

日期: 2013年10月30日

行业: IT行业



陈启书  
 021-53519888-1918  
 mymailno@hotmail.com  
 执业证书编号: S0870510120022  
 倪济闻  
 021-53519888-1986  
 nijiw@shzq.com  
 执业证书编号: S0870512060001

基础数据(13Q3)

报告日股价(元)	14.40
12mth A 股价格区间(元)	16.55/7.42
总股本(百万股)	440.64
无限售 A 股/总股本	77.23%
流通市值(百万元)	5,186.49
每股净资产(元)	2.01
PBR(X)	7.60
DPS(Y12,元)	0.10

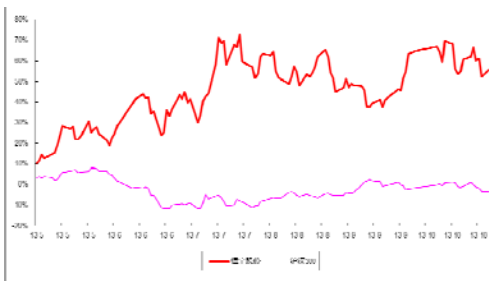
主要股东(13Q3)

钱元宝	30.00%
江浩然	5.00%
中国农业银行-中邮核心成长股	1.59%
中国建设银行-银华核心价值优	1.59%
中国农业银行-新华优选成长股	1.57%

收入结构(2H13)

卡类	89.35%
模块类	8.84%
票证	1.61%
软件类	

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号:

首次报告时间:

相关报告:

# 盈利能力与业绩增长保持稳健 移动支付有望成为新增亮点

■ 主要事项:

公司公布了前三季度业绩报告,我们对此进行点评。

■ 主要观点:

**前三季度收入同比增 27.52%, 毛利率保持稳定**

2013年1-9月,公司实现营业总收入797.65百万元,同比增长27.52%;毛利率稳定在34.99%,较去年同期32.26%略有提升。从7-9月单季度情况看,公司实现营业总收入286.54百万元,同比增长39.30%,毛利率达到35.60%,均好于上半年水平。明年有望在移动支付领域实现较大突破。

**公司收入质量健康, 回款周期短, 净利率稳定**

虽然公司营业收入保持高速增长,但是应收账款较同期并未增长,公司经营性现金流依然保持稳健。随着营业规模的不断增大,公司毛利率有所上升,但是期间费用有所上升。期间费用中,主要是管理费用上升较快,其他费用保持合理增长。

**充分转移下游资金压力给上游, 债务开始增长**

公司对上游供应商的溢价能力较强,充分体现在对供应商压款能力上。从应收账款与存货和现金与应付账款的比较来看,公司充分利用对下游供应商的溢价能力,完全转移了下游客户对公司延迟付款的压力。但是,随着未来收入规模的增大,公司现金下降的趋势和额度不能安全的支撑企业的正常运营,从三季度开始公司使用了2.19亿元的短期贷款。未来贷款总额还将上升,我们预计财务费用将逐步上升。或有再融资需求。

■ 投资建议:

我们给予公司2013~2015年营业收入至1,207.27、1,657.67和1,983.45百万元,同比增长29.83%、37.31%和19.65%;分别实现归属母公司者净利润154.12、185.91和193.36百万元,同比增长21.03%、20.63%和4.01%;分别实现每股收益(按最新股本摊薄)0.35、0.42、0.44元。首次给予,公司未来6个月的投资评级为“谨慎增持”。考虑到目前38倍市盈率(TTM)的估值处于历史五年的相对中间值,给予未来六个月的目标价20元。

数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	929.87	1,207.27	1,657.67	1,983.45
年增长率(%)	19.99%	29.83%	37.31%	19.65%
归属于母公司所有者的净利润	127.34	154.12	185.91	193.36
年增长率(%)	10.54%	21.03%	20.63%	4.01%
每股收益(按最新股本摊薄后计算,元)	0.29	0.35	0.42	0.44
PER(X)	51.04	42.17	34.96	33.61

数据来源:公司公告,上海证券研究所(对应股价为2013-10-28日收盘价)

## 一、 前三季度收入同比增 27.52%，毛利率保持稳定

图 1: 单季度收入与增长变化

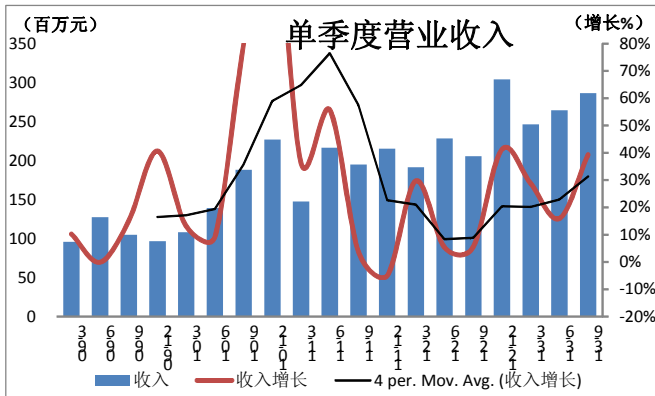
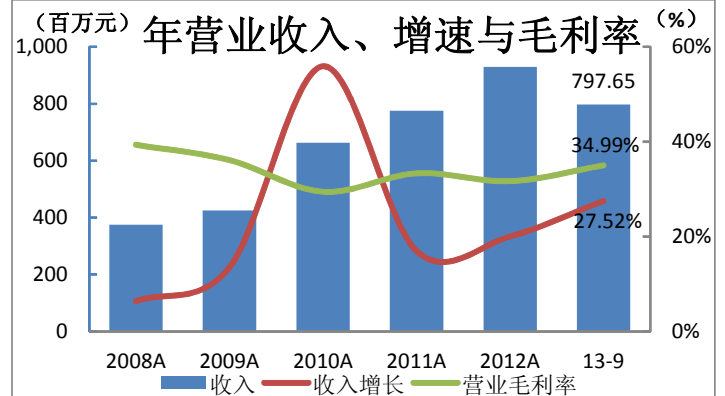


图 2: 年营业收入与毛利率变化



数据来源: 公司公告上海证券研究所整理

数据来源: 公司公告上海证券研究所整理

2013 年 1-9 月, 公司实现营业总收入 797.65 百万元, 同比增长 27.52%; 毛利率稳定在 34.99%, 较去年同期 32.26% 略有提升。从 7-9 月单季度情况看, 公司实现营业总收入 286.54 百万元, 同比增长 39.30%, 毛利率达到 35.60%, 均好于上半年水平。

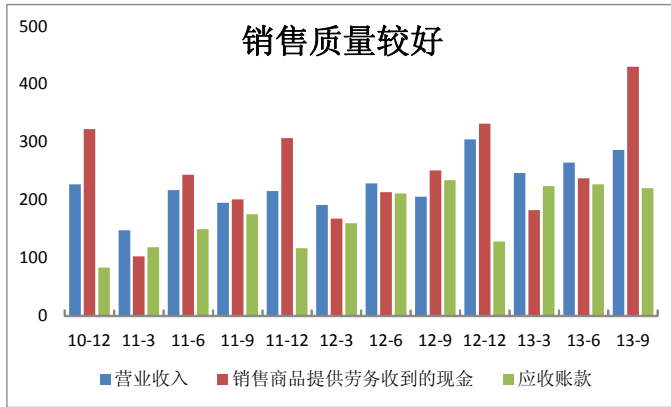
公司上半年售卡价格在 10.4 元/张, 较去年 12 元有较大幅度下降, 目前(三季度末)公司售卡价格在 9.5 元/张左右。虽然价格下降, 但是今年公司毛利率略有上升, 主要原因是销量与高毛利产品占比增加。公司目前是中行、建行、移动、联通和电信的供应商, 而农行和交行今年刚刚入围, 明年可能提供新增量。此前, 工行招标中, 公司由于报价策略导致未能入围, 将在明年采用积极的策略, 力争入围工行。社保卡的发行接近尾声, 明年不会有太大的增量。三大运营商的金融支付标准已经统一的差不多了, 预计 2014 年有望批量发卡, 预计中移动将有可能首次发行 1 亿张的规模。

从战略上考虑, 公司正在准备后金融 IC 卡时代, 积极准备布局互联网+移动支付+终端, 与银联合作移动支付的研发。小规模研发软件平台和系统集成, 以达到软硬结合。

## 二、 公司收入质量健康, 回款周期短, 净利率稳定

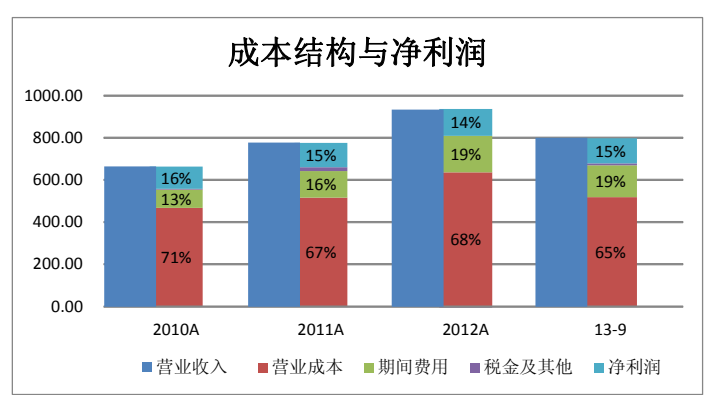
虽然公司营业收入保持高速增长，但是应收账款较同期并未增长，公司经营性现金流依然保持稳健。随着营业规模的不断增大，公司毛利率有所上升，但是期间费用有所上升。期间费用中，主要是管理费用上升较快，其他费用保持合理增长。

图 3: 收入质量健康, 应收账款保持低位



数据来源: 公司公告上海证券研究所整理

图 4: 成本结构与净利率情况

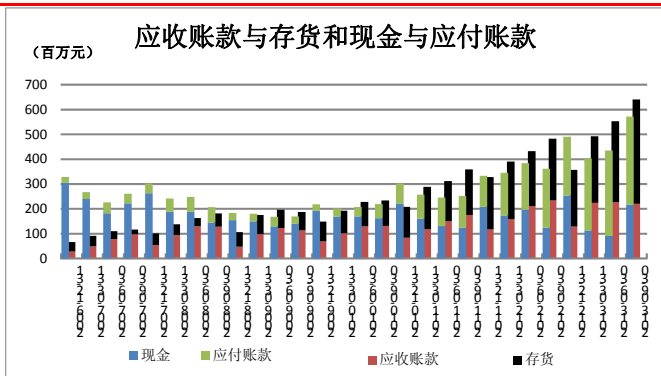


数据来源: 公司公告上海证券研究所整理

### 三、充分转移下游资金压力给上游，债务开始增长

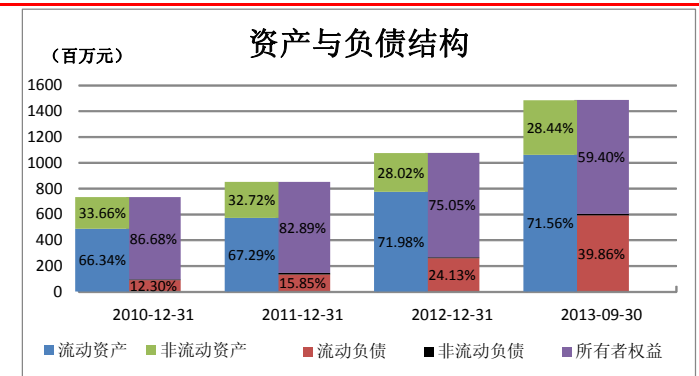
报告期内，公司短期债务增长较快，主要短期贷款和应付账款组成。短期借款仅在本季度内出现 2.19 亿元，应收账款则从 2012 年开始持续增长。表明公司对上游供应商的溢价能力较强，充分体现在对供应商压款能力上。

图 5: 应收账款与存货和现金与应付账款的比较



数据来源: 公司公告上海证券研究所整理

图 6: 资产与负债结构



数据来源: 公司公告上海证券研究所整理

从应收账款与存货和现金与应付账款的比较来看，公司充分利用对下游供应商的溢价能力，完全转移了下游客户对公司延迟付款的压力。但是，随着未来收入规模的增大，公司现金下降的趋势和额度不能安全的支撑企业的正常运营，从三季度开始公司使用了 2.19 亿元的短期贷款。未来贷款总额还将上升，我们预计财务费用将逐步上升。或有再融资需求。

## 四、 公司损益表预测

表 1: 公司损益表预测

百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>一、 营业总收入</b>	<b>929.87</b>	<b>1,207.27</b>	<b>1,657.67</b>	<b>1,983.45</b>
增长率	19.99%	29.83%	37.31%	19.65%
营业成本	635.49	815.80	1,145.86	1,404.93
<b>二、 营业毛利</b>	<b>294.38</b>	<b>391.47</b>	<b>511.81</b>	<b>578.51</b>
增长率	14.02%	32.98%	30.74%	13.03%
毛利率	31.66%	32.43%	30.88%	29.17%
营业税金及附加	6.60	8.45	11.60	13.88
销售费用	57.99	66.40	91.17	109.09
管理费用	90.28	138.84	190.63	228.10
财务费用	-0.62	3.62	4.97	5.95
资产减值损失	18.79	18.11	24.87	29.75
<b>三、 主营业利润</b>	<b>121.34</b>	<b>156.05</b>	<b>188.56</b>	<b>191.74</b>
增长率	-8.99%	28.61%	20.84%	1.69%
收入比	13.05%	12.93%	11.38%	9.67%
公允价值变动净收益				
投资净收益	11.61	15.10	19.63	25.51
汇兑净收益				
<b>四、 营业利润</b>	<b>132.95</b>	<b>171.15</b>	<b>208.19</b>	<b>217.26</b>
营业外净收益	13.94	6.00	5.50	5.00
<b>五、 利润总额</b>	<b>146.89</b>	<b>177.15</b>	<b>213.69</b>	<b>222.26</b>
减: 所得税	19.84	23.03	27.78	28.89
<b>六、 净利润</b>	<b>127.04</b>	<b>154.12</b>	<b>185.91</b>	<b>193.36</b>
少数股东损益	-0.29			
归属于母公司所有者的净利润	127.34	154.12	185.91	193.36
增长率	10.54%	21.03%	20.63%	4.01%
收入比	13.69%	12.77%	11.22%	9.75%
<b>七、 每股收益:</b>				
调整后的加权平均股本(百万股)	440.64	440.64	440.64	440.64
<b>按加权平均股本计算的每股收益(元)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.35</b>	<b>0.42</b>	<b>0.44</b>
增长率	11.54%	20.61%	20.63%	4.01%
PER(X)	50.86	42.17	34.96	33.61
<b>按最新股本摊薄后的每股收益(元)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.35</b>	<b>0.42</b>	<b>0.44</b>
增长率	10.54%	21.03%	20.63%	4.01%
PER(X)	51.04	42.17	34.96	33.61

数据来源: Wind 上海证券研究所整理

## 投资建议:

我们给予公司 2013~2015 年营业收入至 1,207.27、1,657.67 和 1,983.45 百万元,同比增长 29.83%、37.31%和 19.65%;分别实现归属母公司者净利润 154.12、185.91 和 193.36 百万元,同比增长 21.03%、20.63%和 4.01%;分别实现每股收益(按最新股本摊薄) 0.35、0.42、0.44 元。首次给予,公司未来 6 个月的投资评级为“谨慎增持”。考虑到目前 38 倍市盈率(TTM)的估值处于历史五年的相对中间值,给予未来六个月的目标价 20 元。

## 分析师承诺

分析师 陈启书 倪济闻

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。