

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 18.05  
合理价格区间(元):

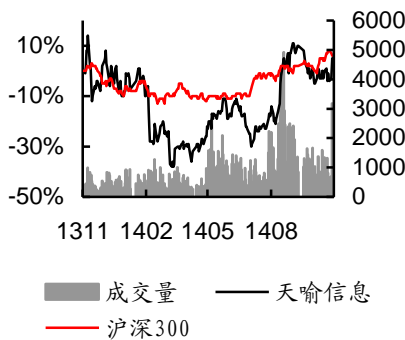
康志毅 执业证书编号: S0570512070023  
研究员 010-63211166-877  
kangzhiyi@mail.htsc.com.cn

孔晓明 执业证书编号: S0570512070068  
研究员 021-28972069  
kongxiaoming@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《天喻信息(300205):三季度放缓, 稳步布局教育、支付、电商》2014.10
- 2《天喻信息(300205):计提坏账致二季度业绩下滑》2014.08
- 3《天喻信息(300205):中标中国移动钱包USIM卡采购》2014.04

股价走势图



# 短期业绩有压力, TEE、教育云前景可期

## 天喻信息(300205)

**投资要点:**

**业绩短期存压力。**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, 一方面是由于行业整体增速放缓, 另一方面大客户工行分散订单, 公司在其中的份额有所下降。(3) 中国移动对 NFC-SWP 卡的采购不达预期, 移动支付卡没有对业绩产生积极影响。

**金融 IC 卡增速放缓, 移动支付卡待放量。**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; 前 3 季度累计发卡 4.5 亿张, 占新增银行卡发卡量的比例超过 80%, 比例上升空间已不大。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, 天喻也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。

**TEE 有望成为公司又一长期增长点。**TEE (可信执行环境) 是一套开放的安全体系架构, 以低成本解决移动安全应用问题, 其兼顾安全性、可开发性、运行体验。ARM 是 TEE 的主导者之一, 联合金雅拓、捷德以及国内的中科创达, 推广 TEE 方案。国内的握奇、天喻也相继推出安全方案。公司在 TEE 上可创造增长点: TEE 整体解决方案收入以及基于安全系统平台的应用。

**教育云业务逐渐落地, 加强内容资源合作。**天喻信息 2013 年获国家教育云订单, 之后陆续中标浙江东阳、湖南炎陵、柳州、福建、浙江等省市县的教育云项目, 预计公司几年内可逐步落地 5-6 个省份的教育云项目。与此同时, 公司与内容资源企业合作, 丰富平台的教育内容。此外公司开发了一款家校通 app “点滴 100”, 该软件可提高教育云用户的使用提率、提高忠诚度, 为以后的增值服务业务打下基础。

**维持“增持”评级。**预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.25/0.42/0.56 元, 动态市盈率分别为 73/43/32 倍。公司传统智能卡增长放缓, 新业务研发投入大, 致使短期业绩欠佳, 估值水平高。考虑到公司在 TEE、教育云新业务的布局, 前景可期, 维持对公司“增持”评级。

**风险提示:** 智能卡出货量进一步放缓; 新业务发展速度低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	430.06
流通 A 股(百万)	424.77
52 周内股价区间(元)	12.35-40.20
总市值(百万)	7,762.51
总资产(百万)	2,061.65
每股净资产(元)	2.55

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,270.55	1,542.09	1,991.35	2,352.47
+/-%	67.35%	21.37%	29.13%	18.13%
净利润(百万)	86.16	106.72	180.47	239.77
+/-%	114.96%	23.86%	69.10%	32.86%
EPS	0.20	0.25	0.42	0.56
PE	90.11	72.72	43.02	32.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 正文目录

业绩短期存压力：金融 IC 卡增速放缓，移动支付卡待放量.....	3
业绩存压力.....	3
金融 IC 卡出货量放缓.....	3
移动支付 NFC-SWP 卡出货未达预期.....	4
TEE 有望成为公司又一长期增长点.....	4
TEE 技术概述.....	4
TEE 兼顾安全性、可开发性、运行体验.....	5
TEE 获得国内外认可，或成为主流.....	5
天喻 TEE 技术积累多年，待推广.....	5
教育云业务逐渐落地，加强内容资源合作.....	6
教育经费、特别是教育云投入少，提升空间大.....	6
天喻教育云项目将逐步落地，加强内容资源合作.....	7
维持“增持”评级.....	7

## 图表目录

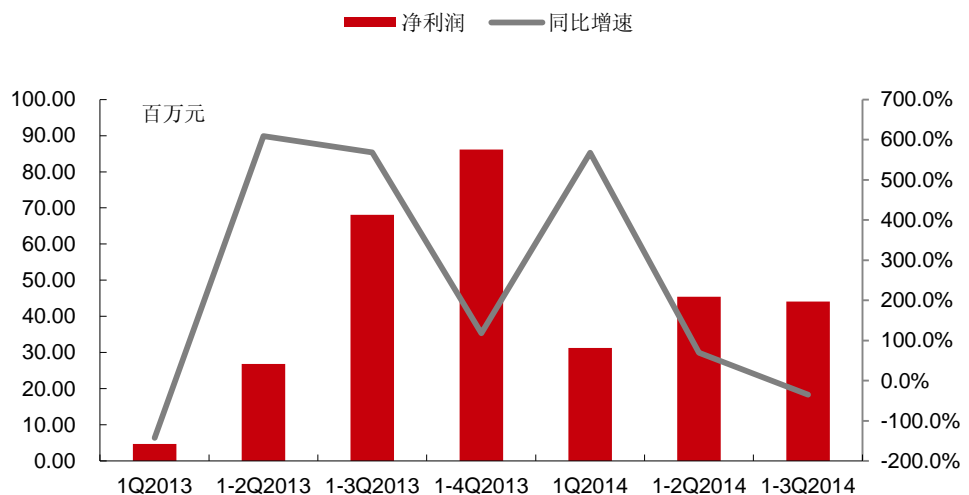
图 1： 2013-2014 年前三季度公司净利润及增速.....	3
图 2： 2012-2014 年单季新增金融 IC 卡出货量.....	3
图 3： ARM 的 TrustZone 解决方案.....	4
图 4： TEE 相比 REE、SE 更兼顾平衡.....	5
图 5： 我国国家财政性教育经费投入.....	6
图 6： 2011-2015 年我国教育行业云计算投资规模.....	6
图 7： 点滴 100 的基础功能及界面.....	7
表格 1： 三大电信运营商 SWP-SIM 卡供货商.....	4

## 业绩短期存压力：金融 IC 卡增速放缓，移动支付卡待放量

### 业绩存压力

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，一方面是由于行业整体增速放缓，另一方面大客户工行分散订单，公司在其中的份额有所下降。（3）中国移动对 NFC-SWP 卡的采购不达预期，移动支付卡没有对业绩产生积极影响。

图 1： 2013-2014 年前三季度公司净利润及增速

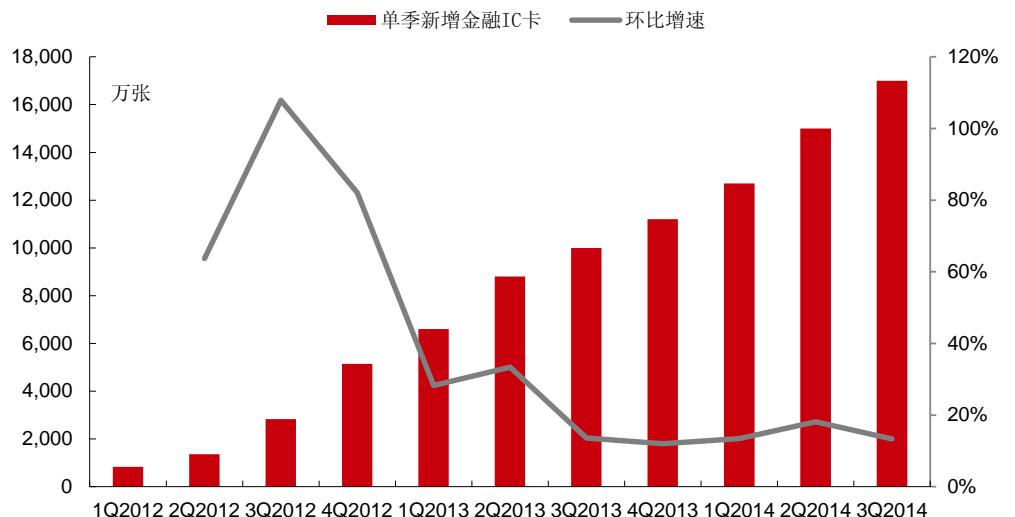


资料来源：wind，华泰证券研究所

### 金融 IC 卡出货量放缓

2012 年下半年我国金融 IC 卡出现高速发卡势头，金融 IC 卡单季发卡量不断创新高。到 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；前 3 季度累计发卡 4.5 亿张，占新增银行卡发卡量的比例超过 80%，比例上升空间已不大。

图 2： 2012-2014 年单季新增金融 IC 卡出货量



资料来源：银联，华泰证券研究所

### 移动支付 NFC-SWP 卡出货未达预期

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，天喻也获得了最大的市场份额。由于中国移动受到 NFC 产业冗长的制约，同时受理环境虽正在不断完善，但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。

表格1: 三大电信运营商 SWP-SIM 卡供货商

运营商	SWP-SIM 卡供应商
中国移动	天喻信息、东信和平、上海柯斯、恒宝股份、捷德、握奇
中国联通	天喻信息、恒宝股份
中国电信	北京华虹、握奇、东信和平、恒宝股份、天喻信息

资料来源: 华泰证券研究所

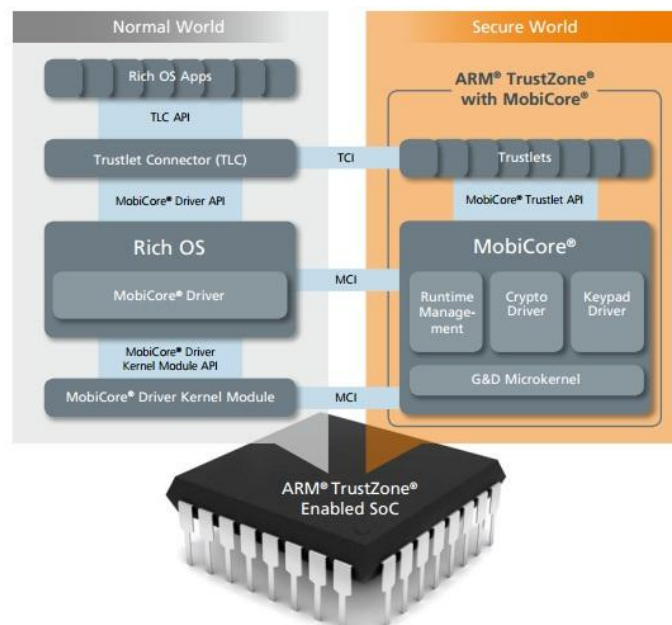
### TEE 有望成为公司又一长期增长点

#### TEE 技术概述

TEE (Trusted Execution Environment, 可信执行环境) 由 GP (GlobalPlatform, 跨行业的国际标准组织) 提出, 是一套开放的安全体系架构, 以低成本解决移动安全应用问题, 即针对移动支付、移动商务、数字版权等安全业务提供适度安全解决方案。

TEE 的思路是在智能终端内部构建一个硬件可信环境, 作为 TEE 可信环境与原有系统环境交换的桥梁, 这个可信环境与原有系统环境并行, 共用一套、实际是并行嵌入一个嵌入式安全系统, 该嵌入式安全系统通过安全 API 与原有操作系统进行通信。ARM 作为 TEE 标准参与制定者, 提出硬件可信区域 (TrustZone) 技术较好地适用于 TEE 体系。TrustZone 思路是将 ARM 处理器进行扩展, 增加相应的安全指令、安全配置逻辑, 设立有别于核心态和用户态的安全态。TrustZone 并不能够解决所有的安全问题, ARM 的设计思路是把一些安全性要求高的代码放在 TrustZone 安全区域里执行。

图 3: ARM 的 TrustZone 解决方案



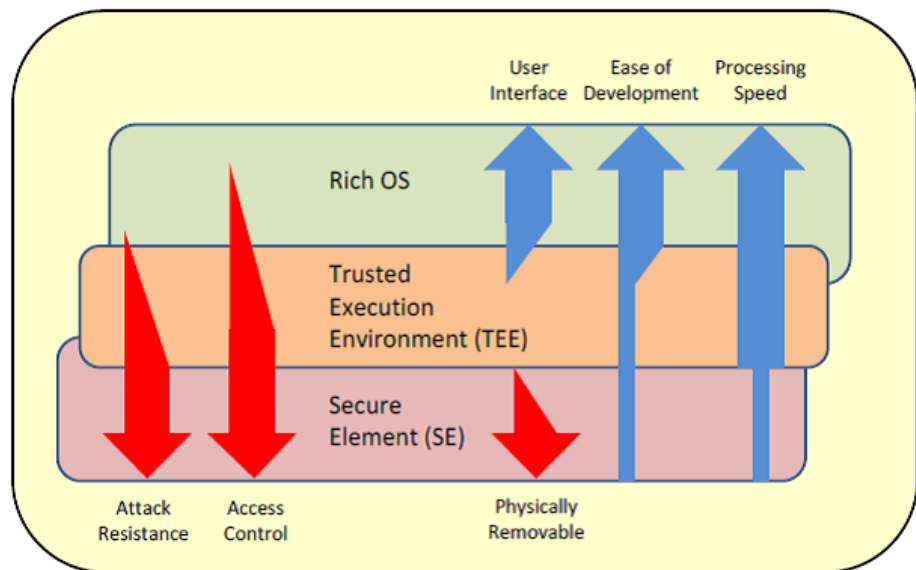
资料来源: 华泰证券研究所

### TEE 兼顾安全性、可开发性、运行体验

手机执行环境可分为 REE ( Rich Execution Environment, 也叫做 Rich OS, 即手机操作系统 Android、IOS 等)、TEE、SE ( Secure Element, 如 SIM 卡、NFC 的安全模块等)。从安全性、可开发、运行体验上看, TEE 取得了最佳平衡:

- (1) TEE 具有其自身的执行空间, 比 REE 的安全级别更高, 但是比起 SE 的安全性要低一些, 但是 TEE 能够满足大多数应用的安全需求。
- (2) REE 运行速度快, TEE 的体验也不差, 但 SE 的体验是最慢的。
- (3) 开发难易程度上, REE 最容易, 当然如果 TEE 标准做得好, 也能做得“相当”容易, SE 最困难。

图 4: TEE 相比 REE、SE 更兼顾平衡



资料来源: 华泰证券研究所

### TEE 获得国内外认可, 或成为主流

ARM 的 TEE 方案推出后获得芯片厂商、卡商的认可, 得到十多家厂商的支持。2012 年 ARM 与金雅拓、捷德组建了联合投资公司“Trustonic”, 为智能手机、平板、游戏机以及智能电视等移动互联网设备开发新的安全标准。2014 年 Trustonic 又与国内中科创达达成合作伙伴关系, 将 TEE 引入市场增强智能终端的安全性, 中科创达为全球上百家智能手机制造商提供软件和驱动集成服务, 加入 Trustonic 生态系统之后, 中科创达将充分获得相关技术和经验将 TEE 集成到设备中, 以满足安卓平台安全升级的迫切需求。

2014 年北京握奇也发布了 WatchTrust 移动安全解决方案, 这是由该公司历时近三年时间, 为解决移动设备的应用安全性而设计的一套平台性解决方案。握奇着手正进行该方案的生态圈合作伙伴的拓展, 握奇已经和芯片厂商高通、三星半导体、ARM 达成合作, 海思等其他芯片厂商的工作也在进展中, 终端厂商华为、小米也表达了合作的兴趣。

移动终端存储和处理个人信息量越来越大, 终端安全等级急需提升, 苹果 iPhone6、三星 Note3、华为 Mate7 等高端机型已采用基于 TEE 的安全解决方案(各家厂商方案名称不同), 日后 TEE 方案有望成为移动终端的标配。

### 天喻 TEE 技术积累多年, 待推广

天喻信息在 2 年前便布局 TEE 技术, 开发出自主平台, 成立果核子公司主要从事 TEE 的移

动终端整体安全解决方案以及安全应用的开发、运营。公司已开发出“移动终端安全解决方案”，高通为公司“移动终端安全解决方案”产品提供芯片技术支持。

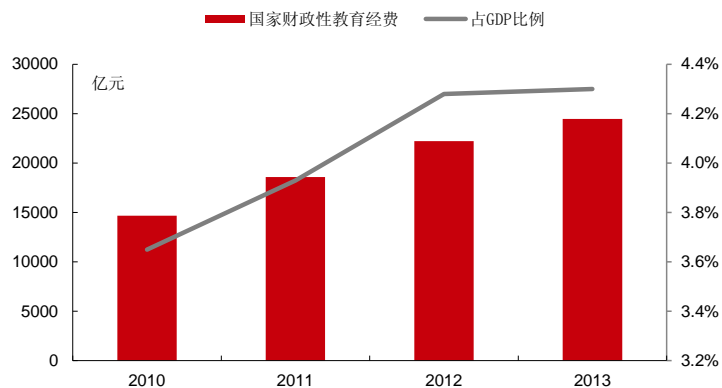
天喻信息借助在智能卡及 eSE 的研发优势，成功推出 TEE 解决方案，扩展基于安全系统平台及应用。我们分析公司在 TEE 上的未来增长点：（1）TEE 整体解决方案的收入，主要来自芯片及终端厂商；（2）基于安全系统平台的应用，盈利模式类似于 App Store 或 Google Play 等。

## 教育云业务逐渐落地，加强内容资源合作

### 教育经费、特别是教育云投入少，提升空间大

过去三年国家财政性教育经费复合增长率达到 18.6%，2013 年达到 2.44 万亿，处于快速增长阶段，但教育经费占 GDP 的比重仅为 4.3%，其他国家的平均支出为 GDP 的 5.9%，远高于国内的水平，我国对教育的投资还明显不足。这其中教育云投入比较非常小，不足 1%。

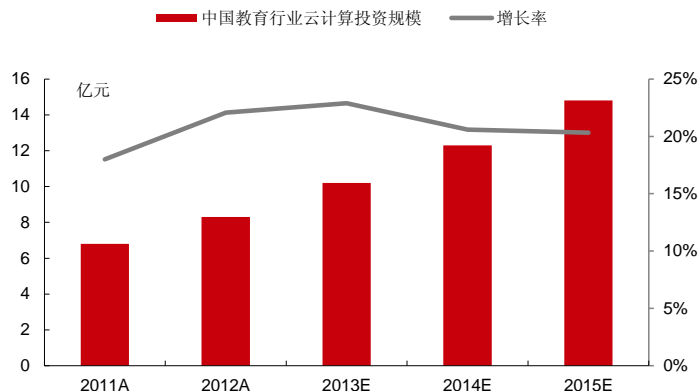
图 5： 我国国家财政性教育经费投入



资料来源：教育部，华泰证券研究所

教育云可以简单理解为云计算在教育中的应用，是包含了教育信息化所必需的各种资源，为教育机构、教育从业人员和学生提供服务的平台。《教育信息化十年发展规划（2011-2020）》中明确提出了建设中国教育信息化云服务平台的任务和行动计划。云计算作为教育行业信息化的热点，其投资规模也在逐年增加。据计世资讯数据显示，到 2012 年，中国教育行业云计算投资规模将达到 8.3 亿元人民币，同比增长 22.1%。预计到 2015 年，教育行业云计算投资增长率会保持在 20% 以上。

图 6： 2011-2015 年我国教育行业云计算投资规模



资料来源：计世资讯，华泰证券研究所



### 天喻教育云项目将逐步落地，加强内容资源合作

子公司天喻通讯深耕教育云项目，2013年负责国家教育资源公共服务平台，之后陆续中标浙江东阳、湖南炎陵、柳州、福建、浙江等省市县的教育云项目。预计公司几年内可逐步落地5-6个省份的教育云项目。通过教育云项目，公司可完成大量学校和学生的覆盖，以湖北省为例，全省便有中小學生575万、中小學校8300所。未来公司也将加大线下推广力度，加快教育云的普及。

与此同时，公司与长江传媒等教育内容合作，丰富教育云平台。长江传媒旗下拥有湖北教育出版社、湖北人民出版社，湖北省内的教学内容以及教材教辅发行渠道优势，占据全省绝大多数市场。我们认为天喻信息以后会沿着“教育云推广+资源整合”的方向发展，加强与教育资源的相关企业合作。

除以上两点外，天喻为教育云平台开发了一款家校通app，即“点滴100”，联系教师、家长以及学生。点滴100可提高教育云用户的使用提率、提高忠诚度，为以后的增值服务业务打下基础。(1)教师可即时发布学校通知、学生成绩、家庭作业等信息，可随时与家长进行在线交流，还能获得最新的教育和研修咨询。(2)家长和任课老师进行交流，实现家校互动，掌握孩子学习情况。还可以获得优质的教育方法和经验分享。(3)学生可提高学习效率，培养学习习惯和提高积极性。

图7: 点滴100的基础功能及界面



资料来源：武汉教育云平台，华泰证券研究所

### 维持“增持”评级

预计公司2014-2016年每股收益分别为0.25/0.42/0.56元，动态市盈率分别为73/43/32倍，估值水平高。公司传统智能卡增长放缓，新业务研发投入大，致使短期业绩欠佳。考虑到公司TEE、教育云业务的布局，前景可期，维持对公司“增持”评级。

## 盈利预测

**资产负债表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1497	1649	1970	2138
现金	527	538	533	535
应收账款	565	652	794	1063
其他应收账款	14	23	26	33
预付账款	9	49	39	61
存货	370	374	564	430
其他流动资产	12	14	15	16
非流动资产	250	258	247	236
长期投资	29	29	29	29
固定资产投资	137	151	149	150
无形资产	44	35	26	17
其他非流动资产	40	43	43	40
资产总计	1747	1907	2217	2373
流动负债	645	722	972	1013
短期借款	171	199	298	241
应付账款	228	272	356	419
其他流动负债	246	251	318	353
非流动负债	14	8	11	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	14	8	11	10
负债合计	658	730	983	1022
少数股东权益	14	17	22	29
股本	215	430	430	430
资本公积	621	406	406	406
留存公积	238	323	375	486
归属母公司股	1075	1160	1211	1322
负债和股东权益	1747	1907	2217	2373

**现金流量表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	3	67	59	235
净利润	89	110	186	246
折旧摊销	37	37	44	50
财务费用	-11	0	4	5
投资损失	4	10	-1	-1
营运资金变动	-136	-98	-196	-89
其他经营现金	21	8	23	24
投资活动现金	-56	-62	-31	-41
资本支出	56	50	30	40
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-1	-12	-1	-1
筹资活动现金	16	6	-33	-191
短期借款	35	29	99	-58
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	72	215	0	0
资本公积增加	-78	-215	0	0
其他筹资现金	-12	-23	-133	-134
现金净增加额	-33	11	-5	3

**利润表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1271	1542	1991	2352
营业成本	836	997	1306	1537
营业税金及附加	8	10	13	15
营业费用	148	146	179	200
管理费用	169	216	269	301
财务费用	-11	0	4	5
资产减值损失	26	46	20	24
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-4	-10	1	1
营业利润	91	116	202	272
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	100	125	211	280
所得税	11	15	25	34
净利润	89	110	186	246
少数股东损益	2	3	5	7
归属母公司净利	86	107	180	240
EBITDA	117	153	250	326
EPS	0.40	0.25	0.42	0.56

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	67.4%	21.4%	29.1%	18.1%
营业利润	152.3%	27.6%	74.2%	34.2%
归属母公司净利	115.0%	23.9%	69.1%	32.9%
获利能力				
毛利率(%)	34.2%	35.3%	34.4%	34.7%
净利率(%)	6.8%	6.9%	9.1%	10.2%
ROE(%)	8.0%	9.2%	14.9%	18.1%
ROIC(%)	10.1%	12.7%	18.8%	23.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	37.7%	38.3%	44.4%	43.1%
净负债比率(%)	26.09%	27.28%	30.36%	23.57%
流动比率	2.32	2.29	2.03	2.11
速动比率	1.73	1.75	1.43	1.67
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.84	0.97	1.03
应收账款周转率	2	2	3	2
应付账款周转率	4.46	3.99	4.16	3.97
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.20	0.25	0.42	0.56
每股经营现金流	0.01	0.16	0.14	0.55
每股净资产(最新)	2.50	2.70	2.82	3.07
估值比率				
PE	90.11	72.72	43.02	32.38
PB	7.10	6.58	6.30	5.77
EV EBITDA	62	47	29	22



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

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

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn