

智能卡行业

恒宝股份 (002104)

评级: 增持

IT 行业研究员

张广荣

010-88086830-699

zhanggr@rxzq.com.cn

恒宝股份与上证指数走势对比图



## PSAM 卡和 SIM 卡 09 年将快速增长

### 投资要点:

- **EMV 迁移大势所趋, 市场容量巨大:** 银联和人民银行决定在 2010 年前完成受理终端的改造, 目前正在宁波展开试点。银行磁条卡每年的新发卡量在 5 亿张左右, 2008 年的我国银行卡存量有 18 亿张, 其中 94% 为磁条卡, 磁条卡的出厂均价为 0.9 元, IC 卡目前售价在 7-8 元之间, 若将现有的磁条卡全部换成 IC 卡, 潜在市场容量超过 100 亿元。目前银行磁条卡市场竞争格局稳定, 前四家企业占据了 90% 以上的市场份额, 公司 2009 年一季度在银行磁条卡市场占有率为 27%, 同比提高 4 个百分点。
- **PSAM 卡是目前金融 IC 卡业务的盈利主力:** PSAM 卡内插在支付终端(固定电话)里, 在固网支付中起存储密钥、身份认证和数据加密功能。公司 08 年销售 PSAM 卡 60 万张, 单价在 38 元左右, 毛利率高达 63%, 销售对象主要为邮储。09 年一季度邮储继续采购 PSAM 卡 18 万张。建设银行 09 年计划采购 PSAM 卡 1000 万张, 公司已经入围建行总行采购名单并且拿到了吉林建行的第一批订单 2 万张。除此之外, 09 年农村合作银行也有 PSAM 卡的采购计划。我们预计 09 年公司 PSAM 卡销售将突破 200 万张, 实现收入 7000 万元。
- **牡丹交通卡 09 年有望全国推广:** 牡丹交通卡是工行与公安部合作开发的针对机动车驾驶员的一种智能 IC 卡, 主要用于扣缴罚款、违章记录等功能。08 年在北京、上海已经试点完毕, 09 年有望在全国推广。公司单张牡丹交通卡的出厂价在 15-18 元之间, 以全国一亿名机动车驾驶员计算, 潜在市场容量超过 15 亿元。
- **逻辑加密卡升级刻不容缓:** 2008 年 10 月, 黑客破解了逻辑加密卡, 这使得我国 1.5 亿张的公交事业 IC 卡处于了不安全的状态。为此, 建设部 IC 卡供应中心于 09 年 4 月 15 日召开全国公交卡研讨会, 要求各大城市尽快将本地的公交卡升级到 CPU 卡, 并对相关的智能卡供应厂商做了入围筛选, 总计有 5 家取得了合格供应商资格, 公司是其中之一家。我们以 7 元单价计算, 公交事业 IC 卡替换市场规模达到 10.5 亿元。
- **大容量多应用 SIM 卡与用户转网提升智能卡行业发展空间:** 公司 2009 年一季度销售 UIM 卡 720 万张, 占据中国电信 46% 的市场份额; 销售 SIM 卡 700 万张, 占据中国联通 18% 的市场份额。我们认为在未来的移

动用户争夺中，依托强大的固网资源与营销能力的中国电信和依托成熟 WCDMA 制式的中国联通将更具进攻性，这两家运营商移动用户市场份额的提升将扩大公司通信 IC 卡业务的销售量。另外，在 3G 时代，大容量、高速率、多应用的高端 SIM 卡将是一个重要的发展方向，而这将提升和稳固公司通信 IC 卡业务的毛利率。

- **盈利预测与投资评级：**在不考虑 EMV 迁移的前提下，我们预测公司 09、10 和 11 年营业收入分别为 49621.2、61124.1 和 74473.7 万元，归属于母公司的净利润分别为 10893.4、13171 和 15526 万元，每股收益为 0.37 元、0.45 元和 0.53 元，以 5.26 日收盘价计算，对应 09、10 年 PE 为 27.6X 和 22.7X，我们给予“增持”评级。
- **投资风险：**若未来 EMV 迁移进展缓慢，公司业绩超预期增长的可能性将会降低；未来随着其他银行大规模采购 PSAM 卡，市场竞争可能会加剧从而影响公司的毛利率进而降低公司业绩。
- **未来股价催化剂：**股价催化剂体现在公安部在全国正式推行牡丹交通卡，各地逻辑加密卡替换进程加速、EMV 市场启动以及中国电信和中国联通新增用户数超出预期等。

| 单位：万元         | 2008A  | 2009E    | 2010E   | 2011E   |
|---------------|--------|----------|---------|---------|
| 营业收入          | 37459  | 49621.2  | 61124.1 | 74473.7 |
| 增长率           | 6.36%  | 32.60%   | 23.18%  | 21.84%  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 8116   | 10893.40 | 13171   | 15526   |
| 增长率           | 32.21% | 34.22%   | 21%     | 17.88%  |
| 每股收益（元）       | 0.276  | 0.37     | 0.45    | 0.53    |

## 1、产品线齐全、业务增长抗风险能力强

恒宝股份是国内业务线最全的智能卡供应商，主要产品包括银行磁条卡、通信 IC 卡、密码卡和税控卡等，覆盖金融、通信、税控、交通、社保及信息安全等多个领域。这使得公司不过度依赖于单一业务的增长，从而相比竞争对手业务增长更为稳定。

表 1：恒宝股份产品线一览

| 通信领域        | 金融领域     | 公共事业    | 信息安全      |
|-------------|----------|---------|-----------|
| SIM 卡       | 票证       | 税控卡     | USBKey 系列 |
| —2G         | 磁条卡      | 公交 IC 卡 | PKI 卡     |
| —3G         | EMV 智能卡  | 社保卡     |           |
| —OTA&Java 卡 | PBOC 智能卡 | 水电气卡    |           |
| 密码卡         | PSAM 卡   | 加油卡     |           |

资料来源：公司年报、日信研究

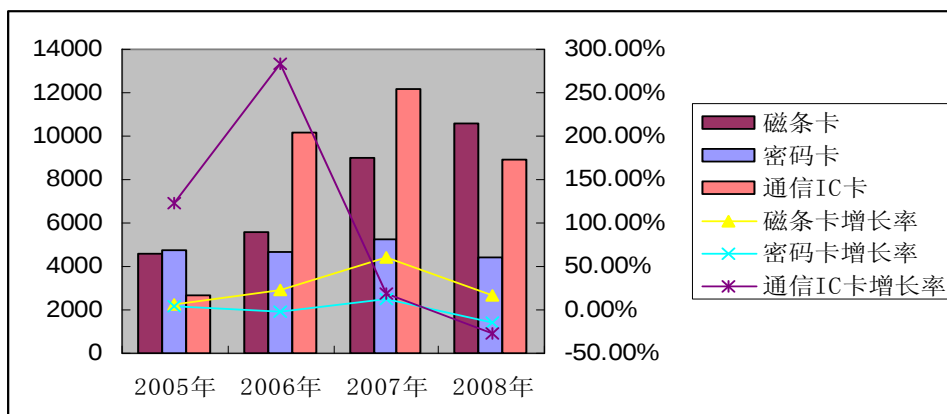
表 2：国内市场主要厂家卡业务分布

| 产品      | 雅斯拓 | 金普斯 | 江西捷德 | 黄石捷德 | 东信和平 | 大唐微电子 | 北京握奇 | 武汉天喻 | 北京中钞 | 珠海金邦达 | 天津磁卡 | 恒宝股份 |
|---------|-----|-----|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|
| 银行磁条卡   |     |     |      | *    |      |       |      |      | *    | *     | *    | *    |
| 通信 IC 卡 | *   | *   | *    |      | *    | *     | *    | *    |      |       |      | *    |
| 密码卡     |     |     | *    |      | *    |       |      |      |      |       |      | *    |
| 税控 IC 卡 |     |     |      |      | *    |       | *    | *    |      |       |      | *    |

资料来源：公司招股说明书、日信研究

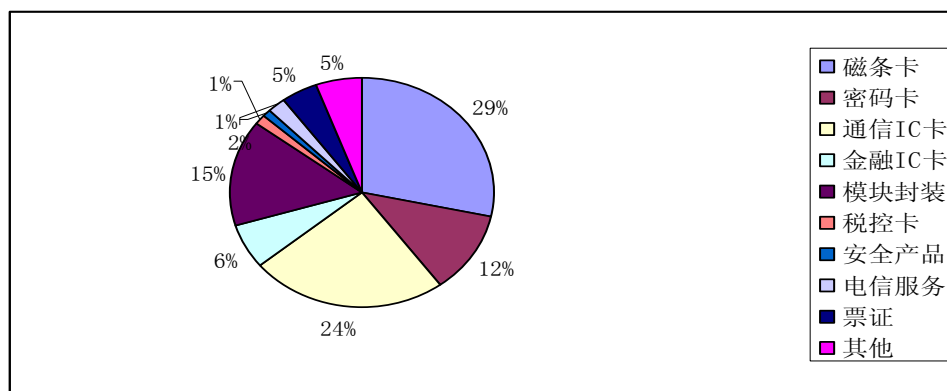
公司自 05 年到 08 年营业收入复合增长率达到 30%，同期东信和平主营业务收入增长率仅为 9%。从 08 年营收构成看，公司磁条卡、金融 IC 卡、通信 IC 卡和密码卡贡献了 71% 的营收；毛利构成上，四项产品合计贡献了 78% 的毛利。公司 08 年新业务主要是 PSAM 卡和模块封装，分别实现营业收入 2368 万元和 5627 万元。磁条卡、密码卡和通信 IC 卡均为公司传统业务，其中通信 IC 卡于 2005 年下半年成功入围中国联通并在四季度供货，导致此项业务 2006 年收入同比大幅增长 283%，2007 年则回落到 19.6% 的平稳增长，2008 年受运营商重组影响，收入增速同比下降 15.38%；磁条卡业务 05 到 08 年的平均增长率为 26.6%，其中 2007 年受国内新增 A 股开户数同比大幅增长 11 倍影响，公司磁条卡业务收入当年增速高达 60.63%，2008 年同比增长 17.57%；密码卡业务受网上充值等新型电子支付方式的冲击，整体增长平淡，08 年此项业务收入为 4408 万元，较 05 年下滑 7.88%。

图 1: 恒宝股份三大业务历史增长率



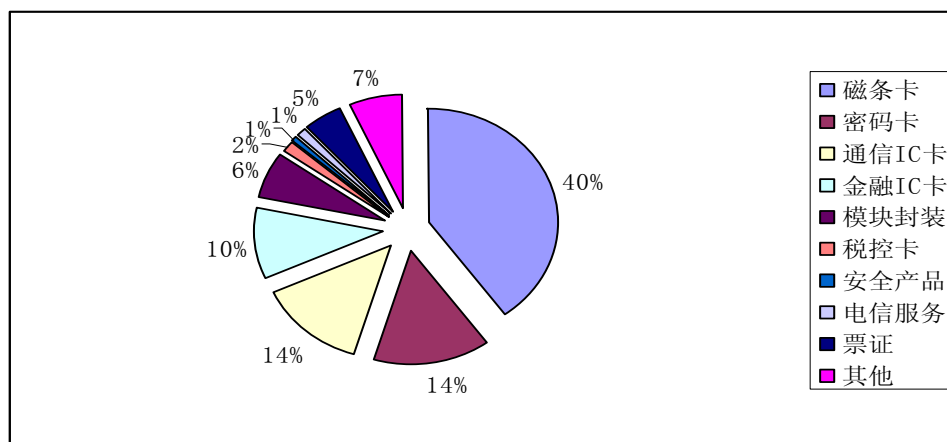
数据来源：公司年报、日信证券

图 2: 恒宝股份 2008 年营收构成



数据来源：公司年报、日信研究

图 3: 恒宝股份 2008 年毛利构成



数据来源：公司年报、日信研究

## 2、EMV迁移大势所趋、市场容量巨大

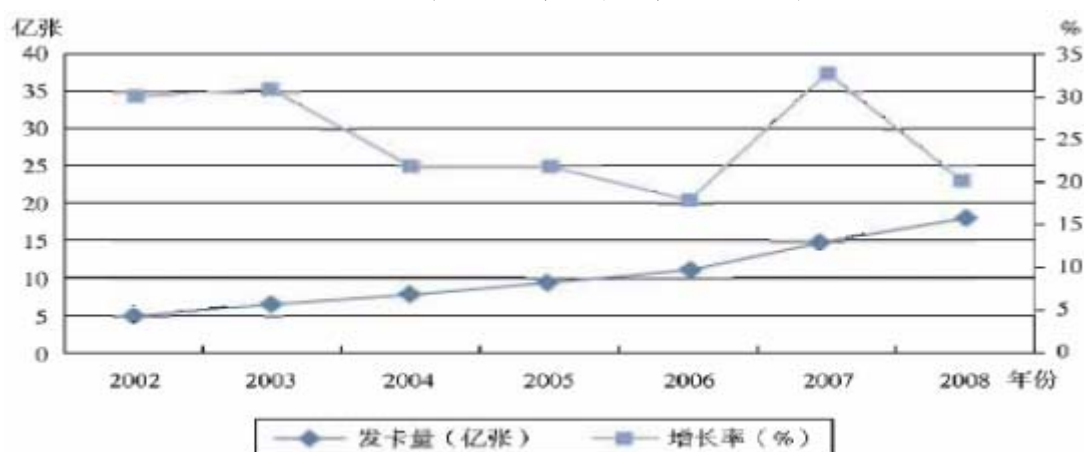
EMV 规范是由 Europay、Mastercard、Visa 三大国际信用卡组织联合制定的金融集成电路 (IC) 卡金融支付标准, 其目的是为金融 IC 卡、金融终端、支付系统以及金融机构建立一个统一的标准平台。EMV 迁移则是指银行卡由磁条卡向集成电路 (IC) 卡转移, 利用安全性更高的智能 IC 卡来代替磁卡, 以有效防范诸如制作和使用假信用卡、信用卡欺诈、跨国金融诈骗等各种高科技手段的金融犯罪。

根据 Visa 统计, 在 EMV 规范出台前, 每年全球信用卡欺诈造成的损失已超过 30 亿美元, 假卡欺诈带来的银行卡业务损失占卡类犯罪损失的 46%。EMV 标准则有效解决了银行卡的安全问题, 大幅降低了银行成本, 目前, EMV 已经成为银行 IC 卡的国际统一标准。

目前我国 EMV 迁移已在宁波展开试点, 银联和人民银行决定在 2010 年前完成受理终端的改造。银行磁条卡每年的新发卡量在 5 亿张左右, 2008 年的我国银行卡存量有 18 亿张, 其中 94% 为磁条卡, 磁条卡的出厂均价为 0.9 元, IC 卡目前售价在 7-8 元之间, 若将现有的磁条卡全部换成 IC 卡, 潜在市场容量超过 100 亿元。目前银行磁条卡市场竞争格局稳定, 前四家企业占据了 90% 以上的市场份额, 公司 2009 年一季度在银行磁条卡市场占有率为 27%, 同比提高 4 个百分点。

在不考虑 EMV 迁移的情况下, 我们认为公司磁条卡业务未来将能保持 20% 以上的年均增长率。这是因为从人均持卡量这一指标来看, 2008 年国内人均拥有银行卡 1.3 张, 而美国和香港地区的人均持卡量则达到了 2.9 张和 3.4 张, 由此来看, 我国银行卡未来还有较大发展空间。

图 4: 中国银行卡历年发卡量和增长率



资料来源:《中国支付体系发展报告 (2008)》。

## 3、PSAM卡 09 年有望实现高增长

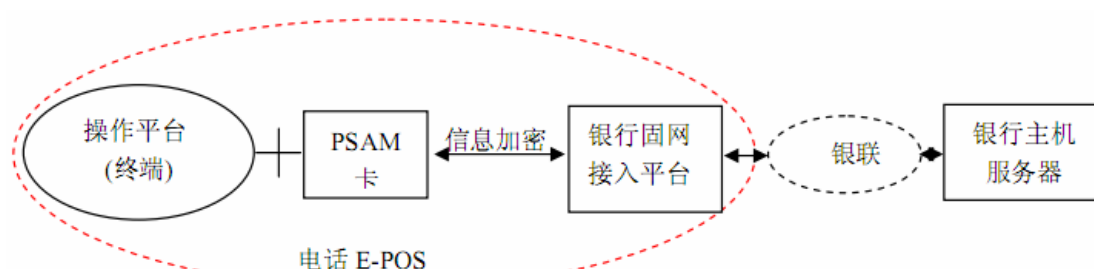
PSAM 卡经过中国人民银行 PBOC 认证, 由特定银行发行, 内插在支付终端 (固定电话) 里, 主要用于终端用户的身份确认。证通电子在其招股说明书中描述 PSAM 卡的作用时说 “一个处于正常工作状态的电话 E-POS 由操作平台 (即加密短信固定电话终端) 和 PSAM 卡组成。如果把 PSAM 卡

比作手机中的 SIM 卡，操作平台就相当于没有插 SIM 卡的手机。”

电话 E-POS 对商户的便利性不仅能够扩大银行的客户资源，提高客户的忠诚度，同时由于使用了电话银行，减少了银行的柜台交易压力，增加了中间业务的手续费等优势使得银行具备推广电话 E-POS 的强大动力。我们认为，便利性和成本优势将给电话 E-POS 带来了巨大的市场空间。目前银行推行 E-POS 的主要客户对象是个体工商户，目前全国数量超过 3000 万户。若未来走入家庭用户市场，则潜在用户规模超过 2 个亿。

公司 08 年销售 PSAM 卡 60 万张，单价在 38 元左右，毛利率高达 63%，销售对象主要为邮储。09 年一季度邮储继续采购 PSAM 卡 18 万张。建设银行 09 年计划采购 PSAM 卡 1000 万张，公司已经入围建行总行采购名单并且拿到了吉林建行的第一批订单 2 万张。除此之外，09 年农村合作银行也有 PSAM 卡的采购计划。我们预计 09 年公司 PSAM 卡销售将突破 200 万张，实现收入 7000 万元。

图 5：电话 E-POS 工作流程



电话 E-POS 工作流程图

资料来源：证通电子招股说明书

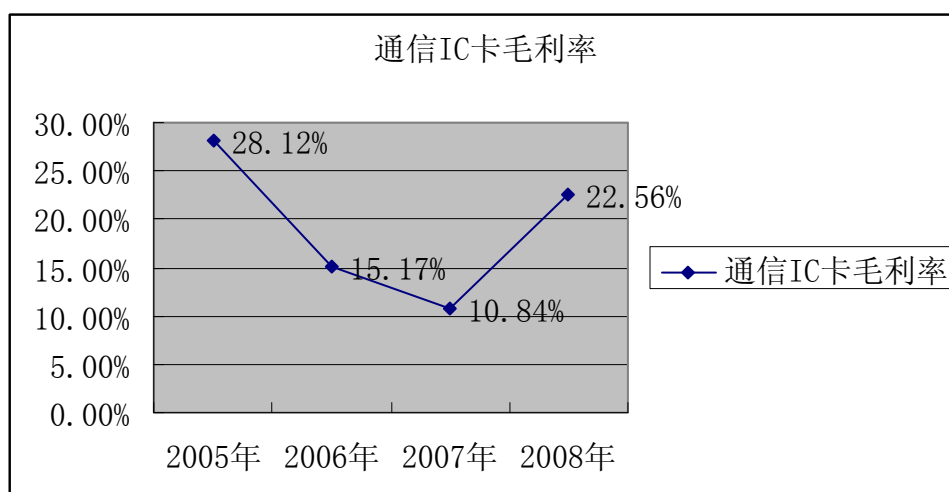
#### 4、大容量多应用SIM卡与用户转网提升智能卡行业发展空间

公司通信 IC 卡的主要客户为联通和电信，2009 年一季度销售 UIM 卡 720 万张，占据中国电信 46% 的市场份额；销售 SIM 卡 700 万张，占据中国联通 18% 的市场份额。

中国电信 2009 年一季度 C 网新增用户 500 万，C 网有效用户仅为 3284 万户，与中国移动的 4.8 亿用户和中国联通的 1.38 亿用户差距明显。中国电信计划 2009 年新增 C 网用户 3000 万，3 年内整体用户规模超过一个亿。中国联通已于 5.17 日在全国 55 个城市展开 WCDMA 的试商用，未来规划用 3 年时间发展 5000 万 3G 用户。我们认为在未来的移动用户争夺中，依托强大的固网资源与营销能力的中国电信和依托成熟 WCDMA 制式的中国联通将更具进攻性，这两家运营商移动用户市场份额的提升将扩大公司通信 IC 卡业务的销售量。另外，在 3G 时代，大容量、高速率、多应用的高端 SIM 卡将是一个重要的发展方向，而这将提升和稳固公司通信 IC 卡业务的毛利率。

我们预计公司通信 IC 卡业务 09 到 11 年将会保持 30% 的增长率，毛利率将维持在 23% 以上。

图 6：恒宝股份通信 IC 卡 05-08 年毛利率变动情况



数据来源：公司年报、日信研究

## 5、牡丹交通卡 09 年有望全国推广

牡丹交通卡是工行与公安部合作开发的针对机动车驾驶员的一种智能 IC 卡，主要用于扣缴罚款、违章记录等功能。08 年在北京、上海已经试点完毕，09 年有望在全国推广。公司单张牡丹交通卡的出厂价在 15-18 元之间，以全国一亿名机动车驾驶员计算，潜在市场容量超过 15 亿元。

## 6、逻辑加密卡升级刻不容缓

2008 年 10 月，黑客破解了逻辑加密卡，这使得我国 1.5 亿张的公交事业 IC 卡处于了不安全的状态。为此，建设部 IC 卡供应中心于 09 年 4 月 15 日召开全国公交卡研讨会，要求各大城市尽快将本地的公交卡升级到 CPU 卡，并对相关的智能卡供应厂商做了入围筛选，总计有 5 家取得了合格供应商资格，公司是其中一家。我们以 7 元单价计算，公交事业 IC 卡替换市场规模达到 10.5 亿元。

## 7、盈利预测与投资评级

在不考虑 EMV 迁移的前提下，我们认为公司未来几年将显著受益于 PSAM 卡、3G 通信 IC 卡以及牡丹交通卡等业务市场空间的扩大。同时，公司股票证、税控卡等其他业务将会稳定增长。我们预测公司 09、10 和 11 年营业收入分别为 49621.2、61124.1 和 74473.7 万元，归属于母公司的净利润分别为 10893.4、13171 和 15526 万元，每股收益为 0.37 元、0.45 元和 0.53 元，以 5.26 日收盘价计算，对应 09、10 年 PE 为 27.6X 和 22.7X，我们给予“增持”评级。

表 1: 盈利预测假设条件 (单位: 万元)

|           | 2008A    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 磁条卡收入     | 10590.66 | 13026.51 | 15892.34 | 19070.81 |
| 增长率       | 17.56%   | 23%      | 22%      | 20%      |
| 毛利率       | 55.48%   | 55%      | 54%      | 53%      |
| 密码卡收入     | 4408.23  | 4540.48  | 4676.69  | 4816.99  |
| 增长率       | -15.37%  | 3%       | 3%       | 3%       |
| 毛利率       | 48.05%   | 47%      | 46%      | 45%      |
| 通信 IC 卡收入 | 8933.76  | 11613.89 | 15098.05 | 19627.47 |
| 增长率       | -26.37%  | 30%      | 30%      | 30%      |
| 毛利率       | 22.56%   | 23%      | 23%      | 23%      |
| 金融 IC 收入  | 2,368.59 | 7000     | 9100     | 10920    |
| 增长率       | 752.72%  | 195.53%  | 30%      | 20%      |
| 毛利率       | 63.42%   | 60%      | 60%      | 60%      |
| 模块封装收入    | 5,626.94 | 7315.02  | 9509.53  | 12362.39 |
| 增长率       |          | 30%      | 30%      | 30%      |
| 毛利率       | 16.98%   | 16%      | 15%      | 14%      |
| 税控卡收入     | 468.86   | 572.01   | 697.85   | 851.38   |
| 增长率       | 22.28%   | 22%      | 22%      | 22%      |
| 毛利率       | 51.79%   | 50%      | 50%      | 50%      |
| 安全产品收入    | 449.6    | 562      | 702.50   | 878.13   |
| 增长率       |          | 25%      | 25%      | 25%      |
| 毛利率       | 27.78%   | 27%      | 27%      | 27%      |
| 电信服务收入    | 823.57   | 864.75   | 907.99   | 953.39   |
| 增长率       | -75.93%  | 5%       | 5%       | 5%       |
| 毛利率       | 20.08%   | 20%      | 20%      | 20%      |
| 票证收入      | 1699.5   | 1869.45  | 2056.40  | 2262.03  |
| 增长率       | -7.37%   | 10%      | 10%      | 10%      |
| 毛利率       | 43.46%   | 43%      | 43%      | 43%      |
| 其他收入      | 2051.9   | 2257.09  | 2482.80  | 2731.08  |
| 增长率       | -29.64%  | 10%      | 10%      | 10%      |
| 毛利率       | 46.95%   | 40%      | 40%      | 40%      |

表 2：利润预测表

| 单位：万元         | 2008   | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|---------------|--------|----------|----------|----------|
| 一、主营业务收入      | 37459  | 49621.2  | 61124.1  | 74473.7  |
| 减：主营业务成本      | 22723  | 29964    | 37434    | 46483    |
| 减：主营业务税金及附加   | 201    | 266.26   | 327.98   | 399.62   |
| 营业费用          | 2904   | 3622.35  | 4278.69  | 5064.21  |
| 管理费用          | 4147   | 5210.23  | 6112.41  | 7075.00  |
| 财务费用          | -430   | -507     | -575     | -664     |
| 资产减值损失        | 164    | 150      | 150      | 150      |
| 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   | 10915.76 | 13395.60 | 15965.97 |
| 加：营业外收入       | 1978   | 2100     | 2300     | 2500     |
| 减：营业外支出       | 325    | 200      | 200      | 200      |
| 三、利润总额        | 9385   | 12815.76 | 15495.60 | 18265.97 |
| 减：所得税费用       | 1739   | 1922.36  | 2324.34  | 2739.90  |
| 四、净利润         | 7646   | 10893.40 | 13171.26 | 15526.08 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 8116   | 10893.40 | 13171.26 | 15526.08 |
| 增长率           | 32.21% | 34.22%   | 20.91%   | 17.88%   |
| 少数股东损益        | -470   | 0        | 0        | 0        |
| 六、每股收益（元）     | 0.276  | 0.37     | 0.45     | 0.53     |

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。