

天喻信息 (300205)

产品全面的智能卡商，金融 IC 卡具有先发优势

——天喻信息询价定价分析


 康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

S0880511010009

本报告导读:

天喻信息为我国专业的智能卡提供商，产品线较为全面。金融 IC 卡和 CMMB 卡为推动公司收入增长主要来源，公司在两项领域竞争地位和先发优势明显。

投资要点:

- **专业智能卡产品提供商，产品线丰富。**天喻信息专业从事智能卡产品及相关应用系统的研发、生产、销售和服务。公司产品线较为全面，主要应用在通信、金融与电子支付、移动多媒体广播电视、税务、社保、石化加油等领域。公司 2010 年实现营业收入 5.3 亿元，净利润 5211.3 万元，通信智能卡、金融 IC 卡和 CMMB 卡收入占比位居前三，分别为 33.7%、25.0%和 13.8%。
- **通信卡市场发展稳定，金融 IC 卡等新应用领域值得期待。**通信行业为智能卡最主要应用领域，卡发卡总量的 75%左右。现阶段市场规模和竞争格局基本稳定。金融 IC 卡、CMMB 卡等新领域发展潜力较大，同时也为公司收入增长贡献最大两项业务。公司在此两项领域竞争地位和先发优势明显。
- **同行业公司相比，公司规模较小，利润率水平居中流。**2009 年来算，公司收入规模为东信和平的 47%，为恒宝股份的 85%。毛利率为 33.6%，高于东信和平 (24.1%)，与恒宝股份 (36.1%) 较低。
- **募投项目为现有业务的深化与拓展。**将进一步巩固公司在银行 IC 卡和 CMMB 有条件接收卡市场原有的先发优势，提高公司智能 SD 卡和 RF-SIM 卡等产品的生产能。
- **预计公司通信卡业务将保持稳定增长，金融 IC 卡、CMMB 卡等新业务将成为公司快速增长的主要动力。**由于新业务毛利率较高，因此公司未来整体毛利水平呈上升趋势。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.98、1.42、1.99 元。确定公司询价区间为 39.83-45.52 元，对应 2011/2012 年 PE 值为 41-46 倍/28-32 倍。上市首日定价区间为 43.81-50.07 元。
- **风险因素：**国内银行卡 EMV 迁移节奏与力度低于预期；新市场竞争趋于激烈，公司无法保持原有竞争优势。

建议询价区间

39.83-45.52

上市首日定价区间

43.81-50.07

2011.04.08

发行上市资料

总股本 (万股)	5,973
发行量 (万股)	1,991
发行日期	2011.04.12
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	长江证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.85
净资产收益率 (%)	22.6%
资产负债率 (%)	60.5%

主要股东和持股比例

华工创投	36.1%
光谷基金 (SS)	24.9%
产业集团 (SS)	8.4%
和瑞投资	6.7%
钻石投资	2.2%
张新访	2.2%
向文	2.0%
王同洋	2.0%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	331	359	528	742	1,027
(+/-)%	#REF!	8.6%	46.9%	40.6%	38.4%
经营利润 (EBIT)	33	44	64	97	136
(+/-)%	#REF!	32.6%	44.6%	51.3%	40.3%
净利润	23	32	52	78	113
(+/-)%	#REF!	41.1%	62.0%	49.7%	45.2%
每股净收益 (元)	0.29	0.40	0.65	0.98	1.42
每股股利 (元)	0.05	0.05	-	-	-

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简介：专业智能卡产品提供商，产品线丰富

天喻信息是一家专业从事智能卡产品及相关应用系统的研发、生产、销售和服务的高新技术企业。产品线较为全面，主要应用在通信、金融与电子支付、移动多媒体广播电视、税务、社保、石化加油等领域。2008-2010年，智能卡产品营业收入占公司营业收入的比例分别是96.1%、91.2%和91.7%。除此之外，公司还提供智能卡应用系统相关产品，根据特定客户需求开发与智能卡应用相关的软件产品、后台系统、增值服务。

公司2010年实现营业收入5.3亿元，净利润5211.3万元，2008-2011年收入和净利润年均复合增长率分别为26.3%和51.2%。收入构成方面，通信智能卡、金融IC卡和CMMB卡收入占比位居前三，分别为33.7%、25.0%和13.8%。按趋势来看，通信智能卡收入占比不断下降，金融IC卡、CMMB卡和城市通卡收入占比提高较为显著。

图 1：公司 08-10 年收入与净利润增长情况

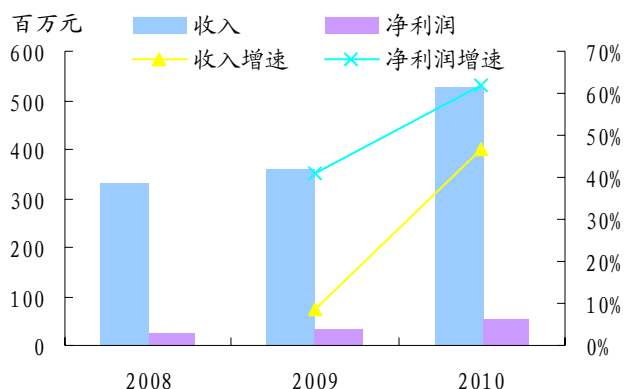
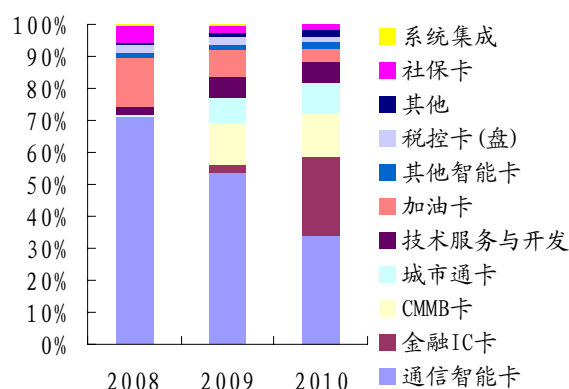


图 2：公司业务结构变化



数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

核心管理人员持股有利于公司稳定发展。华中科技大学为公司的实际控制主体。按发行前股本计算，华中科技大学通过产业集团和华工创投控制公司的股份比例为44.48%。公司高管与核心人员持股比例（发行前）合计达到15.1%，公司成功上市后激励效果比较明显，有利于公司长期发展。

表 1：发行前后公司股本结构变化

	本次发行前		本次发行后	
	股份数 (万股)	持股比例	股份数 (万股)	持股比例
华工创投	2,154.0	36.1%	2,154.0	27.1%
光谷基金 (SS)	1,487.5	24.9%	1,338.9	16.8%
产业集团 (SS)	502.7	8.4%	452.4	5.7%
和瑞投资	400.0	6.7%	400.0	5.0%
钻石投资	131.9	2.2%	131.9	1.7%
张新访	133.8	2.2%	133.8	1.7%
向文	121.3	2.0%	121.3	1.5%
王同洋	119.5	2.0%	119.5	1.5%

朱建新等 36 位自然人	922.3	15.4%	922.3	11.6%
全国社会保障基金理事会(SS)	-	-	199.1	2.5%
社会公众股	-	-	1,991.0	25.0%
合计	5,973.0	100.0%	7,964.0	100.0%

数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

2. 行业分析：通信卡市场发展稳定，金融 IC 卡等新应用领域值得期待

我国智能卡行业属于新型行业，主要由国家金卡工程建设不断推动。目前，智能卡已在我国通信、公安、税务、社保、金融、旅游、石油石化、建设及公用事业等许多领域得到广泛应用，总发卡量已达 40 多亿张。

2.1. 通信卡行业发展与竞争格局均趋稳

通信行业为智能卡最主要应用领域，累计发卡量已超过 30 亿张，占我国智能卡发卡总量的 75%左右。现阶段年采购量大约为 8 亿张，基本保持稳定。今后的发展驱动来自于移动用户数的增长，3G 用户渗透率的提高，和如 RF-SIM 卡等新业务开展带来的需求。

通信 SIM 卡产品发展已经较为成熟，其市场竞争格局也比较稳定。东信和平、雅思拓和大唐微电子为中国移动最主要的 SIM 卡供应商，而北京华虹、恒宝股份和上海斯科则为中国联通最主要的 SIM 卡供应商。天喻信息在中移动和中联通 SIM 卡采购份额基本稳定在 7% 和 10%左右。

图 3： 2009 年中国移动 SIM 卡采购份额

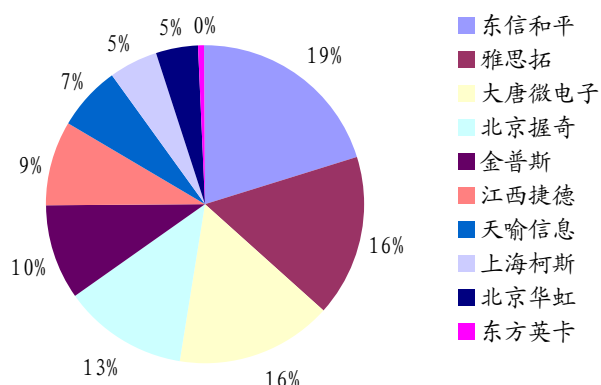
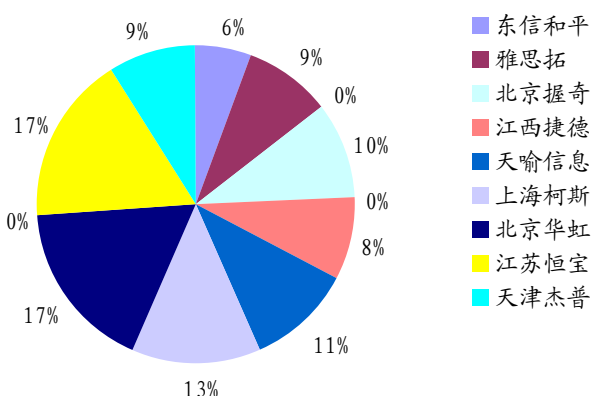


图 4： 2009 年中国联通 SIM 卡采购份额



数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

通信卡业务对于公司今后的发展意义在于，通过与运营商良好的合作关系，能够较为顺利的参与运营商新业务（如 RF-SIM 卡）和增值服务的推广（如，中移动“无线城市”工程）。

2.2. 金融领域智能卡应用属于起步阶段，公司先发优势明显

智能卡在金融领域的应用主要指金融 IC 卡的推广应用，也即是银行磁条卡的 EMV 迁移。根据银联数据，2010 年底我国银行卡存量为 25.55 亿张，90%以上为磁条卡，迁移市场巨大。金融 IC 卡迁移的驱动因素，表现为安全因素和成本因素的双重推动，而根本则在于央行希望籍此来加强对于国内支付系统的控制（IC 卡不再允许双币卡）。

表 2：中国人民银行 2011 年 3 月最新规划的 EMV 迁移时间表

时间安排	主要目标
2011 年 6 月	工、农、建、中、交和招行、邮储银行为主的国有商业银行应在 2011 年 6 月底前开始发行 IC 卡
2013 年 1 月 1 日	全国性商业银行均应在 2013 年 1 月 1 日后发行 IC 卡
2015 年 1 月 1 日	自 2015 年 1 月 1 日起，所有经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡均应为金融 IC 卡

数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

中国工商银行为最早实施金融 IC 卡后台系统改造和 IC 卡推广的银行，其 IC 卡供应商主要有天喻信息与雅思拓。公司 2008 年正式入围工商银行采购，2009 年采购份额则达到 53%。2010 年 5 月工行最新一轮招标中，仅公司中标入围。公司在最先推广金融 IC 卡产品的工行采购中表现优异，在金融 IC 卡普及趋势下具有明显先发优势。

图 5：2008 年工行金融 IC 卡采购公司份额

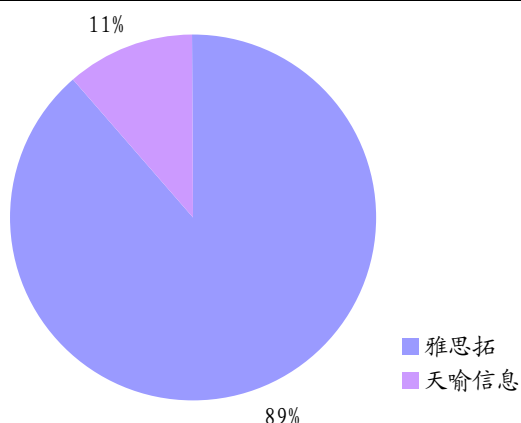
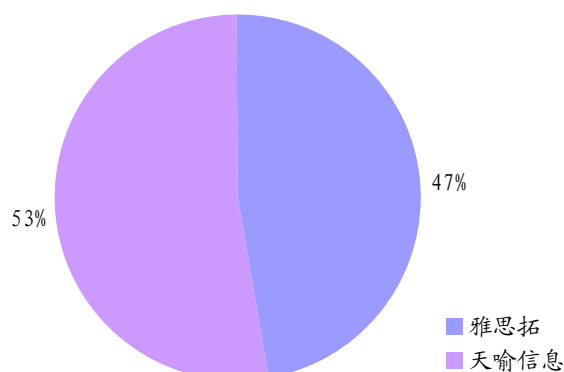


图 6：2009 年工行金融 IC 卡采购公司份额



数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

2.3. 其他智能卡市场分析

公司涉猎智能卡应用领域较为广泛，除通信卡和金融 IC 卡外，公司同时从事 CMMB 加密卡、城市通卡、社保卡、税务卡等产品的研发与销售。而对公司收入增长贡献较大的，除金融 IC 卡外，主要有 CMMB 加密卡和城市通卡。

CMMB 加密卡为 CMMB（移动广播电视）业务实施基础。CMMB

为三网融合示范业务，未来发展将成加速趋势。公司为中广传媒 CMMB 加密卡独家供应商，并为中移动 MBBMS 手机电视卡供应商，行业优势地位明显。

城市通卡的发展伴随着城市信息化的推进。我国公用事业领域目前还在广泛使用的 IC 卡，数量超过 1.5 亿张，其中绝大部分仍是 M1 卡。今后向 CPU 型城市通卡迁移为主要趋势，公司为 CPU 型城市通卡主要供应商，2009 年市场份额达到 34%。

表 3：公司收入增长贡献来源

	2009 vs. 2008		2010 vs. 2009	
	绝对增量 (百万元)	贡献率	绝对增量 (百万元)	贡献率
通信智能卡	-42.5	-148%	-14.3	-8%
金融 IC 卡	8.9	31%	121.9	72%
CMMB 卡	46.3	161%	26.4	16%
城市通卡	26.0	90%	20.4	12%
技术服务与开发	17.2	60%	7.7	5%
加油卡	-22.6	-79%	-4.2	-3%
其他智能卡	2.0	7%	3.8	2%
税控卡(盘)	1.1	4%	1.5	1%
社保卡	-9.2	-32%	0.6	0%
系统集成	-0.4	-1%	-0.2	0%
其他	2.1	7%	5.0	3%

数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

表 4：公司竞争地位形势

涉及产品/行业	行业竞争情况和公司竞争地位
通信智能卡	1. 传统 SIM 卡：在中移动和中联通 SIM 卡采购份额基本稳定在 7%和 10%左右，竞争地位较为稳定； 2. 移动支付卡：中移动 RF-SIM 卡三家供应商之一，也是其 13.56M 方案的三家供应商之一。
金融 IC 卡	1. 2007-2009 年，天喻与雅斯拓为工行金融 IC 卡供应商，2009 年份额占比为 53%； 2. 2010 年 5 月起，天喻成为工行金融 IC 卡独家供应商。
CMMB 加密卡	1. 中广移动移动多媒体广播电视机卡分离有条件接收卡独家供应商； 2. 中移动 MBBMS 手机电视卡（机卡分离式和嵌入式）供应商。其中，机卡分离式产品与大唐微电子为主要供应商，天喻占据约 90%市场份额。嵌入式产品落后于东信和平和金普斯。
城市通卡	1. 北京握奇、东信和平、捷德公司和金邦达为主要竞争对手； 2. 2009 年份额达到 34%；2008 年、2009 年和 2010 年 1—6 月年公司城市通卡合计市场份额为第一名。
加油卡	1. 2010 年 6 月获得中石油加油卡供应商资格； 2. 自 2005 年底以来一直为伊朗国家石油公司石油卡和系统的独家供应商。
社保卡	1. 广东德生、金邦达、东信和平、北京握奇、毅能达、浙江万谷为主要竞争对手； 2. 公司占有率由 2007 年 10.4%下降至 2009 年 1.8%，原因在于市场竞争加剧和公司业务重点调整

数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

3. 行业内公司比较：轻资产发展，毛利率居中游

3.1. 收入规模相对较小，轻资产策略经营发展

主要由于公司处于发展期，自有资金有限，公司采用自主生产与外协加工相结合的生产模式，其中 COS 开发、个人化等核心工序由公司自行完成，而固定资产投资较大的封装工序主要采用外协加工方式来完成，导致公司固定资产占总资产比例相对较少。公司轻资产策略一方面能够允许公司对市场需求做出较快反应，业务扩展迅速；但另一方面，不利于公司低于市场风险，并且其部分产业链利润会被蚕食。

图 7：行业内公司收入规模比较（2009 年）

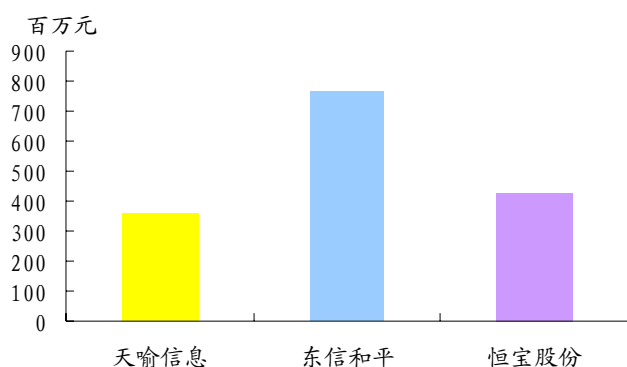
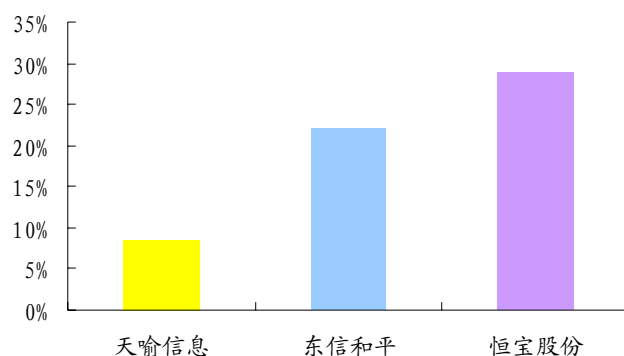


图 8：行业内公司固定资产/总资产比较（2009）

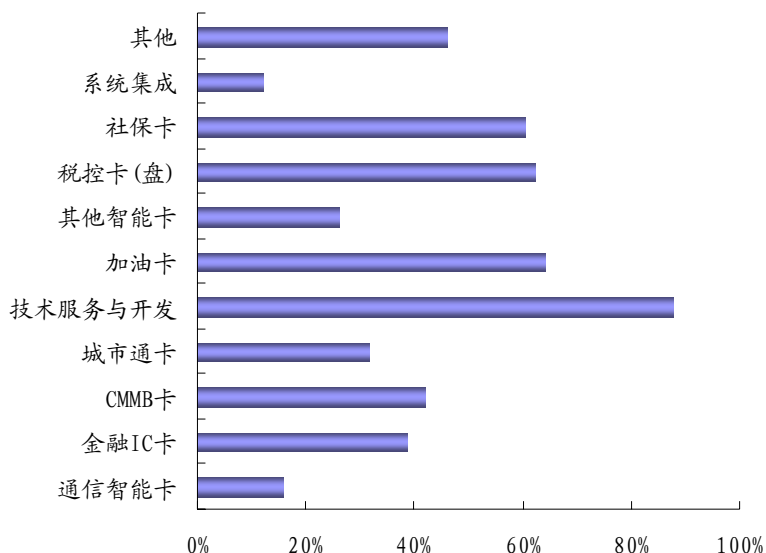


数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

3.2. 毛利率处于行业中游水平

公司综合毛利率呈上升趋势，主要由于公司业务结构不断优化，毛利率较高的金融 IC 卡、CMMB 卡和城市交通卡收入占比不断提高。2008 年三项业务收入占比之和仅有 1.0%，2010 年则达到 48.0%。同时，毛利率较低的通信智能卡收入占比则由 71.0% 下降至 33.7%。

图 9：公司各业务毛利率情况（2010 年）



数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

与同行业其他公司相比，公司综合毛利率处于中游，高于东信和平但低于恒宝股份。主要为业务结构差距造成——东信和平通信卡业务占比最高（2009 年为 73.5%），而恒宝股份高毛利主要来自于银行磁条卡；和生产模式的不同——天喻信息较多的外协生产拉低了公司整体毛利率水平。

三公司通信卡毛利率水平和变化情况大致相当，天喻信息处于最低。其原因仍为生产模式的差异，和规模效应因素。

图 10：行业内公司综合毛利率比较

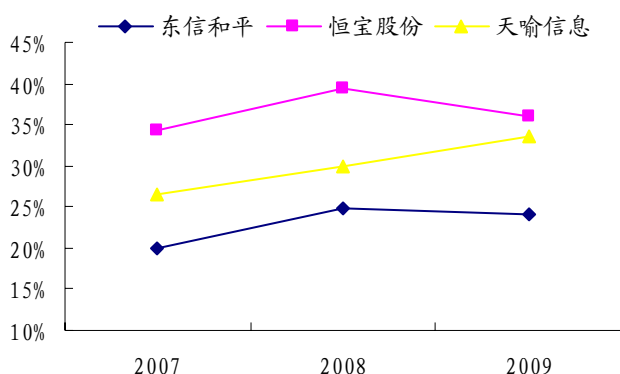
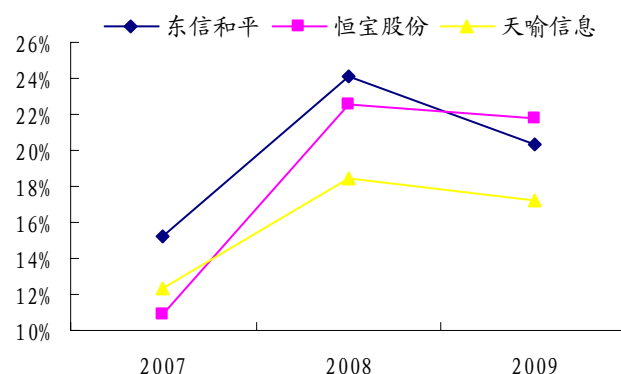


图 11：行业内公司通信卡毛利率比较



数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

4. 募投项目分析：现有业务的深化与拓展

公司计划发行 1991 万股，用于建设以下两个项目：

表 5：公司募投项目介绍（百万元）

项目名称	募集资金投入额	项目投资进度	
		第一年	第二年
电子支付智能卡系列产品的研发及产业化项目	119.4	32.5	86.9
智能 SD 卡/大容量 SIM 卡系列产品研发及产业化项目	98.8	17.0	81.8
合计	218.2	49.5	168.7

数据来源：公司招股书；国泰君安证券研究

本次募集资金投向紧紧围绕公司主营业务进行，是对公司现有主营业务的进一步深化和拓展。募投项目建设，将进一步巩固公司在银行 IC 卡和 CMMB 有条件接收卡市场原有的先发优势，提高公司智能 SD 卡和 RF-SIM 卡等产品的生产能。

表 6: 募投项目新增产能情况

公司 产品		产能变化情况 (万张)		
		2010 年产能	募投项目新增 产能	募投项目达产 后总产能
通信智能卡、税控卡、加油卡		11,000	0	11,000
社保卡		500	0	500
募 投 项 目 产 品	移动多媒体广播电视有条件接收卡			
	智能 SD 卡	300	350	650
	城市通卡	300	500	800
	金融 IC 卡	-	600	600
	RF-SIM 卡	-	400	400

数据来源: 公司招股书; 国泰君安证券研究

5. 盈利预测与估值

预计公司通信卡业务将保持稳定增长, 金融 IC 卡、CMMB 卡等新业务将成为公司快速增长的主要动力。由于新业务毛利率较高, 因此公司未来整体毛利水平呈上升趋势。

预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 7.4 亿、10.3 亿和 13.8 亿元, EPS 分别为 0.98、1.42、1.99 元。

参考可比公司 (东信和平、恒宝股份) 现阶段估值, 和创业板整体估值水平, 给予公司 2012 年 28-32 倍 PE 值区间, 对应询价区间为 39.83-45.52 元, 此询价区间相对应 2011 年 PE 值为 41-46 倍。参考近期新股上市首日涨幅, 预计将在 10%左右, 对应上市首日定价区间为 43.81-50.07 元。

表 7: 简明利润表预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	330.9	359.4	527.8	742.1	1,026.7	1,383.4
减: 主营成本	231.9	238.7	340.2	469.1	641.0	861.4
减: 营业税金及附加	1.1	2.4	2.7	3.7	5.2	7.0
主营业务利润	97.8	118.3	184.9	269.2	380.6	515.1
减: 营业费用	38.0	44.5	57.4	83.1	121.2	163.2
减: 管理费用	26.5	29.6	63.5	89.4	123.6	163.2
减: 财务费用	4.0	6.5	7.1	4.9	0.5	0.6
减: 资产减值损失	3.8	4.8	0.6	6.0	10.2	12.5
加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
加: 投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	25.7	33.0	56.4	85.8	125.1	175.4
加: 营业外收入	0.8	3.7	5.5	6.7	9.2	12.5
减: 营业外支出	0.3	0.2	0.2	0.7	1.0	1.4
利润总额	26.1	36.6	61.6	91.8	133.3	186.5
减: 所得税	3.3	4.4	9.5	13.8	20.0	28.0
净利润	22.8	32.2	52.1	78.0	113.3	158.5
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

归属于母公司所有者的净利润	22.8	32.2	52.1	78.0	113.3	158.5
每股收益	0.29	0.40	0.65	0.98	1.42	1.99

数据来源：国泰君安证券研究

风险提示：

国内银行卡 EMV 迁移节奏与力度低于预期；新市场竞争趋于激烈，公司无法保持原有竞争优势。

作者简介:**杨昊帆（贡献作者）:**

S0880110030037

021-38676207

yanghaofan008183@gtjas.com

复旦大学经济学硕士。曾从事两年管理咨询工作。2009 年加入国泰君安证券研究所,专注于通信行业研究。

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		