



内外共振，公司进入加速成长期

2013. 09. 08

王聪(高级分析师)

电话: 020-88836109
邮箱: wangc_a@gzgzs.com.cn
执业编号: A1310512110004

● **有别于市场的观点:** 1、长期激励机制出台推动公司管理全面改善。2、公司具备业绩高成长的能力、潜力、动力。2、公司由产品向服务转型将初见成效，打开公司成长空间。

● **内外共振，公司进入加速成长期。内因:** 公司作为 IT 国企推出 10 年激励股份高达公司总股本的 10% 的激励计划，将使公司的所有者、经营者利益一致，使公司具备成长的内生动力。**外因:** 主业需求高涨，具备业绩高增长的外部条件；持续加大研发投入，转型“产品+服务”，内生外延方式打开公司成长空间。内外共振将推动公司进入加速成长期。

● 公司业绩高成长能力、潜力、动力兼备

1、能力：社保卡、IC 卡需求叠起。 社保卡、金融 IC 卡 2013 年新增量预计分别将超 1.5 亿张、2 亿张，金融 IC 卡增速超 100%。社保卡和金融 IC 卡的需求叠加，使公司业绩具备高增长的能力。

2、潜力：人均产出、费用、存货挖潜空间大。 公司在费用控制、存货管控、人均产出与行业可比公司差距较大。人均产出：公司和恒宝 13H1 为 26.7 万元、50 万元；费用率：公司和恒宝 13H1 为 23.11%、17.57%；存货：公司和恒宝 13H1 占营收比为 75.16%、63.8%。随着激励机制出台，公司治理水平将大幅提升，内部挖潜将成为业绩增长的重要源泉。

3、动力：长期激励机制出台，所有者、经营者利益一致，使公司具备成长的内生动力。

● **由产品向服务转型，打开公司成长空间。** 公司 2012 年研发费用达 8400 万元，最近 3 年复合增速达 30%；为公司由产品向服务转型奠定坚实基础。随着移动支付卡、金融 IC 卡的普及，基于卡的增值服务市场空间过 100 亿，公司占据天时地利人和优势，内生外延将打开成长空间。

● **未来催化剂：**金融 IC 卡/公用事业卡需求超预期；产业链拓展延伸。

● **盈利预测与估值。** 预计 2013-2015 年归属母公司的净利润为 4427 万元、7889 万元和 12888 万元，EPS 为 0.20 元、0.36 元和 0.59 元，对应 PE 为 69、39 和 24。10 年 10% 股比激励计划开启公司成长之路，最近 3 年业绩复合增速高达 71%，上调公司评级为“强烈推荐”，目标价 19.8 元。

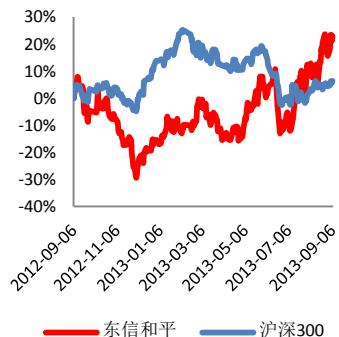
● **风险提示：**去库存受阻；社保卡、金融 IC 卡需求不如预期。

强烈推荐(上调)

现价:	13.95
目标价:	19.80
股价空间:	42%

通信行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
东信和平	8.98	20.99	23.56
通信	3.30	19.97	33.22
沪深 300	2.80	-6.73	-11.03

基本资料

总市值 (亿元)	30.47
总股本 (亿股)	2.18
流通股比例	99.54%
资产负债率	47.39%
大股东	普天东方通信集团有限公司
大股东持股比例	29.62%

相关报告

- 《主业需求旺盛，下半年有望好转》-2013. 08. 28
- 《受 SIM 卡拖累业绩下滑，下半年可望转好》-2013. 07. 09
- 《2012 年业绩平稳，2013 有望高增长》-2013. 01. 21

指标 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1033.90	1242.45	1580.82	1951.12
(+/-%)	10.71%	20.17%	27.23%	23.42%
净利润	38.64	44.27	78.89	128.88
(+/-%)	8.85%	14.56%	78.19%	63.38%
每股收益 (元)	5.81%	6.32%	10.61%	15.56%
市盈率 (P/E)	0.18	0.20	0.36	0.59
EV/EBITDA	3.63	4.27	3.97	3.45

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

目录

1、内外共振，公司进入加速成长期	4
1.1 内因：IT 国企，长期激励机制推动管控全面改善	4
1.2 外因：主营需求高涨，新方向空间广阔，推动公司长期成长	5
2、业绩高成长能力、潜力、动力兼备	6
2.1、能力：社保卡、金融 IC 卡叠加启动，公司具备业绩高增长能力	6
2.1.1 社保卡：发卡量进入高增长阶段	6
2.1.2 金融 IC 卡：入围 4 大行，有望成为公司之后最大的单一业务板块	6
2.1.3 社保卡、金融 IC 卡未来 3 年给行业增利近 9 倍	10
2.2、潜力：人均绩效、存货、费用改善，内生持续增长潜力大	10
2.2.1 费用、存货及人均产出均有较大改善空间	10
2.2.2 激励机制是国企管理改善催化剂，减员增效+存货管理成挖潜 2 大举措	11
2.3、动力：IT 国企持续激励改善是高成长催化剂	12
3、长期成长：由产品向服务转型，打开公司成长空间	12
3.1 研发持续高投入，为公司向服务转型奠定基础	12
3.2 支付及安全业务，将打开公司成长空间	13
4、盈利预测与估值	14
5、风险提示	15

图 表 目 录

图表 1 首次授予的限制性股票方可解锁条件.....	4
图表 2 2012 年对标公司 ROE、净利润.....	5
图表 3 公司未来 3 年充分受益社保卡的持续高位放量.....	6
图表 4 金融 IC 卡在政策、受理环境及竞争压力之下加速发卡	7
图表 5 我国银行卡增速近 20%(单位: 亿张)	8
图表 6 4 大行银行卡业务收入处快速发展阶段(单位: 亿元)	8
图表 7 银行卡规模及增速均超过同期移动电话用户数	9
图表 8 金融 IC 卡进入高速增长期.....	9
图表 9 公司在金融 IC 卡领域具备市场和技术优势	9
图表 10 公司未来 3 年充分受益金融 IC 卡的加速放量.....	9
图表 11 社保卡、金融 IC 卡大幅提升智能卡行业盈利能力	10
图表 12 公司费用率高出恒宝股份约 5.5 个百分点	11
图表 13 近 3 年公司存货占比超出恒宝股份近 18 个百分点	11
图表 14 公司人均产出仅为恒宝股份的 53% (2013H1)	11
图表 15 员工总数过多且结构有待优化 (2012)	12
图表 16 存货居高且库存商品比例过高(2013H1)	12
图表 17 公司研发费用保持快速增长趋势	13
图表 18 公司技术人员稳步增加.....	13
图表 19 公司在智能卡安全及支付领域已积累深厚技术实力	13
图表 20 中国第三方移动支付市场交易规模呈高速增长态势	14
图表 21 移动互联网和近端支付占比逐年提高	14
图表 22 公司产品销售收入预测	14

1、内外共振，公司进入加速成长期

1.1 内因：IT 国企，长期激励机制推动治理水平全面提升

一、激励机制是 IT 国企持续成长的关键因素

我国 IT 行业是充分竞争的行业，激励机制不到位导致国企整体上落后于行业及同行中民营企业的发
展；A股 IT 类国企中具备长期成长能力的均有较好的激励机制支撑，如格力电器(000651)、海康威视(002415)
等。与民营企业不同，国有企业的股权激励将使公司的所有者（股东）、经营者（高管+核心骨干）利益
一致，使公司具备成长的内生动力。

二、十年股票激励方案力度大，激发公司长期快速成长动力

2013年9月5日，公司推出时间跨度为10年的限制性股票激励计划，激励股份高达公司总股本的10%：

1、整个计划有效期为10年，在10年有效期内由董事会分期授予，原则上，每期授予间隔时间不低于两年。

2、公司全部有效的股权激励计划所涉及的公司股票总数累计未超过公司股本总额的10%。

3、首期激励计划拟向激励对象首次授予不超过411.5万股的限制性股票，占公司股本总额的1.88%。

相对一般国企激励计划，公司激励计划具备力度大、周期长的特点，将使公司具备长期成长的内生动力。

三、首期激励计划行权条件分析：对标75分位值将大幅提升公司盈利能力

首期限制性股票的授予价格为7.00元/股，对于限制性股票的业绩解锁条件，分别从ROE、净利润增速、主营收入占比等3方面设定条件：2014-2016年公司ROE分别不低于6%、7%、8%，净利润增速相对2012年增速分别为30%、60%、95%，且ROE和净利润增速指标不低于对标企业75分位值水平；主营收入占比不低于95%。

图表1 首次授予的限制性股票方可解锁条件

解锁期	业绩考核条件
第一个 解锁期	解锁前一年度净资产收益率不低于6%，且不低于对标企业75分位值水平； 解锁前一年度较草案公告前一年度的净利润增速不低于30%，且不低于对标企业75分位值水平； 解锁前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于95%。
第二个 解锁期	解锁前一年度净资产收益率不低于7%，且不低于对标企业75分位值水平； 解锁前一年度较草案公告前一年度的净利润增速不低于60%，且不低于对标企业75分位值水平； 解锁前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于95%。
第三个 解锁期	解锁前一年度净资产收益率不低于8%，且不低于对标企业75分位值水平； 解锁前一年度较草案公告前一年度的净利润增速不低于95%，且不低于对标企业75分位值水平； 解锁前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于95%。

资料来源：公司公告 广证恒生

业绩解锁条件中的关于ROE和净利润增速一个重要指标是不低于对标企业75分位值水平，对标的12个公司2012年的ROE（扣非）的75分位值为8.32；而同期公司ROE水平在对标企业中仅处于50分位值水平，若能提升至75分位值，则将大幅提升公司的盈利能力。若依照此条件，假设对标企业ROE（扣非）不发生变化，则2014年净利润相对2012年增速的解锁条件是57%。



图表 2 2012 年对标公司 ROE、净利润

对标公司	2012 年 ROE(扣非)	对标公司	2012 净利润增速
航天信息	19.69	上海贝岭	65.42%
恒宝股份	17.08	华天科技	46.94%
七星电子	9.86	天喻信息	40.56%
东港股份	8.86	长城信息	18.55%
远望谷	7.78	东港股份	12.09%
福星晓程	7.12	东信和平	10.50%
鸿博股份	6.29	恒宝股份	9.62%
东信和平	5.29	远望谷	4.84%
达华智能	5.23	航天信息	4.06%
华天科技	4.73	鸿博股份	3.88%
欧比特	3.95	福星晓程	3.10%
长城信息	3.67	天津磁卡	-0.90%
天喻信息	2.64	七星电子	-2.56%
英唐智控	2.20	达华智能	-13.80%
上海贝岭	-0.47	欧比特	-20.31%
天津磁卡	-162.63	英唐智控	-35.17%
75 分位值	8.32	75 分位值	15.32%

资料来源: WIND 广证恒生

1.2 外因：主营需求高涨，新方向空间广阔，推动公司长期成长

一、主业需求高涨，具备业绩高增长的外部条件

我们认为 3 因素推动公司业绩将进入高速成长阶段：1、主业需求旺盛，公司具备业绩高增长的能力；2、公司人均绩效、费用率、存货占比等改善空间大，提供业绩高增长的挖潜空间；3、公司作为 IT 国企股权激励出台，所有者、经营者目标一致、利益共振，使公司具备业绩高增长的动力。

业绩高增长的能力：社保卡在 2013-2015 年将进入发卡高峰期，预计年均发卡量有望超过 1.5 亿张。金融 IC 卡 2013 年上半年实现规模化发行，半年发卡量即达 1.5 亿张，同比增长 5.6 倍；随着政策、受理环境、竞争压力及银行自身投资意愿增强，金融 IC 卡的发放量将持续较快增长。社保卡和金融 IC 卡需求的叠加启动，使公司具备业绩释放的能力。

业绩高增长的潜力：相对同行可比公司，公司人均产出明显过低，而存货占比及费用率高企，导致公司净利润增长乏力；我们预计，随着公司激励机制的改善，公司存货、费用率及单人产出等问题可得到较好的改进，成为公司业绩释放的潜力。

业绩高增长的动力：公司存货占比及费用率高企，是导致公司净利润增长乏力的重要因素；我们预计，随着公司激励机制的完善，公司存货、费用率及单人产出等问题可得到较好的改进，成为公司业绩释放的潜力。

二、转型服务，空间广阔

公司近年持续加大研发投入，研发费用从 2009 年的 3840 万元增至 2012 年的 8400 万元，复合增速达 30%，有力的支撑了公司向“国际化智能卡产品及相关系统集成与整体解决方案的提供商和服务商”目标

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

迈进、由产品向“产品+服务”模式演进。

目前，公司在支付、安全、物联网应用等方面初步确立了竞争优势，这将有望成为公司向服务转型的重点突破领域，公司有望成为第三方支付最为受益的公司之一。

2、业绩高成长能力、潜力、动力兼备

2.1、能力：社保卡、金融 IC 卡叠加启动，公司具备业绩高增长能力

2.1.1 社保卡：发卡量进入高增长阶段

2013年上半年，公司公用事业卡营收达到1.06亿元，同比增速达20.89%，呈现高速增长态势。与之相应的是社保卡发卡量的快速增长。

《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出了“全国统一的社会保障卡发放数量达到8亿张，覆盖60%人口”的发展目标。据统计，2012年社保卡新增持卡数为1.42亿，而2013年的保守预计为1.4亿张。据我们的中性预测，社保卡业务在2013-2015年社保卡有望贡献利润达2916万元、2765万元和2722万元，增厚公司EPS分别为0.13元、0.13元和0.12元。

图表3 公司未来3年充分受益社保卡的持续高位放量

	预测指标	2013	2014	2015
乐观	发卡量（亿张）	1.6	1.8	1.8
	单价（元）	9	8	7
	净利率	13%	12%	12%
	公司份额	20%	20%	20%
	利润（万元）	3744	3456	3024
	EPS（元）	0.17	0.16	0.14
中性	发卡量（亿张）	1.5	1.6	1.8
	单价（元）	9	8	7
	净利率	12%	12%	12%
	公司份额	18%	18%	18%
	利润（万元）	2916	2765	2722
	EPS（元）	0.13	0.13	0.12
悲观	发卡量（亿张）	1.4	1.5	1.6
	单价（元）	9	8	7
	净利率	12%	12%	11%
	公司份额	15%	15%	15%
	利润（万元）	2268	2160	1848
	EPS（元）	0.10	0.10	0.08

资料来源：广证恒生

2.1.2 金融 IC 卡：入围 4 大行，有望成为公司之后最大的单一业务板块

1、金融 IC 卡发卡进程提速

据中国银联统计，截至 2012 年底，我国金融 IC 卡累计发行 1.26 亿张；截至 2013 年 6 月底，全国累计发行金融 IC 卡近 2.8 亿张，**2013 年前 6 个月 IC 卡净增 1.5 亿张，占银行卡新增发卡总量的 50.17%，同比增长 5.6 倍**，显示处于高速发展态势；目前 17 家全国性商业银行均已发行了金融 IC 卡。

图表 4 金融 IC 卡在政策、受理环境及竞争压力之下加速发卡

	提要	内容
政策要求	2013，金融 IC 卡发卡量要占新增发卡量的 30%	2013 年 3 月央行召开相关通气会时要求金融机构 2013 年新增金融 IC 卡占所有新增发卡量比重要达到 30%，这一占比要求正好是 2012 年的一倍。
	2012，金融 IC 卡发卡量要占新增发卡量的 15%	在 2012 年 6 月召开的全国金融 IC 卡工作座谈会上，央行明确提出，2012 年，各主要商业银行金融 IC 卡发卡量要占新增发卡量的 15%
	2011，中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见	自 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应为金融 IC 卡。 自 2013 年 1 月 1 日起，全国性商业银行应开始发行金融 IC 卡。其中，2011 年 6 月底前，中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、招商银行和中国邮储银行开始发行金融 IC 卡。地方性商业银行及外资银行可据实际情况发行金融 IC 卡
受理环境	2013，金融 IC 卡一卡多用，上半年跨行交易同比增长 18.7 倍	目前全国商户 POS 和 ATM 基本实现全面受理。中国银联按照人民银行的部署，积极推动金融 IC 卡与社保、交通及公共服务等更多行业应用相结合，通过一卡多用，服务民生效应正逐步显现，2013 年前 6 个月跨行交易额同比增长 18.7 倍。
	2013，受理环境改造基本完成	截止 2013 年一季度末，POS 和 ATM 终端总量分别为 737.8 万台和 46.9 万台，改造率分别为 98.4% 和 96.1%。
	2012，央行李晓枫表示受理环境改造按计划推进	全国 POS 终端已基本按计划完成改造，ATM 按计划将于今年底前完成改造，目前已完成 60%
竞争态势	2011，中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见	2011 年 6 月底前，直联 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 ATM 能够受理金融 IC 卡。自 2013 年 1 月 1 日起，实现境内所有受理银行卡的联网通用终端能够受理金融 IC 卡
	2013，金融 IC 卡发行实现规模发卡	截至 2013 年 6 月底，金融 IC 卡累计发行近 2.8 亿张，金融 IC 卡发行实现规模化。目前 17 家全国性商业银行均已发行了金融 IC 卡，发卡量持续增长且增速较快，其中今年前 6 个月新增发卡 1.5 亿张，同比增长 5.6 倍。
	2013，金融 IC 卡发卡量大幅提升	截止 2013 年第一季度末，全国金融 IC 卡累计发卡 1.92 亿张，较上季度增长 52.7%。本季度新增金融 IC 卡 6641 万张，占银行卡发卡比率 39.1%。
	2012，金融 IC 卡发放量处于加速阶段	截至 2012 年 6 月末，全国已累计发行金融 IC 卡 4500 多万张，较 2011 年底增加 2070 万张，增幅达 85%；工商银行已发行超过 3500 万张金融 IC 卡；截至 2012 年 8 月，中国银行金融 IC 卡发卡量突破 1000 万张
	2012，拥有金融 IC 卡发卡资质的银行数量大增	拥有金融 IC 卡发卡资质的银行数量达到 78 家，预计到年底将达到 100 家
	2011Q3，工商银行引领金	截至 2011Q3，工商银行、中国银行和建设银行位列金融 IC 卡发卡量的

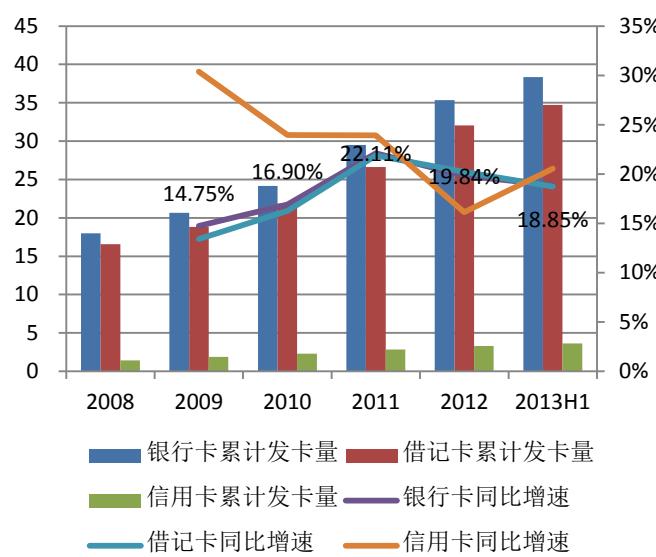
融 IC 卡发放

前三位，发卡量卡分别达 1586 万张、123 万张和 96 万张

资料来源：公开资料 广证恒生

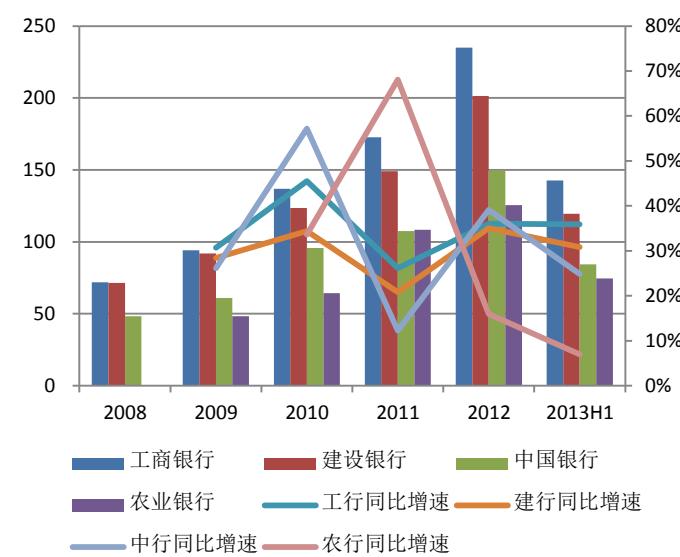
与政策促进、受理环境改善和竞争压力相随的是，银行卡业务上的收入呈快速增长态势，这提升了银行推广金融 IC 卡的主动意愿。以 4 大行（工商银行、建设银行、中国银行、农业银行）为例，2013 年上半年银行卡业务收入就达到 421.22 亿元，同比增速达 26.23%。人民银行的统计数据则显示，2013 年 Q1 金融 IC 卡存款余额和消费余额分别为 1.7 万亿元和 5640 亿元，较上季度分别增长 70.7% 和 30.9%，而且金融 IC 卡卡均存款余额和卡均消费余额分别是磁条卡的 2.05 倍和 1.72 倍。另外，中国银联正在推动金融 IC 卡的一卡多用，2013 年前 6 个月跨行交易额同比增长 18.7 倍。银行卡业务收入的快速增长，有利于银行加大金融 IC 卡的投资规模和投资意愿。

图表 5 我国银行卡增速近 20%(单位：亿张)



资料来源：中国人民银行 广证恒生

图表 6 4 大行银行卡业务收入处快速发展阶段(单位:亿元)



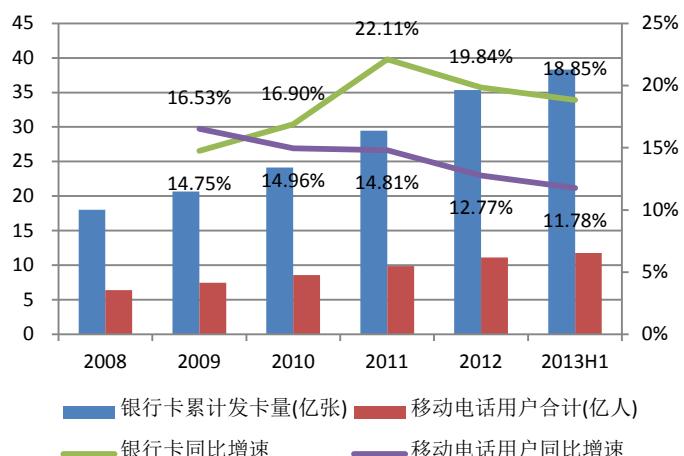
资料来源：公司公告 广证恒生

2、金融 IC 卡有望成为公司第一大业务板块

《中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》规定“自 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应为金融 IC 卡”。虽然商业银行在推行金融 IC 卡上采用先信用卡，后借记卡的策略，但经过 2012 年之后，目前各大银行基本同时推进借记卡与信用卡的迁移。预计至 2015 年，新增金融 IC 卡将占据银行卡发卡量的 91%，发卡量达到 7 亿张。



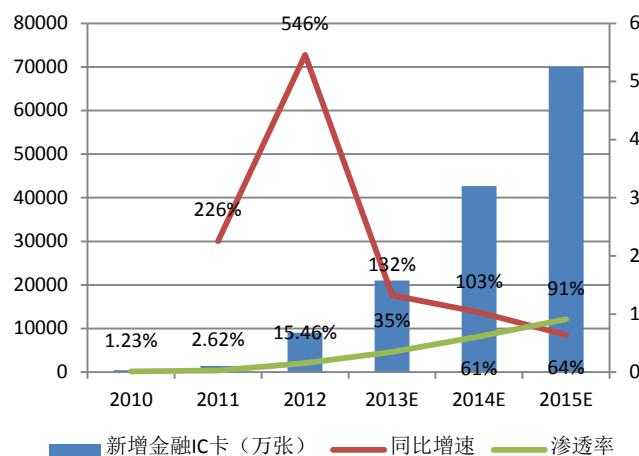
图表 7 银行卡规模及增速均超过同期移动电话用户数



资料来源：中国人民银行 工信部 广证恒生

目前公司已成为 4 大行的银行卡供应商，其国有背景、技术水平、生产能力及市场拓展能力使公司在银行卡领域具备领先优势，未来金融 IC 卡有望超越通信卡成为公司的最大业务板块。

图表 8 金融 IC 卡进入高速增长期



资料来源：天拓咨询 广证恒生

图表 9 公司在金融 IC 卡领域具备市场和技术优势

优势	备注
市场优势	国有背景：银行客户主要均为国有控股，公司央企国资背景有利于市场开拓 人才资源：宋钢任职公司前为金邦达宝嘉执行副总裁，金融行业资源丰富 客户资质：公司已为 4 大行银行卡供应商，在金融 IC 卡有望取得较大份额
技术优势	产能：公司为国内最大智能卡生产企业 技术：公司为中国银联 N3 平台合作方，与银行在金融 IC 卡增值业务上的合作具备优势

资料来源：广证恒生

3、金融 IC 卡对公司业绩敏感性分析：

以中性预测，至 2015 年我国金融 IC 卡的新增发卡量将达到 5 亿张，未来 3 年的年均复合增速将达到 67%。预计 2013-2015 年，金融 IC 卡将为公司贡献利润 3029 万元、5198 万元和 6930 万元，增厚 EPS 为 0.14 元、0.24 元和 0.32 元。

图表 10 公司未来 3 年充分受益金融 IC 卡的加速放量

	预测指标	2013	2014	2015
乐观	发卡量（亿张）	2	4	5.5
	单价（元）	8.5	7.5	7
	净利率	12%	12%	12%
	公司份额	20%	20%	20%
	利润（万元）	4080	7200	9240
	EPS（元）	0.19	0.33	0.42
中性	发卡量（亿张）	1.8	3.5	5
	单价（元）	8.5	7.5	7

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



	净利率	11%	11%	11%
	公司份额	18%	18%	18%
	利润(万元)	3029	5198	6930
	EPS(元)	0.14	0.24	0.32
悲观	发卡量(亿张)	2.8	4	5
	单价(元)	8.5	7.5	7
	净利率	11%	10%	10%
	公司份额	17%	17%	17%
	利润(万元)	4450.6	5100	5950
	EPS(元)	0.20	0.23	0.27

资料来源：广证恒生

2.1.3 社保卡、金融 IC 卡未来 3 年给行业增利近 9 倍

就国内市场而言，通信卡已进入微利时代，其增长在于海外新兴市场；而从 2013–2015 年，社保卡及金融 IC 卡处于快速增长阶段，将带动行业盈利能力大幅提升。预计 2013–2015，社保卡+金融 IC 卡将贡献利润 3.30 亿元、4.42 亿元和 5.36 亿元，是同期通信卡利润的 6.01、7.66、8.86 倍。

图表 11 社保卡、金融 IC 卡大幅提升智能卡行业盈利能力

	预测指标	2013	2014	2015
通信卡	发卡量(亿张)	10.00	10.50	11.00
	单价(元)	1.10	1.10	1.10
	净利率	5.00%	5.00%	5.00%
	市场规模	11.00	11.55	12.10
	利润空间	0.55	0.58	0.61
	发卡量(亿张)	1.5	1.6	1.8
	单价(元)	9	8	7
社保卡	净利率	12%	12%	12%
	市场规模	13.50	12.80	12.60
	利润空间	1.62	1.54	1.51
	发卡量(亿张)	1.8	3.5	5
金融 IC 卡	单价(元)	8.5	7.5	7
	净利率	11%	11%	11%
	市场规模(亿元)	15.30	26.25	35.00
	利润空间	1.68	2.89	3.85

资料来源：广证恒生

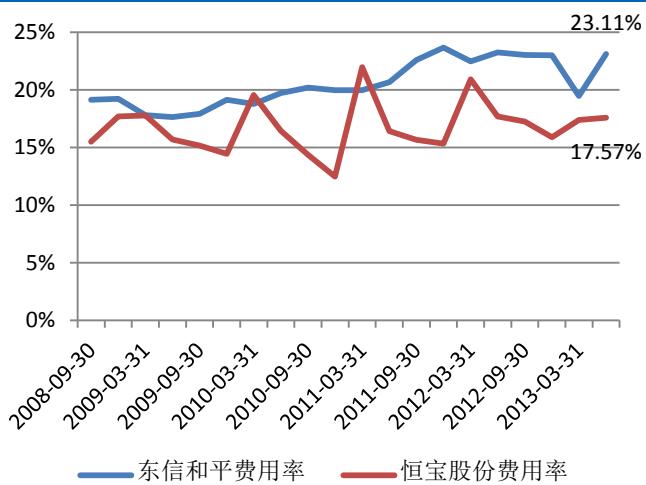
2.2、潜力：人均绩效、存货、费用改善，内生持续增长潜力大

2.2.1 费用、存货及人均产出均有较大改善空间

公司由于之前激励相对欠缺，因此在费用、存货、人均产出等方面与同行恒宝股份存在一定差距；但

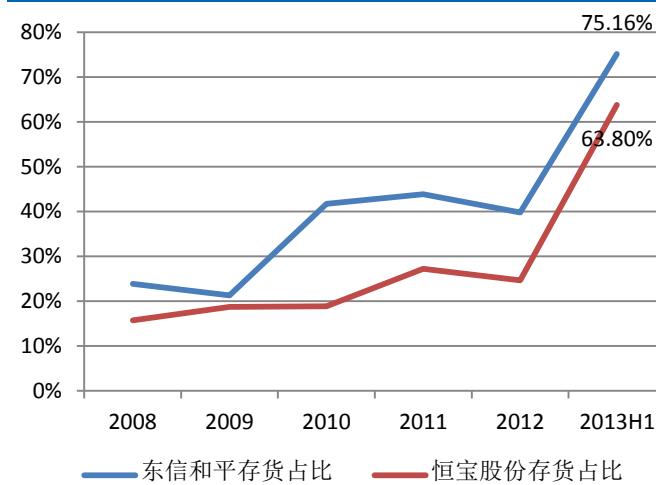
作为所处行业相同、业务结构类似的公司，差距大也意味着公司内部挖潜空间大。

图表 12 公司费用率高出恒宝股份约 5.5 个百分点



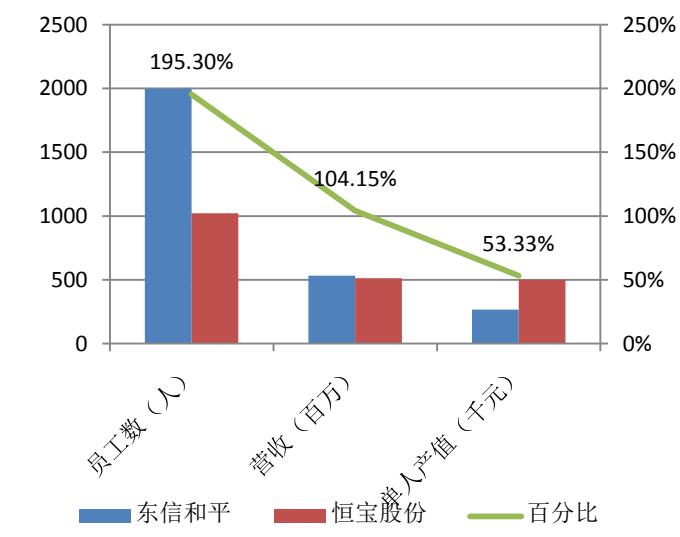
资料来源：公司财报 广证恒生

图表 13 近 3 年公司存货占比超出恒宝股份近 18 个百分点



资料来源：公司财报 广证恒生

图表 14 公司人均产出仅为恒宝股份的 53% (2013H1)



资料来源：公司财报 广证恒生

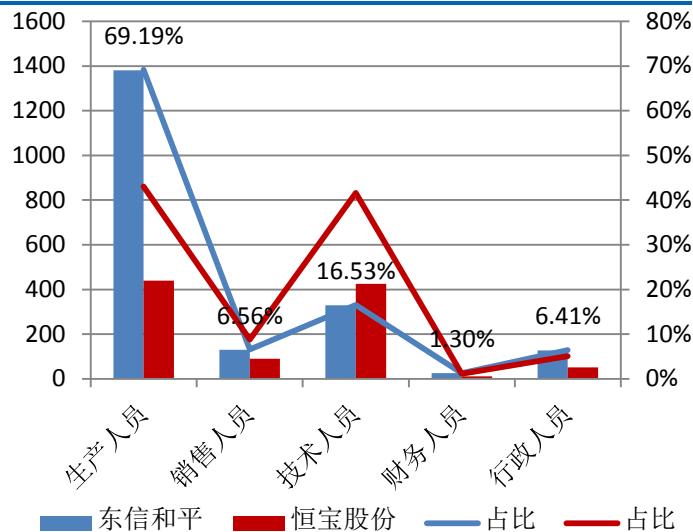
2.2.2 激励机制是国企治理水平提升催化剂，减员增效+存货管理成挖潜 2 大举措

激励机制是 IT 国企机制改善的催化剂，对于公司而言，为达到限制股票解锁条件(最主要的一条 ROE、净利润增速是达到行业对标企业的 75 分位值水平)，公司必将优化机制、改善管控、提升绩效，必须且切实可行的有 2 大举措：

1、减员增效，优化结构：公司人均产出仅为同业的 53%，而费用率居高的主要原因在于公司员工数过多（截至 2012 年底公司员工总数为 1996 人，营收为 10.34 亿元；同期恒宝股份员工数为 1022 人，营收为 9.30 亿元），且员工结构不合理，技术和销售人员占比仅为 23%（恒宝股份技术和销售人员占比为 50%）。因此，后续公司预计将会减员增效以提高人均产出、降低费用率水平；优化员工结构，以加快向“产品+服务”转型。

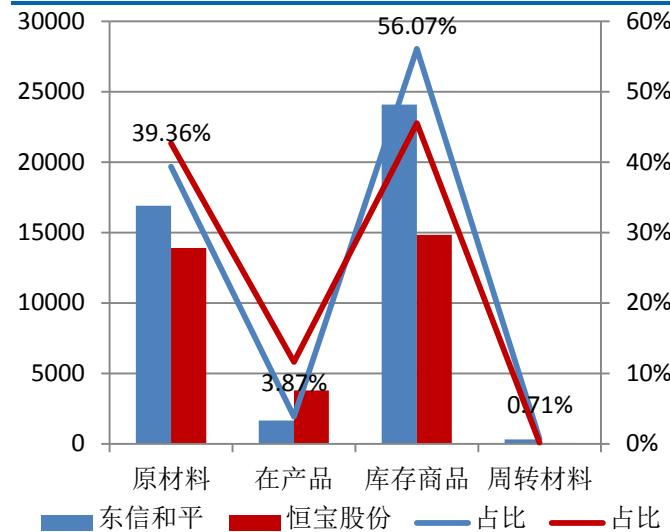


图表 15 员工总数过多且结构有待优化 (2012)



资料来源：公司财报 广证恒生

图表 16 存货居高且库存商品比例过高 (2013H1)



资料来源：公司财报 广证恒生

2、存货管理：公司存货占营收比近年持续攀高，且存货中库存商品达 2.41 亿元，存货比高达 56%（恒宝股份库存商品仅 1.48 亿元，存货比为 46%）。作为一个“以销定产”生产模式的公司，公司后续势必会加强销售、生产、管理等全方位体制、流程管控与优化，使存货特别是库存商品下降到合理水平。

2.3、动力：IT 国企持续激励改善是高成长催化剂

我国 IT 行业是充分竞争的行业，激励机制不到位导致国企整体上落后于行业及同行中民营企业的发 展；A 股 IT 类国企中具备长期成长能力的均有较好的激励机制支撑，如格力电器(000651)、海康威视(002415) 等。

2013 年 9 月 4 日，公司发布为期 10 年、激励股份最高可达总股比的 10% 的股权激励计划，将成为公司管理体制改善、流程制度优化的催化剂。首期激励的 87 名对象涵盖了部分高中层管理者以及从研发到生产和销售各部门的核心骨干人员，这有利于调动各层级和各部门员工的积极性。与民营企业不同，国有企业的股权激励将使公司的所有者（股东）、经营者（高管+核心骨干）利益一致，使公司具备成长的内生动力。

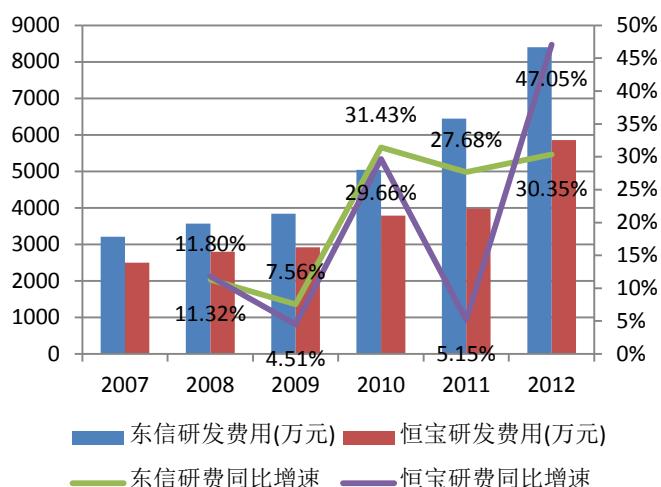
3、长期成长：由产品向服务转型，打开公司成长空间

3.1 研发持续高投入，为公司向服务转型奠定基础

公司的发展方向是“智能卡及信息安全行业应用解决方案提供商和服务商”，因此近年持续加大研发投入，公司技术人员从 2009 年的 342 人增长到 2012 年中的 423 人，而研发费用更是从 2009 年的 3840 万元增至 2012 年的 8400 万元，复合增速达 30%。在研发上的高投入将推动公司由产品制造商向服务提供商转型。



图表 17 公司研发费用保持快速增长趋势



资料来源：公司财报 广证恒生

3.2 支付及安全业务，将打开公司成长空间

在研发上的高投入使公司在通信、金融及相关领域产生了积极的成果：公司是 NFC Forum 亚洲第一家卡商会员、国家 RFID 标准制定信息安全组标准起草副组长单位、国内首家取得银联认证资质最齐全的企业。更为重要的是，公司在基于通信及金融 2 大领域上，在支付及安全方面初步确立了竞争优势，这将成为公司向服务转型的重点突破领域。

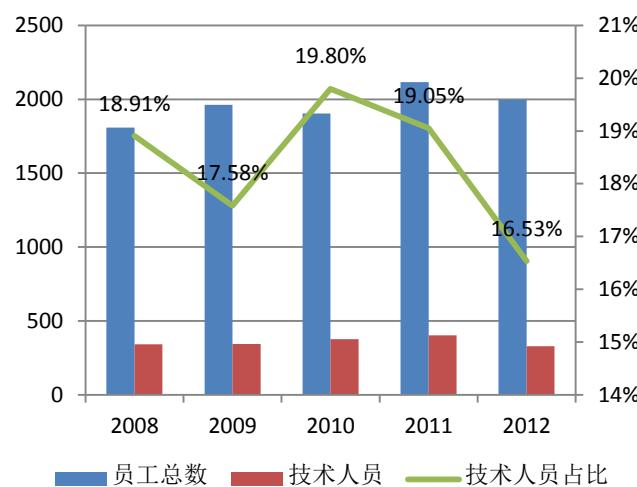
图表 19 公司在智能卡安全及支付领域已积累深厚技术实力

领域	资质	应用实例
安全	GSM 国际安全认证； 商用密码产品定点生产和销售企业； 国家 RFID 标准信息安全组标准起草副组长单位	住房建设部 IC 中心第二代密钥管理系统； 密钥罐装系统在江苏移动正式运行
支付	NFC Forum 亚洲第一家卡商会员； 中国银联、VISA 和 MasterCard 的生产认证； PBOC2.0 测试和认证的企业； 国家金卡工程射频支付工作组成员； 多应用平台联盟成员； 3 大运营商相关规范/标准参与及制定方； SIMalliance 的正式会员；	中国电信上海研究院 RF-UIM 一卡通系统； 中国电信上海研究院 RF-UIM 电子客票系统； 中国银联 N3 SWP-SD 平台； 中国移动与浦发银行联名卡业务密钥管理项目

资料来源：公开资料 广证恒生

据 Frost&Sullivan 数据显示，2015 年 NFC（近场通信支付）将占欧洲地区移动支付总量的 42.3%，到 2018 年提高至 49.6%。此外，据 iResearch 的数据统计，到 2016 年我国第三方移动支付市场交易规模将达到 13583.4 亿元，未来 4 年的复合增速达 73%。移动支付的快速增长必将加大对支付及安全相关的系统建设、运营服务等方面的需求，公司将成为最为受益的标的之一。

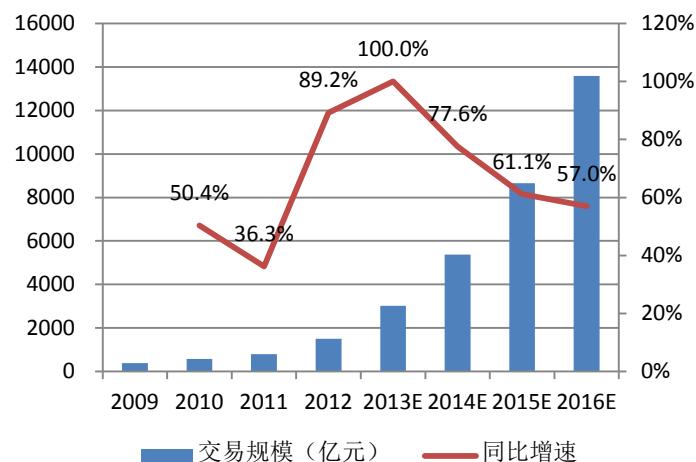
图表 18 公司技术人员稳步增加



资料来源：公司财报 广证恒生

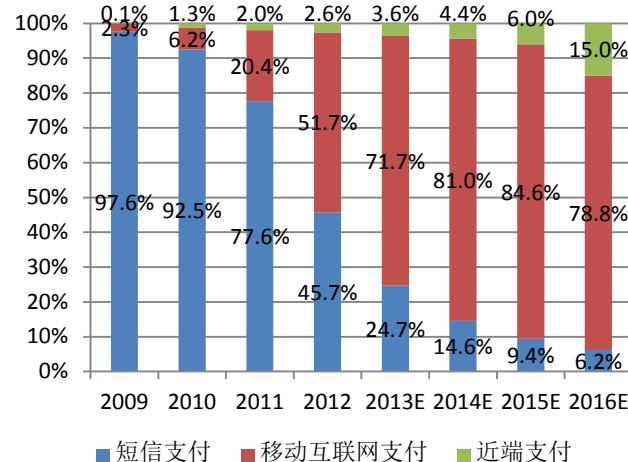


图表 20 中国第三方移动支付市场交易规模呈高速增长态势



资料来源: iResearch 广证恒生

图表 21 移动互联网和近端支付占比逐年提高



资料来源: iResearch 广证恒生

4、盈利预测与估值

公司盈利预测基于如下假设条件:

- 1、社保卡、金融 IC 卡推广进度顺利;
- 2、公司库存水平有效降低。

图表 22 公司产品销售收入预测

营业收入 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
公共事业卡	222.66	278.32	333.98	400.78
金融卡	104.35	240.01	396.01	554.42
其他	23.81	28.58	85.73	154.31
通信智能卡	681.91	695.55	765.10	841.61
合计	1032.73	1242.45	1580.82	1951.12
营业成本 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
公共事业卡	126.16	178.12	213.75	256.50
金融卡	80.06	168.01	277.21	388.09
其他	13.80	17.15	51.44	92.58
通信智能卡	546.79	563.39	619.73	673.29
合计	766.81	926.67	1162.13	1410.47

资料来源: 公司公告 广证恒生

我们预计 2013-2015 年归属母公司的净利润分别为 4427 万元、7889 万元和 12888 万元, EPS 分别为 0.20 元、0.36 元和 0.59 元, 对应 PE 分别为 69、39 和 24。业绩最近 3 年复合增速高达 71%。结合智能卡行业的景气度及公司业绩的成长性, 上调公司评级为“强烈推荐”, 目标价 19.8 元。

具体的财务预测报表及估值请参见下页“附录: 公司财务预测表”。

5、风险提示

社保卡、金融 IC 卡需求启动不如预期；
公司去库存不如预期。

附表：公司财务预测表

资产负债表		2012	2013E	2014E	2015E	现金流量表		2012	2013E	2014E	2015E
流动资产		1000.11	1069.25	1285.68	1258.72	经营活动现金流	119.63	73.82	144.87	595.12	
现金		331.27	368.97	487.99	778.07	净利润	35.39	44.27	78.89	128.88	
应收账款		193.24	231.65	295.10	364.01	折旧摊销	40.38	65.81	63.85	71.30	
其它应收款		40.86	38.21	70.49	62.03	财务费用	19.31	14.16	18.54	14.33	
预付账款		13.65	34.93	27.84	45.31	投资损失	0.42	0.00	0.00	0.00	
存货		411.09	389.20	395.12	0.00	营运资金变动	50.67	-50.11	-15.69	381.57	
其他		9.99	6.29	9.13	9.31	其它	-26.53	-0.30	-0.72	-0.96	
非流动资产		319.89	300.71	334.21	368.74	投资活动现金流	-60.04	-45.53	-96.75	-105.0	
长期投资		0.00	0.00	-0.01	-0.01	资本支出	13.75	2.32	26.92	31.76	
固定资产		264.38	256.62	286.74	316.07	长期投资	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	
无形资产		5.46	6.38	7.84	9.44	其他	-46.30	-43.22	-69.84	-73.30	
其他		50.05	37.71	39.63	43.24	筹资活动现金流	13.32	-56.93	-26.94	-35.80	
资产总计		1320.00	1369.96	1619.88	1627.46	短期借款	-10.36	-21.15	17.56	-4.65	
流动负债		561.91	596.53	793.86	689.88	长期借款	31.17	-8.04	-5.46	-5.40	
短期借款		143.49	188.67	304.06	135.24	其他	-7.48	-27.74	-39.03	-25.75	
应付账款		199.13	292.44	339.37	412.67	现金净增加额	72.92	-28.64	21.18	454.26	
其他		219.30	115.42	150.43	141.97						
非流动负债		74.68	56.69	55.88	50.70						
长期借款		35.43	27.39	21.93	16.53	主要财务比率	2012	2013E	2014E	2015E	
其他		39.26	29.30	33.95	34.17	成长能力					
负债合计		636.60	653.22	849.74	740.58	营业收入	10.71%	20.17	27.23%	23.42%	
少数股东权益		2.92	2.92	2.92	2.92	营业利润	-29.33%	74.50	142.54	84.91%	
归属母公司股东权		680.49	713.83	767.23	883.97	归属母公司净利润	8.85%	14.56	78.19%	63.38%	
负债和股东权益		1320.00	1369.96	1619.88	1627.46						
利润表		2012	2013E	2014E	2015E	获利能力					
营业收入		1033.90	1242.45	1580.82	1951.12	毛利率	25.82%	25.42	26.49%	27.71%	
营业成本		766.90	926.67	1162.13	1410.47	净利率	3.42%	3.56%	4.99%	6.61%	
营业税金及附加		6.18	5.85	7.61	10.08	ROE	5.81%	6.32%	10.61%	15.56%	
营业费用		77.36	93.18	110.66	136.58	ROIC	4.21%	4.77%	7.37%	11.93%	
管理费用		140.91	161.52	197.60	234.13	偿债能力					
财务费用		19.31	14.16	18.54	14.33	资产负债率	48.23%	47.68	52.46%	45.51%	
资产减值损失		7.58	12.42	14.23	15.61	净负债比率	26.18%	31.13	43.30%	18.02%	
公允价值变动收益		1.48	0.52	0.69	0.90	流动比率	1.78	1.79	1.62	1.82	
投资净收益		-0.42	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.05	1.14	1.12	1.82	
营业利润		16.71	29.17	70.74	130.81	营运能力					
营业外收入		26.76	25.00	25.00	25.00	总资产周转率	0.83	0.92	1.06	1.20	
营业外支出		0.96	0.98	0.97	0.98	应收帐款周转率	0.19	0.19	0.19	0.19	
利润总额		42.51	53.18	94.77	154.84	应付帐款周转率	3.80	3.77	3.68	3.75	
所得税		7.13	8.91	15.88	25.95	每股指标(元)					
净利润		35.39	44.27	78.89	128.88	每股收益	0.18	0.20	0.36	0.59	
少数股东损益		-3.25	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.55	0.34	0.66	2.72	
归属母公司净利润		38.64	44.27	78.89	128.88	每股净资产	3.13	3.28	3.53	4.06	
EBITDA		83.89	119.48	161.35	220.95	估值比率					
EPS (元)		0.18	0.20	0.36	0.59	P/E	63.88	68.83	38.62	23.64	
					P/B	3.63	4.27	3.97	3.45		
					EV/EBITDA	27.63	24.30	17.94	11.00		

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

装备制造团队——“广证恒生装备组，装备您的投资路”

姚玮 电力设备与新能源、环保行业，首席分析师

浙江大学电气工程博士，5年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4年证券研究经验，2011年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。2012年9月加入广证恒生，主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

周娅 机械及汽车行业，高级分析师

CPA，四川大学管理科学与工程硕士，具备工科、生产管理和财务金融复合背景，4年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

戎毅仁 机械及汽车行业，高级分析师

中南大学机械工程专业硕士，2年机械行业上市公司工作经验，3年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

王聪 TMT 行业，高级分析师

西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4年中国电信工作经验，4年证券研究经验，对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

肖超 TMT 行业，高级分析师

荷兰代尔夫特理工大学嵌入式系统方向硕士，曾就职比利时IMEC研究所。拥有5年国内外计算机、电子行业工作经验，4年证券研究经验，对电子行业发展趋势及上市公司投资机会研究有独到心得与积累。主要研究方向消费电子及电子元器件等。

姬浩 电力设备与新能源、环保行业，研究员

北京大学金融信息工程硕士，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2年证券行业研究经验，主要研究方向电力设备新能源、环保、高端装备等。

徐闻 新能源汽车、环保行业，研究员

中南财经政法大学投资学硕士，具备工科、财务、投资分析复合背景，1年证券行业研究经验，主要研究方向为环保行业和新能源汽车等。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。