

2013年10月22日

恒宝股份 (002104.SZ)

# 业绩超预期 金融 IC 卡规模效应显现

## ——恒宝股份三季度点评

- 业绩超市场预期。**2013 年前三季度，公司实现营业收入 7.98 亿元，同比增长 27.5%；归属于上市公司股东净利润 1.20 亿元，同比增长 49.0%，EPS 0.27 元，超市场预期。公司预计 2013 年净利润变动区间为 1.66-2.04 亿元，同比增长 30%-60%。
- 毛利率显著提升推动业绩高增长。**今年以来，公司金融 IC 卡等新产品的销量持续增长，高毛利产品比重的提高使其综合毛利率显著提升，前三季度综合毛利率 35.0%，较去年同期上升 2.7 个百分点。分季度来看，公司前三季度净利润增速分别为 32.6%、41.5%、69.1%，呈现逐季加速增长的态势。
- 金融 IC 卡发卡量持续超预期，全年有望超过 3 亿张。**根据银联的数据，2013 年 1-8 月全国金融 IC 卡发卡量达到 2.09 亿张，全年发卡量超过 3 亿张将是大概率事件。公司作为国内制卡龙头，在同行中入围银行总行数量最多，且在工行重新招标的入围概率较大，其金融 IC 卡业务有望持续超预期。
- 移动支付稳步推进，为公司发展注入新动力。**公司作为国内第一家通过测试的厂家参与了电信招标的资格预审，并提供测试卡、网络调试和终端调试。目前联通和中移动的 SWP 产品也都处于测试阶段。我们预计 2014 年 SWP 卡将进入规模发卡期，考虑到公司与运营商之间长期保持良好的合作关系，其在银行卡领域的优势有望延伸到移动支付卡领域。
- 投资建议：**公司的金融 IC 卡发卡量高速增长，毛利率也显著提升，业绩高增长确定性很强。明后年移动支付卡则提供了新的增长引擎。我们看好公司长期发展前景。调高 2013-2015 年 EPS 至 0.45、0.68、1.00 元，维持“买入-A”投资评级，上调目标价至 20.4 元，对应 2014 年 30 倍 PE。
- 风险提示：**金融 IC 卡发卡量低于预期；移动支付进程低于预期；毛利率下滑风险。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	774.9	929.9	1,206.9	1,600.9	2,379.8
净利润	115.2	127.3	196.2	301.6	439.4
每股收益(元)	0.26	0.29	0.45	0.68	1.00
每股净资产(元)	1.60	1.84	2.06	2.40	2.90
<b>盈利和估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
市盈率(倍)	60.3	54.5	35.4	23.0	15.8
市净率(倍)	9.9	8.6	7.7	6.6	5.4
净利润率	14.9%	13.7%	16.3%	18.8%	18.5%
净资产收益率	16.2%	15.7%	21.6%	28.4%	34.4%
股息收益率	0.0%	1.0%	1.4%	2.2%	3.2%
ROIC	27.7%	23.1%	34.2%	49.5%	70.5%

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

20.40 元

股价 (2013-10-21)

15.32 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,750.60
流通市值 (百万元)	5,213.71
总股本 (百万股)	440.64
流通股本 (百万股)	340.32
12 个月价格区间	7.72/16.35 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	13.33	-10.28	34.86
绝对收益	14.93	2.54	40.81

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

报告联系人

汤畅

021-68765335

tangyy@essence.com.cn

相关报告

- 业绩符合预期下半年增长有望提速——恒宝股份 2013 年中报点评 2013-08-26
- 恒宝股份投资者交流电话会议纪要 2013-07-18
- 恒宝股份: 中国卡王乘风起航 2013-07-12

2013 年前三季度收入增长 27.5%，净利润增长 49.0%。2013 年前三季度公司实现营业收入 7.98 亿元，同比增长 27.5%，环比增长 56.1%；归属于母公司股东净利润为 1.20 亿元，同比增长 49.0%，环比增长 67.5%，对应 EPS 为 0.27 元。

表 1: 公司报告期利润表

报告期 单位: 百万元	1Q12	1H12	1-3Q12	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	1-3Q 13	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	192	420	626	930	247	511	798	27.5%	56.1%
二、营业总成本	176	370	543	809	217	434	669	23.3%	54.2%
营业成本	133	287	424	635	167	334	519	22.4%	55.3%
营业税金及附加	1	3	4	7	1	3	5	19.7%	74.8%
销售费用	17	32	45	58	17	31	47	3.1%	50.3%
管理费用	23	42	63	90	26	58	91	45.3%	56.3%
财务费用	(0)	(0)	(0)	(1)	0	0	2	-471.7%	962.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	0	12	2	2	3	1718.4%	73.9%
投资收益	0	0	0	12	2	2	3	1718.4%	73.9%
四、营业利润	15	50	83	133	31	79	131	58.4%	66.8%
加: 营业外收入	10	10	11	17	2	5	9	-20.0%	83.2%
减: 营业外支出	1	1	2	3	1	3	4	89.2%	49.1%
五、利润总额	24	59	92	147	32	81	136	48.3%	68.3%
减: 所得税	3	7	12	20	4	9	16	40.0%	74.7%
六、净利润	21	52	80	127	28	71	120	49.6%	67.5%
减: 少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	0	0	0	-	-
归属于母公司净利润	21	52	80	127	28	71	120	49.0%	67.5%
每股收益 (按最新股本)	0.05	0.12	0.18	0.29	0.06	0.16	0.27	37.9%	67.5%

报告期	1Q12	1H12	1-3Q12	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	1-3Q 13	
								YoY	QoQ
毛利率	30.74%	31.57%	32.26%	31.66%	32.26%	34.65%	34.99%	2.73%	0.34%
期间费用率	20.92%	17.68%	17.25%	15.88%	17.39%	17.57%	17.56%	0.31%	-0.01%
其中: 销售费用率	8.86%	7.67%	7.27%	6.24%	6.75%	6.10%	5.88%	-1.39%	-0.22%
管理费用率	12.15%	10.09%	10.06%	9.71%	10.62%	11.44%	11.46%	1.40%	0.02%
财务费用率	-0.09%	-0.08%	-0.08%	-0.07%	0.01%	0.03%	0.23%	0.30%	0.19%
营业利润率	7.88%	11.93%	13.21%	14.30%	12.54%	15.36%	16.41%	3.20%	1.05%
所得税率	14.14%	12.32%	12.76%	13.51%	12.32%	11.61%	12.05%	-0.72%	0.44%
净利润率	10.98%	12.28%	12.78%	13.66%	11.37%	13.97%	14.99%	2.21%	1.02%
营业收入同比增速	29.71%	15.19%	11.79%	19.99%	28.74%	21.75%	27.52%	15.73%	5.77%
净利润同比增速	10.85%	10.51%	15.55%	10.54%	32.62%	37.87%	48.95%	33.40%	11.08%

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

三季度单季收入增长 39.3%，净利润增长 69.1%。2013 年第三季度公司实现营业收入 2.87 亿元，同比增长 39.3%，环比增长 8.3%；归属于母公司股东净利润 4817 万元，同比上升 69.7%，环比增长 11.1%，对应 EPS 为 0.11 元。

表 2：公司单季度利润表

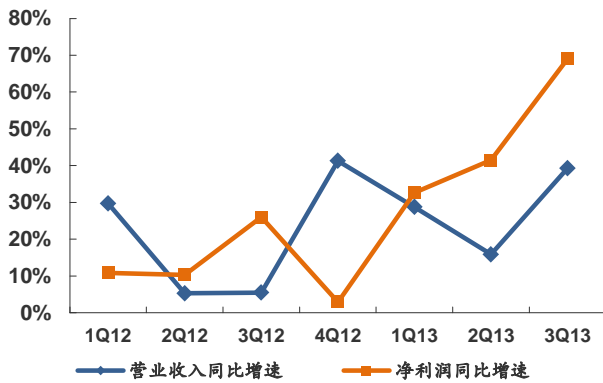
单季度 单位：百万元	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	3Q13	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	192	228	206	304	247	265	287	39.3%	8.3%
二、营业总成本	176	193	173	266	217	217	235	35.9%	8.4%
营业成本	133	155	136	212	167	167	185	35.3%	10.5%
营业税金及附加	1	2	2	2	1	1	2	28.6%	51.5%
销售费用	17	15	13	13	17	15	16	18.0%	8.0%
管理费用	23	19	21	27	26	32	33	60.3%	2.0%
财务费用	(0)	(0)	(0)	(0)	0	0	2	-1176.8%	1049.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	0	11	2	0	1	-	-
投资收益	0	0	0	11	2	0	1	-	-
四、营业利润	15	35	33	50	31	48	52	60.9%	10.2%
加：营业外收入	10	0	1	6	2	3	4	311.6%	37.5%
减：营业外支出	1	1	1	1	1	2	1	74.8%	-26.1%
五、利润总额	24	34	33	55	32	49	55	68.0%	13.0%
减：所得税	3	4	4	8	4	5	7	57.2%	28.7%
六、净利润	21	31	28	47	28	43	48	69.7%	11.1%
减：少数股东损益	(0)	(0)	(0)	0	0	0	0	-	-
归属于母公司净利润	21	31	28	47	28	43	48	69.1%	11.1%
每股收益（按最新股本）	0.05	0.07	0.06	0.11	0.06	0.10	0.11	69.1%	11.1%

单季度 单位：百万元	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	3Q13	
								YoY	QoQ
毛利率	30.74%	32.27%	33.68%	30.41%	32.26%	36.88%	35.60%	1.92%	-1.28%
期间费用率	20.92%	14.96%	16.38%	13.06%	17.39%	17.74%	17.54%	1.16%	-0.20%
其中：销售费用率	8.86%	6.67%	6.47%	4.11%	6.75%	5.49%	5.48%	-0.99%	-0.02%
管理费用率	12.15%	8.36%	9.98%	9.00%	10.62%	12.20%	11.49%	1.51%	-0.71%
财务费用率	-0.09%	-0.07%	-0.07%	-0.04%	0.01%	0.05%	0.57%	0.65%	0.52%
营业利润率	7.88%	15.32%	15.84%	16.53%	12.54%	17.99%	18.29%	2.45%	0.31%
所得税率	14.14%	11.02%	13.56%	14.75%	12.32%	11.14%	12.69%	-0.87%	1.55%
净利润率	10.98%	13.38%	13.80%	15.47%	11.37%	16.40%	16.81%	3.01%	0.41%
营业收入同比增速	29.71%	5.30%	5.45%	41.29%	28.74%	15.88%	39.30%		
净利润同比增速	10.85%	10.27%	26.00%	2.92%	32.62%	41.50%	69.09%		

数据来源：WIND，安信证券研究中心

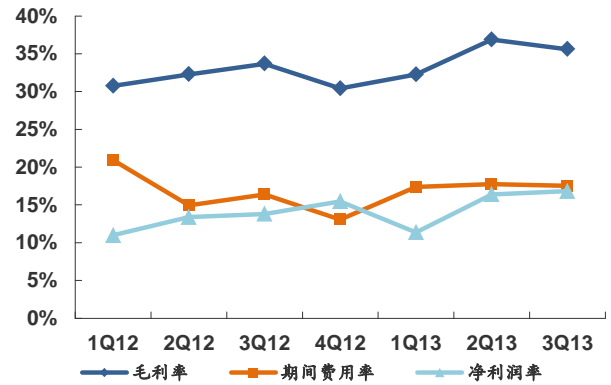
三季度毛利率比去年同期上升 1.92%，期间费用率较去年同期上升 1.16%。2013 年第三季度公司综合毛利率为 35.60%，较去年同期上升 1.92 个百分点，较上期下降 1.28 个百分点；销售费用率为 5.48%，较去年同期下降 0.99 个百分点，较上期下降 0.02 个百分点；管理费用率为 11.49%，较去年同期上升 1.51 个百分点，较上期下降 0.71 个百分点。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年10月22日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>774.9</b>	<b>929.9</b>	<b>1,206.9</b>	<b>1,600.9</b>	<b>2,379.8</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	516.7	635.5	802.0	994.2	1,492.5	营业收入增长率	16.9%	20.0%	29.8%	32.6%	48.7%
营业税费	3.7	6.6	7.8	9.8	15.7	营业利润增长率	23.1%	-0.3%	64.1%	56.8%	46.4%
销售费用	46.7	58.0	72.4	96.1	142.8	净利润增长率	10.5%	10.5%	54.1%	53.7%	45.7%
管理费用	72.3	90.3	119.5	156.9	226.1	EBITDA 增长率	21.5%	2.0%	53.7%	52.6%	43.3%
财务费用	-0.2	-0.6	-	-	-	EBIT 增长率	23.9%	-0.6%	64.9%	56.8%	46.4%
资产减值损失	2.5	18.8	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	23.0%	0.3%	64.3%	56.7%	46.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	11.0%	8.4%	2.9%	39.3%
投资和汇兑收益	-	11.6	15.0	-	-	净资产增长率	11.0%	14.5%	12.1%	16.5%	20.7%
<b>营业利润</b>	<b>133.3</b>	<b>132.9</b>	<b>218.2</b>	<b>342.0</b>	<b>500.8</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.2	13.9	8.8	6.7	6.8	毛利率	33.3%	31.7%	33.5%	37.9%	37.3%
<b>利润总额</b>	<b>133.5</b>	<b>146.9</b>	<b>227.0</b>	<b>348.7</b>	<b>507.7</b>	营业利润率	17.2%	14.3%	18.1%	21.4%	21.0%
减:所得税	19.1	19.8	31.3	48.3	69.7	净利润率	14.9%	13.7%	16.3%	18.8%	18.5%
<b>净利润</b>	<b>115.2</b>	<b>127.3</b>	<b>196.2</b>	<b>301.6</b>	<b>439.4</b>	EBITDA/营业收入	20.2%	17.2%	20.3%	23.4%	22.5%
						EBIT/营业收入	17.2%	14.2%	18.1%	21.4%	21.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	94	92	71	54	38
货币资金	208.6	254.9	307.9	440.0	417.5	流动营业资本周转天数	94	95	87	73	68
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	246	261	244	219	199
应收帐款	122.9	134.6	187.2	248.3	398.8	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	73	62	63
预付帐款	31.0	27.0	53.2	46.2	103.0	总资产周转天数	368	374	332	285	244
存货	211.0	229.0	261.2	291.1	538.0	投资资本周转天数	210	202	171	136	111
其他流动资产	-	130.0	50.0	60.0	80.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	15.7%	21.6%	28.4%	34.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.4%	11.8%	17.1%	21.6%	23.9%
长期股权投资	3.0	21.0	21.0	21.0	21.0	ROIC	27.7%	23.1%	34.2%	49.5%	70.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
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%	6.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	9.3%	9.7%	9.9%	9.8%	9.5%
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%	15.9%	15.8%	15.5%
<b>资产总额</b>	<b>852.2</b>	<b>1,077.4</b>	<b>1,147.0</b>	<b>1,388.0</b>	<b>1,835.6</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	17.1%	24.9%	21.0%	23.9%	30.6%
应付帐款	126.7	238.3	209.9	299.0	519.3	负债权益比	20.6%	33.2%	26.5%	31.4%	44.0%
应付票据	-	1.0	3.4	1.2	3.6	流动比率	4.25	2.98	3.73	3.37	2.79
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.68	2.10	2.60	2.47	1.81
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-585.05	-214.54			
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>145.8</b>	<b>268.8</b>	<b>240.6</b>	<b>332.0</b>	<b>561.3</b>	DPS(元)	-	0.15	0.22	0.34	0.50
少数股东权益	3.0	-	-0.6	-1.8	-3.2	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%	1.0%	1.4%	2.2%	3.2%
留存收益	262.9	368.2	466.4	617.1	836.8						
<b>股东权益</b>	<b>706.4</b>	<b>808.6</b>	<b>906.4</b>	<b>1,056.0</b>	<b>1,274.3</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	EPS(元)	0.26	0.29	0.45	0.68	1.00
净利润	114.5	127.0	196.2	301.6	439.4	BVPS(元)	1.60	1.84	2.06	2.40	2.90
加:折旧和摊销	23.7	27.5	27.3	32.5	35.7	PE(X)	60.3	54.5	35.4	23.0	15.8
资产减值准备	2.5	18.8	-	-	-	PB(X)	9.9	8.6	7.7	6.6	5.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	216.3	95.5	46.3	24.4	34.9
财务费用	0.9	1.1	-	-	-	P/S	9.0	7.5	5.8	4.3	2.9
投资损失	-	-11.6	-15.0	-	-	EV/EBITDA	24.7	24.0	27.0	17.4	12.2
少数股东损益	-0.7	-0.3	-0.6	-1.2	-1.4	CAGR(%)	37.9%	51.1%	23.4%	37.9%	51.1%
营运资金的变动	-40.5	-35.5	-62.1	-0.1	-246.5	PEG	1.6	1.1	1.5	0.6	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>100.1</b>	<b>247.8</b>	<b>145.8</b>	<b>332.8</b>	<b>227.2</b>	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-68.9	-185.7	5.0	-50.0	-30.0	REP					
融资活动产生现金流量	-44.1	-23.3	-97.9	-150.8	-219.7						

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
	李倩		liqian1@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

