



## 坐拥城联，A 股最具用户规模的移动支付平台运营商

2014. 9. 15

王聪(首席分析师)

张磊(研究助理)

电话:

020-88831187

邮箱:

wangc\_a@gzgzhs.com.cn

zhanglei@gzgzhs.com.cn

执业编号:

A1310512110004

● **有别于市场的观点：**1、城市一卡通是移动支付最主要的应用领域，具有用户规模最大、使用黏性最高两大优势。2、东信和平坐拥城联（城市一卡通全国平台唯一运营方），是 A 股移动支付的最佳投资标的。

● **东信和平：坐拥城联，A 股移动支付最佳投资标的。**据统计，我国手机在线支付使用率已由 2013 年底的 25.1% 升至 2014 年上半年的 38.9%；2014 Q2 我国移动支付交易笔数及总额分别达到 9.47 亿笔、4.92 万亿元，同比增速分别高达 255%、237%；移动支付需求呈加速增长趋势。此外，我国移动支付标准确定，且截至 2014 年 Q2 联网 POS 机数量达到 1358 万台，推广条件渐具。城联数据有限公司是城市一卡通全国平台的唯一运营方，公司将成 A 股移动支付最佳投资标的。

● **城联公司：城市一卡通全国平台的唯一运营推广方。**城联公司作为城市一卡通全国平台运营方，承担 2 大功能：1、“一卡通用”，为各地方一卡通公司提供互联互通、清分结算功能；2、“一卡多用”，推动一卡通向小额消费、智能家居等智慧城市生活各领域的落地应用。当前阶段，城联公司有 2 大清晰明确的盈利模式：1、小额消费手续费模式（参照中国银联收取 POS 手续费）；2、用户流量导入模式（参照互联网流量收费模式）。后续基于平台及庞大的用户群将开拓更多新的业务形态及盈利模式。预计到 2018 年，城联公司将成为用户过 3 亿，营业收入过 10 亿、利润超 3 亿的智慧城市生活平台运营商。

● **城市一卡通：移动支付的主要应用领域，智慧城市生活的承载者和推动者。**住建部城市一卡通标准最初由国务院授权，目前已为一二线城市事实标准。城市一卡通已是移动支付的主要领域，手机支付的重要推动者；具备 2 大核心优势：1、用户规模大，目前我国一卡通存量超 4 亿张，后续还将持续增长；2、使用黏性高，一卡通为城市生活所必需。后续一卡通将覆盖人们衣食住行各方面，成为智慧城市生活的承载者和推动者。

● **盈利预测与估值。**预计 2014-2016 年归属母公司的净利润为 9599、16825、22150 万元，EPS 为 0.33、0.58、0.77 元，对应 PE 为 51、29 和 22。央企激励改善推动公司业绩高成长，坐拥城联成移动支付平台运营最佳标的，维持公司“强烈推荐”评级，目标价 21.8 元。

● **风险提示：**去库存受阻；金融 IC 卡、移动支付需求不如预期。

指标 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1168.24	1617.54	2126.27	2477.76
(+/-%)	12.99%	38.46%	31.45%	16.53%
净利润	43.97	95.99	168.25	221.50
(+/-%)	13.80%	118.29%	75.28%	31.65%
每股收益 (元)	0.15	0.33	0.58	0.77
市盈率 (P/E)	81.66	51.69	29.49	22.40
EV/EBITDA	38.08	26.68	16.03	12.65

## 强烈推荐 (维持)

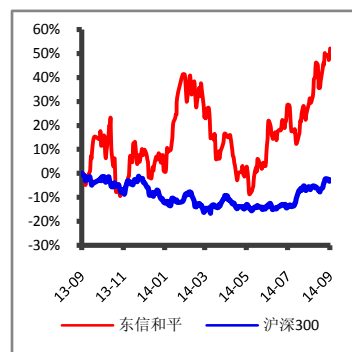
现价: 17.17

目标价: 21.80

股价空间: 27%

通信行业

### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
东信和平	17.6	32.79	21.95
通信	9.81	21.86	23.4
沪深 300	3.45	13.23	15.34

### 基本资料

总市值 (亿元)	49.62
总股本 (亿股)	2.89
流通股比例	97.9%
资产负债率	48.48%
大股东	普天东方通信集团有限公司
大股东持股比例	29.1%

### 相关报告

《牵手中国电信，城联开启行业拓展大门》-2014. 08. 12

《半年预增 30%-50%，业务业绩反转确定》-2014. 07. 13

《Q1 低于预期不改高增长趋势》-2014. 04. 28



## 目录

1、东信和平：坐拥城联，A股移动支付最佳投资标的	4
1.1 移动支付：需求已启动，推广条件已具备	4
1.2 平台运营是移动支付最具价值环节	5
1.3 东信和平：坐拥城联，A股移动支付最佳投资标的	6
2、城联公司：城市一卡通全国平台的唯一运营方	7
2.1 城联公司：定位明确，盈利模式清晰	7
2.1.1 两大使命：“一卡通用” + “一卡多用”	7
2.1.2 盈利模式：银联模式 + 互联网流量模式	9
2.2 城联公司：用户规模最大、使用黏性最高的移动支付平台运营商	11
2.3 业务前景及盈利预测：未来 5 年有望用户规模过 3 亿、营收破 10 亿、利润超 3 亿	12
3、城市一卡通：智慧城市生活的承载者和推动者	12
3.1 一卡通是移动支付的主要应用领域，手机支付的重要推动者	12
3.1.1 城市一卡通：移动支付主要的应用领域	12
3.1.2 城市一卡通：手机支付的重要推动者	13
3.2 城市一卡通标准之来龙去脉：住建部标准最早提出、且已成事实标准	14
3.3 一卡通用：互联互通是民生工程，一卡通用大势所趋	16
3.4 一卡多用：城市一卡通是智慧城市生活的承载者与推动者	17
4、盈利预测与估值	18
5、风险提示	19
附录、香港八达通：智慧城市生活的推动者	20
1 公司概况：一卡通也能成就大事业	20
2 行业拓展：八达通已成为香港市民生活不可或缺的一部分	21



## 图 表 目 录

图表 1	网络支付网民已经形成巨大规模 (单位: 万户).....	4
图表 2	金融IC卡发行量保持高速增长 (单位: 万张).....	4
图表 3	移动支付已经进入高速增长阶段.....	4
图表 4	手机在线支付应用使用率快速增长(单位: %).....	4
图表 5	移动支付主流模式.....	5
图表 6	移动支付应用条块分割格局呈改善趋势.....	5
图表 7	移动支付产业链.....	6
图表 8	移动支付产业链收益时序: 运营商受益最大且最持久.....	6
图表 9	互联互通平台实现一卡通“一卡通用”.....	8
图表 10	TSM平台为一卡通跨领域拓展提供了基础.....	9
图表 11	城联公司的刷卡手续费分成盈利模式.....	10
图表 12	城联公司的用户导入盈利模式.....	10
图表 13	移动支付各类平台对比.....	11
图表 14	2012 年我国城市城市公共交通客运总量达 789 亿人次.....	11
图表 15	城联公司未来 5 年有望成营收 10 亿级公司.....	12
图表 16	移动支付应用领域细分.....	12
图表 17	近场支付规模预测.....	13
图表 18	2001-2010 年我国公交卡发卡量.....	13
图表 19	以实物卡片为载体的城市一卡通.....	14
图表 20	以手机终端为载体城市一卡通.....	14
图表 21	城市一卡通全国平台推动了手机支付的发展.....	14
图表 22	住建部（及其前身建设部）一卡通标准.....	15
图表 23	交通部一卡通标准规划情况.....	16
图表 24	城市一卡通互联互通相关政策一览.....	16
图表 25	全国互联互通城市已达 35 个.....	16
图表 26	城市一卡通功能和应用领域.....	17
图表 27	杭州市民卡覆盖城市生活的各方面.....	17
图表 28	杭州市民卡呈快速发展趋势.....	18
图表 29	公司产品销售收入预测.....	18
图表 30	八达通由香港主要公共交通企业出资组成.....	20
图表 31	八达通旗下子公司及业务架构.....	20
图表 32	八达通已发展成庞大规模的健康生态系统.....	21
图表 33	八达通以用户为基础, 将业务拓展至衣食住行各方面.....	21



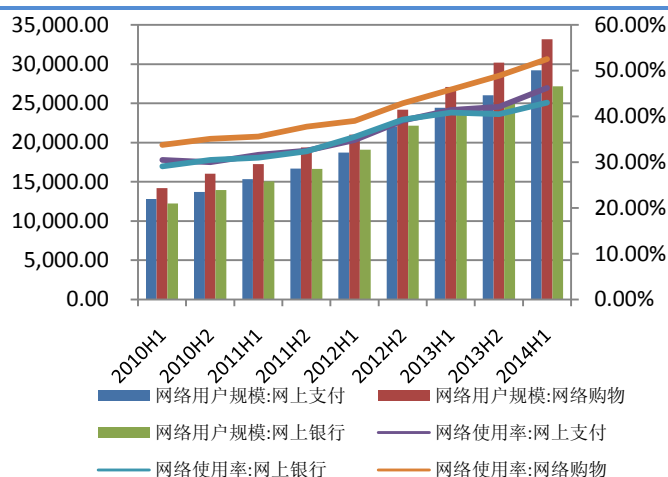
## 1、东信和平：坐拥城联，A 股移动支付最佳投资标的

### 1.1 移动支付：需求已启动，推广条件已具备

#### 一、移动支付使用习惯基本形成，需求启动

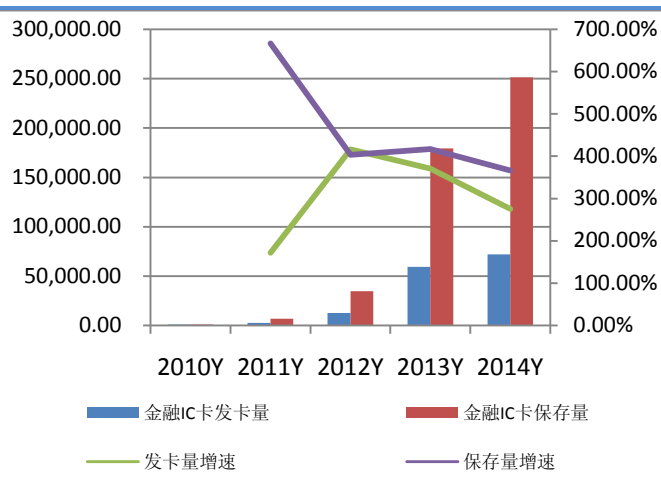
网络支付呈快速发展趋势。截至 2014 年上半年，我国网络支付用户数已经接近 2.9 亿，并以 46% 的增长速度增长。此外，金融 IC 卡保有量和发行量增速都超过 50%，银行新发卡向具备近场支付功能的金融 IC 卡迁移，也为移动支付近场支付大规模推广打好基础。

图表1 网络支付网民已经形成巨大规模 (单位：万户)



资料来源：WIND 广证恒生

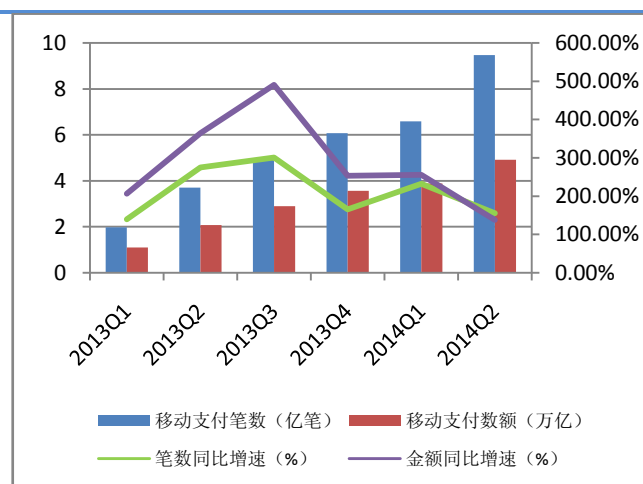
图表2 金融 IC 卡发行量保持高速增长 (单位：万张)



资料来源：WIND 广证恒生

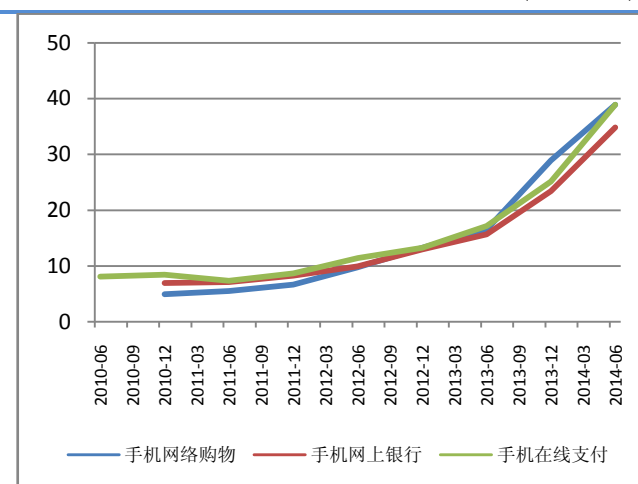
网络支付推动了移动支付需求的启动。快速发展的网络支付直接推动了用户移动支付使用习惯的养成。据 CNNIC 数据统计，截至 2014 年上半年，我国手机在线支付用户数达到 2.05 亿，使用率达到 38.9%，半年增长率达 63.4%。此外，据央行数据统计，2014 年 Q2 我国移动支付交易额 4.92 万亿元，同比增速高达 237%。

图表3 移动支付已经进入高速增长阶段



资料来源：中国人民银行广证恒生

图表4 手机在线支付应用使用率快速增长(单位：%)



资料来源：中国人民银行广证恒生

#### 二、移动支付标准+硬件条件均已基本具备



移动支付之前推广难有 2 大限制条件：1、标准不统一；2、移动支付应用条块分割，落地推广难。目前标准已基本统一，而落地的应用正逐步推广。

**移动支付标准统一：**电信运营商和中国银联已就移动支付标准达成基本统一，将统一于 13.56MHz 频段；但具体的技术实现方案未限定。但这一标准的统一，解除了限制移动支付行业发展的最大障碍。目前，中国最主要的移动支付技术标准有智能 SD 卡标准、SIMPASS 标准、iSIM 标准和 NFC 标准等四种。从长远来看，NFC 标准会成为最终的解决方案。

图表5 移动支付主流模式

技术方案	原理	优势	劣势
NFC	按照手机支付的需求重新设计手机终端支持现场和远程支付	采用 13.56MHz 频率，是手机支付的终极解决方案	目前支持的手机终端少，需要更换手机
SIMPASS	利用 SIM 卡作为支付信息的安全载体 通过 SIM 的 C4C8 脚引出外接天线，放在电池后面	采用 13.56MHz 频率，POS 机、公交、地铁等读卡终端设备改造成本小	穿透性较差，天线容易断裂，C4C8 不是国际通用的标准。
智能 SD 卡	将智能卡嵌在 SD 内，重新定义 SD 卡的扩展脚用于外节天线	简单易行，无需更换手机，业务拓展方式灵活	现场解决方案有待成熟
RFSIM	利用 SIM 卡作为支付信息的载体，同时在 SIM 卡上添加无线调制解调器，实现近场支付，无需外接天线	无需更换手机，即可实现远程和近场支付	用户界面一般，且采用 2.4GHz 的频率无法与现有非接终端（13.56MHz）兼容

资料来源：广证恒生

**移动支付应用条块分割格局改善。**丰富的应用是移动支付普及推广的必要条件之一，但移动支付的落地应用需要和公共交通、商超连锁、餐饮娱乐、公用事业等各行各业各地的具体的商家企业对接平台、终端，条块分割的应用成为之前阻碍移动支付普及推广的一大限制因素。但是在 IT 平台提升的基础上，在用户需求启动、民生应用改善的压力下，移动支付应用条块分割的限制条件将逐步破除。

图表6 移动支付应用条块分割格局呈改善趋势

行业	现状	限制因素	改善措施
公共交通	各地一卡通相互独立，且未与运营商等第三方机构互联	缺少解决互联互通、对接第三方的全国平台	城联公司成立，作为城市一卡通全国平台解决互联互通、第三方应用
商超连锁 餐饮娱乐	零售便利、餐饮娱乐移动（近场）支付占比低	商家主体分散，系统对接需过程；移动支付使用习惯需培养	连锁企业增多解决平台对接繁琐问题；运营商发力移动支付推广
公用事业	水电煤气系统均为独立系统，移动支付占比低	行业 IT 系统落后，网点少；行业对接第三方意愿较低	IT 系统改善，共享第三方网点；民生需求推动主管部门开放

资料来源：广证恒生

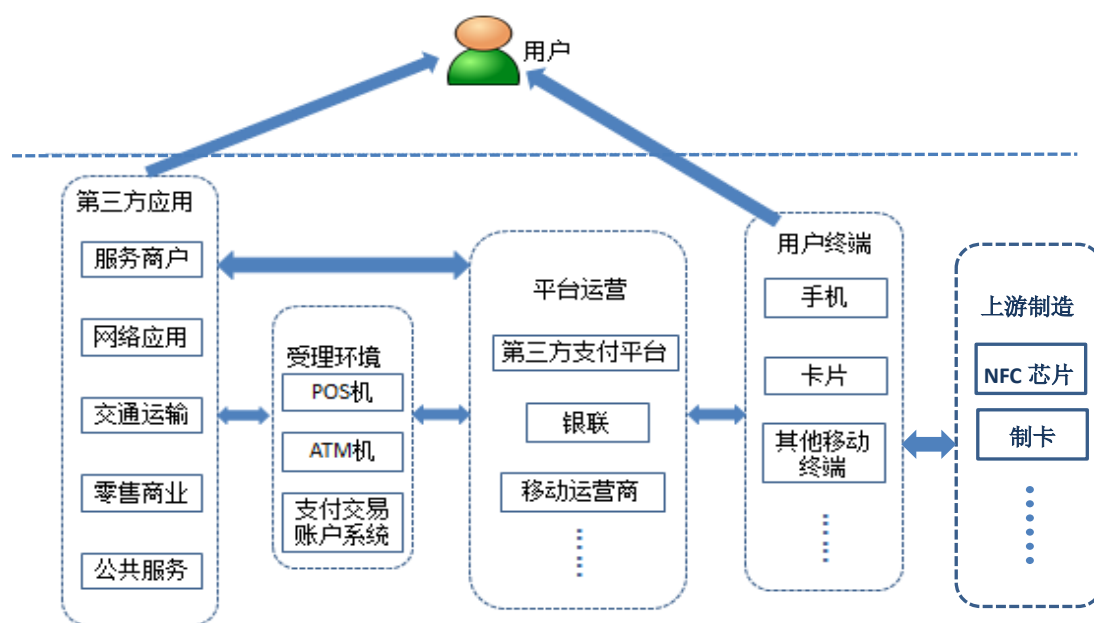
## 1.2 平台运营是移动支付最具价值环节

**平台运营是最具价值环节。**移动支付产业链长、环节多，最具价值的是平台运营公司，价值在于 2 方面：1、用户的直接接触和掌握；2、持续且可扩展的盈利能力。





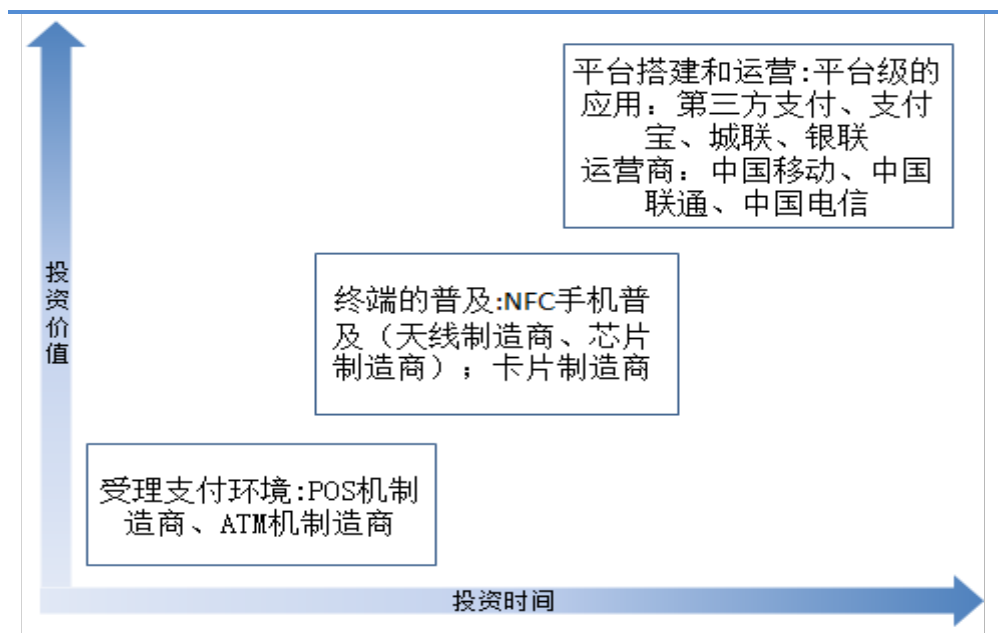
图表7 移动支付产业链



资料来源：广证恒生

卡商及平台运营商将步入受益阶段。目前，我国移动支付受理环境已经基本具备，移动支付规模推广首先受益将是卡片制造商，而后平台运营商将受益最大且最长。

图表8 移动支付产业链收益时序：运营商受益最大且最持久



资料来源：广证恒生

### 1.3 东信和平：坐拥城联，A股移动支付最佳投资标的

#### 一、占据最有价值的平台运营环节，移动支付最佳投资标的

东信和平于2013年10月与北京亿速码数据处理有限公司（直属于住建部的中外建设信息有限责任公

司的全资子公司）共同出资 6000 万元组建“城联数据有限公司”（以下简称“城联公司”），是城市一卡通应用卡系统的全国一级平台唯一的建设和运营方。

## 二、坐拥城联，开启 City UnionPay

目前，按住建部标准进行建设一卡通系统的城市已有 160 多个（包括 4 个直辖市，90%的省会城市和大部分地级市，累计发卡量达到 4.2 亿张），其中 35 个城市（包括上海、天津、南昌、沈阳、福州、兰州等）已支持互联互通，涵盖的用户数达 3 亿，预计到 2014 年底，全国互联互通城市间达到 60 个，十二五结束将有超过 80 个城市实现互联互通。城联作为一卡通全国平台的唯一运营方，将独享一卡通拥有的过亿用户；同时，城联将依据用户优势及平台业务极强的外延扩张性，将向智慧城市生活平台迈进。

在移动支付领域，公司占据最具价值的平台运营环节，并且占据用户规模最大、使用黏性最高的城市一卡通应用领域，是最具投资价值的标的。

## 2、城联公司：城市一卡通全国平台的唯一运营方

### 2.1 城联公司：定位明确，盈利模式清晰

#### 2.1.1 两大使命：“一卡通用” + “一卡多用”

##### 一、建立标准实现“一卡通用”，便民惠民

住建部为实现全国城市一卡通互联互通的目标，已从 4 方面建立标准：1、全国统一的安全标准 2、全国统一的卡文件结构 3、全国统一的终端交易流程 4、全国统一的清分清算机制（后台系统）。



图表9 互联互通平台实现一卡通“一卡通用”



资料来源：广证恒生

互联互通实现了城市一卡通“一卡通用”，既极大地便利了市民的出行，又促进了区域经济的发展；因此，对政府而言，既是民生工程，又具经济效益。

## 二、建设 TMS 平台实现“一卡多用”，

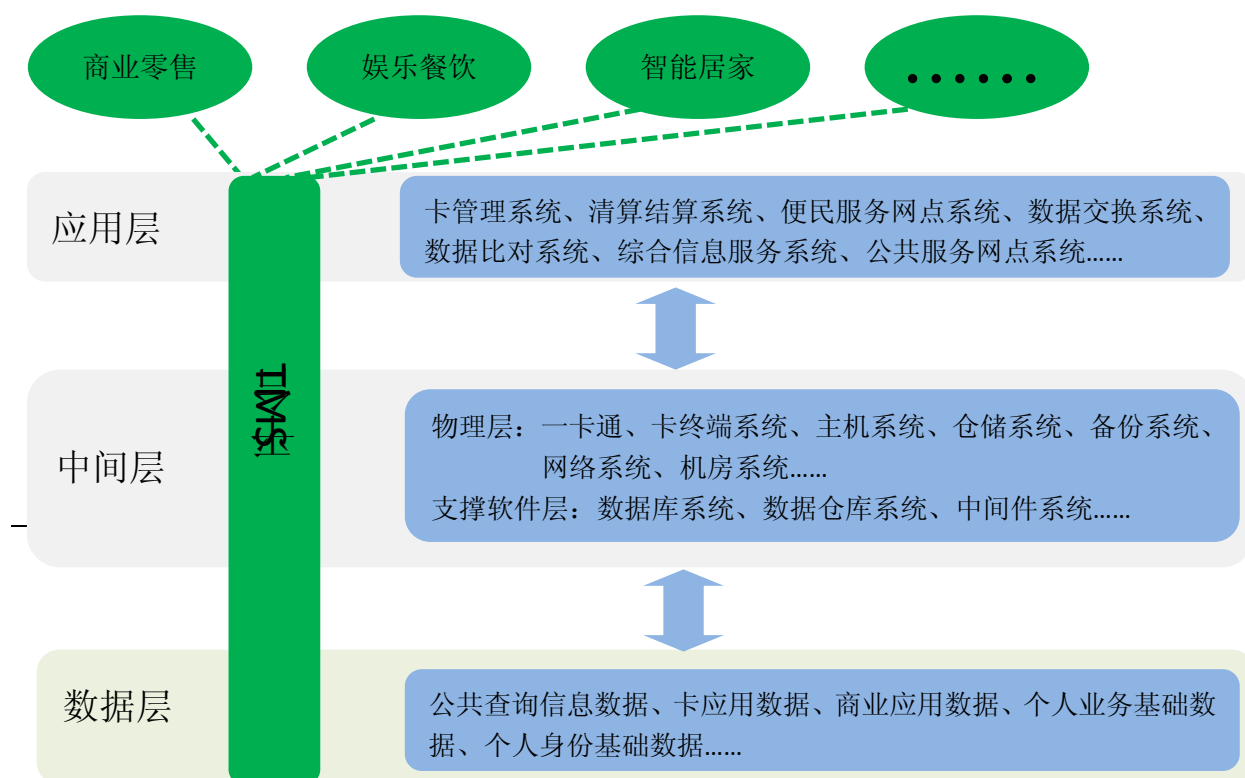
**TSM (Trusted Service Manager, 可信服务管理) 平台：**是一个可给用户提供远程发行各类行业智能卡，管理合作关系的平台，可应用在任何有智能卡需求的行业和地区，TSM 平台通过对所有相关系统的管理，包括制订相关的统一标准、管理应用发行和安全模块，可以实现一卡内的应用可动态加载、高安全可靠的配置用户个人身份数据、多发卡方的独立卡空间管理、便捷安全的应用上线流程等功能。

一卡通 TSM 平台为城联数据与其他智能卡应用系统、用户、及相关使用者提供了开放对接的可能，助力实现“一卡多用”，为城联公司将业务拓展至市民的衣、食、住、行提供了基础。





图表10 TSM 平台为一卡通跨领域拓展提供了基础



资料来源：广证恒生

## 2.1.2 盈利模式：银联模式 + 互联网流量模式

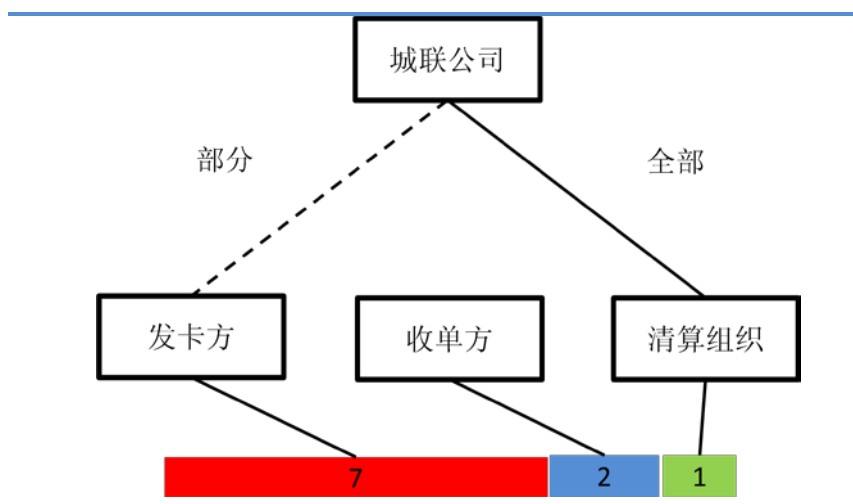
城联公司盈利模式主要基于“一卡多用”的功能，目前已有“交易佣金分成”和“用户流量收费”2种明确的盈利模式。

### 一、交易佣金分成：依照中国银联，收取一卡通外行业应用的手续费分成

**中国银联 POS 跨行交易商户结算手续费分成模式。**中国人民银行 2004 年初批复的《中国银联入网机构银行卡跨行交易收益分配办法》（以下简称《办法》）自 2004 年 3 月 1 日起施行，《办法》规定餐娱类、一般类、民生类商户缴纳的 POS 跨行交易商户结算手续费标准分别由原先的 2%、1%、0.5%。2013 年 1 月 24 日，国家发改委印发《关于优化和调整银行卡刷卡手续费的通知》，规定餐娱类、一般类、民生类商户缴纳的 POS 跨行交易商户结算手续费标准调整为 1.25%、0.78%、0.38%。在刷卡手续费中，发卡行、收单方和清算机构（中国银联）之间的分润比例为 7:2:1。



图表11 城联公司的刷卡手续费分成盈利模式



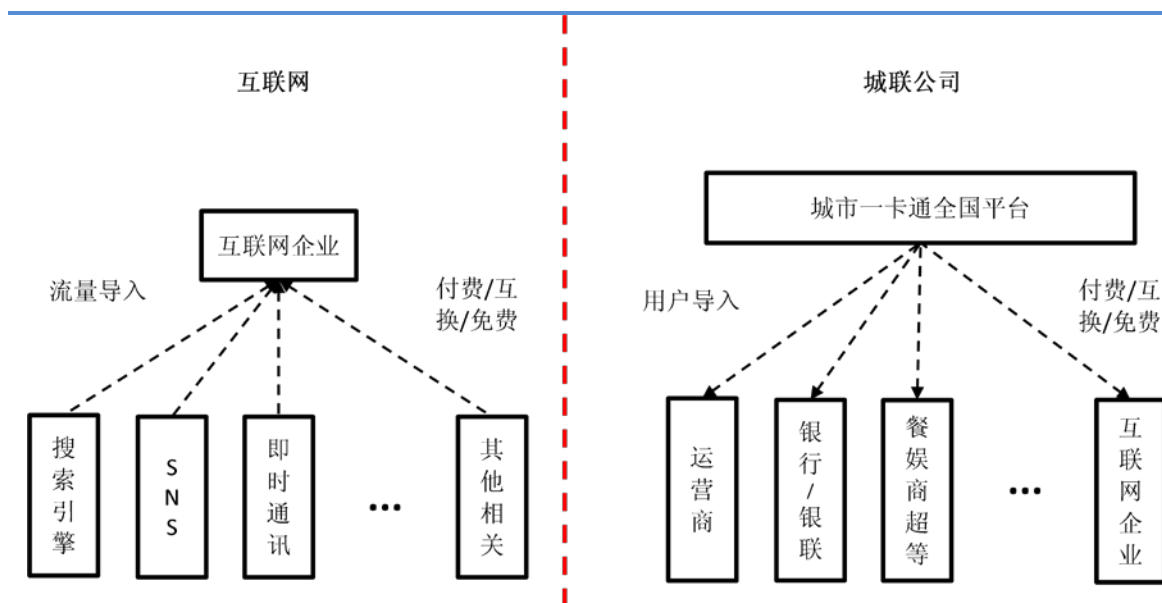
资料来源：广证恒生

城联公司第一种确定的盈利模式也就是刷卡手续费分成。城联公司的全国一卡通 TSM 平台上线运营之后，一卡通将具备公交之外行业应用的功能，因此而产生刷卡手续费；在用一卡通的刷卡手续费分成中，城联公司将独占清算机构对应的 10%，以及发卡方（各地方一卡通公司）的部分（和各地方一卡通公司具体协商确定）。

## 二、用户流量收费：依照互联网流量收入模式

流量导入是互联网主要的盈利模式之一；与互联网的流量类似，在移动支付领域有价值的是用户流量，因此，城联公司可通过开放平台对接运营商、银行系、互联网、第三方支付等公司，时期对接规模庞大的一卡通用户，获取用户流量输出费用。

图表12 城联公司的用户导入盈利模式



资料来源：广证恒生

## 3、扩展模式：服务费+广告收入。



**按服务收费：**由于城联公司其基于一卡通的业务外延性强，因此除交通、小额消费外，后续可应用到智能家居、停车等领域拓展，由此而产生按服务收费的模式。

**广告收入：**城联公司具有庞大的用户群，且具有 O2O 及 SNS 的使用属性，因此是极好的广告营销载体，广告收入可成为城联公司后续又一大盈利模式。

## 2.2 城联公司：用户规模最大、使用黏性最高的移动支付平台运营商

在移动支付平台运营领域，参与主体主要包含电信运营商、银行/银联、互联网、第三方公司等 4 大类型。

图表13 移动支付各类平台对比

平台名称	平台类型	优势	劣势
城联公司	第三方平台	用户规模大，使用黏性高 民生领域自控性强	一卡通 IT 水平低，市场化运作程度低
中国银联/银行	金融平台	背靠银行系	用户粘性不高
支付宝/微信等	互联网平台	线上实力强	线下应用少
中国移动等	运营商平台	用户规模大	自控应用少

资料来源：广证恒生

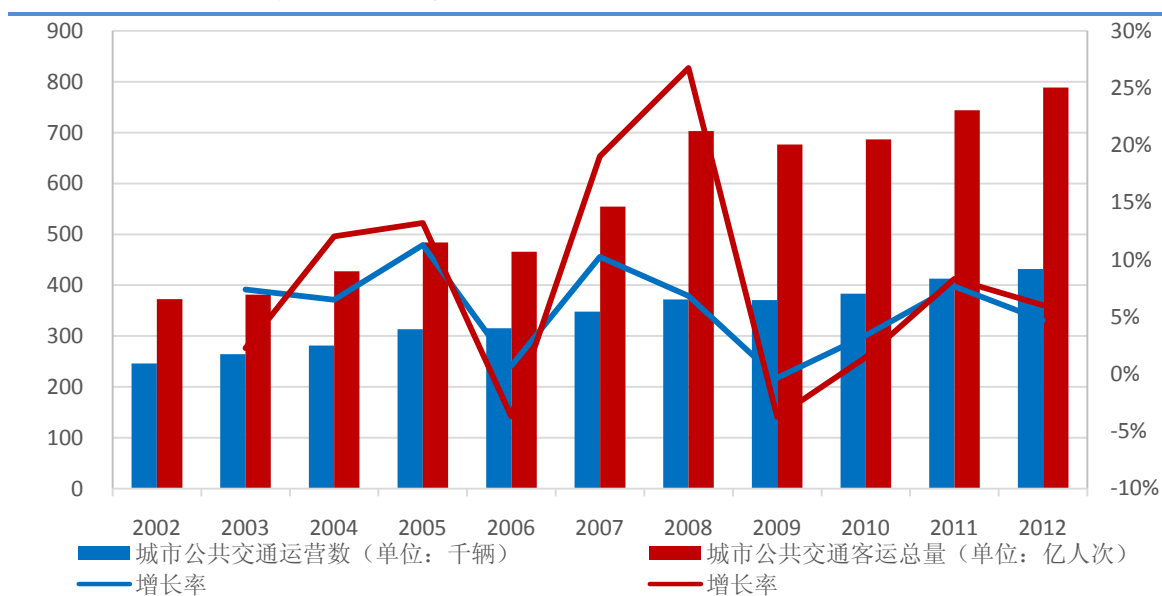
与其他 3 类主体相比，城联公司运营的城市一卡通平台具备 3 大优势：

**1、用户规模大。**假设 5 年后（2018 年）城市居民一卡通渗透率 50%（城市人口占总人口的 60%），则一卡通用户将高达 4.2 亿。

**2、使用黏性高。**公共交通是一卡通最基本的应用领域，是市民日常生活不可或缺的出行必用，使用频率高、用户黏性强，2012 年我国城市公共交通客运总量高达 789 亿人次。

**3、根据地稳固。**一卡通基础应用的公共交通领域进入壁垒高，为城联公司确定了牢固的根据地优势。

图表14 2012 年我国城市公共交通客运总量达 789 亿人次



资料来源：WIND 广证恒生

## 2.3 业务前景及盈利预测：未来 5 年有望用户规模过 3 亿、营收破 10 亿、利润超 3 亿

城联公司中短期将以交易手续费分成和用户流量收费 2 中盈利模式为主，随着业务形态及领域的扩张，将会新增服务费和广告收入 2 大来源。预计 5 年左右区间，城联公司将成为用户过 3 亿，营业收入过 10 亿、利润超 3 亿的智慧城市生活平台运营商。

图表15 城联公司未来 5 年有望成营收 10 亿级公司

		2014	2015	2016	2017	2018
用户规模(亿)	用户规模(万)	9900	15600	20100	24750	31250
交易手续费	交易规模(亿元)	99	374	1407	2599	6250
	分成比例	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
	手续费分成收入(万元)	297	1123	4221	7796	18750
用户流量收费	第三方接入家数	1	2	3	4	5
	每用户接入费(元)	1	0.75	0.5	0.5	0.5
	用户流量收费(万元)	990	7020	18090	39600	70313
服务费	渗透率	0	0.5%	1.0%	2.0%	4.0%
	年服务费(元)	0	24	24	24	24
	服务收入(万元)	0	1872	4824	11880	30000
广告收入	渗透率	0	0.5%	2.0%	4.0%	6.0%
	每用户/年单价(元)	0	3	4	5	6
	广告收入(万元)	0	234	1608	4950	11250
城联收入/利润	总收入(万元)	1287	10249	28743	64226	130313
	净利率	0	20%	25%	28%	28%
	净利润(万元)	0	2050	7186	17983	36488
归属上市公司权益	上市公司权益比	50%	70%	65%	60%	60%
	上市公司权益(万元)	0	1435	4671	10790	21893

资料来源：广证恒生

## 3、城市一卡通：智慧城市生活的承载者和推动者

### 3.1 一卡通是移动支付的主要应用领域，手机支付的重要推动者

#### 3.1.1 城市一卡通：移动支付主要的应用领域

##### 一、移动支付改变城市生活衣、食、住、行各方面

移动支付主要分为近场支付和远程支付两种。近场支付随着制约因素的解除将快速发展，并将覆盖包括衣、食、住、行在内的城市生活的方方面面。

图表16 移动支付应用领域细分

商业流通	一般的商户，包括宾馆、餐饮、娱乐、珠宝金饰、航空售票、加油、超市
公共生活	水、电、煤气、有线电视、缴费、预缴（充值）、查询、批量代扣；



图表19 以实物卡片为载体的城市一卡通

图表20 以手机终端为载体城市一卡通

资料来源：广证恒生

资料来源：广证恒生

二、城市一卡通和手机支付是互补而非替代关系

手机支付和城市一卡通不是替代关系，而是互补关系。特别是城市一卡通的全国 TSM 平台上线后，运营商在公共交通领域推广手机支付可以直接对接全国平台，而无需再和各个地方一卡通公司单独耗费人、财、时间来测试、对接和推广。手机支付在公共交通领域条块分割的限制由此游刃而解。

图表21 城市一卡通全国平台推动了手机支付的发展

资料来源：广证恒生

3.2 城市一卡通标准之来龙去脉：住建部标准最早提出、且已成事实标准

一、住建部一卡通标准已成我国城市一卡通事实标准

根据国务院办公厅国办发【1997】22 号文件精神，建设部于 1997 年 7 月成立了“建设部 IC 卡应用管理领导小组”（建计【1997】169 号文），领导小组下设办公室，对全国建设事业 IC 卡应用工作实行归口

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告























