

费用率、所得税率下降贡献净利润增长

恒宝股份 (002104) 评级: 中性 (维持)

股价: 10.54 元

目标价位: 10.96 元

跟踪报告

2009 年 10 月 21 日 星期三

TMT 小组

康志毅

010-59707103

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 10.96 元

升值潜力 (%) 4%

目标价确定日期: 09.10.21

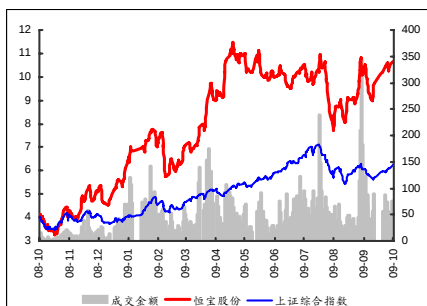
重要数据

总股本(亿股)	2.94
流通股本(亿股)	1.55
总市值(亿元)	30.96
流通市值(亿元)	16.36

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	9.24	-3.87
3 个月	3.03	6.50
6 个月	18.08	-14.24

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《半年业绩平淡, 经营环境未改善》

09.08.13

投资要点

- 2009 年 1-9 月公司实现营业收入 3.28 亿元, 同比增长 7.4%; 营业利润 6,231 万元, 同比增长 7.8%; 归属母公司所有者的净利润 5,707 万元, 同比增加 15.8%; 摊薄每股收益 0.19 元。第 3 季度实现营业收入 1.05 亿元, 同比增长 15%; 归属母公司所有者的净利润 1,963 万元, 同比增长 43.8%, 摊薄每股收益 0.07 元。公司预计 2009 年全年归属母公司所有者的净利润同比增长幅度为 10%-30%。
- 第 3 季度营收略有加快, 费用率下降, 所得税率下调。09 年第 3 季度单季营收同比增长 15%, 为 08 年 3 季度以来的最好水平, 增长动力主要来自金融 IC 卡、社保卡以及模块封装, 但由于业务收入基数小, 整体收入增长动力并不足。第 3 季度期间费用率同比下降 5.2 个百分点至 14%, 是由管理费用和财务费用减少所致, 目前公司新业务开拓未进入规模实施阶段, 预计全年费用率仍会下降。除费用率下降为利润增长原因外, 公司所得税率下调也原因之一, 08 年 10 月公司才获得国家高新技术企业资质, 08 年 1-9 月份所得税率为 25%, 但 09 年下降至 15%。
- 公司成长点集中在银行 IC 迁移以及 3G USIM 需求增长上: ①恒宝股份在金融卡领域的优势稳固, 市场份额保持在第二位, 具有区位优势和销售渠道优势, 因此公司可分享行业的寡头垄断利润。09 年是我国银行 IC 卡迁移元年, 工行开始推广 IC 卡, 预计 2010 年发卡量增长加快, 2011 年有望出现爆发式增长, 公司将凭借优势卡商地位瓜分产业利润。②通信 SIM 卡客户为中国联通、中国电信, 其中联通又是利润的主要来源。联通 3G 已正式商用, 对 3G USIM 卡需求将逐渐增加, 公司通信 IC 卡毛利率有望提高。
- 小幅上调盈利预测, 预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.31 元、0.37 元、0.42 元, 较原预测分别上调 0.01 元、0.02 元、0.03 元, 目前对应动态市盈率分别为 34x、28x、25x, 估值水平并不具有优势, 我们仍维持对公司“中性”的投资评级。

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	90.5	109.5	139.2
营业利润增长率 (%)	40.7%	9.2%	17.1%	21.0%	27.1%
净利润 (百万元)	61.4	81.2	91.9	109.2	122.4
净利润增长率 (%)	45.0%	32.2%	13.2%	18.9%	12.0%
营业利润率 (%)	20.1%	20.6%	20.2%	20.4%	21.8%
每股收益 (元)	0.209	0.276	0.313	0.372	0.417
每股净资产 (元)	1.49	1.63	1.95	2.32	2.74
PE (X)	50.4	38.1	33.7	28.4	25.3
PB (X)	7.1	6.4	5.4	4.5	3.9
ROE (%)	14.0%	16.9%	16.1%	16.0%	15.2%

表 1. 恒宝股份 3 季度业绩对比

百万元	1-3Q2009	1-3Q2008	YoY	3Q2009	3Q2008	YoY	2Q2009	QoQ
营业收入	328.19	305.72	7.4%	104.82	91.11	15.0%	127.54	-17.8%
增长率	7.4%	25.1%	-17.8%	15.0%	1.3%	13.8%	-0.1%	15.2%
毛利率	36.1%	36.5%	-0.4%	36.9%	36.7%	0.1%	34.9%	2.0%
营业成本	209.73	194.25	8.0%	66.18	57.64	14.8%	83.06	-20.3%
营业税金及附加	2.16	1.48	46.2%	0.91	0.48	89.8%	0.87	4.9%
期间费用率	15.2%	15.5%	-0.3%	14.0%	19.3%	-5.2%	14.1%	-0.1%
销售费用	25.40	20.09	26.4%	8.21	6.67	23.1%	9.35	-12.2%
销售费用率	7.7%	6.6%	1.2%	7.8%	7.3%	0.5%	7.3%	0.5%
管理费用	25.70	29.78	-13.7%	7.32	10.62	-31.1%	8.51	-14.0%
管理费用率	7.8%	9.7%	-1.9%	7.0%	11.7%	-4.7%	6.7%	0.3%
财务费用	(1.34)	(2.55)	-47.3%	(0.81)	0.25	-425.2%	0.14	-681.4%
财务费用率	-0.4%	-0.8%	0.4%	-0.8%	0.3%	-1.0%	0.1%	-0.9%
资产减值损失	4.24	4.88	-13.1%	1.05	1.01	3.2%	0.75	40.2%
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	62.31	57.79	7.8%	21.96	14.44	52.1%	24.86	-11.6%
增长率	7.8%	40.3%	-32.5%	52.1%	-9.7%	61.8%	-10.6%	62.7%
营业利润率	19.0%	18.9%	0.1%	21.0%	15.8%	5.1%	19.5%	1.5%
加: 营业外收入	6.05	10.62	-43.0%	2.59	4.92	-47.2%	1.49	73.8%
减: 营业外支出	1.82	2.84	-36.1%	1.31	1.58	-17.2%	0.05	2310.0%
利润总额	66.54	65.57	1.5%	23.25	17.78	30.8%	26.30	-11.6%
减: 所得税	9.48	17.26	-45.1%	3.62	4.78	-24.3%	3.42	5.8%
实际所得税率	14.2%	26.3%	-12.1%	15.6%	26.9%	-11.3%	13.0%	2.6%
净利润	57.07	48.31	18.1%	19.63	13.00	51.0%	22.87	-14.2%
减: 少数股东损益	(0.00)	(0.96)	-99.8%	(0.00)	(0.65)	-100.0%	(0.00)	-78.6%
归属于母公司所有者的净利润	57.07	49.27	15.8%	19.63	13.65	43.8%	22.87	-14.2%
增长率	15.8%	21.5%	-5.6%	43.8%	-34.6%	78.4%	1.9%	41.9%
净利润率	17.4%	16.1%	1.3%	18.7%	15.0%	3.7%	17.9%	0.8%
每股收益 (元)	0.19	0.17	15.8%	0.07	0.05	43.8%	0.08	-14.2%

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	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	172.1	249.6	352.2	374.6	447.8	537.5	637.0	6.4%	19.5%	20.0%	18.5%
增长率	10.6%	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	65.0	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	101.5	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	0.0	56.3	77.7	97.1	111.6	NA	38.0%	25.0%	15.0%
其他	5.6	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	50.1%	36.8%	34.3%	39.3%	37.5%	37.4%	38.3%	5.0%	-1.8%	-0.1%	0.9%
营业成本	85.9	157.6	231.3	227.2	279.8	336.5	392.8	-1.7%	23.1%	20.3%	16.8%
营业税金及附加	1.9	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	20.6%	16.3%	12.9%	17.7%	15.6%	15.3%	14.8%	4.8%	-2.1%	-0.3%	-0.5%
销售费用	11.2	12.3	16.2	29.0	33.6	39.2	45.9	79.2%	15.7%	16.8%	16.9%
销售费用率	6.5%	4.9%	4.6%	7.8%	7.5%	7.3%	7.2%	3.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
管理费用	19.6	24.0	30.6	41.5	38.1	43.5	48.4	35.6%	-8.2%	14.4%	11.2%
管理费用率	11.4%	9.6%	8.7%	11.1%	8.5%	8.1%	7.6%	2.4%	-2.6%	-0.4%	-0.5%
财务费用	4.6	4.4	(1.3)	(4.3)	(1.8)	(0.5)	0.0	226.6%	-58.3%	-70.0%	-100.0%
财务费用率	2.7%	1.8%	-0.4%	-1.1%	-0.4%	-0.1%	0.0%	-0.8%	0.7%	0.3%	0.1%
资产减值损失	0.0	(1.6)	1.8	1.6	4.5	5.0	5.7	-8.9%	173.8%	11.1%	14.0%
公允价值变动净收益	0.0	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	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0	NA	-100.0%	NA	NA
营业利润	49.0	50.3	70.8	77.3	90.5	109.5	139.2	9.2%	17.1%	21.0%	27.1%
增长率	15.0%	2.6%	40.7%	9.2%	17.1%	21.0%	27.1%	-31.6%	7.9%	3.9%	6.1%
营业利润率	28.5%	20.2%	20.1%	20.6%	20.2%	20.4%	21.8%	0.5%	-0.4%	0.2%	1.5%
加: 营业外收入	0.0	10.6	16.9	19.8	19.5	21.3	23.6	16.9%	-1.4%	9.2%	10.8%
减: 营业外支出	1.5	1.0	0.8	3.2	3.0	1.0	1.0	297.9%	-7.6%	-66.7%	0.0%
利润总额	57.3	59.9	86.9	93.8	107.0	129.8	161.8	8.0%	14.0%	21.3%	24.6%
减: 所得税	13.5	17.4	23.3	17.4	16.0	19.5	24.3	-25.5%	-7.7%	21.3%	24.6%
实际所得税率	23.5%	29.0%	26.8%	18.5%	15.0%	15.0%	15.0%	-8.3%	-3.5%	0.0%	0.0%
净利润	43.8	42.5	63.6	76.5	90.9	110.3	137.5	20.2%	19.0%	21.3%	24.6%
减: 少数股东损益	4.7	0.2	2.2	(4.7)	(0.9)	1.1	15.1	-314.3%	-80.7%	-221.3%	1271.0%
归属于母公司所有者的净利润	39.2	42.3	61.4	81.2	91.9	109.2	122.4	32.2%	13.2%	18.9%	12.0%
增长率	16.8%	8.1%	45.0%	32.2%	13.2%	18.9%	12.0%	-12.8%	-19.0%	5.7%	-6.8%
净利润率	22.8%	17.0%	17.4%	21.7%	20.5%	20.3%	19.2%	4.2%	-1.2%	-0.2%	-1.1%
每股收益(元)	0.13	0.14	0.21	0.28	0.31	0.37	0.42	32.2%	13.2%	18.9%	12.0%

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分析师; 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, 奥飞动漫, 华谊兄弟。

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