



计算机/信息科技

恒宝股份 (002104)

充分受益 EMV 迁移 移动支付带来机会



魏兴耘

0755-23976213

weixy1@gtjas.com

S0880200010167

袁煜明

021-38674633

yuanyuming008092@gtjas.co

S0880110040003

本报告导读:

事件:

- 基于国内 EMV 迁移的可能启动及公司在移动支付方面的有利地位, 我们于 6 月 7 日始, 向客户推荐恒宝股份, 累计涨幅已超过 20%。
- 本报告则较为系统地展示了我们对该公司的最新观点与看法。

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **22.00**

上次预测: 15.00

当前价格: 17.20

2010.06.18

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.54-24.20
总市值 (百万元)	7,579
总股本/流通 A 股 (百万股)	441/276
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	63%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	113

52 周内股价走势图



相关报告

《收购东方英卡 进入移动 SIM 卡采购体	2010.01.22
《电信、金融双受益 稳定增长可期》	2009.04.29
《三次创业尚需时日 卡类业务仍是基石》	2008.06.04
《银行磁条卡业务高速增长》	2007.08.02
《长期增长前景值得期待但仍需时间历	2007.04.23

评论:

1. EMV 迁移: 全面启动在即

1.1. EMV 迁移时间表描述

我们判断国内 EMV 迁移的时间表大致如下: 2010 年底前, 五大国有商业银行全面发行金融 IC 卡; 2012 年年底前, 国内股份制银行全面发行金融 IC 卡; 2015 年 1 月 1 日起, 银行不再单独发行磁卡, 但允许兼具磁条卡功能的 IC 卡存在。至此, 银行卡将全面进入 IC 时代。

我们从有关银行卡厂商调研得知, 相关厂商已接获通知, 着手 EMV 迁移的技术准备。

1.2. EMV 迁移的准备工作已经就序

首先,金融 IC 卡的相关规则已制定、修改完毕。1999 年,央行颁布《中国金融集成电路 (IC 卡规范 1.0 版)》,并于 2005 年 3 月完成修订,形成《中国金融集成电路 (IC 卡规范 2.0 版)》,简称 PBO2.0。该版本的发布实施标志着我国 EMV 迁移有了自己的标准。2010 年 5 月,央行再次修订标准并颁布《中国金融集成电路 (IC 卡规范)》,该修订本在汲取国际先进 IC 卡技术的基础上,也体现了国内金融 IC 卡试点经验。

其次,银联跨行交易系统已支持金融 IC 卡交易的转接与清算。目前,IC 卡的根密钥系统也已建设完成,数十家厂家已通过银行卡检测中心对 IC 卡片、终端产品的检测认证。05 年,2.0 版 IC 卡规范标准公布后,国内包括 ATM、POS 机在内的终端设备已实现磁条卡与 IC 卡的兼容。

1.3. EMV 迁移的必要性

EMV 迁移,即银行磁条卡向银行 IC 卡的转移。IC 卡用内置 CPU 芯片,可存储用户指纹、照片、身份证、密码等多种信息,不易被复制。IC 卡具有独立运算、加解密和存储能力,安全性较之磁条卡有较大提高。IC 卡的复制难度也较磁条卡为大。在应用上,IC 卡与读卡器之间可以采用加密的数据通信方式交换数据,具有很强的安全认证机制,从而大大减少了伪卡犯罪的可能。

EMV 迁移为大势所趋。根据 EMVCo 官方数据统计,截止到 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,近 4 年年复合增长率近 30%。全部完成 EMV 迁移的国家达到 30 多个。

随着国际 EMV 迁移的推进,没有进行 IC 迁移的地区将成为伪卡的主要目标。欧洲万事达维萨组织决定,从 07 年起在欧洲不再对目前仍使用的磁条卡因虚假、伪卡造成的损失承担责任。我国已经具备银行卡 IC 迁移的基础条件。在银行卡组织要求的外因和银行自身防范风险、加强产品竞争力的内因共同推动下,基于国家政策的积极推进,中国全面启动银行卡智能化在即。

2. 公司将是充分受益者

2.1. 公司是国核心银行卡供应商之一

09 年,公司磁条卡类产品的出货量接近 1.6 亿张,对应金额为 1.29 亿元,总体市场占有率为 26.57%,为国内第一大金融卡产品供应商。

我们判断 10 年 1-5 月份,公司磁条卡出货量为 7600 万张。仍保持着超过 26%的市场占有率。

2.2. EMV 迁移路线及潜在市场容量分析

我们判断国内目前银行卡累计发卡量在 20-30 亿张之间,其中信用卡的累计发行量约占 20%左右。如果以发卡主体论,则五大国有商业银行约占国内整体发卡量的 70%强。

我们预计国内银行卡 IC 迁移将根据“先贷记、后借记”原则,首先在全面启动初期,银行发行的新品种贷记卡会采用基于 IC 卡的银行卡,特别是针对高端客户。同时,在银行卡到期更换时,特别是针对活跃贷记卡用户,替换为基于 IC 的新银行卡。后续在此基础上,逐步替换到期的借记卡。并用 5 年的时间完成从磁条卡到 IC 卡的转换。

目前一张 IC 卡的单价为 22-24 元。如果大规模出货,以芯片的可降价幅度,预计单价将降至 5-8 元。则目前国内全部磁条卡转换带来的市场容量约为 100-200 亿之间。如果 5 年内完成,则每年带动的市场容量约为 20-40

亿元。

2.3. 公司受益程度分析

以公司已有的市场占有率计，则公司在 EMV 迁移中可能获得的市场总容量为 26-50 亿元之间，在大规模迁移期间每年获得的市场容量为 5-10 亿元之间。而 09 年公司金融卡的年销售规模仅为 1.59 亿元。仅此一项，公司金融卡对应的销售规模将放大 3 到 6 倍。由于公司金融 IC 卡业务毛利率 61.50% 远高于公司平均毛利率 36.13%，我们预计 EMV 迁移所带动的销售净利率可能在 45% 左右，远高于公司 22% 的平均净利率，则每年新增净利润预计为 4.0 亿。

公司 09 年磁条卡的毛利率为 50.55%，金融 IC 卡的毛利率明显高于磁条卡。在 EMV 迁移大规模启动的情况下，虽然出货单价可能大幅度降低，但基于卡供应商市场结构的基本稳定，预计其毛利率仍将保持较高的水平。出货单价的大幅下降更多反映上游材料成本的单价变动以及规模效应。

3. 移动支付：公司至少是参与者

3.1. 公司同时为电信 IC 卡核心供应商

公司目前是三大移动运营商 IC 卡供应厂商之一。09 年来自于中国电信 IC 卡的采购规模为 2500 万张，其中 3G 卡占中国电信对外采购规模的 26-27%。我们判断公司今年 1-5 月对应中国电信的出货量为 1900 万张，其中 3G 出货量约占中国电信相应采购规模的 51%。

公司同时为中国联通的 IC 卡核心供应厂商。09 年，公司来自于中国联通的 IC 卡采购量为 3500 万张。今年上半年，我们判断来自中国联通的 IC 卡采购量约为 2100 万张。

由于中国移动多年来未启动新一轮的 IC 卡供应厂商选型入围工作，恒宝未获得进入中移动采购体系机会。今年 1 月，公司公告收购东方英卡公司，达成了进入国内最大移动运营商采购体系的目的。目前，东方英卡市场区域覆盖移动北京、上海、天津、山西、安徽、重庆、陕西、河北、山东、福建、广东、广西、江西、湖北等十几个省份。

3.2. 移动支付标准的不确定性与公司关系分析

到目前为止，国内移动支付的标准尚未确定，频率和 CPU 芯片控制权成手机支付核心问题。从发起方来说，人民银行、工信部和企业界，都在制定自己的支付标准。就三大电信运营商而言，在移动支付标准的试点上各不相同。中国移动首先推动了 2.4G 标准，但近期也传出同时不放弃 13.56M 标准的信息。中国电信主要发展 13.56 频段，同时也支持 2.4G 的应用。中国联通分别基于 13.56M 标准的 NFC 及 SIMpass 终端技术方案和基于 2.4G 标准的 RFSIM 终端技术方案，但主要以 SIMpass 为主。

到目前为止，恒宝股份为国内两大 13.56 标准移动支付卡类产品供应厂商之一。09 年来自中国电信的手机支付卡采购量为 15 万张。今年 1 季，相关采购规模为 30 万张。中国联通启动手机支付较晚。今年因世博会向恒宝的卡类产品采购量为 2500 张，占其对外采购量的 50%。

3.3. 公司有可能受益移动支付标准变动

由于目前支付标准之争主要与 2.4G 有关。尚若中移动同时启动 2.4G 和 13.56，或者转为以 13.56 为主，则恒宝作为目前国内两家 13.56 标准下 IC 卡产品供应商之一，则有机会进入中移动的手机支付市场。

由于中移动占据国内手机市场 70% 的份额，恒宝若能借助于手机支付机会，巩固在中国电信、中国联通地位基础上，同时成为中国移动的核心供应商，则在通信 IC 卡领域的市场地位将大幅提高。

4. 公司业务发展的弹性分析

4.1. 更大拓展空间的预计

公司继获得国际 Mastercard 和国际 VISA 组织的 IC 卡片认证之后，又获得银联 IC 卡片封装和 IC 芯片个人化两项资质认证。已完全具备 EMV/PBOC2.0 产品供货能力。并于 09 年末于新加坡成立子公司，为进入国际市场做好准备。

公司目前尚余部分募集资金。我们判断未来有可能投入到与移动支付、物联网相关的项目中。

4.2. 不确定性分析

虽然 10 年，国内五大银行将先后启动 EMV 迁移，但在启动的元年，我们尚不能确定 10 年可能的 IC 卡采购量。对于 10 年的业绩预估，我们仍持谨慎的态度。

目前东信和平、大唐电信仍为中移动 IC 卡核心供应厂商。如果中移动改变原来主推的支付标准，不排除其 IC 卡供应厂商也因应此快速转向 13.56 产品的研发制造。

4.3. 结论

我们认为公司以往的技术积累，特别是在金融、电信两个领域的持续研发投入，有可能决定其在下一个 10 年的发展空间。公司理论上具有快速发展的可能性。调高评级至增持。并视其订单的变动再行考虑上调业绩预期。

作者简介:**魏兴耘:**

厦门大学经济学博士，国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2009年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明:

毕业于清华大学自动化系，工学硕士；2009年7月进入国泰君安，从事计算机行业研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		