

恒宝股份 (002104.SZ)

互联网金融行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 17.75元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	546.68
总市值(百万元)	12,659.30
年内股价最高最低(元)	41.27/13.20
沪深300指数	3264.49
深证成指	10640.27



IC卡业务稳步发展, 互联网金融助力加速成长

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.456	0.410	0.533	0.638	0.714
每股净资产(元)	2.19	1.75	2.19	2.78	3.44
每股经营性现金流(元)	0.51	0.59	0.74	0.59	0.68
市盈率(倍)	33.27	29.53	45.02	27.80	24.86
行业优化市盈率(倍)	N/A	350.62	261.29	128.62	128.62
净利润增长率(%)	57.68%	45.52%	30.06%	19.83%	11.83%
净资产收益率(%)	20.81%	23.35%	24.35%	23.00%	20.75%
总股本(百万股)	440.64	713.20	713.20	713.20	713.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **金融 IC 卡业务稳步发展:** 金融 IC 卡市场在未来的较长时间内将保持稳步增长; 公司在金融卡领域多年以来一直处于业界领先地位, 市场占有率约为 15%; 公司与多家银行保持了均衡良好的合作关系, 拥有广泛的客户资源。以上因素为公司在金融 IC 卡领域的健康发展提供了保证。
- **4G 及 NFC 移动支付为通信业务的成长带来机遇:** 公司是中国电信和中国联通 SIM 卡的第一大供应商, 并占据中国移动 SIM 卡约 15% 的采购份额。此外, 由于 NFC 移动支付市场的崛起, 通信运营商和银行纷纷对此加大了投入力度, 而公司在 NFC 移动支付领域不论是对于 SWP-SIM 方案还是 HCE 方案都拥有相应的客户基础和技术资源。因此, 未来 4G 渗透率的提高和 NFC 移动支付的发展为公司通信业务的发展提供了有利条件。
- **“营改增”激活税控盘市场:** 自 2016 年 5 月 1 日起, 在全国范围内将全面推开营业税改征增值税试点, 建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人, 纳入试点范围。据测算, 四大行业涉及的纳税人总数近 1,000 万户, 这将大力提升公司税控盘业务的发展空间。
- **布局中小微商户服务体系, 打造“互联网+商业+金融”产业链:** 公司通过定增融资 10.8 亿元布局中小微商户服务体系的建设, 这可以看作是基于现有优势业务的产业链延伸, 能够充分发挥其长期积累的优质客户资源和技术资源。在业务体系成型后, 可为中小微商户改善经营效率, 便利资金融通, 形成“互联网+商业+金融”的整体解决方案。因而具有强大的市场发展潜力。

投资建议

- 我们认为金融 IC 卡和通信智能卡市场的需求具有可持续性, 且 NFC 移动支付和“营改增”政策为公司相关业务的发展带来新的增长点。此外, 中小微商户服务体系的建设将为公司在互联网金融领域的拓展带来广阔空间。因此, 我们给予公司“买入”评级。

盈利预测

- 我们预测公司 16-17 年将实现 EPS 0.64 元和 0.71 元, 参考可比公司估值, 给予公司未来 6-12 个月 25 元目标价位, 相当于 39x16PE 和 35x17PE。给予公司“买入”评级。

风险提示

- IC 卡市场增速放缓、中小微商户服务体系客户拓展及运营风险

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

周睿

联系人
(8621)60935535
zhourei@gjzq.com.cn

靳晓雪

联系人
(8621)60753932
jinxiaoxue@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介	4
面向金融、通信、市政建设等多领域的智能产品及解决方案服务商	4
金融领域业务	6
我国金融 IC 卡产业进入稳步增长期	6
广泛的银行客户资源为业务增长提供保障	6
通信领域业务	7
公司为三大运营商 SIM 卡主要供货商	7
NFC 移动支付的崛起为公司业务发展带来新机遇	7
安全领域业务	9
“营改增”政策利好税控盘业务	9
互联网金融战略布局	10
定增融资 10.8 亿元，收购一卡易，投资瀚思安信	10
小微企业发展迅速，为国民经济作出巨大贡献	10
布局中小微商户服务体系，打造“互联网+商业+金融”产业链	11
盈利预测与投资建议	13
盈利预测	13
投资建议	14
风险提示	14

图表目录

图表 1：公司产品与解决方案概览	4
图表 2：公司业务收入构成	5
图表 3：2011-2015 年营业收入情况	5
图表 4：2011-2015 年归属母公司净利润	5
图表 5：中国银行卡发卡量及渗透率	6
图表 6：金融 IC 卡发卡量及渗透率	6
图表 7：中国移动、中国联通 3G&4G 用户数（亿）	7
图表 8：NFC SWP SIM 及全终端移动支付方案	8
图表 9：NFC HCE 移动支付方案	8
图表 10：公司与移动运营商合作推出的 NFC SIM 卡产品	9
图表 11：定增募投项目	10
图表 12：小微企业数据及吸纳就业人数	11
图表 13：小微企业年产值贡献额	11
图表 14：mPOS 解决方案示意图	12
图表 15：公司中小微商户服务平台运营战略布局全景图	13
图表 16：分业务盈利预测	14

图表 17：可比公司估值水平..... 14

公司简介

面向金融、通信、市政建设等多领域的智能产品及解决方案服务商

- 公司成立于 1996 年，2007 年在深交所上市，目前注册资本 71,320 万元，现有员工 1,500 余人。
- 公司是一家集服务、研发、生产、销售为一体的智能卡与电子标签制造企业，总部位于北京金融街，目前已构建了以北京为研发和营销服务中心，以江苏丹阳为生产中心的运营体系。
- 公司面向金融、通信、税务、交通、保险、安全、市政建设等多个行业提供智能产品及解决方案，主导产品和业务包括金融 IC 卡、通信 IC 卡、移动支付产品、互联网支付终端、平台系统及信息安全服务业务和解决方案等。

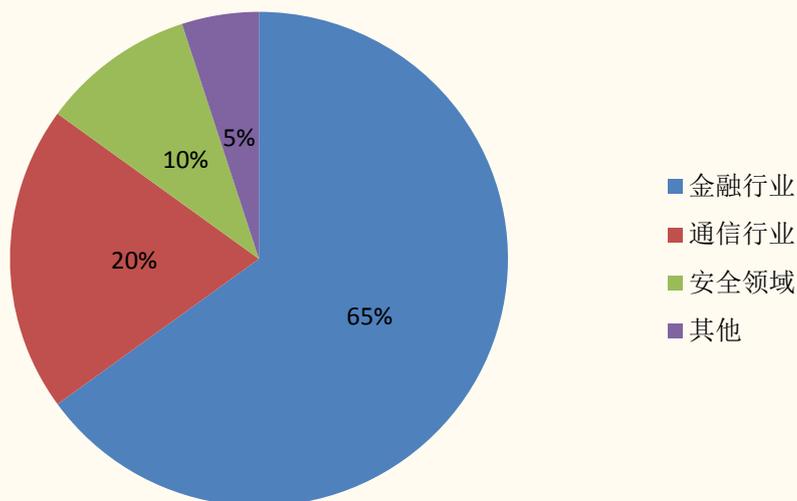
图表 1：公司产品与解决方案概览

金融行业	通信行业	政府领域	交通行业	行业应用	模块封装
<ul style="list-style-type: none"> · 金融卡 · 金融 IC 卡 · 金融异形卡 · 金融可视卡 · 蓝牙卡 · 金融社保卡 · 网银安全 · OTP 动态令牌 · USBKEY 智能密码钥匙 · 手机网银安全 · 密码型 USBKEY · 蓝牙型 USBKEY · 支付终端 · 迷你付 · mPOS · 平台解决方案 · TSM 平台解决方案 	<ul style="list-style-type: none"> · 移动通信 · 通信智能卡 · 应用管理 · 移动安全 · 平台解决方案 · 虚拟运营商 SIM 卡发卡系统 · 移动支付 · NFC-SWP 智能卡 · NFC 双界面全卡 · NFC-SWP 全卡 · 2.4G RF 智能卡 	<ul style="list-style-type: none"> · 社会保障 · 社保卡 · 居民健康 · 居民健康卡 · 市民应用 · 市民卡 · 税控 · 税控 IC 卡 · 税控 (报税) 盘 · 税务申报 USBKEY 	<ul style="list-style-type: none"> · 城市一卡通 · 交通 ETC 卡 · 道路运输证 	<ul style="list-style-type: none"> · 企业一卡通 · 校园一卡通 · 物联网 · M2M 智能卡 · 可穿戴设备 	

来源：公司官网，国金证券研究所

- 从公司目前的营业收入占比上来看，金融行业产品占据 65% 左右，通信行业产品占据 20% 左右，包括 USBKEY 以及税控盘在内的安全类产品占据 10% 左右。

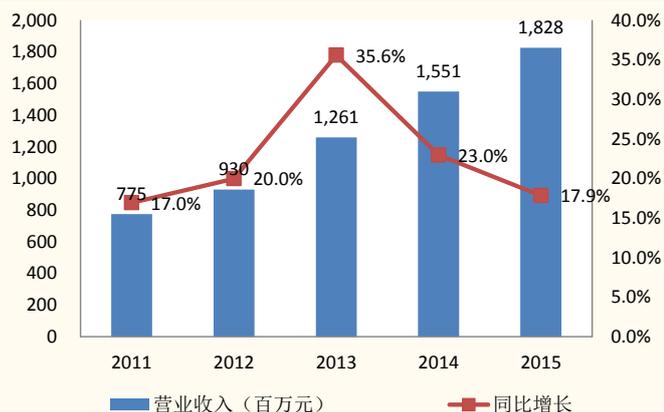
图表 2：公司业务收入构成



来源：国金证券研究所

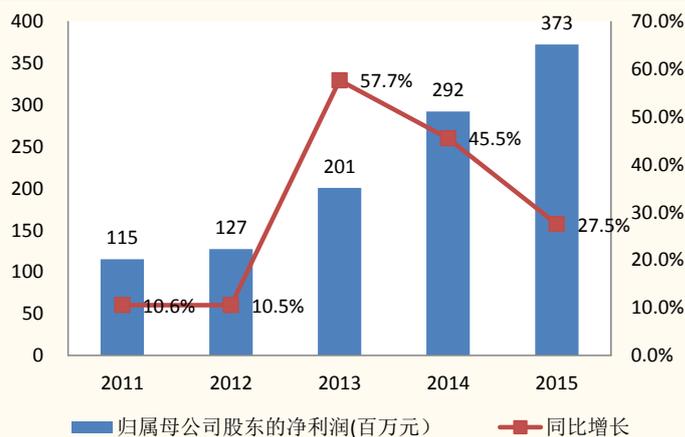
- 截至 2015 年底，我国智能 IC 卡发卡总量已超过 135 亿张，其中通信智能卡发行近 60 亿张，银行 IC 卡发行 24 亿张，第二代居民身份证发行 14 亿张，社会保障卡发行 8.6 亿张，城市交通与各种公用事业缴费卡发行近 7.5 亿张。2014 年我国 IC 卡实现销售收入 133 亿元，同比增长 13.6%。而随着我国行业信息化与城市信息化建设的突飞猛进，以及国家金卡工程智能卡应用的快速发展，IC 卡应用将不断深入电子政务、电子商务以及百姓的生活，这将为公司的发展提供良好的契机。
- 根据公司发布的 2015 年业绩快报，2015 年度公司实现营业总收入 18.3 亿元，利润总额 4.1 亿元、归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元，分别比去年同期增长 17.86%、33.36%、27.53%，主要原因是报告期内金融 IC 卡等产品的销售同比增长所致。

图表 3：2011-2015 年营业收入情况



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 4：2011-2015 年归属母公司净利润



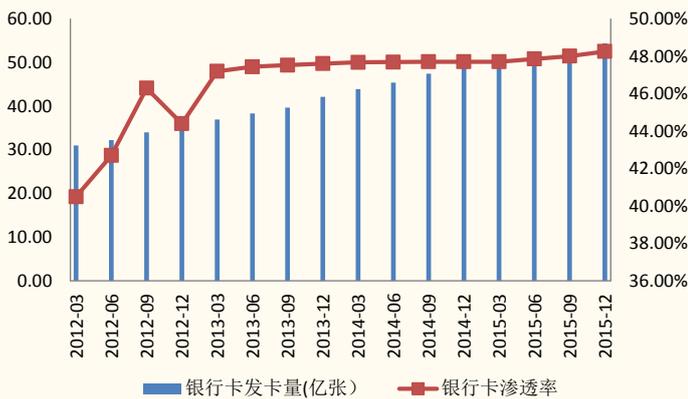
来源：公司财报，国金证券研究所

金融领域业务

我国金融 IC 卡产业进入稳步增长期

- 截至 2015 年 12 月，全国银行卡发卡量达 54.42 亿张，同比增长 10.25%。随着银行卡的广泛应用，我国银行卡渗透率已经超过 48%，接近中等发达国家水平。银行卡产业的快速发展对于促进个人消费、拉动经济增长发挥了积极作用。
- 此外，由于金融 IC 卡相对于传统磁条卡具有安全性高、交易速度快、存储空间大、功能拓展强等特点，当前我国正在大力推进从磁条卡向 IC 卡的技术升级。截至 2015 年 12 月，全国金融 IC 卡累计发行量达 20 亿张，占银行发卡总量的 36.75%。而金融 IC 卡的交易金额达到 11.6 万亿元，同比增长高达 231%。
- 由于我国的银行卡体系逐步向成熟化过渡，未来产业的增速将很难与过往的集中式爆发性增长期相提并论。然而，从银行卡的持卡人结构来看，不论是城市与农村相比，不同发达程度的地区之间相比，还是不同年龄层次的人群之间相比，仍然存在失衡之处。其次，新兴的第三方互联网支付和移动支付均是以银行卡支付为依托，且以小额支付为主，在交易规模上较之银行卡支付还无法同日而语。再次，作为 IC 卡采购主体的各家银行之间为了争夺市场，仍然继续保持新卡的发行力度。诸多因素表明，金融 IC 卡市场在未来的较长时间内还将保持稳步增长。

图表 5：中国银行卡发卡量及渗透率



图表 6：金融 IC 卡发卡量及渗透率



注：银行卡渗透率是指剔除房地产、大宗批发等交易类型，银行卡消费金额占社会消费品零售总额的比例。

来源：wind、国金证券研究所

注：金融 IC 卡渗透率是指金融 IC 卡发卡量占银行卡发卡量的比例。

来源：wind、国金证券研究所

广泛的银行客户资源为业务增长提供保障

- 恒宝股份在金融卡领域多年以来一直处于业界领先地位，市场占有率约为 15%。由于金融 IC 卡业务在公司收入中占比较大，行业的持续发展为公司的稳步增长带来了保证。
- 由于早期公司广泛与地方股份制银行开展合作，在全国 200 多个城市的市民卡、城市一卡通项目中，拥有 50% 以上的参与度，这为公司金融 IC 卡业务的发展打下了良好的客户基础。因此，公司历年来与多家银行保持了均衡良好的合作关系，而非仅仅依赖于个别大客户资源。
- 而在大型银行客户方面，公司目前暂时仅与工行、农行和邮政储蓄银行尚未达成合作关系。2013 年，考虑到成本因素，公司放弃了工行的 IC 卡竞标项目。此外，公司曾是农行最大的磁条卡供应商，占据其 30% 的采购份额。限于招标规定，公司无法同时参与磁条卡与 IC 卡的竞标，因此只能暂时放弃与农行在 IC 卡项目中的合作。目前，公司正积极寻求与工行、农行

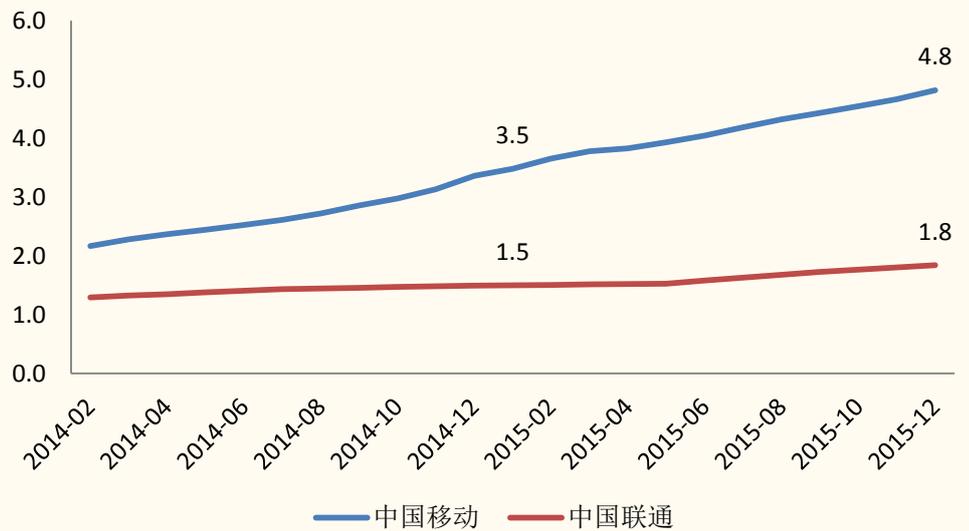
以及邮政储蓄银行的合作关系，力争成为其金融 IC 卡供应商。如果合作达成，未来公司在金融 IC 卡领域的业绩可望更进一步。

通信领域业务

公司为三大运营商 SIM 卡主要供货商

- 我国移动通信产业正处于高速增长阶段。据统计，2015 年底，中国移动 3G 及 4G 用户数达 4.8 亿，同比增长 37.1%。中国联通相应用户数为 1.8 亿，同比增长 20%。而中国电信 3G 以上用户数虽然较少，仅为 143 万，但同比增长同样超过了 20%。由于现阶段 4G 渗透率仍然较低，仅为 50% 左右，未来 4G SIM 卡的发放仍可望保持高速增长。
- 在通信智能卡领域，公司是中国电信和中国联通 SIM 卡的第一大供应商，其中 2015 年占据中国联通 SIM 卡采购份额的 50% 左右。此外，2010 年通过对北京东方英卡数字信息技术有限公司的收购，公司也成为了中国移动的 SIM 卡供应商，并占据约 15% 的采购份额。公司的通信智能卡业务未来可随着行业的发展保持快速增长。根据中国联通公布的 2016 年电信智能卡集采结果，公司已成为 128K 二合一卡和 128K 三合一卡第二中标候选人，两类卡合计发放 9,000 万张。

图表 7：中国移动、中国联通 3G&4G 用户数（亿）



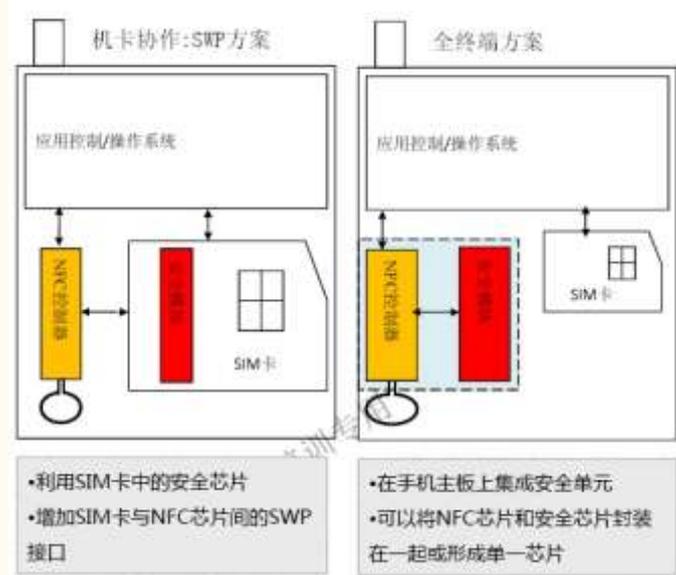
来源：wind、国金证券研究所

NFC 移动支付的崛起为公司业务发展带来新机遇

- 此外，随着 Apple Pay 正式进入中国市场，沉睡已久的 NFC 移动支付市场似被注入一针强心剂，得以激活。同时，由于 IC 卡非接支付与 NFC 移动支付之间在受理基础设施等方面具有很高的可复用性，NFC 移动支付可以复用现有非接 IC 卡的硬件环境，并实现发展突破，推动支付产业的进一步升级。目前，全国已经进行非接触式改造的 POS 机超过 600 万台，约占全部存量 POS 的六成。按照中国人民银行的部署，到 2017 年 5 月底，中国所有 POS 机都将完成由磁卡向非接触式 IC 卡的改造，改造完成之后的 POS 机都会支持 NFC 技术，这意味着基于 NFC 技术的移动支付将有更广阔的使用场景。
- 根据 SE 安全元件位置的不同，NFC 移动支付目前主流的解决方案包括以移动运营商主导的 SWP-SIM 方案，以手机厂商的全终端方案和以银行主导的 HCE 方案（过去银行主导的 SD 方案目前已逐步退出主流）。

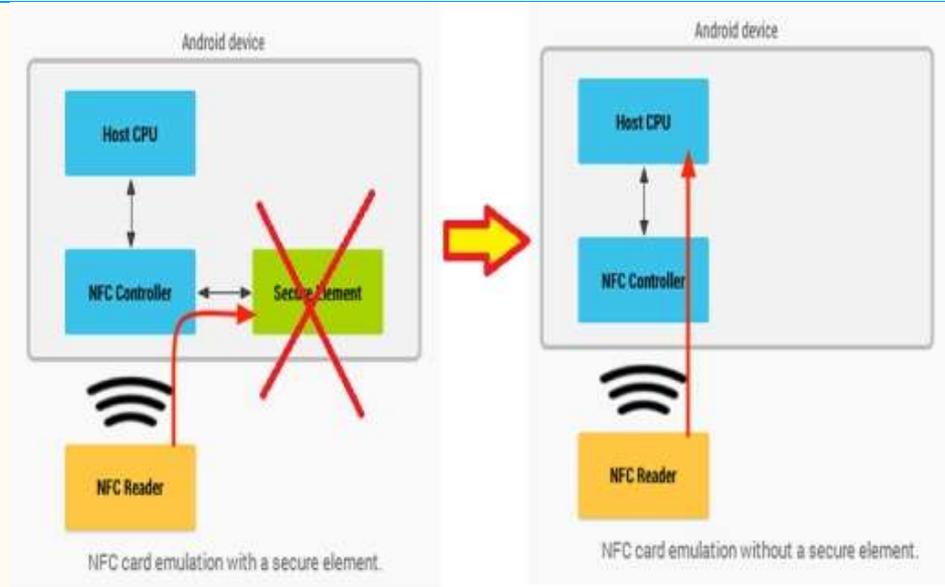
- 三种方案之中，SWP-SIM 方案获得了以中国移动为首的运营商的强大推力，技术和市场推广方面相对成熟。中国移动表示，2015 年 NFC-SIM 卡发放量为 2,000 万张，NFC 用户达到 600 万。2016 年，中国移动的目标是实现 NFC 用户数 1,000 万，覆盖 100 个城市公交，100 个校园企业的目标，打造 NFC 支付生态体系。此外，中国移动已于日前启动 2016 年 NFC-SIM 卡产品集采工作，本次集采的卡量预估数量为 2,879 万张。

图表 8: NFC SWP SIM 及全终端移动支付方案



来源：中国移动、国金证券研究所

图表 9: NFC HCE 移动支付方案



来源：互联网公开信息、国金证券研究所

- 运营商对 NFC 移动支付的投入，为公司的 NFC-SIM 卡业务带来了大量的机会。公司是首批同时入围移动、电信、联通的 NFC-SIM 智能卡供应商，在多个省份实现了基于 NFC-SIM 产品的移动支付项目案例的商用。此外公司还可以提供包括系统平台、安全方案在内的整套 NFC 移动支付解决方案，

协助运营商、支付方等行业客户实现移动支付业务的快速推广。目前公司 NFC-SIM 卡出货量占 SIM 卡总体出货量的 30%左右。

图表 10：公司与移动运营商合作推出的 NFC SIM 卡产品



来源：公司公告、国金证券研究所

- 此外，中国银联从 2014 年就在大力建设 HCE 云端服务平台。HCE 不需要额外的硬件，SE 存储在云端，发卡机构通过发卡系统与银联云端对接，即可实现在 POS 机具上的联网通用。目前，已有工行、中行、建行等多家银行与中国银联合作发力 HCE 移动支付。HCE 平台有望成为未来以中国银联为首的银行系金融机构的主打支付产品。
- 而对于银行倡导的 HCE 方案，公司也同样拥有研发实力。公司目前与建设银行合作，为其提供 HCE 相关解决方案，其中包括系统平台、手机 APP 等开发工作，后续还会继续确定商业模式。
- 总体而言，对于 NFC 移动支付的主流方案，公司均具有相关技术储备，可以根据市场需求做出相应调整，同时利用既有客户资源发挥公司在商业推广上的优势。

安全领域业务

“营改增”政策利好税控盘业务

- 在我国只要是一般纳税人，开具增值税专用发票时，就必须安装增值税防伪税控系统。而税控盘则是在发票开票软件的配合下实现发票税控功能的电子装置，能满足税务机关对发票的管理要求，保证发票税控数据的正确生成、可靠存储、防止篡改。
- 目前，我国的税控盘市场集聚度相对较高，基本由航天信息、恒宝股份等 6 家企业所占据。其中，航天信息市场份额最高，约占 30%。而其于厂家的份额基本相当，恒宝股份约占 8%。
- 根据财政部在 3 月 24 日公布的《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，经国务院批准自 2016 年 5 月 1 日起，在全国范围内将全面推开营业税改征增值税试点，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人，纳入试点范围，由缴纳营业税改为缴纳增值税。据测算，四大行业涉及的纳税人总数近 1,000 万户，这将大力推进税控盘业务的市场空间。

- 公司作为税控盘的主要生产厂商之一，2015 年销量达到 40 万只左右，毛利率接近 40%。而随着“营改增”的全面推广，2016 年公司的税控盘业务有望迎来突破式增长。

互联网金融战略布局

定增融资 10.8 亿元，收购一卡易，投资瀚思安信

- 公司在确保现有主营业务平稳发展的基础上，也在积极谋求更加广阔的拓展空间，并确立了以中小微商户服务平台运营商为战略升级目标的长远规划，进军互联网金融和互联网商业服务新兴产业。
- 2015 年，公司通过非公开发行股票募集资金 10.8 亿元，拟分别投资 6.5 亿元、1.5 亿元、2 亿元用于中小微商户服务网络和系统建设、收购深圳一卡易 51% 股权、mPOS 整体解决方案研发与产业化。目前定增事项已通过证监会审核通过，mPOS 产品去年已经通过银联和银检认证，深圳一卡易公司 51% 股权也已经通过中小企业股份转让系统完成转让。

图表 11：定增募投项目

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金投入额 (万元)
1	中小微商户服务网络和系统建设项目	65,000.00	65,000.00
2	收购深圳一卡易科技股份有限公司 51% 股权	15,300.00	15,000.00
3	mPOS 整体解决方案研发与产业化项目	20,000.00	20,000.00
4	补充流动资金	8,000.00	8,000.00
合计		108,300.00	108,000.00

来源：公司公告、国金证券研究所

- 一卡易的主营业务是基于云计算的 SaaS 模式的会员管理系统软件的研发和销售。该会员管理系统软件利用云计算和电子会员卡等核心技术，通过积分、储值、电子优惠券等营销方式帮助商家提高顾客忠诚度，提升商家销售额。截至 2015 年底，一卡易已拥有 3 万多家签约商户。
- 此外，公司通过参股基金子公司 1,500 万元投资瀚思安信 8.3% 的股权。瀚思安信是一家大数据安全公司，致力于帮助企业实时、自动侦测已经发生或即将发生的内部与外部安全威胁，提高安全事件处理效率，保护企业信息资产安全。

小微企业发展迅速，为国民经济作出巨大贡献

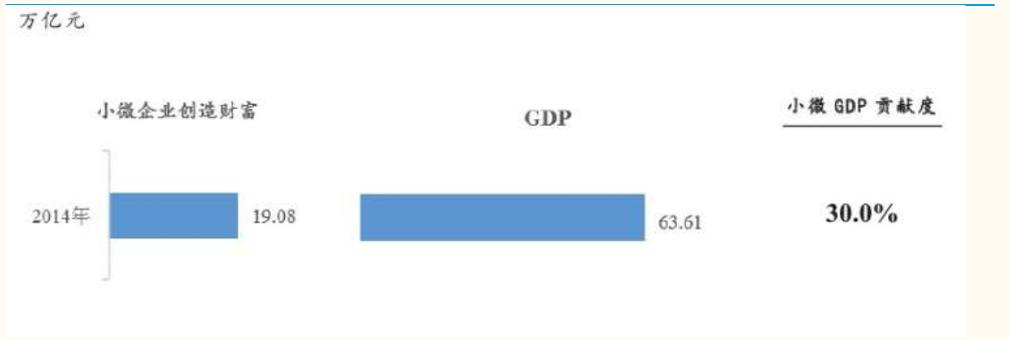
- 据统计，截止 2014 年，全国共有小微企业约 7,000 万家，其中个体工商户约 5,600 万家，法人小微企业约 1,400 万家。
- 小微企业规模虽小，但在国家大力扶持下发展迅猛。2014 年小微企业共吸纳 2.37 亿人就业，占我国总就业人口的 30.7%；同时其年产值达 19.08 万亿元，在 GDP 中的占比也升至 30.0 %。作为国民经济发展的生力军，小微企业扮演着越来越重要的角色，在国民经济中的支撑作用越来越大。
- 然而，由于受到资金、技术、人才等方面的影响，小微企业现代化管理水平和企业信息化率还普遍较低，且仍然面临融资困难等问题，这对小微企业的竞争力提升带来了严重制约。

图表 12: 小微企业数据及吸纳就业人数

年份	工商总局				CHFS			
	个体 户	法人小微企 业	总数 量	吸纳就业人 数	个体 户	法人小微企 业	总数 量	吸纳就业 人数
	(万户)			(亿人)	(万户)			(亿人)
2012	4436	1170	5606	1.5	4424	1134	5558	2.11
2014	4984	1546	6530	2.5	5648	1447	7096	2.37

来源: 西南财经大学、国金证券研究所

图表 13: 小微企业年产值贡献额



来源: 西南财经大学、国金证券研究所

布局中小微商户服务体系，打造“互联网+商业+金融”产业链

- 而公司的一系列举措均可看作是其在中小微商户服务领域的战略布局，具体来看大致可分为以下几个部分：
 - **在产品研发和生产环节：**1) 公司进行智能移动支付终端 mPOS 的整体解决方案的开发和设计，其中包括安全模块、上位机应用、管理平台 TMS 和接入平台 POSP 等环节，囊括从前台到后台的一整套软硬件系统。mPOS 可以广泛支持包括银行卡支付、NFC 移动支付以及二维码支付在内的多种支付方式，并形成整个服务体系的数据流量入口。未来，公司还会逐步引入结合 POS 和收银台功能的一体化智能 POS 机。2) 此外，通过收购主营业务为研发和销售基于 SaaS 模式的会员管理系统软件的“一卡易”，可将该公司的会员管理系统与 POS 支付体系进行整合，提升产品在商户营销方面的服务能力，并探索商圈内跨行业、多商户联合的会员积分返利模式，从而增强商户的使用黏性。

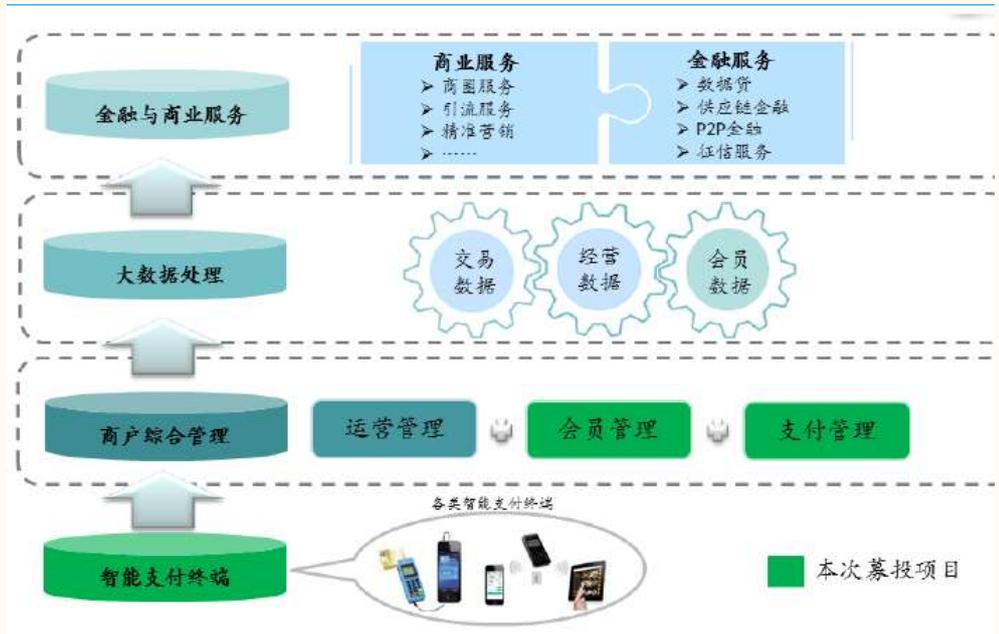
图表 14: mPOS 解决方案示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

- **在产品销售环节：**公司将通过自建渠道（包括整合来自“一卡易”的商户资源）和向银行、第三方支付机构提供产品两种模式，将 mPOS 机等已预置多种支付方式的智能移动支付终端产品推广给中小微商户，搭建统一的支付入口和交易对账平台，并力争实现在 2018 年实现拥有 100 万活跃商户的目标。
- **在后续增值服务环节：**通过对瀚思安信的投资，构建基于大数据的商业及金融服务能力，并结合自身以支付交易积累的数据资源，逐步为中小微商户提供包括精准营销、小额贷款等在内的增值服务，形成“互联网+商业+金融”的整体解决方案，打造中小微商户服务运营平台。
- 从盈利模式来看，整个业务的利润点有三个：1.POS 机的销售；2.与支付机构进行刷卡手续费的分润；3.数据运用。前 2 者不会构成利润的主要来源，甚至会进行贴补返还的方式以增强商户黏性。而未来当商户合作量达到一定规模之后，公司将会通过数据运用形成例如积分管理、客户导航、融资征信等多个盈利点。
- 中小微商户服务体系的建设，既可以加强商户的信息化水平，提升其经营效率，又可以通过支付和商品信息的数据整合，为商户的金融需求提供授信依据，因而具有强大的市场发展潜力。同时，公司在中小微商户服务领域的战略升级也可以看作是基于现有优势业务的产业链延伸，可以充分发挥其长期积累的优质客户资源和技术资源。未来，随着业务的不断拓展，公司业绩将可望迎来新的增长点。

图表 15：公司中小微商户服务平台运营战略布局全景图



来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 假设金融 IC 卡、通信智能卡和“营改增”带来的卡类业务可持续性收入 2015-2017 年增速分别为 20%、15%和 10%；
- 假设晶圆芯片封装为主的模块类产品，2015-2017 年收入增速分别为 0%、-5%和-5%；
- 假设一卡易 2016 年开始并表，参考其 2015 年 1 月-9 月营收 2500 万元的情况，预测 2016-2017 年软件业务可实现 3000 万元、4000 万元的收入；
- 假设一卡易带来的中小商户数量在 2015 年底 3 万户的基础上，通过上市公司的批量项目导入，2016-2017 年底可以分别达到 10 万户、30 万户，公司的 MPOS 硬件产品在其中渗透率达到 15%、20%，单台售价 250 元，则 2016-2017 年 MPOS 硬件收入分别为 375 万元和 1500 万元。
- 各项业务维持最近年份毛利率水平。

图表 16: 分业务盈利预测

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
卡类						
销售收入 (百万元)	817.50	1,162.66	1,426.70	1,712.04	1,968.85	2,165.73
增长率 (YOY)	29.71%	42.22%	22.71%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	33.27%	33.37%	34.74%	34.74%	34.74%	34.74%
模块类						
销售收入 (百万元)	91.34	78.96	96.44	96.44	91.62	87.04
增长率 (YOY)	-21.72%	-13.55%	22.14%	0.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	14.37%	11.52%	12.43%	12.43%	12.43%	12.43%
软件类						
销售收入 (百万元)	0.35				30.00	40.00
增长率 (YOY)	-65.69%					33.33%
毛利率	96.93%				85.00%	85.00%
MPOS						
销售收入 (百万元)					3.75	15.00
增长率 (YOY)						300.00%
毛利率					30.00%	30.00%
票证类						
销售收入 (百万元)	19.22	17.65	18.83	18.83	18.83	18.83
增长率 (YOY)	-19.55%	-8.17%	6.69%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	40.47%	35.11%	34.47%	34.47%	34.47%	34.47%
总计						
销售收入 (百万元)	928.41	1259.27	1541.97	1827.31	2113.04	2326.60
增长率 (YOY)		35.64%	22.45%	18.50%	15.64%	10.11%
毛利率	31.58%	32.02%	33.34%	33.56%	34.48%	34.74%

来源: 国金证券研究所

投资建议

- 我们认为金融 IC 卡和通信智能卡市场的需求具有可持续性, 且 NFC 移动支付和“营改增”政策为公司相关业务的发展带来新的增长点。此外, 中小微商户服务体系的建设将为公司在互联网金融领域的拓展带来广阔空间。
- 我们预测公司 16-17 年将实现 EPS 0.64 元和 0.71 元, 参考可比公司估值, 给予公司未来 6-12 个月 25 元目标价位, 相当于 39x16PE 和 35x17PE。给予公司“买入”评级。

图表 17: 可比公司估值水平

	当前股价 (2016.4.8)	2016EPS	2017EPS	2016PE	2017PE
天喻信息	14.90	0.28	0.44	53	34
顺络电子	14.31	0.46	0.59	31	24
飞天诚信	45.37	0.94	0.99	48	46
平均值				44	35

来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- IC 卡市场增速放缓、中小微商户服务体系客户拓展及运营风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	930	1,261	1,551	1,827	2,113	2,327	货币资金	255	293	606	993	1,356	1,849
增长率		35.6%	23.0%	17.8%	15.6%	10.1%	应收款项	135	94	115	125	146	161
主营业务成本	-635	-857	-1,035	-1,214	-1,385	-1,518	存货	229	279	246	309	353	387
%销售收入	68.3%	68.0%	66.7%	66.4%	65.5%	65.3%	其他流动资产	157	136	210	14	23	29
毛利	294	404	516	613	728	808	流动资产	776	801	1,176	1,441	1,878	2,426
%销售收入	31.7%	32.0%	33.3%	33.6%	34.5%	34.7%	%总资产	72.0%	65.2%	74.3%	72.0%	77.0%	82.1%
营业税金及附加	-7	-8	-14	-16	-19	-20	长期投资	21	21	21	22	21	21
%销售收入	0.7%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	246	368	345	505	502	465
营业费用	-58	-68	-78	-91	-106	-116	%总资产	22.9%	29.9%	21.8%	25.2%	20.6%	15.8%
%销售收入	6.2%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	30	36	36	32	37	40
管理费用	-90	-123	-176	-183	-211	-233	非流动资产	302	428	407	561	561	529
%销售收入	9.7%	9.8%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	28.0%	34.8%	25.7%	28.0%	23.0%	17.9%
息税前利润 (EBIT)	140	204	248	323	393	439	资产总计	1,077	1,229	1,583	2,002	2,439	2,954
%销售收入	15.0%	16.2%	16.0%	17.7%	18.6%	18.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	-2	0	17	24	33	应付款项	246	239	300	338	386	423
%销售收入	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.9%	-1.2%	-1.4%	其他流动负债	14	17	27	104	73	77
资产减值损失	-19	1	-2	0	0	0	流动负债	260	256	327	442	459	500
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	12	14	22	20	20	20	其他长期负债	9	8	5	0	0	0
%税前利润	7.9%	6.0%	7.2%	4.9%	4.1%	3.7%	负债	269	264	332	442	459	501
营业利润	133	217	269	360	437	492	普通股股东权益	809	965	1,251	1,560	1,980	2,454
营业利润率	14.3%	17.2%	17.3%	19.7%	20.7%	21.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	14	16	42	47	50	53	负债股东权益合计	1,077	1,229	1,583	2,002	2,439	2,954
税前利润	147	233	311	407	487	545	比率分析						
利润率	15.8%	18.5%	20.1%	22.3%	23.1%	23.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-20	-32	-19	-27	-32	-36	每股指标						
所得税率	13.5%	13.8%	6.1%	6.5%	6.5%	6.5%	每股收益	0.289	0.456	0.410	0.533	0.638	0.714
净利润	127	201	292	380	455	509	每股净资产	1.835	2.190	1.754	2.188	2.776	3.440
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.562	0.508	0.588	0.743	0.594	0.679
归属于母公司的净利润	127	201	292	380	455	509	每股股利	0.150	0.150	0.100	0.100	0.050	0.050
净利率	13.7%	15.9%	18.8%	20.8%	21.6%	21.9%	回报率						
							净资产收益率	15.75%	20.81%	23.35%	24.35%	23.00%	20.75%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.82%	16.33%	18.45%	18.98%	18.67%	17.24%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	14.92%	18.24%	18.63%	19.35%	18.55%	16.70%
净利润	127	201	292	380	455	509	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	19.99%	35.61%	22.98%	17.83%	15.64%	10.11%
非现金支出	46	33	45	46	59	63	EBIT 增长率	2.91%	46.38%	21.56%	30.15%	21.63%	11.65%
非经营收益	-12	-9	-22	-63	-70	-73	净利润增长率	10.54%	57.68%	45.52%	30.06%	19.83%	11.83%
营运资金变动	86	-1	103	167	-21	-14	总资产增长率	26.43%	14.09%	28.81%	26.43%	21.82%	21.15%
经营活动现金净流	248	224	419	530	423	485	资产管理能力						
资本开支	-44	-162	-21	-157	-9	23	应收账款周转天数	48.1	31.1	22.8	23.0	23.0	23.0
投资	-3	150	132	-1	0	0	存货周转天数	126.3	108.1	92.6	93.0	93.0	93.0
其他	9	14	10	20	20	20	应付账款周转天数	104.3	99.2	85.0	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-38	2	122	-138	11	43	固定资产周转天数	96.7	106.5	81.2	100.6	86.5	72.9
股权募资	0	0	42	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-5	0	1	净负债/股东权益	-31.53%	-30.35%	-48.39%	-63.62%	-68.48%	-75.31%
其他	-23	-47	-69	0	-71	-36	EBIT 利息保障倍数	-226.2	89.5	3,187.4	-19.5	-16.2	-13.2
筹资活动现金净流	-23	-47	-26	-5	-71	-35	资产负债率	24.95%	21.49%	20.98%	22.06%	18.81%	16.95%
现金净流量	187	178	515	387	363	493							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD