



恒宝股份：新产品静待需求爆发

买入 (首次)

投资要点:

- 预计 2011 年 EMV 迁移带来金融 IC 卡需求爆发, 公司受益最直接;
- 公司在 13.56M 领域有优势, 受手机支付方案变动的影响不大;
- MIC 产品的具备很大空间, 将为无线网络创造新商业模式。

报告摘要:

- **公司是我国卡类制造的龙头企业。**公司传统业务包括磁条卡、通信 IC 卡等具备稳健成长的特性。公司占有我国银行磁条卡市场的 26.57% 的市场占有率。通信 IC 卡
- **EMV 迁移即将到来, 公司受益最直接。**公司具有开展银行卡类产品的丰富经验和客户关系。公司在 IC 产业链上布局完整, 技术储备充分, 同时具有 MasterCard、Visa、银联三家机构的生产资质。我们预测 EMV 卡迁移的第一波高峰将在 2011 年出现。
- **公司受手机支付方案变动的影响不大。**手机支付具有成为基础性业务的潜力。但并没有大范围铺开, 亦需静待需求爆发。
- **最新公告: 与中科龙泽合作开发 MIC 产品。**MIC 产品将具备四大特点: 高速宽带接入、用户身份管理、数据安全性、业务承载能力。后面三者则是 MIC 区别于现有的具备 Wi-Fi 联网功能 SD 卡, 也是开启新商业模式的关键。
- **风险提示。**公司多个新产品具有很大的想象空间和不确定性, 因此所面临的风险客观存在。
- **投资建议:**我们认为 2010 年将会是公司的一个转折, 意味着产品结构的调整, 新产品将开始成为公司成长的主要推动力。仅考虑 EMV 迁移在 2011 年出现爆发式增长, 预测公司 2010 年/2011 年/2012 年净利润分别为 1.3 亿元、2.7 亿元、2.9 亿元, EPS 分别为 0.30/0.61/0.66 元, 对应 PE 57.8/28.1/26.2 倍。给予“买入”评级。

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	374.59	425.08	592.14	2,289.21	2,298.37
YoY(%)	6.4%	13.5%	39.3%	286.6%	0.4%
净利润	76.46	93.82	131.31	269.94	289.79
YoY(%)	20.2%	22.7%	40.0%	105.6%	7.4%
净利率(%)	20.4%	22.1%	22.2%	11.8%	12.6%
每股收益 (元)	0.28	0.32	0.30	0.61	0.66

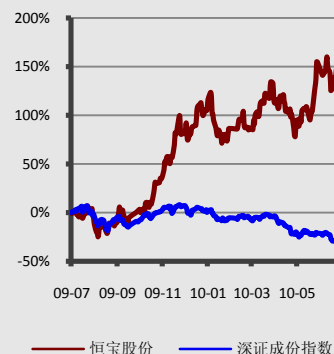
电子行业分析师

李坤阳

电话: (010) 8808 5151

Email: Likunyang@hysec.com

市场表现



基础数据

总股本 (万股)	44064
流通 A 股 (万股)	27579
总市值 (亿元)	76.19
每股净资产 (元)	1.24

市场数据

最新收盘价	17.29
最近一个月涨幅	1%
2010 年动态 PE	57 倍
PB	14 倍

目录

一、投资建议.....	4
二、公司是我国卡类制造的龙头企业.....	5
（一）银行磁条卡龙头地位明显	5
（二）通信 IC 卡优势稳定提升	6
（三）模块封装是公司在智能卡领域向上游延伸的重要部署	6
三、银行 IC 卡：EMV 迁移即将到来，公司受益最直接	7
（一）预计我国的 EMV 迁移在 2011 年大规模启动.....	7
（二）公司将成为 EMV 迁移中最直接的受益者	7
（三）产能扩张迎接需求爆发	8
四、手机支付应用产品：从无到有，空间巨大	9
（一）手机支付具有成为基础性业务的潜力	9
（二）公司受手机支付方案变动的的影响不大	9
五、MIC 产品：为无线局域网创造盈利模式.....	10
（一）最新公告：与中科龙泽合作开发 MIC 产品	10
（二）依托 MIC 产品将产生新的商业模式.....	11
（三）MIC 产品有望成为公司新的业绩增长点	12
六、风险提示	13
七、财务分析和盈利预测.....	13

插图

图 1: 营业收入构成（2009 年）	5
图 2: 毛利构成（2009 年）	5
图 3: 公司主要产品和综合毛利率水平（2009 年）	5
图 4: Eye-Fi 公司的无线 SD 卡及内部构造	10
图 5: SPECTEC 公司: 具备 WiFi 功能的 Mini SD 卡和 MicroSD 卡	10
图 6: MIC 产品的四大特点	12

表格

表 1: A 股可比上市公司相对估值分析	4
表 2: 手机支付标准的对比	9
表 3: 双方合作开发 MIC 产品的主要内容	11
表 4: 可比上市公司主要财务数据对比	13
表 5: 主要产品销售收入预测——受益 EMV, 2011 年金融 IC 卡销售收入大幅增长	14
表 6: 损益表预测	15

一、投资建议

我们认为公司在 10 多年的发展过程中，形成了显著的规模优势、技术优势、客户优势，并表现为优秀的盈利能力和稳健的成长性。同时公司能够很好的把握战略发展方向，以期实现未来长期稳定成长。

公司传统业务包括磁条卡、IC 卡、模块封装等具备稳健成长的特性。公司具备较多潜在增长点。具体包括银行 IC 卡、手机支付产品和 MIC 产品。

从更大的概念看，卡类产品被赋予了身份识别和认证的功能。在信息处理交换过程中，身份的识别和认证必不可少。但安全性和便捷性也逐步成为一对矛盾，公司作为专业的卡类制造商，能够提供一整套的解决方案将是一个重要的发展方向。

最后，公司新产品具有很大的想象空间和不确定性，因此所面临的风险客观存在。

总的来看，我们认为 2010 年将会是公司的一个转折。这个转折意味着产品结构的调整，新产品将开始成为公司成长的主要推动力。

仅考虑 EMV 迁移在 2011 年出现爆发式增长，公司实现大约 1.1 亿张金融 IC 卡的销量，毛利率整体水平明显下滑，同时其他主要经营指标保持稳定的情况下，我们预测公司 2010 年/2011 年/2012 年净利润分别为 1.3 亿元、2.7 亿元、2.9 亿元，分别同比增长 40%、105%、7.4%，EPS 分别为 0.30/0.61/0.66 元，对应 PE 57.8/28.1/26.2 倍。高成长将使估值水平大幅下移，新产品带给公司估值溢价，因此对公司长期看好，并给予“买入”评级。

表 1: A 股可比上市公司相对估值分析

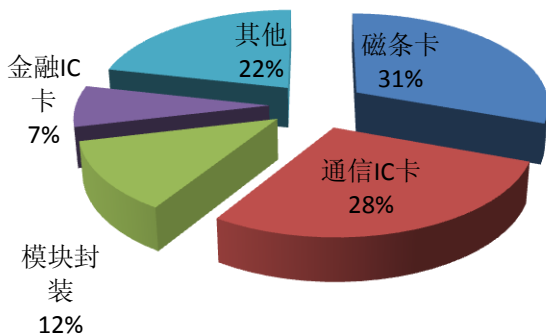
证券代码	证券简称	最新收盘价	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	每股收益(元)				动态 PE(倍)			
		2010-7-14			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002104.SZ	恒宝股份	17.29	4.41	2.76	0.32	0.30	0.60	0.66	54.13	57.63	28.82	26.20
002017.SZ	东信和平	15.55	1.99	1.96	0.16	0.20	0.33	0.40	98.36	77.75	47.12	38.88
600198.SH	大唐电信	17.14	4.39	4.37	0.13	0.20	0.30	0.45	130.94	85.70	57.13	38.09
300077.SZ	国民技术	112.50	1.09	0.22	1.43	1.50	2.10	2.60	78.50	75.00	53.57	43.27

资料来源：宏源证券研究所

二、公司是我国卡类制造的龙头企业

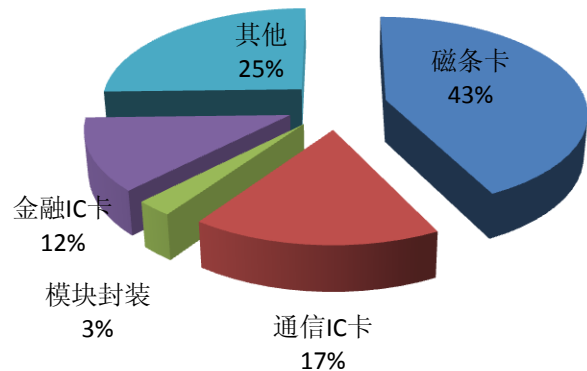
2009 年公司受益于磁条卡、通信 IC 卡、金融 IC 卡业务的拉动，全年实现营收 4.25 亿元，同比增长 13%，净利润 9382 万元，同比增长 23%。2010 年 1 季度公司实现收入 1.08 亿元，同比增长 13%，归属母公司净利润 1687 万元，同比增长 15.8%。

图 1：营业收入构成（2009 年）



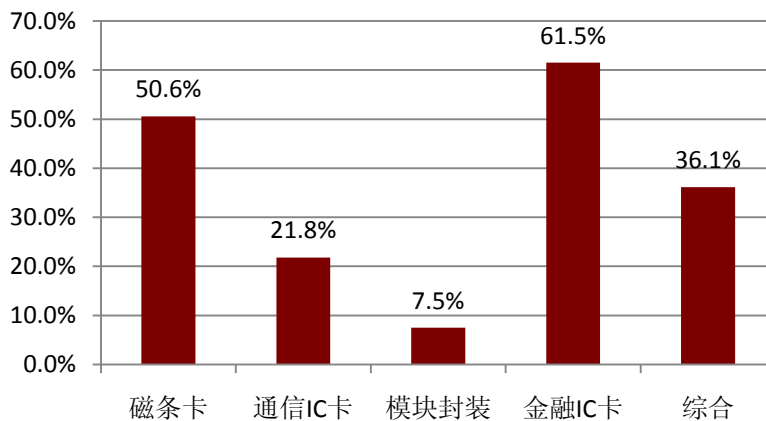
资料来源：公司年报

图 2：毛利构成（2009 年）



资料来源：公司年报

图 3：公司主要产品和综合毛利率水平（2009 年）



资料来源：公司年报

（一）银行磁条卡龙头地位明显

在银行磁条卡领域，市场结构稳定，竞争环境相对温和。公司占有我国银行卡市场的 26.57% 的市场占有率，并和金邦达、捷德、中钞共四家企业，总计达到 95% 的市场占有率。由于规模效应明显，因此行业整体盈利能力较强，并且每年有 10~15% 的自然增长。

2009 年公司银行磁条卡累计销量 1.57 亿张，销售收入 1.29 亿元，同比增长了 21.9%，

是公司最大的一块收入来源，占公司总收入的 30%，毛利率 50.55%。公司银行卡的主要客户是国内银行，另有部分出口。

（二）通信 IC 卡优势稳定提升

公司一直是中国联通和中国电信的 SIM 供应商，达到市场份额第一。今年 1 月份，公司通过收购北京东方英卡 100%（原为凤凰微电子所持有）的股权，从而获得中国移动 SIM 卡供应商的资质。众所周知，中国移动在我国移动通信领域的用户规模最大，因此这一事件将大大扩展公司在国内通信智能卡的市场空间。

2009 年公司通信 IC 卡实现销售收入 1.2 亿元，占总收入的 28.5%，比 2008 年增长了 35%。增速较快是得益于 2009 年为 3G 元年，中国联通和中国电信纷纷加大 3G 用户推广力度。值得说明的是，移动运营商有意培养多家智能卡供货商，以期压制价格，这使得通信 IC 卡商的毛利率普遍较低。2009 年公司通信 IC 卡的毛利率为 21.82%，为行业平均水平，同时下降空间不大。

根据调研情况，2010 年以来公司订单饱满，发卡量大幅超过去年同期。中国电信 2009 年共采购 2500 万张 SIM 卡，其中单价较高的 128k SIM 卡占 28%；2010 年上半年公司来自中国电信的订单总计 2800 万张，而且 128k SIM 卡占了 53%。中国联通 2009 年累计采购 3500 万张，而今年上半年已经完成 2100 万张。另外，虽然刚刚进入中国移动市场，但 1~4 月份已经完成销售额 1400 万元。我们预计今年通信 IC 卡将累计产销 1~1.2 亿张。

（三）模块封装是公司在智能卡领域向上游延伸的重要部署

模块封装生产线属于智能 IC 卡的封装。一方面，封装线使得公司掌握了 IC 卡上游技术，有利于维护公司生产的独立性和品质的稳定性，有利于快速响应市场需求，降低供货期。另一方面，可以提升整体毛利率。模块封装共有 4 条生产线，产能 2 亿片/年，满产条件下能达到 2.4 亿片/年。这些生产线既可以生产自用，又可以加工外销。2009 年完成销售收入 5233 万元，占总收入的 12.3%，略低于 2008 年的 5626 万元。

三、银行 IC 卡：EMV 迁移即将到来，公司受益最直接

(一) 预计我国的 EMV 迁移在 2011 年大规模启动

EMV 迁移是指从传统的磁条卡到 IC 智能卡的过渡，包括从发卡、业务流程、安全控管、受理市场、信息转接等多个环节上实施从银行磁条卡向 IC 卡的技术升级。之所以称为 EMV 迁移，是因为这一迁移过程是按照全球公认的统一标准 EMV2000 标准开展的。而 EMV 标准是由 Europay(已被万事达收购)、MasterCard 和 Visa 三大银行卡组织共同发起制定的。

我国本土化的银行 IC 卡标准是中国人民银行基于 **EMV2000 标准** 颁布实施的。2005 年的标准为《中国金融集成电路 (IC) 卡规范 V2.0》，简称 **PBOC 2.0 标准**。2010 年 5 月中国人民银行又颁布了《**中国金融集成电路 (IC) 卡规范》(2010 年版)**。最新的 2010 年版在尊重 2005 年版的总体架构和技术内容的基础上，增加了非接触式通讯规定和小额支付规范，在应用上修改完善了借贷记功能，增加了自行设计的基于借贷记的小额支付业务，在兼容性、实用性及可操作性、前瞻性上有了进一步发展。

EMV 迁移的必要性体现在安全性和兼容性。目前已经开展 EMV 迁移的国家和地区包括：英国、法国、日本、韩国、马来西亚、泰国等，主要集中在欧洲和亚太地区。在我国，虽然来自银行卡安全性的要求并没有非常紧迫，但已经逐步开始了试点和应用。2005 年 12 月，工行首先发行了第一张符合 EMV 标准的国际信用卡。中国银联和工行还联合推出了牡丹交通卡，发卡量超过 100 万张。另外，2008 年北京奥运会和正在举行的上海世博会都是中国 EMV 迁移的重要推动力。

虽然 EMV 迁移的巨额成本不可忽视，但从诸多迹象表明，大规模迁移的日期已经不远。传统的磁卡技术门槛低，银行卡犯罪的问题突出，而 EMV 标准有效解决了这一问题。MasterCard 和 Visa 组织规定亚太区从 2006 年 2 月开始，将欺诈风险改由发卡行和收单行中未采取 EMV 迁移的一方承担。我国各商业银行已经开始行动，联名卡中的交行世博会卡、工行牡丹交通卡都是 EMV 卡。同时宁波地区的试点已经在应用模式上实践。

因此我们判断我国的 EMV 迁移万事俱备只欠东风，并将在 2011 年大规模展开。

(二) 公司将成为 EMV 迁移中最直接的受益者

2009 年公司金融 IC 卡销售收入实现同比 29% 的增速，达到 3048 万元，毛利率 61.50%，为公司所有产品中最高的一类。

作为我国最大的银行磁条卡制造企业之一，公司具有开展银行卡类产品的丰富经验和客户关系。公司在 IC 产业链上布局完整，技术储备充分，同时具有 MasterCard、Visa、银联三家机构的生产资质。公司已经做好准备，但将耐心等待。在当前时期，公司将先抓出口，积累经验，以期为国内金融 EMV 卡的应用提供成熟而且完整的产品和方案。目前公司已经获得来自俄罗斯的小规模订单。

公司现有产品线虽然能够满足当前的订单需求，但未来必将遇到产能瓶颈，扩产或许是一个不可避免选择。另外，随着规模的扩张，我们认为银行 IC 卡产品毛利率面临回落，

达到银行磁条卡的毛利率水平甚至更低。目前一张磁条卡单价 0.85~0.90 元,而金融 IC 卡可以达到 20~26 元/张。未来实现大规模供货,预计单价会稳定在 15 元/张。

金融 IC 卡替代磁条卡客观上会导致磁条卡产销量的降低。从现在算起,磁条卡和金融 IC 卡共存的情况将持续大约 5 年时间。到 2015 年,磁条卡将彻底退出历史的舞台。

在整个过程中我们更加关注是起跑阶段。因为一旦某家商业银行开始大规模发放金融 IC 卡,将迫使其他主要的商业银行纷纷追赶。从无到有的过程,也是争先恐后争夺客户资源的过程,从而形成第一波也是最大一波的需求高峰,而后进入平稳期。我们预测这第一波高峰将在 2011 年内到来。

(三) 产能扩张迎接需求爆发

目前公司 IC 卡产能为 40 万片/天,年产量在 1.3~1.4 亿片。从生产的角度,公司的产品线并不明确区分所加工 IC 卡的功能。因此一条线既可以生产通信 IC 卡,也可以生产金融 IC 卡。公司的扩产计划是到 2010 年年底再新增 40 万片/天的产能,达到 80 万/天。

从潜在需求分析,我国银行磁条卡累计达到 20 多亿张,假设在未来 5 年时间内,平均每年 4 亿张卡的需求。公司仍然维持在磁条卡领域的市场地位,达到 25%以上的市场占有率,则意味着公司将获得平均每年 1 亿张银行 IC 卡的订单,和至少 15 亿元的营业收入。

考虑到初期的爆发性增长,公司当前产能扩张计划完成后将基本满足未来的市场需求。

四、手机支付应用产品：从无到有，空间巨大

国内移动支付的产业链已经初步形成，正在成为移动通信新业务的重要组成部分。

——工信部

（一）手机支付具有成为基础性业务的潜力

虽然手机移动支付的国家标准尚未出台，但目前移动支付主流的标准有三个：采用 13.56M 频率的 NFC(近距离通信)和 SIM Pass(渥奇的解决方案)和 2.4G 标准的 RF-SIM。

表 2：手机支付标准的对比

	主要特点
13.56M 技术	广泛应用在交通、金融、社保、加油、政府、市民卡等非接触卡片领域。产业链成熟，兼容性更强，基本上无需对现有机具做改动，部署成本低。
2.4G 技术	集成度更高，天线、芯片等集成到 SIM 卡上，可以加载更多的功能。但铺设成本高。中国移动暂缓推动 2.4G 标准的移动支付业务。

资料来源：宏源证券研究所

13.56M 标准的主推机构有中国银联（采用渥奇的 SIM Pass 解决方案）、中国电信、中国联通（采用 NFC 方案）等。中国移动之前主打 2.4G 标准的应用，但目前中国移动在一些地区开始暂停 2.4G，而向 13.56M 标准倾斜。

用户数据表明手机支付正在爆发式的增长。中国银联数据显示，截至 2009 年年底，手机支付定制用户总量突破 2100 万户，全年交易金额和交易笔数同比增长 56.6% 和 20%；新一代智能卡手机支付在上海、山东、宁波、四川、湖南、深圳等地展开试点，初步建成移动支付、远程商圈和空中下载等应用平台；100 多家商业银行签署了加入中国银联互联网安全支付平台的协议，44 家已完成接入，全年互联网交易额同比增长 60%；固定电话支付终端 60 万台，全年交易金额和交易笔数分别增长 178.6% 和 120.3%；在厦门正式商用的数字电视机顶盒支付月均交易金额达到 1300 万元。

（二）公司受手机支付方案变动的影响不大

技术标准之争并不对公司造成明显影响。这主要是因为公司处在产业链的下游。

在 13.56M 技术上，公司具有天线技术和自主开发的 COS 系统。而且公司完全可以自己实现模块的封装。但是订单情况并没有如预期放量，而且仅仅来自中国联通。

在 2.4G SIM 卡上，公司订单在经历了第二季度的下滑后，目前略有回暖。2010 年 1~6 月份。累计订单 40 万张。预计下半年仍能达到这一数量水平。这与运营商开展封闭应用环境的 2.4G 业务有关。公司在中国电信 2.4G SIM 卡产品上的占有率达到 90%。

从以上数据可以看出，手机支付应用并没有大范围铺开，消费者的支付习惯也需要一定时间来培养，因此亦需等待市场培育和需求爆发。

五、MIC 产品：为无线局域网创造盈利模式

(一) 最新公告：与中科龙泽合作开发 MIC 产品

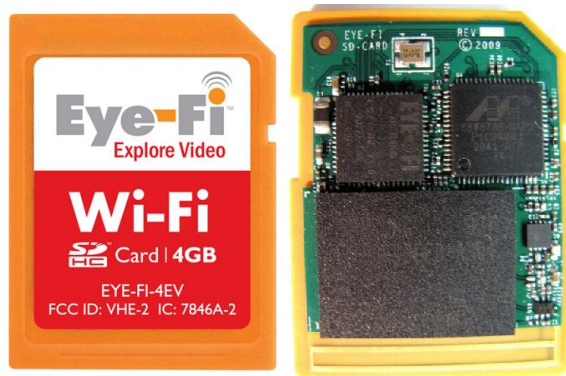
根据公司最新公告，中科龙泽信息公司与恒宝股份签订战略合作协议，以及组建无线宽带及智能移动存储技术联合实验室的协议。

MIC 简介：

MIC 即智能移动存储设备 (Mobile Internet Card)，芯片最终以 SD 卡为产品形态，采用先进的 SIP 封装技术，在极小的面积上集成包括天线、无线宽带接入模块、大容量闪存等器件。最小的 Micro SD 卡尺寸为 15*11*1.0 mm。

目前市面上已经有了类似产品，但售价是普通 SD 卡的 10 倍以上。比如 Eye-Fi 公司的无线 SD 卡以及 SPECTEC 的相关产品，但还未大规模上市。一个普通的 4G 容量的 SD 卡售价在 50~80 元，而 Eye-Fi 的 4G 容量同时带有 Wi-Fi 功能的 SD 卡售价在 880 元人民币。

图 4: Eye-Fi 公司的无线 SD 卡及内部构造



普通 SD 卡实际尺寸
32*24*2.1mm

SD 卡内部包括了无线
网络芯片、存储芯片、
晶振、天线等

资料来源：互联网公开信息

图 5: SPECTEC 公司：具备 WiFi 功能的 Mini SD 卡和 MicroSD 卡



Mini SD 卡实际尺寸
21*20*1.4 mm

Micro SD 卡实际尺寸
15*11*1.0 mm

资料来源：SPECTEC 公司网站

表 3：双方合作开发 MIC 产品的主要内容

双方职责

恒宝股份	二次开发：开发基于 MIC 系列产品的特定行业应用、产品测试设备开发、产品个性化开发测试、销售等。
中科龙泽	负责 MIC 核心产品的开发：负责设计和开发 MIC 系列硬件产品、操作系统和驱动等底层软件、OS 与应用软件的接口协议等，同时与恒宝股份共同负责 MIC 系列产品的市场拓展工作，配合公司的产品销售工作。

合作目的

完成 MIC 系列产品的行业应用开发和产业化，推动 MIC 系列产品在中国乃至全球通信行业的规模应用。

知识产权

合作建立后，MIC 产品针对电信市场进行的应用开发过程中的新产生的知识产权归双方共同拥有；任何授权第三方使用的行为，都需要得到双方的书面许可。

资料来源：公司公告

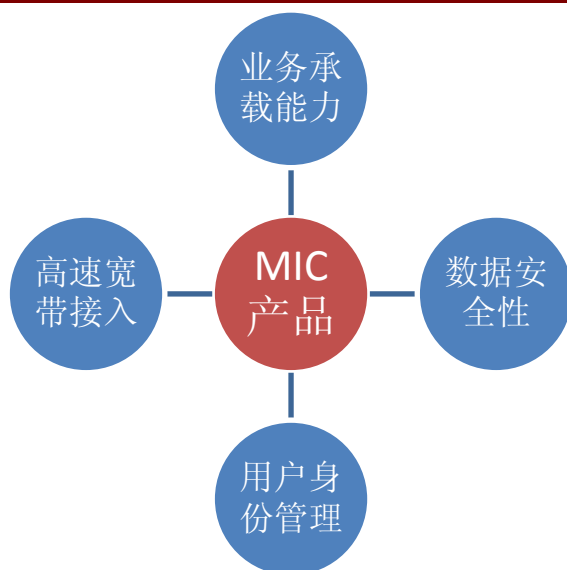
中科龙泽背景资料：

中科龙泽信息科技有限公司是中科芯集成电路股份有限公司控股子公司。中科芯是中国电科集团旗下专注于 IC 业务的高科技企业。公司以承担国家级科技重大专项为重要契机，面向电信业开发新型智能移动存储产品，为电信运营商和信息服务提供商（SP）提供新型无线宽带网络业务承载和运营支撑平台。在微电子、移动互联网、宽带无线通信、智能存储控制等领域具备核心关键技术。

（二）依托 MIC 产品将产生新的商业模式

MIC 将超越其他无线 SD 卡。通过公告信息看出，MIC 产品将具备四大特点：高速宽带接入、用户身份管理、数据安全性、业务承载能力。后面三者则是 MIC 区别于现有的具备 Wi-Fi 联网功能 SD 卡，并开启新商业模式的关键。

图 6: MIC 产品的四大特点



资料来源：宏源证券研究所，公司公告

基于 MIC 的用户身份管理和数据安全性，可以开发出新的无线互联网业务和运营支撑方案。这将打破运营商对传统移动终端的依赖，开启一个全新的互联网运营时代。

扩展消费电子产品的 WLAN 功能。比如数码相机、MP4 仅通过简单地插入 MIC 产品便可获得 WLAN 功能，并以无线方式实现数据传输。

电信运营商基于 MIC 可以实现用户管理和业务开展。这将促进运营商更快加大 WLAN 建设，作为 3G 移动通信网的补充。

（三）MIC 产品有望成为公司新的业绩增长点

MIC 产品应用广泛，市场广阔。SD 卡插槽为通用接口，这将使所有的支持 SD 卡的设备拥有联网功能，而不需要更换设备本身。仅考虑 7 亿手机用户，就有接近 7 亿张的市场空间（大部分手机和所有新款手机都支持 SD 卡扩展）。

公司在客户资源、开发测试、个人化应用等领域优势明显，并具有延续性。公司在通信 IC 卡业务上具有的优势，反映出公司和电信运营商之间稳定和信赖的客户关系。通信 IC 卡和银行 IC 卡都需要开发测试、个人化应用，其中许多生产经验可以借鉴。最后，这次合作产生的成果将为双方共同拥有，且具有排他性。这有利于公司保持先发优势和技术壁垒。

公司未来 MIC 产品的出货量将主要决定于来自客户的订单。而订单情况又取决于运营商开展新业务、开发新客户的进度。最后 MIC 产品的应用是否成功，能否达到理想的规模，又取决于公司和中科龙泽的合作和开发成果是否符合预期。因此，落实到每一年的数量，当前较难以测算。而这一产品值得今后密切跟踪。

六、风险提示

- ✧ 银行卡的 EMV 迁移大规模展开的时点具有不确定性。
- ✧ 运营商开展手机支付业务可能不及预期。
- ✧ MIC 产品开发进度不及预期的风险。

七、财务分析和盈利预测

我们对比了恒宝股份和东信和平、大唐电信、国民技术的主要财务指标。

公司财务结构非常稳健，盈利能力突出，近年来净利润稳步增长，经营情况良好。

表 4：可比上市公司主要财务数据对比

证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
	2007A	2008A	2009A	1Q2010	2007A	2008A	2009A	1Q2010	2007A	2008A	2009A	1Q2010
恒宝股份	14.85	17.67	18.31	3.05	34.3395	39.34	36.10	36.22	18.05	20.41	22.07	15.57
东信和平	9.54	9.32	5.35	1.47	19.9075	24.93	24.08	27.34	5.39	5.07	4.12	5.55
大唐电信	8.57	12.02	12.52	-3.08	24.1485	25.28	22.71	17.58	1.85	3.56	3.46	-0.64
国民技术	29.36	34.21	75.48	23.06	28.8960	38.68	43.95	50.28	9.05	11.03	25.10	30.80
证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
	2007A	2008A	2009A	1Q2010	2007A	2008A	2009A	1Q2010	2007A	2008A	2009A	1Q2010
恒宝股份	20.29	14.77	7.67	10.39	5.11	4.40	9.81	7.96	4.50	3.69	7.83	6.28
东信和平	30.91	28.26	22.58	25.28	2.13	2.44	3.51	3.20	1.03	1.31	2.68	2.30
大唐电信	87.83	84.66	79.47	79.04	0.99	0.94	1.07	1.07	0.70	0.67	0.76	0.73
国民技术	52.36	44.97	35.02	33.24	1.70	2.07	2.69	2.85	1.02	1.60	1.96	2.02
证券名称	营业总收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业总收入(亿元)			
	2007A	2008A	2009A	1Q2010	2007A	2008A	2009A	1Q2010	2007A	2008A	2009A	1Q2010
恒宝股份	41.12	6.36	13.48	13.05	44.99	32.21	15.60	15.83	3.52	3.75	4.25	1.08
东信和平	41.50	8.70	-9.94	6.05	84.04	3.08	-24.73	5.00	7.72	8.39	7.64	1.90
大唐电信	14.20	9.62	18.66	4.00	104.32	43.62	25.91	-331.18	24.69	27.06	32.11	7.52
国民技术	28.71	45.74	112.97	166.38	102.33	88.69	384.83	285.64	1.50	2.19	4.66	1.88
证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
	2007A	2008A	2009A	1Q2010	2007A	2008A	2009A	1Q2010	2007A	2008A	2009A	1Q2010
恒宝股份	5.38	4.27	3.92	0.81	8.61	7.37	7.30	1.27	0.61	0.81	0.94	0.17
东信和平	3.44	3.16	3.20	0.75	7.74	6.93	5.36	1.11	0.41	0.42	0.31	0.10
大唐电信	2.11	2.48	3.18	0.81	2.19	2.90	3.60	0.81	0.32	0.46	0.57	-0.15
国民技术	2.96	3.62	4.26	0.92	7.20	9.61	9.21	1.98	0.14	0.24	1.17	0.58

资料来源：宏源证券研究所

需要说明的是，在众多 A 股上市公司中，和公司主营业务最为相近的是东信和平。但二者仍然有很大差异。恒宝股份是银行磁条卡的主要供应商，并因此而保证高盈利能力。而东信和平主营智能卡产品，特别是在通信 SIM 卡领域，是中国移动的最大供卡商。大

唐电信的优势在于拥有完整的智能卡产业链。大唐微电子贯穿智能卡的设计、制造、封装、测试。随着 EMV 迁移、物联网应用的推进，恒宝股份、东信和平、大唐电信将直接竞争，三者的业务趋同。国民技术作为芯片设计公司位于集成电路产业的最上游，也是利润率最高的环节。而在手机支付领域，恒宝股份和东信和平所处的卡类生产和个人化业务，属于芯片设计的下游。

不考虑手机支付、MIC 产品的影响，仅考虑 EMV 迁移在 2011 年爆发，公司实现大约 1.1 亿张金融 IC 卡的销量，毛利率明显下滑，同时其他主要经营指标保持稳定的情况下，我们预测公司 2010 年/2011 年/2012 年净利润分别为 1.3 亿元、2.7 亿元、2.9 亿元，分别同比增长 40%、105%、7.4%，EPS 分别为 0.30/0.61/0.66 元。

表 5: 主要产品销售收入预测——受益 EMV，2011 年金融 IC 卡销售收入大幅增长

销售收入 (万元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
磁条卡	9008.4	10590.7	12906.6	14842.6	14842.6	14842.6
通信 IC 卡	12132.9	8933.8	12074.2	26250.0	33600.0	33600.0
金融 IC 卡	0.0	2368.6	3048.2	3600.0	165000.0	165000.0
模块封装	0.0	5626.9	5232.9	5232.9	5232.9	5232.9
其他	10983.0	9901.7	9121.6	9121.6	9577.7	10535.4
合计	32124.2	37421.6	42383.5	59047.0	228253.1	229210.9
同比增长 (%)		08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
磁条卡		17.6%	21.9%	15.0%	0.0%	0.0%
通信 IC 卡		-26.4%	35.2%	117.4%	28.0%	0.0%
金融 IC 卡		0.0%	28.7%	18.1%	4483.3%	0.0%
模块封装		0.0%	-7.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他		-9.8%	-7.9%	0.0%	5.0%	10.0%
合计		16.5%	13.3%	39.3%	286%	0.4%

资料来源：宏源证券研究所

表 6: 损益表预测

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	374.59	425.08	595.12	2,297.15	2,308.63
YoY(%)	6.4%	13.5%	39.3%	286.0%	0.4%
减: 营业成本	227.23	271.63	374.92	1,653.95	1,639.13
YoY(%)	-1.7%	19.5%	38.0%	341.1%	-0.9%
毛利率(%):	39.3%	36.1%	37.0%	28.0%	29.0%
营业税金及附加	2.01	2.88	4.17	16.08	16.16
占主营业务的比例(%)	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
资产减值损失	1.64	0.20	0.00	0.00	0.00
资产减值损失率(%)	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	29.04	31.55	44.63	172.29	175.46
管理费用	41.47	31.32	41.66	165.39	161.60
财务费用	-4.30	-1.48	0.00	0.00	0.00
费用率(%)	17.7%	14.4%	14.5%	14.7%	14.6%
营业费用率(%)	7.8%	7.4%	7.5%	7.5%	7.6%
管理费用率(%)	11.1%	7.4%	7.0%	7.2%	7.0%
财务费用率(%)	-1.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	77.31	88.99	129.74	289.44	316.28
YoY(%)	9.2%	15.1%	45.8%	123.1%	9.3%
营业利润率(%)	0.21	0.21	0.22	0.13	0.14
加: 营业外收入	19.78	19.88	20.00	20.00	20.00
减: 营业外支出	3.25	1.02	1.00	1.00	1.00
利润总额	93.85	107.85	148.74	308.44	335.28
减: 所得税	17.39	14.03	16.87	37.63	44.28
所得税税率(%)	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
实际税率(%)	18.5%	13.0%	13.0%	13.0%	14.0%
净利润	76.46	93.82	131.87	270.81	291.00
YoY(%)	20.2%	22.7%	40.6%	105.4%	7.5%
净利率(%)	20.4%	22.1%	22.2%	11.8%	12.6%
归属于母公司所有者的净利润	81.16	93.82	131.87	270.81	291.00
YoY(%)	32.2%	15.6%	40.6%	105.4%	7.5%
每股收益 (元)	0.28	0.32	0.30	0.61	0.66

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

李坤阳: 宏源证券研究所电子行业研究员, 清华大学工学硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。