

2013年07月17日

恒宝股份 (002104.SZ)

恒宝股份深度报告交流电话会议纪要

2013年7月16日，我们组织了恒宝股份深度报告交流电话会议，公司董事会秘书张建明先生就金融IC卡、移动支付卡、社保卡业务情况等投资者关心的议题进行讨论。

投资建议：2013年金融IC卡发卡量有望达到3亿张，远超之前2亿张的市场预期；移动支付进程加速，明年有望开始放量；以及社保卡加载金融功能所带来的发卡量持续扩大。公司作为中国卡王，充分分享行业景气盛宴，业绩确定性和弹性都较高。我们预计公司2013年-2015年的EPS分别为0.41元、0.59和0.78元，维持“买入-A”投资评级，上调6个月目标价至18.45元，对应2013年45倍PE。

风险提示：发卡量低于预期；竞争激烈导致毛利率下滑。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	774.9	929.9	1,216.1	1,631.6	2,380.7
净利润	115.2	127.3	179.5	261.0	343.9
每股收益(元)	0.26	0.29	0.41	0.59	0.78
每股净资产(元)	1.60	1.84	2.04	2.34	2.73
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	62.0	56.1	39.8	27.4	20.8
市净率(倍)	10.1	8.8	7.9	6.9	5.9
净利润率	14.9%	13.7%	14.8%	16.0%	14.4%
净资产收益率	16.2%	15.7%	19.9%	25.3%	28.6%
股息收益率	0.0%	0.9%	1.3%	1.8%	2.4%
ROIC	27.7%	23.1%	31.2%	42.0%	53.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

通信终端及配件

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

18.45元

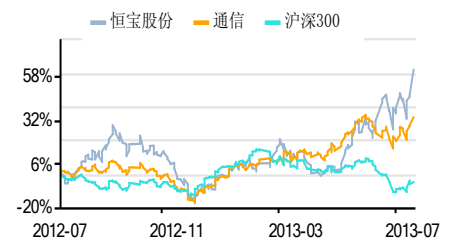
股价 (2013-07-16)

16.20元

交易数据

总市值(百万元)	7,138.37
流通市值(百万元)	5,513.19
总股本(百万股)	440.64
流通股本(百万股)	340.32
12个月价格区间	7.72/16.20元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	25.17	77.37	82.61
绝对收益	21.08	71.61	79.20

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

侯利

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020031
houli@essence.com.cn
010-66581842

相关报告

- 恒宝股份：中国卡王乘风起航 2013-07-12
- 卡类制造龙头，受益行业拐点 2013-06-16
- 恒宝股份：中报业绩平稳增长：恒宝股份2009年中报 2009-08-13
- 点评

问答环节：

Q：现在大家非常关注金融 IC 卡，上半年天喻信息这一块的业绩增长迅速，大部分是来自工行的订单，恒宝在工行的业务情况如何？

A：去年由于报价的原因，恒宝没有进入到工行的这一块业务，目前，随着芯片价格的下降，卡的成本降低，按照工行给出的 9 元的左右的价格，恒宝的毛利率相比去年已经扩大，工行的单子现在是可以做的了。工行方面，按照以往经验，不可能只拥有个别供应商，肯定会增加供应商，目前还没有给出新增供应商的时间表，公司正在和工行方面沟通，争取尽快进入工行供应商名单，解决入围问题。工行的发卡量是很大的，若解决了入围问题，公司业绩会有较大提高。

Q：下半年恒宝在其他银行的招标进度如何？恒宝在农行、建行方面有优势，下半年业绩是否会提速？

A：在农业银行方面，发卡量可以说是异军突起，发卡较晚，但是增长速度很快，公司在农行已经部分接单，但是正式入围的通知还没有下达。根据和农行的沟通情况，入围通知应该很快了。把农行和工行的入围问题解决以后，公司的发卡量在原有的基础上会有一个较大的提升。从目前来看，公司每月的发卡量差不多 400 万到 500 万张，按照银行发卡的规律，下半年会有一个提速，预估全年的发卡量应该在 5000 万张以上。

Q：去年年报中移动支付这一块有一定的收入，主要是给电信供应 SIM-Pass 卡，今年大家都准备业务往 SWP 卡切换，但是还没有完成，那么会不会对公司既有的移动支付这块的收入有影响？

A：未来将会以 SWP 为主流，但是市场现在还没有完全切换过来，在切换之前，还是以 SIM-Pass 为主，若下半年 SWP 不能成批量的生产，移动支付这一块销售收入应该和去年持平，量虽然有所增长，但价格下来了。

Q：预计移动、联通大规模应用 SWP 卡会是什么时候？

A：原定于 7 月份新增供应商的决议有所推迟，原来预计下半年可能大规模推广，可能会晚一点，要到明年。

Q：SWP-SIM 卡未来的采购方式如何？是总公司集中采购还是省分公司单独采购？

A：目前一些小订单是分公司采购，以后大规模的应该主要是总公司采购。而且 SWP 卡的价格变动有利于运营商的推广，之前 SWP-SIM 卡的价格在 35 元左右，成本可能要十几元，现在的价格将为 17 元左右，成本可能是 9 元左右，毛利率也还可以。

Q：今年银行卡这块，重新招标的有哪些？

A：今年可能要重新招标的只有工行和农行，其他的银行应该不会动。原则上，银行两年才会重新招标一次，若是 IC 卡的需求特别大的话，才有可能重新招标。

Q：工行如果重新招标的话，会不会大幅降价？

A：工行 IC 卡从去年的 12 元的价格降到今年 9 元左右，是有一定的成本下降空间的，原来的成本是 6 元多，现在降到了 5 元左右，毛利率现在还有 30% 左右，如果价格进一步降低的话，则毛利润水平是厂商不可以接受的，从 IC 卡安全性考虑，未来价格应该趋于稳定。

Q：IC 卡的国产芯片怎么看？未来能大范围应用到 IC 卡中吗？

A：国内现在已经有一些芯片厂商做得很不错了，但是我们还需要进一步地做测试，还没有大规模的商用。未来发展的话，一方面是技术，一方面是价格需要综合考虑。如果

未来国产品牌技术上满足要求，价格比较低，我们会选择使用国产品牌。

Q：刚刚提到的未来 IC 卡的下降幅度不会太大，如果芯片价格大幅下降的话，卡的价格会大幅降低吗？

A：IC 卡的价格主要取决于两个方面，一个是成本，主要是芯片的价格，另一个是市场竞争。芯片价格下降决定了未来卡的价格下降；另一个方面是激烈的市场竞争，若果有厂商想扩大市场份额，恶性竞争的话，可能价格也会受影响降低。不过当 IC 卡批量生产后，银行就会对价格不太敏感，反而对卡的安全性要求更高，价格不会下降的太厉害。

Q：移动支付卡商需要和运营商之外的第三方进行合作如银行等，卡商能否参与到应用系统的建设当中去？用什么形式参与？

A：这个问题我们有所考虑，从信息服务的角度来讲，做系统集成及服务是我们的一个方向，目前我们还没有参与进来，未来会考虑。

Q：行业目前的竞争格局，除了恒宝、天喻、东信和平三家之外，没上市的企业市场份额大吗？

A：暂时还没有这方面的数据，一些厂商如捷德也是有能力和实力来做的，但是从市场上来看，主要还是上市的这三家公司。

Q：目前国产芯片中哪一家的做的最好？

A：目前，国内有不少芯片企业技术上都还可以。像同方、华虹等都不错。金融 IC 卡这一块还没起来，现在还不好说。

Q：公司社保卡业务今年的情况如何？

A：社保卡今年的情况比较好。量上有一个较大的增加，去年是 1200 万，今年可能做到 2400 万到 2500 万，价格上比较稳定，而且芯片的采购价格下降，成本降低，所以这一块盈利水平会有大的提升。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年07月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	774.9	929.9	1,216.1	1,631.6	2,380.7	成长性					
减:营业成本	516.7	635.5	838.0	1,074.6	1,617.2	营业收入增长率	16.9%	20.0%	30.8%	34.2%	45.9%
营业税费	3.7	6.6	6.9	9.6	14.8	营业利润增长率	23.1%	-0.3%	49.5%	48.0%	31.6%
销售费用	46.7	58.0	73.0	97.9	138.1	净利润增长率	10.5%	10.5%	40.9%	45.4%	31.8%
管理费用	72.3	90.3	115.5	153.4	221.4	EBITDA 增长率	21.5%	2.0%	41.6%	44.5%	29.4%
财务费用	-0.2	-0.6	-	-	-	EBIT 增长率	23.9%	-0.6%	50.2%	48.0%	31.6%
资产减值损失	2.5	18.8	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	23.0%	0.3%	49.7%	47.9%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	11.0%	9.8%	3.5%	37.0%
投资和汇兑收益	-	11.6	18.0	-	-	净资产增长率	11.0%	14.5%	11.1%	14.4%	16.6%
营业利润	133.3	132.9	198.8	294.2	387.2	利润率					
加:营业外净收支	0.2	13.9	8.8	7.7	10.1	毛利率	33.3%	31.7%	31.1%	34.1%	32.1%
利润总额	133.5	146.9	207.6	301.8	397.4	营业利润率	17.2%	14.3%	16.3%	18.0%	16.3%
减:所得税	19.1	19.8	28.7	41.8	54.5	净利润率	14.9%	13.7%	14.8%	16.0%	14.4%
净利润	115.2	127.3	179.5	261.0	343.9	EBITDA/营业收入	20.2%	17.2%	18.6%	20.0%	17.8%
						EBIT/营业收入	17.2%	14.2%	16.3%	18.0%	16.3%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	94	92	71	53	38
货币资金	208.6	254.9	291.9	399.9	340.0	流动营业资本周转天数	94	95	88	74	69
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	246	261	244	216	196
应收帐款	122.9	134.6	189.7	254.2	393.1	应收帐款周转天数	49	50	48	49	49
应收票据	-	-	4.3	1.4	2.8	存货周转天数	78	85	76	66	68
预付帐款	31.0	27.0	56.8	50.7	111.0	总资产周转天数	368	374	331	280	241
存货	211.0	229.0	283.1	313.9	584.6	投资资本周转天数	210	202	171	135	112
其他流动资产	-	130.0	50.0	60.0	80.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	15.7%	19.9%	25.3%	28.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.4%	11.8%	15.4%	18.8%	19.0%
长期股权投资	3.0	21.0	21.0	21.0	21.0	ROIC	27.7%	23.1%	31.2%	42.0%	53.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	228.1	246.5	231.5	251.2	247.8	销售费用率	6.0%	6.2%	6.0%	6.0%	5.8%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	9.3%	9.7%	9.5%	9.4%	9.3%
无形资产	33.3	29.9	27.6	25.3	23.0	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	15.3%	15.9%	15.5%	15.4%	15.1%
资产总额	852.2	1,077.4	1,159.1	1,381.0	1,807.0	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	17.1%	24.9%	22.5%	25.6%	33.7%
应付帐款	126.7	238.3	230.0	320.1	566.5	负债权益比	20.6%	33.2%	29.1%	34.4%	50.8%
应付票据	-	1.0	3.6	1.3	3.9	流动比率	4.25	2.98	3.48	3.14	2.52
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.68	2.10	2.35	2.23	1.55
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-585.05	-214.54			
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	145.8	268.8	261.0	353.5	608.6	DPS(元)	-	0.15	0.20	0.30	0.39
少数股东权益	3.0	-	-0.6	-1.6	-2.7	分红比率	0.0%	51.9%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	440.6	440.6	440.6	440.6	440.6	股息收益率	0.0%	0.9%	1.3%	1.8%	2.4%
留存收益	262.9	368.2	458.0	588.5	760.4						
股东权益	706.4	808.6	898.0	1,027.5	1,198.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.26	0.29	0.41	0.59	0.78
净利润	114.5	127.0	179.5	261.0	343.9	BVPS(元)	1.60	1.84	2.04	2.34	2.73
加:折旧和摊销	23.7	27.5	27.3	32.5	35.7	PE(X)	62.0	56.1	39.8	27.4	20.8
资产减值准备	2.5	18.8	-	-	-	PB(X)	10.1	8.8	7.9	6.9	5.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	222.3	98.2	56.8	29.8	63.0
财务费用	0.9	1.1	-	-	-	P/S	9.2	7.7	5.9	4.4	3.0
投资损失	-	-11.6	-18.0	-	-	EV/EBITDA	24.7	24.0	30.3	20.6	16.1
少数股东损益	-0.7	-0.3	-0.6	-1.0	-1.1	CAGR(%)	31.4%	39.2%	19.8%	31.4%	39.2%
营运资金的变动	-40.5	-35.5	-69.7	-4.1	-236.5	PEG	2.0	1.4	2.0	0.9	0.5
经营活动产生现金流量	100.1	247.8	118.5	288.5	142.0	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-68.9	-185.7	8.0	-50.0	-30.0	REP					
融资活动产生现金流量	-44.1	-23.3	-89.5	-130.5	-171.9						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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；

■ 分析师声明

胡又文、侯利分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 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： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

