

恒宝股份（002104）：全年业务收入有望实现“前低后高”

中性（维持）

通信行业

当前股价：9.72 元

报告日期：2009 年 4 月 16 日

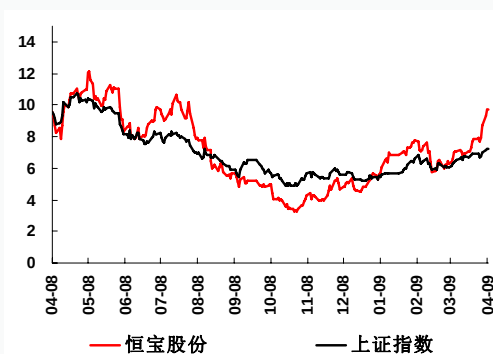
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	352	375	453	539
(+/-)	41.12%	6.36%	20.98%	18.86%
营业利润	71	77	87	102
(+/-)	40.68%	9.21%	11.92%	18.17%
归属于母公司的净利润	61	81	93	107
(+/-)	44.93%	32.26%	14.75%	15.18%
每股收益（元）	0.31	0.28	0.32	0.37
市盈率（倍）	22.6	25.7	22.4	19.4

公司基本情况（2008 年 3 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	29,376/12,230
非限售流通市值（亿元）	8.65
每股净资产（元）	1.68
资产负债率（%）	13.85

股价表现（最近一年）



联系人—康志毅 组长—邹高

010-66045565 kangzy@txsec.com

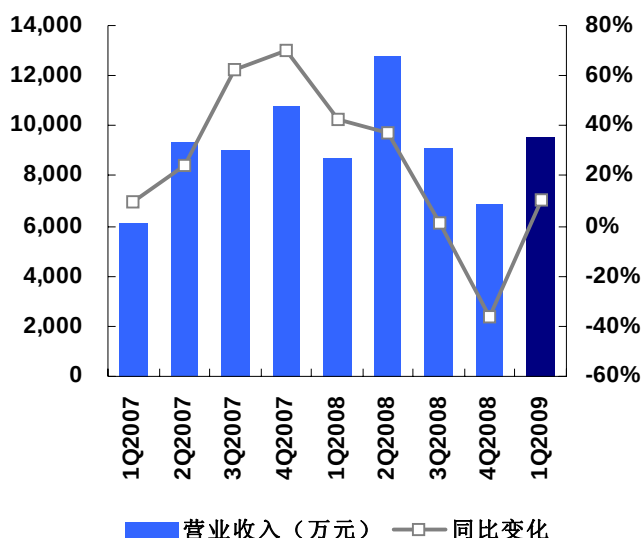
服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

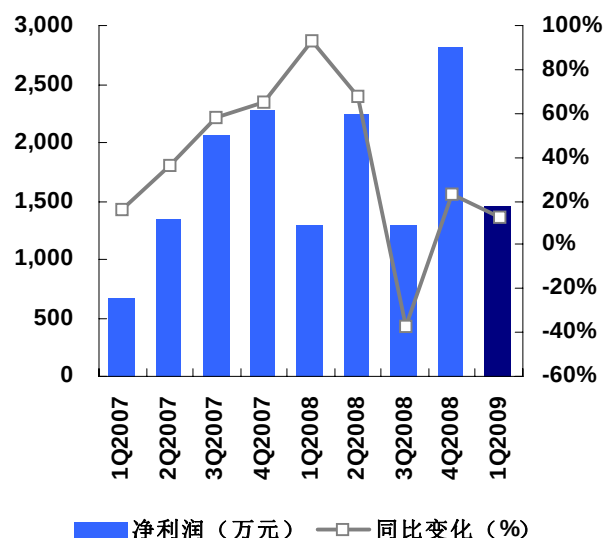
- 公司季报显示，2009年1季度公司实现营业收入9,583万元，同比增长10.2%；利润总额1,700万元，同比下降4.7%；实现归属母公司净利润1,456万元，同比增长12.6%；EPS为0.05元。
- **2009年公司业务收入有望实现“前低后高”。**公司2009年第一季度营业收入同比增长10.24%，高于2008年四季度-36%的增幅，低于去年同期42.39%的增速，增幅逐步回稳。我们预计2009年尤其是下半年公司业绩会有更好表现。
- （1）稳定要素——银行磁条卡业务09年有望保持10%-15%增速。银行卡业务认证过程复杂而且严格，一般需要1-2年的周期。目前在我国该行业市场结构稳定，公司与金邦达、黄石捷德、北京中钞四家公司共同占据市场90%份额，其中，公司份额为22%左右。截至2008年底国内共有磁条卡18亿张，国内银行卡渗透率还比较低，且金融系统受全球金融风暴影响不大，行业成长稳定，毛利率高，可以保证公司稳定的现金流；
- （2）增长亮点——通信卡业务或将前低后高。各大运营商上半年加足马力布网：其中，中国电信2009年三月份完成3G数据卡招标，恒宝股份业绩预计在第二季度释放；中国联通有望在4月17日提前1个月完成WCDMA一期网络覆盖；中国移动原计划6月份底提供向28个城市提供TD-SCDMA服务，且TD三期200个城市的TD网络建设准备工作已将开始。考虑到公司在中国联通和中国电信的领先地位，我们估计下半年通信卡业务要好于上半年。
- **潜在亮点——银行卡更“芯”换代：**（1）浙江、福建等地已出现多起银行卡复制事件，金融安全问题凸显。央行已于2009年3月底召开会议，苏宁副行长明确表示希望积极推进银行卡更“芯”换代步伐；（2）2009年2月底央行开辟宁波试点，宁波市政府与建行合作，希望在市民卡上开通ATM取款功能；（3）恒宝作为银行卡领域的四大传统优势厂商之一，在银行系统拥有较强的积累。有望在未来更芯换代过程中大为收益。目前磁条卡价格大概在1元左右，恒宝股份2008年度该项业务收入1.06亿元。而芯片卡价格要贵很多。如EMV卡价格目前在十多块左右，量产后价格以10元计算，市场规模有180亿元。一旦推行，该项业务将具有很强爆发力。

- **期间费用率同比上涨0.72个百分点，至17.77%。**（1）销售费用率同比上涨0.88个百分点，至8.18%。主要原因可能由于公司正在积极开拓国际市场，加大市场推广力度，为未来业务拓展打下基础。随着未来业务的逐步扩展，销售费用率将呈下降趋势；（2）管理费用率同比下降0.75个百分点，至10.3%。主要由于公司收入增加；（3）财务费用率同比增长0.59个百分点，主要是由于2008年1季度公司受到江苏省科技厅“微处理IC卡操作系统开发及产业化”项目贷款贴息91万元。
- 公司最终归属母公司利润同比增长12.6%，而利润总额同比下降4.65%。主要原因：（1）当期所得税税率由2008年同期的25%，调低至2009年一季度的15%；（2）由于原控股子公司——恒银金融（控股70%）的剥离，少数股东权益大幅减少99.87%，回归正常水平。
- **盈利预测与评级：**综上所述，2009年公司的收入和利润有望实现稳定增长，呈现“前低后高”态势。对于潜在机会，本着审慎原则，我们在盈利预测中暂不考虑。维持前期2009年和2010年EPS为0.32元和0.37元的盈利预测，以2009年4月15日收盘价9.72元计算，对应动态市盈率为30倍和26倍，股价已经基本反映公司价值，维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示：**（1）2009年4月20日限售股解禁风险；（2）通信IC卡毛利率下降风险。

图表 1. 恒宝股份（002104）营业收入分季度增长情况



图表 2. 恒宝股份（002104）净利润分季度增长情况



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 3. 恒宝股份（002104）年度与 2009 年 1 季度业绩对比

单位：万元	2007	2008	同比变化	2008Q1	2009Q1	同比变化
一、营业总收入	35,221	37,459	6.36%	8,693	9,583	10.24%
营业总收入增长（%）	41.12%	6.36%	-34.76%	42.39%	10.24%	-32.15%
（1）营业收入（主营业务收入）	35,221	37,459	6.36%	8,693	9,583	10.24%
营业收入增长（%）	41.12%	6.36%	-34.76%	42.39%	10.24%	-32.15%
主营业务毛利率（%）	34.34%	39.34%	5.00%	36.67%	36.89%	0.22%
（2）其他业务收入	0	0	n.a.	0	0	n.a.
二、营业总成本	28,139	29,710	5.58%	7,138	8,034	12.55%
营业成本	23,126	22,723	-1.74%	5,505	6,048	9.86%
其中：主营业务成本	23,126	22,723	-1.74%	5,505	6,048	9.86%
其他业务成本	0	0	n.a.	0	0	n.a.
营业税金及附加	284	201	-29.23%	(45)	38	n.a.
资产减值损失	180	164	-8.90%	196	244	24.81%
期间费用	4,548	6,621	45.58%	1,482	1,703	14.92%
其中：销售费用	1,620	2,904	79.18%	634	784	23.57%
销售费用率	4.60%	7.75%	3.15%	7.30%	8.18%	0.88%
管理费用	3,059	4,147	35.56%	960	987	2.73%
管理费用率	8.69%	11.07%	2.39%	11.05%	10.30%	-0.75%
财务费用	(132)	(430)	n.a.	(112)	(67)	n.a.
财务费用率	-0.37%	-1.15%	-0.77%	-1.29%	-0.70%	0.59%
期间费用率（%）	12.91%	17.68%	4.76%	17.05%	17.77%	0.72%
加：公允价值变动净收益	0	0	n.a.	0	0	n.a.
投资净收益	0	(18)	n.a.	0	0	n.a.
三、营业利润	7,082	7,731	9.17%	1,554	1,549	-0.37%
营业利润增长（%）	40.73%	9.17%	-31.56%	60.44%	-0.37%	-60.81%
营业利润率（%）	20.11%	20.64%	0.53%	17.88%	16.16%	-1.72%
加：营业外收入	1,692	1,978	16.95%	265	197	n.a.
其中：补贴收入	0	0	n.a.	0	0	n.a.
减：营业外支出	82	325	297.89%	37	46	24.78%
其中：非流动资产处置净损失	3	0	-93.58%	0	0	n.a.
四、利润总额	8,692	9,385	7.97%	1,783	1,700	-4.65%
利润总额增长（%）	45.10%	7.97%	-37.12%	73.62%	-4.65%	-78.27%
减：所得税	2,333	1,739	-25.48%	489	243	-50.26%
实际所得税率（%）	26.85%	18.53%	-8.32%	27.45%	14.32%	-13.13%
五、净利润	6,358	7,646	20.25%	1,293	1,456	12.60%
净利润增长（%）	49.47%	20.25%	-29.22%	93.27%	12.60%	-80.67%
其中：归属母公司所有者净利润	6,139	8,116	32.21%	1,318	1,456	10.50%
母公司净利润增长（%）	44.99%	32.21%	-12.78%	101.01%	10.50%	-90.50%
净利润率（%）	17.43%	21.67%	4.24%	15.16%	15.20%	0.04%
少数股东损益	219	(470)	n.a.	(25)	(0)	n.a.
基本每股收益（元/股）	0.31	0.28	-9.68%	0.07	0.05	-29.17%

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 4. 恒宝股份（002104）盈利预测（万元）

单位：万元	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	17,211	24,958	35,221	37,459	45,317	53,862
营业总收入增长（%）	10.56%	45.01%	41.12%	6.36%	20.98%	18.86%
(1) 营业收入（主营业务收入）	17,211	24,958	35,185	37,422	45,279	53,824
营业收入增长（%）	10.56%	45.01%	40.97%	6.36%	21.00%	18.87%
主营业务毛利率（%）	50.12%	36.84%	34.27%	39.29%	36.70%	36.28%
(2) 其他业务收入	0	0	36	38	38	38
二、营业总成本	12,322	19,926	28,141	29,710	36,665	43,638
营业成本	8,586	15,764	23,128	22,723	28,667	34,302
其中：主营业务成本	8,586	15,764	23,126	22,718	28,662	34,297
其他业务成本	0	0	2	5	5	5
营业税金及附加	193	250	284	201	226	291
资产减值损失	0	-155	180	164	164	164
期间费用	3,544	4,067	4,548	6,621	7,607	8,881
其中：销售费用	1,122	1,227	1,620	2,904	3,351	3,768
管理费用	1,964	2,397	3,059	4,147	4,528	5,275
财务费用	459	443	-132	-430	-272	-161
期间费用率（%）	20.59%	16.29%	12.93%	17.69%	16.80%	16.50%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	-18	0	0
三、营业利润	4,902	5,032	7,079	7,731	8,652	10,224
营业利润增长（%）	15.00%	2.65%	40.68%	9.21%	11.92%	18.17%
营业利润率（%）	28.48%	20.16%	20.10%	20.64%	19.09%	18.98%
加：营业外收入	0	1,062	1,692	1,978	2,000	2,000
减：营业外支出	151	104	82	325	330	335
四、利润总额	5,729	5,990	8,689	9,385	10,322	11,889
利润总额增长（%）	20.37%	4.56%	45.06%	8.00%	9.99%	15.18%
减：所得税	1,346	1,736	2,333	1,739	1,548	1,783
实际所得税率（%）	23.49%	28.99%	26.85%	18.53%	15.00%	15.00%
五、净利润	4,383	4,254	6,356	7,646	8,774	10,106
净利润增长（%）	19.55%	-2.94%	49.42%	20.29%	14.75%	15.18%
其中：归属母公司所有者净利润	3,916	4,234	6,137	8,116	9,314	10,728
母公司净利润增长（%）	16.80%	8.12%	44.93%	32.26%	14.75%	15.18%
净利润率（%）	22.75%	16.96%	17.42%	21.67%	20.55%	19.92%
少数股东损益	467	20	219	-470	-540	-622
基本每股收益（元/股）	0.27	0.29	0.31	0.28	0.32	0.37
每股净资产（元/股）	1.70	3.37	2.24	1.63	2.09	2.45
净资产收益率（%）	30.80	10.90	14.01	16.90	15.20	14.90

资料来源：上市公司公告，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100