

恒宝股份(002104)调研报告

新产品的不断涌现推动公司业绩提升

首次评级

信息技术/软件

2009 年 5 月 5 日

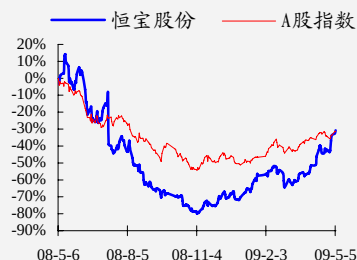
投资要点:

- 公司在银行卡领域具体较强的竞争力。2009 年 1 季度, 公司的市场占有率达到 24%, 升为行业内第一位。随着牡丹交通卡和 PSAM 卡这两款盈利能力较强产品的逐步推广使用, 公司的业绩将加速增长。
- 3G 建设为公司通信 IC 卡业务带来新的机会。2009 一季度, 公司在电信 (UIM 卡) 的市场份额为 46%, 联通 (SIM 卡) 的为 18%。因此我们有理由相信公司能够在 7 月份的招标中获得较大市场份额。
- 银行卡 EMV 迁移在国内虽然还没有明确的时间表, 但这是必然趋势。欧洲市场在 2007 年是已经有 67% 的银行卡实施了 EMV 迁移。一旦 EMV 迁移在国内开始大规模推广, 必将给公司带来巨大的发展机会。对这一进程, 我们将持续关注。
- 公司其他传统业务如票据、密码卡等增长比较稳定, 预计每年有 10% 的稳定增长率。
- 根据我们的预测, 公司在 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.33、0.39、0.45 元, 动态市盈率为 34、29、25 倍, 考虑到公司稳定的成长性, 以及未来 EMV 迁移带来的巨大机会, 给予“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示: 通信卡领域的竞争有可能造成相关产品价格下降, 给公司盈利能力带来压力。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	37,459	6.36	8,116	32.21	0.28		41.40	
2009E	44,150	17.86	9,607	18.37	0.33		33.87	
2010E	50,002	13.25	11,540	20.12	0.39		28.66	
2011E	57,774	15.54	13,182	14.23	0.45		24.84	

走势图



市场数据

2009-5-5

收盘价:	11.18 元
52 周最高价:	19.12 元
52 周最低价:	3.22 元
平均持仓成本:	9.21 元

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	29,376
流通 A 股 (万股):	29,376
每股收益 (元):	0.28
每股净资产 (元):	1.63
每股经营现金流 (元):	(0.06)
市净率:	6.86

分析师: 潘喜峰 周小峰

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

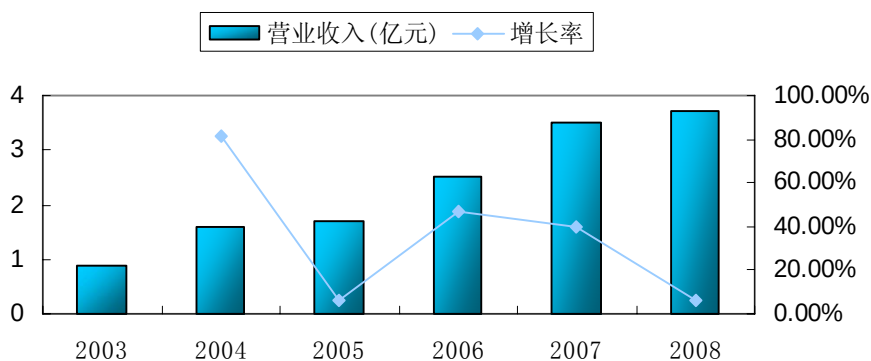
一、公司主营业务介绍

公司主要经营各种卡类产品，具体包括通信 IC 卡、税控卡、磁条卡、密码卡、金融 IC 卡等。在银行卡和通讯卡领域，公司的规模优势和技术优势都比较明显。公司拥有“卡操作系统（COS）开发→卡面设计→卡基生产→个人化”的较为完整的产业链。同时，公司的主要生产设备技术先进、自动化程度高、产能大，能够满足大批量订单快速交货的需要。

2008 年，公司共实现营业收入 3.7 亿元，比上年增长 6.36%。营业收入增幅放缓的主要原因是通信卡业务受电信行业重组影响，收入下降幅度较大造成的。公司产品的综合毛利率为 39.34%，同比增长了 5 个百分点。毛利率升高较大是因为主要原材料的价格下降较大造成的。

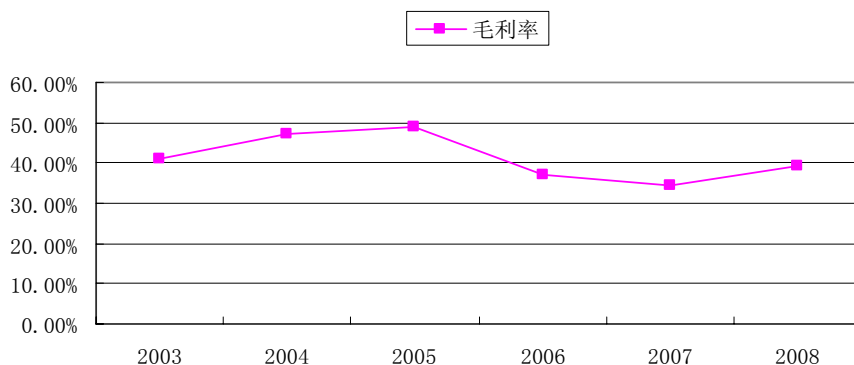
图 1：公司历年营业收入及增长率

单位：亿元



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图 2：公司产品毛利率

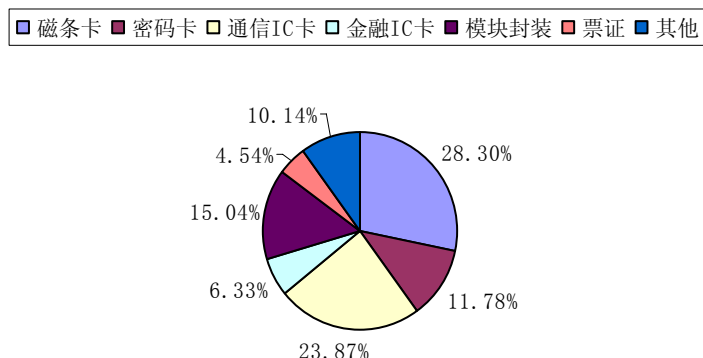


资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

从收入构成上看，磁条卡和通信 IC 卡是公司收入的重要来源，占总收入的 52.27%。密码卡和模块封装业务是公司营收的重要补充。从盈利能力上看，银行卡的盈利能力明显强于通讯卡产品。近几年，公司磁条卡的毛利率一直维持在 50%

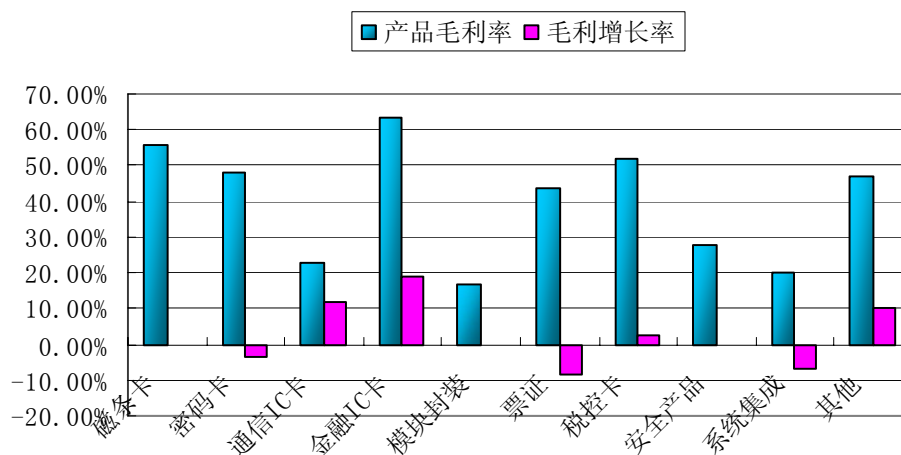
以上。而公司的新产品金融 IC 卡的毛利率更是高达 63.42%。通信 IC 卡的毛利率偏低，但是受益于原材料价格的大幅下降，毛利率大幅提升了 11.72 个百分点。未来随着智能 IC 卡和 3G 卡等新产品的推出，公司的盈利能力仍有望保持稳定增长的态势。

图 3：公司主营收入构成



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图 4：公司产品毛利率及增长率



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

二、公司成长性分析：传统产品+新产品双轮驱动业绩增长

1、银行卡业务

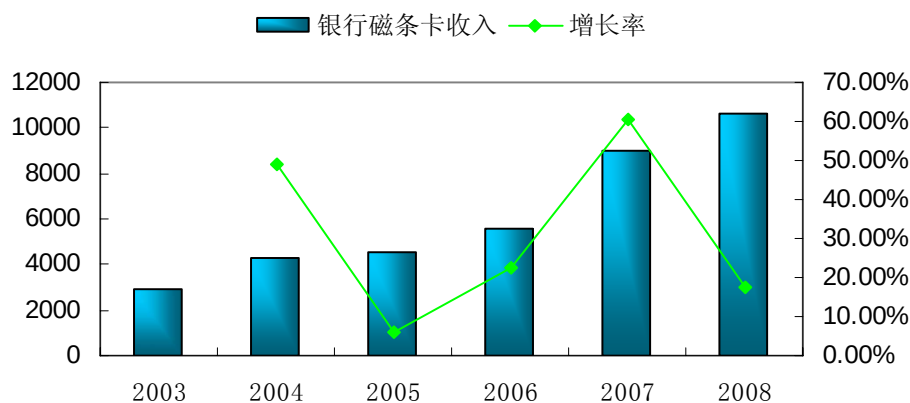
(1) 传统磁条卡

目前公司银行卡业务主要为传统磁条卡，2008年该项业务收入1.1亿元，增长17.56%，毛利率为55.48%，下降0.4个百分点。2009 年1 季度，公司销售银行磁条卡1.2 亿张，同比增加1200 万张。公司的客户包括邮储、工行、建行、农行、中行、民生、广发、信用合作社，光大、城市商行等，与金邦达、黄石捷德、北京中钞共

同占据行业90%的市场份额。由于公司加大市场开拓力度，1季度公司市场占有率上升至24%，排名攀升至第一位。

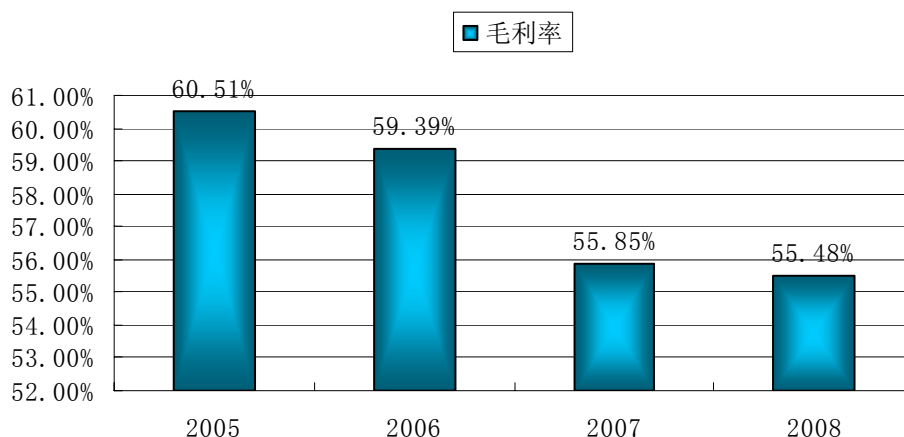
图 5：银行磁条卡业务收入及增长率

单位：万元



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图 6：银行磁条卡毛利率

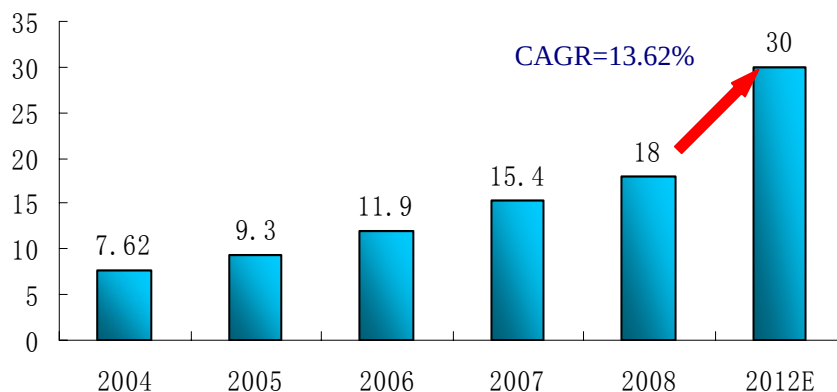


资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

受国家金卡工程支持，我国银行磁条卡发卡量近几年一直保持稳定增长，截至2008年底，全国累计发行银行卡18亿张，较2007增长16.7%，增速较2007年回落15.9个百分点。其中，借记卡发卡量为16.58亿张，同比增长17.6%，增速较上年同期回落12.8个百分点，占银行卡发卡量的92.1%；信用卡发卡量为1.42亿张，同比增长57.7%，增速较2007年回落24.3个百分点。虽然增速有所下降，但预计未来五年，我国银行卡市场仍将保持稳健发展。银行卡保有量预计将从2008年的18亿张增长到2012年的30亿张。

图 7：我国银行卡数量

单位：亿张



资料来源：中国银联，东北证券金融与产业研究所

目前我国银行卡发卡量增长稳定，因此，公司的银行磁条卡业务也将享受行业的持续成长带来的收益，我们预计公司未来几年该业务将保持15%左右的增长率。

(2) 金融IC卡

当前公司的金融IC卡主要为联保卡、市民一卡通等，2008年营业收入2368万元，同比增长752.72%，毛利率为63.42%，高于其他业务。除了目前已经发行的芯片卡，预计今年公司还将生产牡丹交通卡。牡丹交通卡由工行和交通部推出，主要用于驾驶员违章缴费。公司产品已经通过了工行的测试，并入围了采购名单，进入接单阶段。该卡的发卡部门为交通部，对象为驾驶员，因此，发卡量取决于交通部门的推广程度。

我们认为，未来公司金融IC卡业务最大的看点在于银行卡EMV迁移。银行卡EMV迁移是必然趋势，一旦我国正式实施，将会给公司金融IC卡带来爆发性增长。

EMV迁移是指银行卡按EMV 标准由磁条卡向智能IC卡转移，其目的是为了有效防范诸如跨国制作和使用假信用卡、信用卡欺诈等各种高科技手段的金融智能犯罪。EMV迁移后因伪卡导致损失的责任和风险由未进行EMV 迁移的收单银行承担。IC卡在信息安全性、防伪性、存储量方面均优于磁条卡。国际组织为推行EMV迁移计划，决定从2005年起，不再对欧洲地区因利用磁条卡犯罪所造成的损失承担相应责任，这一决定在亚太地区生效的时间定为2006年。根据新的游戏规则，从2006年起，伪卡损失责任将按照是否符合EMV标准来划分，也就是说，如果交易中的一方符合EMV标准，而另一方不符合，将由不符合EMV标准的一方承担全部责任。

中国银联4月在长沙召开的“2009年区域性银行机构银行卡年会”上透露，银联标准IC卡的发展条件、发展环境已具备，中国银联已全面启动金融IC卡的受理市场改造，预计2年内完成所有自有产权终端IC受理改造。人民银行已经在宁波开始试点，终端升级为EMV卡，而对芯片卡的终端支持设备ATM机，除了过去的老机器需要更换识别模块外，目前安装生产的ATM机只需要软件升级即可支持。

EMV 迁移过程预计将为银行卡市场带来巨大市场增量。目前国内普遍使用的银行卡是磁条卡，我国18亿张银行卡中90%以上为磁条卡，只有一小部分为芯片卡。目前一张普通的磁条卡价格为0.90-1.00元左右，而芯片卡的价格超过10元。

中国人民银行发布的2008年第四季度支付体系运行报告显示，2008年我国新增发放银行卡3亿张，其中，信用卡发卡量约为5207万张，借记卡发卡量约为2.48亿张。根据的经验，截至到2007年，欧洲用了5年的时间使67%的银行卡符合EMV标准。假设我国利用10年时间更新目前的银行卡，那么每年的市场规模也将超过1.8亿元，再加上每年新发行的银行卡，市场规模更大。

公司的芯片卡技术已经成熟，目前在国内生产的市民一卡通、工行牡丹交通卡已经类似于芯片卡，而海外市场，公司已经在生产 EMV 卡，可以说，经过海外市场的练兵，公司产品技术已经经过了检测，不存在任何技术障碍。由于银行卡涉及到金融安全，银行与供卡企业关系稳定，轻易不更改银行卡提供商。考虑到恒宝在传统银行卡领域的竞争力以及市场占有率，一旦国家开始大规模推行 EMV 迁移，公司将直接受益，银行卡业务将出现爆发式增长。

(3) PSAM 卡

PSAM 卡是小额支付系统安全认证的媒体，内嵌于各类终端设备，为其提供 IC 卡级别的安全保护，主要是安全认证，起到密钥作用。PSAM 卡主要用于商用 POS、网点终端、直连终端等设备上，安装在小额支付终端里面，作消费安全认证使用，具有安全控制管理功能，支持多级发卡机制，适用于多应用环境。

公司从 2008 年开始生产 PSAM 卡，主要与邮政储蓄合作，共发行 63 万张，销售收入超过 2000 万，今年一季度，PSAM 卡对邮储的销售数量为 18 万张。今年以来，其他银行已经开始有采购 PSAM 卡意愿，与农村合作银行正在洽谈，农行已经开始测试。建行已经进入实质性接单阶段，保守估计，2009 年建行的采购量可能达到 500 万张，入围建行采购名单的企业共三家，考虑到公司与各大银行良好的合作关系，如果公司能够获得 30%的市场份额，对应的销售收入将超过 4000 万。考虑到该产品显著的盈利能力，我们预计 PSAM 卡销售规模的不断扩大，将显著带动公司业绩的增长。

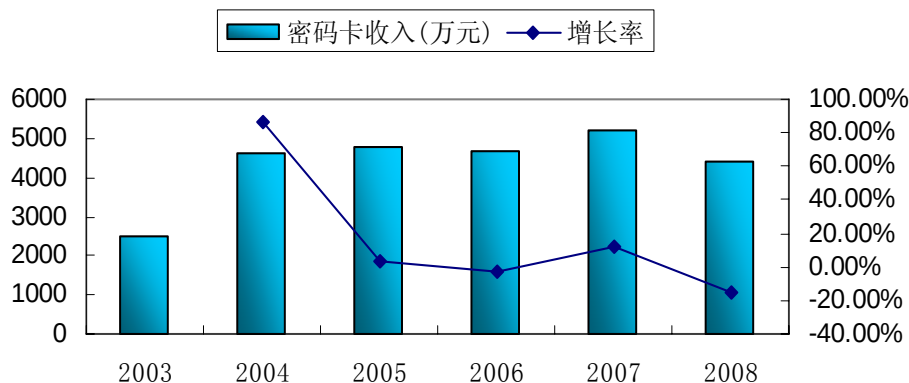
2、通信卡业务

通信卡业务包括两部分，密码卡和通信 IC 卡。密码卡是为适应各类预付费需求而产生的非芯片类卡，其特点是带有卡号和密码号，主要应用于通信预付费领域、商业产品预付费领域、刮刮彩票、游戏卡等。公司密码卡业务主要为通信密码卡，2008 年，公司密码卡收入为 4408 万元，同比下降 15.37%，毛利率 48.05%，下降 3.47 个百分点。2009 年一季度，公司共销售移动、联通密码卡 5100 万张，同比减少 1000 万张。随着网络的发展和普及，实体密码卡受到在线充值和空中充值的分流，行业整体呈现出下降的趋势。我们认为，凭借公司在制造环节的比较优势，使公司生产的密码卡在产品成本和质量方面领先于同行业其他企业，从而使公司具备

了较强的抵抗产品价格下跌风险和行业整体下滑的能力,公司密码卡业务有望稳定运行,维持目前收入水平。

图 8: 密码卡收入及增长率

单位: 万元

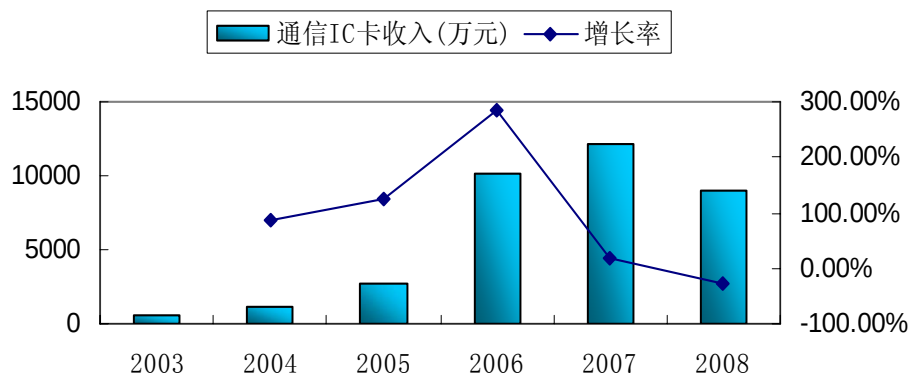


资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

公司通信IC卡的主要客户为联通和电信, 2008年公司通信IC卡营业收入为8933万元, 同比下降26.37%, 毛利率22.56%, 增长11.72百分点。公司通信卡收入下降主要是因为受电信行业重组, 客户订单量下降所致。2009一季度, 公司共销售SIM卡(联通)700万张, 同比减少100万张; 销售UIM卡(电信)720万张, 同比有所增加; 销售PIM卡(小灵通)140万张, 同比持平。公司一季度在电信的市场份额为46%, 联通18%。

图 12: 通信 IC 卡收入及增长率

单位: 万元



资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

我们认为, 电信大规模增加移动用户和3G建设将为公司通信IC卡发展带来机会。电信计划今年目标客户5000万, 明年是1亿, 由于公司在中国电信市场份额中比重较大, 电信客户的大幅增长将带动公司销售量的增加。另外, 随着3G牌照的发

放，相关运营商将在2009年展开大规模的放号行动，以争取更多的客户资源，由此将带动3G卡的发展。由于第一批3G卡的采购数量有限，仅为80万张，并要求供应商有供货经验，公司因此暂时未能入围。而大规模采购将在7月份开始，届时可以肯定公司必将有所斩获。由于联通计划发行3000万张3G卡，保守估计也应该达到1000万张。即使恒宝只获得300百万张的订单，公司的业绩也必将因此而得到较大提升。

3、其他业务

(1) 模块封装

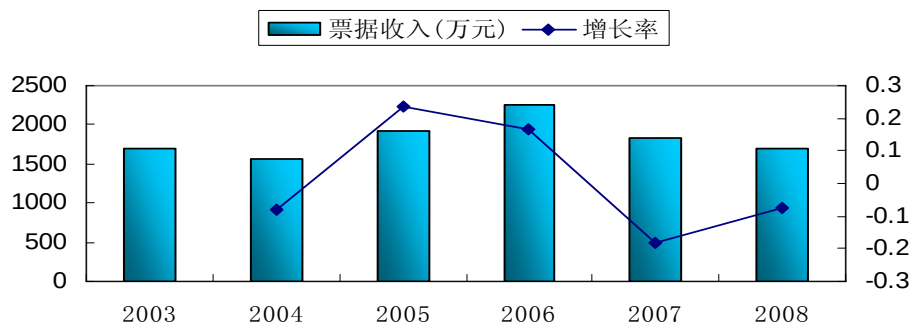
模块封装业务为公司的募集项目，2008 年为公司贡献了 5626 万元收入，毛利率为 16.98%。模块封装业务完整了公司智能卡业务产业链，降低了公司智能卡产品的成本，随着公司自有 IC 卡产量的不断上升，该业务更多的将自用，对外加工量逐步缩减。2008 年模块封装生产线 40%的产能对内，60%的产能为对外加工。预计 2009 年模块封装的自用比例为 50%，此后自用的比重将越来越多。

(2) 票证产品

公司生产的票证主要为金融重控票证，金融重控票证是金融行业的各种防伪凭证，如银行存折、存单、密码信封、债券、股票、股权证等。公司目前生产的票证产品包括银行存折、存单等，主要用于个人、单位在银行的存储业务。票证业务也是公司的起家业务。

金融重控票证属于商业票据印刷行业。据《印刷技术》提供的资料，我国商业票据印刷行业经历了 10 多年从无到有的发展，到目前已成为一个年产值约 150 亿元规模的产业，并保持 15%-20%的年增长率。随着经济全球化的深入和我国金融业与国际的接轨，票据印刷行业将为我国金融流通领域稳定流通秩序、提高流通效率、推动信息化建设持续发挥重要作用。而随着我国经济的快速发展，人民收入水平持续提高，促进储蓄存款等金融活动大量增加，为金融重控票证产品提供了一个稳定发展的市场空间。

图 13：票证业务收入及增长率



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2008年票证营业收入1699万元，下降7.37%，毛利率为43.68%，下降8.36%。2008年下半年开始，公司加大传统金融票证的营销，并积极开拓保险、海关等票证市场，预计未来几年公司票证业务收入增速较快，增速在20%以上。

（3）税控卡

税控卡业务收入规模较小，2008年收入为468.86万元，同比增长22.28%，毛利率51.79%，增长2.68%。

为了进一步加强税源监控，堵塞税收漏洞，减少税收流失，国家税务总局、财政部、信息产业部和国家质量监督检验检疫总局四部委于2004 年联合发文，要求凡从事商业、零售业、饮食业、娱乐业、服务业、交通运输业等适合使用税控收款机系列机具的行业，今后必须配置并使用税控收款机（每个收款机需配备2 张税控IC卡）。截止2005 年底，关于推广应用税控收款机的法律法规制定和生产企业资质的认证工作已完成，税控卡市场即将正式启动。但是，由于涉及到地方政府的税收利益，税控收款机实际进展较慢，这也使得税控卡销量增长缓慢。我们预计该业务增速平稳。

三、公司盈利预测及投资建议

我们认为，受益于 3G 通信推动，公司 3G 通信卡将有较大的增长空间，同时，公司 PSAM 卡、牡丹交通卡等一批新产品将直接推动公司业绩增长。公司其他的传统产品稳定增长有保障，预计每年能保持 10%的增长率。尽管我国银行卡 EMV 迁移是必然趋势，但是由于没有明确的时间表，因此，我们在预测中暂不予考虑。但是必须指出的是，一旦我国的 EMV 迁移加速，恒宝股份的业绩必将迎来高速增长。

根据我们的预测，公司 2009、2010、2011 年每股收益分别为 0.33、0.39、0.45 元，动态市盈率为 34、29、25 倍，考虑到公司长期稳定的成长性，以及未来 EMV 迁移带来的业绩增长，给予“谨慎推荐”的投资评级。

表 3.1 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	37459	44150	50002	57774
减：主营业务成本	22723	26331	29221	33763
减：主营业务税金及附加	201	237	268	310
营业费用	2904	3423	3875	4478
管理费用	4147	4888	5550	6413
财务费用	-430	-507	-575	-664
资产减值损失	164	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-18	0	0	0
二、营业利润	7731	9478	11663	13476
加：营业外收入	1978	2313	2500	2702
减：营业外支出	325	0	0	0
三、利润总额	9385	11791	14163	16178
减：所得税费用	1739	2184	2623	2996

四.净利润	7646	9607	11540	13182
归属于母公司所有者的净利润	8116	9607	11540	13182
少数股东损益	-470	0	0	0
六.每股收益（元）	0.27	0.33	0.39	0.45

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209