

2014年08月01日

飞天诚信 (300386)

——从信息安全到移动支付

报告原因：上市公司调研

增持

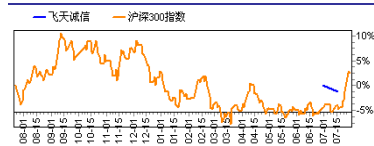
首次评级

市场数据:	2014年07月31日
收盘价(元)	114.70
一年内最高/最低(元)	145.5/39.76
上证指数/深证成指	2181/7853
市净率	13.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2365

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	9
资产负债率%	19.71
总股本/流通A股(百万)	95/20
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《一张图看懂新股之：飞天诚信--智能卡核心技术的执着者》

2014/06/13

证券分析师

龚浩 A0230512050001
gonghao@swsresearch.com

联系人

刘畅
(8621)23297818x7391
liuchang@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	846	40	201	95	1.38	40.0	39.7	86	-2
2014Q1	168	17	35	6	0.00	100.0	6.5		
2014E	1,152	36	287	42	3.02	41.8	20	38	35
2015E	1,538	33	397	39	4.18	42.5	22	27	24
2016E	1,974	28	547	38	5.75	43.4	23	20	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- 飞天诚信研发、生产和销售以身份认证为核心的信息安全产品。它的产品包括 USB Key、OTP 动态令牌、软件加密锁、智能卡及读写器。公司的主要收入和利润来自 USB Key，2013 年此项业务的收入占全部收入 87%。
- USB Key 是一种基于身份认证的信息安全产品。自其被银行广泛采用以来已经经历了一代产品向二代产品的转变。产品升级有助于生产商维持平均单价。厂商已经提出第三代 USB Key 的概念，未来 USB Key 将融合支付终端的功能。
- 2014 年上半年净利润高速增长。公司发布的业绩预告显示，2014 年上半年净利润同比增长 57-71%。国民技术是飞天诚信的 USB Key 安全主控芯片的核心供应商，2014 年第一季度它的 USB Key 芯片出货量同比增长 33%，我们由此推断 2014 年飞天诚信的 USB Key 销量增长 37%。
- 根据中国信息产业商会 IC 卡专业委员会的研究，未来两年国内 USB Key 的销量年均长 20%左右。我们预计飞天诚信的市场占有率会继续提高，而且产品价格不会快速下降。公司还在开发、推广适用于移动支付的终端产品。智能卡读写器是重要的成长动力。
- USB Key 和 OTP 动态口令令牌的单位毛利稳定，分别约为每只 10 元和 6 元。
- 预计 2014-2016 年飞天诚信的收入分别为 11.5、15.4 和 19.7 亿元，净利润分别为 2.9、4.0 和 5.5 亿元，每股收益分别为 3.02、4.18 和 5.75 元。
- 首次评级为“增持”。计算机应用行业 2012 年 1 月 1 日之后上市的公司 2014 年市盈率中值是 45.8 倍。我们以此作为计算飞天诚信的 3 个月内目标价的基础，得到短期目标价为 140 元。

投资案件

投资评级与估值

2012年1月1日之后上市的计算机应用公司的2014年市盈率中值是45.8倍。我们以此作为计算飞天诚信的3个月内目标价的基础，得到短期目标价为140元。

预计2014年飞天诚信的净利润同比增长42%，未来三年净利润复合增长率约为40%。上市后较大的涨幅源自低发行价格（发行价格仅为2014年11倍市盈率），并不意味着估值有很大的泡沫。当前股价对应的2014年市盈率为38倍，在2014年上市的公司中偏低。首次评级为“增持”。

关键假设点

根据中国信息产业商会IC卡专业委员会的研究，未来两年国内USB Key的销量年均增长20%左右。2013年飞天诚信的市场占有率约为20%。我们预计飞天诚信的市场占有率会继续上升，由此推动其USB Key产品的销量增速超过行业平均增速。预计2014-2016年公司的USB Key销量分别为3800、5100和6600万只。

二代产品的占比上升，推出新功能的产品可保证USB Key的平均单价不会快速下降。USB Key的单位毛利比价格更加稳定，约为每只10元。预计此毛利水平可以维持。

有别于大众的认识

投资者认为上市后公司股票连续涨停，股价偏高。我们认为较大涨幅与发行价偏低有关。现在的估值在新股中偏低。

投资者认为USB Key的市场空间有限，可能被动态口令取代。短信动态口令的成本低于USB Key，使用也更加方便，但是它是一种单向认证方式，服务端（银行）可以认证客户端（用户）身份，客户端无法认证服务端身份，用户可能遭到钓鱼网站的欺骗。在大额转账等对安全要求较高的交易场景中，使用USB Key更为可行。

股价表现的催化剂

中期业绩达到预增范围的上限。

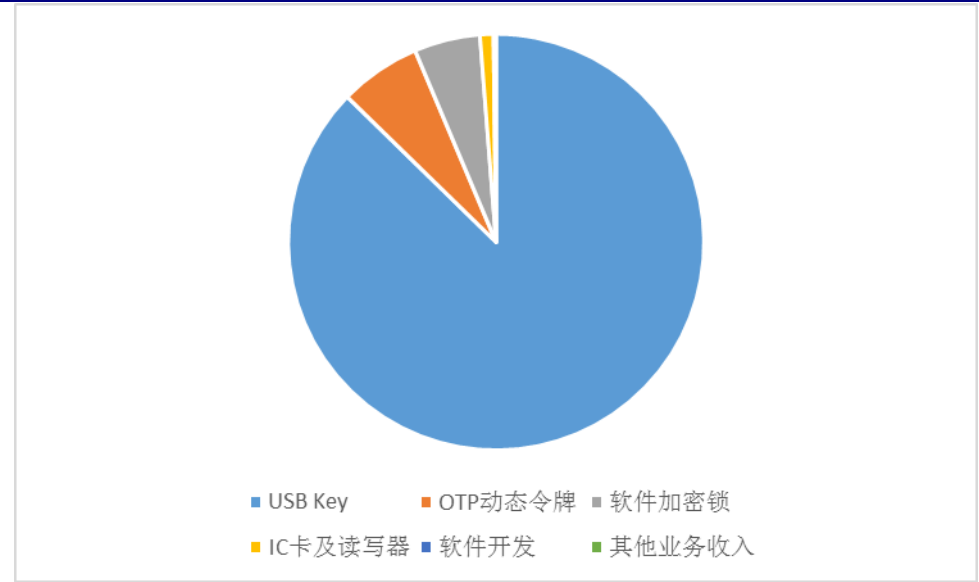
核心假设风险

二代USB Key的降价速度快于预期。农行的采购量低于预期。在其他银行的市场开拓低于预期。新产品智能卡读写的接受程度低于预期。

1. 主营基于身份认证的信息安全产品

飞天诚信研发、生产和销售以身份认证为核心的信息安全产品。它的产品包括 USB Key、OTP 动态令牌、软件加密锁、智能卡及读写器。公司的主要收入和利润来自 USB Key，2013 年此项业务的收入占全部收入 87%（见图 1）。

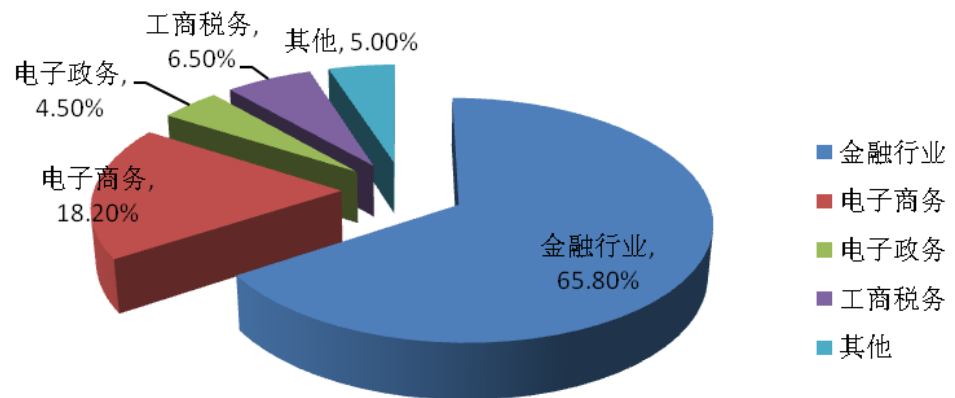
图 1 USB Key 占 2013 年主营业务收入 87%



资料来源：飞天诚信招股说明书

银行业对信息安全的要求较高，是 USB Key 的重点应用领域。根据中国信息产业商会智能卡专业委员会的统计，2012 年金融行业消费的 USB Key 占当年全部销量的 66%（见图 2）。

图 2 金融行业是 USB Key 的最大细分市场



资料来源：飞天诚信招股说明书

根据飞天诚信的招股说明书，2013 年公司 85% 的收入来自银行业。2013 年公司的前五大客户分别是农业银行、工商银行、中国银行、中信银行和华夏银行，分别占当年全部销售收入的 45%、9%、4%、4% 和 2%。

2. USB Key 有生命力

USB Key 通过 USB 接口与计算机相连，USB Key 内置智能卡芯片，有一定的存储空间，可以存储用户的私钥以及数字证书。当需要对客户身份进行认证时，系统提示用户插入 USB Key 并读取上面的信息，信息经加密处理送往认证服务器，在服务器端完成解密和认证，结果返回给用户所请求的应用服务。智能卡芯片由 CPU、加密逻辑、RAM、ROM、EEPROM 和 I/O 等组成，是一个具有安全体系的小型计算机。USB Key 还需要智能卡芯片操作系统（COS），管理各种数据、密钥和文件，并且控制安全服务。智能卡操作系统是 USB Key 厂商必须具备的核心技术。

USB Key 是一种基于身份认证的信息安全产品：用户在交易时必须使用 USB Key，恶意程序即使获取了用户的账户和口令信息，由于没有物理 USB Key，也无法在其他 PC 上完成交易。然而它也有漏洞：USB Key 的操作权限控制采用 PIN 码验证机制，用户通过主机输入 PIN 码并发送给 USB Key 确认，在此过程中 PIN 码可能被攻击者窃取，由此获得 USB Key 的使用权限。一代 USB Key 能够保证密钥的存储是安全的，但是难以保证密钥的使用也是安全的。二代 USB Key 自带输入装置，并且在 USB Key 的使用过程中引入交互环节（见图 3）。输入装置使整个认证流程都在 USB Key 上完成，防止攻击者通过主机端攻击身份认证流程；把需要确认的敏感数据通过液晶屏显示，等待用户按键确认，“所见即所签”提高使用流程的安全性。中国人民银行在 2010 年初印发《网上银行系统信息安全通用规范（试行）》的通知，要求商业银行在三年内全部发行二代 USB Key。2011-2013 年飞天诚信的二代 USB Key 销量分别占其全部 USB Key 销量的 13%、51%、61%。二代 USB Key 的单价显著高于一代产品，二代 USB Key 的普及有助于维持 USB Key 产品的平均单价。

图 3 一代和二代 USB Key



资料来源：申万研究

作为身份认证的信息安全产品，USB Key 有生命力。短信动态口令的成本低于 USB Key，使用也更加方便，但是它是一种单向认证方式，服务端（银行）可以认证客户端（用户）身份，客户端无法认证服务端身份，用户可能遭到钓鱼网站的欺骗。在大额转账等对安全要求较高的交易场景中，使用 USB Key 更为可行。

USB Key 的功能向移动支付延伸。USB Key 厂商已经提出第三代 USB Key 的概念。新一代 USB Key 可能包括：

- OTP 功能，使用一次性密码在主机端登录
- 通过音频口或者蓝牙等方式更好地支持移动设备，解决手机或者平板电脑无法使用 USB Key 的问题
- 支持智能卡读写，可以脱机查询 IC 卡的余额，联机完成电子现金圈存、账户转账

3. 身份认证与移动支付融合的机遇

7月14日飞天诚信发布2014年半年度业绩预告，净利润同比增长57-71%。公司对此的解释是USB Key和动态令牌的销售收入比上年同期大幅增长。

国民技术是飞天诚信的USB Key安全主控芯片的核心供应商，我们推算2013年飞天诚信向国民技术采购的USB Key安全主控芯片数量与前者的全年销量基本相当。根据国民技术的定期报告，2013年USB Key安全主控芯片销量增长49%，2013年飞天诚信的USB Key销量增长58%。2014年第一季度国民技术的USB Key安全主控芯片销量增长33%，我们由此推断2014年飞天诚信的USB Key销量增长37%。

根据中国信息产业商会IC卡专业委员会的研究，2013年国内USB Key的销量达到1.3亿支，到2015年将达到1.8亿只，销量的年均复合增长率达到20%左右。USB Key存储的数字证书一般有效期为1-5年，证书到期后必须更换。更换证书是产品换代的好机会，带动USB Key的更新需求。

2013年飞天诚信的USB Key销量为2740万只，市场占有率约为20%。我们预计飞天诚信的市场占有率会继续上升，由此推动其USB Key产品的销量增速超过行业平均增速。预计2014-2016年公司的USB Key销量分别为3800、5100和6600万只。

现有客户仍有很大潜力。2011-2013年飞天诚信对农业银行的销售收入从9000万元增长至3.8亿元，按飞天诚信2013年USB Key的平均销售价格，估计它向农业银行销售了1400万只USB Key。2013年农业银行新增个人网银用户2250万户；假设农业银行当年向用户发行的USB Key占其当年采购量的70%，那么飞天诚信的产品在农业银行的占有率超过50%（不是每个个人网银用户都使用USB Key）。2013年飞天诚信对工商银行的销售收入增长66%，按其当年平均销售价格，估计它向工商银行销售了280万只USB Key。2013年工商银行新增个人网银用户2087万户，飞天诚信的USB Key在工商银行的占有率在15%左右。我们预计飞天诚信对工商银行的销售收入仍会快速增长。

新客户有待开发。2013年建设银行新增个人网银用户3074万户，与工商银行和中国银行当年新增个人网银用户数量之和相当。飞天诚信尚未成为建设银行的供应商。

预计USB Key的平均单价不会快速下降。表1显示，2011-2013年飞天诚信的USB Key平均单价非但没有下降，反而略有上升。二代USB Key的售价较高，它在公司USB Key销量中所占比重从2011年的13%上升至2013年的61%，因此USB Key的平均单价没有显著下降。我们预计2014年-2016年二代USB Key的平均售价分别下降10%、7%和6%，销量占比分别为75%、85%和90%。

表1 飞天诚信USB Key平均单价（单位：元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一代USB Key	24.82	22.90	21.74	20.74	19.94	19.44
二代USB Key	36.85	34.43	30.26	27.26	25.26	23.76
平均单价	26.39	28.76	26.93	26.00	25.31	24.68

资料来源：飞天诚信招股说明书

USB Key技术升级、新产品研发以及产业升级是飞天诚信首次发行股票的募集资金投入项目之一。公司指出USB Key技术升级和新产品研发的方向是性能更强、密码算法升级、开发适用于移动互联网的产品、在使用流程中引入交互环节。

飞天诚信还在开发、推广适用于移动支付的产品。公司副总裁郑相启在2014年第六届中国移动支付产业论坛上指出，公司正在努力研发移动支付所需要的支付终端及收单产品，例如中国银联的迷你付¹支付终端（见图4）。2013年公司销售12万只智能卡读写器，平均单价为73元。我们预计2013-2016年智能卡读写器的出货量从12万只上升到150万只，销售收入从888万元上升至1.1亿元。智能卡读写器是重要的成长动力。

图4 银联迷你付移动支付终端



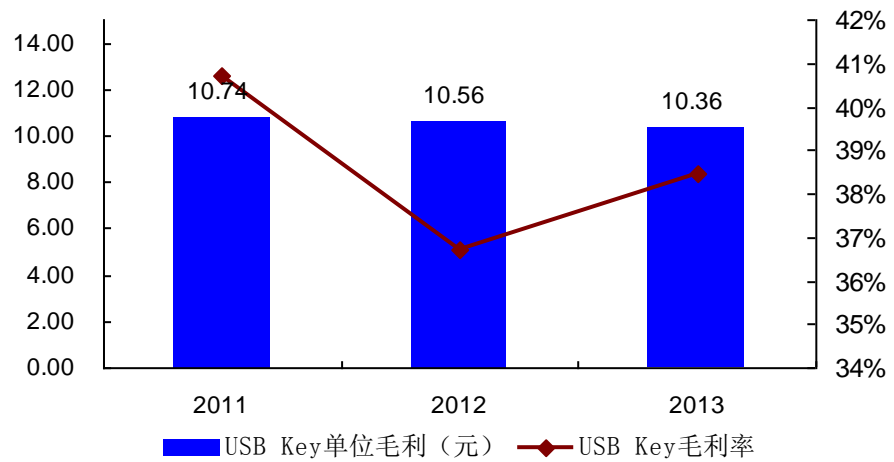
资料来源：京东商城

¹ 银联迷你付是一款移动支付终端，支持金融IC卡余额查询、消费、指定账户充值、电子现金余额查询，未来还将实现互联网身份认证、电子票券下载、行业卡充值等，迷你付内置数字证书，个人密码不在电脑或者手机上输入，只能在终端上输入。这款产品融合了USB Key与手机刷卡器的功能

招股说明书披露，2013年末发出商品中有2677万元OTP动态令牌，为当年12月中国银行已签合同尚未确认收入部分。招股说明书还披露公司在研的光感OTP、音频OTP为市场急需产品。我们预计2014年OTP产品的收入增长50%。

USB Key的单位毛利变化不大。2011-2013年飞天诚信USB Key业务的毛利率呈下降趋势，但是单个USB Key的毛利变化却并不大（见图5）。2011年USB Key的平均单价较低（26.39元），当年的毛利率较高；2012年USB Key的平均单价较高（28.76元），当年的毛利率反而较低。未来我们仍按稳定的单位毛利推算USB Key业务的毛利率。

图5 飞天诚信USB Key单位毛利和毛利率



资料来源：飞天诚信招股说明书

OTP的定价方式与USB Key类似，单位毛利比较稳定。

我们预计2014年飞天诚信销售3800万只USB Key和600万只OTP动态令牌。按每只USB Key和OTP动态令牌的毛利分别为10元和6元计算，两类产品的毛利约为4.1亿元。

2013年公司的所得税税率为15%。公司已经被认定为2013-2014年度国家规划布局内重点软件企业，从2014年开始执行10%的企业所得税优惠税率，由此可增加近2000万元净利润。

预计2014-2016年飞天诚信的收入分别为11.5、15.4和19.7亿元，净利润分别为2.9、4.0和5.5亿元，每股收益分别为3.02、4.18和5.75元。

首次评级为“增持”

我们在表2中列举了飞天诚信的两类可比公司。第一类9家可比公司是生产金融机具、卡片的公司，飞天诚信的2014年净利润增速排在第六位，市盈率排在第三位（见表2）。在这9家公司中，有些公司的净利润较多来自非主营业务，有些公司的净利润被高估。考虑这些因素，与同类公司相比飞天诚信的2014年市盈率基本合理。

第二类 10 家可比公司均在 2014 年 1 月上市，飞天诚信的 2014 年净利润增速排在第三位，市盈率排在第五位。综合考虑公司从事的业务和 2014 年净利润增速，飞天诚信的估值在新上市公司中偏低。

表 2 可比公司 2014 年估值表（按 2014-7-29 股价）

公司名称	2014PE	2014 年净利润增速	公司名称	2014PE	2014 年净利润增速
东信和平	65	32.7%	东方网力	58	44%
证通电子	38	73.7%	光环新网	50	48%
天喻信息	34	93.0%	安硕信息	46	41%
聚龙股份	34	60.0%	安控科技	45	27%
新大陆	31	42.4%	扬杰科技	33	29%
恒宝股份	26	57.0%	汇中股份	30	30%
新北洋	23	25.0%	斯莱克	27	23%
广电运通	18	25.0%	易事特	27	24%
飞天诚信	38	42.0%	鹏翎股份	27	25%
			飞天诚信	38	42%

资料来源：万得资讯

2012 年 1 月 1 日之后上市的计算机应用公司的 2014 年市盈率中值是 45.8 倍。我们以此作为计算飞天诚信的 3 个月内目标价的基础，得到短期目标价为 140 元。

首次评级为“增持”。

表3 飞天诚信利润表预测（单位：百万元，元）

	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	605	846	1,152	1,538	1,974
营业成本	(377)	(507)	(671)	(884)	(1,118)
营业税金及附加	(6)	(6)	(8)	(11)	(14)
销售费用	(35)	(38)	(54)	(71)	(95)
管理费用	(84)	(113)	(150)	(197)	(249)
财务费用	(1)	(1)	(10)	(13)	(10)
资产减值损失	(0.6)	(1.3)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动净收益					
投资净收益					
营业利润	102	180	258	362	488
营业外收入	20	52	58	75	113
营业外支出	(0)	0	0	0	0
利润总额	122	232	317	436	601
所得税	(19)	(31)	(30)	(39)	(54)
净利润	103	201	287	397	547
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	103	201	287	397	547
每股收益	1.09	2.12	3.02	4.18	5.75

资料来源：万得资讯，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。