

智能卡安全芯片行业进入爆发性增长期

受益于 EMV 迁移、金融社保卡放量及移动支付 投资要点:

- 随着国内金卡工程的持续推进, 行业经历了十五期间 SIM 卡高速增长、十一五期间身份证卡市场爆发, 预计十二五期间, 金融 IC 卡 (银行 IC 卡、金融社保卡等) 将成为下一个爆发性增长点。对于中国 13 亿人口来说, 智能卡应用于任何行业都对应了庞大的人口基数, 爆发性增长潜力巨大。
- 按照全国 28 亿张银行卡测算, 如果全部更换成金融 IC 卡, 按每张卡 (单界面卡) 芯片 1 美金测算, 对应的市场空间是 182 亿元; 每年的增量卡是 4 亿张, 对应的年增量市场空间是 26 亿元。
- 按照 2011 年底我国社保卡存量约为 1.9 亿张测算, 人保部“十二五”规划中到 2015 年期末全国统一社保卡发卡数量达到 8 亿张的目标, 截至 2015 年新发社保卡将超过 6 亿张, 我们估计大部分将采用金融社保单一芯片卡的模式, 芯片按照单价 1 美金保守测算, 未来 4 年新增市场空间约为 38 亿元。
- 我们认为, EMV 迁移慢于预期的主要原因是国内芯片厂商难以通过 EMV 认证, 但从长期来看, EMV 迁移符合国际银行卡整体技术发展趋势, 随着金融安全日益提上日程及央行推行力度的不断加大, 金融 IC 卡将是顺势所趋。而金融社保卡的推行, 不仅表现在提高了社保卡的使用效率及便捷性, 更重要的是, 变相推进 EMV 迁移 (银行卡从磁条卡向 IC 卡转换) 进程, 在国内芯片厂商难通过 EMV 认证的情况下, 金融社保卡将有助于国产金融 IC 卡芯片大规模商用。
- 金融 IC 卡产业链主要包含芯片商和制卡商, 目前的银行卡芯片主要由英飞凌、恩智浦、意法半导体等供应, 同方微电子 (晶源电子)、上海复旦微电子、大唐电信、国民技术等是国内主流的芯片供应商。社保卡芯片主要由华大微电子、大唐电信等国内厂商供应。
- 我们认为无论是基于金融安全还是国有化替代的考虑, 银联在推动金融 IC 卡的进程都会极大程度上采用国产化芯片, 芯片厂商是整个产业链上受益最明显的部分。
- 无论采用何种技术方案及运营模式, 移动支付都已成为大势所趋。
- 晶源电子 (002049) 公司通过重组持有同方微电子 100% 的股权, 同方微电子是国内技术优势明显的智能卡芯片设计厂商, 公司在 SIM 卡及身份证芯片市场均占四分之一市场份额。公司此前在社保卡领域份额较低, 但是按照公司此前快速切入新市场并放量的策略以及公司在社保卡、U-key、移动支付等新领域的市场开拓进度, 我们预计未来公司向上的业绩弹性更加明显。
- 预计 2011-2013 年 EPS 分别是 0.26、0.77、1.18 元 (按总股本 1.35 亿股测算, 如按增发后总股本 2.41 亿股测算, 2012-2013 年 EPS 是 0.43、0.66 元)。我们给予谨慎推荐投资评级。

晶源电子 (002049.SZ)

谨慎推荐 首次评级

分析师



王莉

☎: (8610) 8357 4039

✉: wang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020008

市场数据

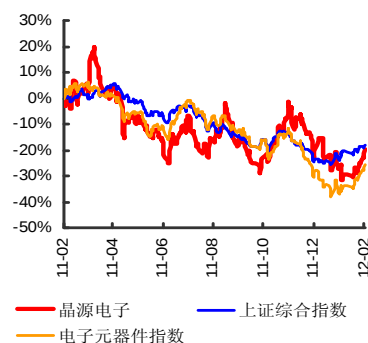
时间 2012.2.15

A 股收盘价 (元)	19.27
总股本 (万)	13500
流通 A 股股本 (万)	8956
总市值 (亿元)	26.01

相关研究

1. 《银河证券电子行业 2012 年度投资策略: 电子行业景气仍处底部, 关注新技术、新需求、新应用、新政策》2011.12.19

近一年来晶源电子股价走势



资料来源: 中国银河证券研究部

利润表	2011E	2012E	2013E
营业收入	305.8	678.9	885.3
销售费用	7.8	17.2	22.5
管理费用	22.9	54.3	70.8
净利润	35.2	104.0	159.3
EPS	0.26	0.77	1.18
全摊薄 EPS	0.26	0.43	0.66

资料来源: 中国银河证券研究部

表 1: 晶源电子财务报表预测

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	60.1	63.2	76.5	1420.7	1486.6	营业收入	288.9	348.7	305.8	678.9	885.3
应收票据	3.1	5.1	4.5	9.9	13.0	营业成本	220.6	259.0	232.4	495.6	628.5
应收账款	75.7	75.2	65.9	146.3	190.8	营业税金及附加	1.2	1.4	1.3	2.8	3.7
预付款项	7.0	13.1	18.5	30.0	44.6	销售费用	5.6	8.9	7.8	17.2	22.5
其他应收款	6.1	14.1	12.3	27.4	35.7	管理费用	19.1	21.8	22.9	54.3	70.8
存货	46.2	60.8	54.6	116.4	147.6	财务费用	1.7	4.0	0.8	-12.8	-27.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.2	5.7	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	251.0	269.9	298.4	323.1	344.6	投资收益	-0.5	-0.3	0.0	0.0	0.0
在建工程	12.2	2.5	51.2	50.6	50.3	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	39.0	47.5	40.6	121.7	187.5
无形资产	12.2	11.7	10.5	9.3	8.2	营业外收支净额	2.9	0.0	2.3	5.2	6.8
长期待摊费用	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	41.9	47.5	43.0	126.9	194.3
资产总计	489.5	519.0	596.5	2137.4	2323.4	减: 所得税	6.8	8.5	7.6	22.6	34.6
短期借款	10.0	21.5	56.1	0.0	0.0	净利润	35.1	39.1	35.3	104.3	159.7
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	34.1	37.6	35.2	104.0	159.3
应付账款	27.6	23.9	21.2	45.1	57.2	少数股东损益	1.0	1.5	0.1	0.3	0.4
预收款项	2.0	0.5	-0.8	-3.7	-7.5	每股收益(按 1.35 亿股本)	0.25	0.28	0.26	0.77	1.18
应付职工薪酬	7.0	8.3	9.6	11.0	12.7	全摊薄每股收益	0.25	0.28	0.26	0.43	0.66
应交税费	1.8	-1.0	-1.1	-1.3	-1.5	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其他应付款	2.7	3.4	3.4	3.4	3.4	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	7.3%	20.7%	-12.3%	122.0%	30.4%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-8.1%	35.8%	-28.0%	163.0%	46.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	11.6%	10.3%	-6.3%	195.3%	53.1%
负债合计	64.4	72.0	114.2	101.1	127.4	盈利性					
股东权益合计	425.1	447.1	482.4	2036.3	2196.0	销售毛利率	23.6%	25.7%	24.0%	27.0%	29.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	11.8%	10.8%	11.5%	15.3%	18.0%
净利润	35	39	35	104	160	ROE	8.0%	8.4%	7.3%	5.1%	7.3%
折旧与摊销	31	31	24	27	30	ROIC	8.14%	10.07%	6.31%	4.39%	5.98%
经营活动现金流	82	48	79	-12	88	估值倍数					
投资活动现金流	-26	-38	-100	-50	-50	PE	76.3	69.2	73.9	44.6	29.2
融资活动现金流	-57	-27	34	1406	28	P/S	9.0	7.5	8.5	6.8	5.2
现金净变动	-1	-18	13	1344	66	P/B	6.1	5.8	5.4	2.3	2.1
期初现金余额	61	60	63	76	1421	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	60	43	76	1421	1487	EV/EBITDA	34.9	29.2	39.7	23.8	16.7

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	同方微电子是国内技术优势明显的智能卡芯片设计厂商，公司在卡+COS 解决方案领域领先，目前公司在 SIM 卡及身份证芯片市场均占四分之一市场份额，已经形成较好的经验积累。	分值：4.5
劣势	公司此前在金融、社保等领域优势不明显	分值：3.0
机会	央行加快推行银行 IC 卡、金融社保卡，金融 IC 卡将带来巨大的市场空间。	分值：5.0
威胁	国民技术、航天信息等新进入者不断出现	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.8
供应商力量	无。	分值：5.0
新进入壁垒	芯片设计行业壁垒高，新进厂商无法在短时间内赶超。	分值：5.0
客户力量	银行 IC 卡、社保卡等终端客户话语权大，客户具有较高的议价能力，但是由于芯片多通过卡商销售，客户有一定选择权。	分值：3.5
替代产品	短期内不存在可替代产品。	分值：4.5
竞争对手	在金融 IC 卡芯片领域目前主要对手是国外英飞凌、三星、意法半导体等厂家，国内竞争对手主要是上海复旦、大唐电信、国民技术等，由于智能卡安全芯片行政指定性较强，各公司竞争不算激烈。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究部 注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王莉，计算机/电子元器件行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：海康威视（002415.SZ）、大华股份（002236.SZ）、信维通信（300136.SZ）、长盈精密（300115.SZ）、立讯精密（002475.SZ）、得润电子（002055.SZ）、安洁科技（002635.SZ）、歌尔声学（002241.SZ）、江海股份（002484.SZ）、顺络电子（002138.SZ）、新国都（300130.SZ）、晶源电子（002049.SZ）、国民技术（300077.SZ）、国腾电子（300101.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn