

2009-03-24

电子元件

恒宝股份 002104.SZ

持续增长的智能卡领先厂商

◇ 事件：公司公布 2008 年年报

◆业绩符合预期，09 年增长确定性强

公司 08 年实现营业收入 37,559 万元，归属于母公司的净利润 8116 万元，同比分别增长 6.36%、32.21%，每股收益 0.28 元，与我们的预期一致，由于高毛利率的金融类产品收入比例上升，公司利润增速显著高于收入增长。

公司 09 年经营目标为收入增长 20%，利润增长 15%。在通信卡、票证等业务的大幅度上升及新产品的带动下，公司 09 年的目标可以实现，且具有较强的确定性。

◆规模扩大及向高端产品拓展带来了盈利能力提升

运营商重组对公司 08 年下半年收入造成了短暂影响。随着运营商重组的结束，公司 SIM 卡业务在 09 年一季度出现了较大的增长，销售规模的扩大将显著提升公司产品的毛利率。

公司 08 年加强了高端智能卡产品的研发、营销和支持，这使得公司销售费用和管理费用增加。09 年该业务有望继续保持 30% 左右的成长，由于该部分业务毛利率较高，因此综合来看，公司总体盈利能力将处于稳中有升的态势。

◆投入符合行业发展规律，未来增长具有确定性

公司加强了对客户的紧密跟踪服务，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。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。

公司 09 年的增长点主要包括：电信及联通给公司通信卡带来较大的增长空间，毛利率有望进一步提升；高利润的新产品业务带来的利润增长；票证等传统业务新市场的拓展。

◆公司综合竞争力较强，维持增持评级

卡类市场虽然总体规模较小，但仍处于方兴未艾的发展状态中，新产品、新应用层出不穷；公司建立了从模块封装、软件平台开发到新产品开发、服务支持的综合体系，产品线丰富，综合竞争能力较强，有较强的市场地位。未来金融卡市场的大规模 EMV 迁移将显著提升公司的业绩。公司目前估值为 09 年 20 倍，在行业中处于较低水平，公司具备稳定的持续增长能力，维持增持评级。

◆风险分析

市场的系统性风险，小非减持的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	352	375	464	554	679
营业收入增长率	41.12%	6.36%	23.81%	19.48%	22.51%
净利润（百万元）	61	81	102	123	149
净利润增长率	44.99%	32.21%	25.48%	20.47%	21.07%
EPS（元）	0.21	0.28	0.35	0.42	0.51
ROE	13.83%	15.86%	18.58%	19.54%	20.50%
P/E	23	26	20	17	14
P/B	3	4	4	3	3
EV/EBITDA	13	22	12	10	8

维持

增持

当前价格	7.09 元
目标价格	8.50 元
目标期限	6 个月

分析师：

谢锋 周励谦

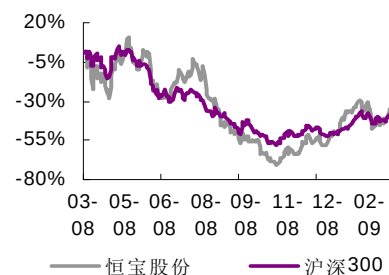
021-22169999*9176/9175

xiefeng@ebsecn.comzhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	294
总市值(百万元)	2,083
流通比例(%)	41.63%
12 个月最高/最低（元）	19.12/3.22
近 3 月日均成交量（百万股）	6.76
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	-8.51	17.57	2.98
绝对收益	-6.80	45.33	-36.30

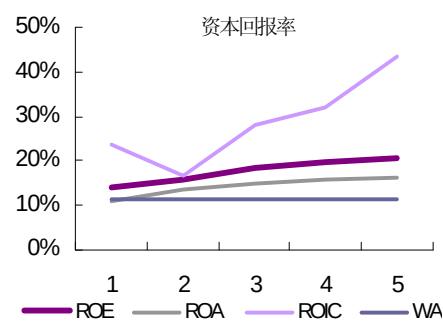
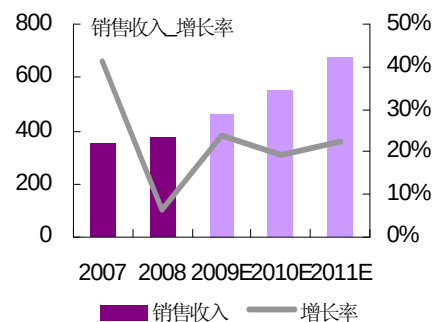
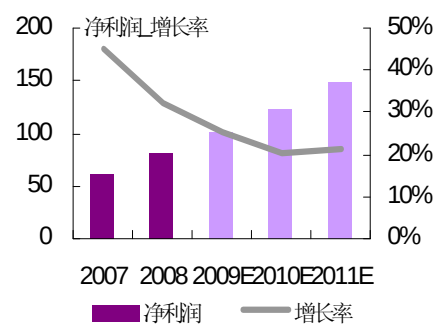
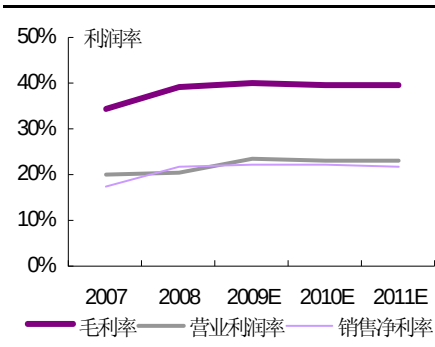
相关报告：

20090214-新业务带来新机遇-恒宝股份调研简报	2009-02-14
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

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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	352	375	464	554	679
营业成本	231	227	278	336	411
EBITDA	86	90	155	182	213
折旧和摊销	40	44	46	46	46
销售费用	16	29	33	39	48
管理费用	31	41	46	55	67
财务费用	-1	-4	-5	-6	-8
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	71	77	109	127	158
利润总额	61	81	120	144	175
少数股东损益	2	-5	0	0	0
归属母公司净利润	61.39	81.16	101.85	122.69	148.54

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	577	566	678	782	908
流动资产	398	363	467	564	737
货币资金	263	155	254	318	446
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	54	48	60	72	88
应收票据	5	15	14	17	20
其他应收款	3	50	50	50	50
存货	48	59	61	74	90
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	132	178	172	164	122
无形资产	22	23	22	20	19
总负债	117	84	130	153	184
无息负债	87	64	130	153	184
有息负债	30	20	0	0	0
股东权益	460	482	548	628	725
股本	196	294	294	294	294
公积金	144	62	80	102	129
未分配利润	107	140	191	252	326
少数股东权益	22	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	66	-17	187	151	173
净利润	61	81	102	123	149
折旧摊销	40	44	46	46	46
净营运资金增加	53	-40	70	73	216
其他	-89	-101	-31	-91	-238
投资活动产生现金流	-52	-49	-50	-50	0
净资本支出	38	-13	63	50	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-90	-36	-113	-100	0
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	81	98	0	0	0
债务净变化	-52	-10	-20	0	0
其它长期负债变化	90	-24	66	24	30
净现金流	-43	-108	99	64	128

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	41.12%	6.36%	23.81%	19.48%	22.51%
净利润增长率	44.99%	32.21%	25.48%	20.47%	21.07%
EBITDA 增长率	33.06%	4.61%	72.93%	17.38%	17.10%
EBIT 增长率	33.06%	4.61%	28.38%	20.21%	21.00%
EPS 增长率	-14.71%	-11.86%	25.48%	20.47%	21.07%
估值指标					
PE	23	26	20	17	14
PB	3	4	4	3	3
EV/EBITDA	13	22	12	10	8
EV/EBIT	13	22	16	13	10
EV/NAPLAT	16	28	19	15	12
EV/Sales	3	5	4	3	2
EV/IC	5	6	6	6	6
盈利能力 (%)					
毛利率	34.34%	39.34%	39.62%	38.87%	38.93%
EBITDA 率	24.30%	23.91%	33.39%	32.80%	31.35%
EBIT 率	24.30%	23.91%	24.79%	24.94%	24.63%
税前净利润率	24.68%	25.05%	25.83%	26.05%	25.74%
税后净利润率	17.43%	21.67%	21.96%	22.14%	21.88%
ROA	11.02%	13.52%	15.02%	15.70%	16.36%
ROE	13.83%	15.86%	18.58%	19.54%	20.50%
ROIC	32.65%	20.21%	33.21%	37.88%	51.04%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.53	-0.28	-0.46	-0.51	-0.62
资产负债率	20.29%	14.77%	19.15%	19.64%	20.21%
流动比率	5.11	4.40	4.00	4.02	4.32
速动比率	4.50	3.69	3.48	3.49	3.79
每股指标					
EPS	0.31	0.28	0.35	0.42	0.51
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.15	0.18
每股经营现金流	-	-0.06	0.64	0.51	0.59
每股净资产	2.35	1.64	1.87	2.14	2.47
每股销售收入	1.80	1.28	1.58	1.89	2.31
每股 EBITDA	0.44	0.30	0.53	0.62	0.72

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。

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				
	李立志	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	021-22169999-9090	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	021-62152373	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。