

恒宝股份 (002104):

一双轮驱动后劲足

深度报告

编辑: 徐 珊
电话: 0311-66006415
执业证书: S0400511020007
报告日期: 2014-04-08 星期二

摘要

公司公布业绩快报显示, 2013 年度公司营业收入 12.6 亿元, 利润总额 2.33 亿元, 净利润 2.02 亿元。分别比去年同期增长 35.89%, 58.89%, 58.49%。

公司业绩的高增长主要来自金融 IC 卡。2013 年公司金融 IC 卡发货量在 5500 万张以上, 金融社保卡超过 2800 万张, 市占率均为行业第二。2013 年, 金融 IC 卡市场大爆发, 发卡量超过 3.2 亿张。我们预测, 在大规模换卡和下游应用爆发的背景下, 2014 年金融 IC 卡发卡量将超过 5.5 亿张, 行业增长率超过 70%。恒宝股份凭借在商业银行良好的客户关系, 业绩增速将明显超越行业平均水平。根据互动易平台披露, 公司 2014 年金融 IC 卡产能将达到 1.5 亿张, 市占率有望提升至 25% 左右, 勇夺行业第一。

2014 年是移动支付爆发的一年。NFC 是目前移动支付最佳技术, 安全系数最高, 也是银联和运营商强势推行的技术路线。我们预测, 2014 年三大运营商 NFC 发卡量将突破 2 亿张, 较 2013 年仅几百万的发卡量, 实现爆发性增长。NFC 卡的单价和毛利率均好于金融 IC 卡。恒宝股份已全部进入三家运营商 NFC 卡供应商名单, 且在占据半壁市场的中移动 NFC 卡测试中表现优异, 我们看好恒宝股份在 NFC 移动支付卡市场中占据最大的份额。

公司管理能力水平卓越, 成本控制良好, 净利润率大幅领先于同业平均水平。2013 年底, 公司引入盛宇投资作为战略投资者, 未来预期通过外延式扩张打通产业链, 从单纯的卡商向信息服务行业转型, 将进一步提升公司的估值水平。

我们预测, 恒宝股份 2013-15 年 EPS 分别为 0.46 元, 0.74 元和 0.94 元。2014 年将是公司迎来飞跃发展的一年, 考虑公司的竞争优势和外延式扩张预期, 给予公司 14 年 35 倍 PE, 6 个月目标价 26 元, 首次“买入”评级。

002104 [恒宝股份] 评级: 买入

主要数据

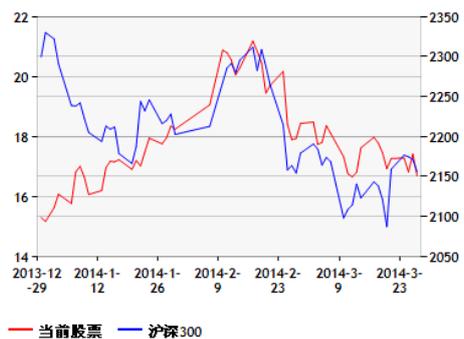
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.12/0.04	0.25/0.07	0.56/0.16
总股本	440640000.000	
流通 A 股	440640000.000	
近 3 月日均成交量	6583185.756	

主要股东

钱云宝	30.000000
江浩然	4.999648
中国农业银行—中邮核心成长股票型 证券投资基金	1.590812

股价表现



公司动态



目录

1、成长超预期,后劲十足.....	3
2、金融 IC 卡进入持续增长期.....	3
3、移动支付市场将爆发.....	4
4、管理卓越,引入战略投资者.....	5
5、投资评价及建议.....	5
6、风险分析.....	5
7、指标分析.....	6
8、报表预测.....	7

1、成长超预期, 后劲十足

公司公布业绩快报显示, 2013 年度公司营业收入 12.6 亿元, 利润总额 2.33 亿元, 净利润 2.02 亿元。分别比去年同期增长 35.89%, 58.89%, 58.49%, 公司成长超出市场预期。

公司业绩的高增长主要来自金融 IC 卡放量。2013 年公司金融 IC 卡发货量在 5500 万张以上, 金融社保卡超过 2800 万张, 市占率均为行业第二。

图 1: 恒宝股份历年营业收入及增长率



数据来源: 聚源数据 财达研究

图 2: 恒宝股份历年净利润及增长率



数据来源: 聚源数据 财达研究

2013 年是智能卡行业发展的一个里程碑。卡的升级换代, 无论是金融 IC 卡、通讯 NFC 卡还是社保卡, 相对原来不含芯片的磁条卡、普通 SIM 卡等, 价值均提升了 10 倍左右。芯片卡的毛利率也高于旧卡, 整个行业的规模将扩大至原来的 10 倍, 实现“teenbagger”式的飞跃发展。

我们认为, 2014 年处于“teenbagger”成长的快速爬坡期, 将是智能卡行业业绩增速最快的一年: 其依据是金融 IC 卡增速仍维持高位, NFC 移动支付卡爆发性增长, 双轮驱动的成长动力将改变 2013 年仅依靠金融 IC 卡拉动的局面。

恒宝股份在行业中具备突出的竞争优势, 在客户、成本控制、企业战略方面优于业内其他公司。我们认为, 恒宝股份的发展后劲十足, 业绩超出市场预期概率较大。

2、金融 IC 卡进入持续增长期

2013 年, 金融 IC 卡市场大爆发, 发卡量超过 3.2 亿张, 增长 210%。我们预测, 在大规模换卡和下游应用爆发的背景下, 2014 年金融 IC 卡发卡量将超过 5.5 亿张, 行业增长率超过 70%。

金融 IC 卡持续增长的主要逻辑是: 1、随着 2015 年时间节点的逐步临近, 监管层必将加大力度强制推进 EMV 迁移, 在国家政策层面上为金融 IC 卡爆发提供外在推动力量; 2、受到竞争驱动的影响, 各大银行将会加快推进 EMV 迁移的进度, 行业竞争将会成为金融 IC 卡增长的内在驱动因素。

2014 年金融 IC 卡渗透率将进一步提升, 股份制银行有望贡献超过 60%的增量。恒宝股份凭借在股份制银行良好的客户关系, 业绩增速将明显超越行业平均水平。根据互动易平台披露, 公司 2014 年金融 IC 卡产

能达到 1.5 亿张，我们预计 2014 年恒宝股份金融 IC 卡出货量将从 5500 万提升至 1.3 亿张以上，新增收入超过 6 个亿，市占率有望提升至 25% 左右，勇夺行业第一。

表 1：银联 EMV 迁移进程规划

EMV 迁移环节	时间节点	主要工作目标
金融 IC 卡受理环境改造	2011 年 6 月	直联销售终端（POS）能够受理金融 IC 卡
	2011 年 12 月	全国性商业银行布放的间联 POS 能够受理金融 IC 卡
	2012 年 12 月	全国性商业银行布放的自动柜员机（ATM）能够受理金融 IC 卡
	2013 年	境内所有受理银行卡的联网通用终端都能够受理金融 IC 卡
金融 IC 卡发行	2011 年 6 月	工、农、建、中、交和招行、邮储银行为主的国有商业银行应 2011 年 6 月底前开始发行 IC 卡
	2013 年 1 月 1 日	全国性商业银行均应在 2013 年 1 月 1 日后发行 IC 卡
	2015 年 1 月 1 日	自 2015 年 1 月 1 日起，所有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

3、移动支付市场将爆发

2014 年是移动支付爆发的一年。相比急速蹿红又迅速被央行叫停的二维码支付和其他无卡支付，NFC 是目前移动支付最佳技术，安全系数最高，也是银联和运营商强势推行的技术路线。

恒宝股份于 2014 年 4 月 1 日收到中捷通信有限公司（中国电信招标代理机构）发出的《中标通知书》，公司入选中国电信 LTE 及 NFC-SWP 卡供应商。此次恒宝股份在中国电信 1300 万张 LTE 卡及 5000 万张 NFC-SWP 卡集采中三个标段全部中标，显示了公司在移动支付领域的优势地位。

竞争将会成为 2014 年中国移动支付加速发展的主要驱动因素，具体而言：1、三大运营商为增强用户粘性、抢夺移动用户，竞相加大移动支付业务推广力度。受竞争驱动，银行、互联网厂商均开展移动支付业务，银行在巩固手机网上银行支付、NFC 支付业务的基础上借助互联网金融终端、手机终端开辟全新的支付模式，而互联网厂商则借助二维码实现线上与线下支付的结合，共同培育用户移动支付消费习惯，推动移动支付发展普及。我们预测，2014 年三大运营商 NFC 发卡量将突破 2 亿张，较 2013 年仅几百万的发卡量，实现爆发性增长。

NFC 卡的单价和毛利率均好于金融 IC 卡。恒宝股份已全部进入三家运营商 NFC 卡供应商名单，且在占据半壁市场的中移动 NFC 卡测试中表现优异，我们看好恒宝股份在 NFC 移动支付卡市场中占据最大的份额。2014 年，恒宝股份 NFC 卡收入有望达到 5000 万张以上，为公司新增超过 5 亿的营业收入。

表 2: 运营:2014 年移动支付推广计划

中国移动	计划销售 3000 万 NFC 终端、发展 600 万 NFC 客户，共发放 1 亿张 NFC-USIM 卡
中国电信	4G 机型均需支持 NFC，已启动 5000 万张 NFC-SWP 卡集采项目
中国联通	2000 元以上集采手机将标配 NFC

4、管理卓越, 引入战略投资者

2013 年 12 月 27 日，控股股东钱云宝与上海盛宇股权投资基金管理有限公司签订的战略合作协议，盛宇投资指定盛宇钧晟协议受让钱云宝拟出售的 5.11% 的股份，价款合计 2.943 亿元。如果钱云宝先生继续出售剩余不超过 2.38% 的股份（即 10,500,000 股），盛宇投资有权进一步以自身名义或指定其他主体受让其出售的全部股份。盛宇投资承诺，如果自最后一笔股份完成受让之日起 6 个月内发生减持，所得收益归恒宝股份所有。

控股股东钱云宝希望通过引进具有产业基金内涵的投资机构作为公司重要股东，以股权为纽带，整合双方资源，积极推动恒宝股份战略扩张，通过兼并收购加速产业布局，在互联网金融、移动支付和信息数据安全领域积极拓展，延伸产业链，增强发展后劲，提升公司价值。控股股东关联企业江苏恒神纤维材料有限公司进入发展关键期，需进一步的资金投入。根据公开资料，盛宇投资的投资项目中包括江苏恒神纤维，此次双方再次携手值得期待。

恒宝股份的管理能力突出，成本控制水平优异。与同行业上市公司天喻信息相比，2013 年两者营业收入均在 12.6 亿元左右，基本相当；但是恒宝股份 2.02 亿元的净利润达到了天喻信息 9000 万利润的两倍以上。恒宝股份以 16.5% 的净利润率，显示了其卓越的成本控制与盈利能力。

5、投资评价及建议

受益于金融 IC 卡持续增长和移动支付业务爆发的双轮驱动，我们预测，恒宝股份 13-15 年 EPS 分别为 0.46 元，0.74 元和 0.94 元。2014 年将是公司迎来飞跃发展的一年，考虑公司的竞争优势和外延式扩张预期，给予公司 14 年 35 倍 PE，6 个月目标价 26 元，首次“买入”评级。

6、风险分析

金融 IC 卡价格下降超预期；移动支付推进不及预期

7、指标分析

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
业绩表现					
收入增长率	16.95%	19.99%	35.80%	70%	30.00%
净利润增长率	9.96%	10.97%	59.77%	65.05%	23.42%
EBITDA 增长率	10.72%	11.42%	55.22%	58.61%	21.37%
EBIT 增长率	10.96%	10.56%	62.41%	65.73%	22.75%
主营业务利润率	14.77%	13.66%	16.07%	15.16%	14.39%
EBITDA Margin (%)	20.09%	18.66%	21.33%	19.33%	18.05%
ROE	16.38%	15.75%	21.47%	28.23%	28.56%
ROIC	#REF!	22.66%	33.90%	32.99%	39.72%
ROIC - WACC	#REF!	10.31%	21.54%	20.63%	27.36%
价值评估					
P / E	63.57	57.51	35.97	21.78	17.66
EV / 收入	9.19	7.62	5.83	3.23	2.50
EV / EBITDA	45.75	40.85	27.36	16.72	13.85
EV / EBIT	53.97	48.55	31.08	18.18	14.89
EV / NOPLAT	63.04	61.94	37.97	21.81	17.90
EV / IC	14.11	12.38	7.42	7.07	5.48
P / B	10.41	9.06	7.72	6.15	5.04
Dividend Yield (%)	0.05	0.06	0.07	0.08	0.10
每股指标					
报表 EPS	0.26	0.29	0.46	0.76	0.94
经常性 EPS	0.26	0.29	0.46	0.76	0.94
每股红利	0.83	0.95	1.12	1.40	1.71
每股经营现金流	0.23	0.54	-0.42	0.81	0.33
每股净资产	1.60	1.84	2.15	2.70	3.30
流动性					
净负债 / 权益	0.00%	0.00%	4.74%	0.00%	0.00%
总负债 / 总资产	16.88%	23.98%	11.62%	33.30%	17.52%
流动比率	4.33	3.11	6.69	2.55	4.92
速动比率	2.74	1.65	2.60	1.18	2.26

8、报表预测

	2011 A	2012A	2013E	2014E	2015E
利润表（百万元）					
营业收入	774.95	929.87	1,262.77	2,209.84	2,872.79
营业成本	516.75	635.49	827.11	1,458.49	1,924.77
营业费用	46.66	57.99	76.17	134.76	175.21
管理费用	72.25	90.28	115.61	207.01	268.72
财务费用	-0.23	-0.62	-0.57	0.63	-1.93
投资收益	0.00	11.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	133.32	132.95	229.97	386.47	476.30
利润总额	133.54	146.89	238.79	394.12	486.44
所得税	19.06	19.84	35.82	59.12	72.97
净利润	114.48	127.04	202.97	335.01	413.47
归属母公司所有者的净利润	115.20	127.34	203.61	336.32	414.77
资产负债表（百万元）					
货币资金	209.29	245.57	12.63	200.83	166.70
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款和票据	116.75	128.36	191.52	380.17	362.34
预付款项	30.96	27.01	84.62	92.39	124.60
存货	210.96	228.96	343.61	666.03	666.39
流动资产合计	574.12	766.17	774.20	1,488.67	1,470.76
非流动资产	275.72	297.56	298.00	294.23	286.21
资产总计	849.84	1,063.74	1,072.20	1,782.89	1,756.97
短期借款	0.00	0.00	44.99	0.00	0.00
应付帐款及票据	125.68	238.37	61.32	562.63	281.20
预收款项	6.09	7.08	8.55	21.31	16.91
流动负债合计	132.74	246.35	115.77	584.84	299.01
非流动负债	10.70	8.79	8.79	8.79	8.79
少数股东权益	3.04	0.00	-0.64	-1.95	-3.24
母公司股东权益	703.36	808.61	948.29	1,191.22	1,452.42
净营运资本	54.92	43.71	419.87	21.67	308.69
投入资本 IC	504.86	572.33	992.64	1,010.54	1,311.21
现金流量表（百万元）					
净利润	115.35	103.80	195.48	328.50	404.86
折旧摊销	23.69	27.54	32.24	34.24	36.14
净营运资金增加	-41.08	86.34	-416.54	-12.20	-302.06
经营活动产生现金流	100.13	236.22	-183.21	358.86	146.68
投资活动产生现金流	-68.91	-185.68	-32.51	-33.49	-31.38
融资活动产生现金流	-44.06	-23.26	-17.23	-137.17	-149.43
现金及现金等价物净增加额	-14.26	27.39	-232.94	188.20	-34.13

 **评级定义**

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

 **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财达证券有限责任公司，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“财达证券有限责任公司”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。

财达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。

 **联系方式**

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层
电话： 0311-66006330 传真： 0311-66006364 邮编： 050000