

恒宝股份(002104.sz)

传统产品增长稳定，未来业务突破亟待新型产品

李太勇 通信行业 首席研究员 亢辰 通信行业 研究助理
电话: 020-87555888-689 电话: 020-87555888-391
eMail: lty@gf.com.cn eMail: qc2@gf.com.cn

公司传统产品增长稳定，未来业务突破亟待新型产品

受益于国内银行卡市场需求的稳步增长，公司银行磁条卡业务增长稳定，预计 09 年磁卡业务收入将增长 15% 左右。通信 IC 卡 08 年受主要客户中国联通重组影响，收入出现下滑，但受益于原材料芯片价格下降，IC 卡利润出现增长；09 年受 3G 推广因素促进，联通、电信加大采购量，公司通信 IC 卡业务将增长 20% 左右。新上线项目模块封装以投入正常生产，除满足公司自有 IC 卡生产需求，60% 产品销售给其它公司，08 年将为公司带来几千万收入，预计 09 年收入将达到 6000 万；公司票证业务已进军保险、海关等行业市场，预计未来几年将保持 30% 以上的增长率；公司开发的高附加值金融卡、安全产品顺利进入市场，未来业务发展有较大空间，09 年产品增速将超过 40%。公司未来几年传统产品增长稳定，未来业务突破亟待新型产品，总体业务将稳健增长，我们预计 08-10 年主营业务收入分别为 3.74、4.4、5.07 亿元，增长率为 6.36%、17.4%、15.34%。

公司毛利率 08 年出现回升，09-10 年先降后升，幅度有限

受益于通信 IC 卡原料芯片价格下跌及新型金融产品较高的毛利率，公司 08 年毛利率将出现回升，预计全年毛利率在 39% 左右。2009 年芯片价格下降空间有限，同时通信卡类价格可能会出现下滑，预计 2009 年毛利率会同比下降，2010 年新型产品占比的提升将刺激毛利率再次出现回升，但 2009-2010 年毛利率升降幅度有限。

公司盈利预测及投资建议

我们预测公司未来 2008-2010 年净利润分别为 0.815 亿元、0.997 亿元、1.091 亿元，净利润增长率为 32.75%、22.4%、9.34%，复合增长率为 21%，EPS 分别为 0.277 元、0.34 元、0.371 元；我们给予持有评级，目标价格为 7.14 元，对应 09 年 PE 为 21 倍。

风险提示

公司产品的主要原料 PVC、纸、芯片等价格出现上涨，对公司盈利带来较大压力；公司通信类产品占比较大，通信下游客户为具有强势谈判地位的运营商，如果运营商对通信 IC 卡、密码卡压价，将给公司利润增长带来较大压力。

公司评级

持有

当前价格(元)	5.84
目标价格(元)	7.14
前次评级	无评级

股价走势



股票数据

总股本(万股)	29,376.00
流通 A 股(万股)	12,229.60
主要股东:	钱云宝
主要股东持股比例	20.00%
流通 A 股比例	41.63%

财务比率

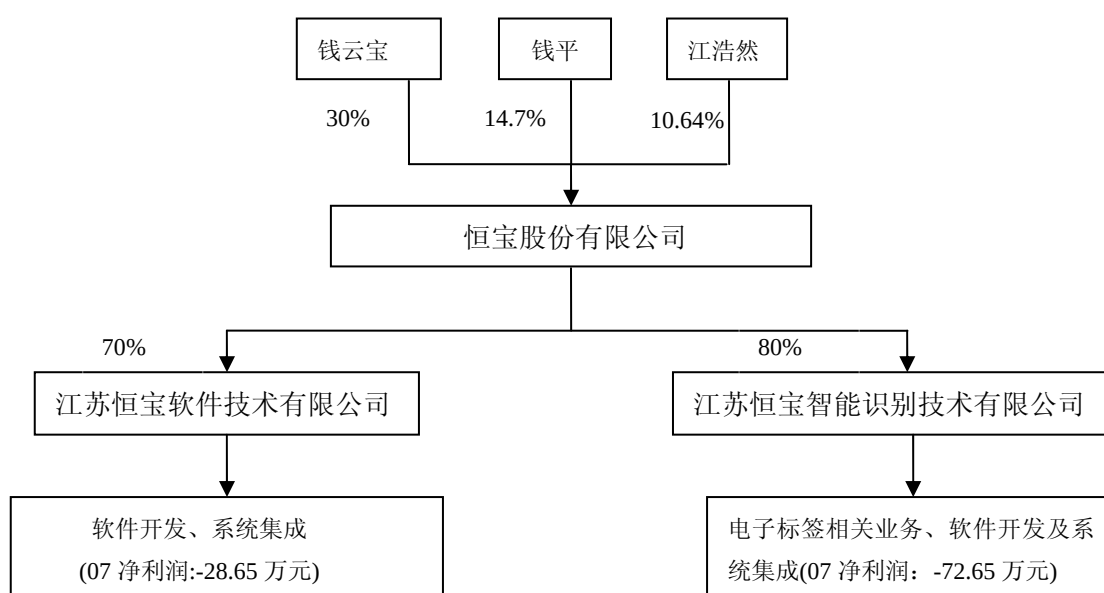
ROE	14.01%
ROA	10.64%
资产负债率	20.29%
每股净资产(元)	2.24

2007 年报数据。

公司背景介绍

公司是以智能卡为主要业务的民营企业，公司从票证业务起家，逐步将产品延伸到智能卡，现在公司业务有银行磁条卡、通信卡、模块封装、票证及其它业务。公司于2007年1月10日在深交所上市，公司前几大股东均为自然人，公司实际控制人为钱云宝先生，持有公司30%股份，对公司经营决策、发展方向等具有较强的影响力。从2008年5月到2009年2月，公司第二大股东钱平减持4.99%的股份，减持后持有公司14.7%的股份；公司第三大股东江浩然减持5%的股份，减持后持有公司10.64%的股份。公司控股江苏恒宝软件技术有限公司和江苏恒宝智能识别技术有限公司，持股比例分别为70%、80%。

图1：恒宝股份股权结构



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

公司主要业务分析

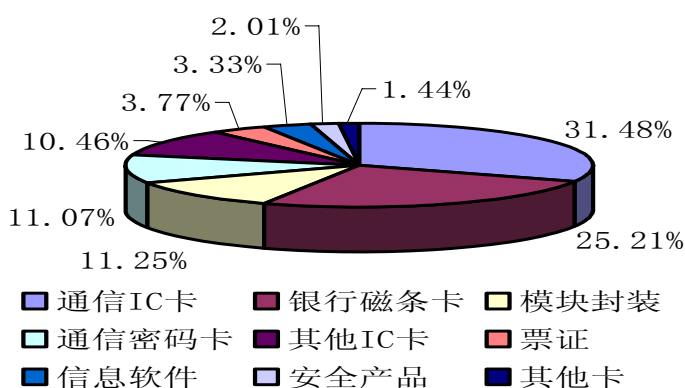
公司业务有智能卡、磁条卡、票证、模块封装、密码卡等十几种产品，其中，通信卡（IC卡、密码卡）、银行磁条卡、模块封装几种主要产品占公司营业收入的80%左右。从2008年中期数据可以看出，按行业来分，通信卡、银行卡、模块封装作为公司前三大业务，收入比例分别为42.55%、25.21%、11.25%。从业务类型来看，智能IC卡、磁条卡、模块封装、密码卡占据公司收入的前四位。

表 1：2008 年中期公司主要子业务收入占比

IC 卡	磁条卡	密码卡	模块封装	票证	信息软件	安全产品	其它卡
41.94%	25.21%	11.07%	11.25%	3.77%	3.33%	2.01%	1.44%

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

图2：2008年中期公司主要产品收入占比



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

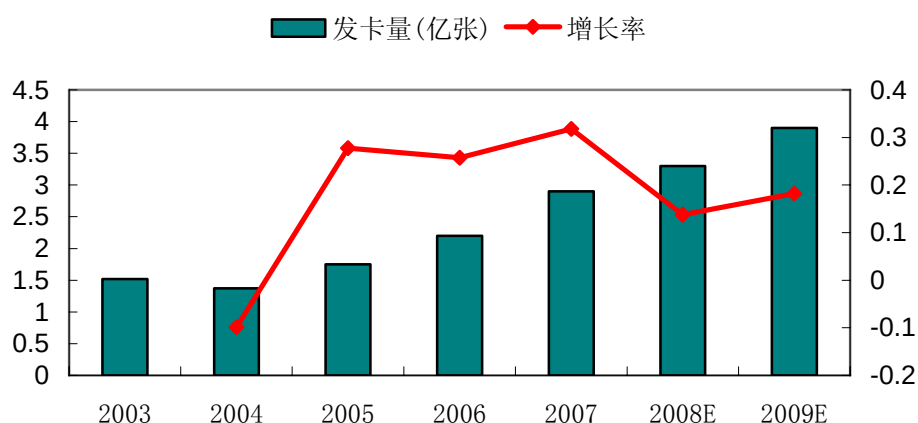
一、银行卡业务

国内银行卡发卡量稳定增加

受国家金卡工程支持，我国银行磁条卡发卡量近几年一直保持稳定增长，截止到2008年底，我国银行卡发行量累计将超过18亿张，2008年发行新卡3.3亿张，同比增加13.79%。

另外，银行卡EMV迁移工程是国际银行卡的发展趋势，欧洲和日本已经逐步推行，我国一旦启动此工程，国内银行IC卡需求量将出现爆发式增长。现在国内主要推行的为双面卡（一张卡包含银行磁条和IC芯片）实现银行卡、其它行业IC应用的功能，给行业带来一定量的需求空间。同时受益于信用卡发行量的较快增长，我们认为我国2009年发卡量将保持18%左右的增速。

图3：我国近几年银行卡发卡量及增长率



数据来源：广发证券研发中心

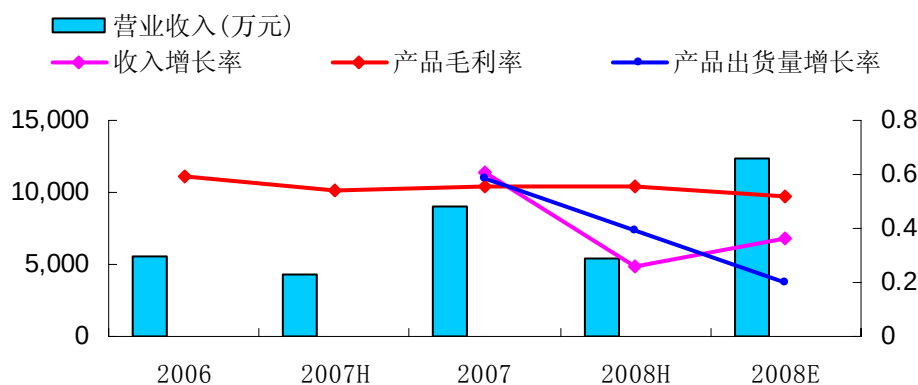
公司银行卡市场主要为国内主要银行，还有一部分出口东南亚国家。公司从2003年进入银行磁条卡市场，虽然进入较晚，但业务发展速度迅速，公司2008年市场占有率21%，在国内排名第二位。公司与金邦达、黄石捷德、北京中钞共同占领90%的市场份额。由于公司加大市场开拓力

度，公司09年前2个月，市场占有率上升至24%，占有率攀升至第一。

公司银行卡业务产品销售收入保持稳定增长，2008年收入增长将同步于国内银行卡市场增速。毛利率水平略有下滑，但毛利率仍处于较高水平，我们认为2008年毛利率在51%左右。

受益于银行磁条卡需求的增加及公司市场占有率的提升，公司2009年银行磁条卡业务将保持15%左右增长率。如果国家推行EMV迁移，公司将直接受益，银行卡业务将出现爆发式增长。对于银行来说，银行卡的安全性和质量敏感性明显高于价格，所以产品价格不会有明显下降，产品毛利率将保持基本稳定。

图4：恒宝股份近几年磁条银行卡出货量及产品毛利率



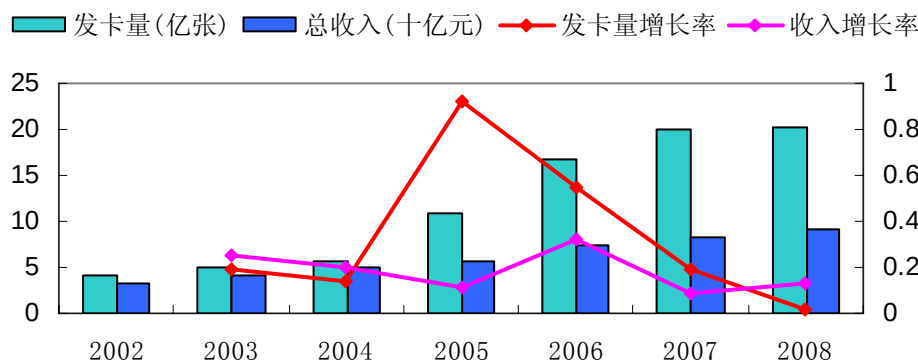
数据来源：广发证券发展研究中心

二、IC卡业务

国内IC卡市场分析

受益于电子信息技术的迅速发展及国内金卡工程的推动，我国IC卡发卡量近几年一直保持稳定增长，复合增长率在20%以上，2007年我国IC卡发卡量达到19.93亿张，2008年受二代身份证发放高峰已过，国内通信业重组等因素影响，增幅有所降低，但发卡总量仍略有增长，发卡量达到20.2亿张。未来几年随着IC卡应用范围迅速扩大，3G通信业务的推广等刺激因素，我国IC卡发卡量将保持增长。

图5：最近几年我国的IC卡发卡量及收入规模

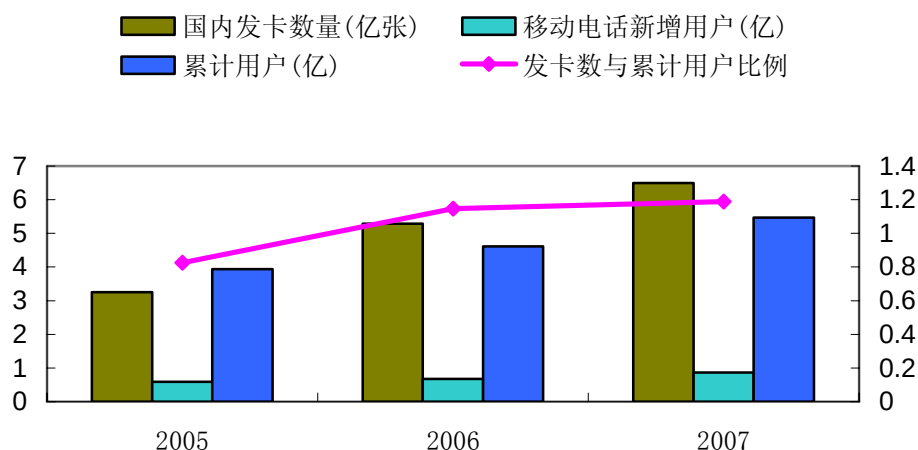


数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

国内通信卡市场分析

通信手机卡：最近几年我国通信手机卡发卡数量保持较快增长，2007年发卡数量达到6.5亿张，同比增长22.87%。促进发卡数量较快增长原因有：首先国内手机用户数量近几年一直保持较快增长，近几年复合增长率20%左右，刺激了国内手机卡需求增加，同时国内用户由于丢卡、换卡等原因带来手机卡替换的需求，由于手机卡价格逐年降低，换卡成本越来越小，换卡率成逐年上升趋势，从几年数据来看，国内发卡数量和手机用户比例越来越高，2007年比例为1.19，这带来了较大的手机卡需求。2008年受电信重组的影响，联通采购量有所下降，但移动仍保持较高采购，全年国内发卡数量预计与07年持平。未来两年3G的发展将带来手机用户替换3G卡的高峰期，同时三大运营商抢占用户的激烈竞争必将提高用户换卡率，这将拉动我国手机卡的需求空间，尽管小灵通退市对小灵通PIM卡市场有较大影响，但小灵通用户转入移动网会带来近8000万张手机卡需求。

图6：2005-2007年我国手机卡发卡量、移动用户人数



数据来源：广发证券发展研究中心

公用电话IC卡：随着手机的普及、手机话费的不断降低，公用电话IC卡近几年需求逐步萎缩，预计每年有几千万张的需求量，未来需求将进一步萎缩。

量多而价跌，公司通信IC卡收入出现萎缩

通信IC卡现在成为公司占比最大的收入组成部分，08年中期收入占比为31%，公司通信IC卡主要供应中国联通、中电信和东南亚等国家。受国际业务出货量的较快增长，预计08年出货量将增加10%左右。

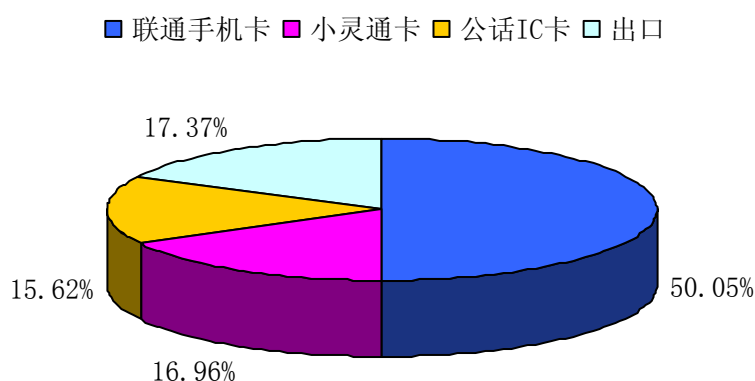
公司一直是联通通信IC卡的主要提供商之一，在中国联通09年第一季度采购中，公司所占份额名列前茅，市场份额达到18%。公司成功入围电信CDMA卡招标，与捷德占据70%市场份额，公司市场份额约为35%。原先公司小灵通的销量将逐步萎缩。但由于3G刺激，中联通、中电信09年手机卡采购量预计有20%-30%的增长率；东南亚国家等新兴国家，手机卡刚性需求较为明显。公司下游市场增长较为确定，同时公司在中联通、

中电信采购中占比有所提高。预计公司09年出货量将增长25%以上。

最近几年通信IC卡价格一直保持下滑状态，但从2005年以后，下降幅度逐步趋缓，公司2008年通信IC卡产品价格有一定下降，下降比例约为20%，但是由于上游原材料芯片价格下降幅度较大，公司通信IC卡毛利率有所上升，毛利率达到18%左右。预计09年产品价格仍将小幅下降，芯片价格下降空间有限，毛利率将同比降低。

总体分析，公司09年通信IC卡业务将保持稳健增长，收入增长在20%以上。同时公司一直积极争取进入移动手机卡的供货圈，如果移动市场出现突破，公司通信IC卡将出现爆发增长。

图7：2008年公司通信IC卡下游各部分占比



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

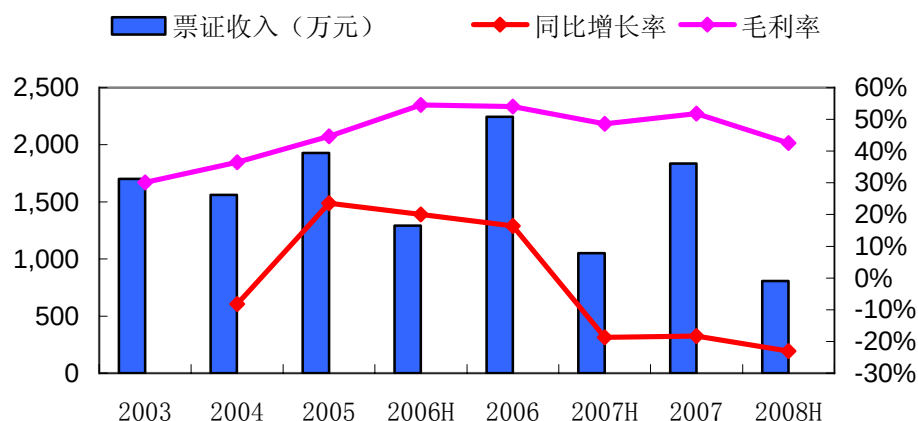
三、密码卡业务

公司密码卡业务主要为通信密码卡，随着网络的发展和普及，实体密码卡受到在线充值和空中充值的分流。最近几年实体密码卡市场呈现逐步萎缩的局面，公司通信密码卡业务也受到影响，预计08年该业务收入缩减10%左右。未来几年随着运营商加大对三线城市和农村市场开拓，农村用户比例将有所增加，由于这部分用户所处地域网络的普及程度较差，实体密码卡将有新的需求，预计未来几年通信密码卡市场稳中略有下降，局部年份可能有所上升。由于密码卡业务毛利率一直保持在50%以上，较为稳定，对公司利润具有较高贡献，我们认为公司将加大市场开拓力度，由于公司具有较强的竞争实力和灵活的体制，09-11年密码卡业务将保持平稳略有上升。

四、票证、票据业务

票证业务是公司的起家业务，前业务一直保持稳定增长，2006年以后，随着银行磁卡业务的规模性普及，票证业务收入出现一定的萎缩，从08年中报可以看出，票证业务收入同比下滑20%。2008年下半年公司加大传统金融票证的营销，并积极开拓保险、海关等票证市场，下半年票证业务收入增加，预计全年收入同比有所下滑，但幅度较小；同时新业务较高的毛利率致全年毛利率与07年基本持平。由于公司票证收入基数较小及新市场的开拓，预计未来几年公司票证业务收入增速较快，增速在30%以上。

图8：2008年公司票证收入及毛利率情况



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

五、模块封装业务

模块封装业务是公司募集资金建设项目，08年实现顺利生产，模块封装后产品，其中40%左右作为原料供公司自己生产智能卡利用，完整了公司智能卡业务产业链，降低了公司生产智能卡的产品成本；另外60%供给给其它智能卡生产厂家，采取出售和来料加工模式。受益于智能卡市场需求的稳定增长及公司来料加工模式，公司自用外的模块封装产品需求较明确，08年模块封装给公司带来约5000万的销售收入。现在公司模块封装产能为2亿片，随着产能的不断释放，模块封装将给公司带来8000万元左右的收入。

六、具有高附加值的金融卡与安全产品

公司具有较强的产品研发和创新能力，开发出了一些列具有高附加值的新产品。

金融卡：公司开发的负责管控机制PSAM卡已经顺利用于邮储银行，现在正与其它金融机构谈判合作，如果顺利合作，PSAM卡业务将出现快速发展；同时公司开发的双界面IC卡已经金融机构的通过测试，合作也进展顺利；公司08年开发的新产品固话支付项目已经初步开拓了市场，未来市场将保持较快的增长。

安全产品：公司根据市场需要开发的安全产品税控盘09年正式推向市场，目前销量情况良好，同时预计税控卡业务09年将出现50%以上增长率。USB-Key、PKI等新型安全产品也已经逐步推向市场，收入实现较快增长。

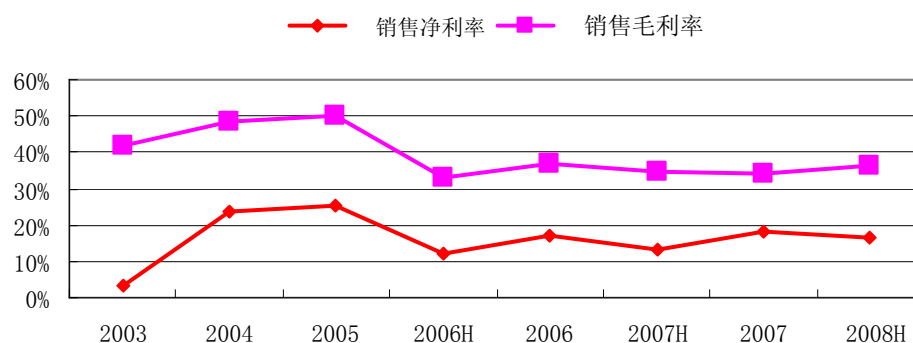
这些高附加值新型产品具有较高的市场成长能力和毛利率，将成为公司未来利润主要增长点之一。

公司毛利率分析

公司2006年开始由于通信IC卡价格迅速下跌，致公司毛利率06、07年出现明显下降，06、07年分别同比下降13.28%、2.5%，从趋势来看，07年下降幅度有所减缓，公司08年中期毛利率同比有所回升，主要是由于尽管通信IC卡价格处于下跌，但作为产品原料的IC卡芯片价格回落更快，致通信IC卡毛利率回升；同时由于高附加值高毛利率新型产品的销量明显提

高；双重因素促进公司毛利率出现回升，预计08年毛利率将同比上升5%左右。09年IC卡芯片价格下降空间有限，同时通信类产品价格可能继续下降，我们认为09年公司毛利率将回落2%；2010年高附加值的新型产品占比的提升致使毛利率同比有小幅上涨。

图9：公司近几年毛利率及净利率



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

公司盈利预测及投资建议

我们认为受3G通信的推动，公司主要客户联通和电信未来手机卡具有较大需求空间，公司将直接受益，未来通信IC卡业务将保持稳定增长；银行卡将受益于公司市场份额提升及双面卡的推广，业务规模也将保持较稳定增长，票证、高附加值的金融和安全产品将保持较快增长。未来几年主要业务增长情况如表2所示。公司产品08年由于IC卡芯片价格下降，毛利率出现回升，预计09年将有所回落，但由于未来几年高毛利率的票证及金融、安全产品占比提升，2010年毛利率同比出现回升。

我们预测公司未来2008-2010年净利润分别为0.815亿元、0.997亿元、1.091亿元，净利润增长率为32.75%、22.4%、9.34%，复合增长率为21%，EPS分别为0.277元、0.34元、0.371元；我们给予持有评级，目标价格为7.14元，对应09年PE为21倍。

表2：公司主要产品收入预测

产品种类	2006	2007	2008E	2009E	2010E
通信 IC 卡	101.45	121.33	105	126.69	143.89
银行磁条卡	56.08	90.08	107	125.08	143.84
模块封装	--	--	51	60	65
通信密码卡	46.55	52.09	44	46	48
票证	22.46	18.35	17	23.4	31
信息、软件及服务	19.78	34.22	7.49	0	0
安全产品	--	--	13	18	26
其它卡	--	28	7.1	7.5	9
卡基	3.18	2.60	1	0.9	1
金融卡	--	--	22	32.2	41.5
其他	--	5.17	--	--	--
合计	249.58	352.21	374.59	439.77	507.23

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

表3：恒宝股份利润表预测

单位：百万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	249.58	352.21	374.59	439.77	507.23
变化率	45.01%	41.12%	6.36%	17.4%	15.34%
营业毛利率	36.84%	34.34%	39.5%	37.6%	38.1%
变化率	-13.28%	-2.5%	5.16%	-1.9%	0.5%
营业毛利	91.94	120.93	147.96	165.79	193.25
变化率	6.58%	37.49%	22.35%	10.57%	16.56%
营业税金及附加	2.50	2.84	2.44	2.65	2.82
销售费用	12.27	16.20	27.46	35.62	43.36
管理费用	23.97	30.59	39.39	34.56	40.28
财务费用	4.43	(-1.32)	(-3.15)	(-3.8)	(-3.32)
资产减值损失	(-1.55)	1.80	5.81	0	0
投资净收益	--	--	--	--	--
营业利润	50.32	70.82	78.73	96.76	110.11
营业外收支	9.58	16.10	16.53	19.46	16.50
利润总额	59.90	86.92	95.26	116.22	126.61
所得税	17.36	23.33	13.35	15.86	16.95
净利润	42.54	63.58	81.91	100.36	109.66
少数股东损益	0.20	2.19	0.42	0.62	0.6
归属于母公司所有者利润	42.34	61.39	81.49	99.74	109.06
变化率	8.12%	44.99%	32.75%	22.40%	9.34%
每股收益（元）	0.29	0.31	0.277	0.340	0.371

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

风险提示

产品原材料上涨。如果公司产品的主要原材料PVC、纸、芯片等价格出现上涨，将给公司带来较大的盈利压力。

产品价格下降。公司通信类产品占比较大，通信下游客户为具有强势谈判地位的运营商，如果运营商对通信IC卡、密码卡压价，将给公司利润增长带来较大压力。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

恒宝股份(002104)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。