

研究员：

徐昊

通信设备行业

(8621) 64718888-

1702

恒宝股份 (002104)

——银行与电信领域的卡专家

公司概况

公司原为印刷企业，依靠票证印刷业务起家，01 年之后实现转型，目前三大主营业务为：银行磁条卡、通信密码卡、通信 IC 卡，是国内当之无愧的行业龙头。

除了三大主营业务及传统票证业务以外，公司近年又先后发展了模块封装、各类其他 IC 卡（电子驾照、社保卡）、安全产品（税控卡、税控盘）、信息软件产品、及各类金融卡等，形成了一系列围绕 IC 卡、密码卡为核心的完整产业链，在同行中处于产品门类最齐全、产业链最完整的领先水平。

银行磁条卡

从 93 年金卡工程实施以来，国内银行卡发卡量就呈直线上升，银行卡的交易量也不断保持快速增长，目前，银行卡已经成为最普遍的非现金支付工具。截至 2008 年底，我国银行卡发卡总量超过 18 亿张，其中，新增及换卡合计新增约 4.5 亿张。同时，境内联网商户达到 118 万户，联网 POS 机具达到 185 万台，联网 ATM 机近 16 万台，分别是银联成立前的 7.8 倍、8.4 倍和 4.2 倍。1-9 月银行卡交易总额 103.3 万亿元，消费额在社会消费品零售总额中占比超过 25%。

公司该业务 08 上半年毛利率达 55%，预计 08 全年毛利率为 51%，08 全年营收约 1.23 个亿，出货量约在 1.2 亿张，市场占有率稳定在 20%以上，平均每张银行磁条卡（含借记卡与信用卡）的售价为 1 元。我们认为该项业务目前正处于高速增长期，预计未来几年将继续保持 15%左右的年均复合增速，2010 年以后，增速逐步放缓至 10%。

另外，由国际两大银行卡组织之一 VISA 推动的银行卡 EMV 迁移（即，由现有的磁条卡升级至非接触式 IC 卡），目前在欧洲已经实现了 30%，日本紧随其后，为 19%，国内只在北京奥运会期间进行了试推广活动。虽然国内银行卡的 EMV 迁移目前仍处于起步阶段短期似乎难以看到实质性进展，但我们相信一旦 EMV 迁移在国内开始启动，将为公司银行 IC 卡业务带来爆发式增长空间，公司为此已经做好了从技术到量产销售的全部准备工作。

通信 IC 卡

受益于国内电信业重组完成，3G 建设将使得终端设备（即，手机）SIM 卡存在大量转网换号需求，预计 09、10 年将有效拉动公司 SIM 卡业务需求分别达 30%、20%。06 年以来，通信 IC 卡市场的竞争越来越激烈，预计公司 IC 卡业务 08 全年的毛利率约 20%。目前，公司在重组后的中国电信的 CDMA 卡市场份额约为 35%，国内主要竞争对手为捷得，前两大合计占据市场 70%左右的份额。相对于传统 GSM 手机的 32-64K 的 SIM 卡，拥有更大容量的 3G 卡（128K 的 UIM 卡）显然具有更高的毛利率，公司计划加大对 3G 卡的投入。

联系人

张燕华

(8621) 64718888-

1287

zhangyanhua@sto

cke.com.cn

上海市长乐路

1219 号长鑫大厦

18 层

(200031)

传统 GSM 卡方面,公司目前主要入围的中国联通,约占联通 GSM 卡总采购量的 18%左右的份额,稳居第一,但公司长年难以入围中国移动的 IC 卡招标市场,后者占据了国内 75%以上的移动用户及 85%以上的 GSM 用户市场,公司打算 09 年加大对中国移动 GSM 卡招标市场的营销突破力度,除了适时的谈判积极争取以外,还有可能通过并购一些已经入围的相对规模较小的公司以实现“曲线救国”的入围方式。

综上,我们预计公司 09 年通信 IC 卡的毛利率将有显著上升,毛利率有望提升约 7 个百分点。预计 09-10 年的通信 IC 卡业务的营收增速分别为:28%、20%。

通信密码卡

公司的密码卡业务主要为各类纸质、PVC 质的手机充值卡,目前在 05 入围的中国移动充值卡市场中份额占据第二位。

通信密码卡属于高毛利率业务,(08 上半年毛利水平约为 50.19%,下半年由于集采规模的略微下降而有所回落,预计 08 全年通信密码卡业务的毛利率约为 47%。)但随着人们对电子式充值方式选择的日益提高,各类纸质、PVC 质充值卡需求出现一定回落。公司 07 年通信密码卡产量 3.24 亿张,08 年出现小幅下降,共计销售各类通信密码卡约 2.78 亿张。我们认为,09 年开始的 3G 建设对终端手机充值卡的更新换代需求存在一定的释放效应,预计 09、10 年销售规模分别自然增长 10%,达到 09 年 3.06 亿张、10 年 3.36 亿张的规模。

从单位成本来看,每张密码卡的 PVC 成本已经由 06 年的 2 毛钱下降到了 08 年的 1 毛 8 分 6,预计 09 上半年主要原材料的价格不会出现较大反弹,有利于公司继续实现低成本生产的目标。

模块封装

作为公司 IPO 募投项目之一,IC 卡模块封装业务于 08 上半年正式上马。

所谓“模块封装”是指:通过焊接、包封、层压等工艺,将芯片封装在载带上制成 IC 卡模块的生产过程,是卡片封装(将模块封装到卡基上)的前道工序。由于模块封装的生产设备投资较大,对生产条件、工艺技术的要求较高,因而募投项目建成投产以前,公司一直是委托专业的 IC 卡模块封装企业代工生产 IC 卡模块,再出售给公司。08 年募投项目的完成,标志着公司实现了模块封装的自主化,使得公司一举进入到了芯片加工领域的前沿市场,涵盖了整个 IC 卡生产制造的完整流程,从而能有效降低除银行磁条卡以外各类 IC 卡业务的生产成本。

由于模块封装的前期固定资产投入十分巨大,主要设备几乎完全依赖进口,技术指标十分严格,因此进入门槛较高,近两年国内市场基本没有新企业进入,而现有的模块封装企业都是代工型企业,对追加投资也比较谨慎。因此,模块封装业务国内市场的供求缺口较大,加上全球 IC 卡模块封装产业链在未来 3 年内将加速向我国转移的趋势,预计该供求缺口将更大。

07 年,国内 IC 卡模块封装的产能仅为 5 亿张,按照原先募投计划,达产后公司的 IC 模块封装片年产能 1 亿张,但截至 08 年底,产能已经扩大到 2 亿张,公司准备继续扩建两条生产线,计划 09 年产能扩大到 3 亿张,2010 年产能扩大到 3.6 亿张。因此,公司 09 年扩产后,将占据国内市场三分之一以上的生产能力。

2002 年以来,我国 IC 卡的发卡量以年均约 20%的速度持续增长,预计未来几年内我国 IC 卡的年发卡量约在 8 亿张以上。此外,国际巨头纷纷在中国投资建厂以降低成本,因而,IC 卡模块采购向我国转移的趋势在未来 3 年内将越发明显。

公司模块封装产能的 40%用于内部各类 IC 卡业务的生产以降低成本,剩余的

60%则对外销售，目前，模块封装业务实行 2 班倒，产能利用率已达 80%，08 年 4 月试产以来，该业务实际只生产了半年左右，预计全年毛利率约为 16%，08 年预计实现营收约 6300 万。从销售情况来看，公司目前已经与部分知名跨国公司签署了供货协议，初步打开了国内市场的大门，我们预计 09 年该项业务的营收将达到 8200 万，盈利水平也将随着产能及产能利用率的提高使得边际成本下降而出现较大幅度的跨越，毛利率有望超过 20%，到 2010 年营收规模有望超过 1 亿元，毛利率超过 23%。

其他 IC 卡

主要为：税控卡、税控盘以及社保卡等产品。

从市场推广情况来看，由于很多小额纳税人对于地税机关掌握实际税基真实性后无法再按以往在不同年份间平滑缴税额度指标的积极性不高，导致公司税控卡这块的市场推广进度远低于预期，公司认为，除非出现行政手段干预，要求强制性安装以外，未来两年国内税控卡及税控盘市场的大规模启动并不太现实。

预计 08 年，公司税控卡、税控盘等其他 IC 卡合计销售收入在 2300 万左右，销量为 800 万片，居国内市场份额第一位。我们认为除非出现行政干预，否则未来 2-3 年内，税控卡市场不太可能出现较大需求，因而该项业务由于缺乏市场并且业务规模较小，未来仍将处于一个培育性生产的阶段。

安全产品

主要为：PKI 卡、USBKEY 等产品。

电子商务的巨大市场需求，为安全产品奠定了良好的市场基础。目前，我国政府、电信、金融等部门和行业对信息安全的投入加大成为推动市场的主要动力。从 2006 年开始，由于电子政务、CA 和网上银行应用的逐步展开，PKI 卡、USB-KEY 安全产品的应用出现了加速发展的势头，目前，国内市场数字证书的使用率只有 3%。中国金融认证中心和多家银行正在大力推广在网上银行使用数字证书，USB KEY 在网上银行的应用市场具有广阔的前景。

从 08 年的情况来看，预计 USBKEY 等安全产品 08 全年实现销售收入约 1800 万，毛利率在 30%以上。预计 09 年随着规模效应的体现，该业务的毛利率将出现较大幅度的上升，有望超过 35%，2010 年接近 40%的水平。

盈利预测

(1) 收入预测：

表 1、分业务收入增长预测 单位：百万元、%

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
银行磁条卡	43	46	56	90	123	141	155
通信密码卡	46	48	58	52	52	57	59
通信 IC 卡	12	26	85	121	100	129	155
模块封装	N/A	N/A	N/A	N/A	63	82	106
安全产品	N/A	N/A	N/A	N/A	18.32	23.82	30.96
其他 IC 卡	N/A	N/A	4.92	28	23	25.87	27.31
卡基	8.53	3.29	3.18	2.6	0.5	自用	自用
票证	15.6	19.28	22.46	18.35	20	30	41
信息、软件产品及其服务	17.43	27.13	19.78	34.22	8	9	11

金融卡	N/A	N/A	N/A	N/A	25	32.69	38.46
其他	12.9	2.32	N/A	5.17	5.6	55	75
营收合计	155.69	172.11	249.58	351.84	437.86	585.41	698.50

来源：浙商证券研究所

预计 09 年银行磁条卡业务仍将处于景气高峰，收入同比增长 15%。

通信密码卡业务处于成熟期，预计营收将自然增长约 10%。

通信 IC 卡业务处于高速成长期，预计营收增速为 28.87%。

公司 08—10 年的总体营收增速分别为：24.32%、33.70%、19.32%。

(2) 毛利率预测：

表 2、分业务毛利率预测 单位： %

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
银行磁条卡	61%	59%	56%	51%	56%	61%
通信密码卡	45%	57%	52%	47%	50%	53%
通信 IC 卡	31%	4%	11%	20%	27%	30%
模块封装	N/A	N/A	N/A	16%	21%	23%
安全产品	N/A	N/A	N/A	33%	37%	40%
其他 IC 卡	N/A	21%	32%	33%	37%	40%
卡基	46%	45%	63%	内销	内销	内销
票证	45%	54%	52%	51%	55%	58%
信息、软件产品及其服务	66%	41%	27%	20%	30%	35%
金融卡	N/A	N/A	N/A	64%	68%	71%
其他	24%	N/A	24%	43%	46%	50%
综合毛利率	50%	37%	34%	37%	36%	38%

来源：浙商证券研究所

预计公司 09 年银行磁条卡业务毛利率继续上升，由于磁条卡业务占下游银行采购金额比例较小，且银行不愿为了降低成本而放低对于中间业务的质量要求，因而杀价动力不强，预计未来 2 年毛利率仍将继续上升。

通信密码卡业务近几年已经成为中国移动的第二大供应商，属于公司的传统强项，未来出现高速增长的可能性很低，公司通过模块封装自用部分能有效降低采购成本，预计 09 年将达到 50%左右的毛利水平。

通信 IC 卡方面，销量及未来市场均十分巨大，但盈利能力相对较弱，看好未来随着 3G 建设对 SIM 卡（GSM 芯片）以及 UIM 卡（3G 芯片）的升级换代需求的拉动，预计 09 年毛利率将上升至 27%，2010 年恢复到 30%左右的历史高点。

预计 09、10 年综合毛利率分别为：36%、38%。

(3) 业绩预测：

表 3、08、09 年业绩预测 单位：百万元、百万股、元、%

重要财务指标

主要财务指标	2006	2007	2008E	2009	2010E
营业收入	352	352	438	585	698

同比(%)	41%	41%	24%	34%	19%
归属母公司净利润	42	61	84	105	134
同比(%)	8%	45%	37%	25%	27%
毛利率(%)	36.8%	34.3%	36.7%	35.7%	37.9%
ROE(%)	10.9%	14.0%	17.4%	19.3%	21.6%
每股收益(元)	0.37	0.31	0.29	0.36	0.46
总股本(百万股)	115.20	195.84	293.76	293.76	293.76
P/E	17.58	20.61	22.52	18.05	14.16
P/B	1.92	2.89	3.93	3.48	3.06
EV/EBITDA	24	19	15	12	9

来源：浙商证券研究所

预计公司 08、09 年营收分别达到：4.38、5.85 亿元，净利润：8400 万元、1.05 亿元，对应 EPS 分别为：0.29、0.36 元，目前价格按 09 年 EPS 计算对应的 PE 为 18.05 倍。

按 DCF（绝对估值法）来计算得出公司内部价值约为 7.42 元，目前市价 6.49 元，估值基本处于合理范围内，由于近期公司面临大股东关联交易以及大股东连续减持套现等异常情况，出于为投资者负责的稳妥考虑，暂不给予评级。

表 4、DCF 绝对估值法预测公司内在价值 单位：百万元、元

4、公司内在评估价值				企业价值（现值）		
公司核心评估价值	高速+永续折现	1,967.86	94.80%	公司核心现值 EV	构稽计算	1,685.91
其中：显性价值	最近 3 年折现	222.72	-4.46%			
其中：半显性价值	最近 3 年->高速增长阶段止折现	701.39	32.68%			
其中：永续增长价值	永续增长阶段折现	1,043.75	66.59%			
加：公司非核心评估价值	来自营运资本	263.39	5.20%			
公司评估总价值	构稽计算	2,231.26		企业总价值现值	构稽计算	1,949.30
减：债务价值	来自营运资本	30.00				
减：少数股东权益	来自资产负债表	21.61				
公司内在评估价值	构稽计算	2,179.64		企业权益价值现值	总股本* 收盘	1,897.69
估值日总股本(百万股)	来自目录	293.76				
每股内在价值(元)	内在评估价值/估值日总股本	7.42		评估日收盘价(元)	来自目录 估值日收盘/(N+1 年 EPS)	6.46
P/E(隐含)	每股内在价值 /(N+1 年 EPS)	25.87		P/E(市场)		18.05

来源：浙商证券研究所

表 5、DCF 估值敏感性分析 单位：百万元、元

	永续增长率 Gn(%)						
WACC (%)		-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
	5.46%	12.66	13.95	15.72	18.28	22.31	29.64
	6.46%	10.89	11.79	12.98	14.60	16.95	20.66
	7.46%	9.51	10.17	11.00	12.09	13.58	15.74
	8.46%	8.41	8.90	9.51	10.27	11.28	12.65
	9.46%	7.52	7.90	8.35	8.90	9.61	10.53
	10.46%	6.79	7.08	7.42	7.83	8.35	9.00
	11.46%	6.18	6.40	6.67	6.98	7.37	7.84
	12.46%	5.66	5.84	6.04	6.29	6.58	6.93
	13.46%	5.21	5.36	5.52	5.72	5.94	6.21
	14.46%	4.83	4.95	5.08	5.23	5.41	5.62
	15.46%	4.50	4.59	4.70	4.82	4.97	5.13
	16.46%	4.21	4.28	4.37	4.47	4.59	4.72

来源：浙商证券研究所

4、风险提示

磁条卡、通信 IC 卡价格下跌；

通信密码卡市场饱和增速放缓；

PVC、纸张等原材料成本上升；

附：恒宝股份高管套现 大股东涉嫌掏空上市公司

<http://finance.qq.com/a/20090227/001584.htm>

恒宝股份，对投资者来说就如一个达芬奇密码，不知道如何去解读它。

在恒宝股份的股东结构中，前三大股东都是自然人，第一大股东是钱云宝，第二大股东是钱平，第三大股东就是资本市场赫赫有名的江浩然。

自去年以来，身为恒宝股份副董事长的江浩然，合同其它几个自然人大股东，在二级市场疯狂逢高减持套现，总共获得 3.91 亿元收入，仅江浩然一人就获得近亿元收入。

对于恒宝股份大股东的疯狂套现，有投资者致电《证券日报》投资者热线 010-82031724，根据恒宝的股份波期研究，认为他们有操纵股份的嫌疑。

对于投资者反映的问题，本报记者进行了跟踪调查。在结果还没出来前，却发现第三大股东江浩然旗下私人公司涉嫌虚假注册，和二股东钱平向大股东钱云宝之子的公司输送利益。

恒银金融是否已并入恒融投资？

根据 wind 资料，在去年 10 月前，江浩然共计六次减持恒宝股份股权 3.87% 股分，总计获得 5580 万元。

而公开资料显示，恒融投资是 2008 年 10 月成立的，恒宝股份的副董事长江浩然及其配偶李黎和弟弟江斐然三人合计拥有恒融投资的全部股份，由江浩然任董事长。

成立不到一个月，恒融投资向恒宝股份进了一次关联收购。

……………（详见以上链接相关报道）

研究员介绍:

徐昊: 电子工程学士, 数量经济学硕士研究生。2007 年进入证券行业, 于 2008 年 4 月初加盟浙商证券, 现为电子元器件、通信设备制造行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于中小板指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于中小板指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%—20%;
- 中性:** 相对于中小板指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%;
- 回避:** 相对于中小板指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。