

恒宝股份 (002104)

最具成长性的智能卡公司

— 恒宝股份调研报告

姓名 张晓亮
86-10-58362790
Xlzhang100@hotmail.com

本报告导读:

- 3G带动通信智能卡行业发展
- EMV提供公司暴发增长的可能

投资要点:

● **通信智能卡行业成长性良好, 公司受益联通与电信的用户发展**
预计未来 3 年, 通信智能卡发卡量保持小幅增长, 而由于高端卡 (3G 卡为主) 销量增长, 销售额将保持 15% 左右的高增长。
公司是联通与电信最大的智能卡供应商, 直接受益于这两大运营商移动用户数 (包括 3G) 的增长。

● **金融卡业务是公司的主要利润来源, 未来存在暴发增长可能**
金融卡行业有较高的门槛, 因此金融卡生产商的毛利率可以稳定在较高的水平。金融卡安全性是第一位的, 在招标时, 银行并不一定选择报价最低的厂商。金融卡行业价格竞争并不激烈, 毛利率稳定在 50% 以上。EMV 迁移带来金融卡行业暴发增长的可能。预期 5 年内, 我国金融 IC 卡的年需求量将突破 2 亿张, 以 20 元每张计, 则市场规模可达到 40 亿元。假设公司获得 20% 的份额, 则公司仅金融 IC 卡的收入即可达到 8 亿元, 是 2008 年公司收入 (3.7 亿元) 的 2.16 倍。

● 公司盈利能力强, 服务能力佳, 成长空间广阔

公司盈利能力在行业中处于领先水平。金融卡早期由几家外资企业垄断, 后来转由合资企业主导。公司作为该行业少有的民营企业, 在成本控制、营销能力、服务质量、开发能力上都拥有优势。目前公司规模还小, 未来的成长空间还很广阔。

● 给予“买入”评级

预计 2009 - 2011 年公司 EPS 为 0.30、0.39、0.58 元。考虑良好的成长性, 给予 2011 年 25 倍的 PE, 目标价 14.5。给予“买入”评级。

业绩预测表:

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	352.2	374.6	466.4	618.8	797.3
(+/-) %	41.1%	6.4%	24.5%	32.7%	28.9%
净利润	61.4	81.2	88.8	114.4	169.7
(+/-) %	45.0%	32.2%	9.5%	28.8%	48.3%
每股净收益 (元)	0.31	0.28	0.30	0.39	0.58
利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	34.3%	39.3%	36.1%	34.3%	37.0%
ROE(%)	13.3%	16.8%	16.0%	17.6%	21.3%
PE	29.3	33.3	30.4	23.6	15.9
PB	4.1	5.6	4.9	4.2	3.4

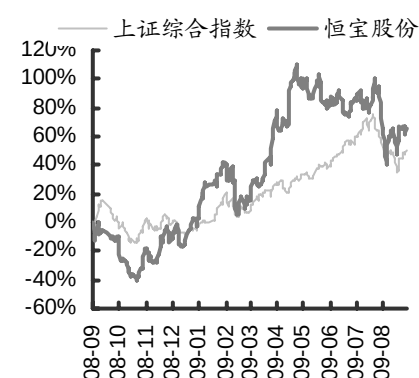
评级: 买入

目标价格: 14.5

当前价格: ¥9.19
2009.09.14

单季度业绩预测	元
Q1/2009	0.05
Q2/2009	0.08
Q3/2009	0.08
Q4/2009	0.09

最近 52 周走势图



公司主要业务为金融磁条卡、通信智能卡等, 金融磁条卡在国内的市场份额为 26% 左右, 是中国联通、中国电信最大的通信智能卡供应商。

相关报告

2、三大表

资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	263.4	155.0	188.3	249.8	321.9	营业收入	352.2	374.6	466.4	618.8	797.3
应收票据	5.2	14.9	18.6	24.6	31.7	营业成本	231.3	227.2	298.1	406.3	502.2
应收账款	53.9	47.7	59.4	78.8	101.5		2.8	2.0	2.5	3.3	4.3
预付款项	24.9	35.9	47.1	64.3	79.4	销售费用	16.2	29.0	34.8	41.2	49.0
其他应收款	3.2	50.3	62.6	83.1	107.0	管理费用	30.6	41.5	42.3	49.9	58.8
存货	47.6	58.8	77.2	105.2	130.1	财务费用	-1.3	-4.3	-3.3	-4.2	-5.3
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.8	1.6	5.1	5.4	7.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	132.0	177.8	159.6	146.2	136.8	投资收益	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
在建工程	23.9	0.0	7.0	12.8	18.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	70.8	77.3	86.9	116.8	181.3
无形资产	21.8	22.7	20.5	18.2	15.9	营业外收支净额	16.1	16.5	16.8	16.8	16.8
长期待摊费用	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	税前利润	86.9	93.8	103.7	133.6	198.1
资产总计	576.9	565.6	640.7	783.6	942.8	减：所得税	23.3	17.4	14.9	19.1	28.4
短期借款	0.0	20.0	7.0	29.1	20.6	净利润	63.6	76.5	88.8	114.4	169.7
应付票据	19.5	18.0	23.6	32.2	39.8	归属于母公司的净利润	61.4	81.2	88.8	114.4	169.7
应付账款	39.7	29.6	38.3	52.2	64.5	少数股东损益	2.2	-4.7	0.0	0.0	0.0
预收款项	2.0	3.3	4.1	5.5	7.1	基本每股收益	0.31	0.28	0.30	0.39	0.58
应付职工薪酬	1.2	0.3	0.3	0.3	0.3	稀释每股收益	0.31	0.28	0.30	0.39	0.58
应交税费	4.5	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	成长性					
其他流动负债	0.0	10.6	10.6	10.6	10.6	营收增长率	41.1%	6.4%	24.5%	32.7%	28.9%
长期借款	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	34.0%	5.0%	18.6%	33.0%	55.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	45.0%	32.2%	9.5%	28.8%	48.3%
负债合计	117.0	83.5	85.6	131.6	144.6	盈利性					
股东权益合计	459.9	482.1	554.7	651.4	798.2	销售毛利率	34.3%	39.3%	36.1%	34.3%	37.0%
现金流量表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	17.4%	21.7%	19.1%	18.5%	21.3%
净利润	64	76	89	114	170	ROE	13.3%	16.8%	16.0%	17.6%	21.3%
折旧与摊销	19	22	27	29	30	ROIC	10.58%	12.11%	13.51%	14.84%	19.12%
经营活动现金流	66	-17	73	72	122	估值倍数					
投资活动现金流	-52	-49	-14	-19	-24	PE	29.3	33.3	30.4	23.6	15.9
融资活动现金流	-57	-43	-26	9	-26	P/S	5.1	7.2	5.8	4.4	3.4
现金净变动	-43	-108	33	62	72	P/B	4.1	5.6	4.9	4.2	3.4
期初现金余额	306	263	155	188	250	股息收益率	0.0%	4.9%	0.6%	0.7%	0.8%
期末现金余额	263	155	188	250	322	EV/EBITDA	17.7	26.6	21.7	16.9	11.3

3、DCF—WACC 输出

万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	7484	8875	11807	18299	28434	30116	31851	33631	36994	40694	42729
所得税	1387	1272	1692	2622	5496	7529	7963	8408	9249	10173	10682
NOPLAT	5216	6097	7603	10115	15677	22938	22587	23888	25223	27746	30520
营运资金净变动	-2341	-7848	-4210	-6724	-7231	-10203	-4648	-5137	-5677	-5950	-6546
资本支出	-2197	-1399	-1856	-2392	-3166	-3483	-3831	-4214	-4635	-4867	-4867
自由现金流	-1791	4743	4386	9052	12766	17894	18630	19347	19581	21359	26208

WACC	6.86%	Ke	9.47%
永续增长率	1.00%	Kd	5.00%
终值	14137.72	t	15.00%
企业价值	351344.62	Rf	3.60%
非核心资产价值	18828.25	E(Rm)	10.00%
债务价值	698.58	Rm - Rf	6.40%
股权价值	350646.04	D/A	0.26%
股本	29376.00	E/A	99.74%
每股价值 (元)	11.94	Beta	0.92

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.71%	11.01	11.60	12.29	13.11	14.10
	6.76%	10.92	11.49	12.17	12.97	13.94
	6.81%	10.83	11.39	12.05	12.84	13.78
	6.86%	10.74	11.29	11.94	12.70	13.63
	6.91%	10.65	11.19	11.83	12.58	13.48
	6.96%	10.57	11.10	11.72	12.45	13.33
	7.01%	10.48	11.00	11.61	12.33	13.19

目 录

1. 公司简介	5
1.1. 公司的发展历程.....	5
1.2. 金融卡是公司的主要利润来源.....	5
2. 公司通信卡业务成长性高于行业成长性	6
2.1. 中国移动通信卡市场稳定增长.....	6
2.2. 联通、电信 3G 用户数发展快，公司是直接受益者.....	7
3. 公司最大的发展机遇在于金融 IC 卡	9
3.1. 金融卡发卡量增长趋缓.....	9
3.2. EMV 迁移将带来金融 IC 卡爆发式增长	9
4. 盈利预测与投资建议	11
5. 风险提示.....	13

图目录

图 1: 恒宝股份收入增长	5
图 2: 恒宝股份利利润增长.....	5
图 3: 恒宝股份的收入结构（2009H1）	6
图 4: 恒宝股份的营业利润结构（2009H1）	6
图 5: 中国通信智能卡市场规模.....	7
图 6: 通信智能卡行业市场份额	7
图 7: 三大运营商的新增用户数	8
图 8: 中国的金融发卡量（即保有量）	9
图 9: 中国银行 IC 卡销量	11
图 10: 恒宝股份、东信和平、大唐微电子的利润率（2008）	12

表目录

表 1: 2008 年中国移动通信卡市场的产品结构（按销量）	6
表 2: 全球符合 EMV 标准的 IC 卡发卡量	10
表 3: 盈利预测的关键假设	12

1. 公司简介

1.1. 公司的发展历程

公司设立时主要从事票证印刷和密码卡、磁条卡等卡类产品的开发、生产和销售，随后业务重心逐步从票证印刷转向卡类产品的经营。2000 年公司卡类产品的销售收入占销售总额的 35.34%，2001 年上升至 60.66%。

自 2001 年以来，卡产品业务收入是公司主营业务收入的主要来源：

- 在 2005 年之前，公司主要生产银行磁条卡、通信密码卡（充值卡）；
- 公司 SIM 卡业务从 2005 年下半年开始迅速发展，2005 年底公司成为中国联通十一家 SIM 卡定点供应商之一；
- 公司金融 IC 卡从 2008 年开始发展，成为目前最具增长潜力的业务。

2009 年上半年，公司收入增长 2.23 亿元，同比增长 4.1%；归属母公司的净利润 3744 万元，同比增长 5.1%。

图 1：恒宝股份收入增长

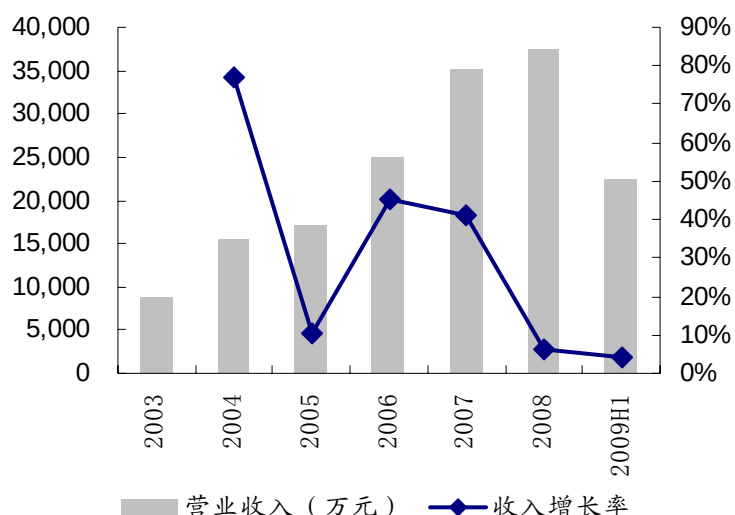
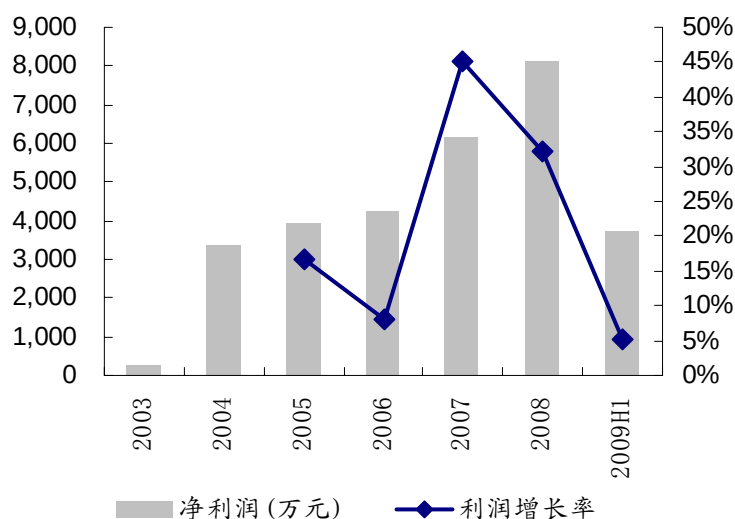


图 2：恒宝股份利润增长



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

1.2. 金融卡是公司的主要利润来源

公司的业务主要集中于金融磁条卡、通信 IC 卡、通信密码卡、金融 IC 卡。在收入中，银行磁条卡与银行 IC 卡合计占 37%；在营业利润中，银行磁条卡与银行 IC 卡合计占 56%。

金融卡对安全性要求集高，银行在招标时看重合作方的资质、信誉、开发能力等，不鼓励价格战。恒宝股份等四家企业占了国内金融卡 90% 左右的市场份额（另外三家是外资企业在华的合资公司）。金融卡的门槛高，价格竞争较对不激烈，毛利率较高（50% 以上）。金融卡业务是公司利润的主要来源。

图 3: 恒宝股份的收入结构 (2009H1)

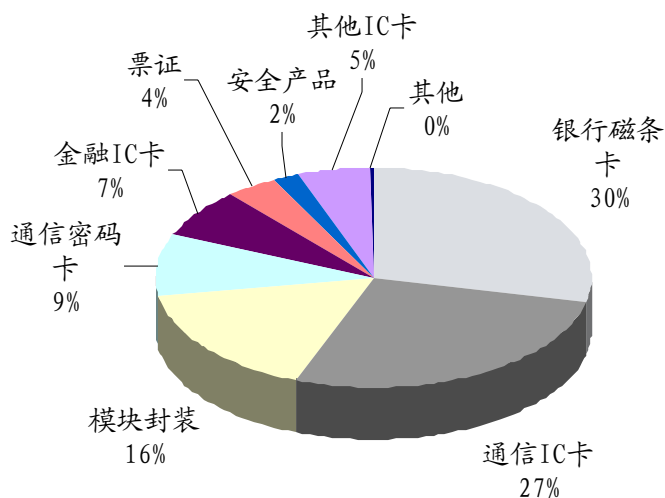
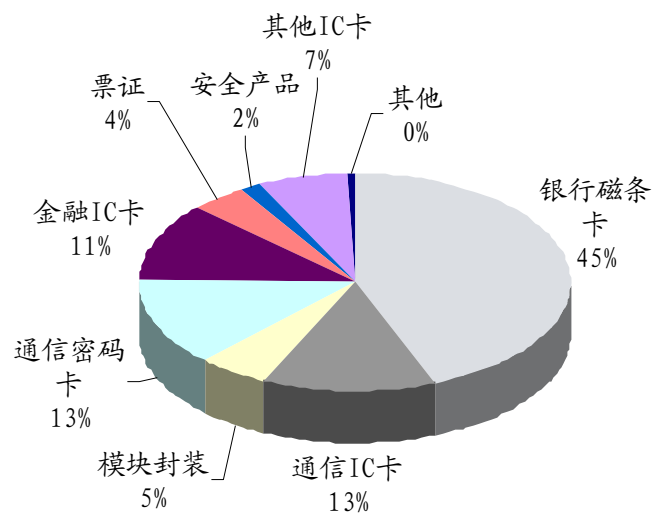


图 4: 恒宝股份的营业利润结构 (2009H1)



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

模块封装是指通过焊接、包封等工艺，将芯片封装在载带上、制成 IC 卡模块的生产过程，它是卡片封装（将模块封装到卡基上）的前道工序。

2. 公司通信卡业务成长性高于行业成长性

2.1. 中国移动通信卡市场稳定增长

移动通信卡市场持续增长。2008 年，移动通信卡销量达到 7.4 亿张，同比增长 2.6%，销售额同比增长 14.6%。销售额增速高于销量增速的原因在于均价的提高，而均价的提升在于 SIM 卡在容量与功能上继续升级，此外 TD 卡的入市也提高了均价。目前 64K 容量的 SIM 卡已经成为市场主力产品，而 128K 的 SIM 卡也在快速普及，容量的升级使运营商可以将更多的增值业务定制到手机上。

表 1: 2008 年中国移动通信卡市场的产品结构 (按销量)

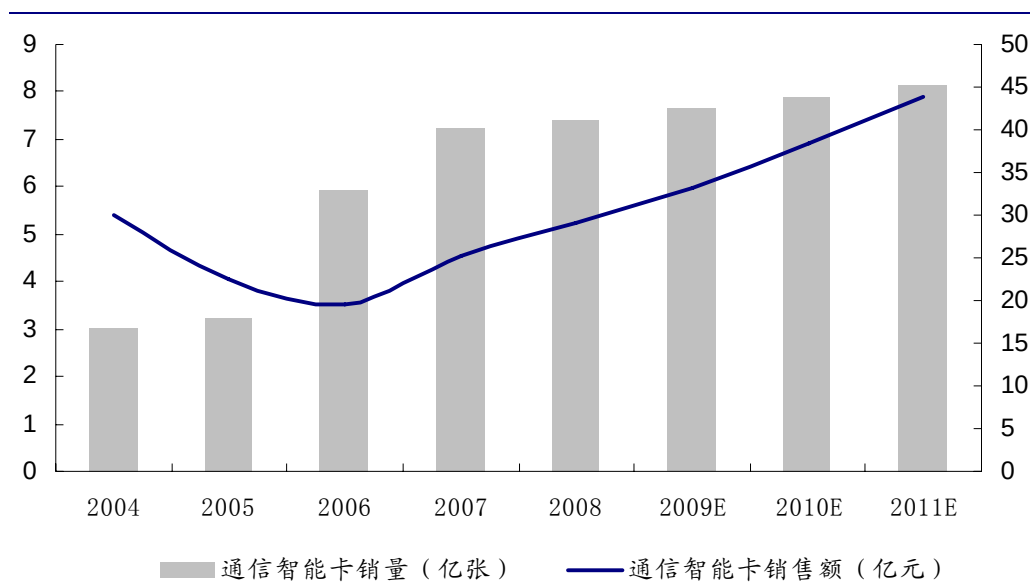
产品种类	销量 (万张)	所占比例	销售额 (亿元)	所占比例
SIM 卡	66431.7	89.5%	25.9	89.5%
UIM 卡	6279.4	8.5%	2.3	7.5%
PIM 卡	881.5	1.2%	0.3	1.2%
USIM 卡	570.8	0.8%	0.5	1.8%
合计	74163.4	100%	29.0	100%

资料来源: CCID

随着 3G 用户规模的增长，大容量的 3G 智能卡迎来了高速发展，通信智能卡均价

将大幅提高。预计未来 3 年，通信智能卡发卡量保持小幅增长，而由于高端卡（3G 卡为主）销量增长，销售额将保持 15% 左右的高增长。

图 5：中国通信智能卡市场规模

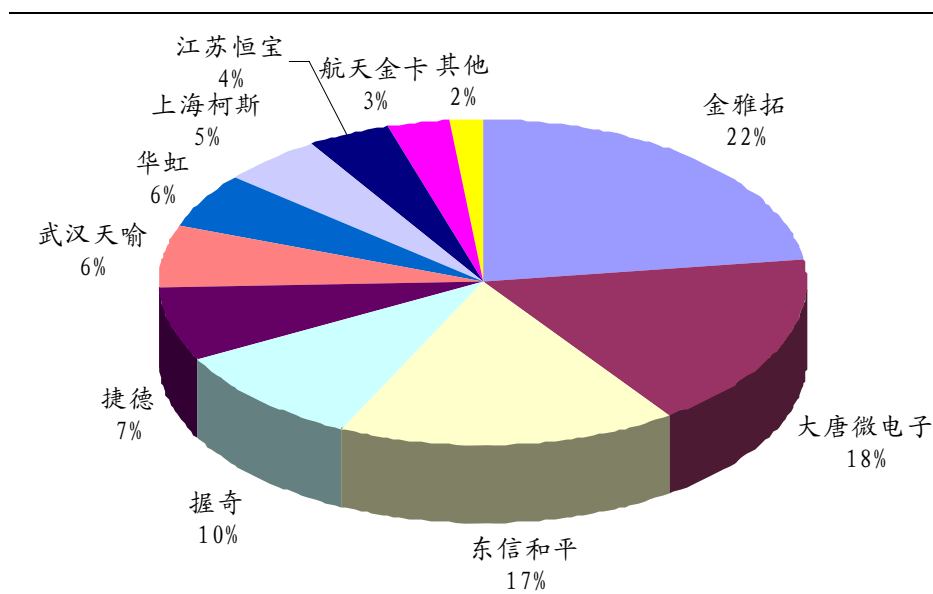


资料来源：CCID、渤海证券研究所

2.2. 联通、电信 3G 用户数发展快，公司是直接受益者

由于中国移动 2001 年后没有再进行入围招标。恒宝过去只是联通的通信智能卡供应商。重组前，联通的移动业务发展缓慢，用户数量远低于中国移动。因此，恒宝在通信智能卡行业的份额也较低，2008 年，仅占 4.2%。

图 6：通信智能卡行业市场份额 (2008)

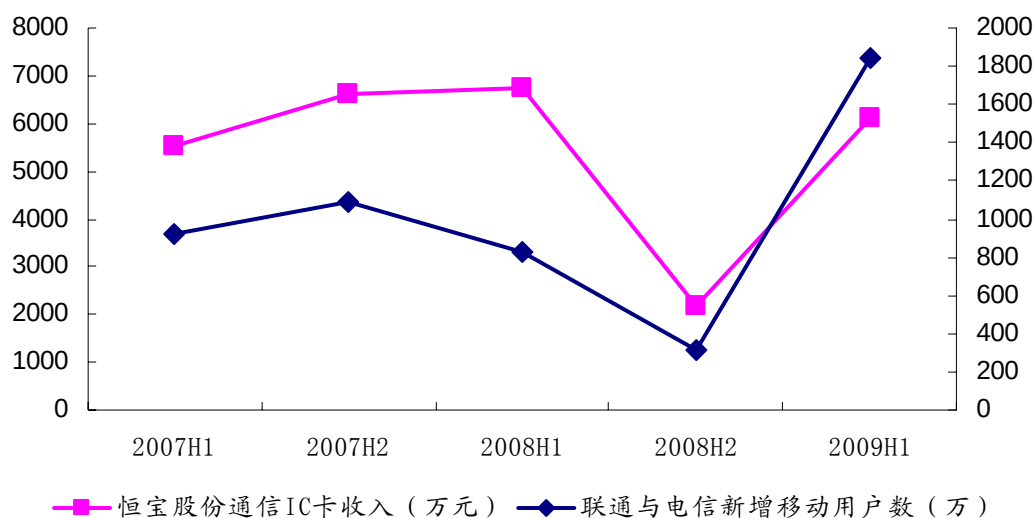


资料来源：CCID、渤海证券研究所

电信重组后，电信获得 CDMA 网，恒宝也成了电信的主要智能卡供应商。联通与电信的 3G 牌照在终端、网络等方面优势显著，我们预期这两家运营商将在 3G 用

户数量上保持领先。今年以来，电信的新增移动用户数明显回升，联通的新增用户数将从 10 月份开始持续增长。

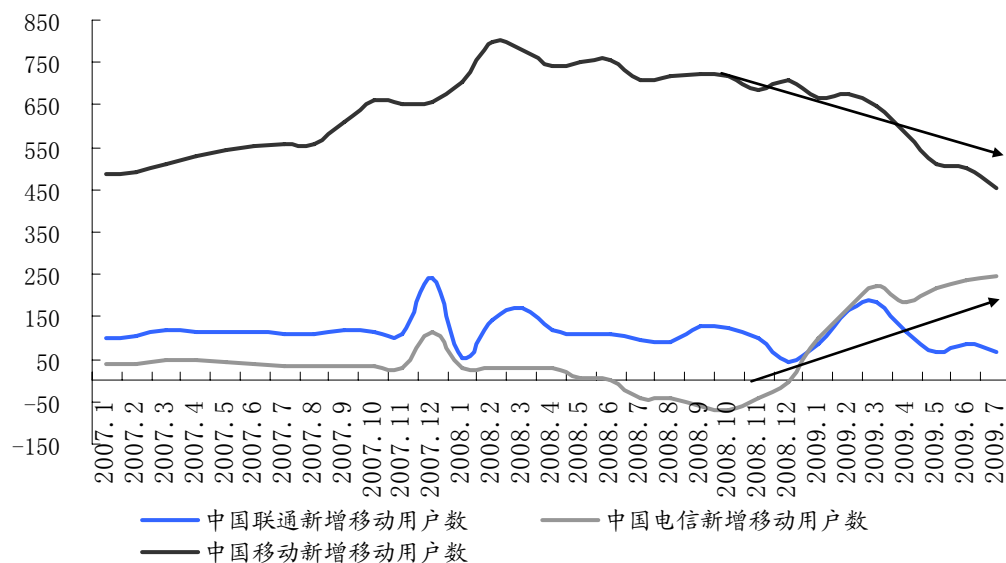
过去几年，恒宝股份的通信 IC 卡业务收入变化基本与联通、电信的新增移动用户数变化保持高度相关。



资料来源：渤海证券研究所

今明两年，联通、电信新增移动用户数的增长预示着公司通信 IC 卡业务收入将保持增长。预计，联通与电信的 3G 用户数将占国内 3G 用户数的 2/3。3G 智能卡价格与毛利率高于 2G 智能卡，联通与电信的 3G 用户发展将给公司的利润增长带来积极的影响。

图 7：三大运营商的新增用户数



资料来源：MIIT、渤海证券研究所

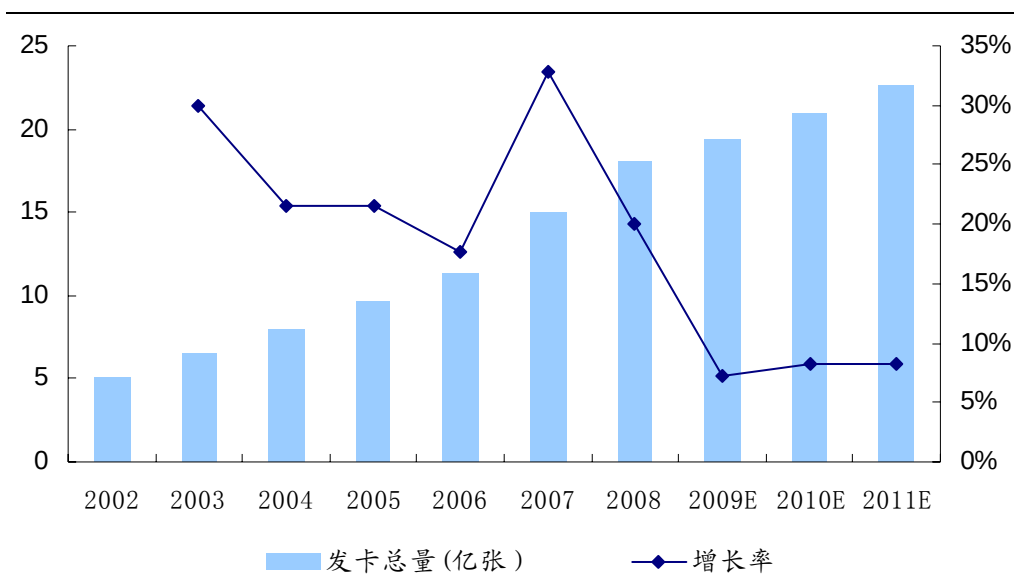
3. 公司最大的发展机遇在于金融 IC 卡

3.1. 金融卡发卡量增长趋缓

目前，公司的主要金融卡业务为金融磁条卡。在大中城市，磁条卡已经接近饱和，到 2008 年底，城镇地区人均持卡 2.97 张。据统计，市场上发行的借记卡，有 82% 的卡片属于“睡眠卡”，每个月被使用的次数不足一次。在信用卡市场，有 36% 的准贷记卡和 38.6% 的贷记卡处于“睡眠”状态。预计未来发卡量难有大幅增长，同时磁条卡价格趋于下降，因此金融磁条卡的市场规模相对稳定。

从金融卡的发卡量来看，未来有小幅的增长。行业性的发展机遇，在于金融卡结构的变化，即金融磁条卡向金融 IC 卡的迁移。

图 8：中国的金融发卡量（即保有量）



资料来源：CCID、渤海证券研究所

3.2. EMV 迁移将带来金融 IC 卡爆发式增长

银行磁条卡存在许多技术缺点，如容量小、容易被磁化、无安全保护、信息易读取和易伪造等。相对于磁条卡，金融 IC 卡在容量（1000 倍）、安全性、多功能应用、可靠性、使用寿命方面优势显著。银行 IC 卡的劣势在于成本较高，磁条卡成本在 0.5 元左右，而 IC 卡成本在 10 元以上。此外，POS 机、ATM 机、后台系统也需要改造成本。

从国际经验和其他行业的 IC 卡应用来看，银行 IC 卡的普及势在必行。IC 卡已在我国电信、公安、社会保障、建设、卫生、税务、交通等多个领域广泛应用，发卡总量逾 40 亿张。金融行业在 IC 卡的应用进程远远滞后于其他行业。

据 EMVCo 官方数据统计，截至 2008 年底，全球 100 多个国家和地区发行的基于 EMV 技术的 IC 卡已达近 9 亿张。全部完成 EMV 迁移的国家达到 30 多个。欧洲

的 EMV 迁移进展最快，欧洲的信用卡已经在逐步地换成 IC 卡，比例已经大约有 60% - 70%。日本、马来西亚、韩国、中国台湾已经开始全国性的迁移。日本智能卡电子支付已经发展到交通、超市、便利店等方面的领域；北美、拉美、中东等地区的迁移也在近两年迅速发展。EMV 迁移有效遏制了银行卡欺诈。在完成 EMV 迁移的国家，实施 EMV 迁移之后，银行卡欺诈率大幅下降。

表 2：全球符合 EMV 标准的 IC 卡发卡量

	2005	2006	2007	2008
全球 EMV 卡部署（亿张）	4.06	5.2	6.8	8.8

资料来源：EMVCo

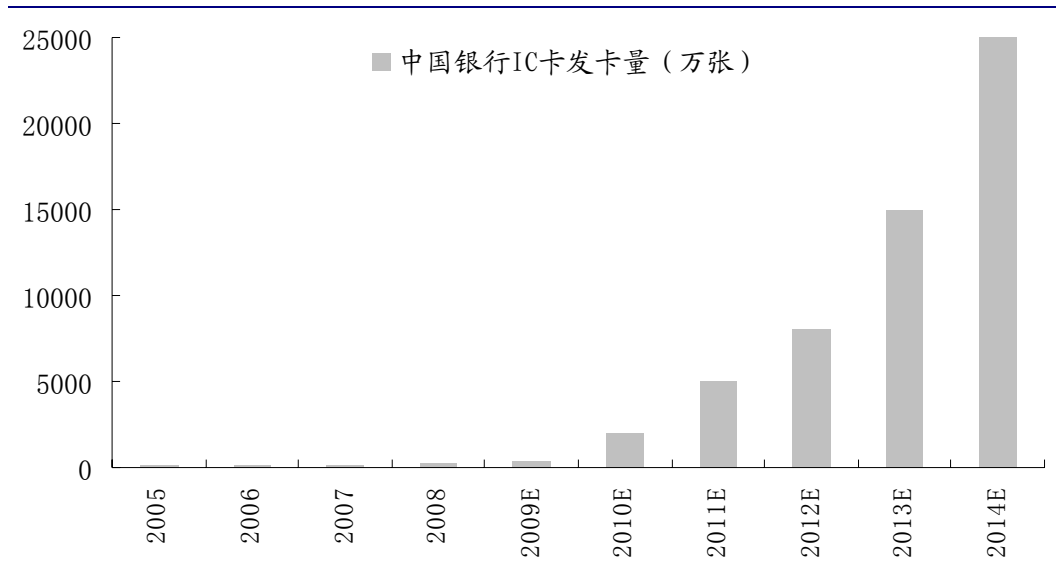
我国银行 IC 卡正处于试点阶段，正在向全面启动推进。中国银行自 2002 年底新购置的 POS 机已经全面符合 EMV 标准，到 2008 年，中国银行 30% 的 POS 机符合 EMV 标准。建设银行从 2003 年开始，订购的 ATM、POS 等终端设备已完全兼容 EMV 标准。2005 年 3 月，人民银行组织商业银行和中国银联，在借鉴 EMV2000 标准的基础上颁布了《中国金融集成电路（IC）卡规范 V2.0》。2005 年 12 月，中国工商银行发行国内第一张符合 EMV 标准的国际信用卡。2007 年 7 月，中国银行对中银长城国际卡进行首批 EMV 迁移升级，成为中国第一家对国际外币信用卡进行全面 EMV 升级的银行。借助 2008 年北京奥运会，主要银行基本完成 EMV 收单系统的改造，以及奥运城市受理终端的改造。

中国银联 2009 年 3 月 23 日在长沙召开的 2009 年区域性银行业机构银行卡年会上表示，发展金融 IC 卡的条件和环境已经具备。

2009 年 9 月初召开的中国国际金融展，银联展出了新一代智能卡手机支付与金融 IC 卡多业务应用平台（N3），并将今年定义为金融 IC 卡元年。

预计未来 5 年将是我国银行 IC 卡爆发式增长的阶段。金融 IC 卡将成为我国智能卡市场新的增长点。中国即将全面展开的 EMV 迁移（银行卡智能化，即从原来的银行磁条卡逐步迁移到 IC 卡）将给金融 IC 卡带来爆发式增长。

图 9：中国银行 IC 卡销量



资料来源：华经视点研究中心、渤海证券研究所

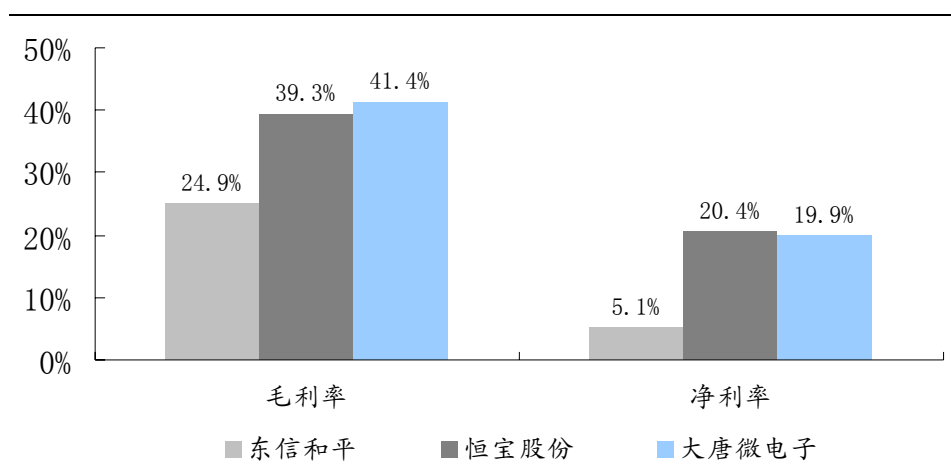
公司最大的机遇在于金融 IC 卡。随着 EMV 迁移的推进，预期 5 年内，我国金融 IC 卡的年需求量将突破 2 亿张，以 20 元每张计，则市场规模可达到 40 亿元。假设公司获得 20% 的份额，则公司仅金融 IC 卡的收入即可达到 8 亿元，是 2008 年公司收入（3.7 亿元）的 2.16 倍。换句话说，金融 IC 卡提供了公司业绩成倍增长的机遇。

4. 盈利预测与投资建议

总结一下，从中长期角度，我们建议关注公司的投资机会，理由有以下几点：

- （1）金融卡行业有较高的门槛，因此金融卡生产商的毛利率可以稳定在较高的水平。金融卡安全性是第一位的，成本是第二位的，在招标时，银行并不一定会选择报价最低的厂商。行业价格竞争并不激烈，毛利率稳定在 50% 以上。
- （2）近三年，通信智能卡行业拥有较确定的成长性，公司的主要客户中国联通、中国电信用户数的增长快于行业水平。公司是直接的受益者。
- （3）EMV 迁移带来金融卡行业暴发增长的可能。公司在金融 IC 卡领域已经有良好的基础。公司 PSAM 卡业务发展充分表明了公司具有良好的 IC 卡开发、供应能力。
- （4）公司盈利能力在行业中处于较高水平。金融卡早期由几家外资企业垄断，后来转由合资企业主导。公司作为该行业少有的民营企业，在成本控制、营销能力、服务质量、开发能力上都拥有优势。目前公司规模还小，未来的成长空间还很广阔。

图 10: 恒宝股份、东信和平、大唐微电子的利润率 (2008)



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所

在对公司 2009-2012 年盈利预测时的关键假设如下表:

表 3: 盈利预测的关键假设

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	37,422	46,639	61,877	79,729	105,534
银行磁条卡	10,591	12,709	12,709	12,709	12,709
通信 IC 卡	8,934	13,108	22,680	27,302	29,576
模块封装	5,627	7,878	10,241	12,289	14,747
通信密码卡	4,408	4,188	3,769	3,392	3,053
金融 IC 卡	2,369	3,866	6,949	17,742	38,235
票证	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
安全产品	450	764	917	1,101	1,321
其他 IC 卡		2,297	2,756	3,307	3,969
其他	2,052	130	156	187	225
毛利率	39.3%	36.1%	34.3%	37.0%	40.4%
银行磁条卡	55.5%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
通信 IC 卡	22.6%	18.6%	20.6%	22.6%	22.6%
模块封装	17.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
通信密码卡	48.1%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%
金融 IC 卡	63.4%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%
票证	43.5%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%
安全产品	27.8%	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
其他 IC 卡		46.2%	46.2%	46.2%	46.2%
其他	47.0%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
C+G 网 2G 用户数 (万)	16,128	20,208	19,608	18,408	16,008
新增 2G 用户 (万)	1,141	4,080	(600)	(1,200)	(2,400)
C+G 网 2G 卡采购量 (万)	21,300	23,618	25,880	24,710	22,370
份额	21%	21%	21%	21%	21%
恒宝股份 2G 卡销售量 (万)	4,473	4,960	5,435	5,189	4,698

均价	2.00	1.90	1.80	1.70	1.60
恒宝股份 2G 卡收入（万）	8,933	9,423	9,783	8,821	7,516
C 网 3G 用户数（万）		400	2,800	5,200	7,600
G 网 3G 用户数（万）		300	2,700	6,300	9,900
C 网 3G 卡量（万）		1,000	3,680	5,000	6,200
G 网 3G 卡量（万）		750	3,660	6,750	8,550
C 网份额		40%	35%	30%	30%
G 网份额		18%	18%	18%	18%
C 网 3G 卡单价		5.50	4.95	4.70	4.47
G 网 3G 卡单价		11.00	9.90	9.41	8.93
C 网 3G 卡收入（万）		2,200	6,376	7,054	8,309
G 网 3G 卡收入（万）		1,485	6,522	11,427	13,751
恒宝股份 3G 卡收入		3,685	12,898	18,481	22,060
金融 IC 卡销量（万）		100	600	3,000	8,000
单价		25.00	22.50	20.25	19.24
份额		22%	22%	22%	22%
PSAM 卡销售收入	2,369	3,316	3,979	4,377	4,377
恒宝股份金融 IC 卡总收入	2,369	3,866	6,949	17,742	38,235

资料来源：渤海证券研究所

预计 2009 - 2011 年公司 EPS 分别为 0.30、0.39、0.58 元。给予 2011 年 25 倍的 PE，目标价 14.5 元，当前股价 9.2 元。给予“买入”评级。

5. 风险提示

风险一：通信智能卡的毛利率继续下降，3G 卡价格竞争加剧。

风险二：中国 EMV 迁移在近 3 年内没有明显启动，国内金融 IC 卡需求小。

风险三：公司在通信智能卡、银行卡的市场份额下降。

分析师覆盖的股票范围

张晓亮：通信行业分析师

重点覆盖上市公司：中国联通、中兴通讯、武汉凡谷、亨通光电、中天科技、烽火通信、三维通信、国脉科技、北纬通信、拓维信息、大唐电信、恒宝股份

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn