



买入

74% ↑

目标价格:人民币 40.00

原目标价格:人民币 59.02

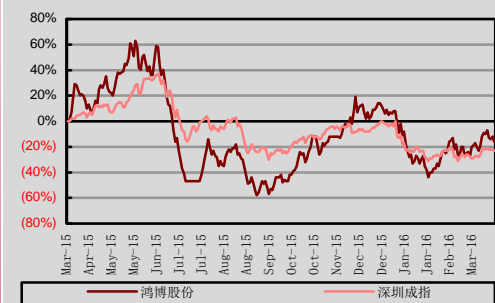
002229.CH

价格:人民币 23.05

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.9)	13.8	(21.8)	(19.2)
相对深证成指	9.4	2.9	(0.6)	2.4

发行股数(百万)	298
流通股(%)	69
流通股市值(人民币 百万)	4,740
3个月日均交易额(人民币 百万)	429
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
尤丽娟	17

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 包装印刷

杨志威*

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*赵综艺为本报告重要贡献者

鸿博股份

短期业绩承压, 继续看好彩票产业链布局

公司发布年报, 2015 年营收 6.61 亿元, 同比减少 23.49%; 净利润 917 万元, 同比减少 66.85%; 扣非后净利润-2,890 万元, 同比减少 223.45%。由于互联网彩票放开展展低于我们此前预期, 并且市场估值环境发生变化, 目标价由 59.02 元下调至 40.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 网络售票暂停和印刷业务竞争加剧、成本提升导致公司净利润下滑。扣除处置成都农商行股权收益 4,102 万元影响, 公司 2015 年亏损 3,180 万元。网络售票暂停、彩票印刷实行招投标导致竞争加剧、人工成本增加以及研发投入加大是公司利润下滑的主因。2015 年公司印刷产品收入 4.74 亿元, 同比减少 1.70%, 毛利率下滑 4.76% 至 27.06%。包装办公用纸产能释放, 营收 9016 万元, 同比增长 36.92%, 毛利率提升 4.02% 至 8.27%。代销费及其他业务收入因互联网售彩被叫停而大幅下滑 69.4% 至 9,651 万元。目前, 公司亏损较大的业务板块是鸿博昊天的数字印刷和正处培育期的智能卡印刷, 鸿博昊天亏损 1,890 万元, 智能卡印刷预计亏损 3000-4000 万元, 但公司以中标多家中小商业银行及部分省市社保卡供应商, 未来利润有望好转。
- 彩票布局不断深化, 未来有望发展与彩票协同的体育产业、游戏产业。2015 年, 公司通过收购中科彩 51% 的股权, 介入即开型体育彩票印刷领域; 与福建省体彩中心就电话售彩相关事宜签订框架协议; 控股子公司无锡双龙开发的“彩票物联网智能化管理及应用项目”成功在江苏福彩开展试点。彩票产业链布局进一步完善。在互联网彩票迟迟没有放开的情况下, 公司除加强彩票研发和继续巩固彩票产业链优势之外, 有望培育新的增长点, 发展与彩票协同的体育、游戏产业等等。
- 彩票行业大有可为, 公司作为彩票产业链布局最完善的上市公司, 应被充分看好。彩票作为我国唯一合法的博彩形式, 拥有巨大的发展前景。未来立法的完善、互联网售彩放开、中超等国内赛事开彩是大势所趋, 将利好行业发展。公司业务涉及热敏纸彩票印刷、即开票印刷、彩种研发、电子彩票销售、彩票物联网智能化管理服务, 是市场上布局最完善的彩票公司, 无论网售何时开禁, 公司都受益于彩票行业发展。

评级面临的主要风险

- 互联网售彩放开不达预期

估值

- 目前互联网售彩放开时间未定, 电话售彩也处于暂停审批阶段, 暂不考虑无纸化彩票和非公开发行事项的影响, 我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.12、0.14、0.17 元/股。由于互联网售彩放开展展低于我们此前预期, 并且市场估值环境的变化, 目标价由 59.02 元下调至 40.00 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	864	661	813	921	1,037
变动(%)	21	(23)	23	13	13
净利润(人民币 百万)	28	9	35	42	49
全面摊薄每股收益(人民币)	0.093	0.031	0.118	0.139	0.165
变动(%)	(68.6)	(66.8)	283.6	18.2	18.6
先前预测每股收益(人民币)			0.126	0.150	
调整幅度(%)			(6.3)	(7.3)	
全面摊薄市盈率(倍)	248.6	749.5	195.4	165.3	139.4
价格/每股现金流量(倍)	329.8	68.3	194.0	86.6	84.0
每股现金流量(人民币)	0.07	0.34	0.12	0.27	0.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	90.6	109.4	65.2	63.6	59.1
每股股息(人民币)	0.060	0.030	0.000	0.035	0.042
股息率(%)	0.3	0.1	n.a.	0.2	0.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2014	2015	同比增长(%)
营业收入	863.51	660.72	(23.48)
营业税及附加	5.57	3.94	(29.26)
净营业收入	857.94	656.78	(23.45)
营业成本	658.52	501.53	(23.84)
销售费用	51.53	57.62	11.82
管理费用	99.53	113.39	13.93
营业利润	22.68	8.92	(60.67)
非经常性项目	4.26	38.07	793.66
经常性投资收益	0.00	45.52	
净财务费用	10.56	14.56	37.88
利润总额	33.92	18.22	(46.29)
所得税	(2.52)	1.26	(150.00)
少数股东损益	8.77	7.79	(11.17)
归属母公司股东净利润	27.67	9.17	(66.86)
扣除非经常性损益的净利润	23.41	(28.90)	(223.45)
每股收益(元)	0.09	0.03	(66.81)
扣非后每股收益(元)	0.08	(0.09)	(223.45)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	23.74	24.09	
经营利润率	3.93	2.76	
净利率	3.20	1.39	
扣非后净利率	2.71	(4.37)	

资料来源: 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	864	661	813	921	1,037
销售成本	(659)	(502)	(588)	(659)	(733)
经营费用	(129)	(97)	(122)	(157)	(192)
息税折旧前利润	76	62	103	105	112
折旧及摊销	(43)	(38)	(53)	(48)	(44)
经营利润(息税前利润)	33	23	51	56	67
净利息收入/(费用)	(5)	(7)	(12)	(2)	(3)
其他收益/(损失)	(35)	(35)	(46)	(40)	(36)
税前利润	34	18	42	58	68
所得税	3	(1)	(0)	(12)	(14)
少数股东权益	(9)	(8)	(6)	(5)	(5)
净利润	28	9	35	42	49
核心净利润	16	(0)	25	32	40
每股收益(人民币)	0.093	0.031	0.118	0.139	0.165
核心每股收益(人民币)	0.055	(0.000)	0.085	0.107	0.133
每股股息(人民币)	0.060	0.030	0.000	0.035	0.042
收入增长(%)	21	(23)	23	13	13
息税前利润增长(%)	(70)	(29)	115	11	20
息税折旧前利润增长(%)	(50)	(19)	67	1	7
每股收益增长(%)	(69)	(67)	284	18	19
核心每股收益增长(%)	(79)	(101)	(19,664)	25	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	34	18	42	58	68
折旧与摊销	43	38	53	48	44
净利息费用	7	8	15	7	7
运营资本变动	87	107	(162)	0	0
税金	(3)	1	0	12	14
其他经营现金流	(147)	(72)	87	(45)	(52)
经营活动产生的现金流	21	101	35	79	82
购买固定资产净值	(54)	(177)	0	0	0
投资减少/增加	120	5	0	0	0
其他投资现金流	(130)	124	0	0	0
投资活动产生的现金流	(64)	(49)	0	0	0
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	71	0	0	0
支付股息	(18)	(9)	0	(11)	(12)
其他融资现金流	76	181	(155)	(8)	(9)
融资活动产生的现金流	58	243	(155)	(19)	(21)
现金变动	15	294	(119)	61	61
期初现金	131	157	512	393	453
公司自由现金流	(41)	53	39	84	86
权益自由现金流	(50)	114	20	72	75

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	157	512	393	453	514
应收帐款	160	188	231	262	295
库存	130	166	194	218	242
其他流动资产	135	92	113	128	144
流动资产总计	583	958	931	1,061	1,195
固定资产	505	664	633	592	555
无形资产	82	79	78	77	76
其他长期资产	173	304	284	277	271
长期资产总计	783	1,088	1,035	987	942
总资产	1,366	2,046	1,967	2,048	2,138
应付帐款	163	182	213	239	266
短期债务	168	330	168	168	168
其他流动负债	123	384	394	413	434
流动负债总计	454	896	775	821	868
长期借款	0	71	71	71	71
其他长期负债	3	33	33	33	33
股本	298	298	298	298	298
储备	564	573	608	639	676
股东权益	862	871	906	937	974
少数股东权益	46	176	182	186	192
总负债及权益	1,366	2,046	1,967	2,048	2,138
每股帐面价值(人民币)	2.89	2.92	3.04	3.14	3.27
每股有形资产(人民币)	2.62	2.66	2.78	2.89	3.01
每股净负债/(现金)(人民币)	0.04	(0.37)	(0.52)	(0.72)	(0.92)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.8	9.4	12.7	11.4	10.8
息税前利润率(%)	3.8	3.6	6.2	6.1	6.5
税前利润率(%)	3.9	2.8	5.1	6.3	6.6
净利率(%)	3.2	1.4	4.3	4.5	4.8
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	3.8	2.5	2.7	4.9	5.9
净权益负债率(%)	1.2	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	248.6	749.5	195.4	165.3	139.4
核心业务市盈率(倍)	418.8	(52,871)	270.2	215.9	173.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	1,072.5	(135,378.3)	692.0	552.8	445.0
市净率(倍)	8.0	7.9	7.6	7.3	7.0
价格/现金流(倍)	329.8	68.3	194.0	86.6	84.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	90.6	109.4	65.2	63.6	59.1
周转率					
存货周转天数	72.1	107.6	111.6	114.0	114.4
应收帐款周转天数	67.8	103.9	94.1	97.8	98.0
应付帐款周转天数	69.1	100.5	88.7	89.7	88.9
回报率					
股息支付率(%)	64.7	97.6	0.0	25.4	25.3
净资产收益率(%)	3.2	1.1	4.0	4.5	5.2
资产收益率(%)	2.4	1.1	2.5	2.2	2.6
已运用资本收益率(%)	3.3	1.7	3.9	4.5	5.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测