

2009-02-15

电子元件

恒宝股份 002104.SZ

新业务带来新机遇

◇ 调研人员及地点：上市公司董秘、江苏丹阳

◆公司业务稳定，增长确定性强，维持增持评级

我们近日对公司进行了调研，公司的卡类业务有望受益于整体市场增长、电信联通等厂商加大客户开发力度以及新产品拓展等因素，09年有望继续维持较好的增长态势，公司的增长确定性显著高于行业内其他类型公司，我们维持对公司的增持评级。

◆通信卡及新产品将成为公司增长的主要推动力量

公司目前在通信卡市场的主要客户为电信及联通，其份额排名均处于第一梯队。09年随着3G拍照发放的结束，电信及联通均将加大其在GSM、CDMA及未来3G领域的客户拓展，这给公司带来了较大的发展机遇。新产品业务也有望成为公司盈利增长的主要动力之一，如社保卡、税控卡、税控盘、P-SAM卡等，这些产品盈利能力更强，其收入的增长对利润贡献更加显著。

◆较为完善的研发+生产管理体系保证了公司的未来增长的持续性

公司每年的研发投入约为公司收入的7%左右，公司建立了较为完善的研发体系来适应卡市场未来发展变化的需要。公司的投入重点主要包括：对客户的紧密跟踪服务、COS系统（卡内操作系统）、研发与市场紧密结合的新产品开发体系。我们认为，这样的投入符合卡行业未来向定制化、综合化等方向发展的趋势，保证了公司业务发展的可持续性。未来我们将对此进行进一步的深入分析，请予以关注。

◆公司估值相对较低，关注小非及市场系统性风险

公司近期股价表现较出色，我们认为这主要是由于市场的风险溢价水平大幅度下降而导致的市场整体的估值上升所致。公司目前股价为09年PE为22倍，相较行业整体平均28倍仍处于较低的水平。

非流通股解禁的风险及市场系统性风险是公司目前股价的主要风险。

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	416	514	620
营业收入增长率	45.01%	41.12%	18.19%	23.38%	20.70%
净利润（百万元）	42	61	83	103	124
净利润增长率	8.12%	44.99%	35.84%	23.03%	20.49%
EPS（元）	0.14	0.21	0.28	0.35	0.42
ROE	10.43%	13.83%	16.87%	18.82%	20.59%
P/E	55	37	27	22	18
P/B	2	3	5	4	4
EV/EBITDA	10	15	17	13	11

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	7.77 元
目标价格	9.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

谢锋 周励谦

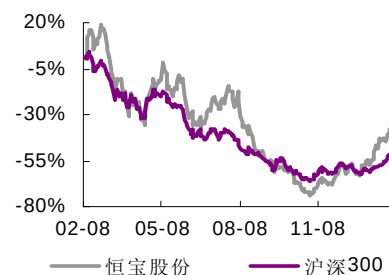
021-22169999*9176/9175

xiefeng@ebsecn.comzhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	294
总市值(百万元)	2,283
流通比例(%)	41.63%
12个月最高/最低(元)	22.50/3.22
近3月日均成交量(百万股)	5.86
主要股东	294

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.03	57.27	12.84
绝对收益	38.73	80.70	-38.00

相关报告：

20090115-09年业绩增长确定

..... 2009-01-15

20081021-短期盈利下降不改未来增长

..... 2008-10-21

公司主要业务情况及 09 年展望

公司的主要业务包括通信 SIM 卡、密码卡、金融卡、票证业务、模块封装及其他类产品。主要业务目前的情况及我们对其 09 年的发展展望如下：

1) 通信 SIM 卡情况：

公司在联通内的份额 07、08 年的市场份额分别为 20%、22%左右。07 年三季度起处于第一的位置。

公司在电信内份额目前处于并列第一的位置。公司约占 30%-35%的份额。

受电信和联通开拓 CDMA 和 GSM 业务及未来 3G 用户逐步推出的影响，我们预计该部分 09 年有望获得 35%以上的增长。

公司在中国移动的市场拓展仍在继续。但我们认为其对利润贡献比较有限，更多将体现在规模扩大所形成的成本下降因素上。

2) 密码卡：

行业情况：受手机话费充值方式多样化的影响，行业整体呈现下降趋势，公司该项通信类业务可望持平，其他类型的密码卡仍有望保持增长，综合来看，该部分业务可望实现 09 年 5%-10%的增长。

3) 银行磁条卡：

目前该市场相对稳定，4 家（金邦达、恒宝股份、黄石捷德和北京中钞）所占市场份额比例非常接近，所占市场份额约 90%，公司份额约 22%左右。

行业发展情况：银行业务由于安全认证所需时间较长、客户对于安全品种等因素更加敏感，导致进入壁垒相对较高。公司 09 年有望保持与行业增速一致的水平，增速在 10%-15%之间。

4) 票证业务：

票证业务包括发票、存折、账册等多种产品。受海关、保险等新市场的开拓，该部分业务 09 年有望获得较快的增长。预测收入增长约 20%左右。

5) 模块封装：

仅从模块封装上来看，公司的规模相对较小，模块封装可视为公司在卡产业链一体化的延伸，可以有效的降低公司的综合成本并提高公司在卡业务上的综合竞争力。目前，模块封装的 40%以上的产能可以由公司的自身业务来填充，相较于其他的模块封装厂商，这是很大的竞争优势。

目前对外代工的厂商包括华虹、贝岭等。

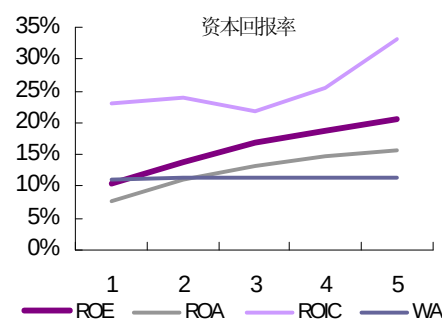
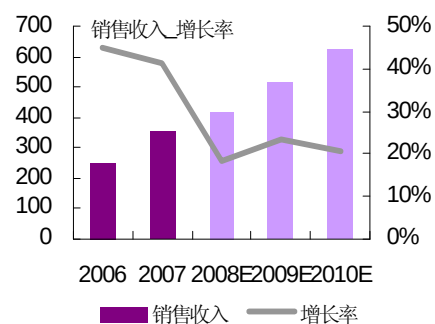
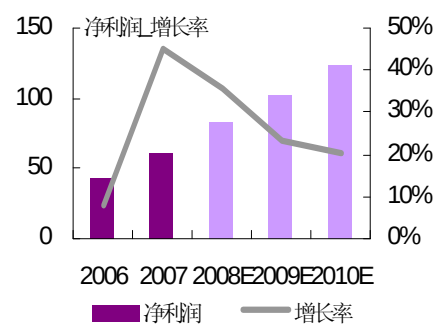
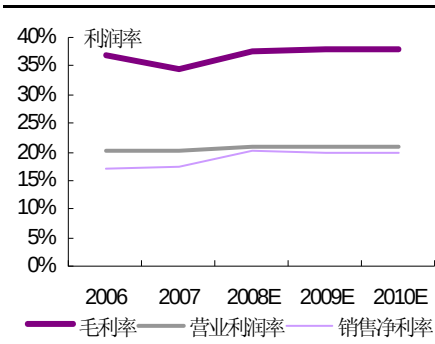
6) 新产品大类：

目前新产品主要包括社保卡、P-SAM 卡，税控卡、税控盘等。

预计这些新产品将是 09 年利润增长的主要推动力量之一。收入增长有望保持在 20%以上。

综合来看，我们维持 08、09、10 年 EPS0.28、0.35、0.42 的预测不变。请关注我们未来的深入分析。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	250	352	416	514	620
营业成本	158	231	260	319	386
EBITDA	64	86	128	159	188
折旧和摊销	33	38	41	42	42
销售费用	12	16	27	33	40
管理费用	24	31	41	50	60
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	128
利润总额	42	61	97	121	145
少数股东损益	0	2	-1	0	0
归属母公司净利润	42.34	61.39	83.39	102.59	123.61

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	544	577	622	703	786
流动资产	383	398	386	457	580
货币资金	306	263	196	223	299
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	28	54	104	128	155
应收票据	0	5	0	0	0
其他应收款	3	3	3	3	3
存货	38	48	57	70	85
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	133	158	186
无息负债	54	87	113	138	166
有息负债	82	30	20	20	20
股东权益	408	460	488	545	600
股本	115	196	294	294	294
公积金	216	139	57	75	97
未分配利润	63	107	125	166	203
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	87	122	146
净利润	42	61	83	103	124
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	17	-67	-161
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	26	25	28
净现金流	242	-43	-42	37	101

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%	18.19%	23.38%	20.70%
净利润增长率	8.12%	44.99%	35.84%	23.03%	20.49%
EBITDA 增长率	3.57%	33.06%	48.98%	24.45%	18.59%
EBIT 增长率	3.97%	33.06%	10.88%	26.77%	22.31%
EPS 增长率	-32.43%	-14.71%	-9.44%	23.03%	20.49%
估值指标					
PE	21	25	27	22	18
PB	2	3	5	4	4
EV/EBITDA	10	15	17	13	11
EV/EBIT	10	15	22	17	14
EV/NAPLAT	12	18	26	20	16
EV/Sales	3	4	5	4	3
EV/IC	4	6	7	6	6
盈利能力 (%)					
毛利率	36.84%	34.34%	34.33%	34.80%	36.98%
EBITDA 率	25.78%	24.30%	30.64%	30.90%	30.36%
EBIT 率	25.78%	24.30%	22.80%	23.43%	23.74%
税前净利润率	24.00%	24.68%	23.29%	23.50%	23.46%
税后净利润率	16.96%	17.43%	20.03%	19.98%	19.94%
ROA	7.82%	11.02%	13.26%	14.59%	15.72%
ROE	10.43%	13.83%	16.87%	18.82%	20.59%
ROIC	32.54%	32.65%	25.82%	29.87%	38.90%
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%	21.41%	22.49%	23.63%
流动比率	3.31	5.11	3.22	3.14	3.36
速动比率	2.98	4.50	2.74	2.66	2.87
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	0.42	0.50
每股净资产	3.54	2.35	1.66	1.86	2.04
每股销售收入	2.17	1.80	1.42	1.75	2.11
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年加盟光大证券研究所，现为TMT团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

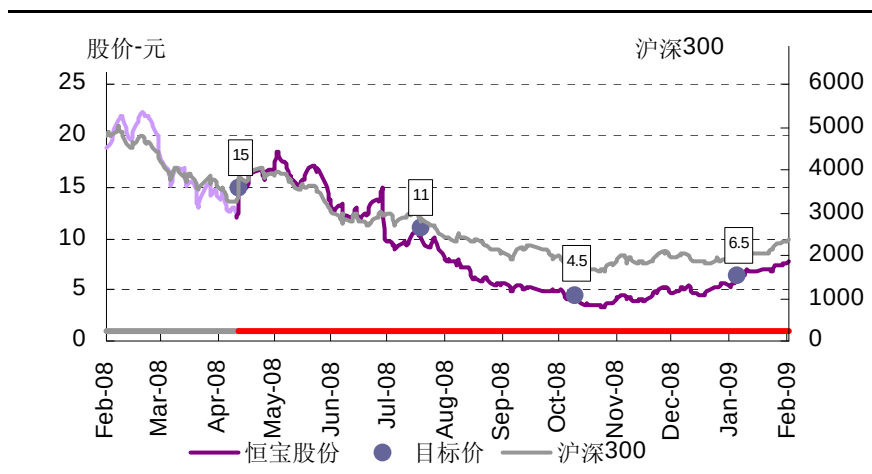
分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

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
2009-01-16	5.60	6.50	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出

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				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.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。