

## 通信设备

# 恒宝股份 (002104.SZ) / 16.02 元

## 传统业务持续高增长，转型软件系统服务将再造下一个恒宝

### 事项

近期我们去公司实地调研，与公司管理层进行了交流。

### 主要观点

#### 1. 传统业务今年有望持续高速增长，股权激励的业绩指引明确。

2014 年公司业绩持续增长动力强劲：金融 IC 卡、移动支付卡和居民健康卡等众多产品持续高增长

全国金融 IC 卡 2013 年净增发卡量为 4.7 亿张，我们认为 2014 年有望达到 6 亿张，新增发卡占比从有望 69.1% 提升到 80%。公司的金融 IC 卡市场份额有望从 2013 年的 11.91% 提升到 16%。2014 年市场份额的快速提升的主要动力：

(1) 四大行之外的商业银行开始大规模启动发放金融 IC 卡；(2) 农行和工行今年有望重新招标，近日公司已经通过工行的金融 IC 卡的测试，等待招标。公司有望在这两大银行重新入围。(3) 公司目前是同行中入围金融 IC 卡银行资质最多的公司。考虑到金融 IC 卡价格下行的因素，我们认为金融 IC 卡板块收入增速有望达到 30% 以上。

移动支付卡：运营商今年推动移动支付发展目标明确，我们判断三大运营商今年 NFC-SWP 移动支付卡整体出货量有望达到 3.5 亿张，对应的市场规模为 18 亿元。公司有望获得 15% 的市场份额。

居民健康卡是今年卫计委重点推动业务，有望发卡数超过 5000 万张，公司作为居民健康卡早期标准制定参与单位，在该项业务拥有绝对的优势。

公司近期刚刚公布股权激励的行权条件，给出未来三年清晰的业绩指引，复合增长率 26%。2014 年、2015 年、2016 年净利润增长率分别为 40%、21%、17%。我们认为行业景气度较高，公司作为行业龙头企业，增长空间较大，未来业绩大概率会超过股权激励的行权条件。

#### 2. 引入盛宇投资，协助公司快速外延式扩张。

公司近期管理层发生重大调整。公司原董事长退出幕后，交给职业经理人团队进行管理，同时公司引入战略投资者盛宇投资。

盛宇投资曾经有过丹化科技、华天科技多个经典的案例，拥有丰富的市值管理经验。盛宇投资的总经理出任公司副董事长，未来将协助公司做好市值管理工作。公司后续将和盛宇投资合作寻找更多合适的标的，实现产业和资本双轮驱动。

证券分析师： 马军

执业编号： S0360512110002

Tel: 010-66500868

Email: majun@hczq.com

研究助理： 束海峰

Tel: 010-66500831

Email: shuhaifeng@hczq.com

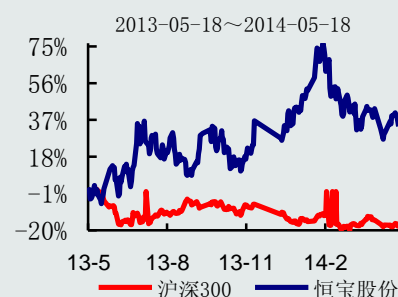
### 投资评级

投资评级： 推荐  
 评级变动： 维持

### 公司基本数据

总股本(万股)	44064
流通 A 股/B 股(万股)	34032/0
资产负债率(%)	24.5%
每股净资产(元)	2.7
市盈率(倍)	24.18
市净率(倍)	5.93
12 个月内最高/最低价	21.48/10.54

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《单季度净利润增速创新高》	2013-10-23
《一季度的高增速为全年发展奠定了基础》	2013-04-22
《业绩逐渐释放过程中》	2012-10-29
《恒宝股份：金融 IC 卡和移动支付芯片卡是公司的长期看点》	2012-09-25
《EMV 迁移和移动支付双轮助力公司快发展》	2011-08-30

### 3. 转型战略明确：利用多年金融、通信和安全积累的底蕴，向软件系统服务方向转变

公司业务目前正是处在多个爆发性增长的行业交叉领域。在未来几年来，公司将积极地进行产业战略布局，搭建产业平台，创新商业模式。公司将以在通信领域和金融支付领域资源为平台基础，利用在移动支付和信息安全两大优势突破能力作为抓手，选择性建立有价值的行业支撑和服务平台，大力发展运营服务商业模式。

公司在系统平台的软件服务市场，有望于今年推出基于安全领域的子系统产品。初步主要是解决安全支付的问题。公司也在和互联网厂商积极探讨，寻找合作机会。

综上所述，我们认为公司未来三年传统业务高速增长，复合增长率超过 26%，转型业务有望开辟出新的成长空间，再造下一个恒宝股份。我们预测 2014 年、2015 年、2016 年的 EPS 分别为 0.66、0.8、0.92；对应 PE 24、20 和 17 倍，维持“推荐”评级

#### 风险提示

卡片价格下行的风险；

转型业务低于市场预期。

## 目 录

一、传统业务今年有望持续高速增长，股权激励的业绩指引明确。 .....	4
1、2013 年业绩释放，2014 年全年有望维持高增长 .....	4
2、金融 IC 卡 2014 年订单有望突破 1 亿张，数量同比近翻番的增长 .....	4
3、移动支付：中国移动 2014 年持续加码推动行业发展 .....	5
4、居民健康卡、防伪税控盘和互联网金融终端等多项业务 2014 年有望突破 .....	6
5、股权激励指引清晰：三年复合增长率达到 26% .....	6
二、引入盛宇投资，协助公司快速外延式扩张，实现产业和资本双轮驱动 .....	6
三、转型战略明确：利用多年金融、通信和安全积累的底蕴，向软件系统服务方向转变。 .....	8

## 图表目录

图表 1 营业收入及其增速 .....	4
图表 2 归属母公司股东的净利润及增长率 .....	4
图表 3 全国银行金融 IC 卡发行量预测 .....	5
图表 4 公司金融 IC 卡出货量及占比 .....	5
图表 5 公司移动支付卡出货量及营收规模预测 .....	6
图表 6 丹化科技的发展历程 .....	7
图表 7 华天科技的发展历程 .....	7

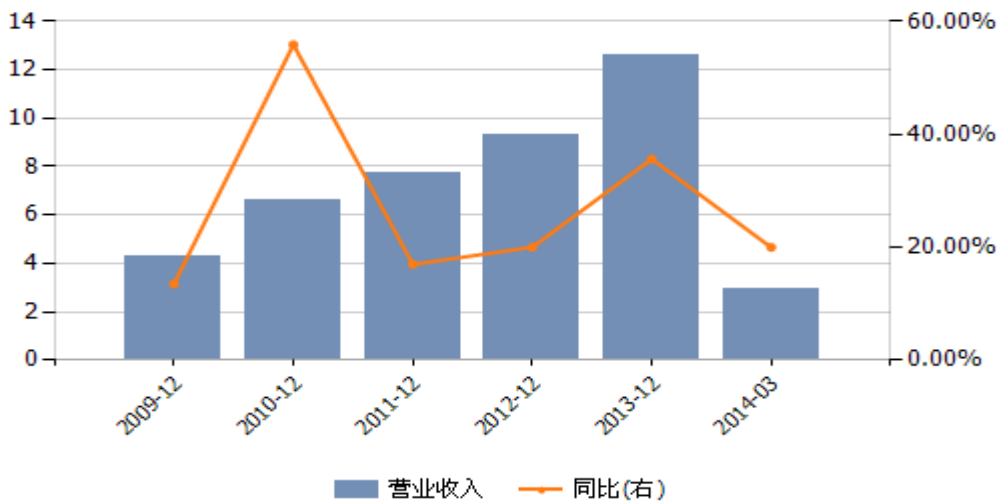
一、传统业务今年有望持续高速增长，股权激励的业绩指引明确。

1、2013 年业绩释放，2014 年全年有望维持高增长

自 2011 年 6 月，央行在全国选择 47 个城市开展金融 IC 卡在公共服务领域中的应用试点工作，经过两年多实践，2013 年各大主要银行都开始大规模发行金融 IC 卡。2013 年金融 IC 卡业务的放量直接带来公司业绩的释放：2013 年收入同比增长 35.61%，归母净利润增长 57.68%。其中金融 IC 卡业务 2013 年贡献收入约 4.9 亿，约占整体收入的 39%。

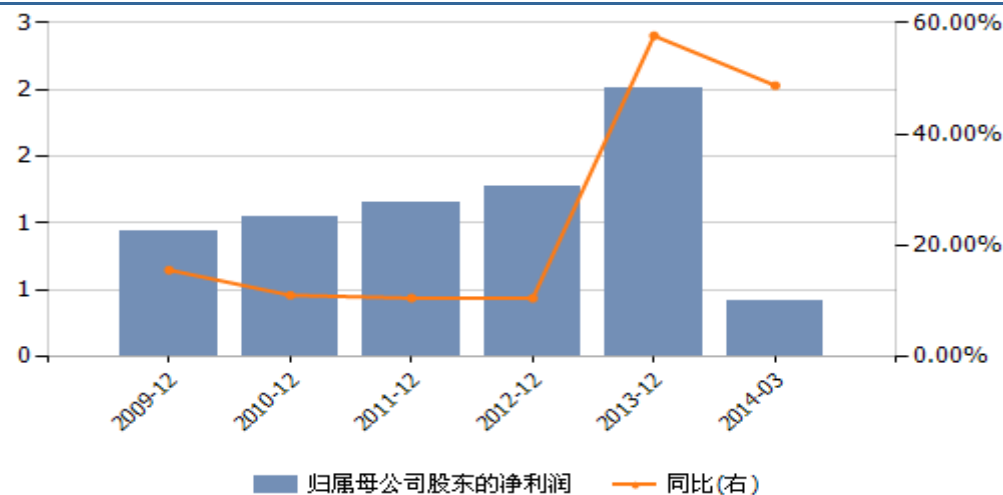
2014 年我们认为公司业绩持续增长动力强劲，金融 IC 卡、移动支付卡和居民健康卡看点众多。一季度收入同比增长 19.96%，扣非后净利润增长 17.1%，增速略低于市场预期，这主要是受公司订单确认滞后的影响，公司在半年报中给出的业绩增长指引为 20%-50%。

图表 1 营业收入及其增速



资料来源：华创证券 wind

图表 2 归属母公司股东的净利润及增长率



资料来源：华创证券 wind

2、金融 IC 卡 2014 年订单有望突破 1 亿张，数量同比近翻番的增长

金融 IC 卡 2013 年净增发卡量为 4.7 亿张，我们认为 2014 年全国有望达到 6 亿张，占新增发卡比例从 69.1%提升到 80%。公司的金融 IC 卡市场份额有望从 2013 年的 11.91%提升到 16.6%，金融 IC 卡 2014 年订单有望突破 1 亿张，数量同比近翻番的增长。

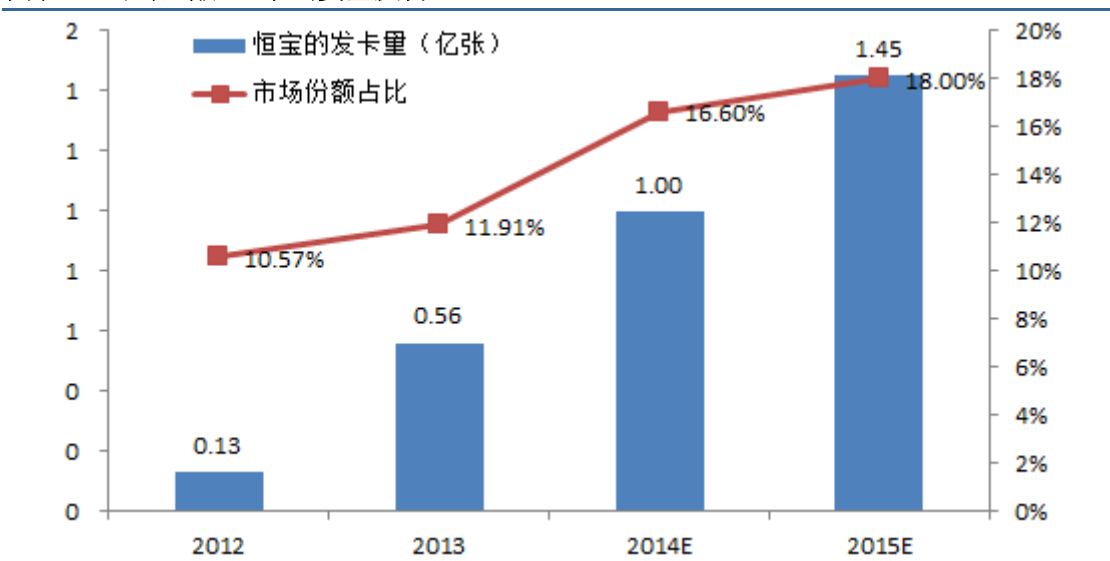
图表 3 全国银行金融 IC 卡发行量预测

单位：（亿张）	2012	2013	2014E	2015E
银行卡累计发行量	35.34	42.14	49.00	58.00
银行卡新增发行量	5.85	6.80	7.50	8.50
银行金融 IC 卡新增发行量	1.23	4.70	6.00	8.08

资料来源：华创证券

我们看好公司在行业的龙头地位，是主要商业银行的金融 IC 卡的入围资格供货商，公司市场份额有望快速提升。2014 年市场份额的快速提升的主要动力：（1）四大行之外的商业银行开始大规模启动发放金融 IC 卡；（2）农行和工行今年有望重新招标，近日公司已经通过工行的金融 IC 卡的测试，等待招标。公司有望在这两大银行重新入围。（3）公司目前是同行中入围金融 IC 卡银行资质最多的公司。

图表 4 公司金融 IC 卡出货量及占比



资料来源：华创证券

考虑到价格下行的风险，我们假设单张金融 IC 卡的价格降到 8 元的话，公司金融 IC 卡板块整体收入增速有望达到 35% 以上。由于芯片价格也在持续下降，我们预期公司毛利率能够维持相对稳定。

### 3、移动支付：中国移动 2014 年持续加码推动行业发展

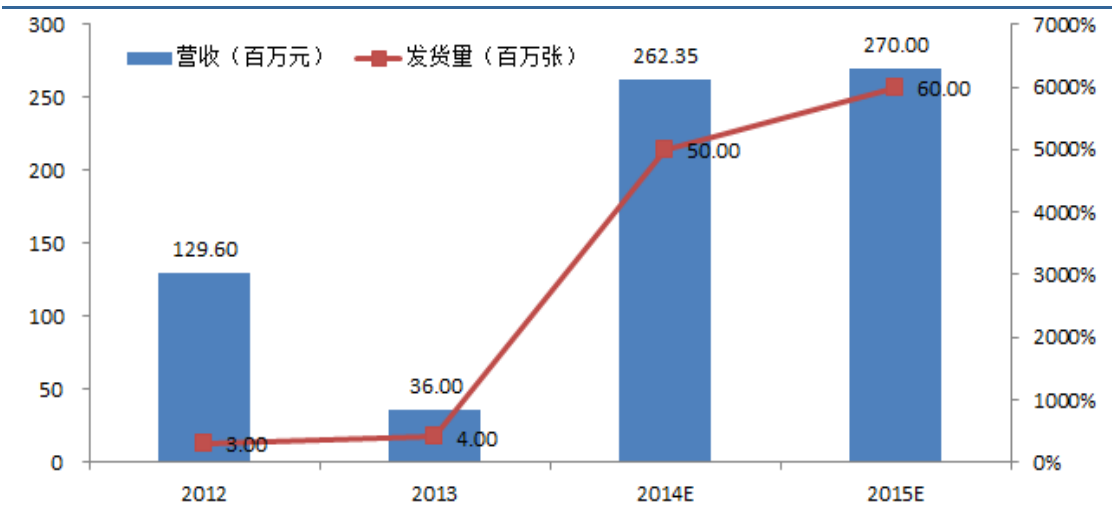
移动支付发展的客观条件已然成熟。运营商、银行、互联网厂商等其他参与各方共同完善移动支付产业链，2014 年移动支付有望进入高潮。可预计三大运营商在接下来的 2014 年将发放大量 NFC-SIM 卡及 NFC 手机终端，以推动 NFC 移动支付发展。继去年中国银联与三大运营商 TSM 平台对接成功，央行推动的移动金融安全可信公共服务平台已经建成通过了验收评审并接入试运行。

终端的缺失和价格的下行是市场对移动支付卡商的主要两个担忧的因素：

- 市场担心 NFC 手机的缺少会影响移动支付的发展，我们认为运营商推动移动支付的力度坚决，中国移动今年计划招标 5.5 亿张卡，计划一半的卡片是 4G+NFC 形式，未来减少二次换卡的成本，对卡商是整体利好。
- 移动支付 NFC-SWP 卡片价格：我们预计单张卡片的价格在 5-6 元左右，价格下行的空间短期不会再有大的调整，卡商的毛利率能够维持相对的稳定，

运营商今年推动移动支付发展目标明确，我们判断三大运营商今年 NFC-SWP 移动支付卡整体出货量有望达到 3.5 亿张，对应的市场规模为 18 亿元，公司有望获得 15% 的市场份额。未来两到三年都是行业渗透率快速提高的时期。

图表 5 公司移动支付卡出货量及营收规模预测



资料来源：华创证券

#### 4、居民健康卡、防伪税控盘和互联网金融终端等多项业务 2014 年有望突破

居民健康卡是今年卫计委重点推动业务，有望发卡数超过 5000 万张，公司作为居民健康卡早期标准制定参与单位，在该项业务拥有绝对的优势，我们预计公司能够占有 50% 的市场份额，2014 年新增收入达到 2 亿左右。

防伪税控盘业务随着营改增业务在全国的推广快速起量，公司作为总参三部五家供应商之一，发改委对外公布的每套税控盘的价格为 720 元。日前，李克强总理在《关于深化经济体制改革的若干问题》进一步给出要求：第一步，2014 年继续实行营改增扩大范围；第二步，2015 年基本实现营改增全覆盖。公司 2013 年发货总计 2.8 万套，我们预计 2014 年规模将持续扩大。

互联网金融终端在四大行的推动下，有望取代 USB-key，成为新的标配产品。近期，建行和农行的互联网金融终端启动招标，公司也在积极参与。目前，单个终端的价格在 80 元左右，未来随着产品的放量，价格有望下降。

#### 5、股权激励指引清晰：三年复合增长率达到 26%

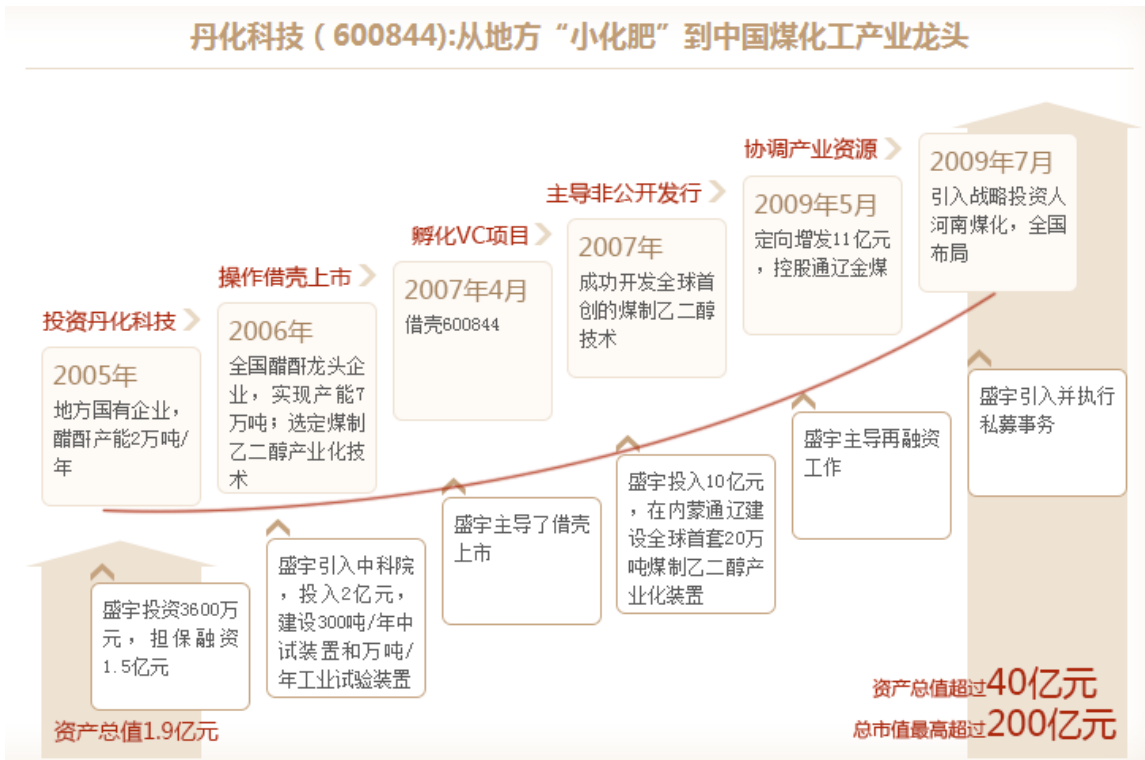
公司近期刚刚公布股权激励的行权条件，给出未来三年清晰的业绩指引，三年符合增长率达到 26%。2014 年、2015 年、2016 年净利润增长率分别为 40%、21%、17%。我们认为行业景气度较高，公司作为行业龙头企业，增长空间较大，未来业绩大概率会超过股权激励的行权条件。

### 二、引入盛宇投资，协助公司快速外延式扩张，实现产业和资本双轮驱动

公司近期管理层发生重大调整。公司原董事长退出幕后，交给职业经理人团队进行管理，同时公司引入战略投资者盛宇投资。

盛宇投资曾经经手过丹化科技、华天科技多个经典的案例，拥有丰富的市值管理经验。盛宇投资的总经理出任公司副董事长，未来将协助公司做好市值管理工作。公司后续和盛宇投资合作寻找更多合适的标的，实现产业和资本双轮驱动。

图表 6 丹化科技的发展历程



资料来源：华创证券 盛宇投资

图表 7 华天科技的发展历程



资料来源：华创证券 盛宇投资

### 三、转型战略明确：利用多年金融、通信和安全积累的底蕴，向软件系统服务方向转变。

公司业务目前正是处在多个爆发性增长的行业交叉领域。在未来几年来，公司将积极地进行产业战略布局，搭建产业平台，创新商业模式，使主营业务呈现以产业平台为基础，多个业务领域争先恐后齐开花的新局面。

公司将以在通信领域和金融支付领域资源为平台基础，利用在移动支付和信息安全两大优势突破能力作为抓手，大力打通、挖掘和发展行业渠道，选择性建立有价值的行业支撑和服务平台，延伸业务到更广阔发展空间，大力发展运营服务商业模式，打造新的业务增长点。

公司基于系统平台的软件服务市场，有望在今年推出基于安全领域的子系统产品。初步主要是解决安全支付的问题。公司也在和互联网厂商积极探讨，寻找合作的商业模式。

综上所述，我们认为公司未来三年传统业务高速增长，复合增长率超过 26，转型业务有望开辟出新的成长空间，再造下一个恒宝股份。我们预测 2014 年、2015 年、2016 年的 EPS 分别为 0.66、0.8、0.92；对应 PE 24、20 和 17 倍，维持“推荐”评级

#### 风险提示

卡片价格下行的风险；

转型业务低于市场预期。



## 附录：财务预测表

**资产负债表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	801	1166	1557	1915
现金	293	596	941	1288
应收账款	87	210	220	231
其它应收款	7	12	13	15
预付账款	16	25	22	21
存货	279	240	249	256
其他	120	83	111	105
<b>非流动资产</b>	428	412	386	361
长期投资	21	28	36	41
固定资产	368	333	299	264
无形资产	29	42	46	50
其他	10	8	5	5
<b>资产总计</b>	1229	1577	1943	2276
<b>流动负债</b>	256	378	458	490
短期借款	0	0	0	0
应付账款	228	350	425	455
其他	28	28	33	35
<b>非流动负债</b>	8	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	8	9	9	9
<b>负债合计</b>	264	387	467	499
少数股东权益	0	-0	-1	-1
股本	441	441	441	441
资本公积金	17	17	17	17
留存收益	508	469	667	850
归属母公司股东权益	965	1191	1477	1778
<b>负债和股东权益</b>	1229	1577	1943	2276

**现金流量表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	224	374	391	423
净利润	201	292	351	407
折旧摊销	35	45	40	40
财务费用	2	-13	-23	-33
投资损失	-14	-8	-11	-11
营运资金变动	9	60	34	21
其它	-9	-0	-0	0
<b>投资活动现金流</b>	-138	-20	-3	-4
资本支出	128	-25	-34	-30
长期投资	0	7	8	5
其他	-10	-38	-28	-29
<b>筹资活动现金流</b>	-48	-51	-43	-72
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-48	-51	-43	-72
资本公积增加	38	303	345	347
其他	2013	2014E	2015E	2016E
<b>现金净增加额</b>	224	374	391	423

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1261	1766	2029	2334
营业成本	857	1189	1365	1564
营业税金及附加	8	11	12	14
营业费用	68	88	101	117
管理费用	123	170	189	223
财务费用	2	-13	-23	-33
资产减值损失	-1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	14	8	11	11
<b>营业利润</b>	217	329	394	459
营业外收入	21	14	17	17
营业外支出	5	4	4	4
<b>利润总额</b>	233	339	407	472
所得税	32	47	56	65
<b>净利润</b>	201	292	351	407
少数股东损益	0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	201	292	351	407
EBITDA	259	371	424	478
EPS (元)	0.46	0.66	0.80	0.92

**主要财务比率**

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	35.6%	40.1%	14.9%	15.0%
营业利润	63.2%	51.4%	19.8%	16.5%
归属母公司净利润	57.7%	45.4%	20.3%	15.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.0%	32.7%	32.7%	33.0%
净利率	15.9%	16.5%	17.3%	17.4%
ROE	22.6%	27.1%	26.4%	25.0%
ROIC	19.9%	23.3%	22.3%	21.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.5%	24.5%	24.0%	21.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.12	3.09	3.40	3.91
速动比率	2.04	2.45	2.85	3.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.09	1.26	1.15	1.11
应收帐款周转率	0.07	0.12	0.11	0.10
应付帐款周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.46	0.66	0.80	0.92
每股经营现金	0.51	0.85	0.89	0.96
每股净资产	2.19	2.70	3.35	4.03
<b>估值比率</b>				
P/E	35.16	24.18	20.09	17.35
P/B	7.31	5.93	4.78	3.97
EV/EBITDA	19.54	17.47	14.45	12.08

## 通信组分析师介绍

### 华创证券行业部总经理，通讯行业首席分析师：马军

曾任工业和信息化部电信研究院规划所主任工程师，主要从事电信产业政策研究与运营商战略规划，支持和参与的项目包括通信业“十一五”、“十二五”规划，三网融合、信息产业、物联网等“十二五”规划，3G业务规划、3G发展评估、金融危机对中国电信业影响既对策等多项课题，获得多项奖励，在多种刊物发表论文 20 多篇。在华创撰写包括信息服务、信息设备各细分行业和主题行业深度报告 20 余篇及多家公司深度报告，2013 年水晶球第四名，新财富第五名；2012 年水晶球、新财富第六名。西安交通大学工商管理硕士，西安交通大学工学学士

### 华创证券通讯行业分析师：束海峰

曾任职工业和信息化部电信研究院规划所多年，从事金融行业两年，北京邮电大学硕士，厦门大学经济学学士。

### 华创证券通讯行业分析师：樊鹏

具有多年 IT 行业工作经验，曾在中国联通、BEA 公司、中国电信从事网络维护、产品研发、市场推广等工作，2012 年加入中国民族证券从事 TMT 行业分析，2014 年加入华创证券，北京邮电大学通信工程学士、软件工程硕士，北京大学金融学硕士。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	<a href="mailto:yangxiaohao@hcq.com">yangxiaohao@hcq.com</a>
	石墨飞	机构销售经理	010-66500836	<a href="mailto:shizhaofei@hcq.com">shizhaofei@hcq.com</a>
	翁波	机构销售经理	010-66500810	<a href="mailto:wengbo@hcq.com">wengbo@hcq.com</a>
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	<a href="mailto:zhaoyifan@hcq.com">zhaoyifan@hcq.com</a>
	张春会	机构销售经理	010-66500838	<a href="mailto:Zhangchunhui@hcq.com">Zhangchunhui@hcq.com</a>
	梁岩涛	机构销售经理	010-66500807	<a href="mailto:liangyantao@hcq.com">liangyantao@hcq.com</a>
广深	张娟	机构销售经理	0755-82828570	<a href="mailto:zhangjuan@hcq.com">zhangjuan@hcq.com</a>
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	<a href="mailto:konglingyao@hcq.com">konglingyao@hcq.com</a>
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	<a href="mailto:diaojiannan@hcq.com">diaojiannan@hcq.com</a>
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	<a href="mailto:guojia@hcq.com">guojia@hcq.com</a>
	余洋	机构销售经理	0755-83186870	<a href="mailto:yuyang1@hcq.com">yuyang1@hcq.com</a>
	刘洪军	创新业务销售	0755-82027738	<a href="mailto:liuhongjun@hcq.com">liuhongjun@hcq.com</a>
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	<a href="mailto:liyinyin@hcq.com">liyinyin@hcq.com</a>
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	<a href="mailto:wuliping@hcq.com">wuliping@hcq.com</a>
	熊俊	机构销售经理	021-50157561	<a href="mailto:xiongjun@hcq.com">xiongjun@hcq.com</a>

# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

## 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

## 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元  
邮编:518038  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558