

金融 IC 卡发力，业绩增长无忧

买入维持

目标价格：12.45 元

投资要点：

- 📖 金融 IC 卡发力，高毛利的卡类业务快速增长
- 📖 产品结构优化，全年毛利率有望再度提升
- 📖 看好金融 IC 卡、社保金融 IC 对业绩的持续支撑

报告摘要：

- **事件描述：**恒宝股份今日发布 2012 年半年报，经营业绩如下：上半年实现营业收入 4.2 亿元，同比增长 15.19%，实现归属于上市公司股东净利润 0.52 亿元，同比增长 10.51%，摊薄后每股收益为 0.117 元。利润分配预案：10 股派红利 0.5 元（含税）。
- **金融 IC 卡发力，卡类收入同比增长 26.94%。**报告期内国内金融 IC 卡开始放量，上半年公司金融 IC 销量估计在 500 万左右，是 11 年全年销量的 2.8 倍，收入估计在 6000 万以上（全年超过 1 亿）。受金融 IC 渠道，卡类收入同比增长 26.94%，是业绩增长的最大动力。
- **产品结构优化，毛利率小幅提升。**报告期内受高毛利的卡类业务占比提升的驱动，主营业务毛利率小幅提升 0.13 个百分点，预计下半年毛利率将延续升势，全年毛利率在 32% 左右，全年净利率也将提升。
- **长期看好金融 IC 卡、社保金融 IC 对业绩的持续驱动。**今年是金融 IC 卡放量的第一年，预计今后 10 年年均市场容量有望超过 60 亿（11 年国内 IC 销售收入的 67%）。公司在银行领域拥有深厚的渠道资源和强势芯片供应商的支持优势，在行业景气上行时将受益最深。另外社保金融 IC 推出有望在一定程度上打破地方垄断格局，公司社保 IC 业务迎来市场拓展良机。
- **未来 3 年利润复合增长 46%，给予公司“买入”评级。**预计 2012-14 年公司将实现净利润 1.47/2.19/3.61 亿元，三年复合增长 46%，对应最新股本的 EPS 分别为 0.33/0.50/0.82 元，给予公司“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	663	775	1114	1456	2065
YOY	56%	17%	44%	31%	42%
净利润（百万）	104	114	147	220	362
YOY	11%	10%	29%	49%	65%
EPS（元）	0.24	0.26	0.33	0.50	0.82
净利率	16%	15%	13%	15%	18%

电子元器件行业研究组

联系人：

沈建锋

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

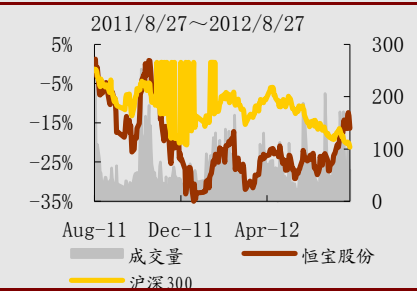
分析师：

胡颖（S1180210020002）

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	44064
流通股（万股）	32474
当前股价	10.64
年内最高/最低	12.95/7.83
总市值(亿元)	46.88

相关研究

- 1 《宏源证券*公司点评*恒宝股份：卡商龙头将受益银行 IC 卡普及*002104*电子*李坤阳》，2011.4
- 2 《宏源证券*公司点评*恒宝股份：完成战略部署，中报符合预期*002104*电子*李坤阳》，2010.8
- 3 《宏源证券*公司研究*恒宝股份：新产品静待需求爆发*002104*电子*李坤阳》，2010.7

目录

一、报告期内金融 IC 卡放量、卡类收入快速增长.....	3
二、产品结构优化，毛利率小幅提升.....	3
三、持续看好金融 IC 卡、社保金融 IC 对未来业绩驱动.....	5
四、风险提示	5

插图

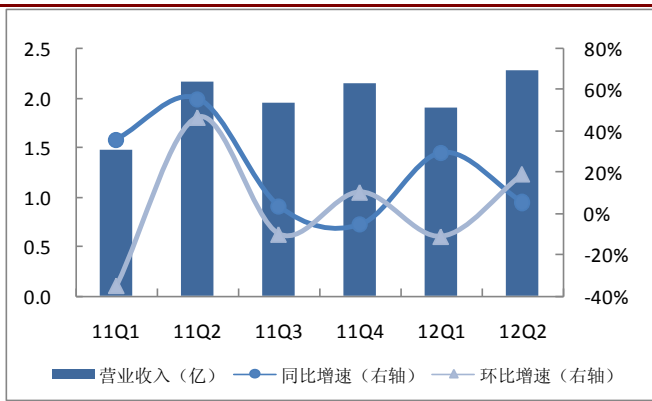
图 1: 单季度收入及同比、环比增速.....	3
图 2: 单净利润收入及同比、环比增速.....	3
图 3: 累计毛利率变化.....	4
图 4: 单季度毛利率变化.....	4
图 5: 单季度净利率变化.....	4
图 6: 单季度期间费用率变化.....	4
图 7: 未来 10 年银行金融 IC 市场空间估算（合计）	5
图 8: 财务报表估算.....	6

一、报告期内金融 IC 卡放量、卡类收入快速增长

受益金融 IC 卡放量，报告期内卡类收入同比大幅提升 26.94%。2012 年是金融 IC 放量的第一年，凭借在银行领域深厚的渠道资源，公司在金融 IC 领域趋于领先地位。据我们估算，上半年公司金融 IC 销量在 500 万片左右（预计全年 1000 万以上），是 11 年全年销量的 2.8 倍，收入贡献在 6000 万以上。受金融 IC 大幅提升，报告期卡类业务实现收入 3.63 亿，同比提升 26.94%，是公司业绩提升的唯一支撑动力（其他业务：模块类、票据和软件收入同比下降 29.86%、11.45% 和 28.36%）。

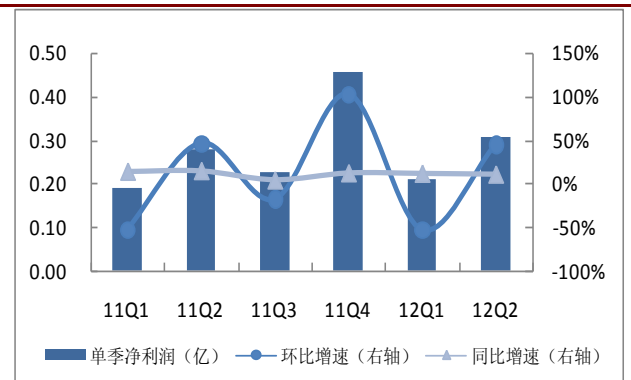
费用增长侵蚀了公司业绩，净利润同比增长 10.51%。报告期内公司实现净利润 0.518 亿，同比增长 10.51%，低于收入 15.19% 的增速。利润增速低于收入增速的主要原因在于管理费用的大幅提升，报告期内管理费用率提升了约 1.2 个百分点，带动期间费用率提升约 1.3 个百分点，拉低了公司盈利能力。

图 1：单季度收入及同比、环比增速



资料来源：wind，宏源证券

图 2：单净利润收入及同比、环比增速

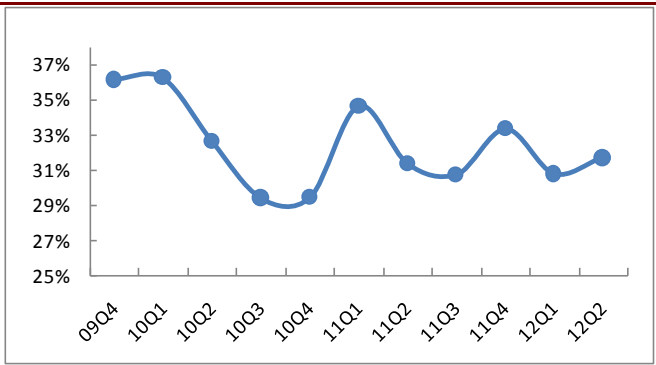


资料来源：wind，宏源证券

二、产品结构优化，毛利率小幅提升

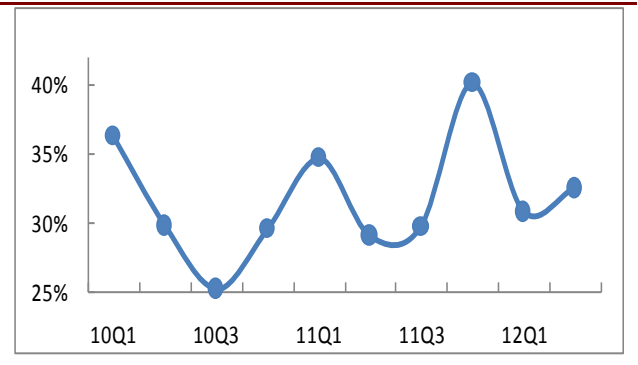
高毛利卡类收入占比提升，主营业务毛利率提升 0.13 个百分点。报告期内只有高毛利的卡类业务（毛利率 33.73%）实现了正增长，因此收入结构得到了进一步优化，2012 年上半年主营业务毛利率为 31.51%，小幅提升 0.13 个百分点，其中二季度毛利率提升约 3.4 个百分点。从收入变动的趋势来看，下半年卡类业务有望持续维持正增长，全年毛利率预计在 32% 左右。

图 3: 累计毛利率变化



资料来源: wind, 宏源证券

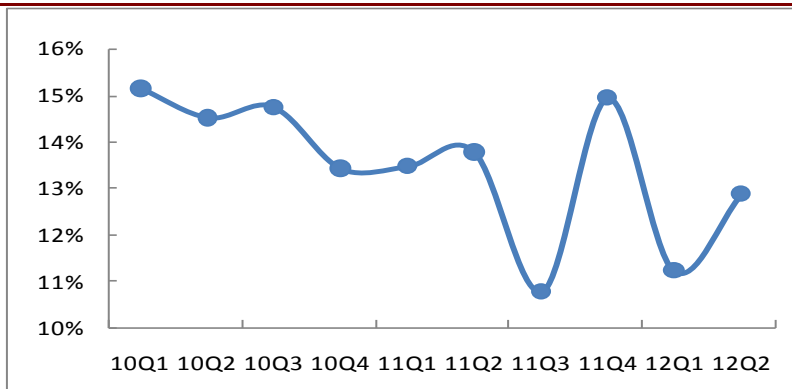
图 4: 单季度毛利率变化



资料来源: wind, 宏源证券

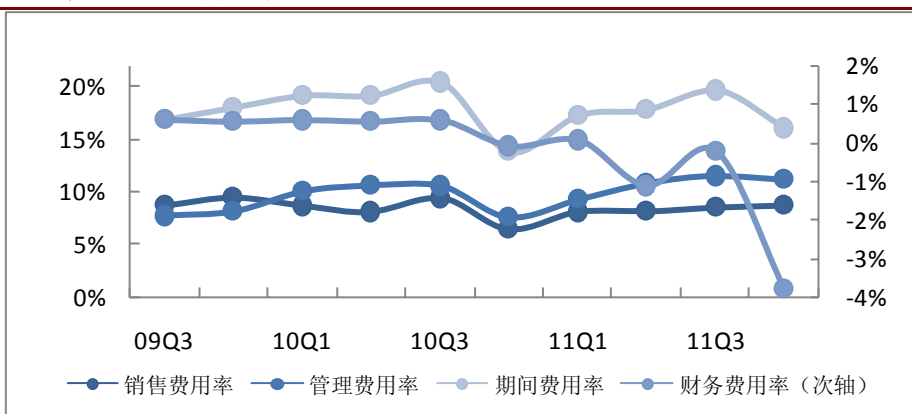
期间费用率提升, 净利率小幅下滑约 0.5 个百分点。报告期内管理费用率大幅提升 1.2 个百分点, 带动期间费用率提升 1.3 个百分点, 费用率提升抵消了毛利率增长对业绩的拉动。2012 年上半年公司净利率为 12.3%, 同比下滑约 0.5 个百分点, 预计下半年在毛利率提升的拉动下, 净利率将逐步回升。

图 5: 单季度净利率变化



资料来源: wind, 宏源证券

图 6: 单季度期间费用率变化



资料来源: wind, 宏源证券

三、持续看好金融 IC 卡、社保金融 IC 对未来业绩驱动

今后 10 年金融 IC 是 IC 卡行业持续繁荣的最大动力, 年均容量有望达到 60 亿以上。目前每年新增的银行卡发行量在 5 亿张左右, 存量卡容量在 35 亿张左右。依据我们的研究, 2012 年是金融 IC 开始放量的第一年, 今后 10 年增量更新、存量更新将分别带来年均 40 亿、27 亿左右的市场需求空间, 市场规模超过 11 年国内 IC 卡行业收入的 67%。

图 7: 未来 10 年银行金融 IC 市场空间估算 (合计)

日期	银行卡累计发行量	银行卡增量	增量渗透率	累计金融 IC 卡	累计金融 IC 卡	累计渗透率	单价 (元/张)	市场空间 (亿)
2012	35	5	0.15	0.75	0.75	2.14%	13	9.75
2013	40.5	5.5	0.3	2.40	2.4	5.93%	12	23.76
2014	46.5	6	0.45	5.48	5.1	11.79%	11	41.39
2015	53	6.5	0.6	10.23	9	19.30%	9	57.23
2016	60	7	0.7	16.04	13.9	26.73%	9	68.04
2017	67.5	7.5	0.8	22.98	19.9	34.04%	8	76.82
2018	75.5	8	0.9	31.11	27.1	41.20%	7	83.48
2019	84	8.5	0.9	39.63	34.75	47.18%	6	83.43
2020	93	9	0.9	48.62	42.85	52.28%	6	82.58
2021	102.5	9.5	0.9	58.06	51.4	56.64%	5	81.11
2022	112.5	10	0.9	67.96	60.4	60.40%	5	79.16

资料来源: 宏源证券

社保金融 IC 卡的推出有望重新划分市场格局。社保金融 IC 卡是当前 IC 卡行业最大的热点, 依据我们的研究社保金融 IC 卡增量市场需求有望超过 6 亿张, 存量更新需求在 3.5 亿张左右。目前社保卡行业发展的最大瓶颈在于地方垄断过于严重。但在社保金融 IC 卡推出以后, 由于企业需要经过央行和社保的双重资质认证, 这必将大大提升行业门槛, 加上银行话语权的影响, 未来地方垄断有望得到一定程度的消除, 社保卡蛋糕将重新划分, 优质企业迎来成长的良机。

看好金融 IC 卡, 社保金融 IC 卡景气上行对公司的业绩提升。公司在银行领域拥有深厚的渠道资源, 目前已经获得中行、建行、交行、邮政储蓄银行、光大银行、民生银行 6 家总行 (工商银行的 IC 卡测试正在进行中), 和银联数据、中银通以及浙商银行、北京银行、南京银行、广东农信等 11 家地方性银行金融 IC 卡资质。同时还拥有强势芯片供应商 NXP 的支持, 因此在金融 IC 卡领域, 公司有望走的更远。另外, 公司拥有 COS 的研发能力, 同时拥有金融 IC 卡发行的双重资质, 目前新增河北、内蒙、贵州、重庆、新疆、陕西等 6 家省级入围、地市级 6 家 (镇江、丽水、湖州、温州、本溪、眉山)。预计 2012 年金融 IC 卡, 社保金融 IC 的收入贡献均将超过 1 亿, 13 年金融类 IC 卡收入有望延续成倍增长的趋势。

四、风险提示

- 1, 产品价格进一步下降。
- 2, EMV 渗透不久预期。

图 8: 财务报表估算

财务报表预测 (单位: 百万元)											
利润表						资产负债表					
	2010A	2011	2012E	2013E	2014E		2010A	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	663	775	1,114	1,456	2,065	货币资金	222	209	200	250	416
YOY	56%	17%	44%	31%	42%	应收和预付款项	139	154	317	401	554
营业成本	468	517	762	966	1,317	存货	125	211	188	225	289
毛利	195	258	352	489	748	其他流动资产	0	0	1	1	1
% 营业收入	29%	33%	32%	34%	36%	长期股权投资	0	3	3	3	3
营业税金及附加	3	4	6	7	10	投资性房地产	0	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产和在建工程	204	228	308	358	418
销售费用	36	47	85	109	153	无形资产和开发支出	29	33	46	58	64
% 营业收入	5.4%	6.0%	7.6%	7.5%	7.4%	其他非流动资产	0	0	1	1	1
管理费用	47	72	100	130	182	资产总计	734	852	1084	1277	1653
% 营业收入	7.2%	9.3%	9.0%	8.9%	8.8%	短期借款	0	0	110	48	0
财务费用	-1	0	-1	1	-5	应付和预收款项	90	135	132	168	230
% 营业收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.3%	长期借款	0	0	0	0	0
资产减值损失	1	2	5	4	6	其他负债	98	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	负债合计	98	146	242	216	230
投资收益	0	0	0	0	0	股本	441	441	441	441	441
营业利润	108	133	158	239	402	资本公积	17	17	17	17	17
% 营业收入	16.3%	17.2%	14.1%	16.4%	19.5%	留存收益	174	246	381	601	962
营业外收支	12	0	13	15	17	归属母公司股东权益	633	703	839	1059	1420
利润总额	121	134	171	254	419	少数股东权益	4	3	3	3	3
% 营业收入	18.2%	17.2%	15.3%	17.5%	20.3%	股东权益合计	636	706	842	1062	1423
所得税费用	16	19	23	35	57	负债和股东权益合计	734	852	1084	1277	1653
净利润	104	114	147	220	362						
归属于母公司所有者的净利润	104	115	147	220	362						
少数股东损益	0	-1	0	0	0						
现金流量表						财务指标					
	2010A	2011	2012E	2013E	2014E		2010A	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	140	100	3	167	269	毛利率	29%	33%	32%	34%	36%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	0	三费/销售收入	12%	15%	17%	16%	16%
长期股权投资	0	0	0	0	0	EBIT/销售收入	16%	17%	15%	17%	20%
无形资产投资	-69	-66	-95	-50	-53	EBITDA/销售收入	20%	21%	18%	20%	22%
固定资产投资	-5	0	-30	-40	-20	销售净利率	16%	15%	13%	15%	18%
其他	0	0	-12	0	0	ROE	16%	16%	18%	21%	25%
投资活动现金流净额	-94	-66	-96	-50	-53	ROA	14%	14%	14%	17%	22%
债券融资	0	0	-11	0	0	ROIC	15%	16%	15%	19%	24%
股权融资	0	0	-12	0	0	销售收入增长率	56%	17%	44%	31%	42%
银行贷款增加(减少)	0	0	110	-62	-48	EBIT 增长率	23%	25%	19%	50%	65%
筹资成本	-1	0	-1	1	-5	EBITDA 增长率	16%	23%	24%	44%	58%
其他	0	-1	0	0	0	净利润增长率	11%	10%	29%	49%	65%
筹资活动现金流净额	-17	-45	84	-67	-49	总资产增长率	24%	16%	27%	18%	29%
现金净流量	29	-11	-9	50	166	股东权益增长率	16%	11%	19%	4693%	61%
						经营现金净流增长率	76%	-29%	-97%	4693%	61%
						流动比率	5.4	4.2	2.9	4.1	5.5
						速动比率	4.0	2.7	2.1	3.0	4.2
						应收账款周转天数	41.8	76.5	65.0	63.0	62.0

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

沈建锋: 宏源证券研究所电子元器件行业分析师, 复旦大学电子本科, 通信硕士、MBA, CFA2 级, 2 年证券分析从业经验, 6 年电子半导体行业从业经验, 2012 年 5 月加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券, 电子行业新财富团队成员, 个人代表个股东软载波、德豪润达、汉威电子等。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。