

公司研究

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号
院一号楼六层信达证券研发中心

边铁城

证书编号：S1500210020005

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

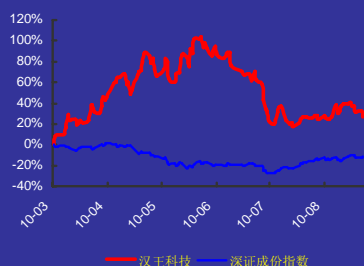
最新价：108.51

目标价：待定

基本数据

52 周内股价波动区间 (元)	77.0-175.0
最近一月涨跌幅 (%)	3.88
总股本 (亿股)	1.07
流通 A 股比例 (%)	25.22
总市值 (亿元)	116.16
总资产 (亿元)	0.00
十大流通股东 (%)	2.55

最近一年市场表现



汉王科技：电纸书出货量保持快速增长

2010 年公司中报点评

2010 年 8 月 24 日

投资要点：

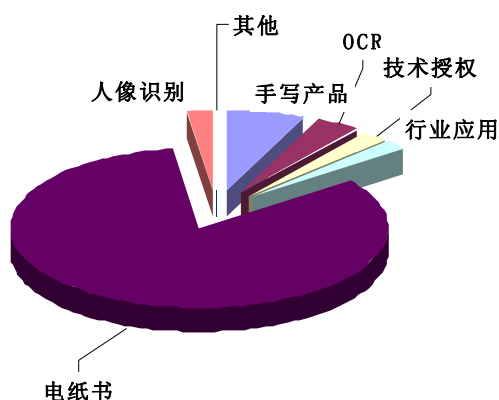
- ◆ 公司 2010 年中报显示：2010 年上半年公司实现营业收入 6.74 亿元、比上年同期增长 283.36%；归属于上市公司股东的净利润分别为 8687.92 万元，同比分别增长 337.53%。按最新股本摊薄后每股收益为 0.81 元。
- ◆ 公司收入大幅增长主要是公司电纸书产品销量大幅增长。报告期内，公司来自电纸书销售收入为 5.58 亿元，比上年同期增长 513.98%，占公司营业收入的比重由 2009 年的 68.3% 提升至 82.7%。如果按照平均单价不变或者略有下降计算，2010 年上半年公司电纸书的出货量已经远远超过 2009 年全年的出货量，说明电纸书需求比较旺盛。
- ◆ 本期公司综合毛利率为 41.4%，比 2009 年下降了近 10 个百分点。综合毛利率下降主要是电纸书毛利率下降，报告期电纸书的毛利率为 38.5%，下降了 9.08 个百分点。虽然公司毛利率有所下降，但目前毛利率水平还处于较高水平，下降属于正常现象。从未来趋势看，电纸书毛利率还将进一步下降。
- ◆ 短期来看，我们认为电纸书将保持快速增长的趋势。我们预测 2010-2012 年公司的业务收入分别为 12.79 亿元、17.91 亿元和 23.29 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 1.87 亿元、2.36 亿元和 2.91 亿元，对应的每股收益分别为 1.75 元、2.23 元和 2.80 元，目前股价对应的动态市盈率分别为 62X、49X 和 40X，估值水平稍高，给予“持有”投资评级。

公司今日公告的2010年中期报告显示:2010年上半年公司实现营业收入6.74亿元、比上年同期增长283.36%;营业利润达到7015.34万元,比上年同期增长684.92%;归属于上市公司股东的净利润分别为8687.92万元,同比分别增长337.53%。按最新股本摊薄后每股收益为0.81元。

1. 电纸书出货量大幅增长, 其他产品表现正常

公司收入大幅增长主要是公司电纸书产品销量大幅增长。报告期内, 公司来自电纸书销售收入为5.58亿元, 比上年同期增长513.98%, 占公司营业收入的比重由2009年的68.3%提升至82.7%; 如果按照平均单价不变或者略有下降计算, 2010年上半年公司电纸书的出货量已经远远超过2009年全年的出货量, 说明电纸书需求比较旺盛。不过, 值得注意的是, 公司电纸书销售采取渠道销售的模式, 公司的出货量可能与终端实际销售量有一定差异。

图1: 2010年上半年公司收入构成



数据来源: 公司中期报告 信达证券

与电纸书相比, 其他产品表现稍显逊色, 但除行业应用外均实现较快增长。手写产品销售收入比上年同期增长45.34%, 主要是公司在二季度推出了“TouchPad”平板电脑。平板电脑虽然在ipad的带动下市场需求强劲, 但各大PC厂商均已经或将要推出相应产品, 公司平板电脑市场前景有待观察; 人像识别产品自从2009年推出后得到市场认可, 2010年上半年销售收入比上年同期增长一倍, 但销售规模还比较小。

表1: 公司主要产品线近年来增长情况

	2008年	2009年	2010H1
手写产品	8.39%	-33.78%	45.34%
OCR产品	-42.51%	-7.06%	22.24%
技术授权	7.50%	13.51%	37.07%
行业应用	31.30%	4.80%	-7.53%

电纸书	1984.24%	513.98%
人像识别		100.00%

数据来源：公司中报和招股书

2. 期间费用、营业外收支变化明显

本期公司综合毛利率为 41.4%，比 2009 年下降了近 10 个百分点。综合毛利率下降主要是电纸书毛利率下降，报告期电纸书的毛利率为 38.5%，下降了 9.08 个百分点。虽然公司毛利率有所下降，但目前毛利率水平还处于较高水平，下降属于正常现象。从未来趋势看，电纸书毛利率还将进一步下降。

报告期内，公司管理费用和销售费用虽增长较快，但由于增幅小于收入增幅，因此管理费用率和销售费用率均明显下降，分别由上年同期的 29.9%、15.3% 下降为 20.4%、9.8%。受此影响公司营业利润增幅比收入增幅还大。

3. 盈利预测

目前公司业绩基本取于电纸书的出货情况。尽管业内关于电纸书的前景有不同看法，但短期来看公司销量还远不能满足市场需求，将保持快速增长是确定无疑的。但电纸书面临价格下降压力，也面临内容（包括种类和数量）缺乏的问题。

我们预测 2010-2012 年公司的业务收入分别为 12.79 亿元、17.91 亿元和 23.29 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 1.87 亿元、2.36 亿元和 2.91 亿元，对应的每股收益分别为 1.75 元、2.23 元和 2.80 元，目前股价对应的动态市盈率分别为 62X、49X 和 40X，估值水平稍高，给予“持有”投资评级。

预测数据

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	581.57	1279.45	1791.24	2328.61
同比(%)	154.59%	120.00%	40.00%	30.00%
归属母公司净利润	85.6	187.34	238.72	299.74
同比(%)	186.03%	118.85%	27.43%	25.56%
毛利率(%)	51.12%	41.0%	39.0%	37.0%
每股收益(元)	0.80	1.75	2.23	2.80
P/E	135.64	62.01	49.32	39.89

数据来源：信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102