

2011-03-01

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

电子

EMV 时代到来

增持/维持评级

分析师

王小松

SAC 执业证书编号:S1000510120043

(0755)8212 5054

wangxs@mail.htlhsc.com.cn

联系人

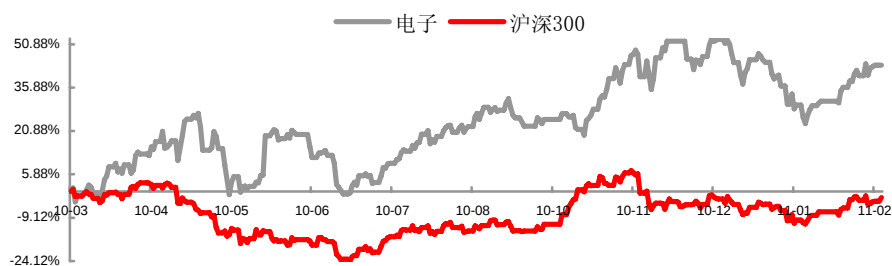
孔晓明

(021)6849 8629

kongxm@mail.htlhsc.com.cn

- **EMV 迁移是必然趋势。**银行 IC 卡相比传统的磁条卡,具有更高的安全性,更便捷的使用性,以及更丰富的扩展性等优点,是银行卡发展的必然趋势。全球范围来看,欧洲、亚太部分国家或地区已基本完成 EMV 迁移。
- **我国 EMV 时代到来。**2011 年 2 月 24 日,央行在福建泉州召开 2011 年科技工作会议,央行行长助理李东荣指出:2011 年“全面推广金融 IC 卡应用,启动全国范围的芯片卡迁移”。
- **IC 卡发行量步入拐点。**我们通过金融 IC 卡产业链各环节了解到,2011 年国内 IC 卡将放量发行。过去五年间国内 IC 卡发行量累计仅有 900 万张。综合各方信息,中性情形下估算,今年国内 IC 卡发卡量约 5000 万张,其中以工行居先,计划发行约 2000 万张。
- **EMV 迁移产业链迎来盛宴。**EMV 迁移涉及银行卡替换、银行后台系统改在、支付终端改造等环节。我们粗略估算,仅 IC 卡替换银行卡即可带来超过 300 亿的市场需求,产业链相关公司将会大幅受益。
- **我们沿两条主线挖掘投资标的:**首先,IC 卡产业链直接获益,包括芯片厂商、模块封装以及卡基封装等;其次,IC 卡应用环境亦将受益。EMV 卡的普及,将会再次促进支付环境的完善,其核心在于 POS 机等支付终端的进一步普及,以及存量 POS 须被改造为能够支持非接触式小额支付。
- **重点推荐股票组合:新国都、东信和平和恒宝股份。**EMV 卡放量推动电子支付发展,新国都将多重受益,未来三年复合增长率有望超过 40%。EMV 迁移启动将使东信和平、恒宝股份直接并长期受益:近看其业绩会因 EMV 迁移而步入拐点;远看 EMV 迁移会推动手机支付等应用,其将长期受益。
- **风险因素:**EMV 迁移慢于预期;上市公司获取的市场份额低于预期;行业估值中枢下移。

最近 52 周行业表现



目 录

EMV 拐点已至.....	4
EMV 迁移是必然趋势.....	4
IC 卡是银行卡的发展方向	4
海外 EMV 迁移现状	4
国内迎来 IC 卡时代.....	5
早期 EMV 迁移进展缓慢	5
EMV 迁移加速前进	5
EMV 迁移步入拐点，2011 年开始全国推广	6
EMV 迁移进程分析和市场规模测算.....	7
核心假设:	7
市场规模.....	7
EMV 迁移产业链投资标的的分析	8
EMV 卡产业链	9
支付终端产业链	10
重点推荐股票组合	10
新国都.....	11
东信和平	13
恒宝股份	14
风险提示	15

图表目录

图 1: EMV 迁移是个系统工程	9
图 2: 芯片卡产业链	9
图 3: 过去几年营业收入保持快速增长	11
图 4: 公司主营收入构成 (2010H1)	11
图 5: 历年营业收入和毛利率情况	13
图 6: 公司主营收入构成 (2010H1)	13
图 7: 过去几年营业收入保持较快增长	14
图 8: 公司主营收入构成 (2010H1)	14
表格 1: Visa 和 Master 全球 EMV 迁移时间表, 并启动“风险转移”政策	5
表格 2: 2010 年央行提出的国内 EMV 迁移时间表	6
表格 3: EMV 迁移环境基本成熟	6
表格 4: 国内 EMV 迁移关键事件	7
表格 5: 国内 EMV 迁移情景分析	8
表格 6: EMV 卡产业链主要相关公司	9
表格 7: 支付终端领域主要相关公司	10
表格 8: 支付终端领域主要相关公司	11
表格 9: 新国都业绩情景分析	12
表格 10: 东信和平业绩情景分析	14
表格 11: 恒宝股份业绩情景分析	15

EMV 拐点已至

2005 年 3 月，央行发布《中国金融集成电路（IC）卡规范》（PBOC 2.0），奠定了国内 EMV 迁移的基础，并在北京、上海、天津、青岛和福州等地开始进行试点工作。

2010 年 5 月，央行发布《中国金融集成电路（IC）卡规范》（2010 年版），总结 IC 卡应用试点经验，并提出国内 EMV 迁移的时间表。

2011 年 2 月 24 日，央行在福建泉州召开 2011 年科技工作会议，央行行长助理李东荣指出：2011 年“全面推广金融 IC 卡应用，启动全国范围的芯片卡迁移”。

我们认为 2011 年将成为 EMV 迁移元年，IC 发卡量将步入拐点。从 2005 年工商银行发行第一张 IC 卡开始到 2010 年底，5 年间国内 IC 卡发行量累计仅有 900 万张。根据我们从 EMV 产业链各环节（智能卡芯片厂商、银行客户、智能卡生产厂商等）了解到的信息判断，今年 IC 卡将会放量发行，我们中性情景下判断，今年发卡量在 5000 万张左右。

EMV 迁移是必然趋势

IC 卡是银行卡的发展方向

EMV 标准是由国际三大银行卡组织——Europay（欧陆卡，已被万事达收购）、MasterCard（万事达卡）和 Visa（维萨）共同发起制定的银行卡从磁条卡向智能 IC 卡转移的技术标准，是基于 CPU IC 卡的金融支付标准，目前已成为公认的框架性标准。

银行 IC 卡相比传统的磁条卡，具有更高的安全性，更便捷的使用性，以及更丰富的扩展性等优点，是银行卡发展的必然趋势。

第一、更丰富的业务扩展性。IC 卡使得银行可以提供更多的增值服务，具有非常大的应用潜力：IC 卡既能通过接触方式实现借贷记功能、电子钱包功能，又能通过非接触方式实现快速交易的小额支付功能；IC 卡能支持个人的信息管理、积分等；IC 卡具备运算能力，不仅能够被读取还可以进行信息写入，实现与终端交互。**丰富的业务拓展性意味着丰富的业务机会，这将是化解 EMV 迁移成本的有效方式，也是银行推动 EMV 迁移的主要动力。**

第二、IC 卡具有更高的安全性，可有效降低银行卡诈骗的风险。IC 卡采用的是具有独立运算、加解密和存储能力的 CPU 芯片，IC 卡与读卡器之间采用可加密的数据通信方式交换数据，因此相比磁条卡具有较强的安全性能。资料显示，IC 卡的全面推广使法国银行卡欺诈率由 1987 年的 2.7% 下降到 1998 年的 0.18%；马来西亚在完成 EMV 迁移后，银行卡欺诈率已经降到近年来的最低点。

第三、更便捷的使用性。磁条卡只能通过刷卡的方式并需要连接银行系统读取。而 IC 卡既可以接触式支付，也可以快速的非接触式支付；不仅可以联网使用，也可以脱机使用。

海外 EMV 迁移现状

据中国银联相关报道，全球来看，欧洲 EMV 迁移进展最快，其次为亚太地区，拉美

地区 EMV 迁移进展相对缓慢。截止 2006 年底，全球 100 多个国家和地区共发行 EMV 卡近 5.2 亿张，同比增长近 28%；EMV 受理终端 680 万台，同比增长近 51%。

国内 EMV 迁移已处于在亚太区处于落后的“第三梯队”。在亚太区，日本发卡 EMV 迁移比例达 39%，与中国台湾地区、马来西亚处于第一梯队；第二梯队则包括中国香港、澳大利亚、印度、印度尼西亚、巴基斯坦、菲律宾、新加坡和泰国等；包括中国内地在内的亚太区其它国家或地区处于第三梯队。

第一波 EMV 迁移浪潮已接近尾声，主要是为防止银行卡欺诈，是由银行卡组织实施的风险转移政策所驱动。目前欧洲、北美、亚太部分国家或地区已基本完成 EMV 迁移。

表格 1: Visa 和 Master 全球 EMV 迁移时间表，并启动“风险转移”政策

区域	期限
万事达欧洲区与威萨欧盟区	对于 Maestro、Eurocard/MasterCard、Visa、Visa Electron，区域内部以及本国内交易的期限为 2005 年 1 月 1 日，个别国家与卡种稍有不同。葡萄牙、西班牙所有卡种的本国交易期限推迟至 2008 年 1 月 1 日。
万事达南亚、中东与非洲区	对于 EC-MC 卡（不包括 Maestro），区域内部与本国交易期限为 2006 年 1 月 1 日。该卡种在南非的本国交易期限为 2005 年 1 月 1 日。
威萨中欧、中东与非洲区	对于 Visa、Visa Electron，区域内部与本地交易的期限为 2006 年 1 月 1 日。2004 年新加入欧盟的 10 个国家转入威萨欧盟区管辖，因而按照 2005 年 1 月 1 日的期限执行。南非的本国交易也按照该期限执行
亚太	对于 EC-MC、Visa、Visa Electron（不包括 Maestro），区域内部交易的期限为 2006 年 1 月 1 日，台湾地区本地交易的期限待定。
拉美与加勒比地区	对于 Maestro、EC-MC、Visa、Visa Electron，区域内部交易的期限为 2005 年 1 月 1 日，部分国家有所不同。
北美	执行期限未定

资料来源：公开资料、华泰联合证券研究所整理

国内迎来 IC 卡时代

早期 EMV 迁移进展缓慢

我国早在 1994 年就提出了“磁条卡与智能卡并用，逐步向智能卡过渡”的指导思想。但是直到 2005 年 3 月，才开始金融 IC 卡试点工作。其时，央行发布《中国金融集成电路（IC）卡规范》（PBOC 2.0），奠定了国内 EMV 迁移的基础，并在北京、上海、天津、青岛和福州等地开始进行试点工作。

EMV 迁移在国内进展缓慢，主要是银行在改造成本和面临风险中权衡的结果。一方面，EMV 迁移涉及到系统、终端改造，单卡成本亦是磁条卡的数十倍。另一方面，早期国内银行卡使用率较低（主要是对存折的替代，在自助终端、刷卡消费等方面使用率较低），银行和储户面临的欺诈风险较低。因此银行大规模进行 EMV 迁移动力不足。

EMV 迁移加速前进

近年来，央行和银联不断加大国内 EMV 迁移的推荐力度。

中国银联在长沙召开的“2009 年区域性银行业机构银行卡年会”上透露，银联标准 IC 卡的发展条件、环境已具备，中国银联已全面启动金融 IC 卡的受理市场改造，预计 2 年内完成所有自由产权终端的 IC 受理改造。

2010 年 5 月，央行发布《中国金融集成电路（IC）卡规范》（2010 年版），总结 IC 卡应用试点经验，并提出国内 EMV 迁移的时间表。

表格 2：2010 年央行提出的国内 EMV 迁移时间表

类别	时间	事件
银行卡迁移	2010 年底前	国有商业银行全面发行金融 IC 卡
	2012 年底前	股份制商业银行全面发行金融 IC 卡
	2015 年 1 月 1 日起	所有新发行的银行卡须为金融 IC 卡
终端	2010 年 7 月 1 日起	新投放的 POS 和 ATM 终端应具备金融 IC 卡受理功能
	2010 年底前	直联存量 POS 完成受理 IC 卡功能改造
	2011 年底前	间联存量 POS 完成受理 IC 卡功能改造
	2012 年底前	ATM 机和非现金自助终端完成受理 IC 卡功能改造
试点计划	2011 年底前	上海、重庆、深圳等 13 个首批重点试点城市完成试点
	2012 年底前	天津、哈尔滨、厦门等 30 个扩大试点城市完成试点

资料来源：公开资料、华泰联合证券研究所整理

EMV 迁移步入拐点，2011 年开始全国推广

2011 年 2 月 24 日，央行在福建泉州召开 2011 年科技工作会议，央行行长助理李东荣指出：2011 年“全面推广金融 IC 卡应用，启动全国范围的芯片卡迁移”。据此判断，央行推进 EMV 迁移的步伐开始加速。

这亦和我们从 EMV 产业链各环节（智能卡芯片厂商、银行客户、智能卡生产厂商等）了解到的信息相互印证，今年 IC 卡将会放量发行。

表格 3：EMV 迁移环境基本成熟

类别	事件
后台系统	银联和部分商业银行改造完成并且完成对接；工行和交行已在全国范围发卡。其他银行也均在试点。
POS	2007 年后新增 POS 均支持接触式支付受理，目前超过 60% 存量 POS 支持接触式支付受理；2011 年底所有存量 POS 支持接触式支付受理
ATM 机以及非现金自助终端	2007 年新增 ATM 均具备支持接触式受理功能，只需完成软件升级即可。

资料来源：公开资料、华泰联合证券研究所整理

表格 4：国内 EMV 迁移关键事件

时间	事件
1994 年	提出了“磁条卡与智能卡并用，逐步向智能卡过渡”的指导思想
1997 年	央行发布《中国金融集成电路（IC）卡规范》（又称 PBOC1.0 标准）
	央行和银联分别提出国内 EMV 迁移原则：央行提出“先标准、后试点，先收单、后发卡，先外卡、后内卡，先贷记、后借记”的迁移策略以及政府指导、市场机制优先的原则；
2004 年	银联提出“可以先从外卡收单领域开始迁移，逐步建设和完善 IC 卡受理环境，然后试点发卡，同时积极争取与行业卡联合发展，坚持密码验证”以及应遵循“谨慎应对、积极准备、顺势而为、重点突破”的指导思想
2005 年	央行发布《中国金融集成电路（IC）卡规范》（PBOC 2.0），奠定了国内 EMV 迁移的基础，并在北京、上海、天津、青岛和福州等地开始进行试点工作。
2005 年	工行发行国内第一张符合 EMV 标准的芯片卡
2009 年	中国银联透漏 IC 卡的发展条件、环境已具备，并已全面启动金融 IC 卡的受理市场改造，预计 2 年内完成所有自由产权终端的 IC 受理改造。
2010 年	央行发布《中国金融集成电路（IC）卡规范》（2010 年版），总结了 IC 卡应用试点经验，树立了 EMV 迁移行业标准，并提出国内 EMV 迁移的时间表。
2011 年	央行行长助理李东荣在 2011 年科技工作会议上提出：2011 年“全面推广金融 IC 卡应用，启动全国范围的芯片卡迁移”。

资料来源：公开资料、华泰联合证券研究所整理

EMV 迁移进程分析和市场规模测算

核心假设：

- 1、未来几年，国内银行卡发卡量仍会保持较快增长。截至 2009 年底，国内银行卡累计发卡量达到 20.7 亿张，四年符合增速达到 21.1%。然而国内人均拥有卡数仍低于其他国家和地区，并且每年银行卡消费金额和笔数都保持快速增长，因此，我们认为银行卡远未饱和，未来国内发卡量仍会保持较快增长。
- 2、目前芯片价格平均每张约 15 元/，预计随着芯片卡发卡量不断增长，其价格也将会逐步下降。
- 3、磁条卡寿命一般为 5 年左右，因此每年新增发卡量=旧卡更新+发行新卡。其中旧卡更新量近似于 5 年前银行卡增量。

市场规模

对 EMV 迁移进程做情景分析，分三种情况：中性情境下，按央行计划 2015 年新发行银行卡均为 EMV；乐观情境下，提前一年至 2014 年实现；悲观情景下，推至 2015 年以后实现。

从我们了解的情况来看，2011 年国内 EMV 发卡量大约在 5000 万张，以四大国有银行为主。其中预计工行计划发卡量在 2000 万张；中行计划发卡量在 1000-1500 万张，农行和建行的发卡规模大约在 1000 万张。

表格 5：国内 EMV 迁移情景分析

类别	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
累计发卡量（亿张）	20.66	24.14	26.45	28.49	30.14	31.6	33.13
增速	14.8%	12.0%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	5.0%
新增发卡量（亿张）	4.16	4.88	4.01	4.74	5.35	4.46	4.19
旧卡更替	1.50	1.40	1.70	2.70	3.70	3.00	2.66
发行新卡	2.66	3.48	2.31	2.04	1.65	1.46	1.53
IC 卡价格（元/张）			15.00	14.25	13.54	12.86	12.22
增速			-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
乐观假设							
IC 卡发卡量（亿张）			0.50	2.37	4.28	4.46	4.19
IC 卡占比 ①			12.5%	50.00%	80.00%	100.00%	100.00%
市场规模（亿元）②			7.50	33.77	57.93	57.32	51.19
IC 卡累计量		0.09	0.59	2.96	7.24	11.7	15.89
占比 ③		0.4%	2.3%	10.77%	24.85%	38.24%	49.46%
中性假设							
IC 卡发卡量			0.50	1.896	3.21	3.568	4.19
IC 卡占比			12.5%	40.00%	60.00%	80.00%	100.00%
市场规模			7.50	27.02	43.46	45.88	51.20
IC 卡累计量		0.09	0.59	2.49	5.70	9.26	13.45
占比		0.4%	2.3%	9.04%	19.55%	30.27%	41.87%
悲观假设							
IC 卡发卡量			0.50	1.422	2.675	2.676	3.352
IC 卡占比			12.5%	30.00%	50.00%	60.00%	80.00%
市场规模			7.50	20.26	36.22	34.41	40.96
IC 卡累计量		0.09	0.59	2.01	4.69	7.36	10.72
占比		0.4%	2.3%	7.32%	16.08%	24.06%	33.35%

资料来源：中国人民银行、华泰联合证券研究所估算

① IC 卡占比指“IC 卡发卡量”占“新增发卡量”的比重，下同；

② 市场规模指当年“IC 卡发卡量”与“IC 卡价格”的乘积，下同

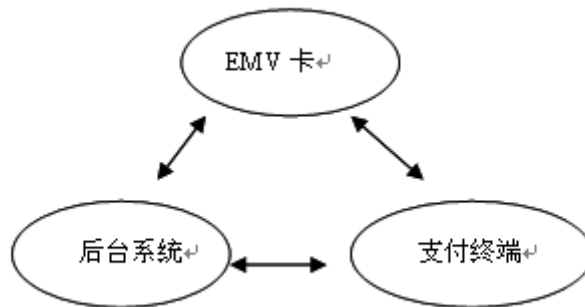
③ 指截止当年 IC 累计发卡量占银行卡累计发卡量的比重，下同；

EMV 迁移产业链投资标的分析

EMV 迁移是个系统工程，涉及到 EMV 卡、银行后台系统改造以及支付环境改造等环节。目前银行后台改造基本完成；支付环境也已初步完善。

就投资价值来看，主要沿两条主线挖掘：首先是 EMV 卡产业链；其次，是 EMV 支付环境。随着 EMV 卡逐渐普及，为了能够基于 EMV 卡开展增值服务，必须进一步完善支付环境，也即大规模、大面积普及 POS 机，以及改造 POS 机以支持小额支付非接触式受理。

图 1: EMV 迁移是个系统工程

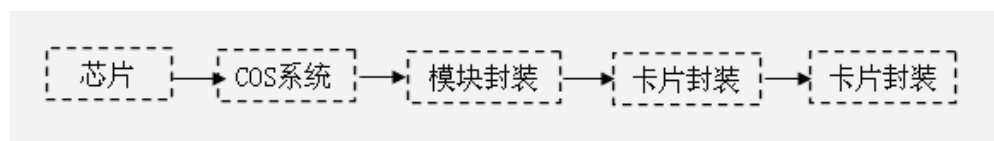


资料来源: 华泰联合证券研究所

EMV 卡产业链

EMV 卡产业链主要涉及芯片厂商以及卡片生产厂商。

图 2: 芯片卡产业链



资料来源: 华泰联合证券研究所

EMV 卡芯片目前还是以恩智浦为主, 三星电子亦有相应产品, 技术路线不同于恩智浦。国内相关上市公司中有大唐电信旗下的大唐微电子, 未来有望切入 EMV 芯片市场; 此外被注入晶源电子的同方微电子也有 EMV 技术的研究和储备。

IC 卡厂商中, 恒宝股份在金融磁条卡领域中市场份额较高, 借此基础公司有望顺利切入金融 IC 卡领域。东信和平凭借技术和产品优势, 逐渐获得银行的认可

表格 6: EMV 卡产业链主要相关公司

分类	公司	业务
芯片厂商	恩智浦	智能识别领域居全球领先地位; 射频智能识别排名第一; NFC 排名第一
	三星电子	三星电子智能卡芯片出货量排全球第一
	大唐微电子 (大唐电信旗下 (600198.SH))	智能卡芯片在通信等领域应用广泛; 已研发出金融 IC 卡芯片
	同方微电子 (被注入晶源电子 (002049.SZ))	智能卡芯片在通信、市政等领域应用广泛; 能够生产 NFC 芯片; 据称储备了金融 IC 卡芯片技术并在进行研发
卡片厂商	东信和平 (002017.SZ)	通信卡领域份额居前; EMV 卡入围中行招标选型
	恒宝股份 (002104.SZ)	通信卡、银行磁条卡市场份额较高; 入围中行招标选型
	武汉天喻 (IPO 已过会未发行)	通信、市政领域优势较强; 已与工行有 IC 卡的业务合作
	金邦达	总部位于慕尼黑。以城市通卡、社保卡等为主; 负责金雅

黄石捷德

拓在大中华区非通信业务；入围中行招标选型。

以通信智能卡、城市通卡、社保卡等为主；入围中行招标选型

资料来源：公开资料、华泰联合证券研究所整理

支付终端产业链

我们了解到目前多数 POS 机已能够支持接触式支付处理，这对 IC 放量发行提供了基础。然而发卡行若想基于 IC 卡开展各种“一卡多用”增值服务，必须进一步完善和改造支付环境，其核心在于两个方面：一个是大范围、高密度普及 POS 机，使用户所到之处均能刷卡消费；第二、POS 机必须支持非接触式支付处理，银行卡支持小额支付。

据银联统计数据，刷卡消费中超过一半的比重是一百元以内的小额支付；此外，用户日常生活现金支付也以小额为主。这些都是开展 IC 卡小额支付的巨大市场需求。

表格 7：支付终端领域主要相关公司

分类	公司	业务
POS 机	福建联迪	国内 POS 机龙头企业之一
	百富环球 (0327.HK)	国内领先的 POS 机制造商
	新国都 (300130.SZ)	国内最具成长性的 POS 机厂商；有设备到服务，已介入第三方收单服务和支付领域。
	惠尔丰	美国 VeriFone 在中国的全资子公司，在全球 POS 市场份额居前
	证通电子 (002197.SZ)	E-POS 市场份额较高，此外还有银行自助终端和加密键盘等产品
	新大陆 (000997.SZ)	POS 机、税控收款机、二维码自动识别软件、行业应用软件及系统集成开发等。

资料来源：公开资料、华泰联合证券研究所整理

重点推荐股票组合

我们重点推荐新国都、东信和平、恒宝股份。

EMV 卡放量将使东信和平和恒宝股份直接并长期受益。第一、EMV 迁移由故事变为现实，东信和平和恒宝股份今年将迎来业绩拐点，EMV 业绩有望于 2 季度或 3 季度开始体现。第二、EMV 迁移将加速运营商推广手机支付，将使东信和平和恒宝股份继续受益。目前来看，13.56M 和 NFC 将是手机支付的主流方式。EMV 迁移推进支付环境完善，客观上也为运营商推动手机支付提供了基础条件。这将再次给东信和平和恒宝股份带来一个巨大的市场规模。

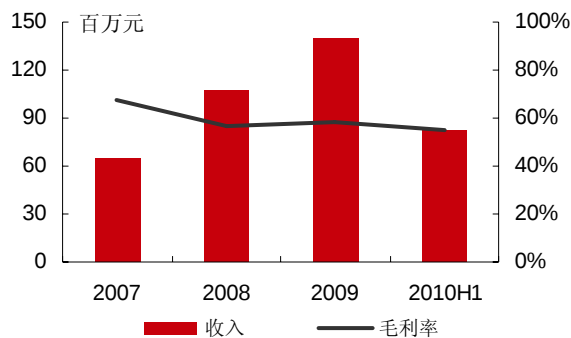
EMV 卡放量将会推动支付终端的完善和电子支付的发展，新国都将会多重受益：第一 POS 机市场需求扩大数倍；第二、加速存量 POS 机的改造，带给公司超额收益；第三、加速推进公司从设备到设备+服务的转型，其成长空间和持续性将会实现跨越。

新国都

公司简介

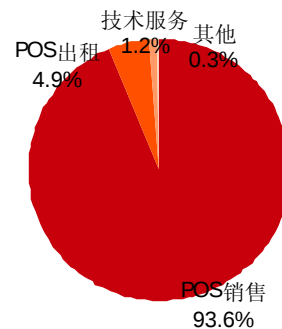
公司是专业的 POS 机的生产厂商，此外亦在开展第三方收单服务等业务（与广州羊城通、与光大银行合作开展收单维护服务；子公司肇庆好易联开展 POS 维护服务等），未来将从设备走向设备+服务道路。

图 3： 过去几年营业收入保持快速增长



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 4： 公司主营收入构成（2010H1）



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

POS 机市场竞争机构趋于稳定，公司份额基本稳固在行业前三。多种认证梳理的壁垒、良好的客户关系以及历往业绩构成了 POS 机行业进入壁垒。国内 POS 行业已形成了相对封闭的寡头市场格局，市场集中度较高。从主要收单机构银联商务的招标情况来看，近三年的入围企业基本未发生大的变化。

表格 8：支付终端领域主要相关公司

招标分类	2008 年招标入围供应商	2009 年招标入围供应商	2010 年招标入围供应商
台式热敏 POS	深圳百富、新国都、惠尔丰	深圳百富、新国都、福建联迪	新国都、深圳百富、福建联迪
台式针打 POS	深圳百富、福建联迪	深圳百富、新国都	新国都、福建联迪
分体针打 POS	深圳百富、新国都	深圳百富、新国都	深圳百富、新国都
手持无线 POS	深圳百富、福建联迪	惠尔丰、福建联迪	惠尔丰、福建联迪
简易热敏 POS			新国都、深圳百富

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理；

注：手持无线 POS 采购规模较小

投资逻辑

EMV 卡放量→推动发卡行开展小额支付等增值服务→推动收单机构完善支付环境→核心在于改造 POS 机支持非接触式支付处理和大范围、高密度普及 POS 机→新国都多重受益→未来三年复合增长率达到 40%。

第一、电子支付时代即将来临。EMV 步入拐点，会推动发卡行进一步完善支付环境，支付的环境的完善又会促进手机支付、小额支付等电子支付方式，我们将会迎来电子支付时代。

第二、电子支付将会使公司多重受益：

首先、电子支付将使得 POS 机市场需求扩大数倍（电子支付时代，只需一张 EMV 卡，不再需要现金，POS 机需求量有多大，尽可想象）。过去几年国内 POS 机复合增长率超过 40%；在电子支付的推动下，POS 机未来仍将保持至少 40% 以上的增速。

其次、电子支付会加速存量 POS 机的改造。电子支付发展的前提是 POS 支持非接触式小额支付，这将加速收单行对存量 POS 机的改造，同时带给公司超额收益。目前公司改造一台机可获得净利 200 多元，存量 POS 机共 40 万台。

再次、电子支付加速推进公司从设备到设备+服务的转型，其成长空间和持续性将会实现跨越。公司正在谋划进入第三方收单服务和第三方支付业务，包括内生和外生的多种增长方式，其优势在于：丰富的收单服务和支付经验（广州羊城通、与光大银行合作开展收单维护服务；子公司肇庆好易联开展 POS 维护服务等）；公司自产 POS 机具有突出的成本优势，都是公司进入收单和支付领域的有力支撑。

盈利预测与估值

2010 年，EPS 0.95 元（剔除上市费用后估算）。我们预测 2011 年 EPS 1.41 元（包括募集资金带来的税后利息收入）、2012 年 2.1 元（谨慎假设下）。

目前电子行业平均 PE 约在 37 倍。若结合 PEG 和行业估值综合考虑，公司的估值区间应在 35-40 倍之间。

2012 年的业绩存在超预期可能，主要取决于新国都对存量 POS 机的改造进展，以及第三方收单服务的进展。我们仅考虑存量 POS 机改造的不同情景下带来的业绩变化：

表格 9：新国都业绩情景分析

年份	EPS	不同情境	POS 改造数量	增厚 EPS
2010A	0.92 元（剔除 IPO 上市费用影响后 EPS 约 0.95 元） -			
2011E	1.41 元			
	2.52 元	乐观情景	20 万台	0.56 元
2012E	2.24 元	中性情景	10 万台	0.28 元
	2.10 元	谨慎情景	5 万台	0.14 元

资料来源：华泰联合证券研究所预测

股价催化剂

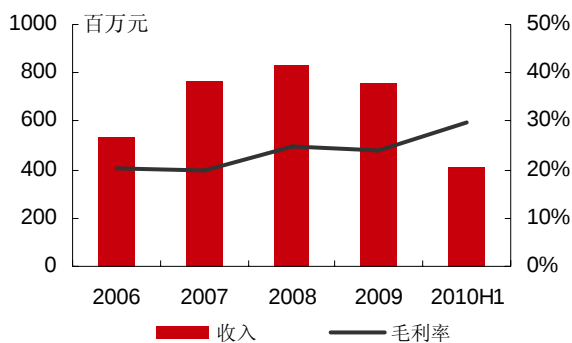
银行正式放量推广 EMV 卡；公司 POS 入围各银行招标选型的事件性驱动；进行外延式扩张。

东信和平

公司简介

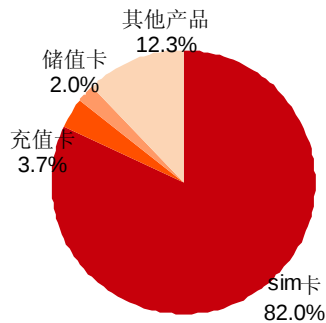
公司是专业的智能卡生产商，产品主要用于通讯、市政领域。目前公司生产的金融 IC 已通过相应的检测和认证，在 EMV 迁移进程中具有较强的领先优势。

图 5： 历年营业收入和毛利率情况



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 6： 公司主营收入构成（2010H1）



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

投资逻辑

第一、公司海外业务逐渐步入正轨，未来通信 SIM 卡业务仍会保持较好增长。2010 年公司海外业务大幅增长，毛利率有所回升。2010H1 海外业务占比达到 56.24%，同比提升了 18.24 个百分点；同期通信 SIM 卡的毛利率也由 23.1% 提升到 25.7%。

第二、EMV 卡放量，公司业绩迎来拐点。就我们目前了解的情况来看，公司在银行 IC 中已取得一定领先优势，和主要银行客户也建立了良好的合作关系，例如成功入围中行招标选型。我们认为公司将会在 EMV 迁移中获得较高的份额。

第三、CMMB、社保卡成为另一利润增长点。根据广电总局计划 2010-2012，CMMB 用户有望突破 5000 万。由于广电总局和中国移动签订了独家协议，用户拓展计划落到了中移动肩上，目前进入中移动供应体系的有东信和平、武汉天喻、大唐微电子等少数几家。公司将会借助与中移动的良好关系获得较大的市场份额。此外，近年来，各地政府加快了社保系统整合以及 IC 卡普及，这快业务 2010 年取得较大突破，未来两年也会保持快速增长。

第四、与银联合作开发的 N3 系统，以及手机支付成为公司的长期看点。公司与银联独家合作开发的 N3 智能卡多应用平台，是基于 Web 技术的新一代智能卡多应用平台，可以同时为银行、社保、公交、公用事业缴费、加油等 IC 卡应用提供开放式的服务。2011 年公司将与银联建设 N3 体验环境进行试应用。未来 N3 系统一旦推广应用，公司将会居于行业领先地位，多重受益。

此外，EMV 迁移的推进，支付终端的完善，手机支付必将得到大力推广。我们了解到运营商亦在重点推动手机支付业务的发展。我们亦从产业链上下了解到，13.56M 和 NFC 将成为手机支付的主流方式，这将对融合 NFC 功能 SIM 卡产生巨大的需求，公司等优势通讯智能卡商会面临巨大机遇。

盈利预测

2010 年，EPS 0.16 元并未反映公司实际的经营情况。中性情景下，我们预测 2011 年 EPS 0.48 元、2012 年 0.98 元。

我们的业绩预测是基于 EMV 迁移在中性假设的基础上（表 5）。公司的业绩仍有可能超预期，如果 EMV 的迁移步伐加快。

表格 10：东信和平业绩情景分析

年份	EPS	不同情境	EMV 份额	附注
2010A	0.16 元（未反应实际业绩）			
2011E	0.51 元	乐观情景	20%	EMV 净利率率 20%； CMMB、社保卡贡献利润
	0.48 元	中性情景	15%	
	0.45 元	谨慎情景	10%	
2012E	1.12 元	乐观情景	25%	EMV 净利率率 20%； 份额会进一步提升； 封装降低成本
	0.98 元	中性情景	20%	
	0.85 元	谨慎情景	15%	

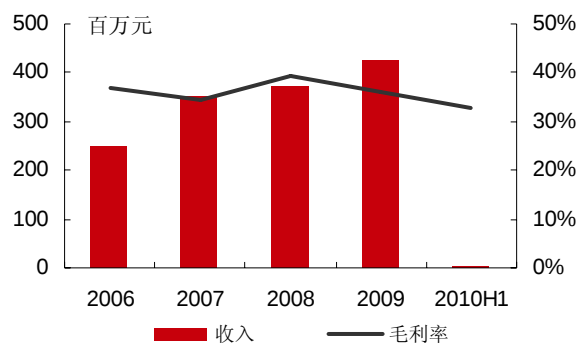
资料来源：华泰联合证券研究所估算

恒宝股份

公司简介

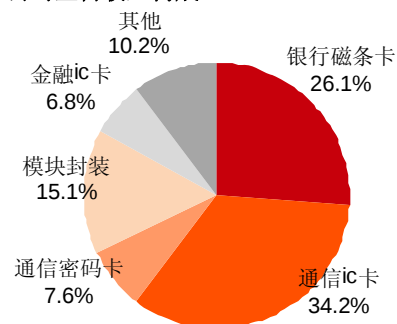
公司是国内金融重控票证和卡类产品种类最全、产能最大、设备最先进、涉足领域最多、资质最全的生产厂商，也是电子标签、读写机具、COS 软件、信息处理平台的开发商，系统集成和电信增值服务提供商。公司产品主要包括通讯 SIM 卡、金融磁条卡、智能卡模块封装等。

图 7：过去几年营业收入保持较快增长



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

图 8：公司主营收入构成（2010H1）



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

投资逻辑

第一、我们认为公司传统业务通信卡仍会保持平稳增长。3G 用户的持续增长，公司核心客户中国联通和电信市场份额的不断提升，以及手机渗透率的进一步提升，使得公司传统通讯卡业务仍将保持平稳增长。

第二、未来两年的增长将近看 EMV 迁移，中看运营商手机支付业务进展。

EMV 步入拐点，公司凭借磁条卡时代与银行建立的良好关系，有望在 EMV 迁移中获得较高份额（历史中，公司银行磁条卡国内市场份额约在 26% 左右）。

此外，2010 年运营商如火如荼地推广手机支付业务，公司累计获得手机支付卡订单收入约亿元左右。公司在手机支付领域均有较成熟的产品，不管是 13.56M 标准，还是 2.4G 标准，抑或是 NFC 技术路线。

盈利预测

2010 年，公司 EPS 0.24 元。中性情景下，我们预测 2011 年 EPS 0.38 元、2012 年 0.60 元。

我们的业绩预测是基于 EMV 迁移在中性假设的基础上（表 5）。公司的业绩仍有可能超预期，如果 EMV 的迁移步伐加快。

表格 11：恒宝股份业绩情景分析

年份	EPS	不同情境	EMV 份额	附注
2010A	0.24 元			
	0.40 元	乐观情景	25%	
2011E	0.38 元	中性情景	20%	EMV 净利率率 25%；
	0.36 元	谨慎情景	15%	
	0.68 元	乐观情景	25%	
2012E	0.60 元	中性情景	20%	EMV 净利率率 25%；
	0.52 元	谨慎情景	15%	

资料来源：华泰联合证券研究所估算

风险提示

EMV 迁移慢于预期；

上市公司获取的市场份额低于预期；

行业估值中枢下移；



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn