恒宝股份 (002104)

移动支付瓜熟蒂落

增持/ 维持评级

股价：RMB16.6

分析师
关海燕
SAC 执业证书编号:S1000210010265
guanhy@lhzq.com

联系人
李欣
075582125064 lixinsz@lhzq.com

相关研究

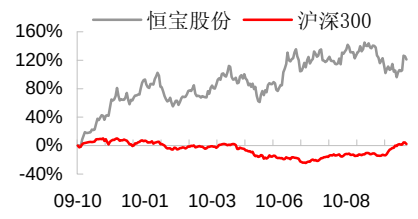
<"WIFI-SD" 卡打开新的广阔成长空间> 100713
<EMV 迁移进程加快> 091012
<看好公司中长期愿景> 090816
<智能卡行业面临拐点 公司将迎来高速增长期>090509
<银行压力增大 EMV 迁移势在必行>090601

基础数据

总股本（百万股）	440.64
流通 A 股（百万股）	308.45
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5120.24

- 公司三季报显示，第三季度、前三季度收入同比增长 79.5%、32.7%，归属上市公司股东净利润同比增长 11.4%、10.7%。净利润增长幅度小于收入增长幅度，主要原因是低毛利的手机支付卡、SIM 卡增长速度高于高毛利的银行卡。
- **移动支付卡放量是公司技术、客户积累水到渠成的结果。**公司在三季报中指出，移动支付卡业务同比大幅增长。公司长期从事 SIM 卡的智能化和封装业务，在移动支付卡，尤其是 2.4G 方案领域，在技术和工艺的积累上有明显优势；同时与电信、联通等运营商在 SIM 卡业务上形成的良好客户关系，对手机支付卡业务的顺利拓展具有重要意义。
- **移动支付卡毛利率具有提升空间。**2.4G 方案的 SIM 卡封装包括两个环节：芯片模块的封装和卡的封装，前者因为涉及到微型天线等高难度工艺，据我们了解，大陆产业界的工艺水平还难以达到，因此，目前 2.4G 产品的毛利率不高，根据我们的分析，应略高于普通 SIM 卡。如果能够解决芯片模块的封装工艺问题，移动支付卡的毛利率还将有一定的提升空间。
- **对于 13.56M 的移动支付方案，公司亦有很强的竞争力。**公司在 SIMPASS 等基于 13.56M 的移动支付方案上，掌握核心技术，具有产品经验。
- **EMV 迁移即将启动，金融 IC 卡增长拐点将至。**根据我们了解到的我国银行系统为 EMV 迁移所进行的后台系统改造和硬件升级工作进度，以及相关的行业高层表态，并参考国际上 EMV 迁移进程，我们判断，国内五大商业银行将于明年初开始实施 EMV 迁移。公司在银行卡行业领先的市场地位、IC 卡方面长期的技术积累、本土企业的背景，都将保证公司充分受益。
- 我们预测，公司 10、11、12 年收入为 5.94 亿、8.05 亿、11.2 亿元，EPS 分别为 0.26 元、0.37 元、0.52 元，对应 10、11 年 PE 为 63.7 倍、45.1 倍，考虑到 EMV 迁移、移动支付巨大的市场空间，以及公司显著的竞争优势，给予公司增持评级。
- 风险提示。EMV 迁移的推进速度有一定不确定性，对公司业绩有一定影响。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	425.1	435.6	594.3	804.6	1118.4
(+/-%)	13.5	32.7	39.8	35.4	39.0
归属母公司净利润(百万元)	93.8	63.2	114.7	162.2	227.8
(+/-%)	15.6	10.7	22.3	41.3	40.5
EPS(元)	0.21	0.14	0.26	0.37	0.52
P/E(倍)	78.0		63.7	45.1	32.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表				单位：百万元
	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	395	495	600	778
现金	192	195	234	287
应收账款	69	88	120	169
其他应收款	5	31	42	50
预付账款	45	61	64	88
存货	80	107	123	162
其他流动资产	5	13	17	22
非流动资产	197	238	288	334
长期投资	0	0	0	0
固定资产	171	198	239	278
无形资产	25	28	31	34
其他非流动资产	1	12	18	23
资产总计	592	734	888	1113
流动负债	40	83	101	134
短期借款	0	0	0	0
应付账款	27	48	61	84
其他流动负债	14	35	40	51
非流动负债	5	6	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	6	5	5
负债合计	45	89	106	140
少数股东权益	2	2	2	2
股本	294	441	661	661
资本公积	17	17	17	17
留存收益	234	185	102	293
归属母公司股东权益	545	643	780	971
负债和股东权益	592	734	888	1113

现金流量表				单位：百万元
	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	80	82	145	176
净利润	94	115	162	228
折旧摊销	24	26	34	44
财务费用	-1	-3	-3	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-39	-56	-51	-97
其他经营现金流	3	1	3	5
投资活动现金流	8	-68	-84	-91
资本支出	19	63	81	87
长期投资	26	0	0	0
其他投资现金流	53	-4	-3	-4
筹资活动现金流	-50	-12	-22	-33
短期借款	-20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	147	220	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-159	-243	-33
现金净增加额	37	3	39	52

利润表				单位：百万元
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	425	594	805	1118
营业成本	272	401	534	737
营业税金及附加	3	3	4	6
营业费用	32	32	43	58
管理费用	31	42	56	77
财务费用	-1	-3	-3	-4
资产减值损失	0	4	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	89	115	167	241
营业外收入	20	21	23	25
营业外支出	1	4	4	4
利润总额	108	132	187	262
所得税	14	17	24	35
净利润	94	115	162	228
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	94	115	162	228
EBITDA	111	138	198	282
EPS（最新股本摊薄	0.21	0.26	0.37	0.52

主要财务比率				
	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	13.5%	39.8%	35.4%	39.0%
营业利润	15.1%	29.2%	45.4%	44.4%
归属于母公司净利润	15.6%	22.3%	41.3%	40.5%
获利能力				
毛利率 (%)	36.1%	32.5%	33.6%	34.1%
净利率 (%)	22.1%	19.3%	20.2%	20.4%
ROE(%)	17.2%	17.8%	20.8%	23.5%
ROIC(%)	21.2%	21.5%	25.8%	29.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	7.7%	12.1%	11.9%	12.6%
净负债比率 (%)	0.00%	1.87%	0.79%	0.70%
流动比率	9.81	5.97	5.93	5.79
速动比率	7.83	4.68	4.72	4.58
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.90	0.99	1.12
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	9.69	10.70	9.74	10.15
每股指标（元）				
每股收益（最新摊薄）	0.21	0.26	0.37	0.52
每股经营现金流（最新摊	0.18	0.19	0.33	0.40
每股净资产（最新摊薄）	1.24	1.46	1.77	2.20
估值比率				
P/E	77.96	63.75	45.11	32.12
P/B	13.43	11.38	9.37	7.53
EV/EBITDA	64	52	36	25

数据来源：华泰联合证券研究所.

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券评级标准:

时间段　　报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数　沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入　　股价超越基准 20%以上

增　持　　股价超越基准 10%-20%

中　性　　股价相对基准波动在 ± 10% 之间

减　持　　股价弱于基准 10%-20%

卖　出　　股价弱于基准 20%以上

行业评级

增　持　　行业股票指数超越基准

中　性　　行业股票指数基本与基准持平

减　持　　行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称"华泰联合证券"）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@lhzq.com