

中报业绩平稳增长

恒宝股份 2009 年中报点评

报告关键点：

- 新业务推广将助下半年业绩增长提速
- 3G和EMV迁移保证未来持续增长

报告摘要：

- 中报业绩平稳增长。上半年公司实现销售收入2.23亿元，净利润3743.8万元，同比分别增长4.08%和5.1%，每股收益0.13元，业绩保持了平稳增长。
- 老产品基本稳定，新业务快速增长。从主要产品销售情况来看，公司传统的银行磁条卡收入同比增长17.89%，毛利率保持稳定，通信IC卡受运营商集采价格下降影响，收入下滑了9.37%，毛利率下降了3.78个百分点，通信密码卡收入尽管下降了11.54%，但仍然保持了50%以上的高毛利率，新业务方面，PSAM卡为代表的金融IC卡产品收入同比大幅增长73.78%，模块封装业务也实现了48.3%的快速增长。公司综合毛利率与去年同期基本持平。上半年公司经营性活动产生的现金流量净额较去年同期大幅增加。
- 下半年业绩增长将提速。我们认为，随着电信运营商3G网络建设逐步完成，3G用户数未来将会快速增长，这将使公司通信IC卡销售出现量价齐升的局面，另外面对高端智能卡在社会各领域的广泛应用带来的发展机遇，公司不断推出了许多新的智能卡产品，如PSAM卡、特色化的金融IC卡、CPU芯片的公共事业IC卡、支持手机支付的RF-SIM卡、不停车缴费的ETC卡等等，这些新产品在经过一段客户的开发后，我们预计下半年及未来几年对公司收入的贡献比重将逐步提高，从而保证了公司业绩继续保持较快的增速。
- 维持增持-A投资评级。我们预测公司09、10年EPS分别为0.33和0.40元，考虑到公司将是3G用户数快速增加的直接受益者，且银行卡EMV迁移的渐行渐近给公司未来业绩提升带来很大的想象空间，我们给予公司10年30PE，提高6个月目标价格至12元，维持增持-A的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
12.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 8.50 元

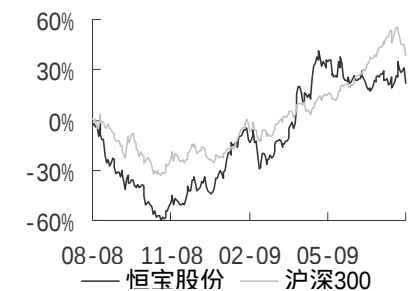
现价： 9.82 元

报告日期：
2009-08-12

市场数据

总市值(百万元)	2,884.72
流通市值(百万元)	1,524.56
总股本(百万股)	293.76
流通股本(百万股)	155.25
12 个月最高/最低	3.22/11.74 元
十大流通股东(%)	43.01%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.78)	(31.16)	(16.82)
绝对收益	(0.81)	(9.33)	22.18

研究员

侯利
行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	352.2	374.6	437.1	534.1	635.2
Growth(%)	41.1%	6.4%	16.7%	22.2%	18.9%
净利润	63.6	76.5	97.1	117.5	142.3
Growth(%)	45.0%	32.2%	19.6%	21.0%	21.1%
毛利率(%)	34.3%	39.3%	39.8%	40.0%	40.0%
净利润率(%)	17.4%	21.7%	22.2%	22.0%	22.4%
每股收益(元)	0.21	0.28	0.33	0.40	0.48
每股净资产(元)	1.57	1.64	1.75	1.95	2.19
市盈率	47.0	35.5	29.7	24.5	20.3
市净率	6.3	6.0	5.6	5.0	4.5
净资产收益率(%)	13.8%	15.9%	18.9%	20.5%	22.1%
ROIC(%)	30.8%	28.7%	25.6%	32.2%	33.9%
EV/EBITDA	20.1	29.6	23.3	18.5	15.2
股息收益率	0.4%	1.4%	1.5%	1.8%	2.2%

前期研究成果

恒宝股份：毛利率大幅提升，新产品和海外市场均获突破

2009-03-25

恒宝股份：弱周期特性凸显防御性

2008-12-24

恒宝股份：小幅增长明确，大幅增长亦有可能

2008-08-05

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-12**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	352.2	374.6	437.1	534.1	635.2	成长性					
减: 营业成本	231.3	227.2	263.0	320.4	380.8	营业收入增长率	41.1%	6.4%	16.7%	22.2%	18.9%
营业税费	2.8	2.0	2.4	2.9	3.5	营业利润增长率	40.7%	9.2%	24.5%	27.1%	22.3%
销售费用	16.2	29.0	30.6	34.7	38.1	净利润增长率	45.0%	32.2%	19.6%	21.0%	21.1%
管理费用	30.6	41.5	43.7	53.4	63.5	EBITDA 增长率	57.8%	8.7%	24.4%	25.3%	21.0%
财务费用	-1.3	-4.3	-0.5	-1.1	-1.7	EBIT 增长率	26.9%	5.1%	31.2%	26.6%	21.9%
资产减值损失	1.8	1.6	1.6	1.5	1.5	NOPLAT 增长率	37.1%	16.5%	32.5%	20.6%	20.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.3%	48.1%	-4.1%	14.9%	12.9%
投资和汇兑收益	-	-0.2	-	-	-	净资产增长率	12.8%	4.8%	6.8%	11.4%	12.4%
营业利润	70.8	77.3	96.2	122.2	149.5	利润率					
加: 营业外净收支	16.1	16.5	18.0	16.0	18.0	毛利率	34.3%	39.3%	39.8%	40.0%	40.0%
利润总额	86.9	93.8	114.2	138.2	167.5	营业利润率	20.1%	20.6%	22.0%	22.9%	23.5%
减: 所得税	23.3	17.4	17.1	20.7	25.1	净利润率	17.4%	21.7%	22.2%	22.0%	22.4%
净利润	63.6	76.5	97.1	117.5	142.3	EBITDA/营业收入	24.5%	25.1%	26.7%	27.4%	27.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	19.7%	19.5%	21.9%	22.7%	23.3%
货币资金	263.4	155.0	207.9	210.1	225.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	138	149	155	141	128
应收帐款	57.1	98.0	64.7	79.0	94.0	流动营业资本周转天数	81	124	121	101	108
应收票据	5.2	14.9	6.0	7.3	8.7	流动资产周转天数	399	366	309	277	266
预付帐款	24.9	35.9	49.1	65.1	84.1	应收帐款周转天数	43	49	44	45	45
存货	47.6	58.8	57.6	70.2	83.5	存货周转天数	44	51	48	43	44
其他流动资产	-0.0	-0.0	1.6	4.0	6.5	总资产周转天数	573	549	488	439	410
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	234	303	304	262	251
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	13.8%	15.9%	18.9%	20.5%	22.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.0%	13.5%	15.7%	17.2%	18.7%
固定资产	132.0	177.8	198.2	219.7	232.4	ROIC	30.8%	28.7%	25.6%	32.2%	33.9%
在建工程	23.9	-	10.0	5.0	4.5	费用率					
无形资产	21.8	22.7	22.1	21.5	20.8	销售费用率	4.6%	7.8%	7.0%	6.5%	6.0%
其他非流动资产	1.0	2.4	2.6	2.2	2.2	管理费用率	8.7%	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%
资产总额	576.9	565.6	619.7	684.1	762.1	财务费用率	-0.4%	-1.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
短期债务	-	20.0	40.0	39.7	39.4	三费/营业收入	12.9%	17.7%	16.9%	16.3%	15.7%
应付帐款	40.7	30.9	37.5	45.6	54.3	偿债能力					
应付票据	19.5	18.0	25.2	30.7	36.5	资产负债率	20.3%	14.8%	16.9%	16.2%	15.4%
其他流动负债	17.8	19.3	21.1	23.4	26.0	负债权益比	25.4%	17.3%	20.4%	19.3%	18.2%
长期借款	20.0	-	-20.0	-30.0	-40.0	流动比率	5.11	3.86	3.12	3.13	3.21
其他非流动负债	19.1	1.2	1.2	1.2	1.2	速动比率	4.50	3.23	2.66	2.62	2.68
负债总额	117.0	83.5	105.0	110.6	117.4	利息保障倍数	-52.82	-16.99	-207.49	-114.35	-84.66
少数股东权益	21.6	1.9	-14.0	-14.0	-14.0	分红指标					
股本	195.8	293.8	293.8	293.8	293.8	DPS(元)	0.04	0.13	0.15	0.18	0.22
留存收益	242.4	186.5	235.0	293.8	364.9	分红比率	18.8%	48.3%	45.0%	45.0%	45.0%
股东权益	459.9	482.1	514.7	573.5	644.7	股息收益率	0.4%	1.4%	1.5%	1.8%	2.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	63.6	76.5	97.1	117.5	142.3	EPS(元)	0.21	0.28	0.33	0.40	0.48
加: 折旧和摊销	18.5	21.6	21.1	25.2	29.4	BVPS(元)	1.57	1.64	1.75	1.95	2.19
资产减值准备	1.8	1.6	1.6	1.5	1.5	PE(X)	47.0	35.5	29.7	24.5	20.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.3	6.0	5.6	5.0	4.5
财务费用	-	0.9	2.4	-0.5	-1.1	P/FCF	-	-72.7	28.6	54.2	36.9
投资收益	-	0.2	-	-	-	P/S	8.2	7.7	6.6	5.4	4.5
少数股东损益	2.2	-4.7	-	-	-	EV/EBITDA	20.1	29.6	23.3	18.5	15.2
营运资金的变动	-16.3	-124.6	44.3	-30.5	-34.1	CAGR(%)	22.7%	23.0%	19.8%		
经营活动产生现金流量	65.9	-16.6	163.7	112.7	137.4	PEG	2.1	1.5	1.5	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-51.7	-48.9	-51.0	-41.0	-41.0	ROIC/WACC	3.2	2.9	2.6	3.3	3.5
融资活动产生现金流量	-56.8	-42.9	-43.2	-62.1	-72.6	REP	2.2	2.5	2.9	2.0	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034