



公司研究

2015 年 10 月 13 日

调研报告

鸿博股份 (002229)

——锁在深闺，静待东风

投资要点：

◆彩票印刷暂受影响，数字化印刷转型初见成效

票证产品印刷业务包括彩票、银行票据印刷、数字化印刷等，以彩票印刷业务为主。今年新一轮各地区票证产品招投标竞争激烈，同时，彩票无纸化销售业务暂停，受市场和政策的双重影响，票证产品印刷业务收入不及预期。去年以来，数字化印刷业务主要产品调整为精品书刊、儿童书刊等，转型初见成效，产能利用率进一步提高，2015 年中期，营业收入同比增长 31.87%。整体上，明年票证产品印刷业务有望实现正增长。

◆白酒市场回暖，包装印刷业务渐好

包装印刷业务主要产品为酒类包装，今年将业务拓展到化妆品包装、药品包装、电子产品包装等，并推进包装溯源产品（二维码、RFID 等技术）的市场推广。2015 年上半年市场开拓较去年同期有所提升。同时，白酒、化妆品、智能手机等下游产品产、销量增速企稳。从包装印刷业务需求和市场拓展来看，经历高端白酒市场调整的影响之后，有望迎来良性快速增长。

◆彩票无纸化业务暂停，静待政策明朗

彩票无纸化销售业务暂停前，互联网彩票销售高速增长，公司彩票无纸化业务也取得快速发展。彩票无纸化销售业务的发展取决于将来互联网销售彩票的政策。互联网销售彩票是对传统纸质彩票销售渠道的一个重要补充，带来的是增量市场，而不是对原来市场的替代。市场环境规范后，互联网销售彩票是大势所趋，将来重启的可能性较大。

公司在争取相关业务牌照方面，有突出优势：具备从单一的彩票印制到彩票玩法设计、平台搭建以及系统开发能力；彩票无纸化销售运营过程中，无违法违规现象；多年的彩票游戏研发和系统平台建设经验等优势。

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	2.98 亿股
流通股本	2.06 亿股
ROE	3.21%
每股净资产	2.87 元
当前股价	17.05 元

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@xmzq.com.cn

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



◆智能标签制作业务面临新的发展机遇

全自动智能标签项目为公司募投项目之一,主要产品包括金融 IC 卡、社保卡以及 RFID 智能标签,已完成包括银联、VISA、万事达等主要资质认证。公司基本完成了全国营销网络布局,取得了兴业银行、民生银行等全国性银行和福建农信、青海海东市社保等产品供应商资格。2015 年上半年,公司积极参加相关招投标,持续加大全国营销网络布局。该项目因产能尚未完全释放,仍未达到预期效益。

近一两年金融 IC 卡市场需求持续旺盛,市场现有产能遇到瓶颈,为公司这样的后来者顺利进入金融 IC 卡领域提供了良机,公司有望借此机会,尽早实现全自动智能标签业务盈利。

盈利预测及与投资评级:

我们暂不考虑彩票无纸化业务恢复后对业绩的贡献,我们预计公司 2015 至 2016 年净利润分别-947 万元,-1812.8 万元。考虑一旦公司无纸化彩票业务恢复销售,公司实现盈利的可能性大,并且增长空间巨大,因此我们首次给予其“增持”评级。

风险提示:

彩票无纸化业务何时恢复不确定,金融 IC 卡业务拓展进展不及预期。



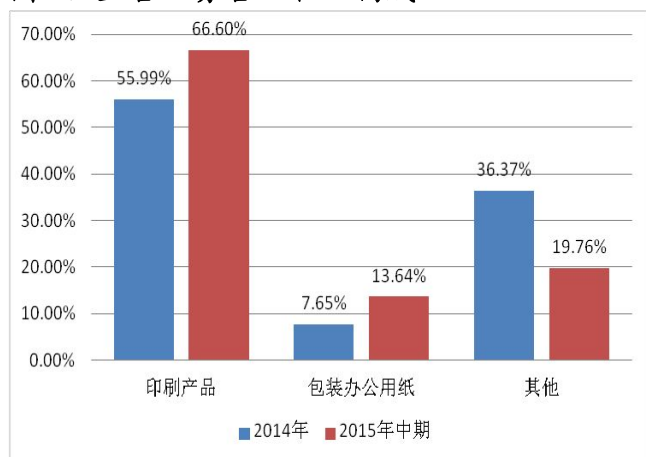
目录

1 主营业务结构.....	4
2 彩票印刷暂受冲击，数字化印刷转型初见成效.....	4
3 白酒市场回暖，包装印刷业务渐好.....	5
4 彩票无纸化业务暂停，静待政策明朗.....	6
5 智能标签制作业务面临新的发展机遇.....	7
6 盈利预测及与投资评级.....	8

1 主营业务结构

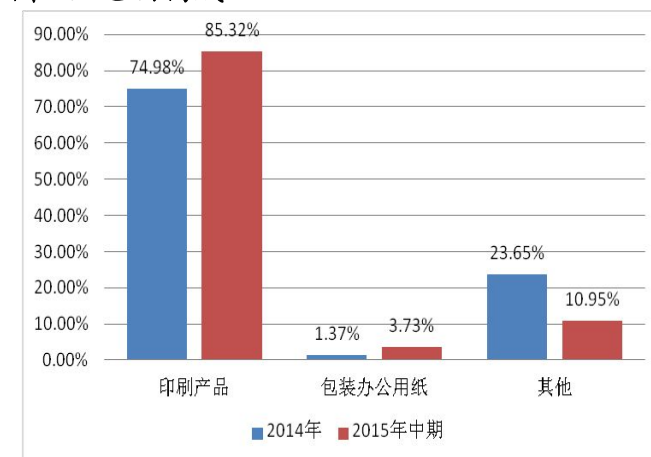
公司主营业务有票证印刷产品、包装办公用纸、彩票无纸化销售及智能标签制作业务等其他业务。经过几年的快速发展，公司已经从单一票据行业企业发展成为集票据印刷、高端包装印刷、RFID智能标签制作、数字印刷、网络数据技术服务与研发、彩票无纸化销售与研发等为一体的综合印制服务企业。今年年初，财政部、民政部和体育总局联合下发《关于开展擅自利用互联网销售彩票行为自查自纠工作有关问题的通知》，公司无纸化彩票代购业务于2月25日起暂停，导致去年年报和今年中报营业收入结构发生较大变化。2014年印刷产品、包装办公用纸、其他业务营业收入占比分别为55.99%、7.65%、36.37%，而2015年中期印刷产品、包装办公用纸、其他业务营业收入占比分别为66.66%、13.64%、19.76%（图1）。毛利结构也出现类似的变化（图2）。

图 1：主营业务营业收入构成



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 2：毛利构成



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 彩票印刷暂受冲击，数字化印刷转型初见成效

票证产品印刷业务包括彩票印刷、银行票据印刷、数字化印刷等，以彩票印刷业务为主。今年新一轮各地区票证产品招投标竞争激烈，同时，无纸化彩票代购业务自2015年2月25日起暂停，受市场和政策的双重影响，票证产品印刷业务收入不及预期。纸质彩票销售以中老年彩民为主，互联网销售彩票用户更多的是年轻用户，两者渠道重叠度不高。2014年全国彩票销售额为3823.78亿元，其中互联网销售彩票额达850亿元（图3、图4）。互联网彩票销售渠道暂停导致2015年前7月彩票销售额同比下降0.41%。

图 3：彩票销售额（亿元）



数据来源：Wind 资讯，长城国瑞证券研究所

图 4：互联网彩票销售额（亿元）



数据来源：Wind 资讯，长城国瑞证券研究所

数字化印刷业务由子公司鸿博昊天负责,由于期刊杂志印刷需求有所下降,市场竞争加剧,去年以来鸿博昊天主要产品调整为精品书刊、儿童书刊等,转型初见成效,产能利用率进一步提高,2015年中期,营业收入较去年同期有较大幅度增长,同比增长 31.87%,今年有望实现盈利。

彩票印刷业务因市场和互联网彩票销售暂停受到影响,而数字化印刷业务步入轨,明年票证印刷业务有望实现正增长。

3 白酒市场回暖，包装印刷业务渐好

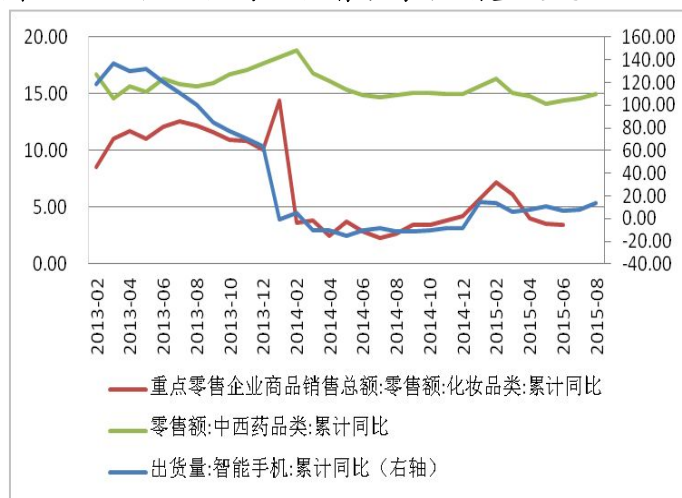
公司包装办公用纸包括包装业务和办公用纸两块业务,以包装印刷业务为主,办公用纸业务量较小。包装印刷业务由子公司四川鸿海负责,主要产品为酒类包装,今年将业务拓展到化妆品包装、药品包装、电子产品包装等,并推进包装溯源产品(二维码、RFID 等技术)的市场推广。2015 年上半年市场开拓较去年同期有所提升。同时,白酒市场在逐渐回暖,产量增速企稳,化妆品包装和以智能手机为代表的电子产品销量增速经历去年大幅下滑后,今年增速趋稳,药品销量增速一直维持 15%的水平(图 5、图 6)。从包装印刷业务需求和市场拓展来看,经历高端白酒市场调整的影响之后,有望迎来良性快速增长。

图 5：白酒产量增速企稳



数据来源：Wind 资讯，长城国瑞证券研究所

图 6：化妆品、药品、智能手机销量趋稳



数据来源：Wind 资讯，长城国瑞证券研究所

4 彩票无纸化业务暂停，静待政策明朗

公司深耕彩票行业上下游产业链，彩票业务主要分为彩票印制、彩票系统平台建设、新彩种研发和彩票无纸化销售（目前处于暂停状态）等几大模块。

彩票无纸化销售业务主要包括两大板块：（1）电子彩票代购：主要是旗下子公司鸿博数网和广州彩创负责，其中鸿博数网主要负责 B2B 业务，广州彩创主要负责 B2C 业务，拓展了中国银联、福建联通、天涯社区以及银联电子支付等合作渠道，主要合作模式是通过渠道合作、业务推广等形式将客户导入彩乐乐平台，增加彩乐乐注册用户量。同时公司已经完成了 PC 端、微信平台、3G 网络、移动 APP 等购彩方式的布局，主要客户流量仍来自彩乐乐自有平台，彩乐乐彩票网为专业彩票代购网站；（2）彩种研发及系统平台建设：公司 2009 年已涉足彩种研发，目前设立有专门的部门负责新彩种研发，并已成功开发了几十款新型彩种游戏。

彩票无纸化销售业务暂停前，互联网彩票销售高速增长，公司彩票无纸化业务也取得快速发展。2013 年、2014 年全国互联网彩票销售额同比增长 82.6%、90.5%，同期公司彩票无纸化销售业务实现营业收入分别为 7171.78 万元、32653.22 万元，同比增长分别高达 118.65%、355.30%（表 1）。

彩票无纸化销售业务的发展取决于将来互联网销售彩票的政策。我们从过去 7 年的彩票销售数据可以看到，彩票无纸化销售是



对传统纸质彩票销售渠道的一个重要补充，带来的是增量市场，而不是对原来市场的替代。市场环境规范后，互联网彩票销售是大势所趋，将来重启的可能性较大。

公司在争取相关业务牌照方面，有突出优势：公司具备从单一的彩票印制到彩票玩法设计、平台搭建以及系统开发能力；彩票无纸化销售运营过程中，无违法违规现象；多年的彩票游戏研发和系统平台建设经验；新彩种产品库存储了丰富的新彩种彩票游戏；在彩票无纸化暂停期间，公司仍在进一步优化和提升现有彩票游戏产品和系统平台，做好彩票无纸化市场重新开放后的前期准备工作。

表 1：广州彩创和鸿博数网经营数据（单位：万元）

业务		2012 年	2013 年	2014 年
广州彩创（B2C）	营业收入	931.22	1850.78	6579.52
	净利润	-296.87	417.48	262.1
鸿博数网（B2B）	营业收入	2348.85	5321	26073.7
	净利润	-20.6	690.83	2060.49
彩票无纸化业务营业收入合计		3280.07	7171.78	32653.22
彩票无纸化业务营业收入同比增长			118.65%	355.30%

数据来源：公司投资者关系活动信息表 长城国瑞证券研究所

5 智能标签制作业务面临新的发展机遇

全自动智能标签项目为公司募投项目之一，主要产品包括金融 IC 卡、社保卡以及 RFID 智能标签，已完成包括银联、VISA、万事达等主要资质认证。公司基本完成了全国营销网络布局，取得了兴业银行、民生银行等全国性银行和福建农信、青海海东市社保等产品供应商资格。2015 年上半年，公司积极参加相关招投标，持续加大全国营销网络布局。该项目因产能尚未完全释放，仍未达到预期效益。

2014 年 11 月人民银行印发了《关于进一步做好金融 IC 卡应用工作的通知》，就下一步金融 IC 卡应用工作提出了具体时间表。自 2015 年 4 月 1 日起，各发卡银行新发行的金融 IC 卡应符合 PBOC3.0 规范；2015 年底，110 个金融 IC 卡公共服务领域应用城市 POS 终端非接受理比例同比至少增加 20 个百分点；自 2016 年 1 月 1 日起，发卡银行、银行卡清算机构等开展的移动金融服务应以基于金融 IC 卡芯片的有卡交易方式为主。这意味着近一两年金融 IC 卡市场需求持续旺盛，市场现有产能遇到瓶颈，为公司这样的后来者顺利进入金融 IC 卡领域提供了良机。公司有望借此机会，



尽早实现全自动智能标签业务盈利。

6 盈利预测及与投资评级

我们暂不考虑彩票无纸化业务恢复后对业绩的贡献，我们预计公司 2015 至 2016 年净利润分别-947 万元，-1812.8 万元。考虑一旦公司无纸化彩票业务恢复销售，公司实现盈利的可能性大，并且增长空间巨大，因此我们首次给予其“增持”评级。

表 2：盈利预测

关键指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业总收入（百万）	682.24	711.05	863.51	636.97	727.38
增长率	68.81%	4.22%	21.44%	-26.23%	14.19%
归属母公司股东净利润（百万）	52.12	49.09	27.67	-9.47	-18.13
增长率	-10.20%	-5.82%	-43.63%	-134.23%	-91.40%
基准股本（百万）	298.19	298.19	298.19	298.19	298.19
每股收益（元）	0.17	0.16	0.09	-0.03	-0.06
净资产收益率	6.41%	5.81%	3.21%	-1.11%	-2.17%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。