

手机支付—超常规发展，尽显投资机会



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **中移动手机支付业务将超常规发展。**2010 年，中移动集团将把手机支付业务列入集团 KPI 考核体系，重点推广。在这一时点，中移动大力发展手机支付业务，既有技术、时机成熟的必然性，亦有应对联通、电信竞争，稳固客户基础的必要性；近年来列入集团 KPI 的业务均实现了超常规发展，参考这一发展模式，我们认为手机支付业务用户将在明年爆发式增长，用户数将达千万级；该业务正在十个省市进行试商用，目前市场反响良好。
- **中移动手机支付产业链合作伙伴机遇彰显。**中移动为达到保护客户基础的目的，亟需迅速扩大手机支付的用户规模，因此前期采取了“高投入、零收入”的发展策略，将为平台、终端等提供商和专业服务商等合作伙伴带来巨大机遇。我们对产业链中 6 家上市公司（高阳科技、东信和平、大唐电信、长电科技、中兴通讯、拓维信息）的受益机会和对业绩影响情况逐一进行分析。并针对 A 股市场，给出投资标的：东信和平、拓维信息。
- **手机支付行业投资时点已现。**现在是投资手机支付行业的最佳时点。展望未来，中移动即将大面积展开的广告攻势、手机支付概念与上海世博会的紧密结合、以及明年一、二季度行业受益公司的业绩兑现，都将成为行业快速发展、公司股价上涨的催化剂。
- **重点推荐：东信和平。**公司成功入选中移动 RF-SIM 卡供应商，获得中移动首批 RF-SIM 卡约 70% 份额订单。随着中移动明年发卡规模上千万，东信和平作为主要供应商，受益显著。新增业务预计将使东信和平 2010 年 EPS 达到 0.7 元。给予 30 倍 PE，对应目标价 21.00 元。对比目前股价，我们给予公司股票“买入”评级。
- **重点推荐：拓维信息。**公司作为中移动省级运营平台合作伙伴，目前已在湖南、云南二省运作移动支付运营平台。目前，中移动集团暂以固定费用方式与其结算。但我们估计，未来中移动将通过与业务量挂钩、以业务支撑费用形式给予合作方分成。预计拓维信息 2010 年新增盈利近 800 万，使 2010 年 EPS 达到 0.92 元，给予 40 倍 PE，对应目标价 36.80 元，对比目前股价，给予拓维信息“增持”评级。

周军 通信行业资深分析师
63325888×6127
zhoujun@orientsec.com.cn

陈刚 军工电子首席分析师
63326320
chengang@orientsec.com.cn;

东信和平

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

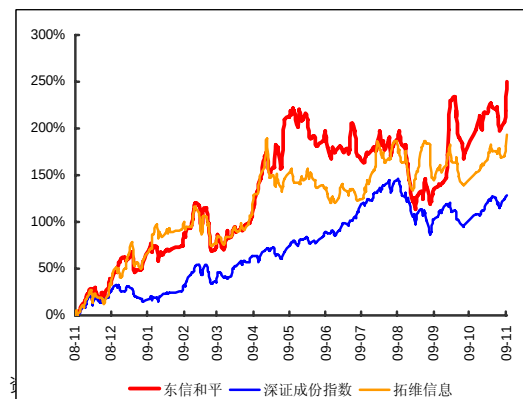
股价 (2009 年 11 月 18 日) 16.02 元
目标价格 (6 个月) 21.00 元
总股本 (万股) 15345
国家/地区 中国
行业 通信

拓维信息

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 11 月 18 日) 35.71 元
目标价格 (6 个月) 36.80 元
总股本 (万股) 11181
国家/地区 中国
行业 通信

股价表现



相关研究报告

手机移动支付主题沙龙纪要 2009.11.03
手机移动支付—大市场、大机遇 2009.11.04

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、中移动手机支付业务将超常规发展.....	3
1、手机支付业务将列入中移动 2010 年 KPI 考核	3
2、近年 KPI 业务均得到集团大力推广，发展超常规.....	3
3、试商用良好反响突显市场信心，手机支付业务前景看好	4
二、手机支付产业高速发展，产业链合作伙伴机遇彰显	5
1、市场预测——2010 年用户过千万	5
2、产业链受益上市公司分析	5
3、投资标的选择.....	7
三、估值和投资建议	8
1、手机支付行业投资时点已现	8
2、东信和平——高弹性的终端制造商.....	8
3、拓维信息——稳定受益的平台合作伙伴	9

图表目录

表 1 近年进入中移动集团 KPI 考核体系业务发展情况.....	3
图 1 无线音乐、手机报、飞信、12580 业务用户数发展情况	4
表 2 部分移动公司手机支付业务开展情况	4
图 2 中移动手机支付业务渗透率与用户数预测.....	5
表 3 中移动手机支付业务渗透率与用户数预测.....	5
图 3 中移动手机支付产业链各业务环节及主要公司.....	6
表 4 中移动手机支付产业链中上市公司	6
表 5 公司新增业务 2009 年-2012 年盈利预测	8

一、中移动手机支付业务将超常规发展

1、手机支付业务将列入中移动 2010 年 KPI 考核

手机支付业务，是中移动集团 2010 年重点推广的核心业务。集团将把手机支付业务列入 2010 年集团 KPI 考核体系。我们认为，中移动在这一时点，大力推广手机支付业务，既有技术、时机成熟的必然，亦有应对竞争的必须。

中移动是手机支付领域的先行者，早在 2005 年，便与联动优势合作，推出“手机钱包”业务。该业务通过与银行合作，采取手机与银行账户绑定的方式，实现手机远程支付。由于用户对提供银行账户的安全问题较担心，同时，相对电脑，手机并不具太大远程支付优势，导致这一业务发展缓慢。

为改进这一状况，2005 年到 2007 年间，中移动为寻找手机支付发展方向进行了种种尝试。最终确定了将 RFID 技术与 SIM 卡结合，推广手机现场支付的发展思路。此后，通过两年的技术攻关与试用，在今年确立了 RF-SIM（2.4G）为手机现场支付的技术标准。

如今，三大运营商 3G 竞争战役打响，中移动为应对竞争，绑定用户，相对于采用成本补贴的方式，显然，开展手机支付业务，提高用户业务体验、增加用户换网成本的应对思路将更具优势。

至此，我们认为，中移动推广手机支付业务具有充分的意愿与决心。

2、近年 KPI 业务均得到集团大力推广，发展超常规

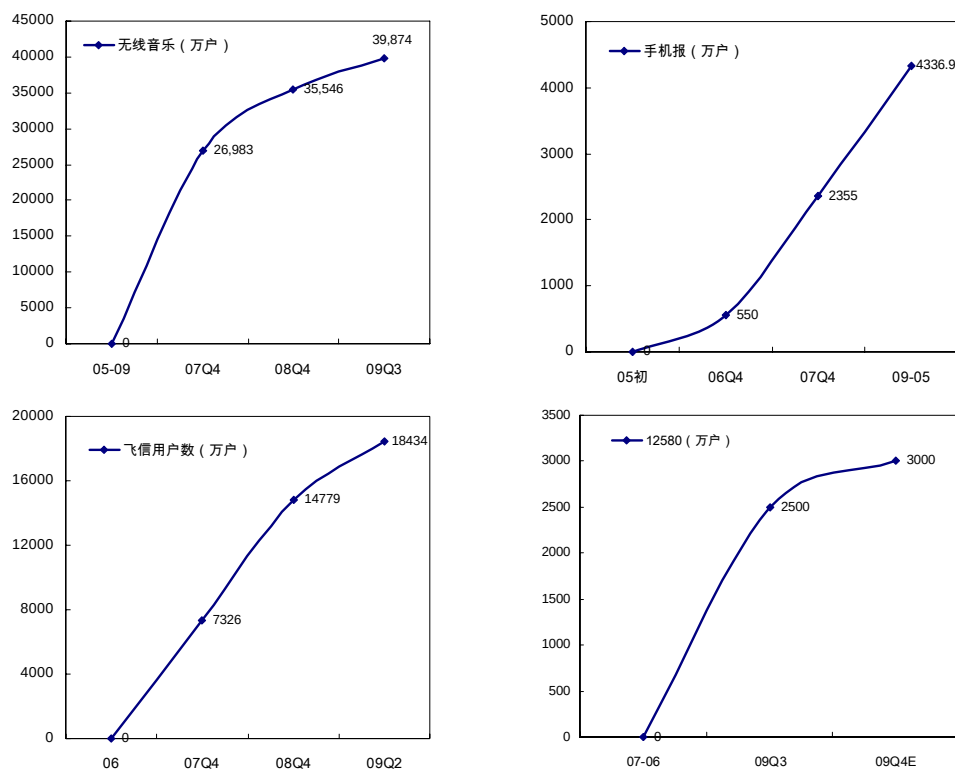
KPI 业务，是中移动集团重点发展业务。每年，列入移动集团 KPI 的业务仅为 5-6 个。近年来，列入中移动集团 KPI 的无线音乐、手机报、飞信、12580 等业务，均得到集团大力推广，实现了超常规发展，用户数在短时间内实现快速上升，市场地位领先（见表 1、图 1）。

参考以往 KPI 业务的发展态势，我们认为手机支付业务用户将在明年爆发式增长。目前，试商用阶段的手机支付用户数约为百万级，我们认为，在集团的大力推广下，2010 年手机支付业务用户数将超过 1000 万户。

表 1 近年进入中移动集团 KPI 考核体系业务发展情况

业务名称	业务推出时间	进入集团KPI时间	最新用户数	市场地位
无线音乐	2005年9月	2006	39874万户（2009Q3）	取代传统唱片行业，前途无限
手机报	2005年初	2007	4336.9万户（2009年5月）	08年，中移动手机报业务占整个手机报业市场份额80%以上
飞信	2006年初	2007	18434万户（2009Q2）	目前，飞信用户数已超越MSN，成为仅次于QQ的第二大即时通讯提供商
12580	2007年6月	2008	2500万户（2009Q3）	在网上预订机票方面，目前出票量已超过艺龙，仅次于携程

资料来源：东方证券研究所

图 1 无线音乐、手机报、飞信、12580 业务用户数发展情况


资料来源：东方证券研究所

3、试商用良好反响突显市场信心，手机支付业务前景看好

中移动的手机支付业务，应用于特定的零售、电子商务和交通等小额现场支付场景，具有快捷、便利、安全三大客户价值。目前，中移动已在 10 省范围内开展手机支付业务的试商用。据我们调查显示，市场对该业务有较强关注度，移动各营业厅中，对手机支付业务的问询度日趋上升；而在已开通手机支付业务，实现特约商户购物和搭乘交通工具的城市中，用户对该业务反响良好，对该业务发展前景看好。

在手机支付业务开展较早的重庆，35%的市民已通过手机支付方式搭乘轻轨；配合中移动“手机购买世博门票”的宣传攻势，上海移动表示，力争在年底发展 100 万用户（见表 2）。

表 2 部分移动公司手机支付业务开展情况

移动公司	业务开始时间	用户对象	使用场所	备注
湖南移动	6月	全部移动用户	友谊阿波罗集团旗下各大卖场、特定线路的公共汽车，麦当劳等	
重庆移动	6月	全球通用户	轻轨，新世纪、新华书店、麦当劳、环艺影院等	目前使用手机乘坐轻轨的市民，已占全部客流量的35%
上海移动	7月	全部移动用户	部分星巴克门店、宜芝多面包房、麦当劳等商户	争取年底发展100万用户
北京移动	11月	全球通和动感地带用户	目前少数场所	购物、乘坐公交时使用

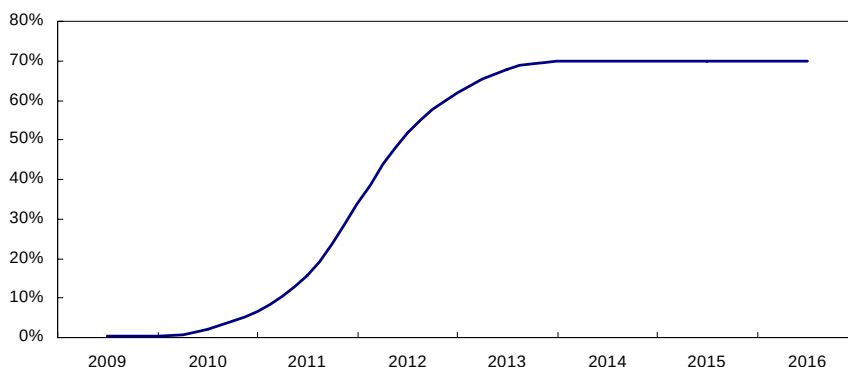
资料来源：媒体公开报道；东方证券研究所

二、手机支付产业高速发展，产业链合作伙伴机遇彰显

1、市场预测——2010 年用户过千万

我们对手机支付渗透率的发展做了定量预测。按照新产品推广规律，假设手机支付业务在移动用户中的最大渗透率为 70%。根据模型计算，我们预计 2010 年手机支付业务用户数将超过 1000 万，这与中移动的战略目标相吻合（见图 2、表 3）。

图 2 中移动手机支付业务渗透率与用户数预测



资料来源：东方证券研究所

表 3 中移动手机支付业务渗透率与用户数预测

预测年	2009	2010	2011	2012	2013
移动用户数（万户）	49142.10	55156.81	59969.32	63292.30	65387.19
手机支付渗透率	0.20%	1.95%	15.65%	51.99%	67.66%
手机支付用户数(万户)	100.00	1078.18	9386.82	32908.08	44242.79

资料来源：东方证券研究所

2、产业链受益上市公司分析

发展手机支付业务是中移动稳固客户基础的重要手段，为了迅速做大规模，提高业务渗透率，中移动采取了“零收费以提高市场接受度、规模启动以提高市场参与度”的发展策略。中移动这种“高投入、零收入”的先期策略，将为平台、终端等提供商和专业服务商等合作伙伴带来巨大机遇。

我们对中移动手机支付产业链上各业务环节对应的公司进行梳理（见图 3），并对其中上市公司（见表 4）逐一进行分析。

图 3 中移动手机支付产业链各业务环节及主要公司

RF-SIM芯片设计制造	RF-SIM模块封装	RF-SIM卡片制造	手机支付业务运营
业务 • 集成电路芯片设计 • 芯片制作	• 智能卡模块封装	• 卡基加工和印刷 • 卡片封装 • 卡片个性化 • COS开发	• 平台开发与运维 • 用户与商户拓展 • 资金清算与结算 • 资金托管
公司 • 国民科技（中兴通讯） •	• 长电科技 •	• 东信和平 • 上海柯斯 • 大唐微电子（测试中） •	• 中国移动 • 高阳科技（全国平台） • 拓维信息（省级平台） • 联动优势（省级平台） • 工商银行 •

资料来源：东方证券研究所

表 4 中移动手机支付产业链中上市公司

股票名称	股票代码	产业链角色
高阳科技	0818.HK	中移动手机支付全国级平台合作伙伴
东信和平	002017	中移动手机支付RF-SIM卡主要供应商
大唐电信	600198	中移动手机支付RF-SIM卡潜在供应商,旗下大唐微电子研制生产的RF-SIM卡目前处于测试阶段
长电科技	600584	RF-SIM芯片封装商
中兴通讯	000063	旗下国民技术（原名：中兴集成电路）为RF-SIM芯片IC设计商
拓维信息	002261	参与省公司平台建设，拿到2个省以上的合同

资料来源：东方证券研究所

1) 高阳科技

高阳科技（2002 年香港主板上市，股票代码：0818 HK）是中移动手机支付全国级平台合作伙伴。为给中移动提供全网手机支付运营支撑服务，高阳科技专门成立高阳通联子公司，并从旗下高阳金信、高阳圣思园、百富科技三家公司挑选优秀人才组成团队，参与支付平台建设。

其中，高阳金信专注于金融行业的专业化 IT 服务，提供全面整合的 IT 咨询、服务和业务支撑。其银行核心业务系统的市场业务规模国内第一，是唯一能提供金融高端咨询服务的本土服务商。

高阳圣思园专注于中国移动 IVR 的运营支撑服务，其为奥运会开发的基于 3G 的视频点播业务得到各方好评。

百富科技专注于 POS 产品制造，其产品远销欧洲、中东、美洲、非洲、东亚和南亚地区。国内 POS 机市场占有率达 33%。

作为中移动的全国级平台合作伙伴（非外包商），按照与中移动的合同规定，高阳科技对交易佣金的分成比例将不少于 20%。我们认为，高阳科技将直接受益于产业发展，并在手机支付市场成熟时，获得显著收益。

2) 东信和平

东信和平是智能卡制造和智能卡应用开发的行业的领先者。公司成功入选中移动首批 RF-SIM 卡供应商。作为入选的仅两家供应商之一，东信和平获得了中国移动首批 RF-SIM 卡约 70% 份额订单。

RF-SIM 卡目前单片采集价格约在 100 元，由于技术领先，且公司可将中移动采集成本压力向上游厂商转移，公司预计 RF-SIM 卡业务的毛利率在未来 1-2 年将能稳定保持在 30% 左右水平。随着中移动明年发卡规模升上千万规模，东信和平作为主要供应商，业绩增厚明显。

3) 大唐电信

大唐电信旗下的大唐微电子研发生产的 RF-SIM 卡，目前正处于测试阶段，预计明年将可实现量产，成为中移动潜在供应商。截至 2009 年 6 月，大唐电信的各项主营业务中，微电子类产品利润达 15808.54 万元，占到总利润的 46.52%。我们认为 2010 年，若大唐微电子成为中移动 RF-SIM 卡供应商，新增利润贡献约在 1500 万左右水平。考虑到大唐电信拥有大唐微电子 60% 左右的股权，该新增利润对大唐电信的 EPS 贡献约为 0.02 元，对大唐电信业务基本面影响不大。

4) 长电科技

长电科技是我国半导体封装领域的龙头公司，经过多年研究，公司在 RF-SIM 芯片的系统封装技术方面处于国内领先地位，短期内难以被其他公司赶超。目前，公司积累了大量的客户和订单，并具备大规模生产能力，10 年，其 RF-SIM 芯片的封装业务有望迎来快速增长。

但是，过高的期间费用给公司的未来发展带来负面影响。截至 09 年三季度，公司期间费用率为 18.12%，为同行业可比公司最高值。特别是财务费用率高达 4.15%，给公司带来较为沉重的财务负担。

5) 中兴通讯

中兴通讯旗下国民技术（原名：中兴集成电路）是 RF-SIM 芯片的 IC 设计商。国民技术是商用密码领域领军企业，其提供的芯片 IC 设计是 RF-SIM 芯片设计制造中的重要环节。手机支付产业发展将对公司业务起到一定带动作用。但考虑到在中兴通讯业务中，运营商网络 and 手机业务利润占比达 88.7%，电信软件系统、服务及其它业务占比仅占 11.3%。所以，IC 设计业务盈利的提升对中兴通讯业绩影响有限。

6) 拓维信息

拓维信息作为中移动省级运营平台合作伙伴，目前已在湖南、云南二省运作移动支付运营平台。目前，各省运营平台提供商竞争激烈，中移动仅以固定费用方式与省级平台合作商进行结算。但我们估计，随着业务正式运营和规模增长，中移动将通过与业务量挂钩、以业务支撑费用形式给予合作商分成。拓维信息将从中获得较为稳定收益。

3、投资标的选择

在受益手机支付产业发展的 6 家上市公司中，现阶段，我们认为，作为中移动手机支付全国级平台合作商的高阳科技，和中移动手机支付 RF-SIM 卡主要供应商的东信和平，受益将最为迅速、直接，业绩增厚将最为明显。另外，作为中移动手机支付省级平台合作商的拓维信息，也将随手机支付业务的正式运营和规模增长而获益。

针对 A 股市场，我们重点推荐：东信和平、拓维信息。

三、估值和投资建议

1、手机支付行业投资时点已现

现在是投资手机支付行业的最佳时点。展望未来，中移动即将大面积展开的广告攻势、手机支付概念与世博的紧密结合、以及明年一、二季度行业受益公司的业绩兑现，都将成为行业快速发展、公司股价迅速上涨的有利催化剂。

- 1) 中移动手机支付业务的广告攻势将在 09 年底，10 年初全国范围内全面铺开。届时，伴随网络、电视、报刊杂志等媒体对手机支付业务的频繁、强势的宣传推广，中移动手机支付业务将全面启动，迅速发展。
- 2) 中移动作为世博合作伙伴，开展手机世博门票事件营销，将成为手机支付业务的最好宣传，使“手机支付”这一概念深入人心。
- 3) 明年一、二季度，手机支付产业发展进程中，给相关受益上市公司带来的新增盈利，将得以兑现。必将进一步调高市场对公司未来业绩预期。

2、东信和平——高弹性的终端制造商

东信和平是智能卡制造和智能卡应用开发的行业的领先者。公司成功入选中移动首批 RF-SIM 卡供应商。作为入选的仅两家供应商之一，东信和平获得中国移动首批 RF-SIM 卡约 70% 份额订单。随着中国移动明年发卡规模升上千万规模，东信和平作为主要供应商，受益显著。

我们在假设东信和平原有业务保持稳定发展的前提下，以东信和平 RF-SIM 卡订单市场份额和单卡采购价格为重要变量，对公司未来三年的收入和盈利情况进行预测（见表 5）：

表 5 公司新增业务 2009 年-2012 年盈利预测

预测年	2009	2010	2011	2012
RF-SIM卡出货量	100.00	1078.18	9386.82	32908.08
东信市场份额	70.00%	50.00%	30.00%	25.00%
RF-SIM卡采购价格	120.00	80.00	35.00	20.00
收入	8400.00	43127.08	98561.64	164540.42
净利率	5.00%	8.00%	8.00%	8.00%
净利润贡献	420.00	3018.90	6899.31	11517.83
RF-SIM业务EPS贡献	0.03	0.20	0.45	0.75
CMMB手机出货量	-	600.00	1900.00	2500.00
单位净利润	-	7.00	4.00	2.50
净利润	-	4200.00	7600.00	6250.00
CMMB业务EPS贡献	-	0.27	0.50	0.41
原有业务EPS贡献	0.23	0.23	0.23	0.23
EPS预测	0.26	0.70	1.17	1.39
PEG				0.20

资料来源：东方证券研究所

根据预测，公司 10 年、11 年、12 年的 EPS 将分别达到 0.7 元、1.17 元、1.39 元。给予公司，10 年 30 倍 PE，11 年 18 倍 PE，12 年 15 倍 PE（PEG 为 0.2），公司目标价格为 21.00 元。对比公司目前股价，我们给予东信和平“买入”评级。

3、拓维信息——稳定受益的平台合作伙伴

拓维信息作为中移动省级运营平台合作伙伴，目前已在湖南、云南二省运作移动支付运营平台。由于目前各省运营平台提供商竞争激烈，中移动集团尚未明确分成形式，仅以固定费用方式结算。但我们估计，随着业务正式运营和规模增长，中移动将通过与业务量挂钩、以业务支撑费用形式给予合作商分成。

预计 2010 年，中国手机支付市场规模将接近 60 亿。假定中移动将以交易额的 1.5% 给予合作商分成，拓维信息 2010 年将新增业务收入近 2700 万元，新增盈利近 800 万，实现 EPS 贡献 0.07 元，使 2010 年 EPS 从 0.85 元提升到 0.92 元，给予 40 倍 PE，对应目标价 36.80 元，对比目前股价，我们给予拓维信息“增持”评级。

分析师承诺

周军：通信行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

陈刚：军工电子行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn