



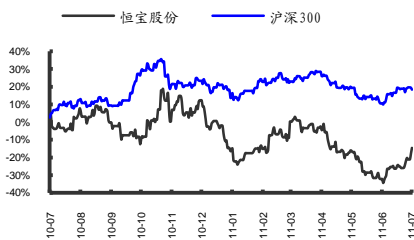
恒宝股份 (002104):

守候 EMV 迁移、手机支付市场爆发

卡-电子

首次评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
恒宝股份	26.1	-16.6	-20.6
沪深 300	7.5	-6.8	12.8

市场数据 2011.07.25

当前价格 (元)	12.09
52 周价格区间 (元)	10.9-20.46
总市值 (百万)	532733.8
流通市值 (百万)	333435.7
总股本 (万股)	44064.00
流通股 (万股)	29137.81
日均成交额 (百万)	179.34
近一月换手 (%)	69.80

相关报告

分析师

蒋传宁

电话: 0755-83706290

邮件: jiangcn@ghzq.com.cn

证书编号: S0350208100565

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

是 否

- 卡类产品竞争力强。公司是国内最大的银行卡厂商,市场份额约为 25%。银行卡安全性要求高、认证严格、进入壁垒较高。公司是中国电信、中国联通手机卡最大供应商,市场份额分别约为 40%、18%。公司通过收购东方英卡进入中国移动手机 SIM 卡供应商行列。
- 随着人行发布关于推进金融 IC 卡应用工作的意见, EMV 迁移进入议程。由于目前 IC 卡受理环境已较三年前大大改善,伪卡犯罪所造成损失已有银行承担责任的案例,磁条卡安全性差是银行系统绕不开的巨大风险,国内银行卡 EMV 迁移的紧迫性越来越强,能见度渐高,处大规模爆发前夜,预计 12-13 年将爆发,从而为银行卡市场容量带来大幅增长。基于和银行良好的合作基础及作为银行 IC 卡领先供应商,公司未来必将在银行 IC 卡供应中占有重要一席。
- 国内手机支付标准已统一,在电信运营竞争趋于激烈背景下,包括手机支付在内的增值业务是其未来提升竞争力的蓝海市场,我们相信,运营商很快会加大力度推动手机支付的发展。银联也在试点发展手机支付。随着移动互联网和电子交易时代的来临,小额消费支付极为便利的国内手机支付有望步日韩成功经验走向成功。公司是目前是中国联通手机支付试点独家供应商,中国电信试点供应也是一家独大,是中国移动三家入围厂商之一,在未来手机支付大力发展中占得先机。手机支付将为公司未来提供广阔的蓝海市场。
- 公司正步入快速增长期,预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.37\0.59\0.82 元,动态 PE 分别为 36.05、22.52、16.28 倍。公司未来 3 年复合增长率可达 40%以上,以 2012 年 30-35XPE 估值,对应价格区间 17.73-20.68 元。给予“买入”评级,建议逢低买入,守候 EMV 迁移、手机支付市场启动。
- 主要风险: EMV 迁移、手机支付发展低于预期。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	663	913	1346	1852
营业利润 (百万元)	108	179	294	411
净利润 (百万元)	104	163	260	360
摊薄每股收益 (元)	0.236	0.369	0.591	0.817
摊薄每股净资产 (元)	1.44	1.69	2.09	2.65
加权平均 ROE (%)	16.47%	21.88%	28.26%	30.87%

简介

主营业务

公司主营包括：卡类（磁条银行卡、银行 IC 卡、通信 IC 卡（手机 SIM 卡））、IC 模块、（票证、票据、电脑票据、磁卡存折、密码信封）、软件。主营结构如下：

表 1：2010 年公司主业分类情况

	营业收入（万元）	同比增长率	毛利率
卡类	51801	47.3%	33.97%
模块类	11844	6.05%	6.05%
票证	2127	7.02%	46.6%
软件类	53.81		14.6%
合计	65825		

资料来源：公司年报

国内竞争力领先的卡类厂商

垂直一体化优势降低成本、提高市场响应速度。公司拥有智能卡生产完整的产业链，包括卡基、模块封装、IC 卡封装以及 COS 软件开发。垂直一体化优势有助于从各环节控制和降低生产成本、提高效率、缩短交货期，增强竞争力。

银行卡竞争力强劲

公司与国内各大银行有良好的合作基础，是国内最大的磁条银行卡供应商，国内市场份额约为 25%，主要竞争对手为捷德、中钞等。

银行卡安全性要求高、认证严格，进入门槛较高。公司作为国内银行卡最大供应商率先形成规模效应，加大了市场进入壁垒。

公司取得维萨、万事达、中国银联关于 EMV 产品的相关资质，已经为中国银行、交通银行、农业银行、建设银行、邮储银行、招商银行以及银联数据提供了金融 IC 卡产品服务。

电信、联通手机 IC 卡市场份额领先

公司是中国电信最大的手机 UIM 卡供应商，市场份额约占 40%，也是中国联通领先的手机 SIM 卡供货商，市场份额占近 18%。公司通过收购东方英卡进入中国移动手机 SIM 卡供应商行列，10 年市场份额约为 2%，今年中标广东移动 3G 卡，结合公司较强的卡制造能力以及未来加大开拓力度，公司 11 年后市场份额将逐步上升，未来有望逐步上升至 10%。

表 2: 中国移动智能卡厂商占有率情况

排名	2009		2008		2007	
	供卡商	市场占有率	供卡商	市场占有率	供卡商	市场占有率
1	东信和平	20.15%	东信和平	19.32%	东信和平	20.37%
2	雅思拓	16.65%	大唐微电子	17.52%	大唐微电子	20.27%
3	大唐微电子	15.57%	雅思拓	14.60%	雅思拓	15.46%
4	北京握奇	12.63%	北京握奇	10.85%	北京握奇	9.90%
5	金普斯	9.75%	江西捷德	10.46%	金普斯	8.03%
6	江西捷德	8.68%	金普斯	9.92%	天喻信息	7.86%
7	天喻信息	6.65%	天喻信息	6.93%	江西捷德	6.00%
8	上海柯斯	4.85%	上海柯斯	6.25%	北京华虹	5.41%
9	北京华虹	4.60%	北京华虹	3.61%	上海柯斯	5.03%
10	东方英卡	0.47%	东方英卡	0.53%	东方英卡	1.42%

资料来源：中国移动

表 3: 中国联通智能卡厂商占有率情况

排名	2009		2008		2007	
	供卡商	市场占有率	供卡商	市场占有率	供卡商	市场占有率
1	北京华虹	17.48%	江苏恒宝	15.77%	江苏恒宝	16.87%
2	江苏恒宝	17.16%	上海柯斯	13.47%	上海柯斯	15.24%
3	上海科斯	12.93%	北京握奇	12.09%	雅思拓	12.68%
4	天喻信息	10.62%	北京华虹	11.53%	天喻信息	12.38%
5	北京握奇	9.65%	雅思拓	11.19%	北京握奇	10.41%
6	天津杰普	8.97%	金普斯	10.77%	北京华虹	9.09%
7	雅思拓	8.93%	天喻信息	7.72%	江西捷德	7.40%
8	江西捷德	8.37%	江西捷德	7.48%	天津杰普	5.92%
9	东信和平	5.90%	大唐微电子	3.70%	东信和平	4.41%
10	大唐微电子	0.00%	东信和平	3.09%	大唐微电子	2.93%
11	欧贝特	0.00%	欧贝特	1.76%	欧贝特	2.69%

资料来源：中国联通

表 4: 2010 年手机智能卡综合排名

排名	供应商	市场份额
1	东信和平	22.7%
2	金雅拓	17.8%
3	上海柯斯	11.0%
4	握奇数据	10.9%
5	大唐微电子	9.5%
6	捷德	7.3%
7	北京华虹	6.9%
8	恒宝股份	6.3%
9	天喻信息	5.8%
10	东方英卡	0.5%
	其它	1.3%

资料来源: 国海证券研究所

现有业务平稳增长

银行卡将平稳增长。随着国内卡受理环境的不断改善(包括 POS 机、ATM 机渗透率不断提升)、十二五期间银行与社保、交通等其他领域合作的联名卡不断增长,三四线地区银行卡普及率、信用卡普及率的提升(全国人均信用卡拥有量为 0.17 张,而北京、上海的信用卡人均拥有率分别为 1.17、1.06,具有提升空间),我们相信,未来 2-3 年银行卡销量年增长率 10-20%(如果 EMV 迁移加速,磁条卡市场增速将放缓,并将逐步萎缩但带来 IC 银行卡发行量的高速增长(单价高 10 倍以上),销售额将加速上升)。

通信 IC 卡增速将趋于上升

通信 IC 卡行业增长动力包括三方面:

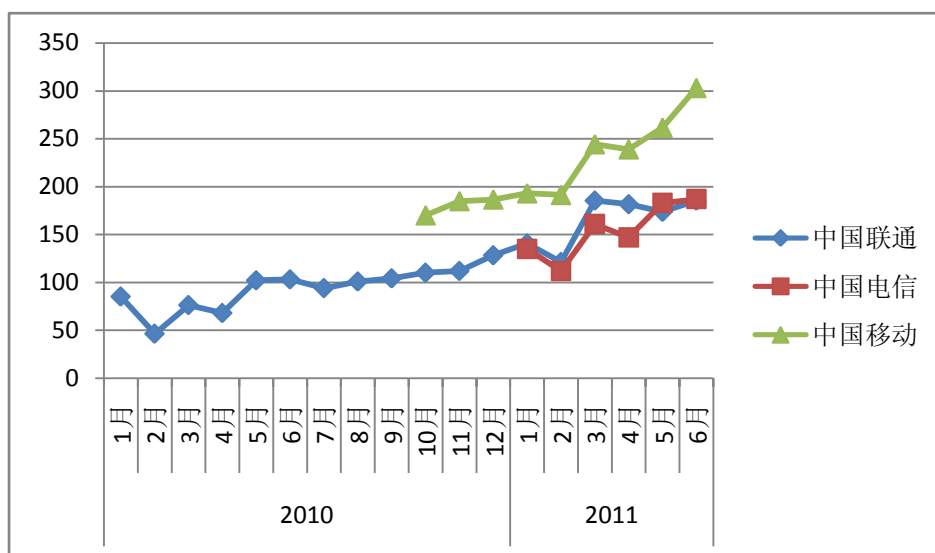
3G 用户的快速增长加快通信 IC 卡升级换代。国内 3G 普及率不足 9%,远低于发达国家水平(超过 30%,日韩达 90%以上),整体普及率仍有较大上升空间。2010 年底国内 3G 累计用户数为 4705 万户,2011 年 6 月底,3G 累计用户数达 8051 万,新增 3346 万户,从月度看,3G 用户数呈逐月上升趋势,预计 2011 年新增将达接近 1 亿户,全球 3G 发展浪潮下,国内移动通信运营商正大力推动 3G 用户发展,手机卡更新升级将加快,并由 2G 单一通信功能向多应用跨平台(JAVA)发展,包括支付、加油、公交、社保、电子签名等,进而大幅提升单价。

国内移动用户普及率仅 64.4%，低于全球平均水平，更远低于发达国家水平，未来普及率仍有上升空间。

此外，根据工信部文件，2011 年底前要完成 1900-1920M 现小灵通使用频段的清频退网工作，2010 年国内无线市话减少 1736 万户到 2863 万户，也就是说，2010 年剩余 2863 万小灵通用户要完成迁移至移动网络的工作。

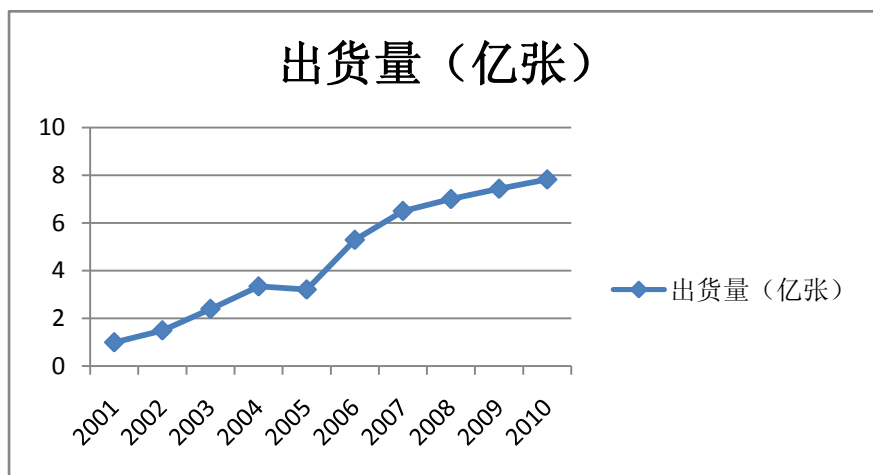
我们预计未来 3 年公司国内市场通信 IC 卡（不含支付卡）业务将保持 10-20% 的年增长率。

图 1；三大运营商 3G 月度新增数（万户）



资料来源：公司公告

图 2：国内通信 IC 卡出货量



资料来源：中国信息产业商会智能卡专业委员会，国海证券研究所

国际市场将进一步突破

公司国外收入 5168 万元，比例不足公司收入的 10%，基数较低。基于公司较强的卡制造能力，以及获取公司主要金融组织或通信组织的认证，公司正积极开拓海外市场业务特别是中东、俄罗斯、东南亚等市场潜力大的新兴国家市场。10 年新增海外入围银行 6 家，通讯运营商 10 家，11 年进一步突破，预计海外业务将实现 60% 以上的增长。

EMV 迁移市场处爆发前夜

EMV 标准是由国际三大银行卡组织——Europay (欧陆卡, 已被万事达收购)、MasterCard (万事达卡) 和 Visa (维萨) 共同发起制定的银行卡从磁条卡向智能 IC 卡转移的技术标准, 是基于 IC 卡的金融支付标准, 已成为公认的全球统一标准。

国际组织为推行 EMV 迁移, 决定从 2005 年起, 不再对欧洲地区利用磁条卡犯罪所造成的损失承担相应责任, 亚太地区生效时间为 2006 年。从 2006 年起, 伪卡损失责任将按是否符合 EMV 标准划分, 亦即交易中一方符合标准而另一方不符合标准, 不合准备一方承担全部责任, 全球范围内统一使用 EMV 标准的 IC 卡的时限为 2008 年。

金融 IC 卡又称为芯片银行卡, 是以芯片作为介质的银行卡。芯片卡容量大, 可以存储密钥、数字证书、指纹等信息, 其工作原理类似于微型计算机, 能够同时处理多种功能, 为持卡人提供一卡多用的便利。于 IC

卡在信息安全性、防伪性、存储量方面均优于磁条卡，符合 EMV 标准的 IC 卡是银行卡发展的必然趋势

欧洲、亚太部分地区 EMV 迁移基本完成

全球已经实施 IC 卡迁移的国家和地区主要集中在欧洲和亚太地区，中东、中非、拉美及北美等地区的 EMV 迁移也在陆续进行。截至 2010 年，全球活跃的 EMV 卡超过 10 亿张，EMV 终端 1540 万台。

欧洲从 1990 年代末开始启动 IC 卡迁移计划，英国进展最快，于 2006 年 10 月完成迁移。陆续完成 IC 卡迁移的还有法国和卢森堡。欧洲各国 EMV 迁移进展情况相当不错，于 2010 年 12 月 31 日前完成 ATM 机具和磁条卡的 IC 卡迁移。

亚太地区有 14 个以上的国家和地区启动了 IC 卡迁移计划，中国台湾、马来西亚、日本、韩国已基本完成，中国香港、新加坡、新西兰、菲律宾等其他国家和地区正在有步骤实施。中国台湾、马来西亚等地区在实施了 IC 卡迁移后，银行卡欺诈率下降了 90% 以上。

2006 年 1 月风险转移政策在拉美生效，拉美最大的国家巴西一直在积极组织实施，加拿大已在全国范围启动推行 IC 卡迁移。在美国，鉴于银行卡欺诈率较低（0.06% 左右），通讯费用较低，美国还没有制定明确、统一的迁移计划，但为了抢占小额卡基支付市场，各发卡行纷纷发行非接触式金融 IC 卡，大大加快了美国 IC 卡迁移速度。

国内 EMV 迁移脚步声趋近，银行卡市场规模将大幅提升

伪卡导致损失责任主体界定决定银行 EMV 迁移的动力

由于 EMV 迁移涉及 ATM 机、POS 机改造庞大费用成本，且国内因利用磁条犯罪所造成的损失过去一般情况下银行方面并不承担过失，银行可寻找种种理由将责任推卸给储户自身。因此早期国内银行推动 EMV 迁移的积极性不高，进展缓慢。

国内最近几例（包括杭州、深圳、广州等地）存款被盗案（伪卡引起）中，银行被判承担伪卡犯罪所造成损失的责任，有助于银行推进 EMV 迁移的积极性。

由于银行磁条卡安全性差，在国内公民素质低、信用环境差，磁条卡本身不安全性可能造成巨大的社会问题，通过 EMV 迁移降低银行卡欺诈率利国利民、刻不容缓。最近 1、2 年来包括深圳、杭州、广州等地出现银行卡被盗取案例中，因磁条卡自身安全性问题导致的存款被盗案中，法院判定银行柜员机未能识别伪卡应承担赔偿责任，这些案例有助于警醒银行，推动银行机构进行 EMV 迁移的积极性。

受理环境不断改善，EMV 迁移条件渐趋成熟

2005 年 3 月人民银行发布了《中国金融集成电路 (IC) 卡规范》(PBOC2.0)，并在北京、上海、天津、青岛、福州等地开始试点工作。06 年开始国内部分新增 ATM 机和 POS 机可兼容 IC 卡受理。虽然 EMV 迁进展缓慢，但受理环境在不断改善。估计近三年以来银行改造柜面、新增 ATM 机（可通过软件升级改造兼容 IC 卡）和 POS 机均可兼容 IC 卡受理，08 年以后新增的存量受理机比例已超过 50%。IC 卡受理环境渐渐成熟，为 EMV 迁移创造有利条件。

表 5: 国内已布 ATM、POS 机数量

	2007	2010
POS 机具(万台)	118.12	333.4
ATM 机(万台)	12.76	27.1

资料来源：中国人民银行

政策推动 EMV 迁移

2011 年 3 月 15 日，中国人民银行发布《中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》，决定在全国范围内正式启动银行卡芯片迁移工作，“十二五”期间将全面推进金融 IC 卡应用，以促进中国银行卡的产业升级和可持续发展。

随着国内外银行卡产业的快速发展，全社会对银行卡的应用安全、社会功能拓展，以及与国际支付体系融合提出了更高的要求。在我国全面推进金融 IC 卡应用，有利于提高国家银行卡的整体风险防控能力，降低风险损失，维护金融稳定和社会稳定；有利于增强银行卡在公共服务领域的拓展能力，实现“一卡多用”，便民惠民；有利于促进城市信息化

与金融信息化的结合，提升各类交易与管理的信息化和智能化。

《意见》提出“十二五”期间推进金融 IC 卡应用的总体目标，推进原则，金融 IC 卡受理环境改造和商业银行发行金融 IC 卡时间：

2011 年 6 月底前工、农、中、建、交和招商、邮储银行应开始发行金融 IC 卡；

2013 年 1 月 1 日起全国性商业银行均应开始发行金融 IC 卡；

2015 年 1 月 1 日起在经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡均应为金融 IC 卡。

表 6：目前主要发行的 IC 银行卡

银行或地方	发行 IC 银行卡
工商银行	牡丹交通卡、牡丹畅通卡、南航明珠牡丹信用卡、广深铁路牡丹金融 IC 卡、牡丹爱购芯片卡、理财金帐户芯片卡、工银芯片白金卡等 11 款银行 IC 卡。
中国银行	羊城通联名卡、中银粤通联名卡 2 款
建设银行	龙卡交通卡。
交通银行	太平洋世博非接触芯片预付卡。
兴业银行	联洋百货联名信用卡
宁波市试点	将民政、劳动、医疗卫生、公积金、公安、工商、税务、教育等政府服务项目，和交通、公用事业和其他小额支付等商业服务项目，整合于一张金融 IC 卡

资料来源：国海证券研究所

表 7：央行关于推动银行 IC 卡意见要点

《意见》要点	内容
总体目标	加快银行卡芯片化进程，形成增量发行银行卡以金融 IC 卡为主的应用局面。推动金融 IC 卡与公共服务应用的结合，促进金融 IC 卡应用与国际支付体系的融合。 实现金融 IC 卡应用与互联网支付、移动支付等创新型应用的整合。
受理环境改造时间表	在 2011 年 6 月底前直联 POS(销售点终端)能够受理金融 IC 卡 全国性商业银行布放的间联 POS、ATM(自动柜员机)的受理金融 IC 卡的时间分别为 2011 年底、2012 年底前，2013 年起实现所有受理银行卡的联网通用终端都能够受理金融 IC 卡。

商业银行发行金融 IC 卡时间表	2011 年 6 月底前工、农、中、建、交和招商、邮储银行应开始发行金融 IC 卡
	2013 年 1 月 1 日起全国性商业银行均应开始发行金融 IC 卡
	2015 年 1 月 1 日起在经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡均应为金融 IC 卡。

资料来源：中国人民银行

EMV 迁移促进银行卡市场规模大幅度提高

EMV 迁移加速银行卡更新换代，同时，银行卡因技术含量提升、芯片成本因素，单价大幅提高。现银行磁条卡的出厂价约 1 元，银行 IC 卡出厂价格单界面达 17-18 元、双界面略高于 25 元，即便未来规模化生产，因 IC 成本较高，估计银行 IC 卡价格也在 10 元以上，因此 EMV 迁移使卡市场规模（以金额计）跨越式提高 10 倍以上。EMV 迁移将给公司带来巨大的市场机遇。根据人行《2010 年支付体系运行总体情况》截至 2010 年末，全国累计发行银行卡 24.15 亿张，全部实现迁移的市场规模超过 400 亿元。

与银行的良好合作基础及出色的 IC 卡供应能力助其 EMV 迁移中占一席之地。公司取得 EMV 产品的维萨、万事达、中国银联的生产资质认证，公司已完全具备 EMV/PBOC2.0 产品供货的能力，已经为中、农、建、交、招商和银联数据提供金融 IC 卡服务，磁条卡 2010 年底市场份额第一，公司在金融领域具有良好的合作基础，为其未来 EMV 迁移中居领先地位奠定基础。

手机支付将是公司未来广阔的蓝海市场

随着移动通信技术的日新月异，手机的用途也在不断增加，手机上的数据业务日益丰富，移动支付功能-电子钱包的应用开始引人注目。

通过移动支付完成消费正日益为人们所接受。《2011 中国手机银行用户调研报告》显示，2010 年 7 月手机银行业务在手机网民中的使用率为 36.8%；2011 年 2 月，这一数据已经升至 52.2%。与此同时，手机银行业务开始逐渐向中年人群扩散。

移动用户普及率高为手机支付提供基础。全球来看，手机是随身携带、

普及率极高的消费品，2010年发达国家手机渗透率达116%，发展中国家也达68%，国内手机用户9.1亿户，2010年普及率为64.4%。

随着移动互联网的快速发展，电子交易规模呈现快速增长。以手机作为小额支付不仅便利，结算成本较信用卡低，市场应用有较广阔的空间。日本、韩国全面的手机支付应用已经铺开，受到广泛的认可和接受，欧美等国家也在推广手机支付。市场研究机构Juniper Research预测，2013年，全球手机移动支付额将达6000亿美元。

3G发展推动下，移动运营商逐步从管道竞争转向增值服务、产业生态竞争。随着电子交易规模的快速增长，电子支付的市场潜力不容忽视，互联网支付运营商财富通、支付宝的快速发展给我们提供借鉴案例。作为拥有庞大移动用户规模的运营商，开发增值业务、开拓移动支付新蓝海市场，为移动用户创造价值、提升用户忠诚度进而实现运营商自身价值的最大化。

国内移动支付市场开始起步并且呈现快速增长，艾瑞咨询研究则指出，2010年，我国移动支付市场整体规模达到202.5亿元，同比增长31.1%；预计2011年移动支付市场将迎来更加强劲的增长；2012年手机支付交易规模有望超过1000亿元。

随着电信运营商、银联和第三方支付企业加快在手机支付市场推出创新型服务，以及智能终端比例的上升、网络质量的提高、应用服务的逐步多样性，手机支付即将迎来加速发展的时代。

标准统一将加速手机支付发展进程

2011中国移动支付产业论坛上，国家金卡办主任、中国信息产业商会会长张琪表示，移动支付标准已初步明确了近场支付采用13.56MHz标准（NFC），2.4GHz方案则仅用于封闭应用环境，不允许进入金融流通领域。手机支付标准已统一，为加快手机支付发展奠定基础。

目前采用13.56M传输主要有三种方式：带天线SIM卡，即RF-SIM卡，国内电信、联通采用。中国移动的贴片卡。NFC手机+SD卡。

年轻人擅于接受网络新业务，年轻人密集的高校中移动支付易被接受，公交、地铁等小额支付频繁的领域也较易推广。近期而言，开学之前的

7、8月运营商可能会加大手机支付的试点力度。随着时间推移，人们认识提高，预计1-2年时间手机支付业务有望爆发。

三大运营商、银联积极酝酿手机支付业务

2009年，中国移动已基本完成移动支付的技术和业务方案，并在重庆、湖南、广东、上海等多个省市试点推出手机钱包业务。2011年7月1日中国移动手机支付公司——中移电子商务有限公司挂牌，已获得营业执照，正准备申请支付牌照。

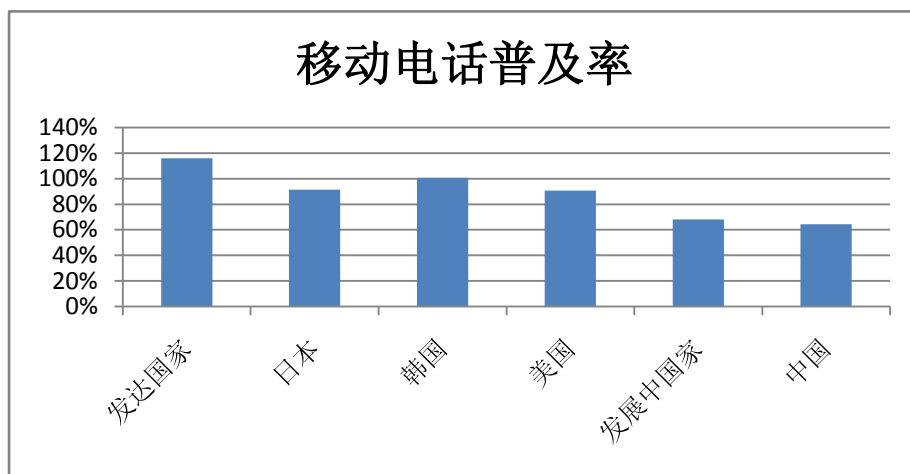
中国联通手机支付业务已在北京、上海、广州、重庆四个城市进行试点。2011年4月，中国联通宣布组建了联通沃易付网络技术有限公司，并于4月18日领取了营业执照。预计下半年将加大力度推广。

中国电信是在上海正式推出天翼3G移动支付的产品，2010年2月5日，产品正式发布，推出了支付手机刷卡，开始了手机刷卡新的试点工作。中国电信目前已经建成的全国支付的能力平台，在17个省，每个省两个本地网试点，今年3月，中国电信支付公司正式成立，命名为“天翼电子商务有限公司”

2010年8月，中国银联手机支付业务已在上海、山东、宁波、四川、湖南、深圳等省市开展试点。2011年6月8日推出“银联在线支付”和“银联互联网手机支付”两项业务。

公司在三大运营商手机支付试点中占得先机。公司是国内拥有成熟13.56M手机支付卡天线技术的少数企业之一，获得国家专利。公司2010年在电信手机支付卡试点占主导地位，独家为联通提供手机支付试点供货。中国电信支付卡试点中(包括13.56M、2.4G)绝大部分是公司提供。公司是中国移动贴片卡三个入围厂商之一。公司在手机支付这一新领域的综合优势包括成熟的制卡技术、天线技术、手机支付试点主导地位和先发优势将助公司成为未来国内三大运营商启动手机支付业务中卡环节的主要受益者之一。

图 3: 全球移动电话普及情况



资料来源: ITU, 工信部

估值

公司正步入快速增长期, 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.37\0.59\0.82 元, 动态 PE 分别为 36.05、22.52、16.28 倍。公司未来 3 年复合增长率可达 40%以上, 以 2012 年 30-35XPE 估值, 对应价格区间 17.73-20.68 元。给予“买入”评级, 建议逢低买入。

银行 EMV 迁移、运营商手机支付的加大推动力度是公司股价上涨的催化剂。

表 8: 估值比较

名称	收市价 (7月22日)	总市值(百万元)	2010 EPS	2011E EPS	2012E EPS	BPS	2010PE	2011PE	2012PE	PB	ROE
东信和平	17.69	3863.8	0.16	0.33	0.50	3.38	107.7	53.6	35.2	5.2	4.9%
天喻信息	32.95	2618.6	0.65	1.03	1.47	3.85	50.7	32.0	22.5	8.6	16.9%
大唐电信	14.09	6369.7	0.15	0.46	0.68	1.21	93.7	30.6	20.8	11.6	12.4%
平均			0.32	0.61	0.88	2.81	84.01	38.74	26.18	8.48	
恒宝股份	13.3	5864.9	0.24	0.37	0.59	1.44	56.2	36.0	22.5	9.2	16.4%

资料来源: WIND, 国海证券研究所

风险

EMV 迁移、手机支付发展进程低于预期

附：业绩预测

主要假设：

1. 国内银行卡、通信 IC 卡收入 2011、2012 年同比均分别增长 15%、10%；
2. IC 银行卡 2011、2012 年销量分别为卡 1000、2000 万片，手机支付卡销量分别为 320、600 万个；
3. 出口收入增长约 70%；
4. 随着销售规模上升，管理、营业费用比例下降。

表 9：财务和估值数据摘要（百万元）

财务和估值数据摘要						
单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	374.59	425.08	662.64	912.51	1346.29	1852.06
增长率(%)	6.36%	13.48%	55.89%	37.71%	47.54%	37.57%
归属母公司股东净利润	81.16	93.82	104.20	162.68	260.40	360.22
增长率(%)	32.21%	15.60%	11.07%	56.11%	60.07%	38.33%
每股收益(EPS)	0.184	0.213	0.236	0.369	0.591	0.817
每股股利(DPS)	0.089	0.067	0.037	0.117	0.188	0.260
每股经营现金流	-0.036	0.181	0.320	0.194	0.419	0.551
销售毛利率	39.34%	36.10%	29.43%	31.42%	33.37%	33.16%
销售净利率	20.41%	22.07%	15.71%	17.81%	19.33%	19.43%
净资产收益率(ROE)	16.90%	17.23%	16.47%	21.88%	28.26%	30.87%
投入资本回报率(ROIC)	19.73%	18.18%	20.91%	26.46%	35.14%	38.52%
市盈率(P/E)	72.26	62.51	56.28	36.05	22.52	16.28
市净率(P/B)	12.21	10.77	9.27	7.89	6.37	5.03
股息率(分红/股价)	0.007	0.005	0.003	0.009	0.014	0.020

资料来源：WIND，国海证券研究所，公司股价以 7 月 22 日收市为基准。

表 10: 报表预测 (百万元)

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	374.59	425.08	662.64	912.51	1346.29	1852.06
减: 营业成本	227.23	271.63	467.64	625.78	897.07	1237.85
营业税金及附加	2.01	2.88	3.38	4.65	6.86	9.44
营业费用	29.04	31.55	36.05	45.63	64.62	83.34
管理费用	41.47	31.32	47.41	63.88	91.55	120.38
财务费用	-4.30	-1.48	-0.83	-7.34	-9.00	-12.04
资产减值损失	1.64	0.20	0.72	1.00	1.41	1.97
加: 投资收益	-0.18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	77.31	88.99	108.28	178.92	293.79	411.11
加: 其他非经营损益	16.54	18.86	12.30	12.30	12.30	12.30
利润总额	93.85	107.85	120.57	191.22	306.09	423.41
减: 所得税	17.39	14.03	16.46	28.68	45.91	63.51
净利润	76.46	93.82	104.11	162.53	260.17	359.90
减: 少数股东损益	-4.70	0.00	-0.09	-0.14	-0.23	-0.32
归属母公司股东净利润	81.16	93.82	104.20	162.68	260.40	360.22
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	156.62	190.14	220.31	242.85	314.98	416.39
应收和预付款项	148.85	123.33	139.82	216.02	303.65	412.02
存货	58.85	79.65	124.82	148.79	243.43	297.78
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	177.85	170.64	204.41	195.92	204.04	206.59
无形资产和开发支出	22.74	24.83	40.20	32.39	24.58	16.77
其他非流动资产	0.06	0.04	0.45	0.23	0.00	0.00
资产总计	564.95	588.63	730.01	836.20	1090.67	1349.55
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	52.24	37.65	86.33	81.70	158.77	172.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	10.62	4.44	7.22	7.22	7.22	7.22
负债合计	82.86	42.10	93.55	88.93	165.99	179.46
股本	293.76	293.76	440.64	440.64	440.64	440.64
资本公积	17.35	17.35	17.35	17.35	17.35	17.35
留存收益	169.13	233.58	174.70	285.67	463.31	709.03
归属母公司股东权益	480.24	544.68	632.69	743.66	921.29	1167.02
少数股东权益	1.85	1.85	3.76	3.62	3.39	3.07
股东权益合计	482.09	546.53	636.45	747.28	924.68	1170.09
负债和股东权益合计	564.95	588.63	730.01	836.20	1090.67	1349.55
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-15.94	79.84	140.80	85.69	184.68	242.65

投资性现金净流量	-48.86	7.66	-93.63	-19.55	-39.55	-39.55
筹资性现金净流量	-42.94	-49.82	-16.74	-43.60	-73.01	-101.70
现金流量净额	-107.74	37.56	30.17	22.54	72.12	101.41

资料来源：WIND，国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。