

2014年08月27日

恒宝股份 (002104.SZ)

业绩符合预期 战略扩张启动

——恒宝股份2014年中报点评

- **业绩符合预期。**2014年上半年，公司实现营业收入6.07亿元，同比增长18.68%；实现归属于上市公司股东的净利润1亿元，同比增长40.43%；EPS 0.23元，符合预期。预计1-9月归属于上市公司股东的净利润同比增长40%-60%。
- **产品结构变化，毛利率持续提升。**上半年，公司继续受益于高毛利的金融IC卡放量，其综合毛利率较去年同期上升2.93个百分点。此外，公司收到的委托贷款利息比去年同期增长1085万元，显著增厚业绩。产品结构变化和投资收益两方面因素共同推动净利润增速超过收入增速。
- **移动支付批量供卡，成为新增长点。**公司在运营商领域积累深厚，移动支付启动后，其NFC-SWP卡同时入围移动、联通、电信三大运营商，以极佳的价格组合中标中移动、电信的集采并已开始批量供卡。预计未来SWP卡将持续放量，成为公司新的业绩增长点。
- **战略扩张，积极布局TSM平台。**引入战略投资者盛宇钧后，公司开始积极进行战略扩张，目前，公司已经参与了中国移动总部和相关省份的应用开发、TSM调测和商用推广工作，已经为中国电信实现了8家银行卡应用的开发和调测，全程参与了中国联通从TSM开始建设到卡片应用开发及系统调测的全过程，为联通提供了光大、广发、中信等多家银行应用。TSM平台市场前景值得期待。
- **投资建议：**公司作为入围总行数量最多的卡商，今年将全面受益于金融IC卡放量，移动支付卡则提供了新的增长引擎，业绩增长有保障；战略布局TSM平台则提供了很大的想象空间。预计2014-2016年EPS分别为0.42、0.59、0.77元，维持“买入-A”投资评级，6个月目标价16元。
- **风险提示：**移动支付进程低于预期；毛利率下滑风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	929.9	1,261.0	1,868.4	2,755.0	3,818.4
净利润	127.3	200.8	300.8	423.1	551.7
每股收益(元)	0.18	0.28	0.42	0.59	0.77
每股净资产(元)	1.13	1.35	1.95	2.24	2.63
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	72.7	46.1	30.8	21.9	16.8
市净率(倍)	11.4	9.6	6.7	5.8	4.9
净利润率	13.7%	15.9%	16.1%	15.4%	14.4%
净资产收益率	15.7%	20.8%	21.6%	26.4%	29.4%
股息收益率	0.7%	0.7%	1.6%	2.3%	3.0%
ROIC	23.1%	34.4%	43.2%	43.2%	67.6%

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

16.00元

股价(2014-08-26)

12.98元

交易数据

总市值(百万元)	9,257.34
流通市值(百万元)	7,066.78
总股本(百万股)	713.20
流通股本(百万股)	544.44
12个月价格区间	11.44/21.18元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	8.79	-34.67	-16.52
绝对收益	11.61	-26.87	-17.01

胡又文

分析师

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

报告联系人

汤畅场

021-68765335

tangy@essence.com.cn

相关报告

- 业绩符合预期 转型步伐提速——恒宝股份2014年一季报点评 2014-04-29
- 业绩符合预期 移动支付带来新亮点——恒宝股份2013年年报点评 2014-04-28
- 业绩超预期 金融IC卡规模效应显现——恒宝股份三季报点评 2013-10-23

2014 年上半年收入增长 18.7%，净利润增长 40.4%。2014 年上半年公司实现营业收入 6.07 亿元，同比增长 18.7%，环比增长 105.1%；归属于母公司股东净利润为 1 亿元，同比增长 40.43%，环比增长 140.5%，对应 EPS（最新股本）为 0.14 元。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	2013A	1Q14	1H14	1H14	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	930	247	511	798	1,261	296	607	18.7%	105.1%
二、营业总成本	809	217	434	669	1,058	264	512	17.9%	93.9%
营业成本	635	167	334	519	857	201	379	13.4%	88.6%
营业税金及附加	7	1	3	5	8	3	4	47.9%	50.5%
销售费用	58	17	31	47	68	20	39	26.1%	98.9%
管理费用	90	26	58	91	123	32	82	40.7%	153.1%
财务费用	(1)	0	0	2	2	(0)	(0)	-319.7%	62.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	12	2	2	3	14	12	12	707.6%	0.0%
投资收益	12	2	2	3	14	12	12	707.6%	0.0%
四、营业利润	133	31	79	131	217	44	107	36.6%	142.3%
加：营业外收入	17	2	5	9	21	2	6	21.6%	201.8%
减：营业外支出	3	1	3	4	5	1	3	2.1%	156.0%
五、利润总额	147	32	81	136	233	45	110	36.7%	144.6%
减：所得税	20	4	9	16	32	3	10	8.7%	193.5%
六、净利润	127	28	71	120	201	42	100	40.4%	140.5%
减：少数股东损益	(0)	0	0	0	0	0	0	-	-
归属于母公司净利润	127	28	71	120	201	42	100	40.4%	140.5%
每股收益（按最新股本）	0.18	0.04	0.10	0.17	0.28	0.06	0.14	40.4%	140.5%

报告期	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	2013A	1Q14	1H14	1H14	
								YoY	QoQ
毛利率	31.66%	32.26%	34.65%	34.99%	32.03%	32.13%	37.58%	2.93%	5.45%
期间费用率	15.88%	17.39%	17.57%	17.56%	15.38%	17.59%	19.98%	2.41%	2.39%
其中：销售费用率	6.24%	6.75%	6.10%	5.88%	5.41%	6.68%	6.48%	0.38%	-0.20%
管理费用率	9.71%	10.62%	11.44%	11.46%	9.79%	10.99%	13.56%	2.12%	2.57%
财务费用率	-0.07%	0.01%	0.03%	0.23%	0.18%	-0.08%	-0.06%	-0.09%	0.02%
营业利润率	14.30%	12.54%	15.36%	16.41%	17.21%	14.96%	17.67%	2.31%	2.71%
所得税率	13.51%	12.32%	11.61%	12.05%	13.82%	7.69%	9.22%	-2.38%	1.54%
净利润率	13.66%	11.37%	13.97%	14.99%	15.92%	14.10%	16.53%	2.56%	2.43%
营业收入同比增速	19.99%	28.74%	-18.29%	27.52%	35.61%	19.96%	18.68%	36.97%	-1.28%
净利润同比增速	10.54%	32.62%	-11.05%	48.95%	57.68%	48.74%	40.43%	51.48%	-8.31%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

二季度单季收入增长 17.5%，净利润增长 35.1%。2014 年第二季度公司实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 17.5%，环比增长 5.1%；归属于母公司股东净利润 0.59 亿元，同比上升 35.1%，环比增长 40.5%，对应 EPS（最新股本）为 0.08 元。

表 2：公司单季度利润表

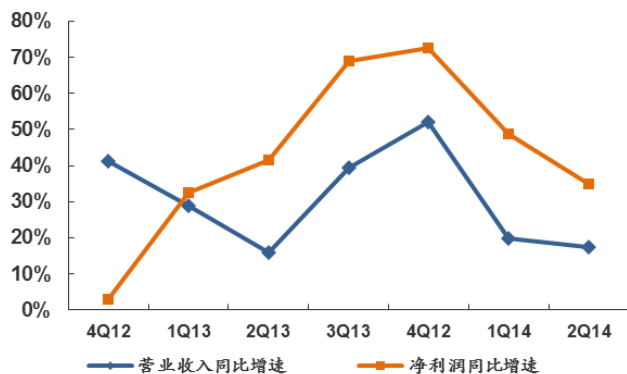
单季度 单位：百万元	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	2013A	1Q14	2Q14	2Q14	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	304	247	265	287	463	296	311	17.5%	5.1%
二、营业总成本	266	217	217	235	389	264	248	14.2%	-6.1%
营业成本	212	167	167	185	339	201	178	6.5%	-11.4%
营业税金及附加	2	1	1	2	3	3	1	0.5%	-49.5%
销售费用	13	17	15	16	21	20	20	34.5%	-1.1%
管理费用	27	26	32	33	32	32	50	54.2%	53.1%
财务费用	(0)	0	0	2	0	(0)	(0)	-201.3%	-37.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	11	2	0	1	11	12	0	-	-100.0%
投资收益	11	2	0	1	11	12	0	-	-100.0%
四、营业利润	50	31	48	52	86	44	63	32.3%	42.3%
加：营业外收入	6	2	3	4	12	2	4	34.4%	101.8%
减：营业外支出	1	1	2	1	1	1	2	-6.3%	56.0%
五、利润总额	55	32	49	55	97	45	65	33.8%	44.6%
减：所得税	8	4	5	7	16	3	7	23.5%	93.5%
六、净利润	47	28	43	48	81	42	59	35.1%	40.5%
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	-	-
归属于母公司净利润	47	28	43	48	81	42	59	35.1%	40.5%
每股收益（按最新股本）	0.07	0.04	0.06	0.07	0.11	0.06	0.08	35.1%	40.5%

单季度 单位：百万元	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	2013A	1Q14	2Q14	2Q14	
								YoY	QoQ
毛利率	30.41%	32.26%	36.88%	35.60%	26.92%	32.13%	42.76%	5.88%	10.63%
期间费用率	13.06%	17.39%	17.74%	17.54%	11.63%	17.59%	22.25%	4.50%	4.65%
其中：销售费用率	4.11%	6.75%	5.49%	5.48%	4.61%	6.68%	6.29%	0.79%	-0.40%
管理费用率	9.00%	10.62%	12.20%	11.49%	6.92%	10.99%	16.01%	3.81%	5.02%
财务费用率	-0.04%	0.01%	0.05%	0.57%	0.10%	-0.08%	-0.05%	-0.10%	0.03%
营业利润率	16.53%	12.54%	17.99%	18.29%	18.57%	14.96%	20.26%	2.27%	5.30%
所得税率	14.75%	12.32%	11.14%	12.69%	16.30%	7.69%	10.29%	-0.85%	2.60%
净利润率	15.47%	11.37%	16.40%	16.81%	17.52%	14.10%	18.85%	2.45%	4.75%
营业收入同比增速	41.29%	28.74%	15.88%	39.30%	52.24%	19.96%	17.49%	1.61%	-2.47%
净利润同比增速	2.92%	32.62%	41.50%	69.09%	72.58%	48.74%	35.05%	-6.44%	-13.69%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

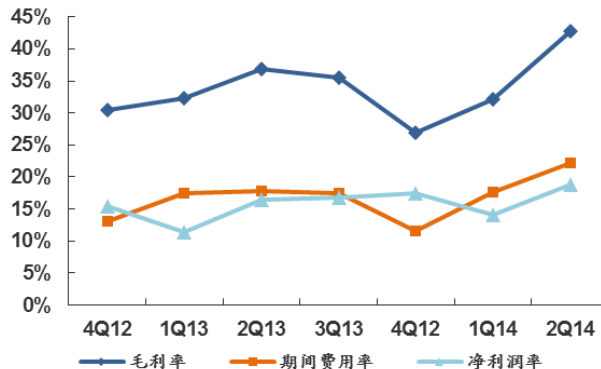
二季度毛利率比去年同期增长 5.88%，期间费用率较去年同期增长 4.50%。2014 年第二季度公司综合毛利率为 42.76%，较去年同期增长 5.88 个百分点，较上期增长 10.63 个百分点；销售费用率为 6.29%，较去年同期增长 0.79 个百分点，较上期下降 0.40 个百分点；管理费用率为 16.01%，较去年同期增长 3.81 个百分点，较上期增长 5.02 个百分点。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



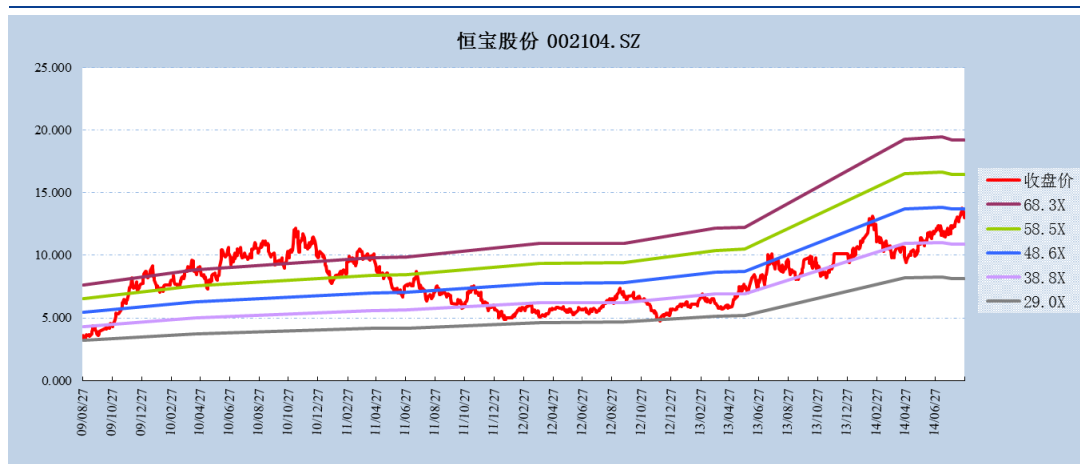
数据来源：WIND，安信证券研究中心

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(2014年08月26日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	929.9	1,261.0	1,868.4	2,755.0	3,818.4	成长性					
减:营业成本	635.5	857.1	1,258.5	1,861.5	2,611.4	营业收入增长率	20.0%	35.6%	48.2%	47.5%	38.6%
营业税费	6.6	8.0	12.1	18.3	24.8	营业利润增长率	-0.3%	63.2%	52.4%	42.2%	31.7%
销售费用	58.0	68.2	100.9	154.3	213.8	净利润增长率	10.5%	57.7%	49.8%	40.6%	30.4%
管理费用	90.3	123.4	179.4	264.5	362.7	EBITDA 增长率	2.0%	56.5%	42.7%	40.5%	30.3%
财务费用	-0.6	2.3	-	-	-	EBIT 增长率	-0.6%	65.7%	50.8%	42.2%	31.7%
资产减值损失	18.8	-1.2	1.8	2.5	2.0	NOPLAT 增长率	0.3%	65.1%	51.4%	42.5%	31.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.0%	20.5%	42.4%	-15.9%	61.0%
投资和汇兑收益	11.6	13.9	15.0	16.5	15.9	净资产增长率	14.5%	19.3%	43.8%	15.2%	17.2%
营业利润	132.9	217.0	330.7	470.4	619.6	利润率					
加:营业外净收支	13.9	16.0	16.1	17.1	17.7	毛利率	31.7%	32.0%	32.6%	32.4%	31.6%
利润总额	146.9	233.0	346.8	487.4	637.2	营业利润率	14.3%	17.2%	17.7%	17.1%	16.2%
减:所得税	19.8	32.2	46.8	65.1	86.4	净利润率	13.7%	15.9%	16.1%	15.4%	14.4%
净利润	127.3	200.8	300.8	423.1	551.7	EBITDA/营业收入	17.2%	19.8%	19.1%	18.2%	17.1%
						EBIT/营业收入	14.2%	17.4%	17.7%	17.1%	16.2%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	92	88	70	48	35
货币资金	254.9	292.9	442.1	803.0	595.2	流动营业资本周转天数	95	73	77	61	59
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	261	225	222	214	197
应收账款	134.6	93.7	404.6	260.9	616.4	应收账款周转天数	50	33	48	43	41
应收票据	-	0.1	0.9	0.3	0.8	存货周转天数	85	72	74	68	68
预付帐款	27.0	15.6	110.2	76.0	185.2	总资产周转天数	374	329	302	269	237
存货	229.0	278.8	490.2	543.9	906.8	投资资本周转天数	202	173	155	113	97
其他流动资产	130.0	120.0	50.0	100.0	90.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	15.7%	20.8%	21.6%	26.4%	29.4%
长期股权投资	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	ROA	11.8%	16.3%	15.8%	19.1%	19.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	23.1%	34.4%	43.2%	43.2%	67.6%
固定资产	246.5	367.8	354.2	376.0	375.0	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	6.2%	5.4%	5.4%	5.6%	5.6%
无形资产	29.9	29.1	26.9	24.6	22.4	管理费用率	9.7%	9.8%	9.6%	9.6%	9.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	1,077.4	1,229.3	1,903.0	2,208.7	2,815.5	三费/营业收入	15.9%	15.4%	15.0%	15.2%	15.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	238.3	231.5	472.4	571.0	880.8	资产负债率	24.9%	21.5%	27.1%	27.6%	33.5%
应付票据	1.0	1.2	5.8	0.2	9.7	负债权益比	33.2%	27.4%	37.1%	38.2%	50.3%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	2.98	3.12	2.96	2.97	2.56
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.10	2.04	1.99	2.06	1.59
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-214.54	96.07			
负债总额	268.8	264.2	515.3	610.2	942.0	分红指标					
少数股东权益	-	-	-0.9	-1.6	-2.4	DPS(元)	0.09	0.09	0.21	0.30	0.39
股本	440.6	440.6	713.2	713.2	713.2	分红比率	51.9%	32.9%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	368.2	525.0	675.4	886.9	1,162.8	股息收益率	0.7%	0.7%	1.6%	2.3%	3.0%
股东权益	808.6	965.1	1,387.7	1,598.5	1,873.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	127.0	200.8	300.8	423.1	551.7	EPS(元)	0.18	0.28	0.42	0.59	0.77
加:折旧和摊销	27.5	34.5	25.9	30.5	33.2	BVPS(元)	1.13	1.35	1.95	2.24	2.63
资产减值准备	18.8	-1.2	-	-	-	PE(X)	72.7	46.1	30.8	21.9	16.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.4	9.6	6.7	5.8	4.9
财务费用	1.1	3.2	-	-	-	P/FCF	127.3	105.2	461.3	16.1	134.9
投资损失	-11.6	-13.9	-15.0	-16.5	-15.9	P/S	10.0	7.3	5.0	3.4	2.4
少数股东损益	-0.3	-	-0.9	-0.7	-0.8	EV/EBITDA	24.0	25.5	24.7	16.9	13.3
营运资金的变动	-35.5	13.2	-289.3	169.6	-486.1	CAGR(%)	49.3%	40.0%	37.9%	49.3%	40.0%
经营活动产生现金流量	247.8	223.9	21.5	606.0	82.1	PEG	1.5	1.2	0.8	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-185.7	-138.2	5.0	-33.5	-14.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-23.3	-48.2	122.7	-211.6	-275.8	REP					

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	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	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

