏。
2009 年	家庭数码电视渠道投注出现

来源：国金证券研究所整理

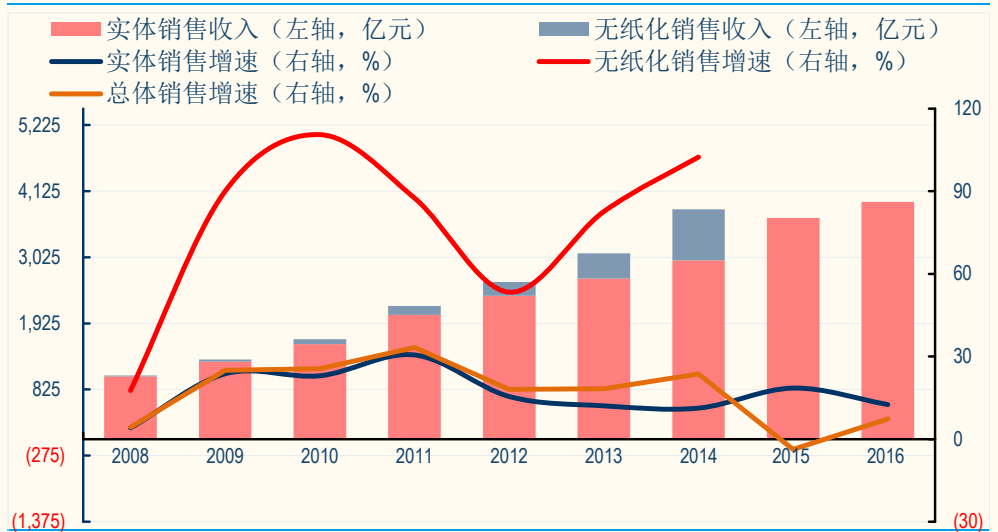
图表 9：鸿博数据网络测试中的手机游戏



来源：鸿博数据网络网站，国金证券研究所

- **无纸化停售已经冲击行业整体发展。**2014 年，彩票无纸化销售额已经达到 850 亿元/年，占当年彩票总销售额的比重超过 20%，且增速大幅超过传统渠道（2014 年同比增速：90.48%vs.13.11%；5 年 CAGR：83.93%vs.18.63%）。无纸化渠道是此前多年彩票总体销售维持超过 20% 年增长的重要引擎。2015 年 2 月，彩票销售创下了有统计数据以来的月度累计增速记录（接近 40%，其中体彩超过 60%）。此后，随着“史上最严厉的整顿”下无纸化售彩全面停止，彩票销售高速增长的态势迅速掉头向下。2015 年，彩票总体销售出现了 2004 年以来的首次负增长。根据我们的测算，彩票综合收益（公益金+综合税收收入）2014 年已经分别占到中央和地方两级财政收入的 0.99%和 1.05%，其重要性不言而喻。

图表 10: 彩票无纸化销售 vs. 实体销售



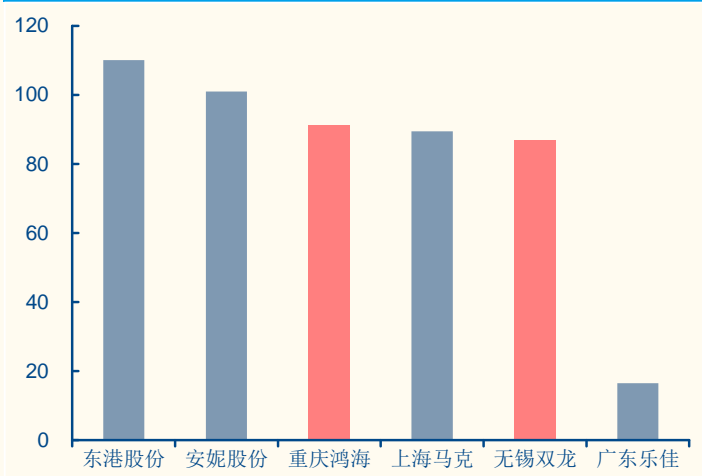
来源: Wind, 国金证券研究所

鸿博股份: 彩票印制龙头, 打通彩票全产业链

彩票预制票据印制绝对领先、即开票印制后来居上

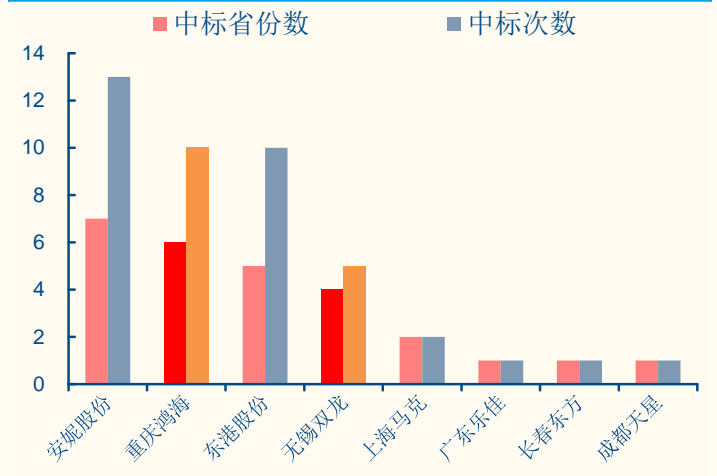
- **彩票印制采用定点制度。**彩票印制分为即开票印刷和电脑彩票的预制票据印刷。即开票主要由中福彩中心和中体彩中心自有的专业印务公司——中彩印制公司和中体彩印务公司完成, 也有部分外包给定点印刷资质企业印制。电脑彩票的预制票据包括电脑彩票的热敏纸和投注单, 均采用定点印刷制度, 由中福彩中心和中体彩中心通过对印刷企业技术、经验、设备和生产条件等方面的严格核查, 在全国确定 9 家定点印刷资质企业, 其中福彩定点 6 家、体彩定点 3 家。
- **唯一同时入围体、福彩预制票据印制供应体系, 市占率第一。**热敏纸彩票印制是公司的主导业务。上市前, 公司本部和子公司重庆鸿海即已分别拥有体彩和福彩定点印刷资格。上市后, 公司先后于 2011 年和 2016 年分步全面收购了无锡双龙。至此, 公司拥有福彩 6 家定点印刷资质企业中的 2 家以及体彩 3 家定点印刷资质企业中的 1 家, 迄今也是唯一同时进入体、福彩预制票据印制供应体系的印刷企业。我们统计了新浪彩通披露的 2014 年 1 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止全国 31 个省级体、福彩中心的预制票据招投标信息 (鉴于未有部分省份相关信息, 该数据或不完整)。福彩方面, 以中标金额计算, 公司旗下的重庆鸿海和无锡双龙分别位列第 3 名和第 5 名, 合计市占率接近 36%, 排名第一。以覆盖省份计算, 重庆鸿海和无锡双龙分别名列第 2 名和第 4 名, 合计市占率超过 37%, 排名第一; 体彩方面, 公司在中标金额和覆盖省份均排名第二, 市占率分别为 27.7% 和 17.9%。体、福彩合并计算, 公司 (含重庆鸿海和无锡双龙) 在中标金额和覆盖省份市占率分别为 31.6% 和 26.6%, 均排名第一。

图表 11：省级福彩预制票据中标金额（百万元，2014-2016）



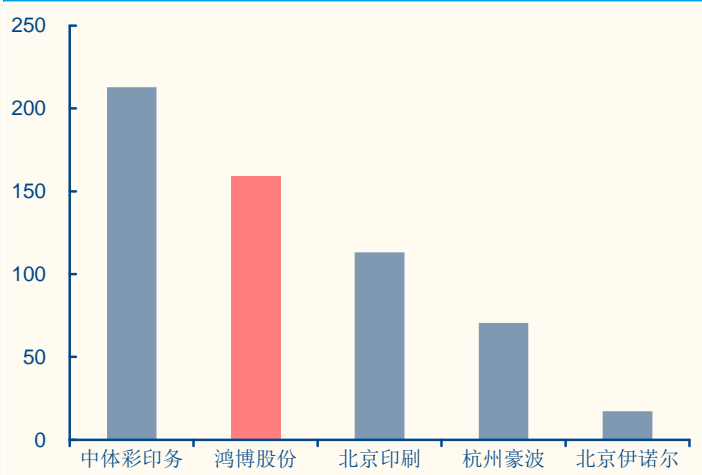
来源：新浪彩通，国金证券研究所

图表 12：福彩预制票据中标省份数和中标次数（2014-2016）



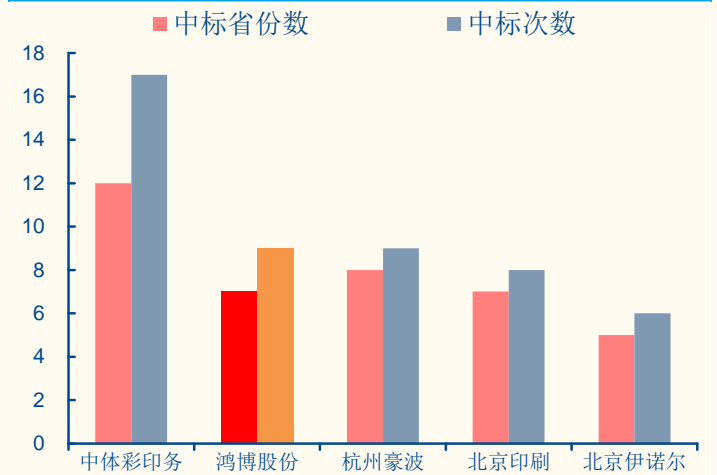
来源：新浪彩通，国金证券研究所

图表 13：省级体彩预制票据中标金额（百万元，2014-2016）



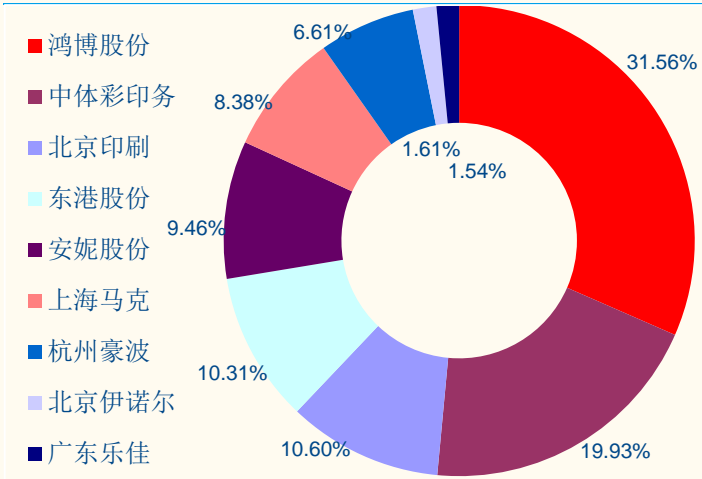
来源：新浪彩通，国金证券研究所

图表 14：体彩预制票据中标省份数和中标次数（2014-2016）



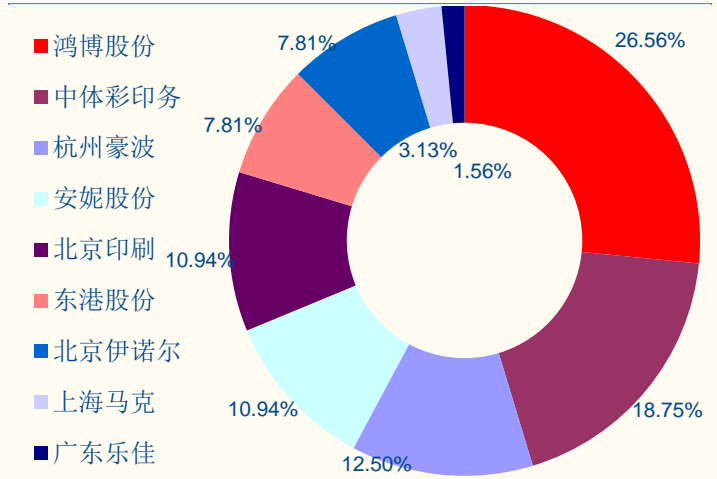
来源：新浪彩通，国金证券研究所

图表 15：省级彩票预制票据中标金额份额（2014-2016）



来源：新浪彩通，国金证券研究所

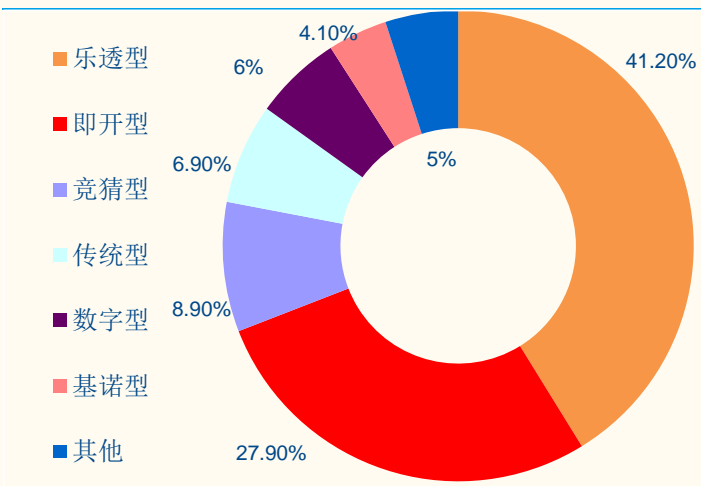
图表 16：省级彩票预制票据中标覆盖省份份额（2014-2016）



来源：新浪彩通，国金证券研究所

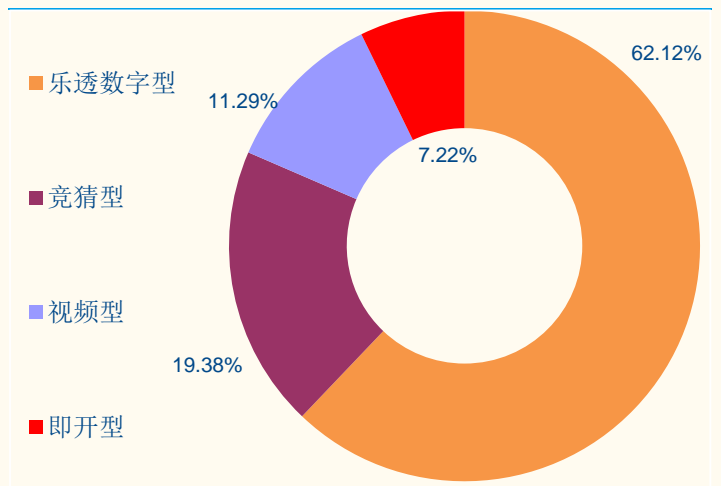
- **藉收购快速切入即开票印制业务，合资模式或蕴含合作空间。**2005年，网点即开票返奖率由50%统一提高至65%，开启了即开票连续7年高速发展期。2011年，即开票（体、福彩合计）销售额突破400亿元大关，但是从2012年至今已经连续5年负增长。2016年，即开票销售额占比仅为7.22%，不仅低于2011年最高点的18.1%，更是大幅落后于全球平均水平的27.9%。即开票销售的下滑与即开型游戏创新减少以及宣传模式僵化等因素有关，不过较多的问题也意味着较高的改善空间。即开票印制是一项综合服务，包括研发、印制和物流配送等多个环节，盈利模式通常根据即开票销售额分成，而非以印刷张数计价。目前，除了中福彩和中体彩下属的中彩印制公司和中体彩印务公司以外，拥有即开票印制资质的印刷企业只有4家，其中福彩3家，体彩1家。2015年11月，公司收购了科信盛彩100%股权，从而间接收购了北京中科彩51%股权。中科彩则是体彩即开票的唯一一家社会印制企业。控股中科信，一方面有助优化公司产业结构，推进公司打造彩票全产业链的战略布局，提升公司的业务规模和技术研发能力。另一方面，中科彩的另一直接股东科彩全球注册于爱尔兰，是全球即开型彩票、固定投注赔率公司、同注分彩彩票和网上彩票的领先公司，而科彩全球是全球博彩业巨头科学游戏公司（Scientific Gams Corporation, 美彩科技 SGMS. Nasdaq）的全资子公司。美彩科技为全球博彩和彩票相关行业开发以技术为基础的产品以及系统、软件、在线游戏和社交博彩等服务。强强携手不仅着眼中国即开票印制业务，或也将为其他彩票相关产品和服务的合作留有空间。

图表 17：全球彩票票种分布



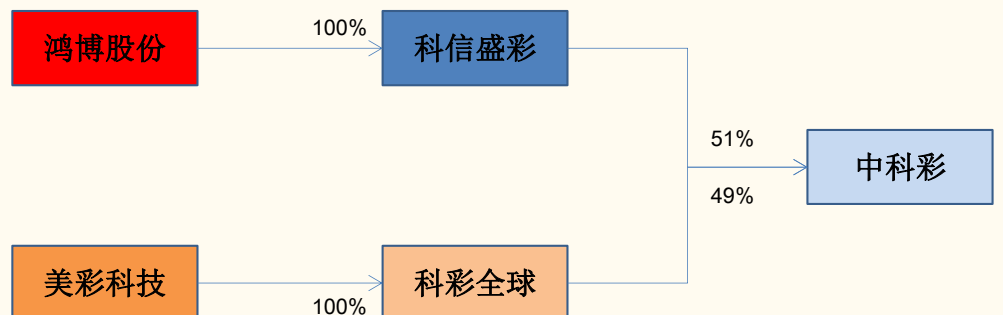
来源：GBGC，国金证券研究所

图表 18：中国彩票票种分布（2016年）



来源：中国福彩网，新浪彩通，国金证券研究所

图表 19：鸿博股份收购控股中科彩

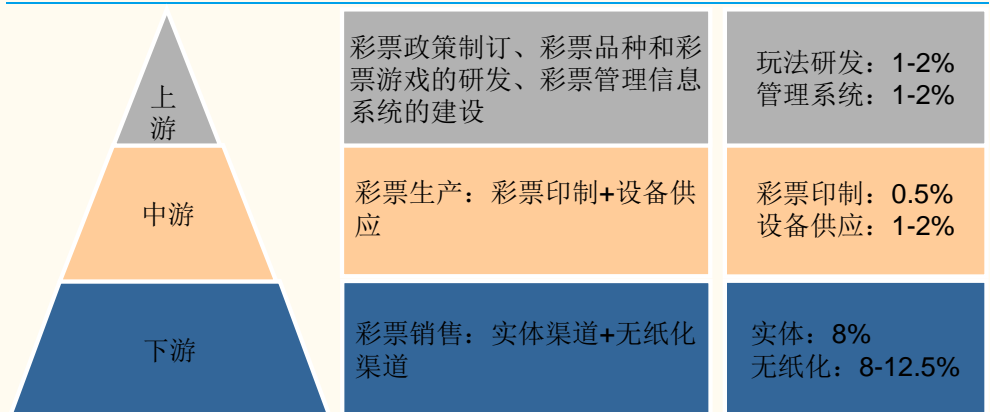


来源：公司公告，国金证券研究所

上游“系统+游戏”，下游无纸化售彩，一个都不能少

- 完整的彩票行业价值链可以分成上游、中游和下游三个环节，各环节都实施严格的资质管理。其中，上游环节包括彩票政策的制订、彩票品种和彩票游戏的研发以及彩票管理信息系统的建设；中游环节包括彩票预制票据和即开票的印制和物流以及彩票终端设备的生产供应；下游则是彩票的销售环节，按销售渠道可分为实体渠道和无纸化渠道。在这些环节，除了在彩票代销环节允许个人申请实体门店销售以外，其他环节都要求以企业化的形式进行，并且都实行严格的资质管理，这是进入中国彩票行业最主要的进入壁垒：1) 彩票系统对安全性和稳定性要求很高，因此，彩票设备和彩票软件都需要经过严格的标准认证；2) 彩票的预制票据和即开票由中福彩和中福彩下属企业或定点印刷资质企业承印；在彩票的无纸化销售方面，除了对企业有较高的资本金要求以外，只有获得电话销售和/或互联网销售许可的企业才能合法进行相关代销行为。

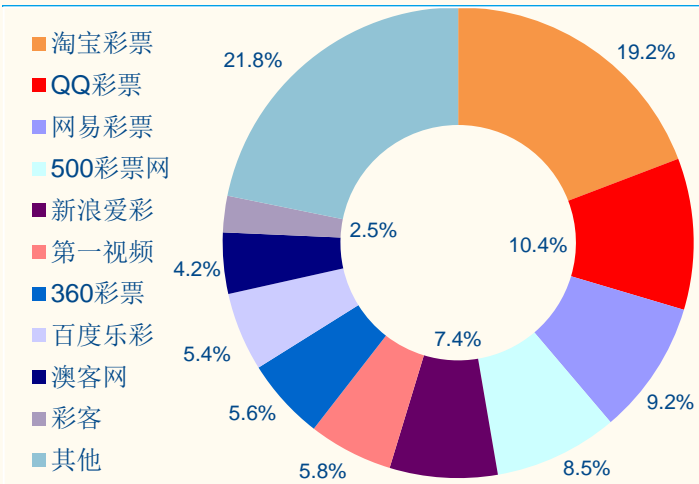
图表 20：彩票行业价值链



来源：国金证券研究所

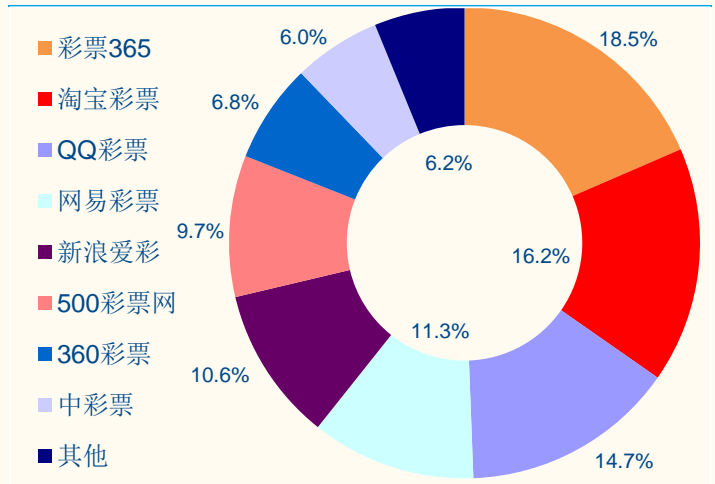
- A 股最早布局彩票系统和游戏研发。**公司确立了“以彩票印制为基础，加大彩种研发投入，重视无纸化彩票的推广和平台建设，抓住移动互联网发展给无纸化彩票带来的机遇”的发展战略。2011 年，公司成立了 A 股上市公司中第一个专业的电子彩票研发团队，目前已经研发出“安徽体彩运营分析系统”、“吉林省福彩自助投注大厅系统”、“鸿博数据网络公司体彩出票系统”和“省中心彩票销售自建系统”等系统，并且在电子彩票方面分别获得“鸿博 E 彩平台管理系统”、“鸿博 E 彩手机客户端系统”、“鸿博 E 彩游戏管理系统”和“鸿博 E 彩渠道管理系统”等软件著作权。
- 系统和游戏研发取得多项重要进展。**1) 2015 年 2 月，公司中标全国首个省级体彩手机彩票招投标项目——“福建省体育彩票游戏及游戏平台建设者”项目，并可同时获得福建省体彩电话销售体育彩票代销者资格。目前，公司已经完成了相关开发工作，由于中体彩中心从 2015 年 4 月 30 日起暂停了所有省级电话代销者的选择征召工作，因此该手机游戏平台及相关游戏须待行业整顿结束后方能审批上线。2) 2016 年 11 月，公司及全资子公司钻研（北京）提交的 10 款游戏中的 6 款获得中国福利彩票第三届即开型彩票游戏产品征集活动优秀奖。本次活动共有 38 款游戏产品获奖并纳入中福彩中心游戏库择机申报发行。
- “无纸化售彩”曾经野蛮生长。**在此轮行业整顿之前，除了 500 彩票网和中国竞彩网获得了互联网销售体育彩票的试点许可以外，所有无纸化代销彩票行为都可以称为“无证经营”，行业处于较为混乱的野蛮生长状态。彼时，彩票无纸化代销者主要有两类：一类是淘宝、京东商城等电商网站和新浪、腾讯等门户网站的彩票频道，另一类是以 500 彩票网为代表的等专业垂直彩票网站。同时，由于当时的无纸化售彩事实上还需要“线下出票”动作，因此还存在不少专业提供出票服务的企业。从“易观智库”披露的 2014 年第 3 季度无纸化售彩数据来看，PC 端销售 188.7 亿元，市占率前三位分别是淘宝彩票、QQ 彩票和网易彩票；手机端销售 89.3 亿元，市占率前三位分别是彩票 365、淘宝彩票和 QQ 彩票。

图表 21: 3Q2014 彩票 PC 端销售市场份额



来源: 易观智库, 国金证券研究所

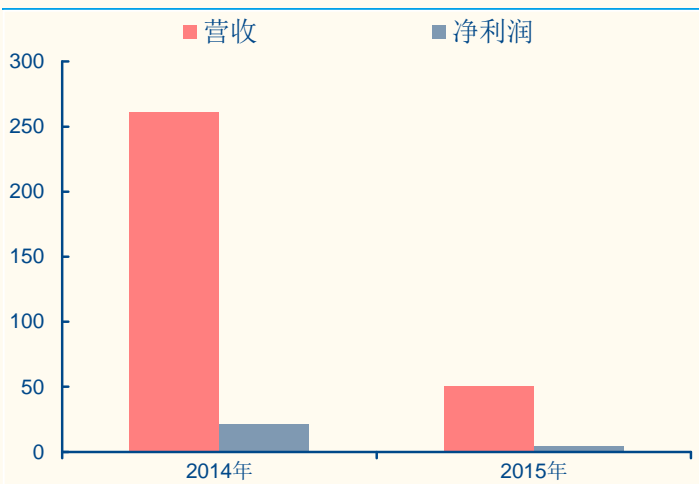
图表 22: 3Q2014 彩票手机端销售市场份额



来源: 易观智库, 国金证券研究所

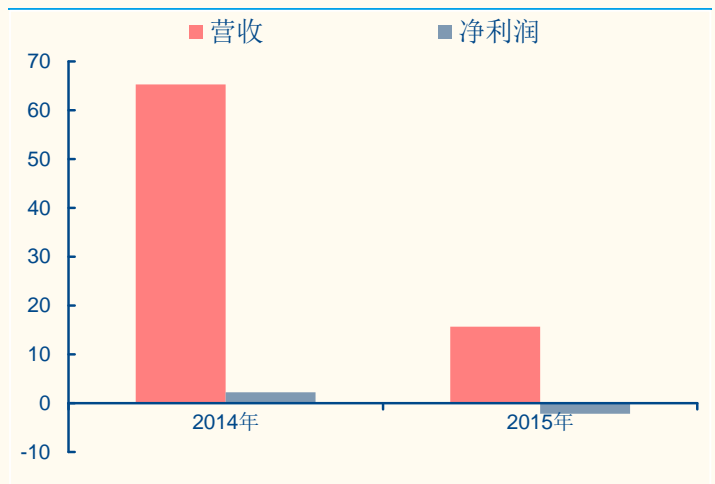
- A 股最早从事无纸化售彩, 业务规模排名靠前。**2010 年, 公司通过收购并增资, 控股广州彩创 75% 股权, 从而控制了彩创旗下的“彩乐乐”网站, 成为最早布局互联网售彩的 A 股上市公司; 同年, 公司发起设立控股子公司鸿博致远, 试水电话销售彩票; 与此同时, 公司还投资设立了子公司鸿博数码网络, 从事前文所述的电子彩票研发和“线下出票”的 2B 业务。从公司披露的业务数据推算, 2014 年, 公司的 2C 业务营收约为 8 亿元左右, 2B 业务营收接近 30 亿元。2C 业务规模约排在所有网站前 15 名和专业垂直网站前 10 名。

图表 23: 鸿博数据网络营收和净利润情况 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 广州彩创营收和净利润情况 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 非公开发行加码电子彩票研发。**2016 年 9 月 2 日, 公司完成非公开发行, 共募集资金净额 7.62 亿元, 除了用于收购无锡双龙剩余 40% 股权并增资用于“彩票物联网智能化管理及应用项目”以外, 投资 1.05 亿元用于“电子彩票研发中心项目”。项目主要包括彩票游戏研发、游戏平台技术支持以及电子彩票销售系统平台应用等, 目的是整合公司现有资源和团队, 建立从研发、评估、测试、销售到数据分析服务的电子彩票研发基地, 完善公司彩票产业链, 促进公司长期可持续发展。

风险因素

- 原材料价格和人工成本上涨; 彩票销售下滑; 彩票系统和游戏研发、代销资质的认定和取得存在不确定性。**

盈利预测

关键假设

- 鉴于彩票无纸化重启的时点及内容均存在重大不确定性，对公司相关业务不做具体盈利预测
- 彩票实体销售保持每年 10% 复合增长。
- 彩票预制票据和即开票印制的招投标模式维持现有方式，供应商毛利率保持大致稳定。

盈利预测

图表 25：鸿博股份盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	68,223.8	71,105.0	86,351.3	66,071.6	68,750.4	81,281.5	95,171.2
印刷产品	55,257.0	51,596.0	48,223.0	47,404.0	56,884.8	70,286.9	83,992.8
包装办公用纸	10,006.0	12,327.0	6,585.0	9,016.0	9,529.9	10,072.0	10,575.6
其他	2,960.8	7,182.0	31,543.3	9,651.6	2,335.7	922.6	602.7
营业成本 (万元)	48,021.7	44,849.1	65,851.6	50,152.8	52,438.2	61,854.1	71,127.1
印刷产品	38,432.0	34,049.0	32,878.0	34,576.0	41,525.9	51,450.0	60,474.8
包装办公用纸	8,138.0	10,650.0	6,305.0	8,271.0	9,179.2	9,719.5	10,205.0
其他	1,451.7	150.1	26,668.6	7,305.8	1,733.1	684.6	447.2
业务利润 (万元)	20,202.0	26,255.9	20,499.7	15,918.8	16,312.2	19,427.4	24,044.1
印刷产品	16,825.0	17,547.0	15,345.0	12,828.0	15,358.9	18,836.9	23,518.0
包装办公用纸	1,868.0	1,677.0	280.0	745.0	350.7	352.5	370.6
其他	1,509.0	7,031.9	4,874.7	2,345.8	602.6	238.0	155.5
毛利率 (%)	29.6	36.9	23.7	24.1	23.7	23.9	25.3
印刷产品	30.4	34.0	31.8	27.1	27.0	26.8	28.0
包装办公用纸	18.7	13.6	4.3	8.3	3.7	3.5	3.5
其他	51.0	97.9	15.5	24.3	25.8	25.8	25.8
增速 (%)	74.7	4.2	21.4	-23.5	4.1	18.2	17.1
印刷产品	73.1	-6.6	-6.5	-1.7	20.0	23.6	19.5
包装办公用纸	40.6	23.2	-46.6	36.9	5.7	5.7	5.0
其他	-	142.6	339.2	-69.4	-75.8	-60.5	-34.7

来源：Wind，国金证券研究所预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 440/1,264/3,477 万元，三年 CAGR 为 55.9%，全面摊薄后每股收益为 0.01/0.04/0.12 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	711	864	661	688	813	952	货币资金	131	157	512	272	231	214
增长率		21.4%	-23.5%	4.1%	18.2%	17.1%	应收款项	197	278	263	201	238	278
主营业务成本	-448	-659	-502	-524	-619	-711	存货	115	130	166	120	141	162
%销售收入	63.1%	76.3%	75.9%	76.3%	76.1%	74.7%	其他流动资产	26	18	18	34	39	45
毛利	263	205	159	163	194	240	流动资产	469	583	958	626	649	699
%销售收入	36.9%	23.7%	24.1%	23.7%	23.9%	25.3%	%总资产	39.0%	42.7%	46.8%	35.6%	35.7%	36.7%
营业税金及附加	-5	-6	-4	-4	-5	-6	长期投资	120	120	183	184	183	183
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	561	554	675	713	745	773
营业费用	-46	-52	-58	-50	-53	-62	%总资产	46.7%	40.6%	33.0%	40.5%	41.0%	40.6%
%销售收入	6.5%	6.0%	8.7%	7.3%	6.5%	6.5%	无形资产	47	86	187	233	241	248
管理费用	-90	-100	-113	-89	-106	-119	非流动资产	733	783	1,088	1,132	1,171	1,205
%销售收入	12.6%	11.5%	17.2%	13.0%	13.1%	12.5%	%总资产	61.0%	57.3%	53.2%	64.4%	64.3%	63.3%
息税前利润 (EBIT)	121	48	-16	19	30	54	资产总计	1,202	1,366	2,046	1,758	1,819	1,904
%销售收入	17.0%	5.6%	n.a	2.8%	3.7%	5.6%	短期借款	83	168	344	314	298	283
财务费用	-8	-11	-15	-14	-16	-16	应付款项	205	271	500	289	340	391
%销售收入	1.2%	1.2%	2.2%	2.1%	2.0%	1.7%	其他流动负债	21	16	51	26	31	36
资产减值损失	-9	-15	-6	0	0	0	流动负债	309	454	896	628	669	710
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	71	71	71	72
投资收益	0	0	46	0	0	0	其他长期负债	4	3	33	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	249.8%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	312	458	999	699	740	782
营业利润	104	23	9	5	14	38	普通股股东权益	845	862	871	875	888	923
营业利润率	14.6%	2.6%	1.4%	0.8%	1.7%	4.0%	少数股东权益	45	46	176	184	192	200
营业外收支	10	11	9	8	8	8	负债股东权益合计	1,202	1,366	2,046	1,758	1,819	1,904
税前利润	114	34	18	13	22	46	比率分析						
利润率	16.0%	3.9%	2.8%	1.9%	2.7%	4.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-17	3	-1	-1	-2	-3	每股指标						
所得税率	14.8%	-7.4%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	每股收益	0.30	0.09	0.03	0.01	0.04	0.12
净利润	97	36	17	12	21	43	每股净资产	2.83	2.89	2.92	2.94	2.98	3.09
少数股东损益	9	9	8	8	8	8	每股经营现金净流	0.40	0.07	0.34	-0.04	0.34	0.44
归属于母公司的净利润	88	28	9	4	13	35	每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	12.4%	3.2%	1.4%	0.6%	1.6%	3.7%	回报率						
							净资产收益率	10.43%	3.21%	1.05%	0.50%	1.42%	3.77%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.33%	2.03%	0.45%	0.25%	0.69%	1.83%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	10.61%	4.83%	-1.00%	1.25%	1.93%	3.38%
净利润	58	36	17	12	21	43	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	4.22%	21.44%	-23.49%	4.05%	18.23%	17.09%
非现金支出	51	61	48	67	77	87	EBIT 增长率	71.73%	-60.06%	-132.59%	-223.28%	54.81%	78.54%
非经营收益	11	-9	-42	53	13	12	净利润增长率	69.03%	-68.59%	-66.85%	-52.07%	187.43%	175.16%
营运资金变动	1	-67	78	-144	-8	-11	总资产增长率	-3.77%	13.61%	49.79%	-14.05%	3.48%	4.67%
经营活动现金净流	120	21	101	-12	102	131	资产管理能力						
资本开支	-95	-68	-34	-143	-108	-114	应收账款周转天数	69	56	96	69	69	69
投资	0	4	-22	-1	0	0	存货周转天数	83	68	108	83	83	83
其他	5	0	8	0	0	0	应付账款周转天数	143	83	126	119	119	119
投资活动现金净流	-90	-64	-49	-144	-108	-114	固定资产周转天数	253	214	367	374	332	295
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-18	85	163	-63	-16	-14	净负债/股东权益	-5.49%	1.17%	-9.27%	10.62%	12.79%	12.58%
其他	-34	-27	80	-21	-21	-20	EBIT 利息保障倍数	14.6	4.6	-1.1	1.4	1.9	3.4
筹资活动现金净流	-51	58	243	-84	-36	-34	资产负债率	25.98%	33.50%	48.84%	39.77%	40.65%	41.06%
现金净流量	-21	15	294	-240	-41	-17							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD