

审慎推荐-A (首次)

鸿博股份 002229.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 18.7 元
 2017 年 05 月 04 日

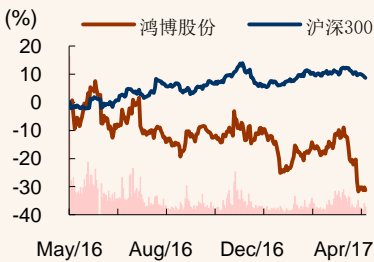
并购手心游戏增厚盈利，完善公司彩票游戏结构布局

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 3127 |
| 总股本(万股) | 33517 |
| 已上市流通股(万股) | 21150 |
| 总市值(亿元) | 63 |
| 流通市值(亿元) | 40 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.9 |
| ROE(TTM) | 0.7 |
| 资产负债率 | 22.4% |
| 主要股东 | 尤丽娟 |
| 主要股东持股比例 | 14.86% |

股价表现

| | | | |
|------|-----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -24 | -21 | -33 |
| 相对表现 | -22 | -23 | -39 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑恺

021-68407559
 zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

濮冬燕

021-68407301
 pudu@cmschina.com.cn
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
 S1090515090001

事件:

2017 年 5 月 3 日, 鸿博股份与鹰潭谦奎及深圳手心签订股权转让框架协议, 拟以 5.36 亿元价格收购深圳市手心游戏科技有限公司 100% 股权。

评论:

1、并购手心游戏优质资产，实现公司盈利增厚

此次并购标的手心游戏, 实际控制人及核心团队来自 CMGE 中手游和阿里巴巴等行业内最知名的手机游戏开发企业和互联网巨头, 团队具有丰富的游戏研发、发行和运营的经验, 特别是在游戏的运营和管理是公司的核心竞争力, 主要游戏产品有《手心麻将》、《开心打麻将》、《街机金蟾捕鱼千炮版》。公司的游戏以棋牌、麻将和捕鱼类游戏为主, 一般生命周期为 5 年左右, 相较其他手机游戏长, 客户粘性较高, 流水和盈利较为稳定。本次收购中, 手心游戏做出业绩承诺, 2017-2020 年扣非后净利润分别不低于 5,000 万元、6,000 万元、7,200 万元、8,640 万元, 为公司带来业绩上的明显增厚。根据协议规定, 在初期 40% 收购款付款完成后, 手心股东需用 3000 万元购买鸿博股份股票, 实现了双方的长期利益绑定。

2、完善公司移动端彩票游戏结构布局，提升彩票游戏的变现能力

公司在彩种研发端积累丰富, 开发彩票游戏经验丰富, 目前互联网端售彩仍处于禁售状态, 对于政策的预期尚不明确, 我们认为并购手心对于公司彩票游戏领域意义较为重大。一方面, 如果短期内移动端售彩可以开放, 公司研发的适应移动端销售的彩票游戏可以上线贡献利润, 则手心游戏可以运用自己在移动游戏发行、运营领域的经验为公司的彩票游戏运营提供技术和经验帮助。另一方面, 如果短期内移动端售彩无法开放, 政策久拖不决, 公司的彩票游戏也可以做调整后, 在手心平台上进行推出, 贡献流水和利润, 增强公司彩票游戏的变现能力。

3、彩票热敏纸龙头，未来关注互联网彩票政策推进，维持“审慎推荐-A”评级

公司是传统的彩票用热敏纸龙头, 2016 年 9 月公司完成 7.8 亿元定增, 进一步推进了彩票全产业链战略进程, 公司后续发展与互联网彩票销售政策相关度较大, 考虑本次收购后并表, 预计公司 2017-2019 年净利润分别为 0.35、0.63、0.78 亿元, 同比增长率分别为 173%、83%、23%。首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。

风险提示: 手心游戏业绩不达预期, 互联网彩票政策推进缓慢

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 661 | 846 | 1222 | 1744 | 2379 |
| 同比增长 | -23% | 28% | 44% | 43% | 36% |
| 营业利润(百万元) | 9 | 59 | 193 | 367 | 457 |
| 同比增长 | -61% | 558% | 228% | 91% | 25% |
| 净利润(百万元) | 9 | 13 | 35 | 63 | 78 |
| 同比增长 | -67% | 38% | 173% | 83% | 23% |
| 每股收益(元) | 0.03 | 0.04 | 0.07 | 0.13 | 0.16 |
| PE | 607.8 | 491.3 | 269.5 | 147.6 | 119.6 |
| PB | 6.4 | 3.8 | 5.1 | 4.9 | 4.8 |

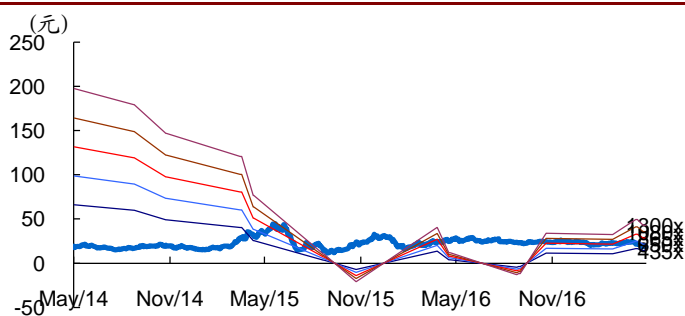
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 50X

| | 股价 | 15EPS | 16EPS | 17EPS | 16PE | 17PE | PB | 评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|--------|
| 鸿博股份 | 24.77 | 0.03 | 0.04 | 0.06 | 653.6 | 441.5 | 5.0 | 强烈推荐-A |
| 天音控股 | 11.28 | -0.24 | 0.24 | 0.26 | 47.0 | 43.7 | 4.9 | 强烈推荐-A |
| 东港股份 | 30.38 | 0.59 | 0.60 | 0.79 | 50.5 | 38.3 | 7.3 | 强烈推荐-A |
| 高鸿股份 | 12.65 | 0.14 | 0.13 | 0.20 | 93.9 | 62.0 | 2.6 | 强烈推荐-A |
| 安妮股份 | 17.23 | 0.06 | 0.07 | 0.30 | 246.1 | 57.0 | 3.0 | 强烈推荐-A |
| 姚记扑克 | 16.31 | 0.25 | 0.26 | 0.31 | 63 | 53 | 6.1 | 强烈推荐-A |

资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 鸿博股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 鸿博股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 989 | 1447 | 1579 | 1909 | 2308 |
| 现金 | 512 | 951 | 912 | 967 | 1020 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 2 | 2 | 2 | 3 | 5 |
| 应收款项 | 188 | 120 | 148 | 212 | 289 |
| 其它应收款 | 103 | 66 | 96 | 137 | 186 |
| 存货 | 166 | 168 | 219 | 303 | 417 |
| 其他 | 18 | 140 | 201 | 287 | 392 |
| 非流动资产 | 1055 | 987 | 943 | 905 | 870 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 664 | 632 | 603 | 576 | 551 |
| 无形资产 | 59 | 58 | 53 | 47 | 43 |
| 其他 | 331 | 296 | 288 | 282 | 277 |
| 资产总计 | 2044 | 2434 | 2523 | 2814 | 3179 |
| 流动负债 | 893 | 520 | 337 | 433 | 564 |
| 短期借款 | 330 | 237 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 182 | 154 | 211 | 292 | 402 |
| 预收账款 | 30 | 6 | 8 | 12 | 16 |
| 其他 | 351 | 123 | 117 | 130 | 147 |
| 长期负债 | 103 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| 长期借款 | 71 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 其他 | 32 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 负债合计 | 997 | 601 | 418 | 515 | 646 |
| 股本 | 298 | 333 | 500 | 500 | 500 |
| 资本公积金 | 334 | 1063 | 1063 | 1063 | 1063 |
| 留存收益 | 239 | 251 | 279 | 332 | 391 |
| 少数股东权益 | 176 | 185 | 262 | 404 | 579 |
| 归属于母公司所有者权益 | 871 | 1647 | 1842 | 1895 | 1954 |
| 负债及权益合计 | 2044 | 2434 | 2523 | 2814 | 3179 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|------------|------------|-------------|-----------|-----------|
| 经营活动现金流 | 101 | 127 | 68 | 74 | 79 |
| 净利润 | 9 | 13 | 35 | 63 | 78 |
| 折旧摊销 | 42 | 67 | 70 | 65 | 61 |
| 财务费用 | 16 | 19 | 3 | (4) | (5) |
| 投资收益 | (46) | (14) | (14) | (14) | (14) |
| 营运资金变动 | 84 | 0 | (110) | (193) | (234) |
| 其它 | (5) | 41 | 84 | 156 | 192 |
| 投资活动现金流 | (49) | (112) | (26) | (26) | (26) |
| 资本支出 | (36) | (31) | (26) | (26) | (26) |
| 其他投资 | (13) | (81) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 243 | 504 | (81) | 7 | (1) |
| 借款变动 | 183 | (248) | (251) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 35 | 167 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 729 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | (7) | (10) | (19) |
| 其他 | 60 | (11) | 10 | 18 | 18 |
| 现金净增加额 | 294 | 519 | (39) | 55 | 53 |

利润表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 661 | 846 | 1222 | 1744 | 2379 |
| 营业成本 | 502 | 589 | 807 | 1116 | 1536 |
| 营业税金及附加 | 4 | 8 | 12 | 17 | 23 |
| 营业费用 | 58 | 68 | 86 | 105 | 143 |
| 管理费用 | 113 | 115 | 134 | 157 | 238 |
| 财务费用 | 15 | 16 | 3 | (4) | (5) |
| 资产减值损失 | 6 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 46 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 营业利润 | 9 | 59 | 193 | 367 | 457 |
| 营业外收入 | 10 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 18 | 65 | 199 | 374 | 464 |
| 所得税 | 1 | 24 | 87 | 169 | 211 |
| 净利润 | 17 | 41 | 112 | 205 | 253 |
| 少数股东损益 | 8 | 28 | 78 | 142 | 175 |
| 归属于母公司净利润 | 9 | 13 | 35 | 63 | 78 |
| EPS (元) | 0.03 | 0.04 | 0.07 | 0.13 | 0.16 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -23% | 28% | 44% | 43% | 36% |
| 营业利润 | -61% | 558% | 228% | 91% | 25% |
| 净利润 | -67% | 38% | 173% | 83% | 23% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 24.1% | 30.4% | 33.9% | 36.0% | 35.4% |
| 净利率 | 1.4% | 1.5% | 2.8% | 3.6% | 3.3% |
| ROE | 1.1% | 0.8% | 1.9% | 3.3% | 4.0% |
| ROIC | 1.7% | 1.9% | 4.8% | 8.2% | 9.3% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 48.8% | 24.7% | 16.6% | 18.3% | 20.3% |
| 净负债比率 | 20.3% | 12.7% | 2.3% | 2.0% | 1.8% |
| 流动比率 | 1.1 | 2.8 | 4.7 | 4.4 | 4.1 |
| 速动比率 | 0.9 | 2.5 | 4.0 | 3.7 | 3.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 存货周转率 | 3.4 | 3.5 | 4.2 | 4.3 | 4.3 |
| 应收帐款周转率 | 3.8 | 5.5 | 9.1 | 9.7 | 9.5 |
| 应付帐款周转率 | 2.9 | 3.5 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.03 | 0.04 | 0.07 | 0.13 | 0.16 |
| 每股经营现金 | 0.34 | 0.38 | 0.14 | 0.15 | 0.16 |
| 每股净资产 | 2.92 | 4.94 | 3.69 | 3.79 | 3.91 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.02 | 0.02 | 0.04 | 0.05 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 607.8 | 491.3 | 269.5 | 147.6 | 119.6 |
| PB | 6.4 | 3.8 | 5.1 | 4.9 | 4.8 |
| EV/EBITDA | -5.1 | -2.4 | -1.2 | -0.7 | -0.6 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。