

2013年07月12日

恒宝股份 (002104.SZ)

中国卡王乘风起航

- **公司是中国“卡王”，是国内通信、金融卡类产品种类最多，产能最大，资质最全的生产企业。**在银行卡领域，公司保持25%左右的市场占有率，连续多年排名第一；在通信卡领域，公司是中国电信和中国联通SIM卡的最大供应商。在2012-2013年度中国移动智能卡项目招标中，市场份额从14%提升到24%，供应商排名跃升至第二位。在社保卡领域，目前公司已经入围13个省、22个城市的社保供应商。
- **金融IC卡发卡量有望超预期。**金融IC卡由于其安全性高、可靠性强、存储空间大等优点，已成为公认的全球统一标准，磁条卡向金融IC卡的迁移是行业发展的必然趋势。央行将推广金融IC卡作为重大金融战略。2013年1-4月银联标准IC卡累计发行9298万张，按这个速度，全年发卡量有望达到3亿张，远超市场预期。预计2015年金融IC卡市场规模将超过60亿元。
- **近场支付SIM卡明年开始放量。**近场支付产业链各方达成共识，今年6月中国银联与中国移动合力打造的移动支付平台正式上线，移动支付开始进入加速推广期。近场支付规模发展条件成熟。近场支付SIM卡今年开始预热，明年有望放量。
- **社保卡加载金融功能，发卡量持续扩大。**人社部计划2013年开始全国范围内推广社保金融卡，2015年全国社保卡发放量达到8亿张，覆盖60%人口，“十二五”末期基本实现社保卡普遍具有金融功能的目标。
- **公司核心竞争优势：决策机制灵活，市场反应迅速；研发实力突出，技术储备丰富；成本控制力强，盈利能力突出；公司的净资产收益率长期稳定在17%左右的水平，显著高于竞争对手，突出的费用控制能力和资产运营效率使其盈利能力长期稳定保持在非常高的水平。**
- **投资建议：**公司同时受益于银行卡、通信卡的升级，以及社保卡加载金融功能所带来的发卡量持续扩大，业绩确定性和弹性都较高。我们预计公司2013年-2015年的EPS分别为0.41元、0.59和0.78元，上调评级至“买入-A”，6个月目标价为16.4元，对应2013年40倍PE。
- **风险提示：**发卡量低于预期；竞争激烈导致毛利率下滑。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	774.9	929.9	1,216.1	1,631.6	2,380.7
净利润	115.2	127.3	179.5	261.0	343.9
每股收益(元)	0.26	0.29	0.41	0.59	0.78
每股净资产(元)	1.60	1.84	2.04	2.34	2.73

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	51.6	46.7	33.1	22.8	17.3
市净率(倍)	8.5	7.4	6.6	5.8	4.9
净利润率	14.9%	13.7%	14.8%	16.0%	14.4%
净资产收益率	16.2%	15.7%	19.9%	25.3%	28.6%
股息收益率	0.0%	1.1%	1.5%	2.2%	2.9%
ROIC	27.7%	23.1%	31.2%	42.0%	53.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

通信终端及配件

投资评级

买入-A

调高评级

6个月目标价

16.40元

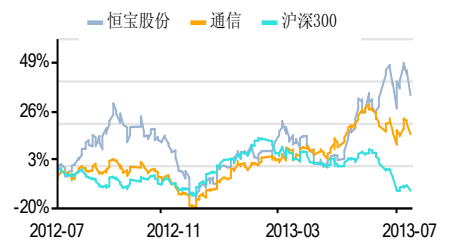
股价(2013-07-11)

13.49元

交易数据

总市值(百万元)	5,569.69
流通市值(百万元)	4,301.65
总股本(百万股)	440.64
流通股本(百万股)	340.32
12个月价格区间	7.72/13.69元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	16.89	45.35	55.11	
绝对收益	3.95	32.22	44.62	

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

侯利

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020031
houli@essence.com.cn
010-66581842

相关报告

- 卡类制造龙头，受益行业拐点 2013-06-16
- 恒宝股份：中报业绩平稳增长：恒宝股份2009年中报点评 2009-08-13
- 恒宝股份：毛利率大幅提升，新产品和海外市场均获突破：恒宝股份08年年报点评 2009-03-25

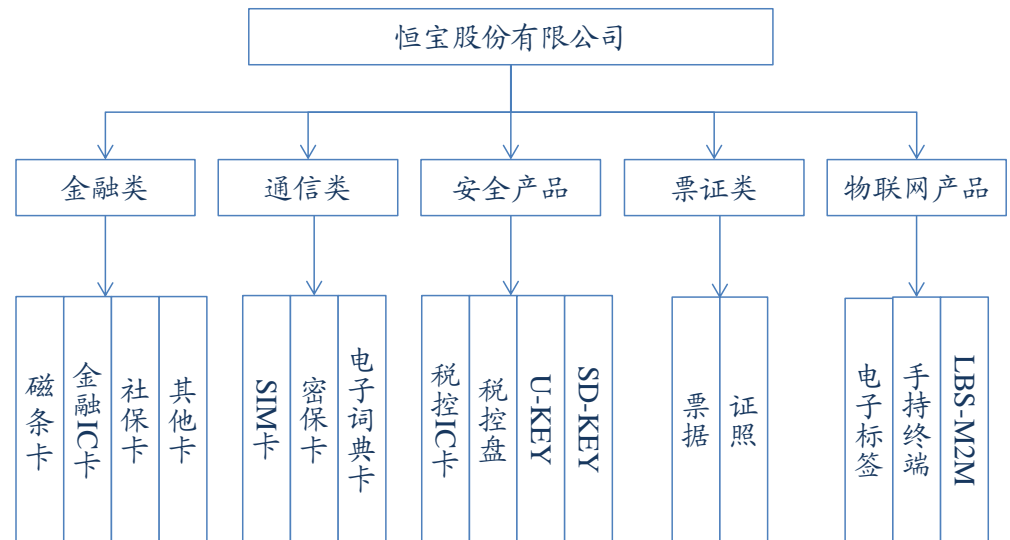
目录

1. 国内最大的卡类制造企业.....	3
2. 银行、通信卡双升级，迎来发展新机遇.....	3
2.1. 金融 IC 卡进入爆发期.....	3
2.1.1. 政策大力推动，金融 IC 卡发行提速.....	3
2.1.2. 2013 年金融 IC 卡发卡量有望超预期.....	4
2.2. 近场支付启动，助推 SIM 卡大规模升级改造.....	5
2.2.1. 产业链各方达成共识，近场支付启动在即.....	5
2.2.2. SIM-SWP 方案最具前景，SIM 卡升级需求即将释放.....	7
2.3. 社保卡加载金融功能，发卡量持续扩大.....	9
3. 渠道优势显著，龙头地位稳固.....	10
4. 公司核心竞争优势分析.....	10
4.1. 决策机制灵活，市场反应迅速.....	10
4.2. 研发实力突出，技术储备丰富.....	10
4.3. 成本控制力强，盈利能力突出.....	11
5. 盈利预测与投资建议.....	12
5.1. 盈利预测.....	12
5.2. 投资建议.....	14
6. 风险提示.....	14
6.1. 金融 IC 卡发卡量低于预期.....	14
6.2. 移动支付推广低于预期.....	14
6.3. 竞争激烈导致毛利率下滑.....	14

1. 国内最大的卡类制造企业

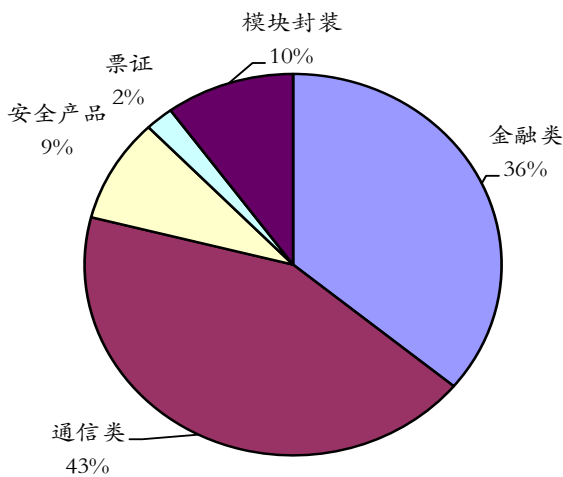
公司是国内通信、金融卡类产品种类最多，产能最大，资质最全的生产企业。2012年，公司卡类销售量高达7.45亿张，堪称“卡王”。

图1：公司主要产品一览



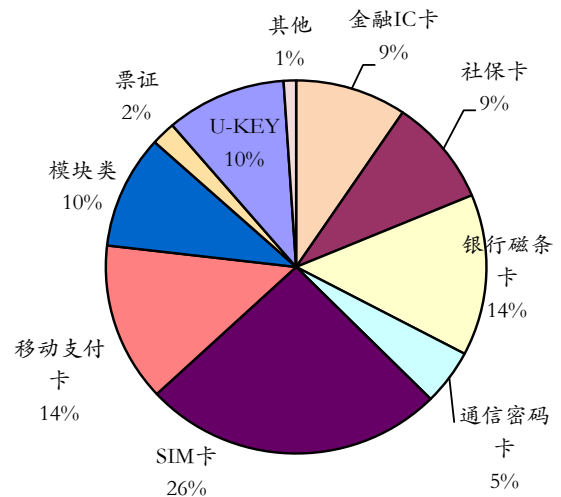
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图2：主营业务收入按业务类别构成



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图3：主营业务收入按产品种类构成



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2. 银行、通信卡双升级，迎来发展新机遇

2.1. 金融 IC 卡进入爆发期

2.1.1. 政策大力推动，金融 IC 卡发行提速

金融 IC 卡安全性高，EMV 迁移是必然趋势。银行磁条卡曾被全球银行业广泛采用，但其存在较大安全隐患，极易被他人盗刷。因此，国际三大银行卡组织 Europay、MasterCard 和 Visa 在 1993 年共同发起制定银行卡从磁条卡向智能 IC 卡转移（EMV 迁移）的技术标准。金融 IC 卡由于其安全性高、可靠性强、存储空间大等优点迅速得到市场认可，已成为公认的全球统一标准，磁条卡向金融 IC 卡的迁移是行业发展的必然趋势。

央行将推广金融 IC 卡作为重大金融战略。央行早在 2005 年 3 月就开始推广金融 IC 卡的试点工作，但由于系统、终端改造和更换卡片的成本较高，前期推广十分缓慢。2011 年 3 月，央行发布的《关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》明确了 EMV 迁移的时间表，并推出了一系列针对各大银行的约束性发卡安排，要求 2013 年起，境内所有受理银行卡的联网通用终端都能够受理金融 IC 卡；2015 年起停止发行磁条卡，全面发行金融 IC 卡。银联最新数据显示，截至 2013 年第一季度，商业银行、银联商务公司布放 POS 逾 736 万台，改造率达到 98%，ATM 逾 47 万台，改造率达到 96%。可见，金融 IC 卡受理环境改造已基本完成，为金融 IC 卡的大规模推广提供了有力保障。

在央行政策的保驾护航下，金融 IC 卡发行全面加速。截至 2012 年底，全国金融 IC 卡累计发行 1.23 亿张，较 2011 年底（2,441.3 万张）增长 402.7%，这一过程中，国有商业银行是发卡主力。2013 年起，全国性商业银行也加入到发卡大军中，将进一步推动金融 IC 卡跨越式增长。

图 4：EMV 迁移大事记



数据来源：安信证券研究中心

表 1：金融 IC 卡受理环境改造和发行时间表

项目	时间	内容
金融 IC 卡受理环境改造	2011 年 6 月底前	直联销售点终端 (POS) 能够受理金融 IC 卡；
	2011 年年底前	全国性商业银行布放的间联 POS 能够受理金融 IC 卡；
	2012 年 12 月底	全国性商业银行布放的自动柜员机 (ATM) 能够受理金融 IC 卡；
	2013 年起	境内所有受理银行卡的联网通用终端都能够受理金融 IC 卡；
金融 IC 卡发行	2011 年 6 月底前	国有商业银行工、农、中、建、交和招商、邮储银行开始发行金融 IC 卡
	2013 年 1 月 1 日前	全国性商业银行应开始发行金融 IC 卡； 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。即 2015 年起停止发行磁条卡，全面发行金融 IC 卡。
	2015 年 1 月 1 日起	

数据来源：《关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》，安信证券研究中心

2.1.2. 2013 年金融 IC 卡发卡量有望超预期

2013 年金融 IC 卡发卡量有望达到 3 亿张，远超市场预期。此前，市场普遍预期 2013 年金融 IC 卡发卡量在 2 亿张左右。银联最新的数据显示，2013 年 1-4 月，银联标准 IC 卡发卡量分别为 1928、1826、2774、2770 万张，累计发行 9298 万张，IC 卡发卡量占全国

银行卡同期新增总量的比重从2012年的16%上升到目前的40%左右。若按照这个速度，2013年金融IC卡全年发卡量有望达到3亿张，远超市场预期。

图5：银联标准IC卡月度新增发卡量



数据来源：银联，安信证券研究中心

预计2015年金融IC卡市场规模将超过60亿元。我们对金融IC卡市场规模进行了测算：假设2013-2015年银行卡新增发行量保持15%的年均复合增长率。在这一过程中，金融IC卡的渗透率从2013年的44%提高到2015年的99%。金融IC卡单价方面，大规模发卡将导致市场竞争日趋激烈，卡片单价将逐步下降。但鉴于目前国内的主要银行卡供应商稳定在10家左右，短期内价格大幅跳水的可能性较小。根据测算结果，我们预计2013-2015年金融IC卡的市场规模分别达到26.64、43.33、61.66亿元。

表2：国内金融IC卡市场规模测算

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
银行卡累计发行量 (亿张)	24.15	29.49	35.34	42.07	49.80	58.70
银行卡新增发行量 (亿张)	3.49	5.34	5.85	6.73	7.74	8.90
同比增速	31.4%	53.0%	9.6%	15.0%	15.0%	15.0%
金融IC卡累计发行量(亿张)	0.06	0.24	1.23	4.19	9.60	18.41
金融IC卡新增发行量(亿张)	0.02	0.19	0.98	2.96	5.42	8.81
同比增速		755.1%	422.6%	201.1%	83.0%	62.6%
渗透率	0.6%	3.5%	16.8%	44.0%	70.0%	99.0%
金融IC卡单价 (元)	18	15	11	9	8	7
金融IC卡市场规模 (亿元)	0.40	2.82	10.81	26.64	43.33	61.66
同比增速		612.6%	283.2%	171.0%	62.6%	42.3%

数据来源：安信证券研究中心预测

2.2. 近场支付启动，助推SIM卡大规模升级改造

智能终端普及和电子商务发展推动移动支付行业蓬勃发展。随着智能手机、平板电脑等智能终端的普及，电子商务市场的发展以及支付模式的创新等，移动支付产业蓬勃发展，艾瑞咨询数据显示，2012年我国移动支付市场规模达到1511亿元，预计2016年达到13583亿元，年均复合增速高达73.14%。过去几年，远程支付是移动支付快速增长的主力，随着近场支付产业链各方达成共识以及受理环境的成熟，近场支付有望迎来高速增长期。

2.2.1. 产业链各方达成共识，近场支付启动在即

近场支付涉及的产业链复杂。近场支付涉及电信运营商、银联、第三方支付服务商、手机厂家、商家、用户等多个环节，以及央行和工信部两大监管部门，利益链较为复杂。

银联和运营商之间为了争夺行业主导权展开了长达 3 年的拉锯战，银联主推基于 13.56MHz 的 NFC 技术，中国移动主推基于 2.4GHz 的 RF-SIM 技术。双方均希望通过推行各自的技术标准以确立在行业中的主导地位，其他参与方则多持观望态度。近场支付标准之争导致行业进展缓慢，大大阻碍了移动支付的大规模应用和发展。

图 6：近场支付涉及的产业链长且复杂



数据来源：安信证券研究中心

表 3：近场支付 13.56MHz 方案和 2.4GHz 方案比较

	13.56MHz 方案	2.4GHz 方案
特点	13.56MHz 的频率范围内，能在大约 10cm 范围内建立设备之间的连接；	2.4GHz 的频率范围内，通信距离 10-500cm，单向支持 10m 数据连接
优点	被广泛使用的国际标准； 终端普及，受理环境好；	能够穿透手机后盖，有效作用距离远； 无需更换手机
缺点	有效距离短，射频信号容易被手机后盖屏蔽； 一般需要更换 SIM 卡。	终端网络重构成本较高； 中国移动自主研发，市场基础较差；

数据来源：安信证券研究中心

产业链各方达成共识。2012 年 4 月，央行召集商业银行、银联、运营商等 40 多家产业相关方，成立了移动支付标准编写组。中国银联主导的 13.56M 被确定为移动支付的标准，移动支付标准之争尘埃落定。2012 年 12 月，央行正式发布移动支付系列技术标准，该标准涵盖了应用基础、安全保障、设备、支付应用、联网通用 5 大类 35 项标准，从产品形态、业务模式、联网通用、安全保障等方面明确了系统化的技术要求，为近场支付普及提供技术规范。

移动支付平台正式上线，近场支付规模发展条件成熟。今年 6 月，中国银联与中国移动合力打造的移动支付平台宣布正式上线。该平台以 TSM（可信服务管理）系统为核心，为各方提供基于安全支付载体的智能卡应用发行和管理服务平台，可将用户的银行卡、公交卡、校园一卡通、会员卡等多种实体卡电子化，是联接移动支付产业各方的“桥梁”。中行、中信、光大、民生、广发、浦发、上海银行、北京银行等商业银行都完成了与移动支付平台的对接，其他商业银行也正陆续接入。日前，该业务已在十余个城市对用户

开放办理。据我们了解，银联内部已达成共识，准备全力配合中国移动推广移动支付平台。近场支付规模发展的条件已经成熟。

表 4：近场支付标准之争大事记

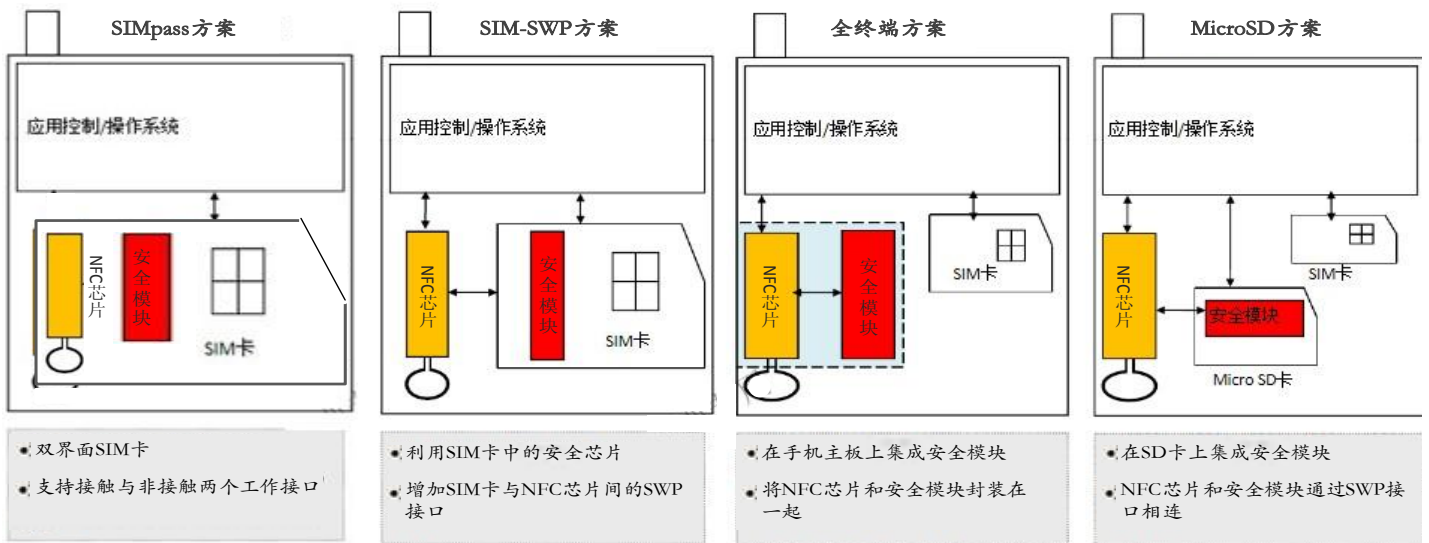
时间	内容
2008 年 1 月	由银联牵头、多家银行参与的 NFC 技术手机支付试点项目在上海投入运营；
2009 年 9 月	中国移动推出 2.4GHz 的 RFID-SIM 移动支付标准，并在湖南、重庆等 11 地大规模推广；
2009 年 12 月	中国电信开始推广 RFID-UIM 卡，并在江苏高校推广应用 SIMPass 技术；
2010 年 5 月	中国联通在上海世博会上开始推 NFC 手机近场支付，同年推广 SIMPass 技术；
2012 年 4 月	央行集合商业银行、银联、移动通信运营商等 40 多家产业相关方，成立了移动支付标准编写组，银联主导的 13.56MHz 最终确定主标准；
2012 年 6 月	中国移动与中国银联在上海签署移动支付业务合作协议，双方将共同推出基于 NFC 的手机近场支付通信标准和银行支付标准；
2012 年 12 月	央行正式发布中国金融移动支付系列技术标准，该标准涵盖了应用基础、安全保障、设备、支付应用、联网通用 5 大类 35 项标准，从产品形态、业务模式、联网通用、安全保障等方面明确了系统化的技术要求；
2013 年 6 月	中国银联与中国移动合力打造的移动支付平台宣布正式上线。移动支付平台可将移动用户的银行卡、公交卡、校园一卡通、会员卡等多种实体卡电子化，用户通过手机钱包客户端下载电子卡应用到 NFC-SIM 卡后，拿着 NFC 手机便可实现多种功能。目前，中行、中信、光大、民生等 9 家银行已完成与移动支付平台的对接，其他商业银行也在陆续接入中。

数据来源：安信证券研究中心

2.2.2. SIM-SWP 方案最具前景，SIM 卡升级需求即将释放

SIM-SWP 方案能够平衡多方利益，最具发展前景。基于 NFC 技术的近场支付解决方案主要包括 SIMpass 方案、NFC-SWP 方案、全终端方案、MicroSD 方案四类，不同方案主要取决于安全模块 SE (Secure Element) 的位置。其中，SIM-SWP 方案的 NFC 芯片和安全模块相互分离，支付等安全类应用等加载在 SIM 卡上，非安全类应用及其他应用安装在手机客户端上。我们认为，NFC-SWP 方案最具发展前景，原因如下：1、SWP 是通用开放的国际标准；2、带 NFC 模块的智能终端逐渐普及，不再成为障碍；3、该方案的用户账户和手机 SIM 绑定，更换手机不会影响移动支付账户的使用；4、该方案需要运营商、银联、手机厂商等共同参与，对多方利益的良好平衡利于获得产业链各方的认可与推广。从推广形势来看，三大运营商先后确认了 SWP 方案的主流地位，目前正处于多形态向 SWP 卡过渡的时期。

图 7: 基于 NFC 技术的近场支付解决方案



数据来源: 互联网, 安信证券研究中心

表 5: 三大运营商先后肯定了 SWP 方案的地位

运营商	内容
中国移动	2012 年 6 月 21 日, 中国移动与中国银联在上海签署了《关于移动支付业务合作框架协议》, 就采取 NFC-SWP 技术标准达成一致意见。
中国联通	2012 年 11 月 26 日, 中国联通和招商银行联合推出国内第一个正式商用的基于 NFC 手机 SWP 协议的移动支付解决方案, 并首次发行 NFC 移动支付 SWP 卡, 该产品将于 2012 年 12 月率先在上海商用, 后续将推向全国。
中国电信	2013 年 1 月 14 日, 在“2013 电信 CDMA 终端产业链年会”上, 中国电信董事长王晓初透露公司将选择 NFC-SWP 方式来发展手机钱包, 并将启动试点。

数据来源: 安信证券研究中心

近场支付 SIM 卡今年开始预热, 明年有望放量。在 SIM-SWP 方案下, 移动支付用户需要更换装有安全模块的 SIM 卡, 近场支付的大规模发展必然带来 SIM-SWP 卡的大量更新需求。中国移动表示, 计划 2013 年销售 1000 多万台 NFC 手机终端, 逐步对移动用户默认发放带有 NFC 功能的 SIM 卡, 将规模采购 SIM-SWP 卡。我们预测, 2013 年移动支付卡发卡量将达到 1200 万张左右, 对应的市场规模约 1.92 亿元; 2014 年, 移动支付卡发卡量开始放量, 在智能手机中的渗透率达到 8% 左右, 对应市场规模约 10.59 亿元。

表 6: 国内移动支付卡市场规模预测

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
手机用户数量 (亿人)	12.01	12.61	12.99	13.38	13.78
同比增速		5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
智能手机用户数量 (亿人)	6.01	8.83	11.69	12.71	13.51
同比增速		46.92%	32.39%	8.73%	6.29%
移动支付卡数量 (亿张)	0.12	0.71	1.87	3.18	4.05
渗透率	2.0%	8.0%	16.0%	25.0%	30.0%
移动支付卡单价 (元)	16	15	14	12	12
移动支付卡市场规模 (亿元)	1.92	10.59	26.19	38.13	48.62

同比增速

451.3%

147.2%

45.6%

27.5%

数据来源：安信证券研究中心预测

2.3. 社保卡加载金融功能，发卡量持续扩大

社保卡加载金融功能，民生服务效应拓展新需求。2011年7月，人力资源社会保障部和人民银行联合发布《关于社会保障卡加载金融功能的通知》，提出在社保卡上加载银行业务应用。社保金融卡不仅具有信息记录、信息查询、业务办理等社会保障卡的基本功能，还可作为银行卡使用，具有现金存取、转账、消费等金融功能。人社部计划2013年开始全国范围内推广社保金融卡，2015年全国社保卡发放量达到8亿张，覆盖60%人口，“十二五”末期基本实现社保卡普遍具有金融功能的目标。社保金融卡逐渐成为我国金融服务民生的一大亮点。

表7：社保金融卡发展规划

时间	内容
2011-2012年	试点阶段,人社部和央行将共同制定社保卡加载金融功能的总体方案、标准规范,确定应用模式和管理机制,并在具备条件的地区进行单一芯片卡应用试点;
2013年	全面推广阶段,所有地区新发社保卡均为加载金融功能的单一芯片卡;
2015年	全国统一社保卡发卡数量达到8亿张,覆盖全国约60%的人口。

数据来源：安信证券研究中心

图8：社保金融卡同时支持社保应用和金融应用



数据来源：互联网，安信证券研究中心

未来几年社保卡市场规模稳定在10亿元左右。根据人社部对社保部的发展规划，我们对未来几年社保卡发卡量做了测算。预计2013年至2015年社保卡新增发行量分别达到1.49、1.50、1.61亿张，社保卡单价稳定在7元左右，市场规模约10亿元/年。

表8：社保卡市场规模测算

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
社保卡累计发行量 (亿张)	1.00	1.99	3.41	4.90	6.47	8.08
社保卡新增发行量 (亿张)		0.99	1.42	1.49	1.57	1.61
同比增速			43.4%	5.0%	5.0%	3.0%
社保卡单价 (元)	8.50	8.00	7.00	7.00	6.80	6.50
社保卡市场规模 (亿元)		7.92	9.94	10.44	10.65	10.48
同比增速			25.5%	5.0%	2.0%	-1.5%

数据来源：安信证券研究中心预测

3. 渠道优势显著，龙头地位稳固

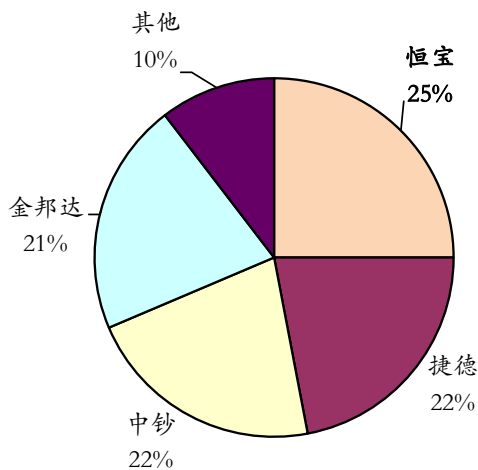
客户渠道优势突出，市场占有率领先。公司在全国设立了 24 个常驻营销点，负责产品市场开发和销售。

在银行卡领域，公司主要竞争对手有金邦达、北京中钞、黄石捷德、天喻信息、东港、东信和平等。公司的市场份额连续多年排名第一，保持 25% 左右的市场占有率。从目前金融 IC 卡入围情况来看，公司是总行入围资质最多的卡类企业，表明其与各大银行间的长期良好合作关系已延伸到金融 IC 卡领域。

在通信卡领域，公司连续多年是中国电信和中国联通 SIM 卡的最大供应商。2010 年，公司通过收购东方英卡“曲线”突破中国移动 SIM 卡供应商资质，成功实现三大运营商的全面覆盖。在 2012-2013 年度中国移动智能卡项目招标中，公司的 SIM 卡中标约 1.7 亿张，市场份额从 14% 提升到 24%，供应商排名跃升至第二位。我们认为，公司与运营商的良好关系有助于其拓展移动支付卡市场。2012 年，公司的移动支付产品已实现收入 1.28 亿元，在电信和联通的市场份额保持绝对领先；与此同时，公司正在中国移动进行相关产品的测试，成为中国移动的移动支付产品供应商指日可待。

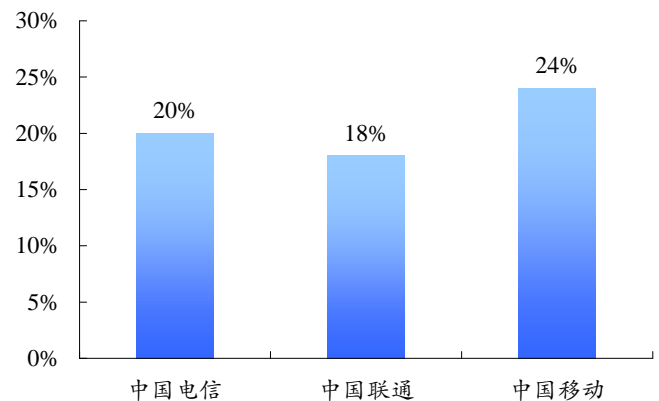
社保卡领域，目前公司已经入围 13 个省、22 个城市的社保供应商，为未来几年的社保卡市场的拓展奠定了坚实的基础。

图 9：磁条卡领域主要卡商的市场份额



数据来源：安信证券研究中心

图 10：公司在三大运营商的 SIM 卡占有率



数据来源：安信证券研究中心

4. 公司核心竞争优势分析

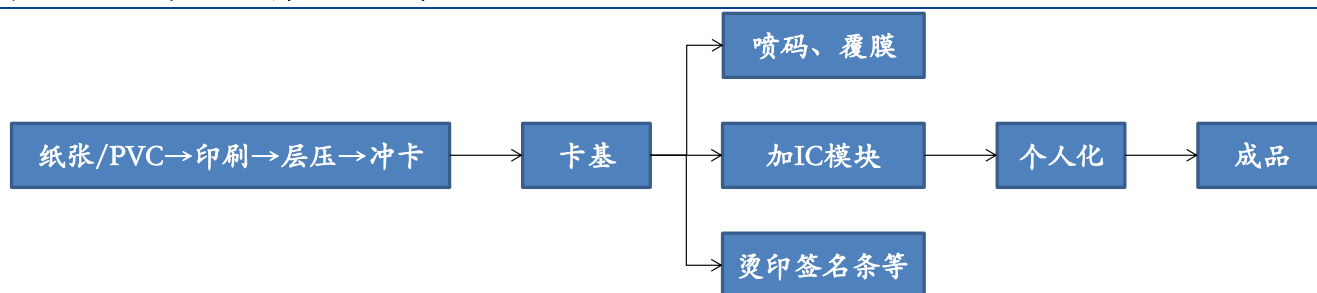
4.1. 决策机制灵活，市场反应迅速

在国内市场份额较高的十余家卡类制造企业中，金邦达和黄石捷德是国外卡商在国内的合资公司，其他主要竞争对手如北京中钞、天喻信息、东信和平等都有国资背景，公司是其中鲜有的民营企业。与其他制卡商相比，公司的决策机制更为灵活，对市场需求的反应十分迅速，这也是其与各大银行、运营商之间长期保持稳固合作关系的重要原因。

4.2. 研发实力突出，技术储备丰富

公司拥有智能卡生产领域最为完整的制造生产链，包括从 COS 操作系统开发、卡面设计、卡基生产、模块封装到个人化等，是国内取得相关资质最多、获得定点供应商资格最多的卡类制造企业之一。核心技术中，除了芯片外购外，COS 操作系统和卡基均为自主研发和生产，研发实力突出。我们认为，未来高端智能卡行业规模将不断扩大，公司丰富的行业应用经验和技術沉淀有望使其在高端智能卡领域长期保持领先地位。

图11: 公司拥有完整的卡产品制造生产链



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

表9: 公司技术特点和资质认证

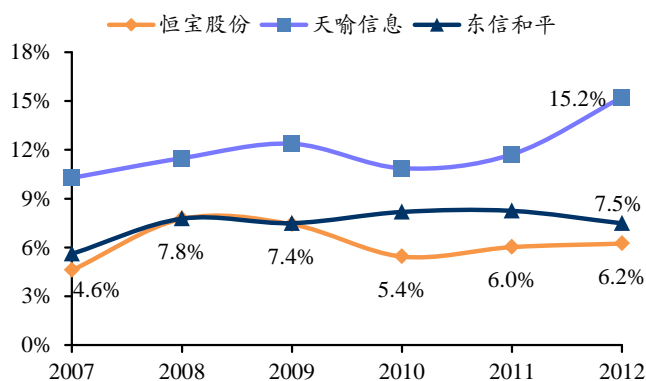
项目	内容
技术	高精细版纹及隐形图纹设计技术、防伪UV油墨印刷技术、高精度UV彩色专色印刷技术, 卡体层压成形技术、磁条敷贴技术、防伪膜带印刷技术、热熔胶封装技术、芯片防静电技术、低/高抗磁条检测技术、卡片安全个人化技术、密码数据安全生成技术、USB接口技术、安全中间件技术、专用读写器技术、SIM卡测试技术、增值服务平台技术等。
资质	维萨、万事达国际组织、中国银联空白卡和磁卡个人化特许制造商, 维萨、万事达国际组织金融IC卡封装商; 商用密码产品定点生产和销售企业, 拥有国家IC卡生产许可证及国家秘密载体复制许可证; 国家税务总局税控收款机推广项目税控卡指定供应商; 多家商业银行的金融卡入围生产企业; 多家商业银行的银行IC卡指定供应商; 中国移动充值卡指定供应商; 中国电信、中国联通和中国网通SIM卡、电话IC卡和充值卡指定供应商; 中国通信标准化协会会员、国家信息产业商会智能卡专业委员会会员、税控收款机国家标准工作组组员等。

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

4.3. 成本控制力强, 盈利能力突出

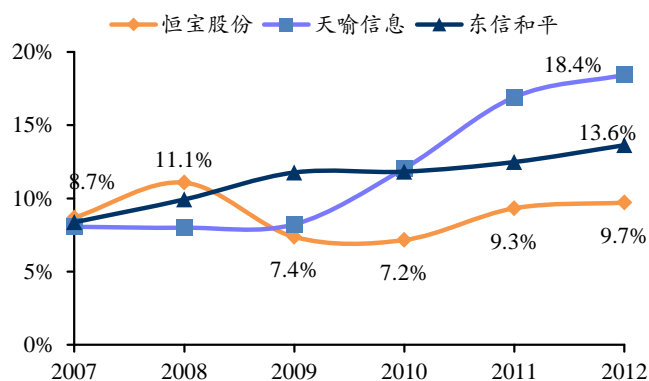
作为民营企业, 公司更加注重对成本费用的控制, 其销售费用率和管理费用率在同类上市公司中长期处于较低水平。2012年, 公司的销售费用率为6.2%, 低于天喻信息的15.2%和东信和平的7.5%; 管理费用率为9.7%, 低于天喻信息的18.4%和东信和平的13.6%。在如此有力的费用控制下仍能保持强大的渠道优势, 公司经营管理实力可见一斑。2012年, 资质认定、招标等事宜导致公司的费用率有小幅上升, 预计未来随着金融IC卡、移动支付卡前期工作的完成以及收入规模的扩大, 公司的费用率有望下降。

图12: 可比上市公司销售费用率对比



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图13: 可比上市公司管理费用率对比

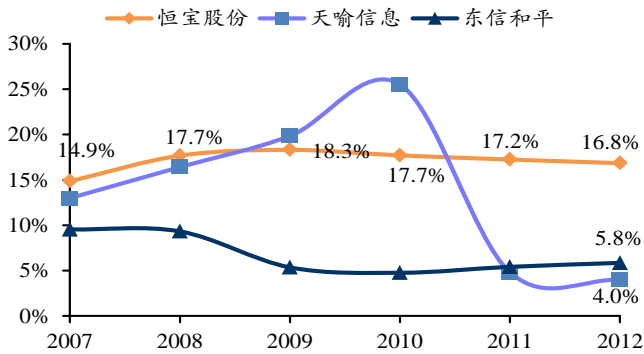


数据来源: Wind, 安信证券研究中心

公司的净资产收益率长期稳定在17%左右的水平, 显著高于竞争对手。我们运用杜邦分析法, 可以看出其优势是全方面的, 无论盈利能力还是运营效率都高人一等。以2012年

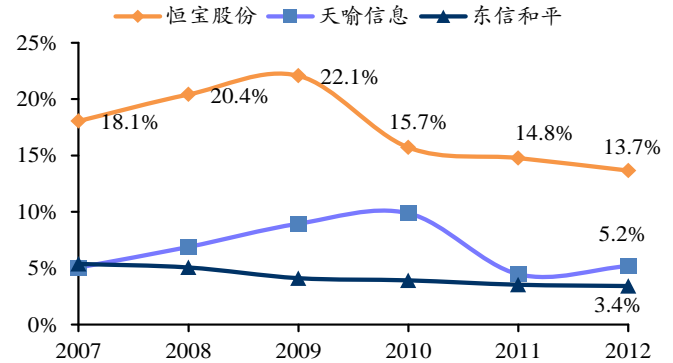
为例，公司的销售净利率高达 13.7%，而天喻信息、东信和平分别仅为 5.2% 和 3.4%；公司的总资产周转率为 0.96，在业内也处于最高水平；而其权益乘数在三家公司中是最低的，意味着公司的财务结构更为稳健。综合来看，突出的费用控制能力和资产运营效率使其盈利能力长期稳定保持在非常高的水平。

图 14: 可比上市公司净资产收益率对比



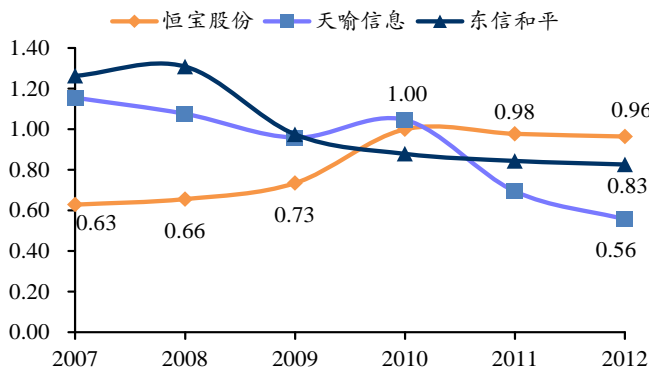
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 可比上市公司销售净利率对比



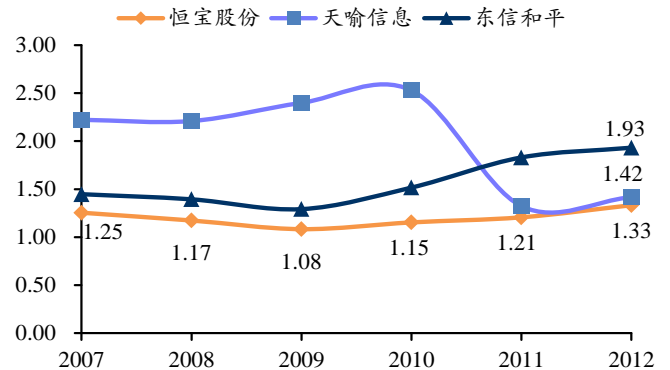
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 可比上市公司总资产周转率对比



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17: 可比上市公司权益乘数对比



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

2012 年，公司金融 IC 卡订单量为 1300 万张，市场占有率为 13.2%，其中 800 万张当年确认收入；社保卡销量 1230 万张，市场占有率约为 8.7%，移动支付卡销量 250 万张，是电信和联通的最大供应商。考虑到公司的卡类业务很好地顺应了行业发展方向，发展前景广阔；且组织结构清晰，费用控制力度强，盈利能力十分稳定。基于对行业前景和公司业务的判断，我们做出的核心假设如下：

- (1) 假设 2013-2015 年公司金融 IC 卡市场占有率分别提高到 18%、20% 和 22%，当年确认比例分别为 80%、85%、85%，收入增速为 377%、94%、55%；移动支付卡的市场占有率提高到 8%、15%、18%，收入增速为 -88%、934%、197%；社保卡的市场占有率提高到 15%、18%、20%，收入增速为 82%、22%、9%；U-KEY 收入增速为 40%、40%、30%；
- (2) 假设卡类业务的毛利率分别为 32%、31%、29%；模块类业务毛利率为 14%、14%、14%，票证类业务毛利率为 40%、40%、40%；软件类业务毛利率 50%、50%、50%；U-KRY 业务的毛利率为 35%、35%、35%。
- (3) 预计 2013~2015 年，销售费用率分别为 6.0%、6.0%、5.8%，管理费用率为 9.5%、

9.4%、9.3%。

表 10：销售收入预测

单位：百万	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入合计	929.9	1216.1	1631.6	2380.6	2923.2
同比增速	20.0%	30.8%	34.2%	45.9%	22.8%
金融 IC 卡					
营业收入	88.0	419.6	815.8	1260.1	1493.4
同比增速		376.9%	94.4%	54.5%	18.5%
市场占有率	13.2%	18.0%	20.0%	22.0%	22.0%
订单量 (亿张)	0.13	0.53	1.08	1.94	2.19
确认比例	61.5%	80.0%	85.0%	85.0%	85.0%
确认量 (亿张)	0.08	0.47	1.02	1.80	2.13
单价 (元)	11.0	9.0	8.0	7.0	7.0
移动支付卡					
营业收入	128.0	15.4	158.9	471.4	762.7
同比增速		-88.0%	933.6%	196.6%	61.8%
市场占有率		8.0%	15.0%	18.0%	20.0%
销售量 (亿张)	0.03	0.01	0.11	0.34	0.64
单价 (元)	48.0	16.0	15.0	14.0	12.0
社保卡					
营业收入	86.1	156.6	191.6	209.6	213.8
同比增速		81.8%	22.4%	9.4%	2.0%
市场占有率	8.7%	15.0%	18.0%	20.0%	20.0%
销售量 (亿张)	0.12	0.22	0.28	0.32	0.33
单价 (元)	7.0	7.0	6.8	6.5	6.5
银行磁条卡					
营业收入	130.0	78.0	39.0	0.0	0.0
同比增速	-30.9%	-40.0%	-50.0%	-100.0%	0.0%
通信 SIM 卡					
营业收入	44.7	46.0	47.4	48.8	50.3
同比增速		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
通信密码卡					
营业收入	44.7	46.0	47.4	48.8	50.3
同比增速		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
模块类					
营业收入	91.3	93.2	95.0	96.9	98.9
同比增速	-21.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
票证					
营业收入	19.2	21.1	23.3	25.6	28.1
同比增速	-19.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
U-key					
营业收入	95.0	133.0	186.2	242.1	314.7
同比增速		40.0%	40.0%	30.0%	30.0%
软件类					
营业收入	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5

同比增速	-65.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
------	--------	-------	-------	-------	-------

数据来源：安信证券研究中心预测

表 11：毛利率预测

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
卡类	33.3%	32.0%	31.0%	29.0%	29.0%
模块类	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
票证	40.5%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
软件类	96.9%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
U-KEY	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：安信证券研究中心预测

表 5：期间费用率预测

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
销售费用	58.0	73.0	97.9	138.1	169.5
销售费用率	6.2%	6.0%	6.0%	5.8%	5.8%
管理费用	90.3	115.5	153.4	221.4	271.9
管理费用率	9.7%	9.5%	9.4%	9.3%	9.3%

数据来源：安信证券研究中心预测

5.2. 投资建议

预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 12.2 亿元、16.3 亿元和 23.8 亿元，净利润分别为 1.8 亿元、2.6 亿元和 3.4 亿元，EPS 分别为 0.41、0.59 和 0.78 元。公司同时受益于银行卡、通信卡的升级，以及社保卡加载金融功能所带来的发卡量持续扩大，业绩确定性和弹性都较高。参考同行业上市公司估值水平我们参考同行业上市公司估值水平，给予 2013 年 40 倍 PE，目标价 16.4 元，上调评级至“买入-A”。

表 6：卡类制造上市公司盈利预测与估值

公司简称	代码	股本 (亿股)	股价 (元)	EPS (元)				市盈率 (X)			
				2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E
恒宝股份	002104.SZ	4.41	13.49	0.29	0.41	0.59	0.78	46.5	33.1	22.8	17.3
天喻信息	300205.SZ	2.15	20.00	0.28	0.37	0.51	0.60	71.4	53.4	39.3	33.6
东信和平	002017.SZ	2.18	10.32	0.18	0.27	0.38	0.50	58.3	38.2	27.2	20.6
均值								58.8	41.6	29.7	23.8

数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：其他上市公司的每股收益为基于 wind 一致预期的中值

6. 风险提示

6.1. 金融 IC 卡发卡量低于预期

央行规定 2013 年起全国性商业银行都应开始发行金融 IC 卡，但各大银行的发卡进度存在较大的不确定性，可能导致金融 IC 卡发卡量低于预期。

6.2. 移动支付推广低于预期

移动支付面临着用户消费习惯尚未养成等问题，可能导致其推广进程低于预期。

6.3. 竞争激烈导致毛利率下滑

大规模发卡可能导致市场竞争日趋激烈，导致卡片价格的下降，压缩毛利空间。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年07月12日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	774.9	929.9	1,216.1	1,631.6	2,380.7	成长性					
减:营业成本	516.7	635.5	838.0	1,074.6	1,617.2	营业收入增长率	16.9%	20.0%	30.8%	34.2%	45.9%
营业税费	3.7	6.6	6.9	9.6	14.8	营业利润增长率	23.1%	-0.3%	49.5%	48.0%	31.6%
销售费用	46.7	58.0	73.0	97.9	138.1	净利润增长率	10.5%	10.5%	40.9%	45.4%	31.8%
管理费用	72.3	90.3	115.5	153.4	221.4	EBITDA 增长率	21.5%	2.0%	41.6%	44.5%	29.4%
财务费用	-0.2	-0.6	-	-	-	EBIT 增长率	23.9%	-0.6%	50.2%	48.0%	31.6%
资产减值损失	2.5	18.8	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	23.0%	0.3%	49.7%	47.9%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	11.0%	9.8%	3.5%	37.0%
投资和汇兑收益	-	11.6	18.0	-	-	净资产增长率	11.0%	14.5%	11.1%	14.4%	16.6%
营业利润	133.3	132.9	198.8	294.2	387.2	利润率					
加:营业外净收支	0.2	13.9	8.8	7.7	10.1	毛利率	33.3%	31.7%	31.1%	34.1%	32.1%
利润总额	133.5	146.9	207.6	301.8	397.4	营业利润率	17.2%	14.3%	16.3%	18.0%	16.3%
减:所得税	19.1	19.8	28.7	41.8	54.5	净利润率	14.9%	13.7%	14.8%	16.0%	14.4%
净利润	115.2	127.3	179.5	261.0	343.9	EBITDA/营业收入	20.2%	17.2%	18.6%	20.0%	17.8%
						EBIT/营业收入	17.2%	14.2%	16.3%	18.0%	16.3%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	94	92	71	53	38
货币资金	208.6	254.9	291.9	399.9	340.0	流动营业资本周转天数	94	95	88	74	69
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	246	261	244	216	196
应收帐款	122.9	134.6	189.7	254.2	393.1	应收帐款周转天数	49	50	48	49	49
应收票据	-	-	4.3	1.4	2.8	存货周转天数	78	85	76	66	68
预付帐款	31.0	27.0	56.8	50.7	111.0	总资产周转天数	368	374	331	280	241
存货	211.0	229.0	283.1	313.9	584.6	投资资本周转天数	210	202	171	135	112
其他流动资产	-	130.0	50.0	60.0	80.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	15.7%	19.9%	25.3%	28.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.4%	11.8%	15.4%	18.8%	19.0%
长期股权投资	3.0	21.0	21.0	21.0	21.0	ROIC	27.7%	23.1%	31.2%	42.0%	53.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	228.1	246.5	231.5	251.2	247.8	销售费用率	6.0%	6.2%	6.0%	6.0%	5.8%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	9.3%	9.7%	9.5%	9.4%	9.3%
无形资产	33.3	29.9	27.6	25.3	23.0	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	15.3%	15.9%	15.5%	15.4%	15.1%
资产总额	852.2	1,077.4	1,159.1	1,381.0	1,807.0	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	17.1%	24.9%	22.5%	25.6%	33.7%
应付帐款	126.7	238.3	230.0	320.1	566.5	负债权益比	20.6%	33.2%	29.1%	34.4%	50.8%
应付票据	-	1.0	3.6	1.3	3.9	流动比率	4.25	2.98	3.48	3.14	2.52
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.68	2.10	2.35	2.23	1.55
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-585.05	-214.54			
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	145.8	268.8	261.0	353.5	608.6	DPS(元)	-	0.15	0.20	0.30	0.39
少数股东权益	3.0	-	-0.6	-1.6	-2.7	分红比率	0.0%	51.9%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	440.6	440.6	440.6	440.6	440.6	股息收益率	0.0%	1.1%	1.5%	2.2%	2.9%
留存收益	262.9	368.2	458.0	588.5	760.4						
股东权益	706.4	808.6	898.0	1,027.5	1,198.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.26	0.29	0.41	0.59	0.78
净利润	114.5	127.0	179.5	261.0	343.9	BVPS(元)	1.60	1.84	2.04	2.34	2.73
加:折旧和摊销	23.7	27.5	27.3	32.5	35.7	PE(X)	51.6	46.7	33.1	22.8	17.3
资产减值准备	2.5	18.8	-	-	-	PB(X)	8.5	7.4	6.6	5.8	4.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	185.1	81.7	47.3	24.8	52.5
财务费用	0.9	1.1	-	-	-	P/S	7.7	6.4	4.9	3.6	2.5
投资损失	-	-11.6	-18.0	-	-	EV/EBITDA	24.7	24.0	25.0	17.0	13.2
少数股东损益	-0.7	-0.3	-0.6	-1.0	-1.1	CAGR(%)	31.4%	39.2%	19.8%	31.4%	39.2%
营运资金的变动	-40.5	-35.5	-69.7	-4.1	-236.5	PEG	1.6	1.2	1.7	0.7	0.4
经营活动产生现金流量	100.1	247.8	118.5	288.5	142.0	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-68.9	-185.7	8.0	-50.0	-30.0	REP					
融资活动产生现金流量	-44.1	-23.3	-89.5	-130.5	-171.9						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
卖出—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
B—较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、侯利分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

