

国民技术

可信计算芯片强化信息安全；维持中性

业绩回顾

2015 年上半年业绩符合业绩快报指引

国民技术发布 2015 年上半年绩，上半年总收入 2.26 亿元，同比增长 4.45%，归属上市股东净利润 2,942 万元，同比增长 464.66%，符合业绩快报中指引的净利润 2,900~3,050 万元，同比增 456.63~485.41%。盈利释放主要归功于销售费用成本管控和投资及营业外收支的增厚。

发展趋势

15 年上半年来自 U-Key 芯片的销售和毛利下滑。安全芯片类产品销售收入同比下降 5.14 百分点，成本毛利率同比下降 2.4 百分点。U-KEY 市场较为激烈，销售单价处于下滑中，是导致安全芯片产品毛利下降的主要因素之一。在产品升级方面，U-KEY 安全主控芯片增加了无线通讯数据传输通道技术，研制了用于移动网络的安全主控芯片，增强产品的安全性同时有望降低成本，目前相关产品仍处于客户导入阶段。

受益于 EMV 迁移，金融 IC 芯片卡仍有放量空间。中国经过 2012 年以来国有银行规模发卡，EMV 迁移比率（市场渗透率）达到 13%，距离西欧的 80.7% 和欧洲的 49.2% 仍有空间。因此市场发展仍处于成长期，中长期市场空间很大。国民技术在金融 IC 卡芯片市场深度参与，为市场空间中的受益者之一。

可信计算：布局安全领域，强化计算机运行各阶段的安全机制。国民技术可信计算模块 TPM2.0 正式成为 ISO/IEC 国际标准。可信计算产业目前仍处于观望期，全球超过 6 亿台设备安装的可行计算芯片提供了较大的用户基础，更广泛的相关应用开发蓄势待发。随着云计算兴起，以及中国对信息安全的日益重视，作为可信计算的先行者的国民技术有望率先受益。

盈利预测调整

金融 IC 卡发放速度不及预期，我们分别下调 2015/16 年每股盈利 15%/19.4% 至 0.32 元/0.55 元。

估值与建议

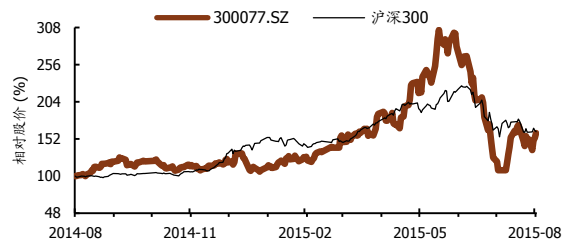
维持中性评级，目标价 34.11 元，基于 51 倍 2016E 市盈率。

风险

U-KEY 销售单价下滑速度高于预期。

维持中性

股票代码	300077.SZ
评级	中性
最新收盘价	人民币 39.48
目标价	人民币 34.11
52 周最高价/最低价	人民币 78.06~24.50
总市值(亿)	人民币 112
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,047.29
发行股数(百万)	283
其中：自由流通股(%)	82
30 日日均成交量(百万股)	28.00
主营行业	电子元器件



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	434	426	565	801
增速	1.4%	-1.9%	32.7%	41.8%
归属母公司净利润	5	10	91	155
增速	-90.9%	102.8%	795.4%	70.9%
每股净利润	0.02	0.04	0.32	0.55
每股净资产	9.95	9.97	9.94	10.33
每股股利	0.01	0.02	0.16	0.27
每股经营现金流	0.07	-0.12	0.04	-0.12
市盈率	N.M.	N.M.	122.9	71.9
市净率	4.0	4.0	4.0	3.8
EV/EBITDA	137.6	127.8	49.0	31.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%
平均总资产收益率	0.2%	0.4%	3.1%	5.0%
平均净资产收益率	0.2%	0.4%	3.3%	5.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

林荣彦

分析师

andrew.lin@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515060001

SFC CE Ref: AJE674

肖夏

联系人

xia.xiao@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080115050040



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	434	426	565	801	营业收入	1.4%	-1.9%	32.7%	41.8%
营业成本	268	259	325	441	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	169.9%
营业税金及附加	3	2	3	5	EBITDA	-18.2%	9.7%	178.4%	62.1%
营业费用	48	57	67	97	净利润	-90.9%	102.8%	795.4%	70.9%
管理费用	211	192	176	165	盈利能力				
财务费用	-64	-64	-66	-62	毛利率	38.2%	39.2%	42.5%	45.0%
其他	0	0	0	0	营业利润率	-11.3%	-11.1%	10.9%	20.7%
营业利润	-49	-47	61	166	EBITDA 利润率	14.5%	16.2%	34.1%	39.0%
营业外收支	56	57	30	-9	净利润率	1.2%	2.4%	16.1%	19.4%
利润总额	7	10	92	157	偿债能力				
所得税	3	0	1	2	流动比率	23.45	19.30	13.16	9.35
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	23.45	19.30	13.16	9.35
归属母公司净利润	5	10	91	155	现金比率	18.98	14.24	8.68	4.93
EBITDA	63	69	192	312	资产负债率	4.6%	5.3%	7.2%	9.4%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,069	1,906	1,720	1,387	回报率分析				
应收账款及票据	248	296	392	557	总资产收益率	0.2%	0.4%	3.1%	5.0%
预付款项	17	19	23	32	净资产收益率	0.2%	0.4%	3.3%	5.4%
存货	0	0	0	0	每股指标				
其他流动资产	222	363	471	655	每股净利润 (元)	0.02	0.04	0.32	0.55
流动资产合计	2,556	2,583	2,606	2,631	每股净资产 (元)	9.95	9.97	9.94	10.33
固定资产及在建工程	51	33	219	399	每股股利 (元)	0.02	0.02	0.16	0.27
无形资产及其他长期资产	284	282	421	593	每股经营现金流 (元)	0.07	-0.12	0.04	-0.12
非流动资产合计	284	282	421	593	估值分析				
资产合计	2,840	2,865	3,027	3,224	市盈率	N.M.	N.M.	122.9	71.9
短期借款	0	0	0	0	市净率	4.0	4.0	4.0	3.8
应付账款及票据	78	104	131	177	EV/EBITDA	137.6	127.8	49.0	31.3
其他流动负债	31	30	67	104	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%
流动负债合计	109	134	198	281					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	23	18	20	23					
负债合计	132	152	218	304					
股东权益合计	2,707	2,713	2,809	2,919					
少数股东权益	1	1	1	1					
负债及股东权益合计	2,840	2,865	3,028	3,224					
现金流量表									
净利润	5	10	91	155					
折旧和摊销	48	53	66	84					
营运资本变动	-129	-166	-145	-274					
其他	94	0	0	0					
经营活动现金流	18	-34	12	-34					
投资活动现金流入	-192	0	0	0					
投资活动现金流出	124	54	205	256					
投资活动现金流	-124	-125	-205	-256					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	2	3					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-27	-4	7	-42					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-133	-164	-186	-332					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

国民技术，国内 USB-Key 和移动支付芯片领先企业。公司前身为中兴集成电路，是国内 USB-Key 芯片领域份额最大的公司；也是自下而上推动移动支付的重要力量，未来将受益于金融 IC 卡芯片的国产化以及 NFC 支付的加速启动；同时公司是可信计算领域的龙头。



图表 1：盈利回顾

(人民币百万元)	2Q15A	1H15A	YoY	QoQ	2015E	1H15 as % of FY
收入	105	226	-15.6%	13.0%	565	40.1%
毛利	37	79	-30.7%	5.7%	240	32.8%
营业利润	14	18	346.9%	-4.1%	61	28.6%
净利润	19	29	524.0%	2.4%	91	32.4%
全面摊薄每股收益 (元)	0.07	0.11	464.7%	2.4%	0.32	33.6%
毛利率	34.9%	34.8%	-7.6ppt	0.1ppt	42.5%	
营业利润率	13.5%	7.8%	18.1ppt	10.7ppt	10.9%	
净利润率	18.2%	13.0%	15.8ppt	9.8ppt	16.1%	

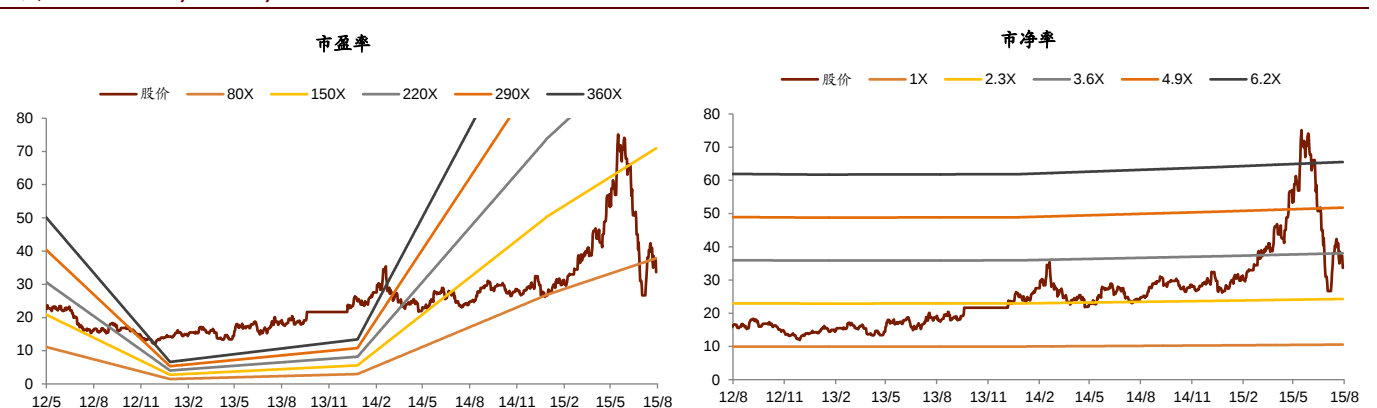
资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整

(百万人民币)	2Q15			2015E			2016E		
	调整前	实际所报	差值(%)	调整前	调整后	差值(%)	调整前	调整后	差值(%)
营收	155	105	-32.1%	620	565	-8.9%	881	801	-9.1%
营业成本	88	69	-22.3%	356	325	-8.8%	484	441	-8.9%
毛利	67	37	-45.0%	264	240	-9.1%	397	360	-9.3%
税前收益	37	22	-42.0%	104	92	-11.7%	187	157	-16.3%
净利润	37	19	-48.0%	103	91	-11.7%	185	155	-16.3%
普通每股收益(元)	0.14	0.07	-48.0%	0.38	0.32	-15.0%	0.68	0.55	-19.4%

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 与 P/B 区间



资料来源：Factset，公司信息，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

公司	代码	评级	股价 (本地货币)	市盈率			市值 (百万美元)	毛利率(%)			每股收益(本地货币)			市净率			净资产收益率(%)		
				2014A	2015E	2016E		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
A 股																			
国民技术	300077-CN	中性	39.48	1,057.99	118.26	69.18	1,796	36.72	42.95	43.76	0.04	0.33	0.57	3.96	3.82	3.68	0.37	3.23	5.32
同方国芯	002049-CN	推荐	40.80	81.26	53.55	39.23	3,987	35.36	38.59	40.42	0.50	0.76	1.04	7.14	6.13		11.61	15.14	
大唐电信	600198-CN	未评级	26.57	103.71	59.33	47.74	3,774	--	--	--	0.26	0.45	0.56	--	--	--	12.86	11.02	12.31
北京君正	300223-CN	未评级	24.35	(404.49)	253.12	135.05	652	--	--	--	(0.06)	0.10	0.18	--	--	--	2.23	1.46	2.34
中颖电子	300327-CN	未评级	18.75	102.35	76.06	60.27	514	--	--	--	0.18	0.25	0.31	5.16	4.75	4.75	4.78	6.76	7.76
蓝方微	000670-CN	未评级	11.56	1,100.95	84.63	51.91	1,520	--	--	--	0.01	0.14	0.22	--	--	--	22.25	-	-
中值				102.3	76.1	51.9											11.61	6.76	
港股																			
上海复旦	1385-HK	推荐	5.94	8.98	6.53		186	15.38	15.79		0.66	0.91		4.12	3.45		16.73	19.31	
中国电子	85-HK	未评级	2.51	--	--	--	657	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
中值				9.0	6.5												16.73	19.31	
美股																			
NXP semiconductor	NXP-US	未评级	97.02	20.38	16.55	14.65	22,521	48.04	48.67	49.18	4.76	5.86	6.62	31.59	19.03	10.69	155.00	114.99	72.94
Infineon	IFN-US	未评级	11.30	19.86	18.26	14.34	12,761	38.13	36.80	37.69	0.57	0.62	0.79	2.42	2.60	2.40	12.18	14.23	16.77
Freescall	FSL-US	未评级	39.71	25.46	18.26	16.27	12,349	45.87	47.55	48.40	1.56	2.03	2.44	--	--	--	--	--	--
Xilinx	XLNX-US	未评级	42.71	18.17	21.35	19.32	11,047	70.18	69.74	69.36	2.35	2.00	2.21	4.48	4.07	3.65	24.67	19.08	18.88
Altera	ALTR-US	未评级	50.04	32.92	41.61	33.69	15,136	66.44	67.55	68.59	1.52	1.20	1.49	4.72	4.52	4.17	14.35	10.85	12.39
中值				20.4	19.6	16.3								4.72	4.52	4.17	19.51	16.66	17.83

资料来源：Factset，公司信息，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

