

半年业绩平淡，经营环境未改善

恒宝股份 (002104) 评级: 中性 (首次)

股价: 9.82 元

目标价位: 10.50 元

跟踪报告

2009 年 8 月 13 日

星期四

TMT 小组

康志毅

010-66216231-820

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 10.50

升值潜力 (%) 6.9%

目标价确定日期: 09.08.13

重要数据

总股本(亿股) 2.94

流通股本(亿股) 1.55

总市值(亿元) 28.85

流通市值(亿元) 15.25

市场表现

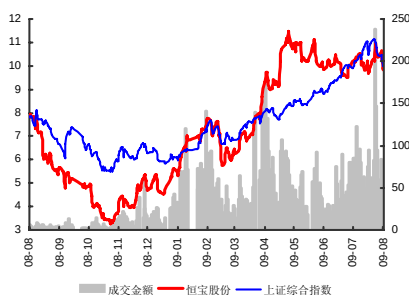
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 -0.73 7.16

3 个月 -7.83 -35.42

6 个月 30.04 -21.86

个股相对上证综指走势图



相关报告:

投资要点

- 2009 年 1-6 月公司实现营业收入 2.23 亿元,同比增长 4.1%;营业利润 4,034 万元,同比减少 6.9%;归属母公司所有者的净利润 3,744 万元,同比增加 5.1%,扣除非经常性损益后归属母公司所有者净利润同比增长 20%;每股收益 0.13 元。其中二季度实现营业收入 1.27 亿元,同比减少 0.1%;归属母公司所有者的净利润 2,287 万元,同比增加 1.9%,每股收益 0.08 元。公司预计 09 年 1-9 月净利润同比增长幅度不超过 30%。
- 上半年公司各业务经营平淡,核心产品磁条卡、SIM 卡表现欠佳。报告期公司营业收入仅实现微幅增长,其中银行磁条卡收入 6,378 万元,同比增长 17.9%,继续保持平稳增长;由于联通集采价格下降,SIM 卡收入同比减少-9.4%至 6,123 万元;金融 IC 卡、模块封装收入分别同比增长 73.8%、49.3%,收入规模达到 1,564 万元、3,603 万元,成为增长亮点。
- 全年综合毛利率下降已成定局。上半年公司综合毛利率 35.7%,同比下降 0.6 个百分点。磁条卡毛利率 54.8%,同比下降 0.6 个百分点,我们分析是由于引入竞争,行业壁垒被打破,磁条卡价格开始出现下降,而今年原材料价格也有所下降,保证了毛利率的稳定,但未来下降风险加大。通信密码卡毛利率 50.2%,与同期持平。SIM 卡毛利率 17.1%,同比下降 3.8 个百分点,中国联通集采以价格为主的思路并未改变,另外中国电信引入了

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	352.2	374.6	447.8	537.5	637.0
营业收入增长率(%)	41.1%	6.4%	19.5%	20.0%	18.5%
营业利润(百万元)	70.8	77.3	87.4	104.7	135.6
营业利润增长率(%)	40.7%	9.2%	13.0%	19.8%	29.6%
净利润(百万元)	61.4	81.2	87.0	101.5	115.4
净利润增长率(%)	45.0%	32.2%	7.2%	16.7%	13.7%
营业利润率(%)	20.1%	20.6%	19.5%	19.5%	21.3%
每股收益(元)	0.209	0.276	0.296	0.346	0.393
每股净资产(元)	1.49	1.63	1.93	2.28	2.67
PE(X)	47.0	35.5	33.1	28.4	25.0
PB(X)	6.6	6.0	5.1	4.3	3.7
ROE(%)	14.0%	16.9%	15.3%	15.2%	14.7%

新竞标者，也导致通信卡价格下降，这些都促成公司 SIM 卡毛利率的下滑。从全年情况看，去年下半年 SIM 卡出货量大幅减少，导致高毛利率的磁条卡产品收入占比提高，公司综合毛利率达到了 39.3%，创近 3 年的新高，但 09 年低毛利率的 SIM 卡产品收入规模将恢复，预计这将导致公司全年综合毛利率同比下降 3 个百分点左右。

- **出售恒银金融科技，管理费用大幅下降。**期间费用率 15.7%，同比上升 1.8 个百分点。销售费用弹性小，加之公司加强对新产品的开拓力度，导致销售费用增速高于收入增速，费用率同比上升 1.4 个百分点。公司出售了为进军 ATM 行业而设立的恒银金融科技，恒银金融不再进入报表范围，公司管理费用同比下降 4.1%，费用率同比下降 0.7 个百分点。
- **营业外收入同比减少影响利润水平。**1-6 月公司营业外收入同比减少 39.3%，系尚未收到增值税返还所致。若剔除这部分影响，公司净利润将同比增长 8.6%，略高于披露 5.1% 的增速。
- **公司业务结构正在逐步改善，金融 IC 卡收入占比逐步上升，3G USIM 卡出货量也有望在年底大幅增长，但由于主要业绩支撑磁条卡以及 2G SIM 卡经营环境未得到改善，公司短期内的盈利水平还无法超预期表现。**预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.30 元、0.35 元、0.39 元，我们首次给予公司“中性”的投资评级。

表 1. 恒宝股份半年度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2008	YoY	2Q2009	2Q2008	YoY	1Q2009	QoQ
营业收入	223.37	214.60	4.1%	127.54	127.68	-0.1%	95.83	33.1%
增长率	4.1%	39.0%	-35.0%	-0.1%	36.8%	-37.0%	10.2%	-10.3%
毛利率	35.7%	36.3%	-0.6%	34.9%	36.1%	-1.2%	36.9%	-2.0%
营业成本	143.55	136.61	5.1%	83.06	81.56	1.8%	60.48	37.3%
营业税金及附加	1.25	1.00	25.2%	0.87	1.45	-40.1%	0.38	126.9%
期间费用率	15.7%	13.9%	1.8%	14.1%	11.7%	2.4%	17.8%	-3.7%
销售费用	17.19	13.42	28.0%	9.35	7.08	32.1%	7.84	19.3%
销售费用率	7.7%	6.3%	1.4%	7.3%	5.5%	1.8%	8.2%	-0.8%
管理费用	18.38	19.16	-4.1%	8.51	9.55	-10.9%	9.87	-13.7%
管理费用率	8.2%	8.9%	-0.7%	6.7%	7.5%	-0.8%	10.3%	-3.6%
财务费用	(0.53)	(2.80)	-81.0%	0.14	(1.68)	-108.3%	(0.67)	-120.8%
财务费用率	-0.2%	-1.3%	1.1%	0.1%	-1.3%	1.4%	-0.7%	0.8%
资产减值损失	3.19	3.86	-17.4%	0.75	1.90	-60.8%	2.44	-69.4%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
投资净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
营业利润	40.34	43.35	-6.9%	24.86	27.81	-10.6%	15.49	60.5%
增长率	-6.9%	72.2%	-79.1%	-10.6%	79.5%	-90.1%	-0.4%	-10.2%
营业利润率	18.1%	20.2%	-2.1%	19.5%	21.8%	-2.3%	16.2%	3.3%
加: 营业外收入	3.46	5.70	-39.3%	1.49	3.05	-51.1%	1.97	-24.1%
减: 营业外支出	0.51	1.27	-59.6%	0.05	0.90	-94.0%	0.46	-88.1%
利润总额	43.29	47.78	-9.4%	26.30	29.96	-12.2%	17.00	54.7%
减: 所得税	5.86	12.47	-53.0%	3.42	7.58	-54.8%	2.43	40.6%
实际所得税率	13.5%	26.1%	-12.6%	13.0%	25.3%	-12.3%	14.3%	-1.3%
净利润	37.44	35.31	6.0%	22.87	22.38	2.2%	14.56	57.1%
减: 少数股东损益	(0.00)	(0.31)	-99.5%	(0.00)	(0.06)	-97.9%	(0.00)	305.2%
归属于母公司所有者的净利润	37.44	35.62	5.1%	22.87	22.44	1.9%	14.56	57.1%
增长率	5.1%	80.8%	-75.7%	1.9%	70.7%	-68.8%	10.5%	-8.6%
净利润率	16.8%	16.6%	0.2%	17.9%	17.6%	0.4%	15.2%	2.7%
每股收益 (元)	0.13	0.12	5.1%	0.08	0.08	1.9%	0.05	57.1%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 恒宝股份盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	249.6	352.2	374.6	447.8	537.5	637.0	6.4%	19.5%	20.0%	18.5%
增长率	45.0%	41.1%	6.4%	19.5%	20.0%	18.5%	-34.8%	13.2%	0.5%	-1.5%
金融卡及相关	78.5	111.2	151.1	182.0	214.8	272.2	35.9%	20.5%	18.0%	26.7%
通信IC卡及相关	162.9	207.6	141.7	162.4	199.4	226.5	-31.8%	14.6%	22.8%	13.6%
模块封装	0.0	0.0	56.3	77.7	97.1	111.6	NA	38.0%	25.0%	15.0%
其他	8.1	33.0	25.2	25.7	26.2	26.8	-23.6%	1.9%	2.0%	2.2%
综合毛利率	36.8%	34.3%	39.3%	36.5%	36.1%	37.4%	5.0%	-2.9%	-0.4%	1.3%
营业成本	157.6	231.3	227.2	284.5	343.6	399.0	-1.7%	25.2%	20.8%	16.1%
营业税金及附加	2.5	2.8	2.0	3.1	4.3	5.1	-29.2%	55.7%	37.2%	18.5%
期间费用率	16.3%	12.9%	17.7%	15.9%	15.5%	15.0%	4.8%	-1.8%	-0.4%	-0.5%
销售费用	12.3	16.2	29.0	32.7	39.2	45.9	79.2%	12.6%	20.0%	16.9%
销售费用率	4.9%	4.6%	7.8%	7.3%	7.3%	7.2%	3.2%	-0.5%	0.0%	-0.1%
管理费用	24.0	30.6	41.5	39.4	43.5	48.4	35.6%	-5.0%	10.5%	11.2%
管理费用率	9.6%	8.7%	11.1%	8.8%	8.1%	7.6%	2.4%	-2.3%	-0.7%	-0.5%
财务费用	4.4	(1.3)	(4.3)	(0.9)	0.5	1.3	226.6%	-79.2%	-160.0%	137.1%
财务费用率	1.8%	-0.4%	-1.1%	-0.2%	0.1%	0.2%	-0.8%	0.9%	0.3%	0.1%
资产减值损失	(1.6)	1.8	1.6	1.5	1.6	1.8	-8.9%	-8.7%	6.7%	12.5%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0	NA	-100.0%	NA	NA
营业利润	50.3	70.8	77.3	87.4	104.7	135.6	9.2%	13.0%	19.8%	29.6%
增长率	2.6%	40.7%	9.2%	13.0%	19.8%	29.6%	-31.6%	3.9%	6.7%	9.8%
营业利润率	20.2%	20.1%	20.6%	19.5%	19.5%	21.3%	0.5%	-1.1%	0.0%	1.8%
加: 营业外收入	10.6	16.9	19.8	15.0	17.0	18.0	16.9%	-24.2%	13.3%	5.9%
减: 营业外支出	1.0	0.8	3.2	1.0	1.0	1.0	297.9%	-69.2%	0.0%	0.0%
利润总额	59.9	86.9	93.8	101.4	120.7	152.6	8.0%	8.0%	19.0%	26.5%
减: 所得税	17.4	23.3	17.4	15.2	18.1	22.9	-25.5%	-12.5%	19.0%	26.5%
实际所得税率	29.0%	26.8%	18.5%	15.0%	15.0%	15.0%	-8.3%	-3.5%	0.0%	0.0%
净利润	42.5	63.6	76.5	86.2	102.6	129.7	20.2%	12.7%	19.0%	26.5%
减: 少数股东损益	0.2	2.2	(4.7)	(0.9)	1.0	14.3	-314.3%	-81.7%	-219.0%	1291.2%
归属于母公司所有者的净利润	42.3	61.4	81.2	87.0	101.5	115.4	32.2%	7.2%	16.7%	13.7%
增长率	8.1%	45.0%	32.2%	7.2%	16.7%	13.7%	-12.8%	-25.0%	9.4%	-3.0%
净利润率	17.0%	17.4%	21.7%	19.4%	18.9%	18.1%	4.2%	-2.2%	-0.5%	-0.8%
每股收益(元)	0.14	0.21	0.28	0.30	0.35	0.39	32.2%	7.2%	16.7%	13.7%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 恒宝股份 PE 曲线



资料来源：东海证券研究所

图2. 恒宝股份 PB 曲线



资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级研究员, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业研究员; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122