

# 恒宝股份（002104）公司研究报告

## 亦景气，亦龙头

分析师：文国庆

执业证书编号：S0300511010003

Email: wenguoqing@lxzq.com.cn

研究助理：黄继晨

日期：2013年6月19日

www.lxzq.com.cn

### 要点：

#### 1、明星产品：金融 IC 卡需求释放拉动中短期业绩。

历经十余年发展，公司已经成为国内金融票证及卡类产品的市场领军者，产品涵盖：银行磁条卡、银行 IC 卡、社保卡、通讯领域的 SIM 卡、移动支付卡和 USBKEY、税控盘等多类安全产品。

基于金融支付安全性的考虑，我国从去年起已经着手开展 EMV 迁移工作，所谓“EMV 迁移”即是由搭载集成电路芯片的金融 IC 卡替代传统磁条卡的过程。按照央行于 2011 年发布的《关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》：“2013 年 1 月 1 日起全国性商业银行均应开始发行金融 IC 卡；到 2015 年 1 月，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。”同时，央行相关领导的报告印证了我们对行业已步入高景气周期的判断，今年一季度国内金融 IC 卡发放量净增 6600 多万张，预计全年将发卡将超过 2 亿张，是 2012 年的两倍以上。

在上述背景下，我们估算未来四年国内金融 IC 卡发卡量将激增至年均 7 亿张的水平，而卡单价亦将随之下滑至 5 元左右。基于以上假设，我们认为未来三年金融 IC 卡市场将迎来黄金发展期，市场规模合计将超过 80 亿元人民币。恒宝是当前拥有银行总行入围资质最多的企业，今年有望凭借其强大的研发和商务能力，不断拓展市场份额至 23% 的领先水平。明星业务的爆发将引领公司业绩步入高速增长的“快车道”。

图表 1 金融 IC 卡业务步入高景气区间

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
金融 IC 卡新增发卡量（亿张）	1.00	2.05	3.50	6.00	7.20
卡单价（元）	12	9.2	7.5	6.3	5.3
单价降幅（%）	-	-23.3%	-18%	-17%	-15%
金融 IC 卡市场空间（亿元）	12.0	18.9	26.4	37.6	38.3
同比增速（%）	-	57.17%	40.00%	42.29%	2.00%
公司市场份额预计（%）	10%	21%	23%	21%	21%



联讯证券

收入规模预计（亿元）	1.2	4.0	6.1	7.9	8.0
------------	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：联讯证券投资研究中心

**2、金牛产品：手机 sim 卡市场份额领先，收购东方英卡切入中移动供应链。**

在传统手机 sim 卡领域，公司是中电信和中联通 SIM 卡的最大供应商，2010 年通过收购东方英卡正式成为中移动 sim 卡供应商，此后在中移动的招标份额持续提升，2012-2013 年度中标约 1.7 亿张，市场份额升至 23%，成为中移动的第二大供应商。但该项业务市场空间已近天花板，毛利率亦处于偏低水平，未来成长性较弱。

**3、移动支付卡：乘 sim 卡主力供应商之势，布局移动支付之未来。**

**3.1 多方博弈趋缓，核心利益方着力推动打开市场空间。**

2012年，央行发布的中国金融支付系列技术标准将13.65MHz确定为国内 NFC（近场支付）的技术标准。自此电信运营商与中国银联之间的标准博弈也暂时告一段落，双方都试图寻找利益的平衡点，变竞争为合作，共同培育这一庞大的潜在市场。

资料显示，在银联和各大商业银行的着力推动下，超过126万台受理终端（POS机）已经完成升级改造，移动支付的受理环境已经趋于成熟。另一方面，三大运营商也将移动支付业务作为提升用户粘性并创建入口级应用的绝好机会，三巨头也是动作频频：中移动于近日与银联共同推出了移动支付联合产品“手机钱包”，目标在13年发展300万用户；联通于5月末表示其手机近场支付平台已经开发完成并正在与银行对接；中电信也已在宁波、河北、东莞等地与当地商业银行合作，推广移动支付业务。在产业链核心环节的着力推动下，我们认为2013年无疑是国内移动近场支付大规模应用的元年，但由于当前具备NFC模块的手机终端的普及程度仍然较低，移动支付产业的爆发料将始自2014年。

2012 年移动支付sim卡（swp-sim）的卡单价处于30-35元的区间，我们假设在市场导入期，卡单价以10%/年的速度下降，而步入爆发期后，价格下滑幅度增长到15%/年，根据我们的估算，2014年起移动支付卡市场将迎来超高速发展，到2016年其市场空间有望达到30亿元。

图表 2 移动支付卡市场爆发在即

	2013E	2014E	2015E	2016E
swp-sim 新增发卡量（亿张）	0.12	0.4	0.95	1.5
卡单价（元）	30	27.0	23.0	19.5
单价降幅（%）	-	-10%	-15%	-15%
市场空间（亿元）	3.6	10.8	21.8	29.3
同比增速（%）	-	200.00%	101.88%	34.21%

资料来源：联讯证券投资研究中心

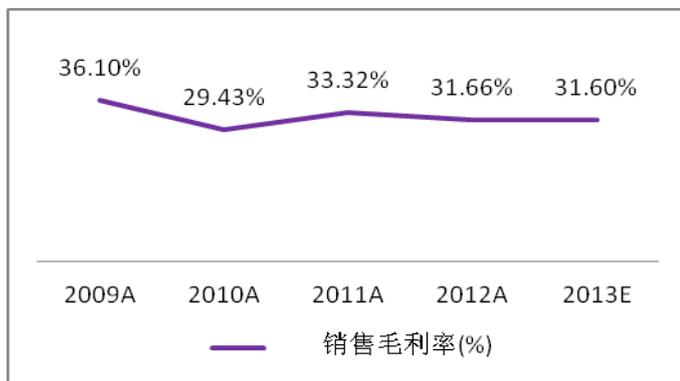
**3.2 产业爆发在即，运营商资源助公司占尽竞争优势。**

梳理整条移动支付产业链，由于成熟的芯片技术仍然掌握在国外厂商手中，因而国内企业中卡类制造商获益将最为直接。我们认为恒宝具备如下竞争优势：1) 技术储备充足，产品线较全：公司在移动支付领域技术领先，随着 swp-sim 成为电信运营商主推的产品形态，公司有望显著受益；2) 渠道优势：公司做为三大运营商传统手机sim卡的主力供应商，已率先成为中电信和联通的移动支付产品的最大供货商，2012年实现相关收入1.28亿元；如能在下半年获得中移动支付类产品供应资质，将如虎添翼；3) 规模铸就成本优势：公司规模化生产以及与运营商及银行间成熟的渠道架构将有利于降低单位产品的成本。综上，我们认为面对来势汹涌的移动支付大潮，恒宝最有希望成为新机遇下的“弄潮儿”。

**4、着力研发维稳毛利率，净利率或步入上升周期。**

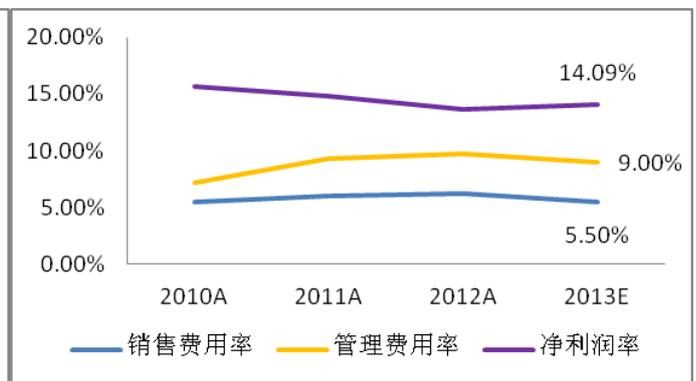
公司近年在营收快速增长的同时，毛利率依然保持稳定，我们认为这主要归功于规模化生产摊薄固定资产投入以及持续的研发使得产品更迭较好的顺应了卡类市场的发展。考虑到公司今年仍将继续壮大研发队伍、提升研发实力，我们认为毛利率趋势将得到延续，未来两年将维持在 30% 的水平。另一方面，随着较高单价的金融 IC 卡开始大规模替代传统银行磁条卡，公司有望呈现收入基数大增而费用率水平下降的态势。我们预计公司未来两年净利率水平将持续提升。

图表3 毛利率走势



资料来源：Wind，联讯证券投资研究中心

图表4 净利率或步入上升周期



资料来源：联讯证券投资研究中心

**5、高景气子行业中的龙头标的，给予“增持”评级。**

在宏观经济下行的大背景下，我们看好龙头标的在高景气细分行业中的股价表现。对比卡类产业链上的众多上市公司，恒宝在金融IC卡和传统手机sim卡领域的市场份额均进入TOP2，在移动支付产品方面布局较为完善、是中电信和联通的最大供货商，在社保卡和 USBkey 产品市场亦获得了高速增长，产品整体竞争力堪称行业领先。

我们预计公司 2013 和 2014 年每股收益分别为 0.41 和 0.55 元，对应市盈率：33 倍和 25 倍，净利润复合增长率达到 38%。公司占据行业优势地位，未来两年业绩成长的能见度较高，是我们在市场风格转换中主要关注的价值投资标的。首次覆盖，给予“增持”评级，6 个月合理估值 15.5 元，

对应 13 年市盈率 38 倍。（公司股本结构较佳，无创投类股东持股，无大非解禁。）

## 6、风险提示：

竞争加剧导致金融IC卡单价（毛利）快速下滑、未能进入中移动移动支付卡采购名单、经济下滑引发A股系统性风险

图表5 盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>一、营业收入</b>	775	930	1293	1706
增长率 (%)	-	20.00%	39.00%	32.00%
减：营业成本	517	636	884	1191
毛利率 (%)	33.29%	31.61%	31.60%	30.20%
营业税金及附加	4	7	10	12
减：销售费用	47	58	71	85
占收入百分比 (%)	6.06%	6.24%	5.50%	5.00%
管理费用	72	90	116	138
占收入百分比 (%)	9.29%	9.68%	9.00%	8.10%
财务费用	0	(1)	2	2
资产减值损失	3	19	15	15
加：投资收益	0	12	14	15
<b>二、营业利润</b>	133	133	208	278
营业利润率 (%)	17.16%	14.30%	16.09%	16.28%
营业外收入	4	17	8	8
营业外支出	4	3	3	3
<b>三、利润总额</b>	134	147	213	283
减：所得税	19	20	31	41
<b>四、净利润</b>	115	127	182	242
归属净利润	115	127	182	242
净利润率 (%)	14.84%	13.66%	14.09%	14.17%
少数股东损益	(1)	0	0	0
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>	<b>0.41</b>	<b>0.55</b>

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。