



Research and
Development Center

首次覆盖：转型初见成效，成长价值显现

——东港股份（002117.sz）首次覆盖报告

2014年8月19日

关健鑫 首席分析师
徐林锋 行业分析师

证券研究报告

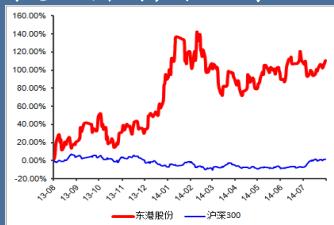
公司研究——首次覆盖

东港股份 (002117.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

东港股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2014.8.18)

收盘价(元)	17.05
52周内股价波动区间(元)	9.42-24.44
最近一月涨跌幅(%)	0.47
总股本(亿股)	3.64
流通 A 股比例(%)	99.11
总市值(亿元)	62.05

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院
 1号楼6层研究开发中心
 邮编：100031

首次覆盖：转型初见成效，成长价值显现

2014 年 8 月 19 日

目标价：22.5 元

本期内容提要：

- ◆ **东港股份：商业票证龙头加速转型。**公司以票证印刷品为基础，积极发展智能卡、标签、数据处理、个性化彩印等产品，由单一产品形成系列产品，实现产品升级；同时，通过扩展信息服务业和互联网服务业，公司正在向整体解决方案、综合服务提供商转型。
- ◆ **电子发票：新蓝海，公司先发优势突显。**电子发票代替纸质发票是历史发展的必然趋势。东港股份旗下的瑞宏网是由北京市国税局唯一授权的电子发票查验平台。公司不仅协助京东开出了国内首张电子发票，还顺利接收国内第一单企业电子发票。公司在国内电子发票市场的发展中保持了领先地位。我们预计公司电子发票未来主要盈利模式为第三方加值服务和大数据平台。
- ◆ **智能卡业务厚积薄发。**目前，公司已集齐了 Master、Visa 以及银联三大机构的认证，并相继中标了多家银行的金融 IC 卡招标，同时还入围了多地的社保卡招标。随着公司智能卡业务的逐步放量，其毛利率水平也将向行业平均水平（30%）靠拢，盈利水平有望得到显著提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2014-2016 年摊薄后 EPS 分别为 0.49 元、0.64 元和 0.83 元。考虑到东港股份传统业务增长稳健，而智能卡业务即将迎来快速增长，我们认为给予公司 2014 年 45X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 22.5 元。**首次覆盖给予“买入”评级。**
- ◆ **股价催化剂：**智能卡和票证业务中标大订单；电子发票收费方式落实。
- ◆ **风险因素：**电子发票进程低于预期；智能卡订单大幅下滑；商业票据市场需求大幅萎缩。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	817.40	926.70	1,327.73	2,034.71	2,818.69
增长率 YoY %	4.56%	13.37%	43.27%	53.25%	38.53%
归属母公司净利润(百万元)	103.01	130.04	178.25	234.13	300.44
增长率 YoY%	18.45%	26.24%	37.07%	31.35%	28.32%
毛利率%	38.75%	39.45%	39.02%	37.29%	36.28%
净资产收益率 ROE%	9.56%	11.33%	14.27%	16.86%	18.98%
追溯摊薄每股收益 EPS(元)	0.28	0.36	0.49	0.64	0.83
市盈率 P/E(倍)	60.24	47.72	34.81	26.50	20.65
市净率 P/B(倍)	4.67	4.34	4.74	4.22	3.66

资料来源：wind, 信达证券研发中心预测

注：股价为 2014 年 8 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	1
公司概述：向综合服务商迈进.....	2
主营业务概况	2
股权结构	3
波特五力模型分析.....	4
电子发票：新蓝海，公司先发优势突显.....	4
电子发票是历史发展的必然趋势	4
电子发票在发达国家运用相对比较成熟	6
台湾电子发票模式	8
东港股份：国内电子发票的先锋，综合优势突出	9
智能卡业务厚积薄发.....	11
跻身国内一线卡商.....	11
智能卡应用领域不断开拓，发展前景良好	11
公司智能卡业务在 2014 年有望迎来突破	13
传统票据业务增长稳健，提供安全边际.....	14
商业票据印刷业务增长趋于稳定	14
数据处理、标签、个性化彩印等增长迅速	15
盈利预测与投资评级.....	16
盈利预测	16
公司估值及投资评级	17
风险因素	18

表 目 录

表 1：国内电子发票发展重要事件	6
表 2：国内智能卡应用情况	11
表 3：2010-2015 年中国社保卡市场规模测算	13
表 4：东港股份主营业务预测	16
表 5：可比公司估值情况	17

图 目 录

图 1：公司营业收入及同比增长情况 (单位: 百万元)	2
图 2：公司净利润及同比增长情况 (单位: 百万元)	2
图 3：公司毛利率变化情况	2
图 4：2013 年公司各项业务营业收入占比	2
图 5：公司股权结构	3
图 6：东港股份波特五力模型分析图位	4
图 7：我国电子商务市场规模发展迅速 (单位: 万亿元)	5
图 8：我国网络购物市场规模增速保持在 40%以上 (单位: 万亿元)	5
图 9：我国 B2B 市场规模已经超过 8 万亿元 (单位: 万亿元)	5
图 10：B2B 占据了我国电子商务市场的大壁江山	5
图 11：美国网络零售额增长平稳 (单位: 百万美元)	6
图 12：2013 年欧洲电子商务贸易增长率情况	7
图 13：德国网上消费支出增速有所加快 (单位: 十亿欧元)	7
图 14：台湾电子发票第三方加值服务提供商：台塑网	9
图 15：国内首张电子发票	9
图 16：瑞宏网首页截图	10
图 17：银行卡发卡量增长平稳 (单位: 亿张)	12
图 18：金融 IC 卡发卡量增速处在高位 (单位: 亿张)	12
图 19：公司智能卡业务收入增长迅速 (单位: 百万元)	14
图 20：公司票证业务增长趋稳 (单位: 百万元)	15
图 21：公司票证业务毛利率保持在 40%左右	15
图 22：数据处理、标签、个性化彩印业务发展迅速 (单位: 百万元)	15
图 23：数据处理、标签、个性化彩印业务毛利率稳中有升	15

投资聚焦

主要内容

东港股份在巩固传统票证印刷业务的基础上，积极推进产品升级和产业转型，向综合服务商迈进。经过前期实地调研和认真分析，我们认为，**东港股份转型已经初见成效，未来发展前景良好，具备投资价值。**

投资逻辑

我们认为，东港股份兼顾安全与弹性。公司传统业务由于稳定的客户群体，增长稳健，为公司带来了健康稳定的现金流，是投资的安全边际所在。另外一方面，公司培育的新业务，包括智能卡和电子发票已经初见成效，这使得公司未来的成长充满想象，为公司业绩提供了较高的弹性。

有别于大众的认识

商业票据印刷主要客户是金融机构与政府，客户结构相对稳定，需求增长稳健，波动较少；电子发票的盈利主要在于第三方加值服务，平台搭建的服务费则是一次性收费且占比较低。

股价催化剂

智能卡和票证业务中标大订单；电子发票收费方式落实。

盈利预测与投资评级

由于公司电子发票业务尚未明确收费模式，也未产生业绩，我们在对公司进行盈利预测时暂不考虑。我们认为，公司智能卡业务在未来几年迎来爆发式增长，14-16年营业收入增速将达到520%、180%和60%；次新业务包括数据、标签、彩印的收入增速则保持将在30%左右；票证印刷业务增速则基本保持稳定。随着智能卡业务和次新业务所占收入比例的提升，未来几年毛利率会出现小幅下降。按目前股本计算，我们预测公司2014-2016年的EPS分别为0.49元、0.64元和0.83元。考虑到东港股份传统业务增长稳健，而智能卡业务即将迎来快速增长，我们认为给予公司2014年45X的PE是比较合理的，对应目标价格为22.5元。**首次覆盖给予“买入”评级。**

主要风险

1. 电子发票进程低于预期；
2. 智能卡订单大幅下滑；
3. 商业票据市场需求大幅萎缩。

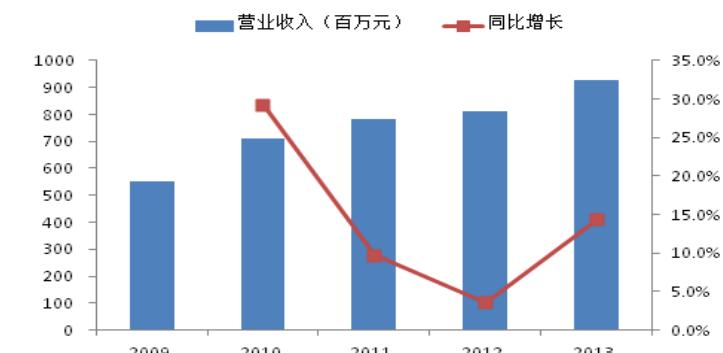
公司概述：向综合服务商迈进

主营业务概况

东港股份是行业内成立较早的专业票据印刷企业，于2007年上市。目前公司在济南、北京、上海、广州、郑州、乌鲁木齐、西宁、成都建有8个生产基地，主营业务包括商业票据印刷、个性化彩色印刷，数据打印系统的开发及IC卡和智能标签产品的生产、销售等，经过多年的努力，公司已成为中央国家机关政府采购中心、财政部、中国人民银行等部委、系统单位的票据定点印刷企业，其票证印刷技术已处于国内领先水平，是国内具备较强生产能力的印刷媒体服务企业之一。近年来公司主要的战略规划为，逐步实现由票证印刷龙头向整体解决方案、综合服务提供商转型，依托已有的稳定而高质量的客户基础，不断延伸相关服务，满足客户群不断提升的个性化需求。

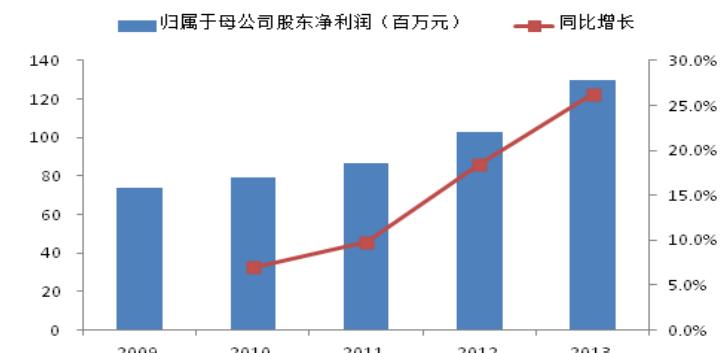
2013年公司实现营业收入9.27亿元，同比增长13.37%；实现归属于上市公司股东的净利润1.3亿元，同比增长26.24%。2013年公司毛利率水平达到39.45%，较去年同期增加0.7个百分点。各项业务收入和利润水平较去年同期均有提高，其中，数据处理营业收入同比增长32.95%，标签产品营业收入同比增长33.38%，智能卡产品营业收入同比增加127.85%，总体来看，公司在保持传统票证业务稳定增长的基础上，加快了新兴业务的发展。

图1：公司营业收入及同比增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图2：公司净利润及同比增长情况（单位：百万元）

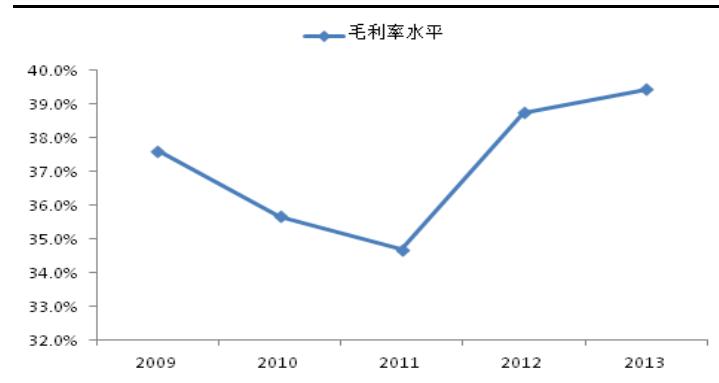


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

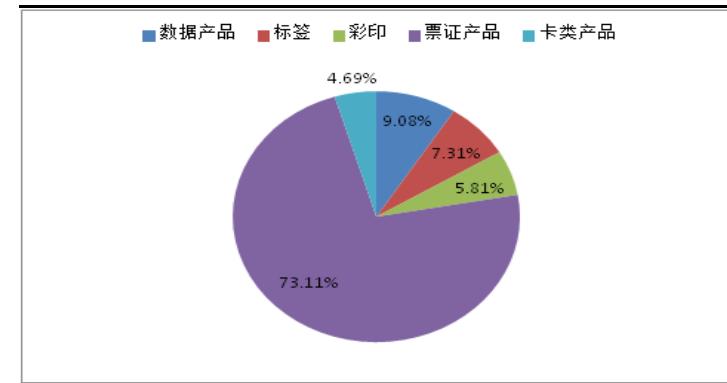
图3：公司毛利率变化情况



图4：2013年公司各项业务营业收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



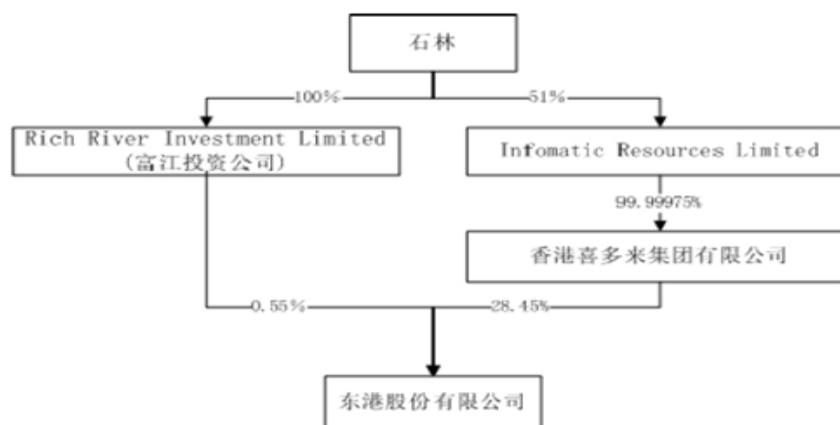
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

近年来，公司紧紧围绕客户的需求和信息技术的发展，推进产品升级和产业转型。以票证印刷品为基础，发展智能卡、标签、数据处理、个性化彩印等产品，由单一产品形成系列产品，技术含量更高，附加值更高，市场空间更广，实现产品升级；通过扩展信息服务和互联网服务业，公司业务由单一制造升级为跨制造和信息服务为一体的综合产业。

股权结构

公司控股股东、实际控制人为石林先生。经过多年的发展，公司已在全国重点城市建立了30个销售网点和8家控股子公司，建成了覆盖全国的销售和生产服务网络。

图 5：公司股权结构

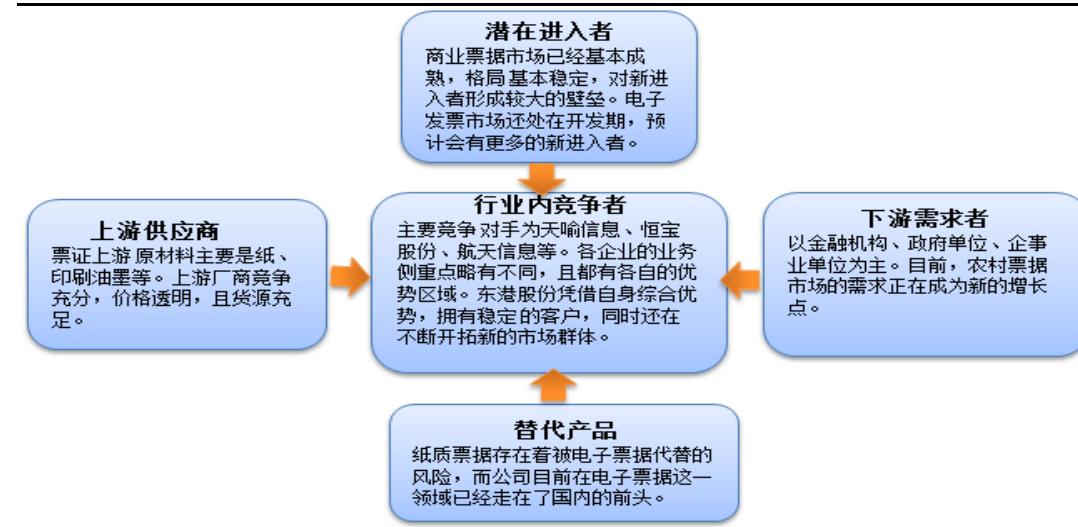


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

波特五力模型分析

通过波特五力模型分析，我们认为公司具有较强的市场地位。首先，公司传统的商业票据市场已经基本成熟，市场格局稳定，公司凭借品牌、客户资源和管理等方面的优势，对后续进来者形成壁垒；其次，公司在上下游产业链中优势较明显：对上游，由于竞争充分，产品价格透明，货源供应充足，对下游，公司客户结构稳定，同时还在不断开拓新的市场群体。最后，纸质票据存在着被电子票据代替的风险，而公司目前在电子票据这一领域已经走在了国内的前头。

图 6：东港股份波特五力模型分析图位



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

电子发票：新蓝海，公司先发优势突显

电子发票是历史发展的必然趋势

近年来，移动互联网网络技术发展迅猛，电子商务和移动支付正在改变着传统的消费习惯，在此背景下，衍生出了对电子票证类产品的新兴需求，电子发票、互联网彩票等正是该类产品的代表。

电子发票是指单位和个人在购销商品、提供劳务或者接受劳务，以及从事其他经营活动过程中，开具、取得的电子方式存储的收付款凭证。相对于传统票证而言，电子票证具有便于存储查询，绿色环保，防伪度较高的特点。同时，电子票证类产品

的发展也推动了电子商务的进一步发展。

截止到 2013 年底，中国电子商务市场交易规模达 10.2 万亿，同比增长 29.9%。其中，B2B 电子商务市场交易额达 8.2 万亿元，同比增长 31.2%，其占整个电子商务市场交易规模的比例高达 80.40%；网络零售市场交易规模达 18851 亿元，同比增长 59.4%，增速保持在高位，其占比为 17.60%。

图 7：我国电子商务市场规模发展迅速（单位：万亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中国电子商务研究中心，信达证券研发中心

图 9：我国 B2B 市场规模已经超过 8 万亿元（单位：万亿元）



资料来源：易观，中国电子商务研究中心，信达证券研发中心

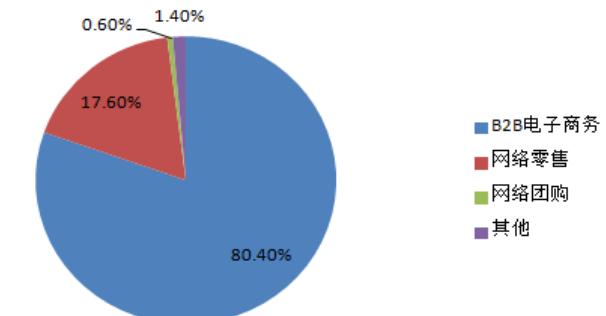
我们认为，电子发票是随着社会不断进步、网络迅猛发展、电子商务迅速崛起而产生的一种新的社会需求的产物，其代替纸质发票是历史发展的必然趋势。

图 8：我国网络购物市场规模增速保持在 40%以上（单位：万亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中国电子商务研究中心，信达证券研发中心

图 10：B2B 占据了我国电子商务市场的大壁江山



资料来源：易观，中国电子商务研究中心，信达证券研发中心

表 1：国内电子发票发展重要事件

时间	事件
2009.9	东莞地税局开出国内第一张网络发票
2012.5	《关于组织开展国家电子商务示范城市电子商务试点专项的通知》颁布，杭州、深圳、重庆、南京、青岛 5 个城市成为电子发票试验地区。
2012.7	《网络发票管理办法（征求意见稿）》发布，网络发票管理进一步规范，并得到积极鼓励和推广。
2013.1	《网络发票管理办法》经国家税务总局审议通过，于 2013 年 4 月 1 日起实施。
2013.5	北京启动电子发票项目，并选取京东作为项目的试点单位。
2013.6	京东商城电子发票系统正式上线，国内首张电子发票由京东在北京开出。
2013.12	上海成为电子发票试点城市，京东商城华东总部、1 号店、易迅网、东方购物为首批 4 家试点企业。
2014.2	《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》发布，中国电信、中国联合网络通信、人民财产保险成为试点单位。
2014.6	人保财险与北京市国税局电子发票服务平台实现正式对接，成功接收国内第一张以电子化方式入账的电子发票。

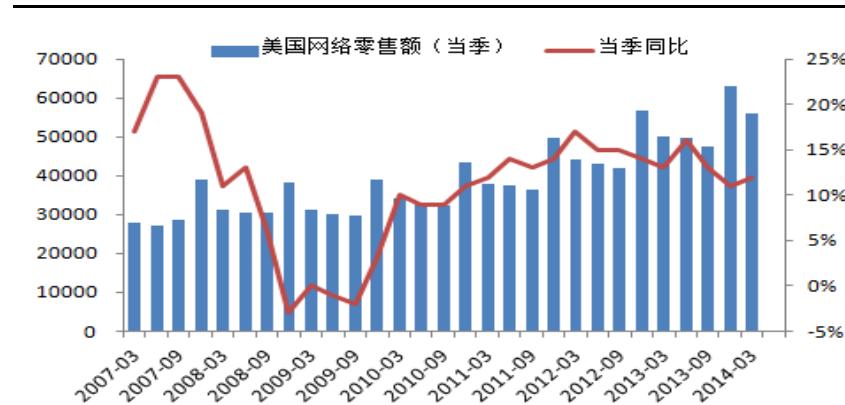
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

电子发票在发达国家运用相对比较成熟

20 世纪 90 年代，一种电子发票模式 SBI (self-billing invoice) 作为网络电子发票的原型应运而生。就其发展来讲，ERP 系统愈加成熟和广泛的应用为其提供了不可或缺的支持。ERP 系统整合了企业的资源，使其得到集中配置。经过整合的供应链有效地连接起了供应商和客户。而此时，更多的采购信息来自于客户而不是供应商。SBI 模式就是由客户代替供应商开具发票，再将发票传回给供应商。

美国在电子发票的推广中走在了前列。美国政府在推动电子发票的过程中，给予了相应的法律保障。联合国国际法委员会在 1996 年公布了电子商务的法律范本，美国大部分的州根据这个范本修订其商业相关法令，给予受电子发票法律地位。美国国会也通过法案，正式给予电子形式的交易记录和签章法律效力。2013 年年初，美国政府开始强制推行电子发票。目前，电子发票已经在美国人的日常消费和公司采购中普遍使用。

图 11：美国网络零售额增长平稳（单位：百万美元）



资料来源：wind, 信达证券研发中心。注：网络零售额不含旅游电子商务。

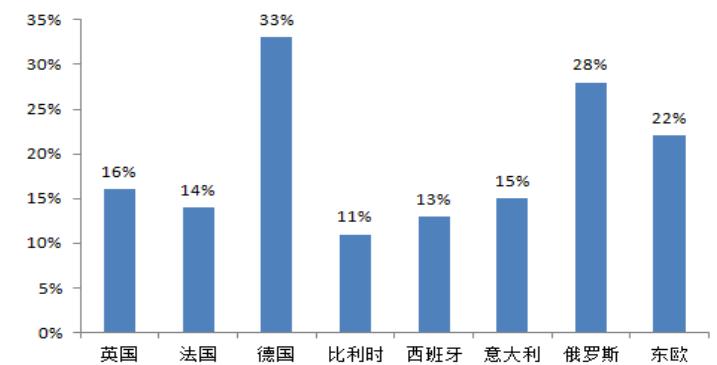
欧盟于 2001 年开始制定法规，承认电子发票的效力。2004 年 1 月 1 日《电子发票指导纲要》正式生效实施，规定在电子发票开具方式上，适用纸质发票管理规定，即采用各方相互间事先协议制度。开票人可以从指定网址直接下载依据一定标准开发的电子发票软件，开具无纸化电子发票后，通过 EDI (Electronic Data Interchange) 系统或者 EMAIL 方式传递给受票人即可，不需要实时传递给税务机关，但需要留存服务器让税务机关备查。

此后，欧洲国家纷纷积极推动电子发票相关立法，其中丹麦在 2005 年成为了首个禁止在公共领域使用纸质发票的国家。欧盟统计局收集到的数据显示，2009 年约 22% 的公司在欧洲发送或接受电子发票，欧洲电子发票应用以芬兰、瑞典、丹麦、挪威等北欧国家较为领先。2013 年，欧盟委员进一步提出了一项公共采购电子发票指令草案，要求建立欧盟统一的电子发票系统，能够兼容目前各成员国的电子发票系统。根据欧洲数字化议程，到 2020 年欧盟各领域应全面使用电子发票。

根据比利时邮政的数据，2013 年欧洲本土市场的电商贸易已经达到了 3500 亿欧元，同比增长达 17%，其中德国 (+33%)、俄罗斯 (+28%)、和东欧地区 (+22%) 涨幅位居前三。而欧盟委员制定 EEI (European Electronic Invoicing) 评估框架显示，欧洲国家处理发票的成本约每张 30 欧元，实现电子发票后，每张最多可节省 80% 成本。若欧洲全面实行电子发票以后，每年可节省 2000 亿欧元以上的发票作业成本。

图 12: 2013 年欧洲电子商务贸易增长率情况

图 13: 德国网上消费支出增速有所加快 (单位: 十亿欧元)



资料来源：比利时邮政，信达证券研发中心



资料来源：德国联邦邮售协会，信达证券研发中心

台湾电子发票模式

台湾省的税收体制和大陆现行体制十分相似，因此对国内参考意义较大。在台湾，私人营利机构或公用事业机构销售货物或提供劳务给消费者后，营业人与买受人双方分别保存与收执的制式凭证被称之为“统一发票”。1950年12月12日，台湾省政府财政厅颁布《台湾省营利事业统一发货票办法》及《台湾省统一发票给奖暂行办法》，并于1951年元旦开始实施。台湾省政府通过借由民众中奖预期，要求开立发票，以达到防止商家逃避缴税、增加税收的功能。

进入2000年，电子商务逐渐盛行，部分电子商务网站除了给买受人（即营利机构）提供有载明买受人统一编号的发票之外，不再寄发实体统一发票给自然人客户，而改以寄发记载有统一发票号码与交易资料明细的电子邮件替代。

为推动电子发票的发展，台湾省政府采取了一系列措施，我们可以将其分为试验阶段和全面推广两大阶段，具体如下：

2000-2009年：电子发票试验阶段。台湾财政部颁布的《税捐稽征法》第十一条之二与《电子税务实施办法》是台湾电子发票的法源依据。在2000年，台湾行政院通过了《电子发票推动计划》，并加速推动《电子签章法》的立法，同时开始在一些试点企业应用。同年11月，台湾财政部颁布《国际网路传输统一发票试办作业要点》，开始推行买、卖双方营业人参与电子发票试点作业。其中，试验阶段中的第1阶段推动重点对象为信息业厂商，第2阶段则以制造业及商业为主。

2010-2013年：全面推动阶段。2010年，台湾财政部制定了“全面推动电子发票应用计划”，颁布《消费通路开立电子发票试办作业要点》，计划分三阶段上路并逐步淘汰纸本发票。2010年12月18日，由两家超商（统一超商、莱尔富）及全联福利中心等27个商家先行启用；2011年3月，新光三越百货公司及家乐福量贩店成为第二阶段的主打商家；2011年6月，扩大实施电子发票至3C连锁店、量贩店业者与宅配业（黑猫宅急便、台湾宅配通等宅配业）。

台湾一年的实体统一发票约有80余亿张。以台湾财政部的估算，每张发票的总成本要超过30元新台币。而电子发票则可以

大幅减少商家处理、打印、储存与邮寄发票的成本，全台无纸化发票可以减少约 1147 亿元新台币的成本，同时将创造 350 亿元的电子发票相关产值。

目前，台湾电子发票盈利方式可以分为两类：第一，电子发票平台端搭建服务收费；第二，对企业端服务以及相关的衍生产品开发。

第一种模式平台搭建服务收益通常是采用招标的形式，合同规定期限和金额。例如，关贸网络（6138.TW0）是台湾第二代电子发票整合服务平台的中标企业为，合同期限为四年，合同总金额高达 7.5 亿新台币。

第二种模式具体可以分为卖方、买方和独立的第三方电子发票增值服务三种式。其中，卖方增值服务主要是指作为卖方的大型电子商务企业单独建立、为其客户者提供电子发票开具以及可查询该电商财税信息等相关功能的增值中心；买方价值服务则是指具有大型采购需求的商贸公司自主建立，用来收集并汇总采购发票信息的增值中心。第三方增值服务，独立于交易买卖双方的主体，其业务包括提供发票开立、接收、查询、纸质打印等服务。

图 14：台湾电子发票第三方增值服务提供商：台塑网



资料来源：台塑网，信达证券研发中心

东港股份：国内电子发票的先锋，综合优势突出

2013 年 6 月，东港股份协助京东电子发票项目组开出的国内首张电子发票具有里程碑意义。东港股份不仅帮助京东搭建了电子发票管理系统平台，还协助其解决了电子发票中的技术关键点，即电子印章、电子防伪。公司旗下的瑞宏网是由北京市国税局唯一授权的电子发票查验平台。此外，公司还参与了电子发票国家标准的制定，在国内电子发票市场的发展中保持了领先地位。

图 15：国内首张电子发票



资料来源：互联网，信达证券研发中心

今年6月，在国家发改委、国税总局、财政部、国家档案局以及北京市相关委办局的现场鉴证下，中国人民财产保险股份有限公司与北京市国税局电子发票平台瑞宏网实现正式对接，顺利接收国内第一单企业电子发票，企业电子发票报销问题终于落地。在过去的一年多时间里，瑞宏网已经开出了1800多万张电子发票。东港股份在国内电子发票的发展中，始终走在前列。

图 16：瑞宏网首页截图



公司电子发票未来主要盈利模式预测：第三方加值服务和大数据平台。国内电子发票到目前为止仍然在试点推广中，政府尚未出台明确的收费模式。目前8个试点城市的电子发票项目的运营都是由政府主导的，而资金由企业自筹。在这过程中，东

港股份主要是提供了技术支持，但尚未带来实质性经营收入。考虑到台湾地区与内地税收体制较为接近，其卖方、买方和第三方电子发票加值服务三大电子发票运营模式也可以作为国内电子发票盈利的参考模式。我们认为，第三方加值服务很有可能成为东港股份未来可能的盈利模式之一，其包括发票开立、发票作废、发票列印、发票查询、发票基本资料维护、账务作业、法律维权等。此外，由于发票系统平台积累了大量商务交易和财税数据，基于大数据平台的相关衍生产品，为公司未来的发展打开了想象空间。

智能卡业务厚积薄发

跻身国内一线卡商

IC 卡，即集成电路卡，是内置集成电路芯片的塑料卡，按所内置芯片类型的不同，可以分为三类存储卡、逻辑加密卡、智能卡。其中，智能卡由于安全性更好，代表 IC 卡应用的最高安全等级；同时，智能卡拥有独立的 CPU 处理器和芯片操作系统，可以更灵活地支持各种不同的应用需求，成为 IC 卡应用中的主流产品。

目前，国内智能卡商处在领先水平的企业主要包括天喻信息、恒宝股份、东信和平、金普斯等。虽然东港股份在智能卡制卡领域起步较晚，但公司凭借传统票据印刷业务已经与部分银行重点客户建立的长期合作关系，以银行 IC 卡为突破口，并向智能卡其他领域拓展。当前，公司已经集齐 Master、Visa 以及银联三大机构的认证，成功入围多家银行的智能 IC 卡招标。另外，公司还在多个地区的社保卡招标中相继入围。公司在智能卡领域的整体实力已经处于国内一线卡商队列。

智能卡应用领域不断开拓，发展前景良好

我国智能卡行业是伴随着国家金卡工程建设的不断推进而产生的一个新兴行业，发展至今，智能卡行业已迅速成长为国民经济新的增长点之一。目前，除了金融、社保、交通领域外，智能卡还在通信、公安、税务、旅游、石油石化、建设及公用事业等许多领域得到广泛应用，国内总发卡量已超过 40 亿张，取得良好社会效益和经济效益，对提高各部门、各行业及地方政府的现代化管理水平，改变人们的生活方式和提高生活质量，推动国民经济和社会信息化进程发挥了重要作用。

表 2：国内智能卡应用情况

重点行业	应用情况
通信	通信行业一直是我国智能卡应用的最大市场，占我国智能卡发卡总量的 75%左右。目前，我国通信智能卡市场保持 6%左右的小幅增长，至 2014 年年出货量有望达到 10.7 亿张。
公安	2001 年经国务院批准，我国采用非接触式 IC 卡制作第二代居民身份证（以下简称“二代证”），2004 年 4 月，我国正式启动二代证换发工作，全国已累计换发已经超过 13 亿张。
税务	税控卡和税控盘都是智能卡在税务领域的应用，其中税控卡主要是与税控收款机配套在商业零售、饮食、娱乐、服务行业使用，税

	控盘主要是与发票税控系统配套在公路、内河货物运输业和机动车零售业使用。
社保	社保卡是智能卡在劳动与社会保障领域的应用，从 1998 年提出到 2006 年正式立项，在经过后台系统建设后，2007 年发卡量开始快速增长，根据国家人力资源和社会保障部公布数据，截至 2014 年 6 月底，全国社会保障卡持卡人数达到 6.02 亿人，其中已具有金融功能的社会保障卡超过 4.4 亿张。
金融	银行卡的载体从磁条卡向 IC 卡转移，即 EMV 迁移，是全球趋势，我国也不例外。截至到 2014 年一季度末，全国累计发行银行卡 43.91 亿张，全国人均持有银行卡为 3.24 张。
旅游	我国旅游行业已全面推广使用导游员智能卡，并通过全国导游员智能卡管理系统，实现了国家对导游从业人员的动态管理，提高了旅游业的信息化水平。
石油石化	加油卡是智能卡在石油石化行业的应用，由于其安全、便捷、高效等特点，推出以来发展迅速。其中，中国石化加油卡 10 年来累计发行量已突破 1 亿张。
公用事业	我国公用事业领域广泛使用的公交卡、水电卡、燃气卡、停车卡等，发卡量超过 2 亿张，其中绝大部分采用的是逻辑加密卡，存在严重安全隐患，已经引起国家有关部门和城市运营机构的重视，升级为智能卡是大势所趋，目前国内广州、海口、西安、淄博、柳州、重庆、成都等城市已开始实施改造。
其他	国家质检部门发行的组织机构代码卡、海关系统推行的电子口岸卡、广播领域中使用的广电 IC 卡和有条件接收卡等也都是智能卡在相关领域的应用。

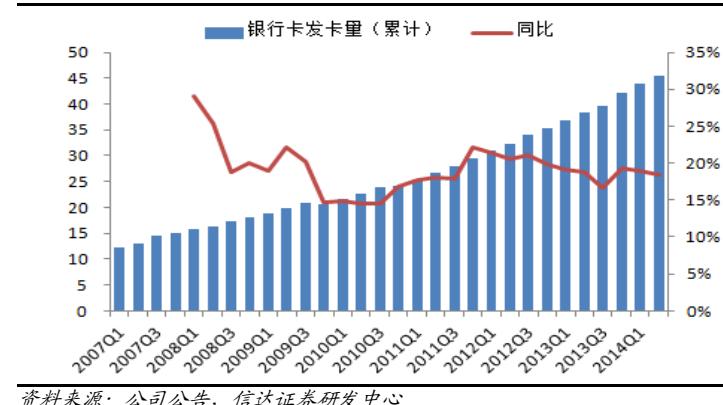
资料来源：天喻信息招股说明书，信达证券研发中心整理

金融 IC 卡处在快速成期。近年来，银行卡犯罪日益增多，关键原因在于磁条卡技术自身的缺陷，犯罪分子可以很容易地盗取磁条上的资料，再复制到新的卡片上。而金融 IC 卡增加了读写保护和数据加密保护，并且在使用保护上采取个人密码、卡与读写器双向认证，使得复制与伪造变得困难，安全性大大提高，可以有效防范金融犯罪。正因为如此，金融 IC 卡在近两年得到了快速的推广和应用。

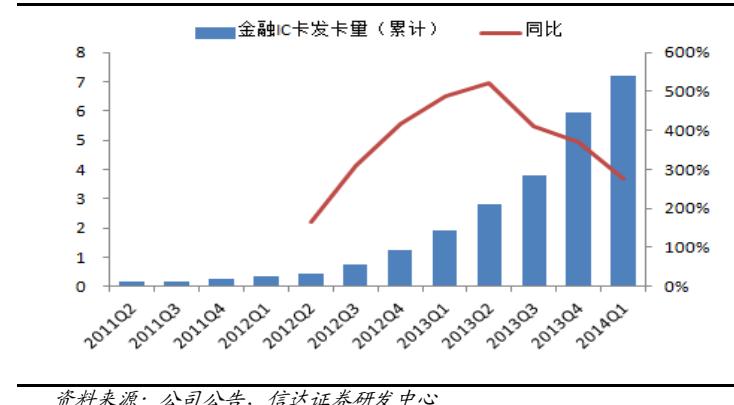
截至今年一季度末，全国累计发行银行卡 43.91 亿张，同比增长 18.87%，增速较上季度放缓 2.06 个百分点，全国人均持有银行卡 3.24 张，人均信用卡持有 0.30 张。同期，全国累计发行金融 IC 卡 7.20 亿张，同比大幅增长 275%。尽管金融 IC 卡的发卡量增速有放缓的趋势，但仍然要远高于同期银行卡的增速。

图 17：银行卡发卡量增长平稳（单位：亿张）

图 18：金融 IC 卡发卡量增速处在高位（单位：亿张）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

全国社保卡在 2015 年将覆盖 60% 的人口，发放量达到 8 亿张。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。人社部从 2013 年开始在全国范围内推广社保金融卡，计划到 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。社保金融卡成为智能卡的一大新增领域。

表 3：2010-2015 年中国社保卡市场规模测算

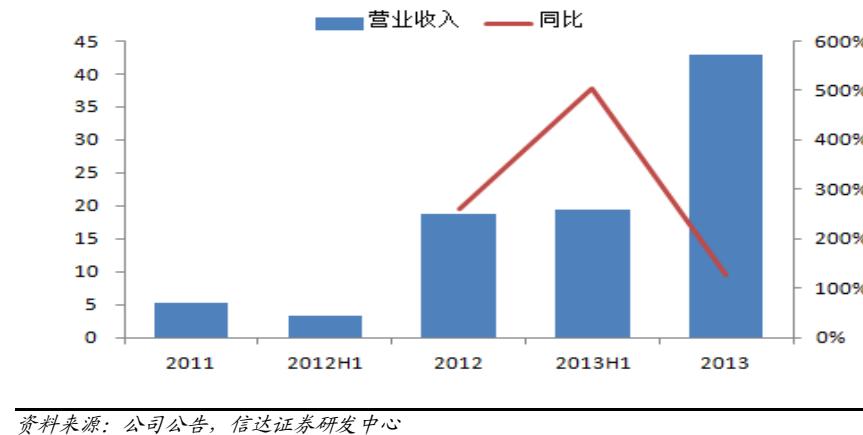
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
社保卡累计发行量 (亿张)	1	1.99	3.41	4.9	6.47	8.08
社保卡新增发行量 (亿张)		0.99	1.42	1.49	1.57	1.61
同比增速		99.00%	71.36%	43.70%	32.04%	24.88%
社保卡单价 (元)	8.5	8	7	7	6.8	6.5
社保卡市场规模 (亿元)		7.92	9.94	10.44	10.65	10.48

资料来源：人力资源社会保障部，中国产业信息网，信达证券研发中心整理

公司智能卡业务在 2014 年有望迎来突破

东港股份智能卡业务目前仍然处在放量阶段。在 2011 年-2013 年之间，由于智能卡业务处在开拓期，订单量较少，同期相关研发费用、市场推广费用的支出则较大，因此智能卡业务基本处在亏损的状态，毛利率在 2013 年也仅 15.24%。从 2014 年的情况来看，随着公司的智能卡产品得到市场认可后，订单数量也增长明显。公司今年新入围了中国工商银行、浦发银行和平安银行的 IC 卡招标。同时，公司在山东、河南、广西、内蒙古和江西的社保卡招标中也相继入围。我们认为，随着公司智能卡业务的逐步放量，其毛利率水平也将向同行平均（30%）靠拢，盈利水平也有望得到明显提升。

图 19: 公司智能卡业务收入增长迅速 (单位: 百万元)



传统票据业务增长稳健，提供安全边际

商业票据印刷业务增长趋于稳定

东港股份是国内最大的商用票证印刷企业之一，2013 年公司票证产品印刷业务实现营业收入 6.67 亿元，同比增长 5.48%；毛利率达到 40.47%。票证产品包括各种银行单证、保险单据、财政收据、税务发票和福利彩票等。

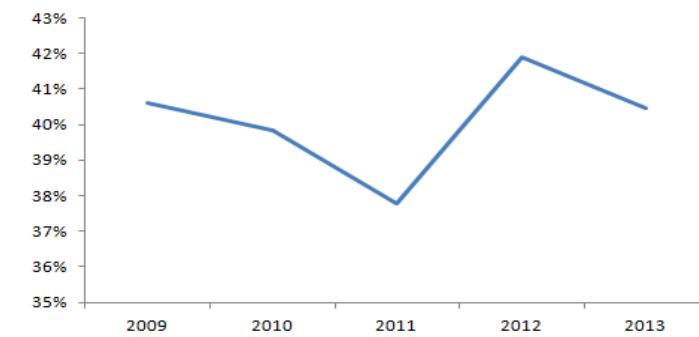
近年来，公司凭借技术、资金、设备以及管理优势，积极占领高端商业票证领域制高点，相关票证产品得到了客户及业界的普遍认同，积累了包括中国银行总行、中国建设银行总行、中国海关总署、中央国家机关政府采购中心、财政部、国家外汇管理局等一大批优质的客户资源，并形成了长期合作的战略关系。我们认为，优质的客户资源为公司长期发展提供了有力支撑，高端票证产品的消费粘性更强，因此公司票证印刷业务具备相对较高的安全边际。尽管当前印刷市场环境整体景气度有所下降，但公司所属的细分市场（商业票据）仍然比较乐观，因为其下游客户政府、金融机构等需求增长基本稳定，同时，农村商业票据市场也在逐渐成为新的需求增长点。

图 20: 公司票证业务增长趋稳 (单位: 百万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21: 公司票证业务毛利率保持在 40% 左右



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

数据处理、标签、个性化彩印等增长迅速

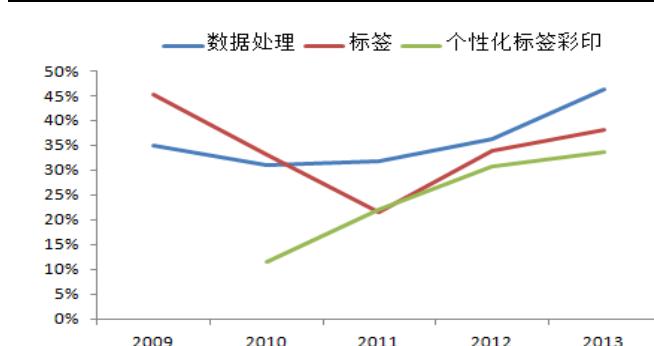
公司已逐步实现由票证印刷龙头向整体解决方案、综合服务提供商转型，依托已有的稳定而高质量的客户基础，不断延伸相关服务，满足客户群不断提升的个性化需求，开发标签与数据产品，以及彩印与智能卡产品，经过培育阶段，这些新业务正在成为公司重要的盈利增长点。近年来，这些业务增长迅速，2013 年合计增速为 27.8%。正是这些相对成熟的业务为公司带来健康稳定的现金流，有助于公司培育其他新的业务。

图 22: 数据处理、标签、个性化彩印业务发展迅速 (单位: 百万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23: 数据处理、标签、个性化彩印业务毛利率稳中有升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

盈利预测

由于公司电子发票业务尚未明确收费模式，也未产生业绩，我们在对公司进行盈利预测时暂不考虑。我们认为，公司智能卡业务在未来几年迎来爆发式增长，14-16年营业收入增速将达到520%、180%和60%；次新业务包括数据、标签、彩印的收入增速则保持将在30%左右；票证印刷业务增速则基本保持稳定。另外，从毛利率水平来看，随着智能卡业务和次新业务所占收入比例的提升，未来几年毛利率会出现小幅下降。按目前股本计算，我们预测公司2014-2016年摊薄后的EPS分别为0.49元、0.64元和0.83元。

表4：东港股份主营业务预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入（百万元）	781.77	817.40	926.70	1,327.73	2,034.71	2,818.69
增长率		4.56%	13.37%	43.27%	53.25%	38.53%
营业总成本（百万元）	510.57	500.68	561.08	809.60	1,275.91	1,796.13
增长率		-1.94%	12.06%	44.29%	57.60%	40.77%
毛利率	34.69%	38.75%	39.45%	39.02%	37.29%	36.28%
数据产品						
收入（百万元）	45.27	62.34	82.89	111.90	147.71	192.02
增长率		37.71%	32.96%	35.00%	32.00%	30.00%
成本（百万元）	30.87	39.65	44.62	59.31	78.29	103.69
毛利率		36.40%	46.17%	47.00%	47.00%	46.00%
标签						
收入（百万元）	40.55	50.05	66.75	90.11	117.15	149.95
增长率		23.43%	33.37%	35.00%	30.00%	28.00%
成本（百万元）	31.80	33.14	41.26	55.87	73.80	94.47
毛利率	21.58%	33.79%	38.19%	38.00%	37.00%	37.00%
彩印						
收入（百万元）	40.64	46.22	53.02	106	212	424
增长率		13.73%	14.71%	25.00%	25.00%	24.00%

成本(百万元)	31.68	31.98	35.14	68.93	137.85	279.95
毛利率	22.05%	30.81%	33.72%	35.00%	35.00%	34.00%
票证产品						
收入(百万元)	634.74	632.80	667.48	754.25	814.59	863.47
增长率		-0.31%	5.48%	13.00%	8.00%	6.00%
成本(百万元)	394.91	367.62	397.37	445.01	480.61	509.45
毛利率	37.78%	41.91%	40.47%	41.00%	41.00%	41.00%
智能卡						
收入(百万元)	5.22	18.79	42.81	265.42	743.18	1,189.09
增长率		259.96%	127.83%	520.00%	180.00%	60.00%
成本(百万元)	8.17	24.78	36.28	180.49	505.36	808.58
毛利率	-56.51%	-31.88%	15.25%	32.00%	32.00%	32.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

公司估值及投资评级

对于可比上市公司，我们选取了同样是由传统印刷业务向其他新兴领域转型升级的鸿博股份、盛通股份和美盈森以及主营业务为智能卡的恒宝股份和天喻信息。这五家公司在 2014-2015 的平均动态 PE 分别为 51.11X 和 34.81X。考虑到东港股份传业务增长稳健，而智能卡业务即将迎来快速增长，我们认为给予公司 2014 年 45X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 22.5 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况

公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
鸿博股份	17.58	52.42	0.16	0.24	0.32	106.79	73.43	54.26
盛通股份	15.03	19.84	0.14	0.21	0.37	103.84	70.86	40.49
美盈森	14.06	100.56	0.24	0.37	0.53	57.77	37.92	26.34
恒宝股份	13.45	95.93	0.28	0.41	0.54	47.78	32.47	24.73
天喻信息	14.63	62.92	0.20	0.36	0.52	73.02	40.85	28.23
平均						77.84	51.11	34.81

东港股份	17.05	62.05	0.36	0.49	0.64	47.72	34.80	26.64
------	-------	-------	------	------	------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注:东港股份为信达证券预测数据, 其余为wind一致预期, 采用2014年8月19日收盘价)

风险因素

1. 电子发票进程低于预期;
2. 智能卡订单大幅下滑;
3. 商业票据市场需求大幅萎缩。

资产负债表

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	664.99	821.16	934.38	1,183.78	1,608.76
货币资金	249.05	473.82	484.02	462.54	640.19
应收票据	2.91	1.23	2.41	81.39	112.75
应收账款	106.81	88.52	140.97	225.42	293.59
预付账款	2.08	8.68	9.78	13.48	22.82
存货	101.16	143.78	192.07	295.82	434.28
其他	202.99	105.13	105.13	105.13	105.13
非流动资产	788.70	772.61	888.92	1,041.31	1,140.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	678.93	668.07	642.25	733.86	826.61
无形资产	88.91	94.59	103.50	115.87	123.86
其他	20.86	9.96	143.17	191.57	189.67
资产总计	1,453.69	1,593.77	1,823.29	2,225.08	2,748.90
流动负债	293.91	346.75	437.78	650.77	911.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	112.89	121.15	176.93	280.68	391.83
其他	181.02	225.60	260.85	370.09	519.87
非流动负债	0.00	0.08	0.08	0.08	0.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.08	0.08	0.08	0.08
负债合计	293.91	346.83	437.86	650.85	911.78
少数股东权益	53.57	56.72	77.62	105.08	140.30
归属母公司股东权益	1,106.20	1,190.22	1,307.81	1,469.16	1,696.81
负债和股东权益	1,453.69	1,593.77	1,823.29	2,225.08	2,748.90

单位:百万元

利润表

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	817.40	926.70	1,327.73	2,034.71	2,818.69
营业成本	500.68	561.08	809.60	1,275.91	1,796.13
营业税金及附加	8.00	9.86	13.28	20.35	28.19
营业费用	77.80	78.60	117.31	182.00	253.68
管理费用	110.20	120.89	167.28	265.36	363.48
财务费用	-7.31	-3.59	-4.88	-4.93	-4.72
资产减值损失	0.72	-1.02	0.03	-0.34	-1.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	8.39	3.17	4.13	5.35
营业利润	127.30	169.28	228.29	300.48	388.54
营业外收入	10.14	5.99	6.31	7.48	6.59
营业外支出	0.17	0.17	0.30	0.21	0.22
利润总额	137.26	175.10	234.30	307.75	394.90
所得税	20.81	29.81	35.14	46.16	59.24
净利润	116.45	145.29	199.15	261.59	335.67
少数股东损益	13.44	15.25	20.90	27.45	35.23
归属母公司净利润	103.01	130.04	178.25	234.13	300.44
EBITDA	204.09	246.41	309.57	388.13	484.57
EPS (摊薄)	0.28	0.36	0.49	0.64	0.83

单位:百万元

现金流量表

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	210.40	242.73	259.46	280.10	433.90
净利润	116.45	145.29	199.15	261.59	335.67
折旧摊销	66.83	71.30	75.33	80.40	89.68
财务费用	-0.01	0.02	-0.05	-0.02	-0.02
投资损失	0.00	-8.39	-3.17	-4.13	-5.35
营运资金变动	22.60	31.04	-12.01	-57.55	14.87
其它	4.52	3.48	0.21	-0.19	-0.95
投资活动现金流	-268.26	44.78	-188.66	-228.81	-183.47
资本支出	-78.26	-63.61	-191.83	-232.94	-188.82
长期投资	0.00	258.39	3.17	4.13	5.35
其他	-190.00	-150.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-59.17	-62.72	-60.66	-72.79	-72.79
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	58.78	62.64	60.66	72.79	72.79
现金净增加额	-117.03	224.77	10.20	-21.48	177.66

单位:百万元

重要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	817.40	926.70	1,327.73	2,034.71	2,818.69
同比	4.56%	13.37%	43.27%	53.25%	38.53%
归属母公司净利润	103.01	130.04	178.25	234.13	300.44
同比	18.45%	26.24%	37.07%	31.35%	28.32%
毛利率	38.75%	39.45%	39.02%	37.29%	36.28%
ROE	9.56%	11.33%	14.27%	16.86%	18.98%
每股收益(摊薄, 元)	0.28	0.36	0.49	0.64	0.83
P/E	60.24	47.72	34.81	26.50	20.65
P/B	4.67	4.34	4.74	4.22	3.66
EV/EBITDA	21.12	20.98	20.04	15.99	12.81

建筑建材小组简介

关键鑫，经济学硕士，证券从业5年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程、轻工制造行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

徐林锋，浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士，2012年2月加盟信达证券研发中心，现主要从事轻工制造及建筑建材行业的研究。

建筑建材小组重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国玻纤	600176	海螺水泥	600585
纳川股份	300198	扬子新材	002652	开尔新材	300234	冀东水泥	000401
亚泰集团	600881	太空板业	300344	围海股份	002586	东方园林	002310
江河创建	601886	嘉寓股份	300117	中国建筑	601668	中国铁建	601186
亚厦股份	002375	中国海诚	002116	苏交科	300284	广田股份	002482

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 稳	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看高：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。