



**买入**

**26% ↑**

目标价格:人民币 24.50

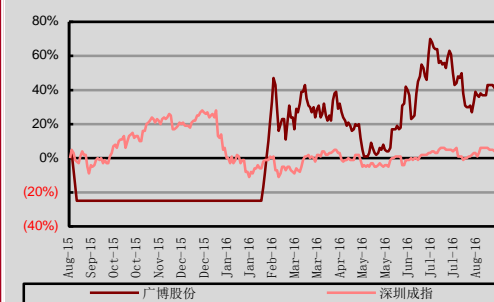
002103.CH

价格:人民币 19.51

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	89.4	(1.0)	35.2	39.7
相对深证成指	108.2	0.5	26.4	31.7

发行股数(百万)	458
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	5,123
3个月日均交易额(人民币 百万)	198
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
王利平	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2016年8月26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

(8621)20328592

zongyi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516080001

## 广博股份

### 业绩符合预期, 汇元通成长性勿需过分担忧

公司发布半年报, 2016 上半年实现营收 6.92 亿元, 同比增长 24.43%; 净利润 3,848 万元, 同比增长 55.08%; 扣非后净利润 3,065 万元, 同比增长 119.83%。

#### 支撑评级的要点

- **多层次渠道建设促进文具主业发展, 跨境电商业务起步良好。**上半年公司文具收入为 3.92 亿元, 同比减少 6.79%, 但毛利率提升 4.63% 至 24.66%。公司大力发展京东、天猫等电商渠道, 拓展外销机会并开始筹备亚马逊、速卖通等平台开展出口跨境电商, 积极培育时尚文具项目, 多元化的营销和渠道拓展有助于增强未来文具主业盈利性。公司于去年 5 月成立全球淘, 进军跨境电商, 今年上半年实现营收 6,199 万元, 毛利率 11.29%, 起步顺利。剔除灵云传媒利润, 上半年文具主业和跨境电商共实现 715 万元, 未来有进一步改善的趋势。
- **灵云传媒盈利模式多元化发展, 业绩符合预期。**针对行业竞争日趋透明的现状, 灵云传媒及时调整战略, 在单纯的代理模式的基础上, 积极拓展包断资源位、联运分成等新模式, 并组建了更专业的大客户广告销售团队。此外, 公司移动端业务也实现了高增长。在原有提供一站式美容时尚资讯网站的定位之外, 还将积极拓展 VR 和网红业务, 业务模式更加多元。上半年灵云传媒实现净利润 3,133 万元, 由于互联网营销行业具备季节性, 下半年业绩普遍好于上半年, 我们预计公司将大概率实现全年 8450 万元的承诺利润。
- **Uber 与滴滴合并无碍汇元通长期成长性, 新客户将抵消负面影响。**公司参股汇元通 26% 的股权, 与宁波融畅 (合伙人为广博管理层合资设立的公司) 共同持有汇元通 51% 的股权, 保持控制权。Uber 中国与滴滴合并导致市场对汇元通业绩有所担忧, 但我们认为跨境支付是朝阳行业, 在行业高速发展的过程中将有更多类似 Uber 的潜在优质客户涌现, 汇元通具备跨文化、跨地域的背景, 以及一站式的支付方案解决能力, 有能力抓住机遇分散客户集中的风险。短期来看, 公司也正积极开发大体量的新客户, 抵消该负面影响。此外, 汇元通也在积极布局区块链技术, 有望成为国内此领域的先锋。

#### 评级面临的主要风险

- 汇元通新客户开发不达预期。

#### 估值

- 公司努力改善主业盈利性, 并积极向跨境电商服务领域拓展。公司保持着对汇元通的控制权, 如果今年能够启动对汇元通的全资收购, 备考净利润将能达到 3 亿元, 目前股价对应 16 年市盈率为 37 倍。假设 2017 年以原定增方案比例完成收购汇元通剩余股权, 按照摊薄后股本, 我们预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.25、0.69、0.89 元/股, 维持目标价 24.50 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)	907	1,457	1,986	2,951	3,710
变动(%)	7	61	36	49	26
净利润(人民币 百万)	9	82	142	394	507
全面摊薄每股收益(人民币)	0.016	0.144	0.249	0.690	0.889
变动(%)	(60.6)	787.7	72.6	177.0	28.8
全面摊薄市盈率(倍)	1,199.4	135.1	78.3	28.3	21.9
价格/每股现金流量(倍)	13,408.9	(658.3)	71.4	33.6	20.0
每股现金流量(人民币)	0.00	(0.03)	0.27	0.58	0.98
企业价值/息税折旧前利润(倍)	226.6	73.4	44.2	17.4	13.0
每股股息(人民币)	0.000	0.115	0.024	0.034	0.104
股息率(%)	n.a.	0.6	0.1	0.2	0.5

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)	2015 年上半年	2016 年上半年	同比增长(%)
营业收入	556.12	691.95	24.42
营业税及附加	2.60	3.03	16.54
净营业收入	553.52	688.92	24.46
营业成本	441.96	544.91	23.29
销售费用	51.42	62.22	21.00
管理费用	37.61	48.54	29.06
营业利润	28.85	35.66	23.60
非经常性项目	10.87	7.83	(27.97)
经常性投资收益	6.04	0.16	(97.35)
净财务费用	0.06	(2.06)	(3,533.33)
利润总额	31.54	43.45	37.76
所得税	6.62	4.44	(32.93)
少数股东损益	0.10	0.52	420.00
归属母公司股东净利润	24.82	38.48	55.08
扣除非经常性损益的净利润	13.95	30.65	119.83
每股收益(元)	0.11	0.08	(27.27)
扣非后每股收益(元)	0.05	0.10	119.71
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	20.53	21.25	
经营利润率	5.67	6.28	
净利率	4.46	5.56	
扣非后净利率	2.51	4.43	

资料来源:公司公告, 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	907	1,457	1,986	2,951	3,710
销售成本	(731)	(1,159)	(1,613)	(2,141)	(2,717)
经营费用	(137)	(176)	(180)	(339)	(403)
息税折旧前利润	39	122	193	471	591
折旧及摊销	(38)	(36)	(36)	(33)	(29)
经营利润(息税前利润)	1	86	156	438	561
净利息收入/(费用)	(4)	(2)	(2)	13	25
其他收益/(损失)	(16)	(16)	(29)	(25)	(22)
税前利润	16	100	158	447	576
所得税	(6)	(17)	(16)	(54)	(69)
少数股东权益	(0)	(1)	0	0	0
净利润	9	82	142	394	507
核心净利润	(11)	75	135	386	500
每股收益(人民币)	0.016	0.144	0.249	0.690	0.889
核心每股收益(人民币)	(0.020)	0.131	0.236	0.677	0.876
每股股息(人民币)	0.000	0.115	0.024	0.034	0.104
收入增长(%)	7	61	36	49	26
息税前利润增长(%)	(96)	7,425	82	180	28
息税折旧前利润增长(%)	(42)	215	58	145	25
每股收益增长(%)	(61)	788	73	177	29
核心每股收益增长(%)	(235)	(769)	80	187	29

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	16	100	158	447	576
折旧与摊销	38	36	36	33	29
净利息费用	7	6	6	(1)	(8)
运营资本变动	(17)	(376)	(230)	0	0
税金	6	17	16	54	69
其他经营现金流	(48)	200	170	(201)	(111)
经营活动产生的现金流	1	(17)	156	332	557
购买固定资产净值	3	(18)	0	0	0
投资减少/增加	6	(21)	0	0	0
其他投资现金流	(125)	(83)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(115)	(122)	0	0	0
净增权益	0	87	265	0	0
净增债务	(200)	0	200	0	0
支付股息	0	(66)	(13)	(19)	(59)
其他融资现金流	179	174	(208)	1	7
融资活动产生的现金流	(21)	195	244	(18)	(52)
现金变动	(136)	57	399	313	505
期初现金	286	157	209	608	921
公司自由现金流	(112)	(135)	160	343	575
权益自由现金流	(321)	(144)	350	333	564

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	209	608	921	1,426
应收帐款	157	314	326	425	422
库存	183	229	262	294	321
其他流动资产	181	106	146	206	260
流动资产总计	678	858	1,342	1,846	2,430
固定资产	316	299	275	245	218
无形资产	213	205	790	788	786
其他长期资产	(48)	775	178	178	178
长期资产总计	492	1,291	1,255	1,222	1,193
总资产	1,170	2,149	2,597	3,069	3,623
应付帐款	117	151	210	279	354
短期债务	0	230	0	0	0
其他流动负债	301	135	159	187	218
流动负债总计	418	516	369	466	572
长期借款	0	0	200	200	200
其他长期负债	3	6	6	6	6
股本	218	305	571	571	571
储备	521	1,316	1,444	1,819	2,267
股东权益	740	1,621	2,015	2,389	2,837
少数股东权益	10	7	7	7	7
总负债及权益	1,170	2,149	2,597	3,069	3,623
每股帐面价值(人民币)	1.30	2.84	3.53	4.19	4.97
每股有形资产(人民币)	2.41	4.64	2.15	2.81	3.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.72)	0.07	(0.72)	(1.26)	(2.15)

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(%)	4.3	8.4	9.7	16.0	15.9
息税前利润率(%)	0.1	5.9	7.9	14.9	15.1
税前利润率(%)	1.7	6.9	7.9	15.2	15.5
净利率(%)	1.0	5.7	7.2	13.3	13.7
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	3.6	4.0	4.2
利息覆盖率(倍)	0.1	9.4	15.2	42.6	54.5
净权益负债率(%)	净现金	1.3	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.2	2.9	3.3	3.7
估值					
市盈率(倍)	1,199.4	135.1	78.3	28.3	21.9
核心业务市盈率(倍)	(995.6)	148.9	82.7	28.8	22.3
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	(1,250.3)	186.9	103.9	36.2	28.0
市净率(倍)	15.0	6.9	5.5	4.7	3.9
价格/现金流(倍)	13,408.9	(658.3)	71.4	33.6	20.0
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	226.6	73.4	44.2	17.4	13.0
周转率					
存货周转天数	91.6	64.9	55.5	47.4	41.4
应收帐款周转天数	63.1	78.7	58.8	46.4	41.7
应付帐款周转天数	47.2	37.9	33.2	30.3	31.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	79.5	9.4	4.9	11.6
净资产收益率(%)	1.3	5.1	7.8	17.9	19.4
资产收益率(%)	0.1	3.3	5.9	13.6	14.8
已运用资本收益率(%)	0.5	4.8	7.9	18.7	20.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371