

金融、电信领域均有斩获，未来看点增多

恒宝股份 (002104)
评级：增持（维持）
通信设备
股价：21.63 元
跟踪报告

2010 年 04 月 16 日 星期五

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号：S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

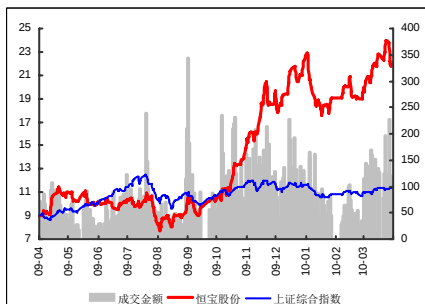
重要数据

总股本(亿股)	2.94
流通股本(亿股)	1.84
总市值(亿元)	64.33
流通市值(亿元)	40.27

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	16.55	11.96
3 个月	-0.91	2.01
6 个月	111.59	106.43

个股相对上证综指走势图


相关报告：

- 《业绩预增幅度符合预期》 10.01.29
- 《收购获移动资质，跻身第一梯队指日可待》 10.01.22
- 《万事俱备欠东风》 10.01.07
- 《费用率、所得税率下降贡献净利润增长》 09.10.21

投资要点

- 2009 年公司实现营业收入 4.25 亿元，同比增长 13.5%；营业利润 8,899 万元，同比增长 15.1%；归属母公司所有者的净利润 9,382 万元，同比增长 15.6%；摊薄每股收益 0.32 元，与我们 0.31 元的预期基本一致。分配预案为每 10 股送 5 股派 0.56 元（含税）。
- 磁条卡、通信 IC 卡实现快速增长。**公司两大主要产品磁条卡、通信 IC 卡在 09 年实现了快速增长，收入分别同比增长 22%、35%，磁条卡的收入增长一方面来自于采购量的平稳增长，另一方面个性化收入也提高了产品附加值，通信 IC 卡则受益于电信、联通市场份额的扩大。
- 毛利率下滑 3.2 个百分点，费用率下降 3.2 个百分点。**综合毛利率同比下滑 3.2 个百分点至 36.1%，主要是由于 09 年磁条卡单价有所下降，磁条卡毛利率同比下滑 4.9 个百分点至 50.6%。期间费用率 14.4%，同比下降 3.2 个百分点，主要是由于 08 年公司出售恒银金融 70% 的股权，而 08 年的管理费用基数较高。
- 关注焦点。**09 年单产品突破 6 家银行，依托金融客户，公司在分享金融领域平稳成长的同时，还取得银联 IC 卡封装和个人化资质，预计 2011 年 EMV 迁移将规模启动，公司也将成为 EMV 迁移进程中的主要受益者。电信运营商之间的竞争越发激烈，增加用户粘性、提高 ARPU 的新业务有望逐渐推出，伴随而来的是新产品的采购，进而为公司提供新的利润增长点。公司收购东方英卡获得移动应标资质，扩大移动市场份额指日可待。
- 投资建议。**预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.50 元、0.62 元，相比原预测，分别上调 0.08 元、0.09 元，动态市盈率分别为 43.5x、34.6x，估值水平仍有提升空间，建议投资者积极关注，维持“增持”评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	352.2	374.6	425.1	722.1	915.1
营业收入增长率（%）	41.1%	6.4%	13.5%	69.9%	26.7%
营业利润（百万元）	70.8	77.3	89.0	148.0	190.5
营业利润增长率（%）	40.7%	9.2%	15.1%	66.3%	28.8%
净利润（百万元）	61.4	81.2	93.8	146.2	183.5
净利润增长率（%）	45.0%	32.2%	15.6%	55.9%	25.5%
营业利润率（%）	20.1%	20.6%	20.9%	20.5%	20.8%
每股收益（元）	0.209	0.276	0.319	0.498	0.625
每股净资产（元）	1.49	1.63	1.85	2.35	2.98
PE (X)	103.5	78.3	67.7	43.5	34.6
PB (X)	14.5	13.2	11.7	9.2	7.3
ROE (%)	14.9%	17.7%	18.3%	23.7%	23.4%

表 1. 恒宝股份 4 季度业绩对比

百万元	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	YoY	1-4Q2008	1-4Q2009	YoY	备注
营业收入	68.88	95.83	127.54	104.82	96.89	40.7%	374.59	425.08	13.5%	磁条卡、通信IC卡在09年实现了快速增长，收入分别同比增长22%、35%。
增长率	-36.2%	10.2%	-0.1%	15.0%	40.7%	76.8%	6.4%	13.5%	7.1%	
毛利率	52.1%	36.9%	34.9%	36.9%	36.1%	-16.0%	39.3%	36.1%	-3.2%	09年磁条卡单价有所下降，磁条卡毛利率同比下滑4.9个百分点至50.6%。
营业成本	32.99	60.48	83.06	66.18	61.90	87.6%	227.23	271.63	19.5%	
营业税金及附加	0.53	0.38	0.87	0.91	0.71	33.8%	2.01	2.88	42.9%	
期间费用率	27.4%	17.8%	14.1%	14.0%	12.0%	-15.4%	17.7%	14.4%	-3.2%	
销售费用	8.95	7.84	9.35	8.21	6.15	-31.2%	29.04	31.55	8.7%	
销售费用率	13.0%	8.2%	7.3%	7.8%	6.4%	-6.6%	7.8%	7.4%	-0.3%	
管理费用	11.69	9.87	8.51	7.32	5.62	-52.0%	41.47	31.32	-24.5%	
管理费用率	17.0%	10.3%	6.7%	7.0%	5.8%	-11.2%	11.1%	7.4%	-3.7%	08年公司出售恒银金融70%的股权，而08年的管理费用基数较高。
财务费用	(1.75)	(0.67)	0.14	(0.81)	(0.14)	-92.2%	(4.30)	(1.48)	-65.5%	08年收到江苏省科学技术厅资助的项目专项贷款贴息300万元冲减了财务费用。
财务费用率	-2.5%	-0.7%	0.1%	-0.8%	-0.1%	2.4%	-1.1%	-0.3%	0.8%	
资产减值损失	(3.23)	2.44	0.75	1.05	(4.03)	24.8%	1.64	0.20	-87.6%	
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	
投资净收益	(0.18)	0.00	0.00	0.00	0.00	-100.0%	(0.18)	0.00	-100.0%	
营业利润	19.52	15.49	24.86	21.96	26.68	36.7%	77.31	88.99	15.1%	
增长率	-34.1%	-0.4%	-10.6%	52.1%	36.7%	70.8%	9.2%	15.1%	5.9%	
营业利润率	28.3%	16.2%	19.5%	21.0%	27.5%	-0.8%	20.6%	20.9%	0.3%	
加：营业外收入	9.17	1.97	1.49	2.59	13.83	50.8%	19.78	19.88	0.5%	
减：营业外支出	0.40	0.46	0.05	1.31	(0.80)	-298.0%	3.25	1.02	-68.7%	
利润总额	28.28	17.00	26.30	23.25	41.31	46.1%	93.85	107.85	14.9%	
减：所得税	0.13	2.43	3.42	3.62	4.55	3359.8%	17.39	14.03	-19.3%	
实际所得税率	0.5%	14.3%	13.0%	15.6%	11.0%	10.6%	18.5%	13.0%	-5.5%	
净利润	28.15	14.56	22.87	19.63	36.75	30.6%	76.46	93.82	22.7%	
减：少数股东损益	(3.75)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	-100.0%	(4.70)	(0.00)	-100.0%	
归属于母公司所有者的净利润	31.90	14.56	22.87	19.63	36.75	15.2%	81.16	93.82	15.6%	
增长率	53.1%	10.5%	1.9%	43.8%	15.2%	-37.9%	32.2%	15.6%	-16.6%	
净利润率	46.3%	15.2%	17.9%	18.7%	37.9%	-8.4%	21.7%	22.1%	0.4%	
每股收益（元）	0.11	0.05	0.08	0.07	0.13	15.2%	0.28	0.32	15.6%	

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	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	155.7	172.1	249.6	352.2	374.6	425.1	722.1	915.1	6.4%	13.5%	69.9%	26.7%
增长率	77.1%	10.6%	45.0%	41.1%	6.4%	13.5%	69.9%	26.7%	-34.8%	7.1%	56.4%	-43.2%
金融卡及相关	58.8	65.0	78.5	111.2	151.1	184.8	225.9	298.2	35.9%	22.3%	22.3%	32.0%
通信IC卡及相关	75.4	101.5	162.9	207.6	141.7	163.8	403.7	501.8	-31.8%	15.6%	146.4%	24.3%
模块封装	0.0	0.0	0.0	0.0	56.3	52.3	68.0	88.4	NA	-7.0%	30.0%	30.0%
其他	21.4	5.6	8.1	33.0	25.2	22.9	24.5	26.6	-23.6%	-9.1%	7.0%	8.6%
综合毛利率	48.3%	50.1%	36.8%	34.3%	39.3%	36.1%	31.7%	31.1%	5.0%	-3.2%	-4.4%	-0.6%
营业成本	80.5	85.9	157.6	231.3	227.2	271.6	493.0	630.0	-1.7%	19.5%	81.5%	27.8%
营业税金及附加	2.0	1.9	2.5	2.8	2.0	2.9	4.3	5.5	-29.2%	42.9%	50.6%	26.7%
期间费用率	19.7%	20.6%	16.3%	12.9%	17.7%	14.4%	10.6%	9.7%	4.8%	-3.2%	-3.8%	-0.9%
销售费用	9.7	11.2	12.3	16.2	29.0	31.6	39.7	45.8	79.2%	8.7%	25.9%	15.2%
销售费用率	6.3%	6.5%	4.9%	4.6%	7.8%	7.4%	5.5%	5.0%	3.2%	-0.3%	-1.9%	-0.5%
管理费用	14.3	19.6	24.0	30.6	41.5	31.3	38.3	43.9	35.6%	-24.5%	22.2%	14.8%
管理费用率	9.2%	11.4%	9.6%	8.7%	11.1%	7.4%	5.3%	4.8%	2.4%	-3.7%	-2.1%	-0.5%
财务费用	6.6	4.6	4.4	(1.3)	(4.3)	(1.5)	(1.4)	(1.1)	226.6%	-65.5%	-2.5%	-24.0%
财务费用率	4.2%	2.7%	1.8%	-0.4%	-1.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.8%	0.8%	0.1%	0.1%
资产减值损失	0.0	0.0	(1.6)	1.8	1.6	0.2	0.3	0.4	-8.9%	-87.6%	47.2%	33.3%
公允价值变动净收益	0.0	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	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0	NA	-100.0%	NA	NA
营业利润	42.6	49.0	50.3	70.8	77.3	89.0	148.0	190.5	9.2%	15.1%	66.3%	28.8%
增长率	1117.1%	15.0%	2.6%	40.7%	9.2%	15.1%	66.3%	28.8%	-31.6%	5.9%	51.2%	-37.5%
营业利润率	27.4%	28.5%	20.2%	20.1%	20.6%	20.9%	20.5%	20.8%	0.5%	0.3%	-0.4%	0.3%
加: 营业外收入	0.1	0.0	10.6	16.9	19.8	19.9	21.3	21.6	16.9%	0.5%	7.1%	1.4%
减: 营业外支出	1.2	1.5	1.0	0.8	3.2	1.0	1.0	1.0	297.9%	-68.7%	-1.6%	0.0%
利润总额	47.6	57.3	59.9	86.9	93.8	107.9	168.3	211.1	8.0%	14.9%	56.0%	25.5%
减: 所得税	10.9	13.5	17.4	23.3	17.4	14.0	21.9	27.4	-25.5%	-19.3%	55.9%	25.5%
实际所得税率	23.0%	23.5%	29.0%	26.8%	18.5%	13.0%	13.0%	13.0%	-8.3%	-5.5%	0.0%	0.0%
净利润	36.7	43.8	42.5	63.6	76.5	93.8	146.4	183.7	20.2%	22.7%	56.0%	25.5%
减: 少数股东损益	3.1	4.7	0.2	2.2	(4.7)	(0.0)	0.1	0.2	-314.3%	-100.0%	-6878%	25.5%
归属于母公司所有者的净利润	33.5	39.2	42.3	61.4	81.2	93.8	146.2	183.5	32.2%	15.6%	55.9%	25.5%
增长率	1103.6%	16.8%	8.1%	45.0%	32.2%	15.6%	55.9%	25.5%	-12.8%	-16.6%	40.3%	-30.4%
净利润率	21.5%	22.8%	17.0%	17.4%	21.7%	22.1%	20.3%	20.1%	4.2%	0.4%	-1.8%	-0.2%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.14	0.21	0.28	0.32	0.50	0.62	32.2%	15.6%	55.9%	25.5%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 3. 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新 市净率
						08A	09E	10E	08A	09E	10E	08/10年	09E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	中性	1,303.6	1,303.6	6.15	0.93	0.15	0.14	6.6x	41.6x	44.6x	-19.7%	NA	1.8x
平均值									6.6x	41.6x	44.6x	-19.7%		1.8x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	818.9	638.4	42.85	0.87	1.29	1.65	49.3x	33.3x	26.0x	36.1%	0.9x	5.3x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	112.7	28.6	20.27	0.59	0.61	0.70	34.2x	33.0x	29.0x	19.2%	1.7x	6.1x
平均值									41.8x	33.2x	27.5x	27.6%	1.3x	5.7x
光通信														
烽火通信	600498.SH	增持	139.8	63.3	31.65	0.40	0.61	0.85	79.8x	51.9x	37.3x	52.5%	1.0x	4.5x
光迅科技	002281.SZ	增持	59.7	14.9	37.30	0.48	0.65	0.83	78.5x	57.3x	44.7x	25.2%	2.3x	6.4x
亨通光电	600487.SH	增持	60.3	60.3	36.30	0.64	1.11	1.21	56.6x	32.8x	30.0x	36.2%	0.9x	4.9x
中天科技	600522.SH	增持	82.4	82.4	25.68	0.46	1.04	1.21	56.4x	24.6x	21.2x	66.5%	0.4x	5.4x
平均值									67.8x	41.6x	33.3x	45.1%	1.1x	5.3x
配线														
新海宜	002089.SZ	-	43.9	30.5	20.52	0.15	0.38	0.65	140.6x	53.5x	31.7x	74.7%	0.7x	10.9x
日海通讯	002313.SZ	-	46.4	11.6	46.44	0.36	0.73	1.02	130.8x	64.0x	45.6x	45.4%	1.4x	19.3x
平均值									135.7x	58.7x	38.7x	60.1%	1.1x	15.1x
网优、测试														
三维通信	002115.SZ	增持	37.1	28.4	27.68	0.42	0.62	0.80	65.7x	44.6x	34.5x	37.0%	1.2x	6.0x
奥维通信	002231.SZ	-	21.8	5.5	20.42	0.19	0.22	0.24	109.2x	94.1x	86.8x	-10.4%	NA	5.8x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	74.0	15.3	137.00	0.72	2.06	2.73	189.8x	66.4x	50.2x	77.4%	0.9x	40.2x
华星创业	300025.SZ	-	22.9	5.7	57.27	0.44	0.66	0.84	131.4x	86.9x	68.1x	34.5%	2.5x	33.0x
中创信测	600485.SH	增持	28.5	28.5	20.60	0.41	0.19	0.67	50.3x	108.4x	30.6x	51.3%	2.1x	7.3x
国脉科技	002093.SZ	增持	62.8	43.3	15.69	0.19	0.23	0.38	81.1x	67.5x	40.8x	40.5%	1.7x	12.3x
平均值									104.6x	78.0x	51.8x	38.4%	1.9x	17.4x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	41.5	41.0	20.90	0.21	0.16	0.28	98.7x	132.2x	73.6x	11.4%	11.6x	5.9x
恒宝股份	002104.SZ	增持	63.5	39.8	21.63	0.28	0.31	0.50	78.3x	69.2x	43.5x	33.6%	2.1x	12.5x
大唐电信	600198.SH	增持	87.0	86.7	19.82	0.10	0.13	0.30	190.6x	147.3x	66.5x	60.2%	2.4x	18.4x
平均值									122.5x	116.2x	61.2x	35.1%	5.4x	12.3x
增值服务														
北纬通信	002148.SZ	增持	30.4	18.1	40.22	0.46	0.47	0.54	88.2x	85.6x	74.5x	8.6%	10.0x	7.8x
拓维信息	002261.SZ	买入	47.2	24.2	42.20	0.70	0.78	0.99	60.2x	54.1x	42.8x	20.3%	2.7x	8.0x
平均值									74.2x	69.9x	58.6x	14.4%	6.3x	7.9x
其他														
亿阳信通	600289.SH	增持	64.6	64.6	11.47	0.13	0.15	0.28	87.6x	78.4x	40.4x	8.5%	9.2x	4.6x
动力源	600405.SH	-	22.5	22.5	10.80	0.02	0.00	0.12	442.8x	-	-	-	-	5.9x
键桥通讯	002316.SZ	-	37.2	9.3	31.00	0.32	0.37	0.50	97.8x	84.2x	61.7x	12.8%	6.6x	16.6x
平均值									92.7x	81.3x	51.0x	10.6%	7.9x	10.6x
板块均值									89.2x	68.7x	46.6x	32.8%	2.3x	11.0x

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅，高级研究员，从事电信服务、通信设备及传媒行业研究，毕业于吉林大学，经济学硕士；3 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。

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