

东信和平 (002017)
强烈推荐
行业：终端设备

联手住建部建全国城市一卡通联网平台，打造移动支付商业帝国

东信和平是全球第五的智能卡制造商，电信 SIM 卡国内市场份第一。2013 年 10 月公司和住建部合资成立了城联数据公司，目的是建立全国的城市一卡通互联互通平台，加入平台的城市一卡通可在联盟城市通用。

投资要点：

- ✧ **城市一卡通有望成为居民最常用的通用卡。** 随着刷卡场景的拓展以及 NFC 收单设备的完善，一卡通支付范围从公交地铁拓宽到了多个民生部门和商业场所（具有 POS 机的地方），便捷性显著提升，支付金额将增长数百倍，卡运营商利润能大幅提升，其拓展业务的动力充足，住建部也会对其大力扶持。
- ✧ **互联互通平台是首个全国范围城市级别联网支付平台。** 当前已有 35 个城市加入联网平台，未来 160 个城市将加入。目前全国城市一卡通已有 4 亿用户，互联互通平台将覆盖超过 2 亿用户。城联会帮助通卡公司扩大卡使用范围，寻找更多合作伙伴加入商业生态。随着 NFC 手机快速普及，加载城联 App 可实现 NFC 支付（和一卡通账户关联），通过圈存、公交实时信息查询、便民服务等业务可黏住客户，和线上业务结合形成 O2O 闭环。
- ✧ **城联数据公司商业价值大。** 城联平台将打造成为一个开放的平台，未来可扩展的空间很大，其价值依赖于城市一卡通 NFC 手机用户数量、质量和黏性，移动支付 O2O、第三方支付的模式均能够成为公司的盈利模式。
- ✧ **智能卡业务保持增长。** 2014 年 NFC-SIM 卡开始放量，公司份额有望保持，金融 IC 卡已入围五大行，增速超 50%。社保卡稳定增长，高毛利有望保持。
- ✧ **给予“强烈推荐”评级。** 预计 2014-2016 年 EPS 为 0.21、0.30 和 0.40 元。城联数据如果成功拓展线上业务，其用户达亿级，占据移动支付入口和线上入口，如果城联业务能够成功，价值有望超过只具备线上入口的 91 助手。
- ✧ **风险提示：** 城联数据的业务拓展进度不确定；移动支付市场竞争激烈

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1168	1426	1796	2151
收入同比(%)	13%	22%	26%	20%
归属母公司净利润	44	59	85	115
净利润同比(%)	14%	35%	44%	34%
毛利率(%)	23.9%	24.7%	25.2%	25.4%
ROE(%)	6.1%	7.5%	9.8%	11.6%
每股收益(元)	0.15	0.21	0.30	0.40
P/E	90.23	66.91	46.50	34.62
P/B	5.54	5.04	4.54	4.01
EV/EBITDA	55	45	35	27

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：熊丹

S0960513120001

0755-82026849

xiongdan@china-invs.cn

署名人：观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20

当前股价： 13.70

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	289
流通股本(百万股)	283
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	39
成交量(百万股)	4.56
成交额(百万元)	61.73

股价表现



相关报告

目 录

一、 国内领先的智能卡制造商，国企完成股权激励后动力充足	4
1. 全球第五大智能卡公司，通信卡市场份额国内第一	4
2. 股权激励推出有望改善管理层动力，未来三年业务高增长可期	5
二、 切入城市一卡通市场，联手住建部打造城市间互联互通平台	6
1. 城市一卡通行业处于爆发前夜，抢占移动支付抢占先机	6
2. 互联互通平台产业链配套逐步完善，城市一卡通有望成为城市居民最重要的通用卡	8
3. NFC 配套产业链已经成型，移动支付 O2O 商业闭环形成	10
4. 互联互通平台的建立能够让城市一卡通产业生态扩大，激活潜力	11
5. 城联数据的线下线上业务商业价值巨大	13
三、 智能卡业务保持增长，金融 IC 卡和 NFC-SIM 卡起量	15
1. 通信 SIM 卡迎来 NFC 切换，2014 是启动年，未来几年高速增长	15
2. 金融 IC 卡逐步起量，已经切入五大行	16
3. 社保卡稳定增长，公司保持较高份额	17
四、 财务估值和投资建议	18
1. 财务分析：现金流好，无资本化，成本管理需进一步加强	18
2. 估值和投资建议	19
五、 风险因素	20

图目录

图 1 公司的收入和净利润增长情况 (百万元)	4
图 2 城市一卡通应用场景增多	6
图 3 互联互通平台和 TSM 平台的战略部署	8
图 4 城联数据公司 TSM 平台构架	9
图 5 城联数据 TSM 平台和其他平台对接	10
图 6 全球 NFC 手机出货量 (亿部)	11
图 7 中国 NFC 手机出货量和占比 (亿部)	11
图 8 国内城市一卡通的发卡数量已超过 4 亿张	12
图 9 城联数据公司需要做的工作	13
图 10 城联数据公司的价值取决于生态的强弱	14
图 11 国内金融 IC 卡发卡数量和占比 (亿张)	17
图 12 2011-2013 年公司现金流情况良好 (百万元)	18
图 13 2011-2013 年销售费用率对比	19
图 14 2011-2013 年管理费用率对比	19

表目录

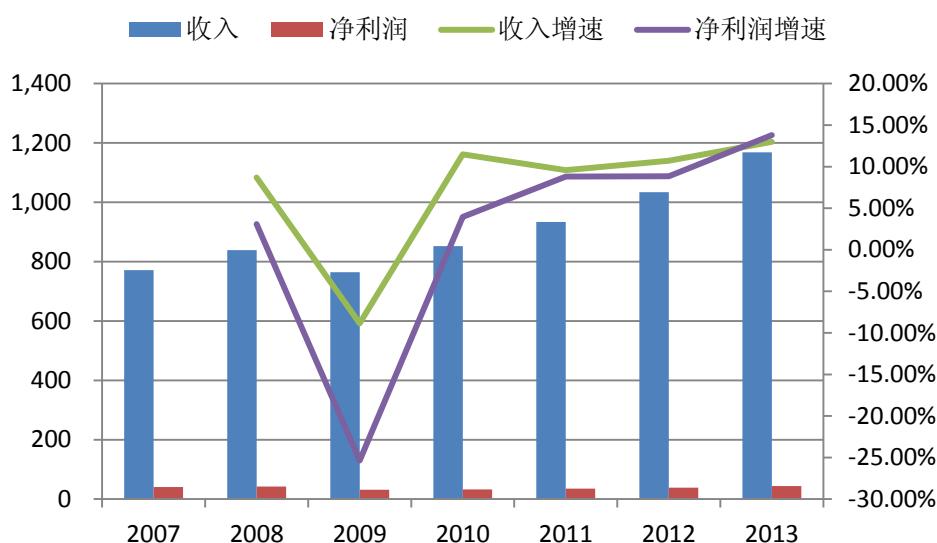
表 1 股权激励对标企业 2013 年财务情况	5
表 2 城市一卡通产业链	7
表 3 国家对住建部城市一卡通的相关政策	8
表 4 城联数据可能的盈利模式	15
表 5 金融 IC 卡和磁条卡的对比	16

一、国内领先的智能卡制造商，国企完成股权激励后动力充足

1. 全球第五大智能卡公司，通信卡市场份额国内第一

东信和平是国内领先的智能卡制造厂商之一，于 2004 年上市。公司的智能卡产品主要分为通信 SIM 卡、金融 IC 卡、政府公共事业卡（社保卡、市民卡、城市一卡通、身份证件等）。公司是全国前五大智能卡供应商之一，智能卡出货量常年位居国内第一，累计向市场提供了芯片卡超过 25 亿张，刮卡 40 亿张（充值卡），拥有向全球 70 多个国家和地区提供产品与技术服务和相关解决方案的经验。

图 1 公司的收入和净利润增长情况（百万元）



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

公司大股东是普天集团，为国内四大通信设备商之一（华为、中兴、大唐），是国资委直属的央企，是五家上市公司的大股东。普天集团在信息产业具有深厚的背景，目前主要的产业方向为通信、广电、新能源、金融电子和行业信息化。东信和平作为集团金融电子行业的发展平台，充分受益于集团在通信领域的技术优势积淀，在智能卡、卡运营、移动支付及金融安全领域获得了良好发展。

公司在智能卡制造领域耕耘多年，现阶段国内的智能卡制造领域市场格局趋于稳定，行业未来集中度提高趋势明显，小厂商被大厂商整合正在发生。公司在业务方面除了不断推出新产品外，开始逐渐尝试商业模式的变化，进军运营服务市场。随着移动互联网的快速发展，移动支付这个巨大的市场正在启动，公司凭借在智能卡系统、TSM 系统上的技术优势，切入到移动支付这个万亿级别的市场。公司希望能够在卡运营市场上有所作为，未来逐渐向运营服务方向拓展更多的新业务，不断向产业链下游扩展，逐步摆脱客户单一市场面临的净利润下滑风险和客户流失风险。

2. 股权激励推出有望改善管理层动力，未来三年业务高增长可期

东信和平自 2004 年上市以来第一次进行股权激励，作为国企迈出了重要的步伐。公司历史上管理层持股一直很少，本次股权激励解决了非常重要的管理层激励问题，使得管理层更有动力将公司做大做强。

公司于 2013 年推出了股权激励，一共 388.5 万股，占公司授予前总股本的 1.78%，对象共 85 人，授予价为 7 元。解锁期为 2016-2018 年，解锁数量每年三分之一，解锁条件为可解锁日前一年度 ROE 分别不低于 6%、7% 和 8%，扣非后净利润增速相比 2012 年增长分别不低于 30%、60% 和 100%，且此两项数据不低于 15 家对标上市公司的 75 分位值水平。按照 2014-2016 年扣非净利润增长 30%、60% 和 100% 的股权激励最低要求，2014-2016 年扣非后净利润不低于 4544 万元、5592 万元和 6991 万元。从 ROE 的情况考虑，若公司不进行增发，每年净利润金额要求略超出前面的数额几百万元。

表 1 股权激励对标企业 2013 年财务情况

股票代码	股票名称	2013 年扣非净利润增长率	2013 年 ROE	2013 年扣非净利润(亿元)
002104.SZ	恒宝股份	47.07%	19.68%	1.90
600271.SH	航天信息	4.14%	17.12%	10.46
002185.SZ	华天科技	168.46%	10.61%	1.88
002117.SZ	东港股份	31.90%	10.58%	1.26
300205.SZ	天喻信息	201.97%	7.23%	0.78
000748.SZ	长城信息	50.26%	5.10%	0.66
002512.SZ	达华智能	66.33%	5.80%	0.82
002229.SZ	鸿博股份	-6.97%	5.60%	0.47
002371.SZ	七星电子	-36.81%	4.68%	0.85
300139.SZ	福星晓程	-21.01%	5.37%	0.63
300053.SZ	欧比特	7.61%	4.04%	0.26
002161.SZ	远望谷	-85.98%	1.05%	0.15
600171.SH	上海贝岭	-544.52%	-2.93%	-0.52
300131.SZ	英唐智控	-833.48%	-16.36%	-0.86
600800.SH	天津磁卡	40.65%	-52.40%	-0.39
002017.SZ	东信和平	6.14%	5.18%	0.37

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

从净利润增速条件看，公司完成的可能性较大，而达到 15 家对标公司的 75 分位值这个条件相对比较有难度。ROE 指标每年比较平稳，考虑到天喻信息 2014 年增速较快，东信和平 ROE 需要达到约 9% 的水平才能够有较大把握。净利润增速方差很大，

考虑到对标公司中有一些微利甚至亏损，如果业绩反转净利润增速可能超过 100%，这一条件能否达成目前暂时很难判断。不过考虑到公司现阶段的净利润基数较低，对达到业绩条件具有足够信心。

二、切入城市一卡通市场，联手住建部打造城市间互联互通平台

1. 城市一卡通行业处于爆发前夜，抢占移动支付抢占先机

城市一卡通市场正在发生巨大的变化，表现为：1、支付场景增多，金额增百倍：一卡通具备小额金融支付功能后，成为小额预付卡，以前只能在公交地铁进行消费，现在可以在具有金融 POS 的场合进行刷卡消费，应用场景增加，刷卡金额相比公交上升了数百倍；2、支持 NFC 支付功能，由于 NFC 支付会在手机上按照一个圈存的 App 应用，未来线上 App 会提供多种便民服务和商业应用，增值服务市场空间大。

图 2 城市一卡通应用场景增多



资料来源：浙大网新网站、中国中投证券研究总部

东信和平公司与北京亿速码数据处理有限公司(股东为中外建设信息有限责任公司，是住建部所属公司) 共同出资 6000 万元组建“城联数据有限公司”，东信和平出资 3000 万元占 50% 股权。城联数据公司的经营目标是建设全国的城市一卡通互联互通联网 TSM 平台 加入到联网平台的城市一卡通/NFC 手机可以在联网城市进行刷卡消费。

目前城联数据公司已经有 30 多名员工，以研发和市场推广人员为主。从投资金额上看，纯软件系统公司投资 6000 万属于金额比较大的，普通的技术性公司金额通常在 1000 万以下。我们判断全国城市一卡通联网平台的系统规模很大，需要承载全国 4 亿一卡通用户，可扩展性强，住建部对此项目的重视程度很高。住建部之所以选择和东信和平公司合作，本身的国企背景使得二者利益一致，另外东信和平作为国内最大的通信智能卡制造商，在 TSM 技术实力上处于市场领先水平。

城市一卡通互联互通平台在住建部占有非常重要的战略地位，是住建部智慧城市体系中打通多行业应用的纽带，也是智慧城市在移动支付层面的重要切入口之一。住建部之所以要建立城市一卡通的全国联网平台，目的是让一卡通的地位得到提升，在移动支付的战场取得先机。城市一卡通早期的应用主要在公交和地铁，场景比较受限制使得产业规模小。随着移动支付技术快速发展，金融 IC 卡发卡快速增长，NFC 手机也在快速放量，收单设备的改造速度在加快，为卡/手机的支付提供了足够的外部环境，产业链配套条件已经具备。在此背景下，银行、银联、电信运营商、第三方支付等大鳄对这个市场虎视眈眈，纷纷加入到城市级别的支付产业竞争中。

通卡公司通常是地方政府所属的公司，当前多数地区的一卡通主要用于公交地铁和公共自行车租赁，收入为沉淀资金和刷卡手续费，此前基本是不赚钱，靠地方政府补贴。移动支付大力发展的今天，通卡公司单打独斗的方式在未来的竞争中非常吃亏，面临被边缘化的危机。所以住建部牵头建立全国的城市一卡通平台对于通卡行业具有重大的意义。

表 2 城市一卡通产业链

时间	业务模式	相关公司
IC 卡商和 NFC-SIM 卡商	提供 IC 卡和手机 SIM 卡	东信和平、恒宝股份、天喻信息
系统商	为客户提供卡应用解决方案，建立系统	新开普、浙大网新、捷顺科技
通卡公司	通常为本地政府所属的企业，进行发卡并负责当地卡的运营工作	各个地方公司，比如深圳通、羊城通
联网管理和清算 平台	建立管理和清算系统，依托住建部建立的全国标准，建立全国一级 TSM 平台	东信和平（和住建部 IC 卡应用服务中心合资的子公司城联数据公司）
收单机构	提供刷卡、刷手机 NFC（闪付）设备	银行、银联、第三方支付

资料来源：中国中投证券研究总部

城市一卡通应用场景的快速增加将成为重要的市民生活通用卡，在近场支付产业链中占据重要一席，可能成为智慧城市体系中打通各部门的卡应用重要媒介。国家对城市一卡通的建设提供了良好的政策，明确指出要建立城市间的一卡通联网平台。根据 2014 国务院印发的《国家新型城镇化规划(2014-2020)》指出，建立城市群成本共担和利益共享机制，加快城市综合交通“一卡通”服务平台建设，推进跨区域互联互通，促进基础设施和公共服务设施共建共享，促进创新资源高效配置和开放共享。

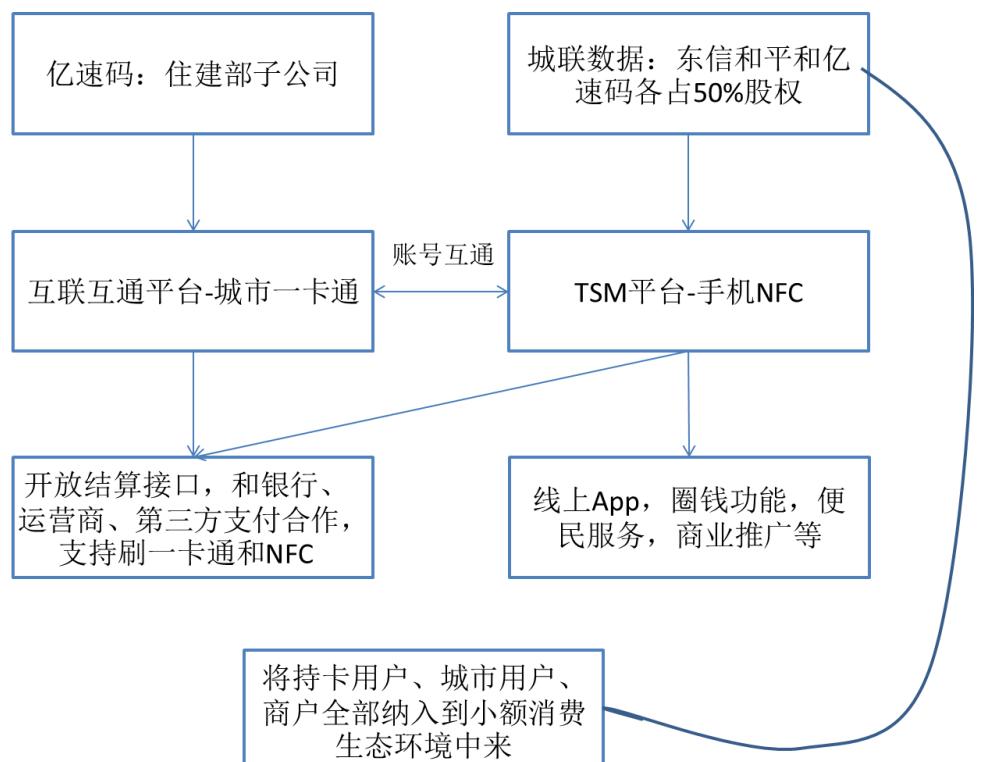
表 3 国家对住建部城市一卡通的相关政策

	相关政策规范	要求内容
2013 年 9 月	《全国城市一卡通跨行业多应用白皮书》	规范城市一卡通与移动支付、金融 IC 卡以及城市一卡通在小额支付领域的应用
2013 年	《建设事业集成电路 (IC) 卡应用技术条件》	规定移动支付 SE 卡片技术要求、城市一卡通行业 TSM 平台标准
2014 年 2 月	住建部建卡服「2014」004 号文件即“关于规范城市一卡通移动支付业务通知”	规范了整个城市一卡通领域 TSM 平台建设要求和规范

资料来源：住建部、中国中投证券研究总部

2. 互联互通平台产业链配套逐步完善 , 城市一卡通有望成为城市居民最重要的通用卡

住建部将要建立城市一卡通互联互通平台和 TSM 平台，平台实现加盟到平台的一卡通/NFC 手机账户的联网和清算。其中互联互通平台由住建部全资子公司亿速码来建设，TSM 平台由亿速码和东信和平的合资公司城联数据来建设。住建部建立互联互通平台后，将向线下渠道开放一卡通结算入口，同时城联数据的 TSM 平台在用户手机上具有圈钱功能，用户可以方便的从网上银行、支付宝等账户将钱圈存到一卡通账户，产业链形成闭环。

图 3 互联互通平台和 TSM 平台的战略部署


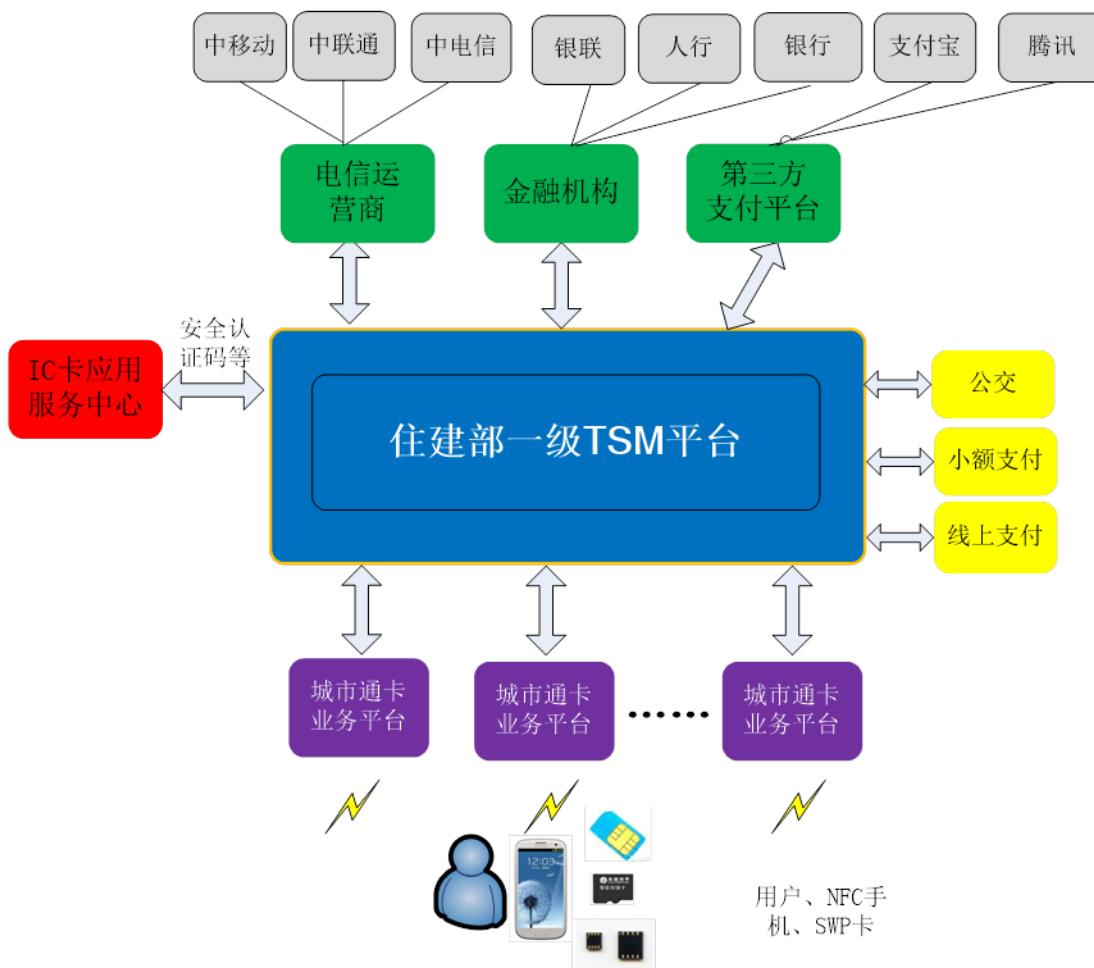
资料来源：中国中投证券研究总部

从政府角度看，目的是便民和政绩工程，全国已经有非常多的城市提出建设城市一卡通，将各个应用场合的卡功能集中到一起，在各个场合都可以通用，减少市民的持卡数量。这样以来既方便了市民，又减少了发卡的成本，也有利于各个不同的单位未来的信息联网。所以政府是非常有动力去推动“一卡通”这件事情的。

通卡公司通过扩大一卡通的支付范围，由此可以带来更高额度的预存费和刷卡手续费，直接经济受益。城联会帮助地方通卡公司拓展更多的支付场景，将更多伙伴纳入到生态环境中。

TSM 平台是一个开放的平台，运营商、各区域的通卡公司都可以建设自己的 TSM 平台。住建部要求城联数据公司的 TSM 为一级 TSM 平台，其他的地区性通卡公司为二级 TSM 平台，二级平台如需实现区域外的互通，则需要接入到一级 TSM 平台。城联数据公司在 TSM 平台基础之上，将积极与相关收单机构、商户合作，拓展城市一卡通在小额消费领域的业务范围，把持卡用户、城市用户、商户全部纳入到小额消费生态环境中来，从而带动整个行业产业链的变革。

图 4 城联数据公司 TSM 平台构架

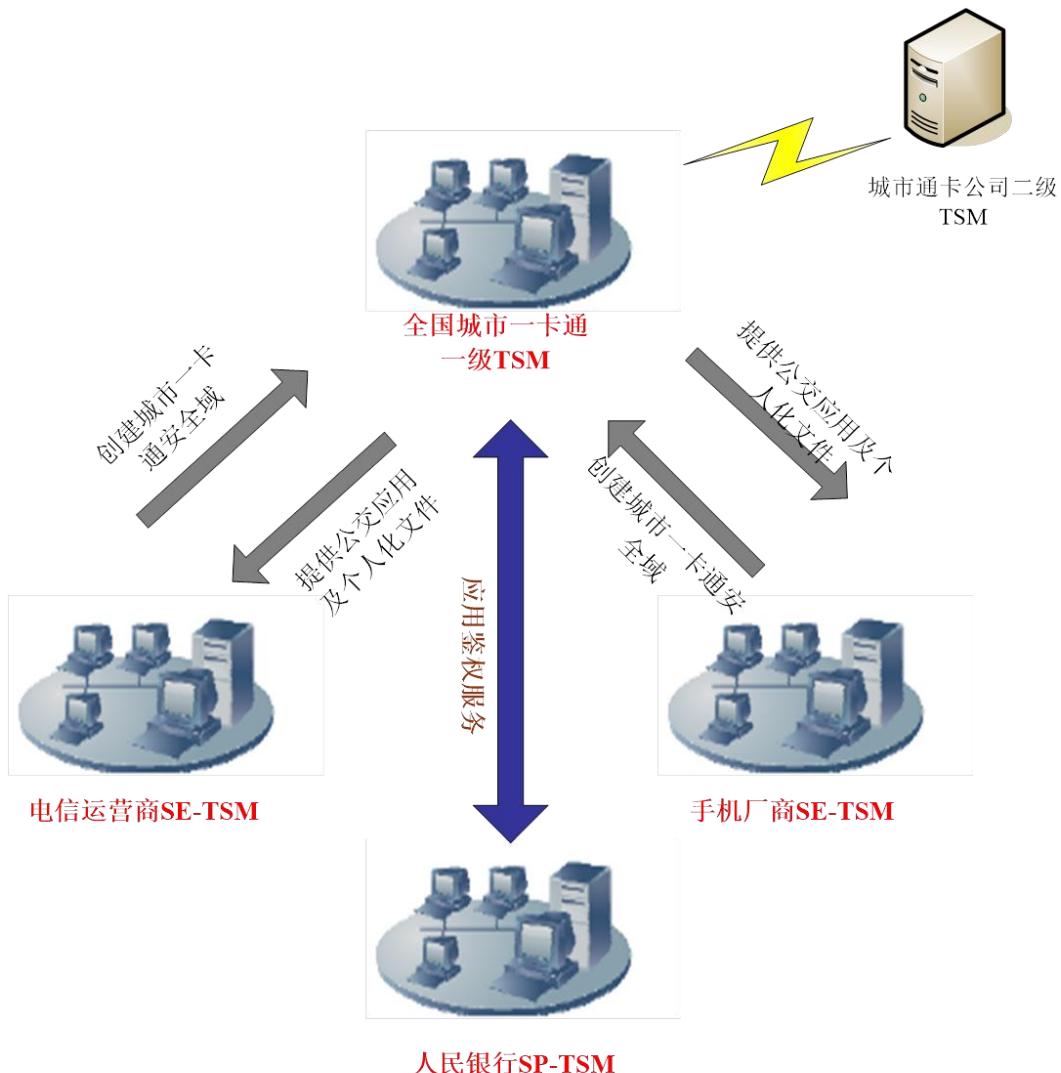


资料来源：中国中投证券研究总部

城联数据 TSM 平台作为住建部一级 TSM 平台，其下可搭建城市二级 TSM 平台，

一级 TSM 平台负责全国性业务如互联互通应用等的服务和支撑，二级 TSM 平台负责为本地业务等提供服务和支持。电信、银行等行业的 TSM 平台将和住建部一级 TSM 平台对接。

图 5 城联数据 TSM 平台和其他平台对接



资料来源：中国中投证券研究总部

3. NFC 配套产业链已经成型，移动支付 O2O 商业闭环形成

手机支付和卡支付最大的不同在于，手机是线上线下融合的，手机支付能够形成真正的移动支付 O2O 闭环。举个线下导流量的例子，我们平时在超市买东西，超过一定金额会获得一张纸质的促销券，比如超市周边的商店促销。未来用手机支付，可根据用户的刷卡地点，从线上直接向手机推送附近区域的消费信息。手机支付能够直接获取用户的消费信息并能够有针对性的提供最相关的信息(通过地理位置、用户性别年龄等)，同时手机能方便的接收到这些信息，因此手机支付能够形成移动支付 O2O 闭环，在未来的移动支付大潮中必将占据最为重要的地位。

NFC 和二维码是当前最主要的手机支付方式，在央行没有完全放开二维码的背景下，NFC 产业获得了多方支持，银行、运营商、银联和第三方支付均有参与，产业链配套不断完善。

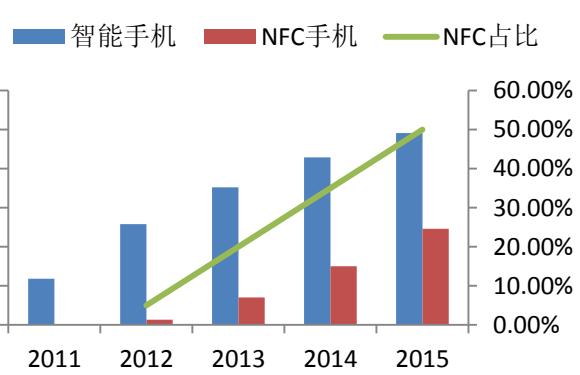
NFC 产业链主要涉及到两个方面，一个是 NFC 收单设备的铺设情况，二个是 NFC 手机的渗透情况。截止 2014 年一季度，金融 POS 全国布放数量已经超过 1200 万台，其中有 300 万台已经能够支持闪付（NFC 手机和金融 IC 卡电子钱包）功能，目前新销售的 POS 机绝大多数已经支持 NFC，支付环境已经足够成熟，NFC 支付应用具备了爆发的基本条件。

根据 IHS 的调研数据，2012 年全球 NFC 手机出货量为 1.2 亿部，2013 年增长 128% 至 2.75 亿部，预计 2014 年将增长 4.16 亿部，并在 2018 年达到 11.7 亿的规模。根据中国行业咨询网的调研数据，2013 年国内智能手机的出货量是 3.5 亿部，预计到 2015 年中国智能手机出货量将达到 4.9 亿部。国内手机厂商主要有小米、oppo、华为等推出了 NFC 手机，IPHONE 6 也将推出 NFC 功能，NFC 手机占比快速提升趋势已经很明显。

图 6 全球 NFC 手机出货量（亿部）



图 7 中国 NFC 手机出货量和占比（亿部）



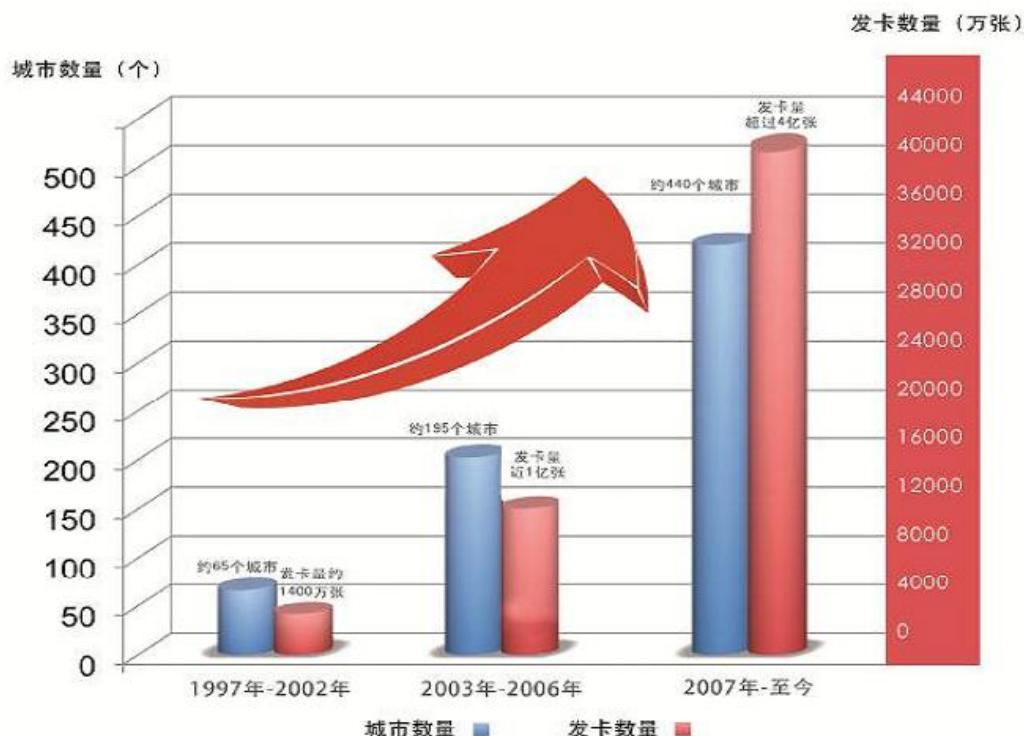
资料来源：IHS、中国中投证券研究总部

资料来源：中国行业咨询网、中国中投证券研究总部

中国三大运营商针对更换 NFC-SIM 卡采取了积极的措施，2013 年全国更换量估计约几百万张，2014 年将大幅增长。从各大运营商 2014 年的招标数量看，中国移动预计会招标 1 亿张（LTE+NFC），中国电信 6300 万张，中国联通数量还没确定，预计 2000-5000 万张。在运营商的积极推动下，NFC-SIM 预计会快速上量。

4. 互联互通平台的建立能够让城市一卡通产业生态扩大，激活潜力

城联数据的商业前景，来自于覆盖的用户群体和合作伙伴。住建部的最新数据显示，我国城市一卡通的发卡数量已经超过 4 亿张，日交易次数达到 1.3 亿笔，日交易金额达到 3 亿元。这是在绝大多数城市一卡通只能用于公交刷卡的背景下。在住建部的主导下，城市一卡通扩大刷卡范围正在快速推进，未来在商店、饭店、旅游等绝大多数场景都能够进行支付，日交易预计将提升几十上百倍，整个产业链全面受益。

图 8 国内城市一卡通的发卡数量已超过 4 亿张


资料来源：中国中投证券研究总部

当前已经有 35 个城市接入到互联互通平台当中，按照住建部的计划，到 2014 年底将有 60 个城市接入，未来将有超过 160 个城市接入，覆盖全国超过一半以上城市人口。此前有 160 个城市按照住建部的标准建立的城市一卡通系统，能够无缝接入互联互通平台。

从城市通卡公司的角度考虑，加入互联互通平台的意愿来自于能够把蛋糕做大，同时原有蛋糕不会受到影响。住建部会帮助通卡公司拓宽可支付场景的方式把蛋糕做大，抢占的是传统银行卡的蛋糕。现阶段的情况是小城市很愿意接入到互联互通平台，因为本地人去外地刷卡的机会比外地人来本地刷卡的几率更高(大城市的刷卡场景更多更完善，小城市相对设施落后)，大城市正好相反，会一定程度上担心自己的蛋糕被外地通卡公司分了。而我们认为短期的利益受损无碍于长期的蛋糕做大，互联互通的趋势已经形成，其带来的巨大商业价值将完全掩盖小小的刷卡分成损失。

通卡公司的盈利模式，主要来自于沉淀资金的利息收入以及刷卡的手续费分成，也就是说通卡公司的盈利模式和发卡行的模式完全一样，只有自己发的卡才会有收入，如果是其他城市的卡到当地城市进行刷卡消费，当地通卡公司是没有任何收入的。作为用户来讲，通常只会办理本地城市的一卡通，到了其他城市，继续使用原城市一卡通的概率较大，重新办理一张当地一卡通的概率较小。

NFC 手机支付的推广，能够有效解决通卡公司盈利模式局限和充值不方便的难题。手机只需要加载目标城市的 App 应用到 sim 卡，其效果就等同于办了一张当地的城市一卡通，可以享受到本地的公交打折优惠，相比花费几十元钱去办理一张一卡通的卡要

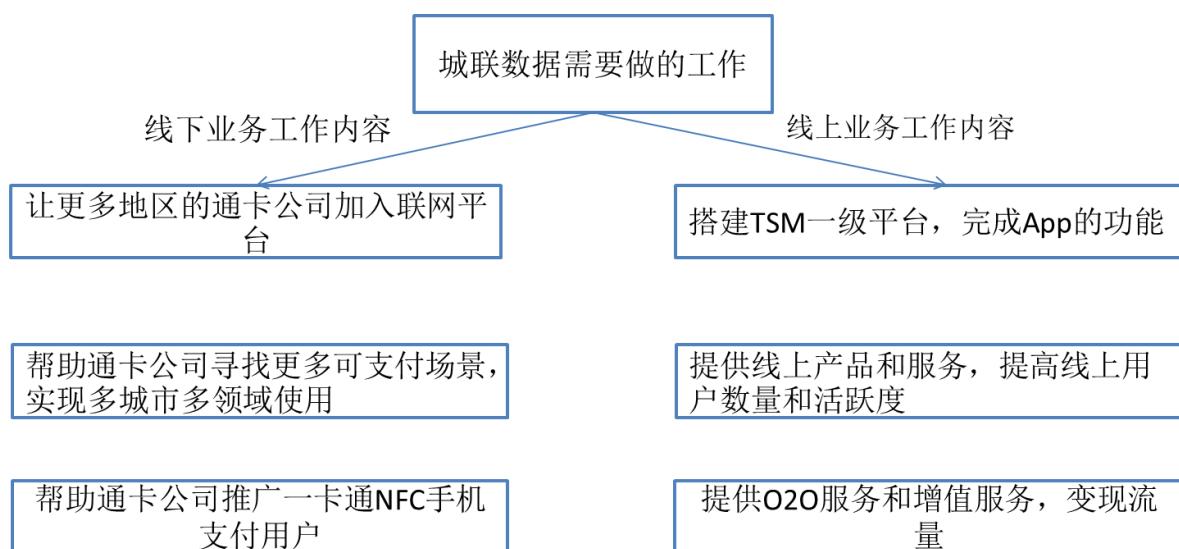
方便的多，这解决了卡的异地发行问题。另外从手机 App 可以直接圈存，相比现场充值要方便得多。因此，随着 NFC 手机的推广，大小城市的利益问题能够得到很好的解决，加入互联互通平台的意愿会更强。

5. 城联数据的线下线上业务商业价值巨大

城联数据的商业价值的基础来源于用户数量、质量和黏性，以及用户的网络效应。价值可以分为线下支付业务价值和线上业务价值。

城联数据负责互联互通 TSM 平台建设，即手机端 App 开发和线上业务的推广。城联数据公司的商业模式是移动支付 O2O 模式，线下具有刷卡支付的场景，线上 App 提供圈存、交通实时信息、便民服务及商业推广等，同时 App 是一个开放平台，能够和其他的线上平台进行对接相互导流量。

图 9 城联数据公司需要做的工作



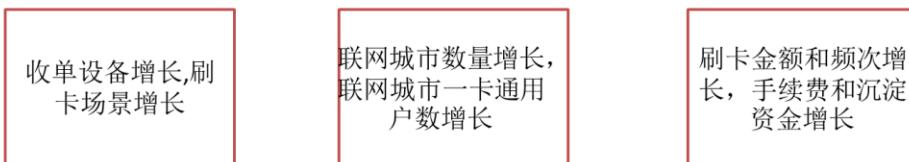
资料来源：中国中投证券研究总部

从用户覆盖数量上看，城联数据覆盖了全国 4 亿城市一卡通用户，其线上业务依托于 NFC 用户数，随着 NFC 手机的快速普及，用户数会出现高速增长，预计在 4G 全面来临的时代，绝大部分手机用户都将采用 NFC 手机。

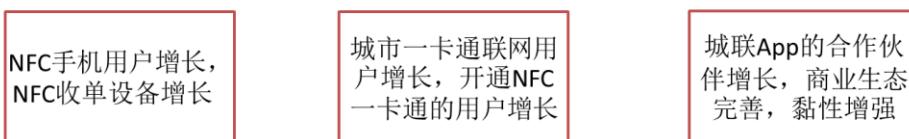
城联数据公司的所有商业价值，均来源于城市一卡通/NFC 用户，分为线下的移动支付价值和线上移动互联网价值。线下价值的传导路径是：联网城市数量增长，联网城市一卡通用户数增长-》刷卡场景增长，收单设备增长-》刷卡金额增长，手续费和沉淀资金增长。线上价值的传导路径是：NFC 收单设备和 NFC 手机的增长-》城市一卡通的 NFC 手机转化率-》城联 App 的生态和用户黏性。

图 10 城联数据公司的价值取决于生态的强弱

线下价值传导路径：



线上价值传导路径：



资料来源：中国中投证券研究总部

从图 10 可以看出，收单设备的增长是全行业受益，城市一卡通能否在和银行卡、其他 NFC 运营商的同行业竞争中取得胜利是决定行业规模价值大小的关键。城市一卡通使用范围越广，则越方便，开通一卡通 NFC 支付功能的用户数越多，城联 App 的价值会越大。所以在当前阶段，投资者应该更多的把关注重点放在城市一卡通在移动支付市场能否胜出，至于盈利模式，本篇报告会简要列举可行的几种方案，更加详细的内容放到后续报告中。

城市一卡通未来在移动支付领域是直接和银行卡、第三方支付、运营商、移动互联网产品等直接竞争的。一卡通的成功，取决于一卡通的刷卡场景多寡，用户数量、质量和黏性的高低，如果说一卡通拥有上亿用户且使用频率高，那么想要在当中获得盈利模式是一件简单的事情。当前阶段需要跟踪的数据为接入的联网城市数量、联网用户数和一卡通的 NFC 手机用户转化率。

城联数据公司的线上业务如何推广，盈利模式是否清晰，是当前投资者非常关心的问题。我们认为一个移动互联网产品的商业价值，取决于其客户数量质量以及配套的闭环产业链。从用户数来说城联是上亿级别的，随着更多线下场景加入到可支付的对象中来，单客户质量是在不断提升的。从配套产业链环节来看，由于住建部本身就负责智慧城市的统领规划和建设，民生相关的部门加入到城市一卡通的应用范畴是比较合理的假设，未来的空间较为广阔，应用场景相比其他的卡更有优势。

这里有几个值得注意的点：1、下载 App 可以获得当地刷卡消费的打折优惠（不仅仅是公交地铁，未来模式可以模仿信用卡打折模式）；2、下载 App 之后需要本人实名注册（和办理城市一卡通步骤一样需要身份证验证）；3、按照下载的城市地域不同，自然的将用户进行城市分组。

表 4 城联数据可能的盈利模式

盈利模式	举例
第三方支付	开放的支付平台，用于为一卡通账户圈存，具备网上支付功能（通卡公司通常没有第三方支付牌照）
O2O、精准广告	通过用户信息、消费地点和行为分析，结合 LBS 推送促销广告
线上流量变现	通过用户地域信息划分用户群体，以便民的城市公告信息和便民信息代入，各个城市具体的运营可交由各地的合作伙伴，城联 App 仅作为平台入口，通过广告等变现

资料来源：中国中投证券研究总部

根据麦特卡尔夫定律，线上业务的价值和用户数的平方成正比。城联 App 的用户量如果能够达到相当的数量，其潜藏的商业价值将会是极其巨大的。考虑到城联未来可能拥有上亿用户量，掌握着上亿的用户真实身份信息和支付信息，单论入口价值可以超过 91 助手。至于公司能否成功，需要一步步观察和验证。

三、智能卡业务保持增长，金融 IC 卡和 NFC-SIM 卡起量

1. 通信 SIM 卡迎来 NFC 切换，2014 是启动年，未来几年高速增长

东信和平公司是全球前五的通信智能卡供应商，为全球前十大通信运营商中的八家提供产品，全球客户已经遍及 70 个国家。国内市场份额常年保持第一（20%左右）。2013 年国内收入约 2 亿元，国外收入约 6 亿元。

随着手机的渗透率不断提高，用户换手机的频率要高于换卡，传统 sim 卡的增长在放缓。换 sim 卡的周期和通信行业大周期相关，比如通信网络从 GSM 升级到 3G，需要更换 sim 卡。另外新技术的出现也将带动 sim 卡的更替，比如 NFC 技术的出现。

截止 2013 年底，国内 3G 用户约 4 亿，占所有用户数的 32.7%，还有三分之二用户存在升级 3G 或 4G 的需求。3G 建设从 2009 年来已经过去 5 年，渗透率只有三分之一的主要原因是中国移动 3G 网络性能不佳，中国移动当前 7.8 亿用户中仅有 2 亿为 3G 用户，3G 占比仅 26%（中国联通 3G 用户占比 45%，中国电信 3G 用户占比 56%），其他都是 GSM。中国移动 4G 的步伐走在了最前面，TD-LTE 的性能和 FDD-LTE 性能相当，移动用户升级 4G 动力强劲，未来几年将进入换卡高峰期。

NFC 会成为手机标配，NFC-SIM 卡放量在即。中国电信 2014 年已经完成招标，其中 4G 卡 1300 万张，NFC-SIM 卡 5000 万张，东信和平均以第二名身份中标这两个包（第一名均为北京华虹）。中国移动预计 2014 年招标 1 亿张 NFC-SIM 卡，其中 5000 万为 4G 卡。中国联通的招标数量暂时不明确，我们估计约 2000-5000 万张。相比 2013 年才几百万的出货量，NFC-SIM 卡在 2014 年将出现爆发性增长。单价对比上看，NFC 卡约 5-6 元，而传统 SIM 卡为 1.1 元，单位毛利提升较大。

海外业务受人民币升值影响，2013 年汇兑损失达 2000 万元。由于一些发展中国家的汇率不够市场化，做汇率对冲的成本很高，过去几年汇率变动方向一直对东信和平

不利，目前人民币单边走势已经被打破，未来汇率损失将会减小，更有利于公司在海外市场的进一步开拓。

2. 金融 IC 卡逐步起量，已经切入五大行

国内金融 IC 卡行业处在高速发展期。由于银行磁条卡的安全性不足，金融 IC 卡相比磁条卡拥有强大的安全性，随着金融 IC 卡的成本下降，价格已经从 20 元下降到 13 年底的 7-8 元左右，如果未来国产 IC 卡芯片能够得到应用，成本将进一步降低。金融 IC 卡对磁条卡的替代正在快速进行。

表 5 金融 IC 卡和磁条卡的对比

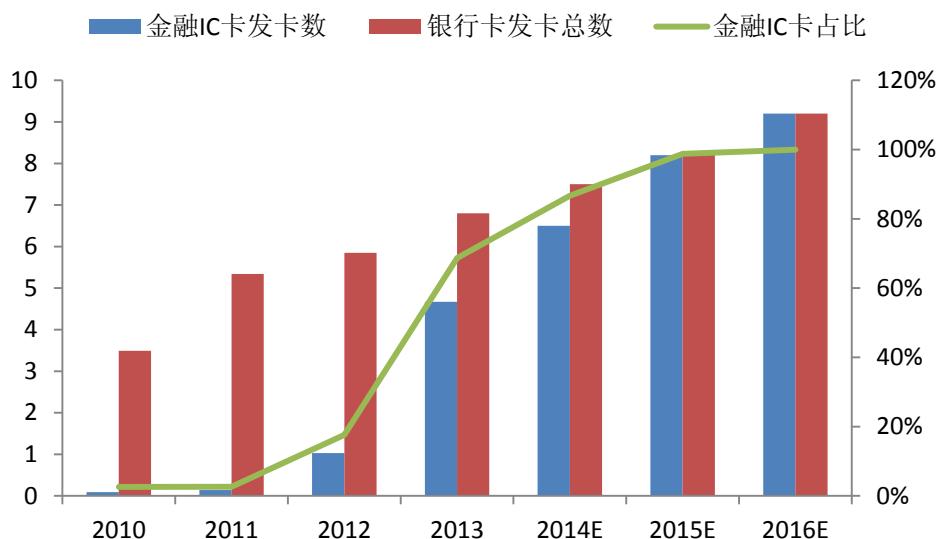
指标性能	金融 IC 卡	磁条卡
价格	7.8 元 (2013 年底)	1 元
安全性和可靠性	安全性高防伪造，防电防磁防机械损坏	安全性低易被复制，容易消磁
信息存储	采用 CPU 芯片，存储量大，可擦写 10 万次	磁条存储量小，可擦写几千次
应用范围	具有电子钱包功能，支持脱机刷卡，支持刷卡和非接触	只支持刷卡

资料来源： 中国人民银行、中国中投证券研究总部

央行正在加速推进 EMV 迁移，按照此前央行要求，要在 2015 年底完成金融 IC 卡的普及，金融 IC 卡发卡高峰增长期为 2013-2016 年。2014 年 5 月 16 日，央行下发《关于逐步关闭金融 IC 卡降级交易有关事项的通知》，要求停止金融 IC 卡的磁条卡刷卡功能，对金融 IC 卡的支持更进一步。

根据银联最新公布的数据，截至 2013 年底，全国已有近 150 家商业银行发行了金融 IC 卡，全年新增发卡量 4.67 亿张，占当年全国新增发卡总量的 64%，渗透率提升迅速。按照央行的要求，预计到 2016 年渗透率达到 100%。全国金融 IC 卡累计发行 5.93 亿张，而全国银行卡累积发卡数量为 42 亿张，金融 IC 卡的渗透率约 14%，预计 3 年以后渗透率可达 50%，行业高速增长还能保持。金融 IC 卡跨行交易金额逐月稳步增长，2013 年总额同比增长 11 倍。

图 11 国内金融 IC 卡发卡数量和占比 (亿张)



资料来源：中国人民银行、中国中投证券研究总部

国内金融 IC 卡 2013 年大幅增长，恒宝股份和天喻信息两家份额最高，天喻信息 2013 年金融 IC 卡收入接近 10 亿元，恒宝股份出货量约 6000 万张，东信和平收入约 2 亿元，和前两家公司的份额存在差距。公司此前在银行领域的客户累积相对落后，市场基础薄弱，然而公司近年来在银行领域取得了快速的突破，2011-2013 年金融 IC 卡的收入约 3500 万、1 亿和 2 亿元，连续两年翻倍增长。已经入围五大行的招标，未来三年在大行的份额将会取得快速突破，保持快速增长。

3. 社保卡稳定增长，公司保持较高份额

社保卡近年来发卡速度很快，根据中国人力资源和社会保障部的数据，2013 年全国持卡人数量已经到达 5.4 亿张，按照此前的规划，发卡量的目标是力争 2015 年实现“全国统一的社保卡发放数量达到 8 亿张”，在本届政府任期内达到 10 亿张，最终实现城乡居民人手一卡。2014-2015 年发卡量最低要求达到 2.6 亿张，实际的发卡数量要快于此前规划，行业相对比较平稳。

新一代的社保卡加载了金融 IC 芯片，2013 年的招标价格在 8-9 元，预计 2014 年价格在 8 元左右，由于招标单位是各地方政府，相对降价压力要小于银行和运营商，毛利率水平较高，能为公司提供较为稳定的现金流。

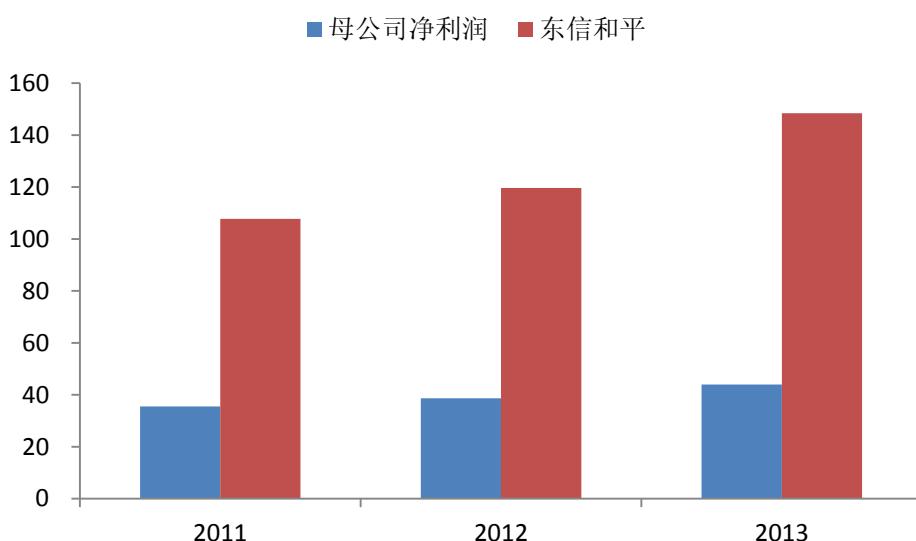
东信和平社保卡出货量的平均市场份额约 15-20%，公司一直在社保卡领域处于市场领先地位，未来在社保卡领域同样存在切入运营的可能性。

四、财务估值和投资建议

1. 财务分析：现金流好，无资本化，成本管理需进一步加强

公司过去三年的净利润增速较低，整体的盈利能力一般，相比恒宝股份和天喻信息两家同行业企业的利润增长明显落后。但是公司的经营性现金流情况良好，实际制造现金的能力强。经营性现金流和天喻信息、恒宝股份相比，折旧高出不少，另外财务费用高（外汇结算损失）。东信和平无形资产摊销和长期待摊费用几乎为 0，显著低于另外两家公司。从东信和平的财务做账可以看出其相对是做保守的，基本没有做资本化，因此实际的利润情况要好于报表表面呈现的信息。

图 12 2011-2013 年公司现金流情况良好 (百万元)



资料来源：中国人民银行、中国中投证券研究总部

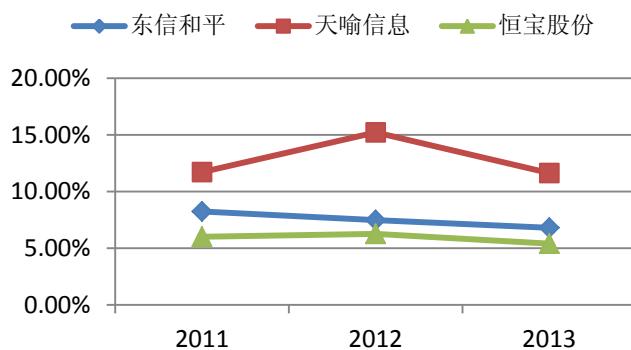
毛利率情况来看，东信和平平均低于恒宝股份和天喻信息 10pt.，原因是产品结构不同，东信和平通信卡占比大，而通信卡的毛利率只有 18%，而恒宝股份和天喻信息金融 IC 卡的占比大，金融 IC 卡 2013 年平均毛利率达到 35%。从生产角度来看这种差异，不同的智能卡，其芯片都是外购的，生产过程相似，因此单价低的产品价值低，即单位毛利低，这种情况预计在 NFC-SIM 卡大规模放量时代，以及东信和平在金融 IC 业务取得较快突破的时候会有改观，有望追上另外两家竞争对手。

从管理费用率来看，最近三年来东信和平的管理费用率平均比恒宝股份高出 3pt.，两家上市时间较长的同行业龙头公司相比较而言，东信和平的管理费用控制能力更弱。天喻信息由于此前规模小，2013 年收入大幅增长后管理费用率下降到和东信和平相当的水平。东信和平在管理费用控制上有待加强，股权激励的推出有助于公司加强成本管理。

销售费用率上看，东信和平处于中等水平，销售费用和下游客户采购方式相关度较高。通信卡可能集采也可能以省为单位，未来更多的是集采为主。金融 IC 卡是总行入

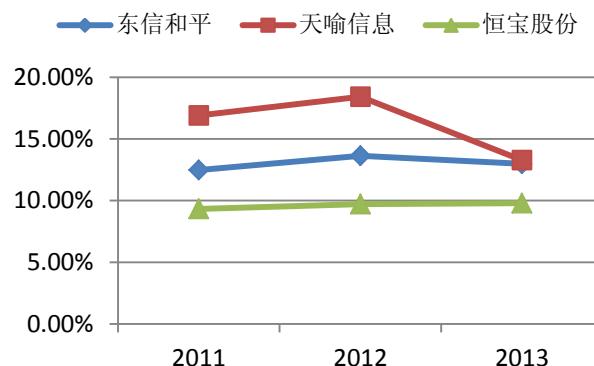
围各分行单独招标，销售费用会比较高。社保卡是省为单位招标，销售费用处于中等水平。

图 13 2011-2013 年销售费用率对比



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 14 2011-2013 年管理费用率对比



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

2. 估值和投资建议

预计公司未来 3 年的 EPS 为 0.21、0.30 和 0.40 元。公司目前业务主要分两块，一块传统智能卡制造，另一块城市一卡通联网平台业务。在收入规模相当的情况下，东信和平当前的市值约 40 亿元，相比于恒宝股份 88 亿元、天喻信息 65 亿元有着较大的差距。智能卡制造业务，我们认为以下几个因素将会导致东信和平的业绩增长，提升财务表现：

- (1)、金融 IC 卡占比提高；
- (2)、NFC-SIM 卡放量；
- (3)、人民币单边升值趋势破灭，外汇结算损益减小；
- (4)、股权激励方案出台刺激管理层动力，费用率有望下降；
- (5)、公司经营性现金流远高于净利润，连续三年超过 1 亿元，2011-2013 年 FCFF 为 5465 万元、1.03 亿元和 6736 万元，真实创造现金能力强。

因此我们认为智能卡制造业务的市值在 35-40 亿元是当前的合理估值。

城市一卡通联网平台的价值，可以分为线下业务价值和线上业务价值，二者是紧密联系在一起的。线下支付业务覆盖超过 2 亿用户，但是来自用户刷卡的直接盈利更多是在通卡公司手上，互联互通平台当前只有跨城市刷卡的手续费，未来公司可能切入到卡运营的环节中。

线上业务的盈利模式为第三方支付、基于卡/手机支付的 O2O 商业推广、以及其他纯线上业务的收入，按照麦特卡尔夫定律，线上业务的价值和用户数的平方成正比，我

们认为其占据了移动支付入口和线上入口，价值能够达到数倍于线下支付业务的估值。考虑到 2 亿多城市一卡通用户中采用 NFC 支付的用户有有一定比率，按照 4 成来估计即 1 亿用户左右，和同有 1 亿用户量的 91 助手相比，91 仅有线上入口，且为纯导流量的入口模式，城联 App 是线上入口和移动支付入口的 O2O 模式，价值更胜于 91 助手。

五、风险因素

城市一卡通业务能否成功，关键在于几个节点问题：

- 1、城市通卡公司加入到互联互通平台，这个由住建部主推，成功的概率较大，未来会形成趋势
- 2、城市一卡通用户的手机支付转化率，以及采用一卡通账户进行手机支付的比例。由于银行等其他机构也有 NFC 支付和账户，一部手机具有多个 NFC 账户，相互之间是竞争关系，影响其使用度的是用户方便性，主要体现为支付区域是否足够多、充值是否方便、线上的服务是否足够好，如果城市一卡通不能顺利拓展更多的刷卡场景，在和银行卡的竞争中将处于劣势。
- 3、线上 App 的建设和推广是不是足够好，这要考验公司对互联网业务的理解深度和战略布局，线上业务公司很难依靠住建部在线下的优势帮助，必须独自经营发展，用户选择才是最终决定公司成败的因素。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产				
现金	1031	1153	1374	1622
应收账款	339	377	516	637
其它应收款	195	228	300	354
预付账款	27	47	58	63
存货	16	19	24	28
其他	435	472	464	524
非流动资产				
长期投资	20	12	13	15
固定资产	388	329	309	283
无形资产	30	30	30	30
其他	255	285	258	233
资产总计	98	9	17	15
流动负债	1419	1482	1684	1905
短期借款	555	551	669	779
应付账款	64	0	0	0
其他	304	323	404	482
非流动负债	188	228	265	296
长期借款	151	151	151	151
其他	113	113	113	113
负债合计	38	37	37	37
少数股东权益	707	701	820	930
股本	-3	-7	-10	-14
资本公积	218	289	289	289
留存收益	301	259	259	259
归属母公司股东权益	202	244	329	444
负债和股东权益	716	787	874	989
现金流量表	1419	1482	1684	1905

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1168	1426	1796	2151
营业成本	889	1074	1343	1604
营业税金及附加	6	14	18	22
营业费用	80	97	125	142
管理费用	152	184	233	273
财务费用	22	11	9	9
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	11	36	58	91
营业外收入	43	39	51	56
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	53	74	109	147
所得税	15	19	27	37
净利润	37	56	82	110
少数股东损益	-7	-4	-3	-4
归属母公司净利润	44	59	85	115
EBITDA	69	84	106	140
EPS (元)	0.15	0.21	0.30	0.40

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	13.0%	22.0%	26.0%	19.7%
营业利润	-36.3%	233.8	64.4%	55.7%
归属于母公司净利润	13.8%	34.8%	43.9%	34.3%
获利能力				
毛利率	23.9%	24.7%	25.2%	25.4%
净利率	3.8%	4.2%	4.8%	5.3%
ROE	6.1%	7.5%	9.8%	11.6%
ROIC	4.7%	7.3%	12.1%	18.3%
偿债能力				
资产负债率	49.8%	47.3%	48.7%	48.8%
净负债比率	25.12	16.18	13.84	12.21
流动比率	1.86	2.09	2.05	2.08
速动比率	1.02	1.18	1.31	1.36
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.98	1.13	1.20
应收账款周转率	5.33	5.96	6.04	5.83
应付账款周转率	3.54	3.43	3.69	3.62
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.21	0.30	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.35	0.56	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.48	2.72	3.02	3.42
估值比率				
P/E	90.23	66.91	46.50	34.62
P/B	5.54	5.04	4.54	4.01
EV/EBITDA	55	45	35	27

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

熊丹,中投证券研究所计算机行业分析师,清华大学电子科学与技术专业硕士
观富钦,计算机行业分析师,中山大学信息与计算科学理学学士、财务与投资系管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投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。

本公司及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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦
16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434