

智能卡制卡行业分析简报

2014年12月1日

核心观点

- ❖ **金融 IC 卡未来快速放量，社保卡金融化进一步提升市场空间。**根据央行相应文件规定，金融 IC 卡将于 13 年普发，15 年实现普及。据统计，12 年新增银行卡中金融 IC 卡渗透率仅为 16%，13 年国内金融 IC 卡发卡量同比增长 370%，渗透率提升到 69%，14 年前三季度发卡达到 4.5 亿张。预计未来几年渗透率将继续稳步提升，14-16 年国内金融 IC 卡发卡量将分别为 5.7 亿、6.7 亿、7.7 亿张。与此同时，人社部与央行联合推动社保卡金融化功能，预计年均发卡量将超过 1.5 亿张，进一步加速升级过程。
- ❖ **金融 IC 卡快速放量将带来卡片价格下降，但毛利率水平应当得以维持。**我们认为主要还是原材料特别是芯片价格下降驱动，预计 14-16 年金融 IC 卡年复合增长率将在 70% 左右，同时整体制卡也毛利率水平依然可以得到维持。
- ❖ **招标规模大，主体相对分散，制卡行业将整体受益。**由于快速放量，市场招标规模通常较大，从安全管理的角度来看，供应上选择通常在 5 家以上；除去银行整体招标外，金融社保卡招标通常由省级社保部门甚至地市级社保部门来进行，招标主体相对分散，故业务规模较小的板块也可以获得足够订单，有利于基数较低的企业快速成长。
- ❖ **芯片国产化和移动支付将引爆新的业绩增长点。**由于金融 IC 卡相应的芯片关系到国家信息安全，未来具有迫切的国产化需求（目前社保卡已经基本全部实现国产化）；移动支付的兴起将在近场支付（NFC 和二维码）和远程支付（支付宝等移动互联网）产业链条上的相关机会，进一步增加如对 SWP-SIM 卡等智能卡需求释放。
- ❖ **投资建议：关注金融 IC 卡芯片与制卡环节。**央行推动的磁体卡向 IC 卡升级过程，将会带动相应的制卡量未来几年内出现明显增长，加上社保卡附加金融功能，相应的芯片与制卡企业业务量将有望获得显著提升；同时芯片厂商还能够享受国内化带来的超速增长。具体制卡厂商可关注东信和平、恒宝股份、东港股份和天喻信息等。



基金管理总部

基金经理 陈磊

电话：021-68591607

邮箱：chenlei@changyucapital.com

基金经理 袁波

电话：021-68591611

邮箱：yuanbo@zongyiholding.com

基金经理 杨朦

电话：021-68591618

邮箱：yangmeng@zongyiholding.com

主笔研究员 陈昱

电话：021-68591608

邮箱：chenyu@zongyiholding.com

联络人 刘莉华

电话：021-68591612

邮箱：liulihua@zongyiholding.com

智能卡制卡行业分析简报

1. 金融 IC 卡未来快速放量，社保卡金融化进一步提升市场空间。

根据 11 年央行发布《中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》，金融 IC 卡推广分为支持终端（ATM 和 POS）改造与银行卡升级两部分。从进度上看，12 年底已经基本实现了境内 POS 和 ATM 机全部支持金融 IC 卡功能，银行卡 IC 化升级将计划于 2015 年基本实现普及。

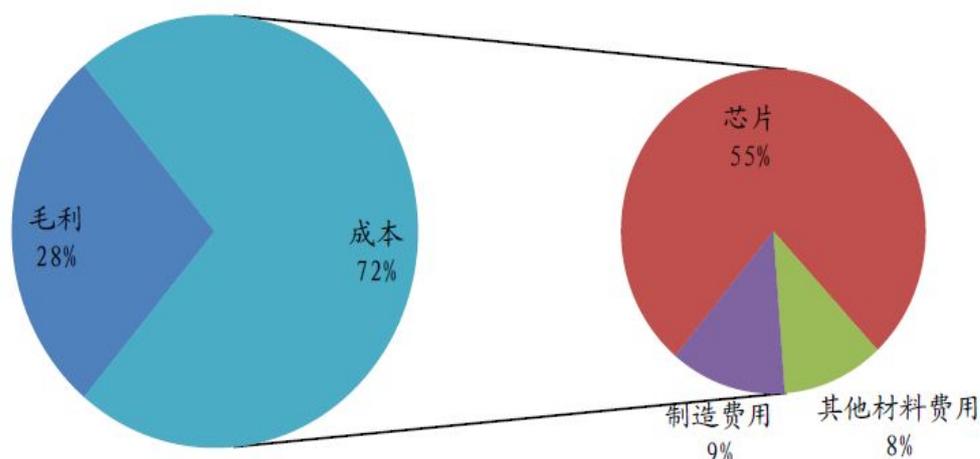
类别	开始时间	适用范围
POS与ATM	2011年6月底	直联销售点终端（POS）能够受理金融IC卡
	2011年底	全国性商业银行布放的间联POS能够受理金融IC卡
	2012年底	全国性商业银行布放的自动柜员机（ATM）能够受理金融IC卡
	2013年起	境内所有受理银行卡的联网通用终端都能够受理金融IC卡
IC金融卡迁移	2011年6月底	中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、招商银行和中国邮政储蓄银行开始发行金融IC卡，地方性商业银行以及外资银行应根据实际情况发行金融IC卡
	2013年	全国性商业银行应开始发行金融IC卡
	2015年	在经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡应为金融IC卡

人社部与央行 11 年共同发布《关于社会保障卡加载金融功能的通知》，明确提出社保卡将加载银行卡功能；国家“十二五”规划确定将社会保障卡纳入国家总体部署，明确期间发卡数量达到 8 亿张，覆盖 60% 的人口，由此推断 11-15 年 4 年内将新发行超过 6 亿张社保金融卡。

我们预计 15 年金融 IC 卡基本实现普及，因此可以带动整个金融卡销售量的快速增长。根据预测，如 34 亿张磁条卡的换卡需求加上新增需求，金融 IC 卡的年均复合增速将在未来 3 年内超过 100%（13 年增速达到 390%）；与此同时金融社保卡今年发卡量预计在 1.5 亿张左右，尽管增长速度将有所放缓，但市场绝对的规模依然十分巨大。

2. 金融 IC 卡快速放量将带来卡片价格下降，但毛利率水平应当得以维持

随着金融 IC 卡的放量，卡片价格都会出现一定的回落，2013 年时一张金融 IC 卡的价格在 9 元，而从目前的趋势来看未来 14 年、15 年的价格将分别降到 8、7 元左右，则金融 IC 卡市场将从 12 年的 10.3 亿元提升到 15 年的 51.08 亿元，13-15 年分别同比增长 96.8%、64.6%、53.1%。



金融 IC 卡价格的下降主要还是芯片等原材料价格下降驱动，由于芯片在金融 IC 卡成本占比超过 70%，所以受到降价的影响相对显著；而其他材料和制造费用占比较小（即制卡环节），下降的空间十分有限，考虑到近年来金融 IC 需求量快速增长，相应产品毛利水平明显下降的可能性不大，将相对保持稳定。

相关上市公司毛利率情况

	证券代码	证券简称	2011	2012	2013	2014H
芯片	002049.SZ	同方国芯	21.86%	28.37%	34.12%	36.46%
	300077.SZ	国民技术	42.63%	35.94%	38.09%	40.72%
	600198.SH	大唐电信	17.47%	18.23%	17.87%	18.42%
制卡	002017.SZ	东信和平	27.80%	25.82%	23.89%	25.11%
	002104.SZ	恒宝股份	33.32%	31.66%	32.03%	37.58%
	300205.SZ	天喻信息	32.31%	40.28%	34.17%	36.38%
	002117.SZ	东港股份	34.69%	38.75%	39.45%	38.01%

3. 招标规模大，主体相对分散，制卡行业将整体受益

未来几年内，包括金融社保卡在内的金融 IC 卡将保持快速增长的态势，年均复合增速超过 90%。我们认为，行业龙头可以凭借规模效应优势获得更多订单，但竞争力相对较弱的企业也可以获得高速增长的空间。社保和金融等领域都是国家正常运行的根本，招标方不太可能将如此巨大的业务量全部交给少数龙头厂商生产，特别是山东、河南、四川等人口规模较大的省份，而累积发卡量达到亿张的商业银行也会采取同样的策略。因此中小规模的厂商也可以获得一定的订单规模。

从目前已经公布的招标情况看，金融社保卡中标企业基本都在 5 家以上，人口大省如山东、河南等社保项目中标企业更是达到 8-9 家；银行 IC 卡方面由相关上市公司公告推断，中标企业也在 4-5 家左右。另外社保卡涉及到初始化业务，考虑到国家信息安全等方面的因素，预计将由国内产商分享订单。

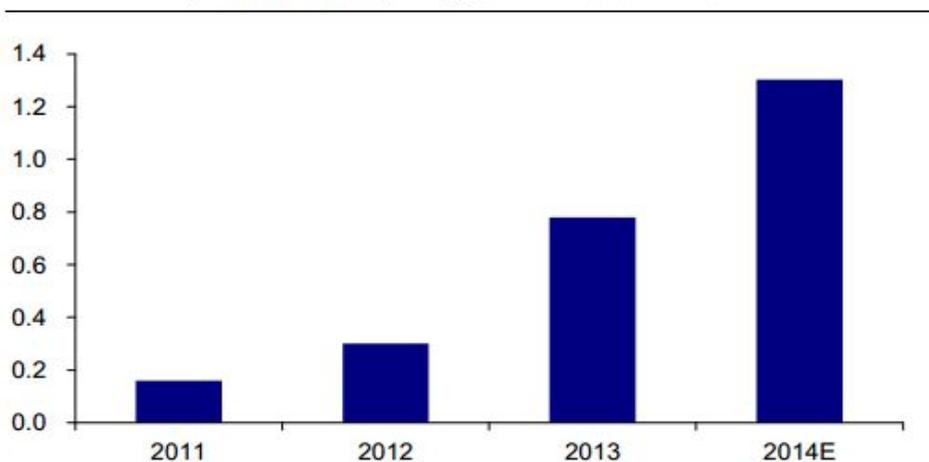
山东社保	楚天龙	东信和平	东港股份	天津磁卡	中钞信用卡
	德生科技	毅能达	融佳安全	恒宝股份	
河南社保	毅能达	握奇数据	德诚信用	东港股份	上海浦江智能卡
	恒宝股份	楚天龙	德生科技	天喻信息	
江苏社保	金邦达	德生科技	毅能达	中钞信用卡	东信和平
	楚天龙				
安徽社保	东信和平	德生科技	楚天龙	易联众	金邦达
江西社保	楚天龙	捷德	东港股份	东信和平	天津磁卡
建设银行	恒宝股份	天喻信息	东港股份	东信和平	等等

4. 芯片国产化和移动支付将引爆新的业绩增长点

NFC-POS 终端借助金融 IC 卡支付渠道加速普及，节约近场支付渠道建设成本。1) 银联“闪付”POS 终端可同时支持金融 IC 卡和 NFC 手机非接触支付，近场支付借助金融 IC 卡支付渠道实现快速推广；2) 随着央行对金融 IC 卡推广加快，银联正在加快对传统 POS 机 NFC 功能的改造；3) 据银联统计：截至 2014 年 2 季度末，全国 POS 终端近 360 万台已支持“闪付”功能，占全部 POS 机比重达 26.5%。

SWP-SIM 卡成为近场支付主流方案，运营商采购逐步放量。1) 考虑到运营商在通信市场的主导力量，SWP-SIM 卡方案将是近场支付的主流方案，全终端方案将使辅助方案；2) SWP-SIM 卡的推广进度与 NFC 手机的普及度高度相关，随着携带 NFC 功能的手机的热销，运营商对于 SWP-SIM 卡的采购也将增长；3) 我们预计运营商 2014 年 SWP-SIM 卡采购量约为 4000 万张，15 年将进一步增长。

全球 SWP-SIM 卡出货量及预测（亿张）



卡商积极拥抱行业变化，转型身份认证安全的技术提供者和平台方案提供商。未来卡商一方面可以与互联网厂商、电信运营商和银行合作提供技术方案。（卡商在通信和金融支付两个领域有着天然的优势）；另一方面可以打造细分资源型行业 TSM 平台，进行运营管理，在未来的移动支付千亿级市场中占据一角。

5. 相关标的情况

东信和平（002017.SZ）

公司三季度业绩增速 67.76%。符合半年报给出的业绩指引 60%-90% 的区间。公司业绩强劲增长主要来自几个方面：第一，公司受益于金融 IC 卡市场的高度景气，预计全年的订单同比翻翻到 4000 万张。第二，公司海外的汇兑损益好于去年同期，财务费用同比上年下降 77.28%；第三，公司所得税率由去年的 15% 下降到 10%。同时公司全年的业绩指引给出的 40%-70%，增长势头保持强劲。

公司子公司城联数据缔造未来小额支付的“小银联”，公交是移动支付最大的应用场景，城联的平台价值在巨头的争夺中放大。城联数据成立的的目的主要为各城市通卡公司提供基于 TSM 平台的城市一卡通移动支付应用及相关服务，公司目前取得了住建部的通卡行业唯一一级 TSM 平台建设运营资质。公司目前正积极开展平台上线以及与移动运营商、各城市通卡公司的接入合作准备工作，为未来在互联互通平台上开展移动支付和增值业务做好各项前期准备。

综上所述，预测公司 2014-2016 年的 EPS 为 0.21、0.37 和 0.6。按照 11 月 28 日收盘价 15.39 计算，对应 PE 为 73.3、41.6 和 25.7 倍。

恒宝股份（002104.SZ）

公司 Q3 单季度营收 4.05 亿元，同比增长 41.24%；净利润 8058 万元，同比增长 67.27%，2014 年业绩逐季提升。公司业绩高速增长，主要系公司金融 IC 卡发卡量同比翻倍增长，市场份额趋于第一。2015 年 1 月 1 日起，银行将不再发放磁条卡，金融 IC 卡市场仍有较大增长空间；营改增持续推进，税控盘业务或将持续超预期，公司 2015 年业绩高增长有保障。

苹果 ApplePay 商用，NFC 支付体验完美。国内环境日益完善，移动支付爆发在即。公司为 NFC 支付龙头，移动支付卡市场份额第一，在移动支付安全、移动支付系统、移动支付场景三个方向全面布局，产品及解决方案将陆续推出。

综上所述，预测公司 2014-2016 年的 EPS 为 0.41、0.55、0.73 元，按照 11 月 28 日收盘价 13.48 计算，对应 PE 为 32.9、24.5 和 18.5 倍。

东港股份（002117.SZ）

公司 14 年前三季度实现收入 8.27 亿元，同比增长 13.8%；净利润 1.2 亿元，同比增长 22.0%；经营活动产生的现金净流量为 9024 万元，同比增长 90.6%。公司预计 2014 年全年归母净利润为 1.31-1.69 亿元（同比增长 1%-30%）。

公司在智能 IC 卡领域积累了丰富的优质客户资源，已经获得建行、交行、中信、工行、浦发、平安的信用卡和民生银行 IC 卡空白卡供应商资质，居民健

康卡的生产资质，以及入围山东、河南、广西、内蒙古和江西的社保卡供应商。由于项目处于试验期，我们估计 14Q3 智能 IC 卡业务仍贡献 2000-3000 万元收入，但 2014 年末及 2015 年开始将受益于庞大的行业增量和存量替换需求。

公司传统商业票证业务成长稳定，将在短期内扮演商业现金牛的角色，智能 IC 卡放量提供业绩新的增长点，电子发票和互联网彩票平台等业务将提供用户资源的支撑。长期来看公司 2014-2016 年 EPS 为 0.49、0.67 和 0.91 元，按照 11 月 28 日收盘价 22.95 元计算，对应 PE 为 46.8、34.3 和 25.2 倍。

天喻信息（300205.SZ）

2014 年前三季度公司营业收入 9.68 亿元，同比增长 5.5%，净利润 4409 万元，同比减少 35%。净利润减少的主要原因是：（1）公司计提坏账以及确认泰合志恒投资损失，导致营业利润减少约 2500 万元。（2）金融 IC 卡收入 7.9 亿元，同比增长 11.7%，出货量较去年大幅放缓，主要是因为大客户工行分散订单，公司在其中的份额有所下降。

2014 年第三季度金融 IC 卡单季发卡量已达 1.7 亿元，但环比增速大幅放缓；今年中国移动对 SWP 卡进行大规模招标，总规模最高达到 2.7 亿张。公司与其他五家厂商入围，天喻获得了最大的市场份额。由于中国移动推进移动支付业务低于预期，各家卡商的 SWP 卡出货量也低于预期，未来随着进一步放量，公司业绩有望出现显著提升。

综合公司其他业务如 TEE、在线教育等来看，预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.25、0.42、0.56 元，按照 11 月 28 日收盘价 18.68 计算，对应 PE 为 74.7、44.5 和 33.4 倍。

整体来看（见下表），智能卡制卡公司当前的市盈率水平平均值在 50 倍左右，随着未来金融 IC 卡的新增和替代需求进一步释放、金融社保卡在全国的深入推广以及移动支付的逐渐普及带来的 SIM 卡需求增长，卡商的盈利水平将得到进一步提升。因此我们预计制卡商在未来 2-3 年内有望继续获得市场认可，市盈率水平将保持稳定。

证券代码	证券简称	14PE	15PE	16PE	收盘价 (元)	总市值 (亿元)
002017.SZ	东信和平	73.3	41.6	25.7	15.4	44.8
002014.SZ	恒宝股份	32.9	24.5	18.5	13.5	96.1
002117.SZ	东港股份	46.8	34.3	25.2	23.0	83.5
300205.SZ	天喻信息	74.7	44.5	33.4	18.7	80.3
	平均值	56.9	36.2	25.7		

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受到汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与综艺控股其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若综艺控股以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.
