

平淡之中有欣喜，完成战略部署

恒宝股份 (002104)

评级: 增持 (维持)

通信设备

股价: 17.64 元

跟踪报告

2010年08月18日 星期三

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

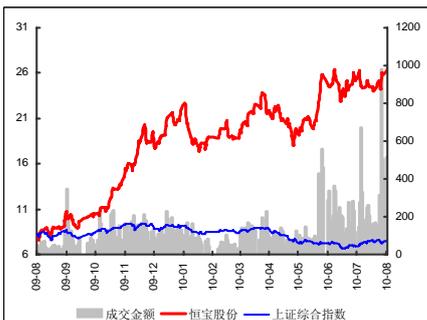
重要数据

总股本(亿股)	4.41
流通股本(亿股)	2.76
总市值(亿元)	77.73
流通市值(亿元)	48.65

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	3.38	-6.41
3 个月	36.74	32.77
6 个月	38.40	50.21

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 《营收平稳增长，研发投入促新产品开发提速》 10.04.28
- 《金融、电信领域均有斩获，未来看点增多》 10.04.16
- 《业绩预增幅度符合预期》 10.01.29
- 《收购获移动资质，跻身第一梯队指日可待》 10.01.22

投资要点

- **上半年业绩略低于预期。**2010年上半年公司实现营业收入 2.47 亿元，同比增长 10.8%；营业利润 3,488 万元，同比减少 13.5%；净利润 4,130 万元，同比增长 10.3%；摊薄每股收益 0.09 元，略低于我们 15-20% 的增长预期。第二季度公司实现营业收入 1.39 亿元，同比增长 9.1%；净利润 2,443 万元，同比增长 6.8%；摊薄每股收益 0.06 元。公司预计 2010 年 1-9 月净利润同比增长幅度为 0-30%。
- **营收增长动力来自通信 IC 卡。**上半年营收延续了平稳增长势头，分业务中：①支柱产品银行磁条卡收入 6,467 万元，同比增长 1.4%，发卡数量的放缓以及磁条卡单价下降成为主要原因。②模块封装受制于产能瓶颈，收入 3,743 万元，仅同比增长 3.9%。③通信 IC 卡收入 8,455 万元，同比增长 38%，为中报亮点，主要动力来自于中国电信移动支付采购量的增加以及间接进入了中国移动采购名单并获得订单。
- **综合毛利率下滑，期间费用率持平。**综合毛利率 32.6%，同比下降 3.2 个百分点，一方面银行磁条卡毛利率下滑 3.7 个百分点至 51%，另一方面通信 IC 卡收入增长加快，占比提高，但其毛利率仅为 20%。期间费用率 16.4%，较同期略上升 0.7 个百分点。
- **营业外收入助利润实现增长。**营业外收入 1,422 万元，而同期仅 346 万元，主要来源于财政补贴的增加以及软件增值税返还，依靠营业外收入，公司净利润实现了增长。
- **关注焦点。**①银行 IC 卡正逐步推进，商业银行积极推广态度还未出现。②通信卡突破中移动，订单增长迅速。③上半年公司完成 EMV 迁移准备、MIC、入围中移动、设立新加坡国际业务平台、物联网、手机支付六大战略部署，为今后的发展奠定了坚实基础。
- **盈利预测及投资建议。**暂不考虑银行 IC 卡的爆发式增长，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.26/0.39/0.45 元，对应动态 PE 分别为 69x/45x/39x，估值水平高，但我们认为银行 IC 卡迁移方向明确，公司受益明确，因此维持公司“增持”评级。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	374.6	425.1	510.0	914.3	1,073.9
营业收入增长率 (%)	6.4%	13.5%	20.0%	79.3%	17.5%
营业利润 (百万元)	77.3	89.0	110.4	177.4	208.8
营业利润增长率 (%)	9.2%	15.1%	24.0%	60.8%	17.7%
净利润 (百万元)	81.2	93.8	112.7	171.3	198.5
净利润增长率 (%)	32.2%	15.6%	20.1%	51.9%	15.9%
营业利润率 (%)	20.6%	20.9%	21.6%	19.4%	19.4%
每股收益 (元)	0.184	0.213	0.256	0.389	0.450
每股净资产 (元)	1.09	1.24	1.49	1.88	2.33
PE (X)	95.8	82.8	69.0	45.4	39.2
PB (X)	16.2	14.3	11.8	9.4	7.6
ROE (%)	17.7%	18.3%	18.8%	23.0%	21.4%

表 1. 恒宝股份上半年度业绩对比

百万元	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	YoY	QoQ	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	备注
营业收入	127.54	104.82	96.89	108.33	139.18	9.1%	28.5%	223.37	247.51	10.8%	银行卡收入6,467万元,同比增长1.4%,通信IC卡收入8,455万元,同比增长38%
增长率	-0.1%	15.0%	40.7%	13.0%	9.1%	9.2%	-3.9%	4.1%	10.8%	6.7%	
毛利率	34.9%	36.9%	36.1%	36.2%	29.7%	-5.1%	-6.5%	35.7%	32.6%	-3.2%	一方面银行卡毛利率下降3.7个百分点,另一方面低毛利率的通信IC卡收入占比提高
营业成本	83.06	66.18	61.90	69.09	97.79	17.7%	41.5%	143.55	166.88	16.3%	
营业税金及附加	0.87	0.91	0.71	0.60	0.75	-13.7%	25.8%	1.25	1.35	7.6%	
期间费用率	14.1%	14.0%	12.0%	19.6%	14.0%	-0.1%	-5.6%	15.7%	16.4%	0.7%	
销售费用	9.35	8.21	6.15	9.70	8.70	-7.0%	-10.3%	17.19	18.40	7.0%	
销售费用率	7.3%	7.8%	6.4%	9.0%	6.3%	-1.1%	-2.7%	7.7%	7.4%	-0.3%	
管理费用	8.51	7.32	5.62	12.44	10.71	25.9%	-13.9%	18.38	23.15	26.0%	
管理费用率	6.7%	7.0%	5.8%	11.5%	7.7%	1.0%	-3.8%	8.2%	9.4%	1.1%	研发费用增加。
财务费用	0.14	(0.81)	(0.14)	(0.95)	0.08	-44.7%	-108.1%	(0.53)	(0.87)	64.4%	
财务费用率	0.1%	-0.8%	-0.1%	-0.9%	0.1%	-0.1%	0.9%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	贷款利息同比减少。
资产减值损失	0.75	1.05	(4.03)	1.87	1.86	148.5%	-1.0%	3.19	3.73	16.9%	
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	0.00	0.00	NA	
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	0.00	0.00	NA	
营业利润	24.86	21.96	26.68	15.58	19.29	-22.4%	23.8%	40.34	34.88	-13.5%	
增长率	-10.6%	52.1%	36.7%	0.6%	-22.4%	-11.8%	-23.0%	-6.9%	-13.5%	-6.6%	
营业利润率	19.5%	21.0%	27.5%	14.4%	13.9%	-5.6%	-0.5%	18.1%	14.1%	-4.0%	
加: 营业外收入	1.49	2.59	13.83	5.43	8.78	488.6%	61.8%	3.46	14.22	310.8%	政府资助项目实施进度超过去年同期,递延收益相应多结转
减: 营业外支出	0.05	1.31	(0.80)	1.25	0.42	680.5%	-66.2%	0.51	1.67	227.4%	
利润总额	26.30	23.25	41.31	19.76	27.65	5.2%	39.9%	43.29	47.42	9.5%	
减: 所得税	3.42	3.62	4.55	2.90	3.24	-5.5%	11.7%	5.86	6.13	4.7%	
实际所得税率	13.0%	15.6%	11.0%	14.7%	11.7%	-1.3%	-3.0%	13.5%	12.9%	-0.6%	
净利润	22.87	19.63	36.75	16.87	24.42	6.8%	44.8%	37.44	41.29	10.3%	
减: 少数股东损益	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	744.7%	3805.3%	(0.00)	(0.01)	594.8%	
归属于母公司所有者的净利润	22.87	19.63	36.75	16.87	24.43	6.8%	44.8%	37.44	41.30	10.3%	
增长率	1.9%	43.8%	15.2%	15.8%	6.8%	4.9%	-9.0%	5.1%	10.3%	5.2%	
净利润率	17.9%	18.7%	37.9%	15.6%	17.6%	-0.4%	2.0%	16.8%	16.7%	-0.1%	
每股收益(元)	0.05	0.04	0.08	0.04	0.06	6.8%	44.8%	0.08	0.09	10.3%	

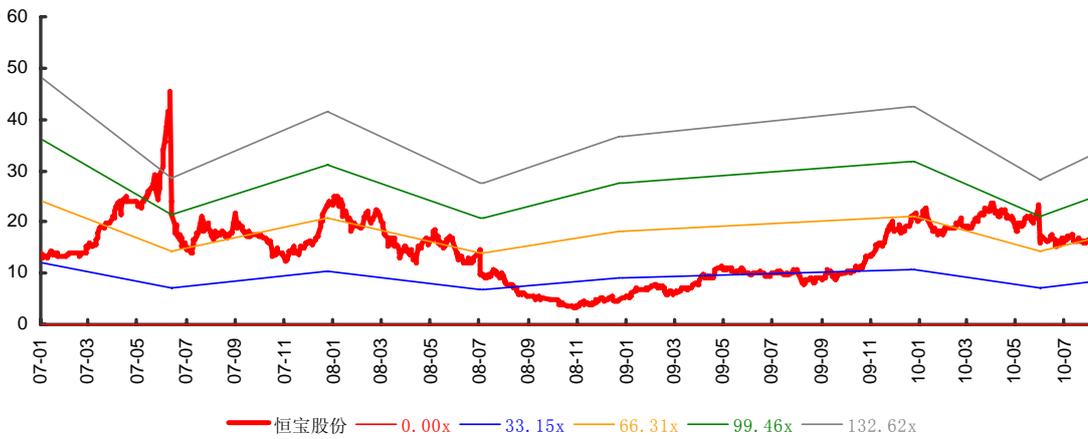
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 恒宝股份盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	249.6	352.2	374.6	425.1	510.0	914.3	1,073.9	6.4%	13.5%	20.0%	79.3%	17.5%
增长率	45.0%	41.1%	6.4%	13.5%	20.0%	79.3%	17.5%	-34.8%	7.1%	6.5%	59.3%	-61.8%
金融卡及相关	78.5	111.2	151.1	184.8	216.3	251.3	293.0	35.9%	22.3%	17.1%	16.2%	16.6%
通信IC卡及相关	162.9	207.6	141.7	163.8	212.1	562.8	656.8	-31.8%	15.6%	29.5%	165.3%	16.7%
模块封装	0.0	0.0	56.3	52.3	57.6	74.8	97.3	NA	-7.0%	10.0%	30.0%	30.0%
其他	8.1	33.0	25.2	22.9	24.0	25.3	26.8	-23.6%	-9.1%	4.7%	5.4%	6.1%
综合毛利率	36.8%	34.3%	39.3%	36.1%	36.2%	29.3%	29.1%	5.0%	-3.2%	0.1%	-6.9%	-0.3%
营业成本	157.6	231.3	227.2	271.6	325.4	646.1	761.6	-1.7%	19.5%	19.8%	98.6%	17.9%
营业税金及附加	2.5	2.8	2.0	2.9	3.1	5.5	6.4	-29.2%	42.9%	6.4%	79.3%	17.5%
期间费用率	16.3%	12.9%	17.7%	14.4%	13.9%	9.3%	9.0%	4.8%	-3.2%	-0.5%	-4.6%	-0.3%
销售费用	12.3	16.2	29.0	31.6	34.7	42.1	45.1	79.2%	8.7%	9.9%	21.3%	7.2%
销售费用率	4.9%	4.6%	7.8%	7.4%	6.8%	4.6%	4.2%	3.2%	-0.3%	-0.6%	-2.2%	-0.4%
管理费用	24.0	30.6	41.5	31.3	38.3	43.9	51.5	35.6%	-24.5%	22.1%	14.7%	17.5%
管理费用率	9.6%	8.7%	11.1%	7.4%	7.5%	4.8%	4.8%	2.4%	-3.7%	0.1%	-2.7%	0.0%
财务费用	4.4	(1.3)	(4.3)	(1.5)	(2.0)	(1.1)	0.0	226.6%	-65.5%	37.7%	-46.2%	-100.0%
财务费用率	1.8%	-0.4%	-1.1%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.0%	-0.8%	0.8%	-0.1%	0.3%	0.1%
资产减值损失	(1.6)	1.8	1.6	0.2	0.3	0.4	0.4	-8.9%	-87.6%	47.2%	33.3%	0.0%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	-100.0%	NA	NA	NA
营业利润	50.3	70.8	77.3	89.0	110.4	177.4	208.8	9.2%	15.1%	24.0%	60.8%	17.7%
增长率	2.6%	40.7%	9.2%	15.1%	24.0%	60.8%	17.7%	-31.6%	5.9%	8.9%	36.7%	-43.1%
营业利润率	20.2%	20.1%	20.6%	20.9%	21.6%	19.4%	19.4%	0.5%	0.3%	0.7%	-2.2%	0.0%
加: 营业外收入	10.6	16.9	19.8	19.9	21.3	21.6	21.6	16.9%	0.5%	7.1%	1.4%	0.0%
减: 营业外支出	1.0	0.8	3.2	1.0	2.0	2.0	2.0	297.9%	-68.7%	96.8%	0.0%	0.0%
利润总额	59.9	86.9	93.8	107.9	129.7	197.0	228.4	8.0%	14.9%	20.2%	51.9%	15.9%
减: 所得税	17.4	23.3	17.4	14.0	16.9	25.6	29.7	-25.5%	-19.3%	20.2%	51.9%	15.9%
实际所得税率	29.0%	26.8%	18.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	-8.3%	-5.5%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	42.5	63.6	76.5	93.8	112.8	171.4	198.7	20.2%	22.7%	20.3%	51.9%	15.9%
减: 少数股东损益	0.2	2.2	(4.7)	(0.0)	0.1	0.2	0.2	-314.3%	-100.0%	-532.4%	51.9%	15.9%
归属于母公司所有者的净利润	42.3	61.4	81.2	93.8	112.7	171.3	198.5	32.2%	15.6%	20.1%	51.9%	15.9%
增长率	8.1%	45.0%	32.2%	15.6%	20.1%	51.9%	15.9%	-12.8%	-16.6%	4.5%	31.8%	-36.0%
净利润率	17.0%	17.4%	21.7%	22.1%	22.1%	18.7%	18.5%	4.2%	0.4%	0.0%	-3.4%	-0.2%
每股收益(元)	0.10	0.14	0.18	0.21	0.26	0.39	0.45	32.2%	15.6%	20.1%	51.9%	15.9%

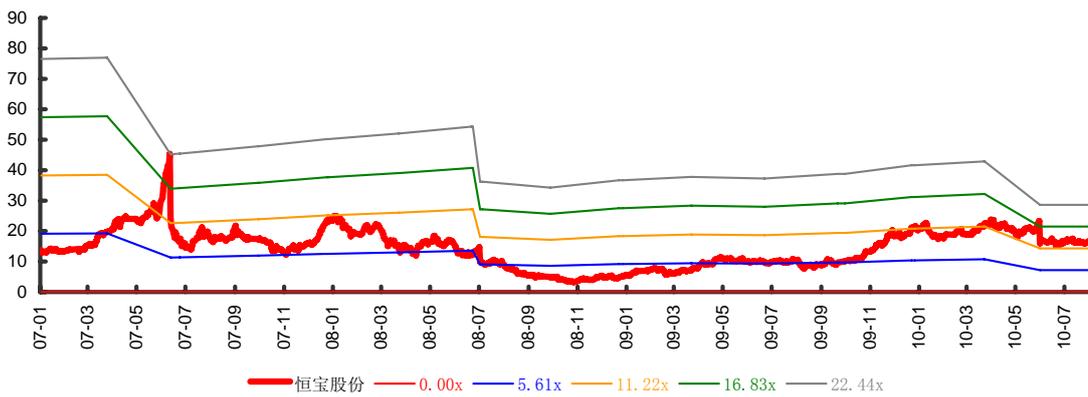
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图 1. 恒宝股份 PE 曲线



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图 2. 恒宝股份 PB 曲线



资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 3. 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR 09/11年	PEG 10E	最新市净率	
						09A	10E	11E	09A	10E	11E				
电信运营															
中国联通	600050.SH	增持	1,129.8	1,129.8	5.33	0.15	0.10	0.13	36.0x	53.3x	41.9x	-7.2%	NA	1.6x	
平均值									36.0x	53.3x	41.9x	-7.2%		1.6x	
系统设备及相关															
中兴通讯	000063.SZ	买入	659.3	522.7	23.00	0.86	1.10	1.31	26.8x	20.9x	17.5x	23.6%	0.9x	3.3x	
武汉凡谷	002194.SZ	中性	83.1	21.1	14.95	0.61	0.70	0.87	24.4x	21.4x	17.3x	18.8%	1.1x	4.1x	
平均值									25.6x	21.2x	17.4x	21.2%	1.0x	3.7x	
光通信															
烽火通信	600498.SH	增持	125.3	56.7	28.37	0.59	0.85	1.16	47.8x	33.2x	24.6x	39.5%	0.8x	3.8x	
光迅科技	002281.SZ	增持	55.2	13.8	34.50	0.65	0.76	1.03	53.0x	45.5x	33.4x	26.0%	1.8x	5.7x	
亨通光电	600487.SH	中性	49.1	49.1	29.55	1.11	1.21	1.49	26.7x	24.4x	19.9x	15.9%	1.5x	3.7x	
中天科技	600522.SH	中性	66.8	66.8	20.81	1.04	1.10	1.33	19.9x	19.0x	15.7x	12.7%	1.5x	3.8x	
平均值									36.9x	30.5x	23.4x	23.5%	1.4x	4.3x	
配线															
新海宜	002089.SZ	-	44.2	27.7	18.77	0.35	0.58	0.81	53.8x	32.4x	23.3x	52.0%	0.6x	7.9x	
日海通讯	002313.SZ	-	40.3	10.1	40.30	0.73	1.13	1.57	55.6x	35.7x	25.7x	47.1%	0.8x	4.8x	
平均值									54.7x	34.0x	24.5x	49.5%	0.7x	6.4x	
网优测试															
三维通信	002115.SZ	增持	33.4	25.5	15.56	0.36	0.50	0.61	43.2x	31.0x	25.7x	29.7%	1.0x	4.9x	
奥维通信	002231.SZ	-	22.3	5.6	13.88	0.15	0.16	0.22	93.3x	88.5x	63.6x	21.1%	4.2x	5.7x	
三元达	002417.SZ	-	27.1	5.4	22.61	0.41	0.56	0.68	54.7x	40.2x	33.3x	28.3%	1.4x	11.7x	
世纪鼎利	300050.SZ	增持	85.2	22.1	157.87	2.06	2.73	3.66	76.6x	57.8x	43.1x	33.2%	1.7x	6.0x	
华星创业	300025.SZ	增持	22.9	5.7	28.65	0.33	0.58	0.81	86.9x	49.6x	35.5x	56.5%	0.9x	8.6x	
中创信测	600485.SH	增持	21.4	21.4	15.44	0.19	0.43	0.59	81.2x	35.8x	26.0x	76.9%	0.5x	5.3x	
国脉科技	002093.SZ	中性	56.1	46.9	14.00	0.23	0.29	0.36	60.2x	48.1x	38.6x	24.9%	1.9x	10.6x	
平均值									70.9x	50.1x	38.0x	38.6%	1.1x	7.5x	
通信卡															
东信和平	002017.SZ	增持	37.2	36.7	18.72	0.16	0.28	0.41	118.4x	65.9x	45.5x	61.4%	1.1x	5.2x	
恒宝股份	002104.SZ	增持	77.7	48.7	17.64	0.21	0.26	0.39	82.8x	69.0x	45.4x	35.1%	2.0x	13.8x	
大唐电信	600198.SH	增持	80.5	80.2	18.34	0.13	0.30	0.38	140.1x	61.6x	48.5x	70.0%	0.9x	16.3x	
平均值									113.8x	65.5x	46.4x	55.5%	1.3x	11.8x	
增值服务															
北纬通信	002148.SZ	增持	27.4	19.1	36.21	0.47	0.29	0.42	77.1x	123.8x	86.1x	-5.3%	NA	6.8x	
拓维信息	002261.SZ	买入	45.4	23.3	31.20	0.60	0.76	1.08	52.0x	41.1x	28.9x	34.1%	1.2x	7.2x	
平均值									64.6x	82.4x	57.5x	14.4%	NA	7.0x	
卫星导航															
北斗星通	002151.SZ	-	38.9	17.3	42.73	0.56	0.65	0.85	76.1x	66.1x	50.1x	23.3%	2.8x	12.5x	
合众思壮	002383.SZ	-	65.1	16.3	54.26	0.70	0.88	1.12	77.6x	61.8x	48.5x	26.5%	2.3x	4.6x	
平均值									76.9x	63.9x	49.3x	24.9%	2.6x	8.5x	
其他															
亿阳信通	600289.SH	增持	64.7	64.7	11.48	0.15	0.23	0.36	78.5x	49.9x	32.0x	56.7%	0.9x	4.5x	
动力源	600405.SH	-	23.4	23.4	11.21	0.19	0.28	0.57	-	-	-	-	-	5.9x	
键桥通讯	002316.SZ	-	31.9	8.0	20.43	0.27	0.39	0.50	75.0x	52.9x	41.0x	35.3%	1.5x	4.1x	
平均值									76.7x	51.4x	36.5x	46.0%	1.2x	4.3x	
板块均值									64.7x	49.1x	36.4x	33.4%	0.1x	6.7x	

资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3 年证券研究经验, 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、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东海证券有限责任公司, 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“东海证券有限责任公司”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。

东海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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122