

2011-04-14

电子行业

恒宝股份 002104-SZ

收入大幅增长，净利润平稳增长

◇ 事件：公司公布年报

◆收入大幅增长，净利润平稳增长

2010年，公司实现营业收入6.6亿元，增长56%；实现营业利润1.1亿元，增长22%；实现归属于上市公司股东的净利润1.0亿元，增长11%；每股收益0.24元。

在各类产品中，模块类产品营业收入增长126%，达到1.2亿元；卡类产品营业收入上升47%，主要因为通信移动支付卡业务大幅增长。

◆毛利率和费用率下降

毛利率为29%，比2009年下降了近七个百分点，主要是产品毛利率较低的移动支付卡、模块封装业务大幅增长所致。

三项费用率之和由14.4%下降至12.5%，主要是由于销售费用率由2009年的7.4%下降至2010年的5.4%。

◆移动支付卡和银行IC卡将促进业绩增长

公司的增长点主要来自移动支付卡和银行卡EMV迁移两个方面。

公司当前是中国电信和中国联通移动支付卡的最大供应商，供应13.56M和2.4G两种产品，在2010年来自移动支付卡的收入为1.5亿元。各运营商对手机移动支付业务相当重视，公司今年的移动支付业务将有30%以上的增长。

银行卡迁移也已逐步开展，人民银行在3月下旬制定了IC卡迁移的时间表：2011年6月底前工、农、中、建、交和招商、邮储银行应开始发行金融IC卡，2013年1月1日起全国性商业银行均应开始发行金融IC卡，2015年1月1日起在经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡均应为金融IC卡。我国每年发行的银行卡在4亿张以上，公司占据25%以上的市场份额。假定公司在银行IC卡中仍占据25%的市场份额，我们大致估算，在新发行的银行卡中，IC卡的渗透率每提高五个百分点，公司的净利润就增加1,800万元，对应每股收益0.04元。

◆行业有高成长潜力，给予增持评级

移动支付卡和银行IC卡行业在未来几年都将迎来高增长，我们预计公司在2011-2013年营业收入和净利润的年均复合增速分别为31%和41%，给予公司增持的评级。

维持

增持

当前价格	15.84元
目标价格	17.00元
目标期限	6个月

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930510120025)

021-22169176

zhaol@ebcn.com

联系人：

蒯剑

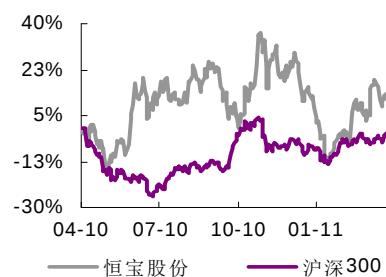
021-22169311

kuaijian@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	441
总市值(百万元)	6,980
流通比例(%)	62.59%
12个月最高/最低(元)	23.89/12.69
近3月日均成交量(百万股)	10.49
主要股东	钱云宝

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.36	-1.73	9.25
绝对收益	2.91	5.03	8.13

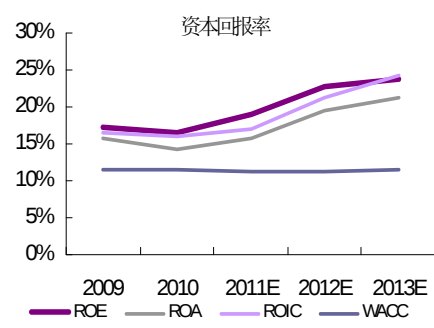
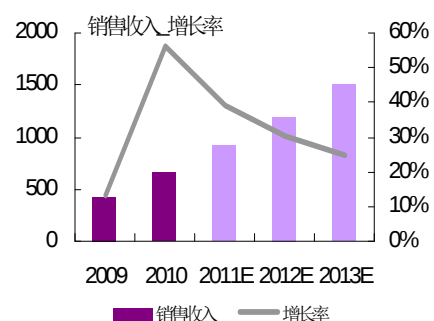
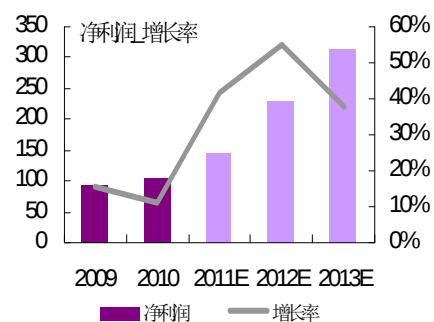
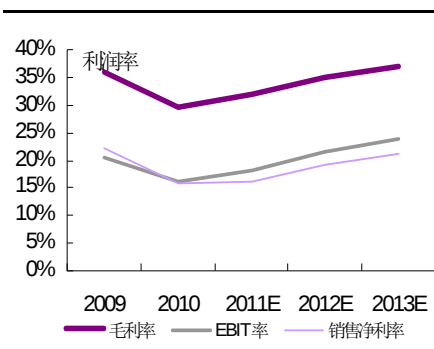
相关报告：

银行卡迁移时间表灵活性大，短期业绩贡献存在不确定性 2011-3-21
业绩继续增长，维持增持评级
..... 2010-10-28
通信IC卡促进业绩增长，银行IC卡尚待催化
..... 2010-08-18

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	425	663	921	1,200	1,497
营业收入增长率	13.48%	55.89%	38.94%	30.30%	24.81%
净利润（百万元）	94	104	147	229	315
净利润增长率	15.60%	11.07%	41.46%	55.23%	37.56%
EPS（元）	0.21	0.24	0.33	0.52	0.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.23%	16.47%	18.90%	22.68%	23.78%
P/E	74	67	47	31	22
P/B	13	11	9	7	5
EV/EBITDA	41	54	35	24	17

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	425	663	921	1,200	1,497
营业成本	272	468	625	780	942
折旧和摊销	24	22	34	40	45
营业税费	3	3	5	7	8
销售费用	32	36	53	66	78
管理费用	31	47	67	86	108
财务费用	-1	-1	-1	0	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	89	108	169	259	362
利润总额	108	121	174	266	367
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	93.82	104.20	147.41	228.83	314.79

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	592	734	941	1,180	1,479
流动资产	395	487	630	808	1,053
货币资金	192	222	230	300	433
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	69	83	113	147	183
应收票据	5	1	9	12	15
其他应收款	5	5	9	14	16
存货	80	125	169	210	254
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	171	175	235	291	343
无形资产	25	29	28	26	25
总负债	45	98	157	167	151
无息负债	45	98	102	126	151
有息负债	0	0	55	41	0
股东权益	547	636	784	1,013	1,327
股本	294	441	441	441	441
公积金	56	66	81	104	136
未分配利润	195	125	258	464	747
少数股东权益	2	4	4	4	4

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	80	140	52	184	272
净利润	94	104	147	229	315
折旧摊销	24	22	34	40	45
净营运资金增加	30	71	195	154	160
其他	-68	-57	-325	-239	-249
投资活动产生现金流	8	-94	-100	-100	-100
净资本支出	19	69	100	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-11	-163	-200	-200	-200
融资活动现金流	-50	-17	56	-14	-38
股本变化	0	147	0	0	0
债务净变化	-20	0	55	-14	-41
无息负债变化	-18	52	4	24	25
净现金流	37	29	8	70	134

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.48%	55.89%	38.94%	30.30%	24.81%
净利润增长率	15.60%	11.07%	41.46%	55.23%	37.56%
EBITDA 增长率	17.64%	15.82%	55.89%	48.42%	35.41%
EBIT 增长率	19.55%	22.79%	55.59%	54.99%	38.65%
估值指标					
PE	74	67	47	31	22
PB	13	11	9	7	5
EV/EBITDA	41	54	35	24	17
EV/EBIT	52	65	42	27	19
EV/NOPLAT	60	75	50	32	22
EV/Sales	11	10	8	6	5
EV/IC	10	12	8	7	5
盈利能力 (%)					
毛利率	36.10%	29.43%	32.09%	35.02%	37.11%
EBITDA 率	26.22%	19.48%	21.86%	24.90%	27.01%
EBIT 率	20.59%	16.21%	18.16%	21.60%	23.99%
税前净利润率	25.37%	18.20%	18.85%	22.16%	24.50%
税后净利润率 (归属母公司)	22.07%	15.73%	16.01%	19.07%	21.02%
ROA	15.85%	14.18%	15.67%	19.40%	21.28%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.23%	16.47%	18.90%	22.68%	23.78%
经营性 ROIC	16.53%	16.01%	16.93%	21.18%	24.30%
偿债能力					
流动比率	9.81	5.39	4.20	5.06	7.30
速动比率	783.39%	401.22%	307.78%	374.47%	553.57%
归属母公司权益/有息债务	-	-	14.24	24.78	-
有形资产/有息债务	-	-	16.46	28.04	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.21	0.24	0.33	0.52	0.71
每股红利	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.18	0.32	0.12	0.42	0.62
每股自由现金流(FCFF)	0.12	-0.06	-0.26	0.02	0.22
每股净资产	1.24	1.44	1.77	2.29	3.00
每股销售收入	0.96	1.50	2.09	2.72	3.40

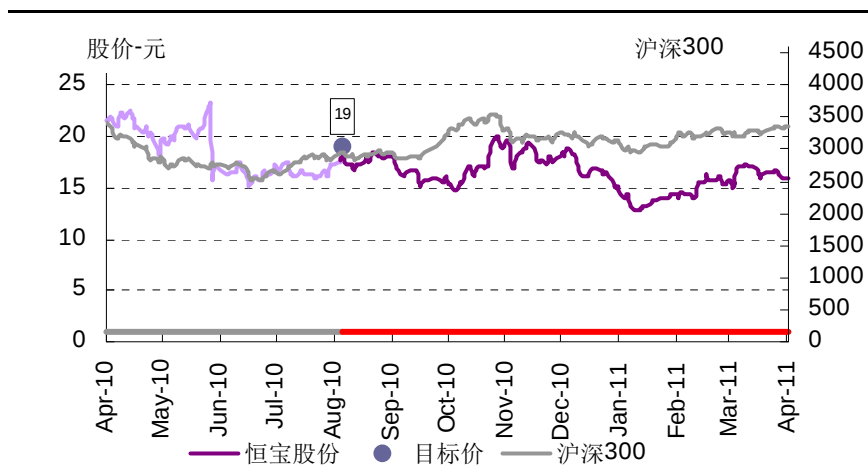
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

恒宝股份（002104）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-08-18	17.64	19.00	增持
2010-10-28	16.60	19.00	增持
2011-03-01	16.60	19.00	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。