

2009-01-16

电子元件

恒宝股份 002104-SZ

09 年业绩增长确定

◇ 事件：公司 08 年业绩向上修正

◆ 09 年业绩增长确定性强，给予“增持”评级：

如我们先前的判断，受益于 3G 建设带来的新用户和市场需求的增加，公司 09 年业绩增长有较强的确定性。公司的公告证实了我们的判断，在 08 年第四季度，公司的增长较好，并带动全年业绩同比增长 30% 以上。我们认为该势头仍将继续，公司 09 年增长确定性强，公司目前估值尚未完全反应这样的增长，给予增持评级。

◆ 通信卡和金融卡发展势头良好，新产品拓展积极有效

公司通信卡和金融卡收入占比均在 40% 左右。随着 3G 牌照发放的尘埃落定，运营商的用户争夺正式拉开了帷幕，这带来了公司订单的较快增长。公司目前在电信业的主要客户为中国电信和中国联通，市场增量主要来自于电信的 CDMA 和联通的 3G 等 SIM 卡的需求。金融卡目前发展势头也较好，预计 09 年仍有 20% 的增长空间。而如税控盘之类的新产品市场拓展也较顺利，未来有望带来新的市场增长。

◆ 剥离 ATM 业务使得公司业务更加专注，防御性得到提升

公司之前剥离了发展不明确的 ATM 业务，一方面回笼了资金，提升了公司未来抵御经济波动的能力，另一方面也使公司更加专注于当前的卡类及新产品市场，这有助于公司提升未来的竞争力。与其他卡类厂商相比，公司的优势在于广泛的产品线布局，这不仅分散了单一品种业务所带来的风险，也提高了公司未来向不同市场扩展的潜力。与下游银行和通信运营商客户所建立的长期合作关系将有助于公司未来新产品市场的拓展，这也是公司的核心优势之一。

◆ 良好的抗周期性品种，未来三年业绩复合增长 24% 左右

如我们之前多次指出，公司产品主要面向运营商和银行客户，应收账款情况良好，行业波动性相对较小，基本不受海外经济波动的影响。公司 08、09、10 年复合增长 24% 左右，有较好的抗周期性。

◆ 风险分析

市场的系统性风险。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	250	352	410	513	628
营业收入增长率	45.01%	41.12%	16.47%	25.00%	22.56%
净利润（百万元）	42	61	83	102	122
净利润增长率	8.12%	44.99%	35.29%	23.36%	19.41%
EPS（元）	0.14	0.21	0.28	0.35	0.42
ROE	10.43%	13.83%	16.81%	18.81%	20.41%
P/E	15	18	20	16	13
P/B	2	2	3	3	3
EV/EBITDA	6	10	12	9	7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	5.60 元
目标价格	6.5 元
目标期限	6 个月

分析师：

谢锋 周励谦

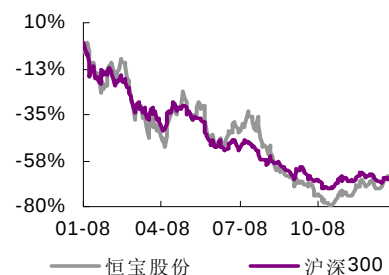
021-50818887-226/225

xiefeng@ebsecn.comzhouligian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	294
总市值(百万元)	1,645
流通比例(%)	41.63%
12 个月最高/最低(元)	25.08/3.22
近 3 月日均成交量(百万股)	3.14
主要股东	钱云宝

股价表现(12 个月)

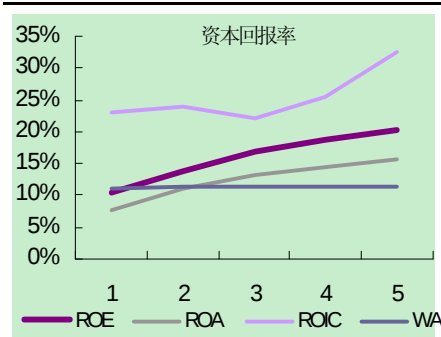
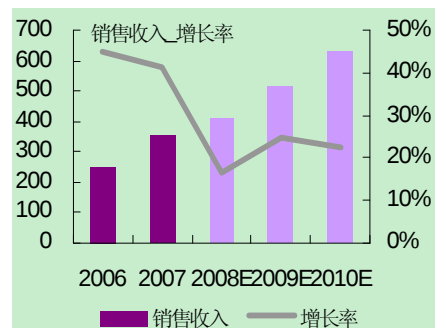
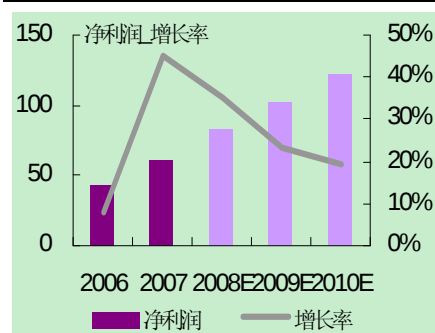
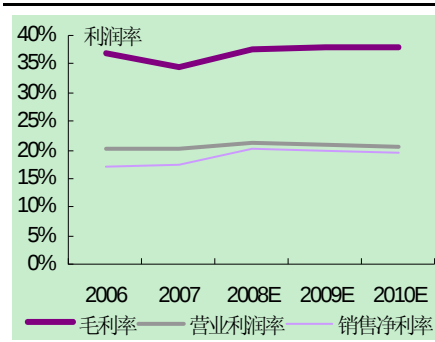


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.28	12.26	1.16
绝对收益	18.26	14.38	-64.52

相关报告：

20081021-短期盈利下降不改未来增长	2008-10-21
20080731-业绩增长明确，ATM 将有贡献	2008-07-31
20080422-主营业务保持快速增长	2008-04-23

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	250	352	410	513	628
营业成本	158	231	256	319	391
EBITDA	64	86	127	159	187
折旧和摊销	33	38	41	42	42
销售费用	12	16	27	33	41
管理费用	24	31	40	50	61
财务费用	4	-1	-2	0	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	50	71	87	107	129
利润总额	42	61	97	121	144
少数股东损益	0	2	-1	0	0
归属母公司净利润	42.34	61.39	83.05	102.45	122.34

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	544	577	620	703	786
流动资产	383	398	385	456	580
货币资金	306	263	197	223	295
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	28	54	103	128	157
应收票据	0	5	0	0	0
其他应收款	3	3	3	3	3
存货	38	48	56	70	86
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	137	132	165	168	136
无形资产	22	22	21	20	19
总负债	136	117	132	158	187
无息负债	54	87	112	138	167
有息负债	82	30	20	20	20
股东权益	408	460	488	545	599
股本	115	196	294	294	294
公积金	216	139	57	75	97
未分配利润	63	107	124	166	202
少数股东权益	19	22	29	29	29

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	78	66	89	121	142
净利润	42	61	83	102	122
折旧摊销	33	38	41	42	42
净营运资金增加	227	53	-54	45	141
其他	-224	-87	19	-69	-163
投资活动产生现金流	-70	-52	-90	-50	0
净资本支出	70	38	67	50	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-140	-90	-157	-100	0
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	43	81	98	0	0
债务净变化	0	-52	-10	0	0
其它长期负债变化	115	33	25	26	29
净现金流	242	-43	-41	35	97

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	45.01%	41.12%	16.47%	25.00%	22.56%
净利润增长率	8.12%	44.99%	35.29%	23.36%	19.41%
EBITDA 增长率	3.57%	33.06%	48.50%	24.71%	17.79%
EBIT 增长率	3.97%	33.06%	10.40%	27.14%	21.27%
EPS 增长率	-32.43%	-14.71%	-9.81%	23.36%	19.41%
估值指标					
PE	15	18	20	16	13
PB	2	2	3	3	3
EV/EBITDA	6	10	12	9	7
EV/EBIT	6	10	16	12	9
EV/NAPLAT	8	12	18	14	11
EV/Sales	2	2	4	3	2
EV/IC	2	4	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	36.84%	34.34%	36.80%	37.00%	37.00%
EBITDA 率	25.78%	24.30%	30.99%	30.92%	29.71%
EBIT 率	25.78%	24.30%	23.04%	23.43%	23.19%
税前净利润率	24.00%	24.68%	23.53%	23.51%	22.90%
税后净利润率	16.96%	17.43%	20.25%	19.98%	19.47%
ROA	7.82%	11.02%	13.23%	14.58%	15.57%
ROE	10.43%	13.83%	16.81%	18.81%	20.41%
ROIC	32.54%	32.65%	25.84%	29.84%	38.17%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.60	-0.53	-0.36	-0.37	-0.46
资产负债率	25.04%	20.29%	21.28%	22.48%	23.75%
流动比率	3.31	5.11	3.24	3.15	3.34
速动比率	2.98	4.50	2.76	2.66	2.85
每股指标					
EPS	0.37	0.31	0.28	0.35	0.42
每股红利	0.00	0.00	0.10	0.12	0.15
每股经营现金流	-	0.34	0.30	0.41	0.48
每股净资产	3.54	2.35	1.66	1.85	2.04
每股销售收入	2.17	1.80	1.40	1.75	2.14
每股 EBITDA	0.56	0.44	0.43	0.54	0.64

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

谢锋，复旦大学，材料物理与化学硕士。2003 年起曾分别在三星半导体中国研究开发有限公司任IPT 研发工程师、Sandisk 上海半导体新产品导入部高级工程师。熟悉半导体及相关行业的情况，对于研发、产品开发、生产、采购、市场认证等方面事项有较好的了解。2007年8 月加盟光大证券研究所，从事电子元器件行业研究。

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。1999 年4 月起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作。2001 年至2007 年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G 市场总监等职。2007 年5 月加盟光大证券研究所，现主要负责电信服务和通信设备制造行业的研究。

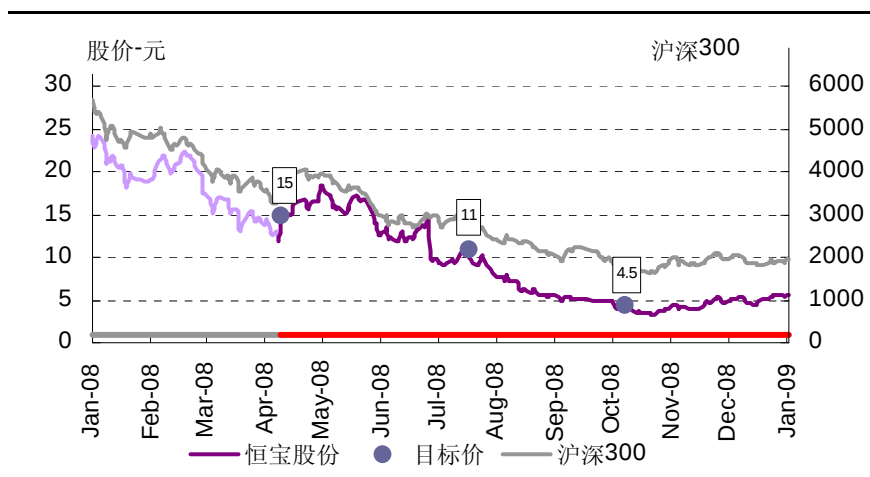
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

恒宝股份（002104）

分析师：谢锋



日期	股价	目标	评级
2008-04-23	11.98	15.00	增持
2008-07-31	10.61	11.00	增持
2008-10-21	4.04	4.50	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。