

终端设备

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 齐宁

S0960111010004

0755-82026841

qining@cjis.cn

6-12 个月目标价: 14.00 元

当前股价: 11.32 元

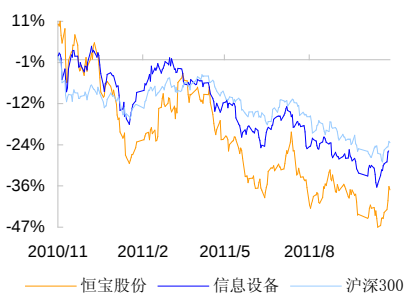
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2508.09
总股本(百万)	441
流通股本(百万)	276
流通市值(亿)	31
EPS	0.24
每股净资产(元)	1.44
资产负债率	13.32%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒宝股份	12.19	-5.59	-21.30
信息设备	8.23	-8.37	-14.08
沪深 300 指数	6.31	-7.17	-14.05



相关报告

恒宝股份

002104

推荐

银行卡 EMV 化进展顺利, 全年业绩仍将符合预期

近期我们调研了恒宝股份, 与公司交流了公司战略及经营情况。

- **银行卡 IC 化为公司银行卡业务带来爆发潜力。**银行卡 EMV 化时间表已经公布, 且商业银行推进热情较高, 实际推进进度有望超过时间表。未来 EMV 卡有望采用双介质 (磁条卡+IC 卡), 公司在传统磁条卡领域保持优势, 且凭借在银行领域长期的行业积累在 IC 卡操作系统、应用软件领域做了大量储备, 双介质卡的采用既能发挥公司优势, 为公司带来增量业务空间; 又能充分利用公司现有产能, 维持公司现有银行卡业务的高毛利水平 (50%左右)。
- **3G 用户快速发展为通信卡业务带来机遇, 有望借并购快速切入中移动市场。**公司在电信、联通 2G SIM 卡市场保持较高份额。伴随着 3G 用户的快速增长, 公司有望凭借 2G 市场的行业积累和成本优势打开 3G 市场。公司通过收购东方英卡进入中移动市场, 尽管目前市场份额较低, 但公司计划通过研发新卡产品逐步向传统 SIM 卡市场渗透, 从而提升市场份额, 打开中移动巨大的存量市场空间。
- **移动支付卡业务前景可观。**在移动互联网快速发展的背景下, 三大运营商已经成立移动支付公司, 力图大力开拓移动支付业务。而 13.56M 标准的采用对公司形成实质利好: 公司拥有 13.56M 双界面卡的关键零部件——天线方面的自主研发生产能力, 能够有效保持该业务毛利水平 (40%左右)。随着移动支付业务的快速推进, 未来移动支付卡业务前景可观。
- **三季度收入增速较低不影响全年业绩预期。**公司三季度业务收入同比增 3.7%, 慢于市场预期, 主要源于运营商客户收入确认的延迟。但由于订单在手, 公司认为年底前期收入仍有望确认。而年初预期的 900 万左右政府补贴收入也有望全部确认, 营业外收入将不低于往年。
- **盈利预测与评级。**我们预期在银行卡 EMV 化以及移动支付快速推进的背景下, 公司 2011-2013 年 EPS 为 0.28 元、0.36 元、0.50 元, 目标价 14 元, 给予“推荐”评级。
- **风险提示。**银行卡 EMV 化推进进度未达预期。

主要财务指标

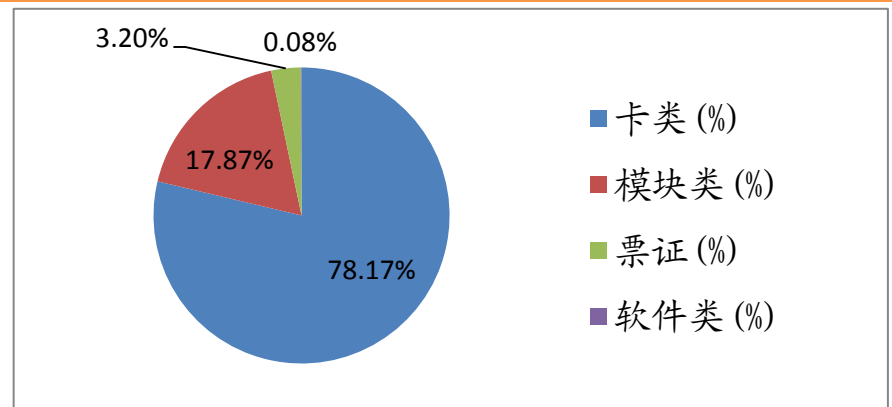
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	663	907	1287	1682
收入同比(%)	56%	37%	42%	31%
归属母公司净利润	104	121	157	220
净利润同比(%)	11%	16%	30%	40%
毛利率(%)	29.4%	27.8%	27.7%	28.5%
ROE(%)	16.5%	17.1%	19.0%	22.3%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.36	0.50
P/E	47.53	40.84	31.53	22.53
P/B	7.83	6.98	6.00	5.01
EV/EBITDA	37	27	19	14

资料来源: 中投证券研究所

一、公司概况

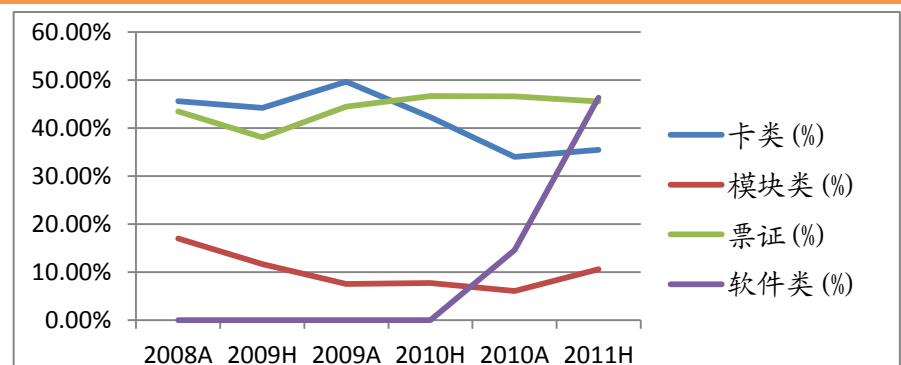
公司主营通信卡、金融卡、芯片封装、卡类信息系统集成等业务，是我国卡类生产与服务的龙头企业。近 5 年收入复合增速 28%，归属母公司净利润增速 25%。

图 1 2010 年公司收入构成



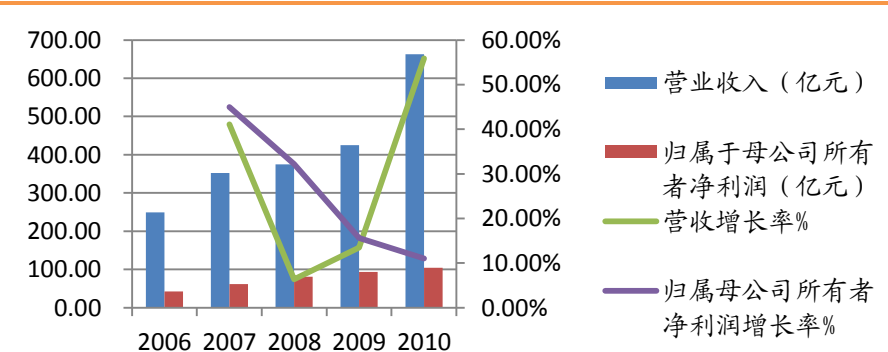
资料来源：公司公告

图 2 公司主营业务毛利情况一览



资料来源：公司公告

图 3 公司近年收入及利润增速一览



资料来源：公司公告

二、银行卡领域具有领先优势，EMV 卡将

成未来催化因素

我国目前各类银行卡存量约 22 亿张，几乎全部为磁条卡。而从国际发展趋势看，磁条卡必然向 IC 卡过渡——IC 卡又称芯片卡，即在卡上安装一个微型电脑芯片，芯片中包含了持卡人的各种信息，与磁条相比，芯片具有更强的防伪能力，更加安全。而 EMV 是国际 IC 卡的主流标准。日前，国内公布了银行卡 EMV 化的时间表：2011 年 6 月底前工、农、中、建、交和招商、邮储银行应开始发行金融 IC 卡；2013 年 1 月 1 日起全国性商业银行均应开始发行金融 IC 卡；2015 年 1 月 1 日起在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。银行卡的 EMV 化迁移将为卡类制造企业发展带来重大机遇。

银行卡是公司的传统优势领域，目前市场份额约 20%，处于第一梯队，在强调行业积累的银行卡领域，市场地位相对稳固。未来的 IC 银行卡将有可能主要采用双介质形式（磁条+IC 卡），价格约 20 元/张。双介质卡的采用既能在磁条卡业务之外打开新的市场空间，同时有利于公司充分利用现有磁条卡的产能，也有助于公司毛利水平的稳定（磁条卡约 50%，高于 IC 卡约一倍）。

图 4 中国银行磁条卡市场份额一览

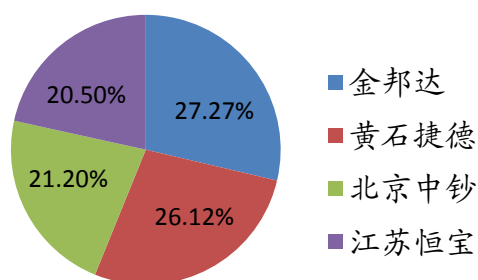
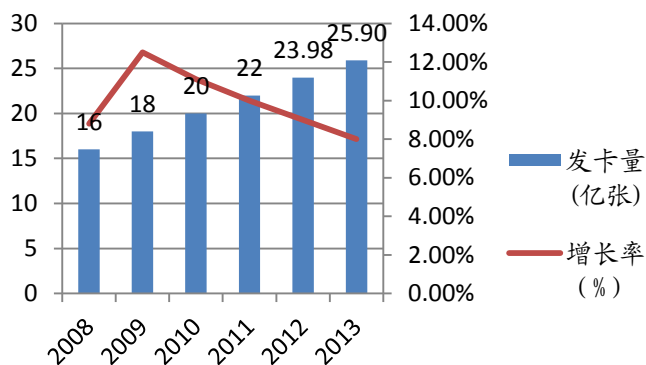


图 5 未来中国银行卡发卡量预测



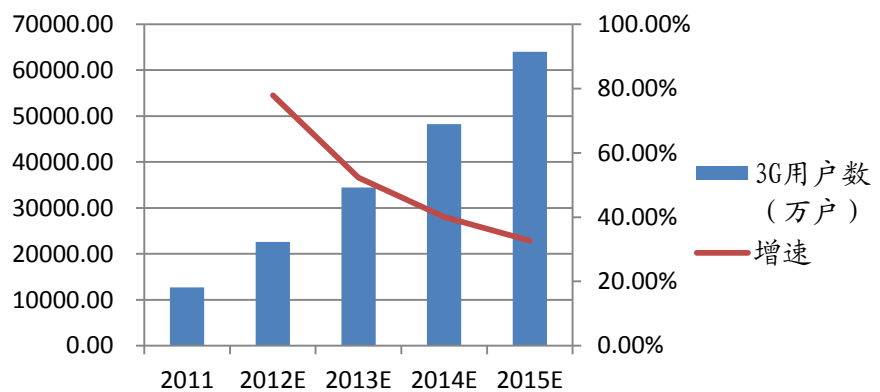
资料来源：公司公告、赛迪、中投证券研究所

三、3G 用户快速增长为通信卡业务带来机遇，有望借并购切入中移动存量市场。

目前我国 3G 用户在移动用户市场渗透率达到 10%，未来随着中低端市场的快速拓展，3G 用户占比有加速提升的趋势。3G 卡价格为 2G 卡 3 倍左右，因此 2G 用户向 3G 用户的快速迁移将带给公司新机遇。

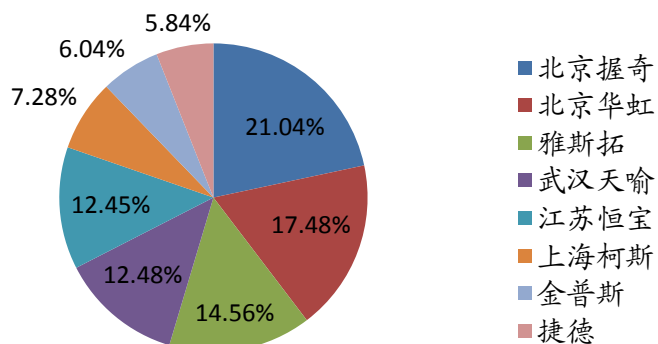
公司与电信、联通具有长期合作关系，目前在电信 2G SIM 卡市场份额约 15% 左右；在联通市场份额约 18%。在 SIM 卡领域积累了较为丰富的生产经验。在中移动市场，公司在 2011 年收购了北京东方英卡公司，进入中移动市场。由于中移动传统 SIM 卡市场格局比较稳固，公司战略方面主要是先切入密码卡、移动支付卡等创新型产品市场，然后再逐步向传统 SIM 卡市场进行渗透。凭借公司在 SIM 卡领域的深厚行业积累，未来在中移动市场份额有望提升。

图 6 中国 3G 用户数预测



资料来源：公司公告

图 7 中国联通 SIM 卡市场份额一览

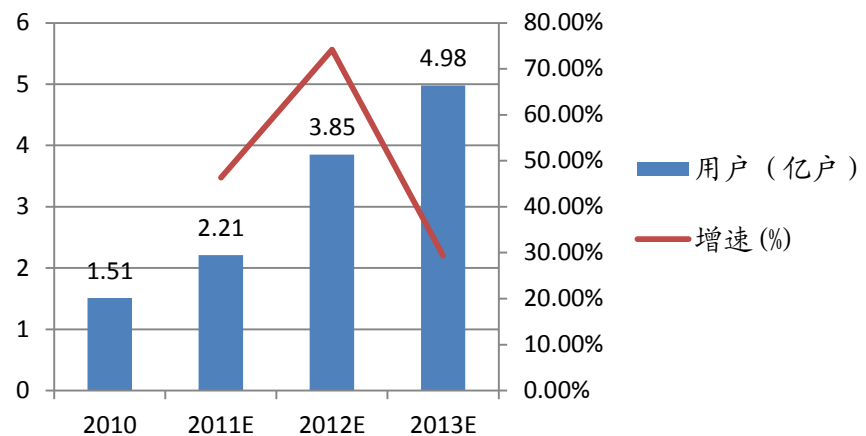


资料来源：公司公告

四、移动支付卡成通信卡业务新增长点

在移动互联网已成为大势所趋的背景下,三大运营商成立了移动支付公司力图大力推广移动支付业务。运营商发展移动支付业务将主要采用 SIM-NFC 模式。即主要在 SIM 卡上集成具有 NFC (近场支付) 功能的芯片,进而实现移动支付。

图 8 中国联通 SIM 卡市场份额一览



资料来源：公司公告

目前 2.4G 与 13.56M 的移动支付标准之争已经尘埃落地,给移动支付业务的推广提供了便利条件。公司在 13.56M 领域拥有自有天线技术,毛利水平高于 2.4G, 13.56M 移动支付技术的推广为公司业务的爆发性成长提供了便利条件。

表 1 移动支付主要技术标准及实现方式比较

技术方案	具体方式	主要特点	优缺点
13.56M	SIMPASS 双界面卡	一张 SIM 卡同时实现接触、非接触功能	优点: 不更换手机 缺点: 硬件稳定性可靠性不高
	eNFC	在手机芯片上融合读卡器功能	优点: 性能稳定 缺点: 需要更换定制手机
2.4G	RF-SIM	SIM 卡中融合射频芯片	优点: 不更换手机、安全性好 缺点: 价格昂贵、产业链形成需要时日

资料来源：中投证券研究所

五、盈利预测与评级

为准确反映公司未来业务驱动因素，我们对传统 SIM 卡业务、移动支付业务、银行卡业务等进行分开预测。核心假设：

假设 1 (银行卡业务)：假定银行卡 EMV 化比例从明年的 5%逐步提升至 2015 年的 20%，恒宝股份市场份额维持在 25%左右；

表 2 恒宝银行卡业务收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
存量 (万张)	276000.00	331200.00	331200.00	331200.00
EMV 比例	1.74%	5.0%	10.0%	15.0%
EMV 卡数量 (万张)	5000.00	12280.00	34560.00	51840.00
EMV 卡价格 (元/张)	13.00	10.40	8.32	6.66
磁条卡比例	98.3%	95.0%	90.0%	85.0%
磁条卡数量 (万张)	48000.00	54720.00	0.00	0.00
磁条卡价格 (元/张)	1.00	0.90	0.80	0.70
恒宝 EMV 卡份额	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
恒宝磁条卡份额	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
公司银行卡收入 (万元)	12250.00	23821.40	41333.76	66134.02

资料来源：中投证券研究所

假设 2 (SIM 卡业务)：假定公司由于竞争力的增强，在中移动市场份额逐步提升至 15%左右；在中电信市场份额逐步从 15%提升至 25%；在中联通市场份额逐步由 20%提升至 30%附近。

表 3 公司 SIM 卡业务收入预测

	2011	2012	2013	2014
中国移动用户数 (亿户)	7.79	8.88	9.25	9.25
公司中移动市场份额	1%	3%	5%	15%
中电信移动用户数 (亿户)	1.31	1.80	2.23	2.64
公司中电信市场份额	20%	25%	30%	30%
中联通移动用户数 (亿户)	2.49	3.24	3.83	4.34
公司中联通市场份额	20%	22.00%	25.00%	30.00%
公司 SIM 卡收入 (亿元)	3.2	4.16	5.1	9.9

资料来源：中投证券研究所

假设 3 (移动支付业务): 公司当前移动支付卡订单为 100 万张左右。我们假定未来移动支付卡市场容量将保持 40%左右的增速, 公司市场份额基本稳定, 而移动支付卡价格由于用量加大及竞争加剧保持 20%左右的下降速度。

表 4 公司移动支付卡业务收入预测

	2011E	2012E	2013E	2014E
公司移动支付卡订单量 (万张)	100.00	140.00	196.00	274.40
价格 (元/张)	150	120	96	77
收入 (万元)	20000	21800	23816	26074

资料来源: 中投证券研究所

综上, 我们预期在银行卡 EMV 化以及移动支付快速推进的背景下, 公司 2011-2013 年 EPS 为 0.28 元、0.36 元、0.50 元, 目标价 14 元, 给予“推荐”评级。

表 5 综合收入及毛利预测

		2011E	2012E	2013E	2014E
银行卡	收入 (亿元)	122.50	238.21	413.34	661.34
	增速 (%)		94%	74%	60%
	毛利 (%)	50%	50%	50%	50%
SIM 卡	收入 (亿元)	347.89	476.22	569.85	1,029.80
	增速 (%)		37%	20%	80%
	毛利 (%)	25.00%	24.00%	23.00%	23.00%
移动支付卡	收入 (亿元)	200.00	218.00	238.16	260.74
	增速 (%)		9%	9%	9%
	毛利 (%)	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
模块封装	收入 (亿元)	236.00	354.00	460.20	552.24
	增速 (%)		50%	30%	20%
	毛利 (%)	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
票证	收入 (亿元)	0.21	0.22	0.22	0.23
	增速 (%)		2%	2%	2%
	毛利 (%)	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
软件	收入 (亿元)	0.10	0.20	0.40	0.80
	增速 (%)		100%	100%	100%
	毛利 (%)	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
收入合计		906.70	1286.85	1682.17	2505.15
%			42%	31%	49%

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	487	617	790	962
现金	222	190	202	205
应收账款	83	125	177	228
其他应收款	5	24	23	32
预付账款	50	88	122	154
存货	125	180	256	329
其他流动资产	1	10	11	14
非流动资产	247	534	528	527
长期投资	0	0	0	0
固定资产	175	474	472	471
无形资产	29	32	35	38
其他非流动资产	43	28	21	18
资产总计	734	1151	1317	1488
流动负债	90	438	488	497
短期借款	0	329	335	295
应付账款	80	92	134	177
其他流动负债	10	16	19	25
非流动负债	7	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	7	0	0	0
负债合计	98	438	488	497
少数股东权益	4	4	4	4
股本	441	441	441	441
资本公积	17	17	17	17
留存收益	174	252	367	530
归属母公司股东权益	633	710	826	988
负债和股东权益	734	1151	1317	1488

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	140	16	125	191
净利润	104	121	157	220
折旧摊销	22	43	68	76
财务费用	-1	4	17	15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	14	-152	-120	-126
其他经营现金流	1	-1	3	5
投资活动现金流	-94	-330	-62	-75
资本支出	72	326	58	71
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-22	-4	-4	-4
筹资活动现金流	-17	282	-52	-113
短期借款	0	329	6	-40
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	147	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-164	-48	-58	-73
现金净增加额	29	-33	12	3

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	663	907	1287	1682
营业成本	468	655	931	1203
营业税金及附加	3	5	7	9
营业费用	36	49	70	92
管理费用	47	65	92	120
财务费用	-1	4	17	15
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	108	128	170	242
营业外收入	16	16	16	16
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	121	140	182	255
所得税	16	19	25	35
净利润	104	121	157	220
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	121	157	220
EBITDA	129	175	254	334
EPS (元)	0.24	0.28	0.36	0.50

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	55.9%	36.8%	41.9%	30.7%
营业利润	21.7%	18.4%	32.4%	42.8%
归属于母公司净利润	11.1%	16.4%	29.5%	39.9%
获利能力				
毛利率	29.4%	27.8%	27.7%	28.5%
净利率	15.7%	13.4%	12.2%	13.1%
ROE	16.5%	17.1%	19.0%	22.3%
ROIC	22.1%	13.4%	16.7%	20.6%
偿债能力				
资产负债率	13.3%	38.0%	37.0%	33.4%
净负债比率	0.00%	75.29%	68.71	59.37%
流动比率	5.39	1.41	1.62	1.94
速动比率	4.01	1.00	1.09	1.27
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.96	1.04	1.20
应收账款周转率	8	8	8	8
应付账款周转率	8.75	7.60	8.25	7.74
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.28	0.36	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.04	0.28	0.43
每股净资产(最新摊薄)	1.44	1.61	1.87	2.24
估值比率				
P/E	47.53	40.84	31.53	22.53
P/B	7.83	6.98	6.00	5.01
EV/EBITDA	37	27	19	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年通信业从业经验。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434