

东信和平 (002017)

强烈推荐

行业：终端设备

高增长持续，城联平台后续可期待

近日我们走访了公司。依托城联 TSM 平台，公司正积极向平台运营商转型，当前进展顺利，预计后续进展有望陆续兑现。同时，得益于金融 IC 卡的持续放量以及海外业务的改善，公司的传统业务高增长态势有望持续。我们认为当前公司的平台价值尚被低估，维持“强烈推荐”评级。

投资要点：

✧ **涉及一卡通标准之争，住建部对城联平台的建设重视空前。**当前交通部欲携金融 IC 卡之便抢夺城市一卡通标准的主导权，而对住建部而言，经营 17 年之久的城市一卡通面临交通部、银联等巨头的竞争，因此尽早实现互联互通，既是对国家推进城镇化建设政策的积极回应，亦是抱团御敌的当务之急。我们预计对住建部对城联平台的支持将不遗余力，城市间互联互通的推进有望加速；

✧ **城联平台建设稳步推进，后续期待亮点有望陆续兑现。**作为住建部标准的行业唯一的一级 TSM 平台，平台建设正稳步推进，预计年内可将与部分城市的公交系统对接，从而实现线上用户的开发。特别地，由住建部主持的 10 月底的互联互通会议值得期待，我们预计届时将会有更多进展公布，如拓展合作方、APP 开发、发展路线等等；

✧ **转型运营模式，平台价值尚被低估。**依托城联平台，未来公司的盈利模式将更为多样化。我们预计，除了已公告的按应用下载量收费（见与中国电信的合作公告）以外，公司还可能通过涉足通卡公司运营、参与一卡通在非公交领域的结算分成等模式来盈利。仅以当前按住建部标准发卡的 160 多个城市合计发卡 4 亿多张来测算，我们预计未来迁移至线上支付的用户可达 1 亿以上，其平台价值远未被股价所反映；

✧ **苹果支付助推，公司传统业务高增长持续。**市场曾担心苹果支付采用的全终端模式可能影响 swp-sim 卡的出货量，对此我们认为，即使未来全终端模式占比上升，公司亦可通过直接供应 SE 安全原件的模式分享该市场。因此我们认为，苹果支付将进一步推动移动支付商业环境的成熟，从而加速 swp-sim 卡或者 SE 安全原件等的出货量，利好公司的传统业务。此外，金融 IC 卡的持续放量以及一卡通的逐步上量也将继续保持公司在传统业务上的高增长（50%以上）；

✧ **持续强烈推荐。**暂不考虑运营业务的盈利，预计 14-16 年 EPS 0.24/0.32/0.41 元，对应 PE 为 66/50/38 倍。未来若城联数据可成功拓展线上业务，占据移动支付入口和线上入口，则其用户规模有望达亿级，平台价值巨大，维持“强烈推荐”评级；

✧ **风险提示：**智能卡降价幅度超预期；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	1453	1839	2285
收入同比(%)	13%	24%	27%	24%
归属母公司净利润	44	68	91	117
净利润同比(%)	14%	56%	32%	30%
毛利率(%)	23.9%	23.9%	23.6%	23.2%
ROE(%)	6.1%	8.9%	10.8%	12.5%
每股收益(元)	0.15	0.24	0.32	0.41
P/E	106.42	68.42	51.70	39.89
P/B	6.54	6.11	5.57	5.00
EV/EBITDA	66	57	42	32

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 22

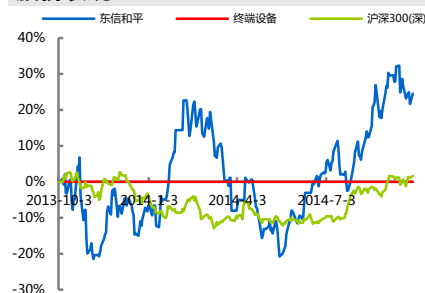
当前股价： 16.48

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	289
流通股本(百万股)	283
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	47
成交量(百万股)	4.83
成交额(百万元)	79.39

股价表现



相关报告

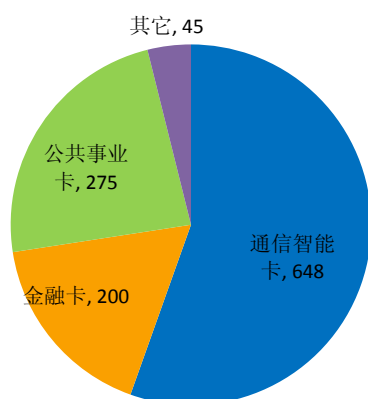
《东信和平-盈利能力持续提升，平台价值尚被低估》2014-08-21

《东信和平-深度报告：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》2014-07-10

公司简介：全球第五大智能卡公司，通信卡市场份额国内第一

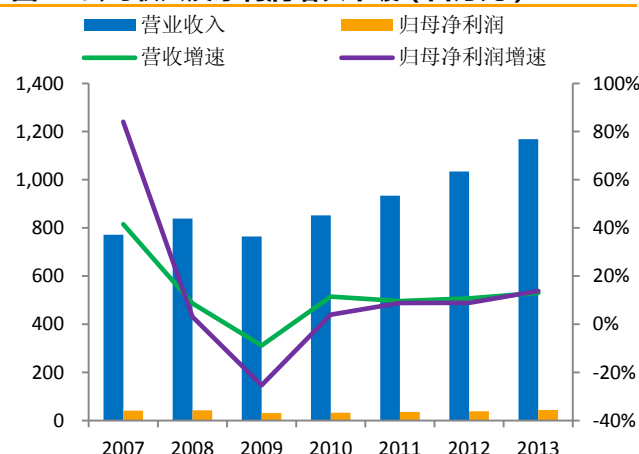
- 智能卡产品主要分为通信 SIM 卡、金融 IC 卡、政府公共事业卡（社保卡、市民卡、城市一卡通、身份证等）
- 全国前五大智能卡供应商之一，智能卡出货量常年位居国内第一，拥有向全球 70 多个国家和地区提供产品与技术服务和相关解决方案的经验
- 大股东是普天集团，为国内四大通信设备商之一（华为、中兴、大唐）

图 1 公司营收以智能卡为主（百万元，2013）



资料来源：中投证券研究总部

图 2 公司收入及净利润增长平缓（百万元）



资料来源：Wind、中投证券研究总部

上市以来第一次推行股权激励，高增长可期

- 于 2013 年推出了股权激励，共 388.5 万股，占总股本的 1.78%，对象共 85 人，授予价为 7 元；
- 解锁条件为 2014-16 年 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；

表 1 利润增速条件相对容易，但达到 15 家对标公司的 75 分位值难度较大

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)
天津磁卡	40.65%	-52.40%	-0.39
英唐智控	-833.48%	-16.36%	-0.86
上海贝岭	-544.52%	-2.93%	-0.52
远望谷	-85.98%	1.05%	0.15
欧比特	7.61%	4.04%	0.26
七星电子	-36.81%	4.68%	0.85
长城信息	50.26%	5.10%	0.66
福星晓程	-21.01%	5.37%	0.63
鸿博股份	-6.97%	5.60%	0.47
达华智能	66.33%	5.80%	0.82

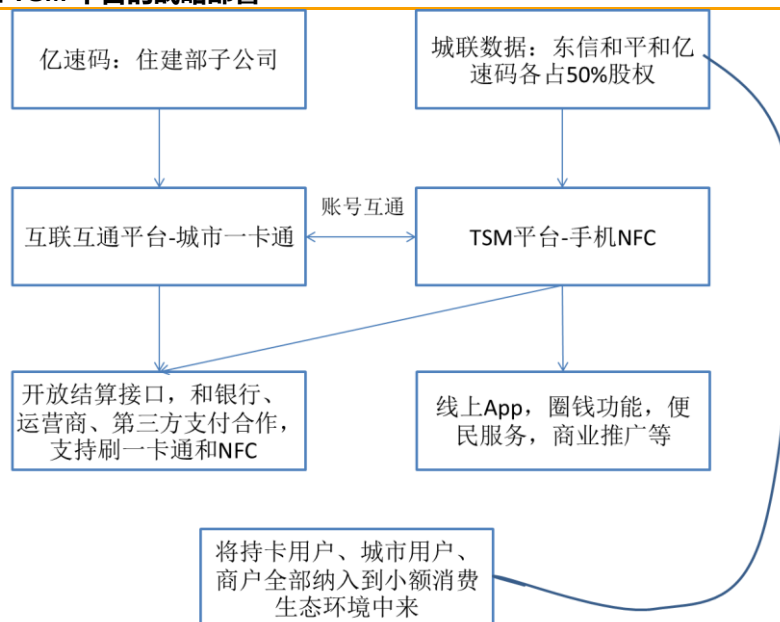
天喻信息（ROE 的 75 分位）	201.97%	7.23%	0.78
东港股份	31.90%	10.58%	1.26
华天科技	168.46%	10.61%	1.88
航天信息	4.14%	17.12%	10.46
恒宝股份（增速的 75 分位）	47.07%	19.68%	1.9
东信和平	6.14%	5.18%	0.37

资料来源：Wind、中投证券研究总部

住建部：打造城市一卡通互联互通平台和 TSM 平台，形成闭环

- 住建部：计划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
 - ✓ 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
- 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

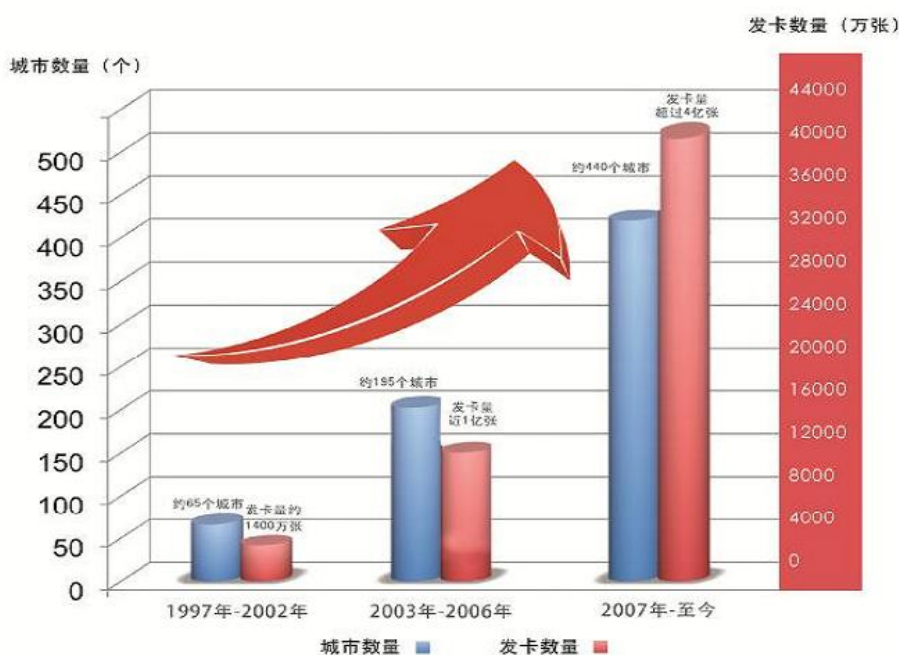


资料来源：中投证券研究所

城市一卡通发展：4 亿多发卡总量，其中 1 亿多互联互通卡

- 城市一卡通为 1999 年由住建部开始实施的以公共交通应用为基础的一卡通系统
- 按统一标准建设一卡通系统的城市已达 160 多个，包括现有的四个直辖市，90%以上的省会城市以及大部分的地级市，覆盖了中国将近 6 亿的城市人口，占中国人口总数的 40%
- 发卡总量：4 亿多张，其中 35 个城市城市一卡通已实现互联互通，互联互通卡已经发行 1 亿多张

图 4 国内城市一卡通的发卡数量已超过 4 亿张



资料来源：中投证券研究总部

移动支付兴起，承建城联 TSM 平台契合公司的转型需要

- 移动支付场景剧增，大潮将起，公司希望由单纯的芯片制造商向服务运营商转型
- 东信和平与北京亿速码数据处理有限公司（实际控制人为住建部）共同出资 6000 万元组建“城联数据有限公司”，东信和平占 50% 股权
- 城联公司的目标是建设全国的城市一卡通互联互通联网 TSM 平台，使得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

表 1 城市一卡通产业链，公司将占据芯片制造和 TSM 平台运营两大环节

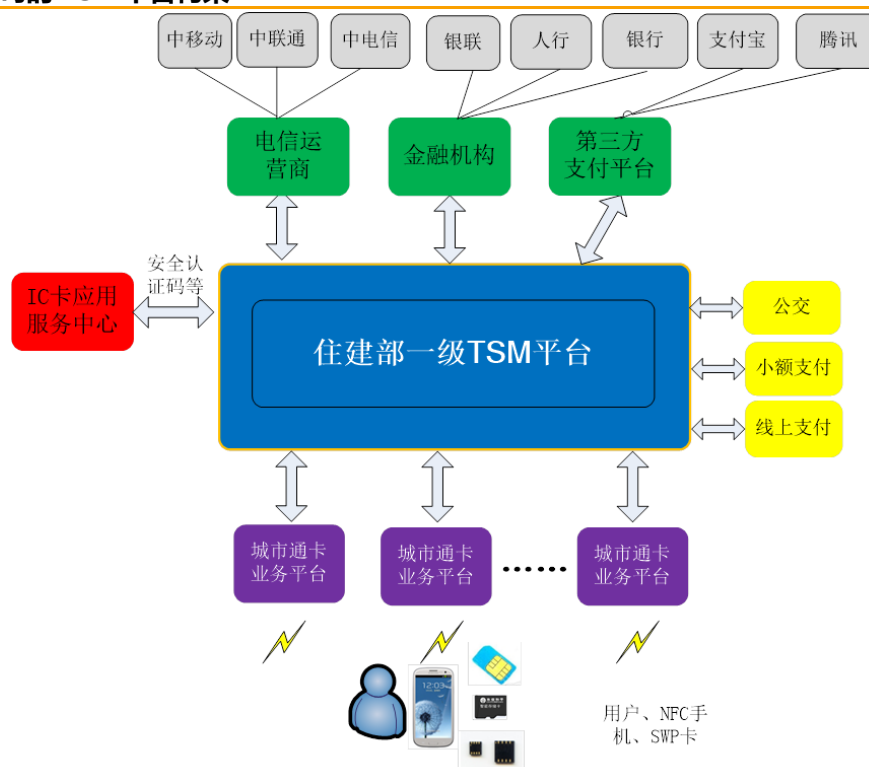
时间	业务模式	相关公司
IC 卡商和 NFC-SIM 卡商	提供 IC 卡和手机 SIM 卡	东信和平、恒宝股份、天喻信息
系统商	为客户提供卡应用解决方案，建立系统	新开普、浙大网新、捷顺科技
通卡公司	通常为本地政府所属的企业，进行发卡并负责当地卡的运营工作	各个地方公司，比如深圳通、羊城通
联网管理和清算平台	建立管理和清算系统，依托住建部建立的全国标准，建立全国一级 TSM 平台	东信和平(和住建部 IC 卡应用服务中心合资的子公司城联数据公司)
收单机构	提供刷卡、刷手机 NFC (闪付) 设备	银行、银联、第三方支付

资料来源：中国中投证券研究总部

城联 TSM 平台将是打造一卡通生态圈的核心，平台价值突出

- 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；
- 未来电信、银行等行业的 TSM 平台将和住建部一级 TSM 平台对接。

图 5 城联数据公司的 TSM 平台构架



资料来源：中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1031	1204	1521	1896
现金	339	363	460	571
应收账款	195	257	325	403
其它应收款	27	46	55	70
预付账款	16	19	25	31
存货	435	516	655	818
其他	20	2	2	2
非流动资产	388	369	340	308
长期投资	30	30	30	30
固定资产	255	260	246	221
无形资产	5	5	5	5
其他	98	74	60	53
资产总计	1419	1573	1861	2204
流动负债	555	655	876	1130
短期借款	64	67	147	240
应付账款	304	348	454	562
其他	188	240	274	327
非流动负债	151	161	161	161
长期借款	113	113	113	113
其他	38	48	48	48
负债合计	707	816	1037	1291
少数股东权益	-3	-10	-17	-24
股本	218	284	284	284
资本公积	301	235	235	235
留存收益	202	253	326	421
归属母公司股东权益	716	766	841	936
负债和股东权益	1419	1572	1861	2203

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	148	66	64	75
净利润	37	61	84	110
折旧摊销	36	39	43	47
财务费用	22	13	15	19
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	80	-61	-100	-125
其它	-27	14	22	23
投资活动现金流	-117	-14	-15	-15
资本支出	93	15	15	15
长期投资	0	0	0	0
其他	-24	1	-0	0
筹资活动现金流	-17	-28	48	51
短期借款	-79	3	80	93
长期借款	78	0	0	0
普通股增加	0	66	0	0
资本公积增加	0	-66	0	0
其他	-16	-31	-32	-42
现金净增加额	10	24	97	111

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1168	1453	1839	2285
营业成本	889	1106	1404	1755
营业税金及附加	6	7	9	11
营业费用	80	99	120	149
管理费用	152	189	230	263
财务费用	22	13	15	19
资产减值损失	10	11	13	15
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	11	28	49	74
营业外收入	43	49	57	65
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	53	77	104	138
所得税	15	15	21	28
净利润	37	61	84	110
少数股东损益	-7	-7	-7	-7
归属母公司净利润	44	68	91	117
EBITDA	69	80	108	140
EPS (元)	0.20	0.24	0.32	0.41

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	13.0%	24.4%	26.6%	24.2%
营业利润	-36.3%	167.3%	71.8%	51.5%
归属于母公司净利润	13.8%	55.5%	32.3%	29.6%
获利能力				
毛利率	23.9%	23.9%	23.6%	23.2%
净利率	3.8%	4.7%	4.9%	5.1%
ROE	6.1%	8.9%	10.8%	12.5%
ROIC	4.7%	6.4%	9.0%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	49.8%	51.9%	55.7%	58.6%
净负债比率	25.12%	22.13%	25.17%	27.41%
流动比率	1.86	1.84	1.74	1.68
速动比率	1.02	0.99	0.94	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.97	1.07	1.12
应收账款周转率	5	6	6	6
应付账款周转率	3.54	3.40	3.50	3.45
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.24	0.32	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.23	0.22	0.27
每股净资产(最新摊薄)	2.52	2.70	2.96	3.30
估值比率				
P/E	106.42	68.42	51.70	39.89
P/B	6.54	6.11	5.57	5.00
EV/EBITDA	66	57	42	32

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

观富钦,计算机行业分析师,中山大学信息与计算科学学士、财务与投资管理硕士。

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	北京市	上海市
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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434