

季报点评

集成电路/半导体/电子

投资评级	中性
评级变动	维持评级
总股本	5.64 亿股
流通股本	5.38 亿股
ROE（加权）	1.65%
每股净资产	5.13 元
当前股价	19.94 元

注：上述财务数据截止 2016 年三季报

相关报告：

国民技术（300077）：具备较强研发实力的国内信息安全芯片龙头_2015.12.29

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐
panyongle@gwgsc.com
执业证书编号：
S0200512010001

研究助理：

李志伟
lizhiwei@gwgsc.com

联系电话：0592-2079825

地址：厦门市思明区深田路
46号深田国际大厦19-20楼

长城国瑞证券有限公司

国民技术（300077）

——USBKEY 业务面临较大竞争压力，关注新业务的发展

主要观点：

◆2016 年前三季度，公司实现营业收入 41468.66 万元，同比增长 18.90%，但归属母公司股东的净利润为 4701.91 万元，同比下降 27.59%。主要原因是公司的销售费用和管理费用占比仍然较高，主营业务利润基数较小的情况下，利息收入、投资收益以及营业外收入的下降对归属母公司股东的净利润产生了较大的影响。

◆USBKEY 安全芯片市场已经由行业爆发期转入稳定发展期，市场成熟度高、品牌集中度较高且竞争激烈。公司积极面对行业变化，发力移动终端 USBKEY 相关产品，有望分享移动终端安全需求新增市场的发展。

◆目前国内金融 IC 卡芯片市场被国外巨头高度垄断，给我国金融安全造成潜在威胁。因此，芯片国产化被逐步提上重要日程，2017 年国产芯片或步入关键的转折点。公司在保持社保卡和居民健康卡等细分市场的领先地位的同时，也继续积极把握金融 IC 卡芯片国产化的发展契机。

◆虽然 RCC 技术目前不是主流支付方案，但公司认为 RCC 自主创新及其应用模式的创新发展，从长期看符合国家信息安全战略的发展要求和公司战略。公司将继着力加强相关产品的研发和应用。

投资建议：

在公司现有 USBKEY 安全芯片、智能卡芯片、可信计算以及 RCC 移动等业务规模稳健增长的前提假设下，不考虑公司其他新产品研发以及新增政府补贴等因素，我们预计公司 2015 与 2016 年的 EPS 预测分别为 0.142、0.163 元，对应 P/E 分别为 140.42 倍、122.33 倍。以集成电路行业最新 143.19 倍的 P/E 中位数来看，公司目前的估值已较为均衡。我们暂维持其“中性”的投资评级，后续将持续关注 RCC 技术的市场推广情况。



风险提示：

市场竞争风险；应收账款回收风险；政策风险；新产品研发风险等。

主要财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	433.62	425.70	560.59	665.35	847.50
增长率(%)	1.22%	-1.83%	31.69%	18.69%	27.38%
归母净利润(百万元)	4.69	10.15	86.01	79.79	91.99
增长率(%)	-91.48%	116.64%	747.39%	-7.23%	15.29%
EPS（元）	0.008	0.018	0.153	0.142	0.163
毛利率	38.09%	39.18%	35.65%	37.64%	37.64%
净资产收益率	0.17%	0.37%	3.06%	2.92%	3.50%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目 录

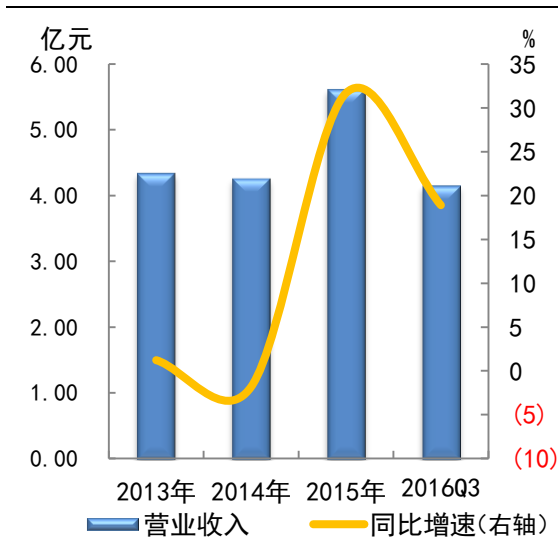
1 公司销售收入保持增长，但净利润同比下滑	4
2 安全芯片业务总体保持稳定增长，但市场竞争日趋激烈.....	5
2.1 USBKEY 安全芯片市场进入稳定发展期，公司积极把握金融终端领域机会 .	6
2.2 智能卡芯片国产化是大趋势，公司积极拓展细分市场	7
2.3 可信计算尚处于产业化初期，关注未来发展空间	11
3 RCC 技术目前虽不是主流支付方案，但公司依然坚持研发和推广.....	12
4 盈利预测	14



1 公司销售收入保持增长，但净利润同比下滑

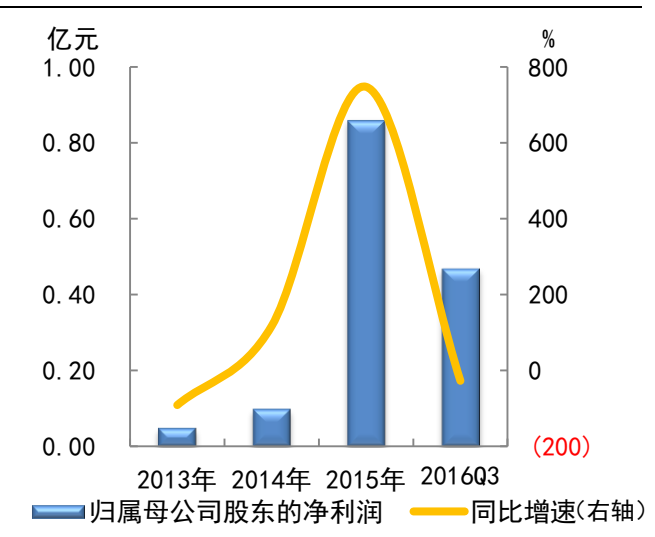
2016 年前三季度，公司实现营业收入 41468.66 万元，同比增长 18.90%，但归属母公司股东的净利润为 4701.91 万元，同比下降 27.59%。从下图我们可以看出，近几年来公司归属母公司股东的净利润以及 ROE 波动较大，毛利率水平有所下滑。

图 1：近 3 年来公司营业收入变动



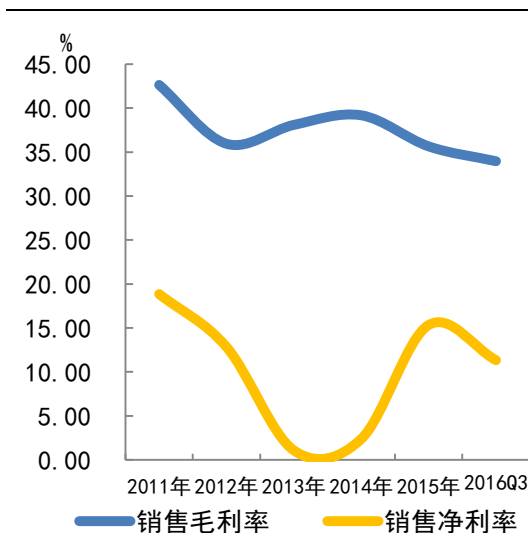
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 2：近 3 年来公司归属母公司股东净利润变动



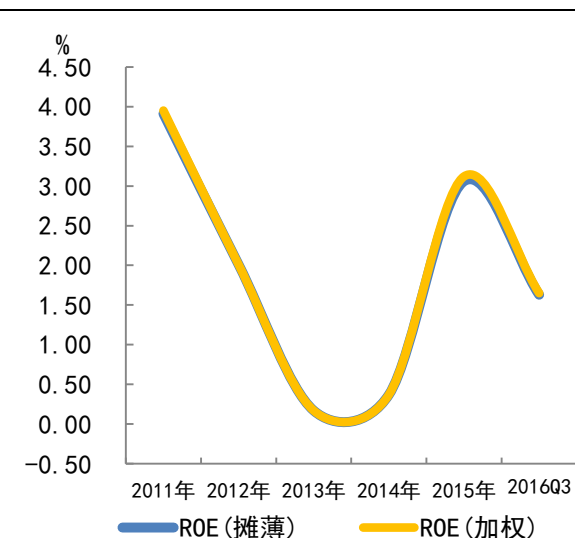
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 1：近 5 年来公司销售毛利率及净利率变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 2：近 5 年来公司 ROE 变动



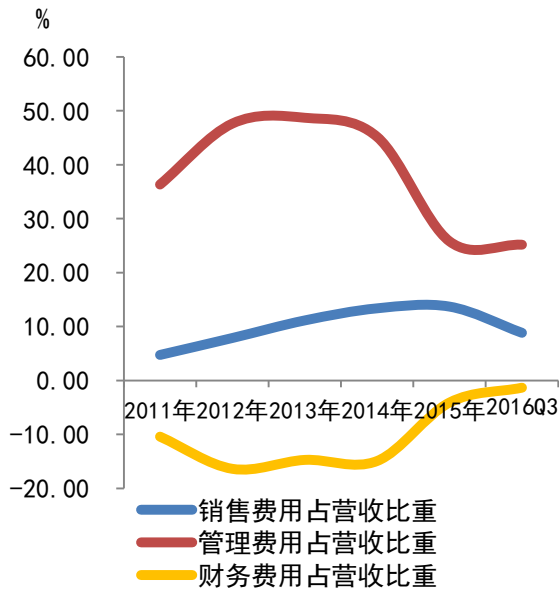
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

经过分析，我们认为导致公司前三季度归属母公司股东的净利润同比下降的主要原因是在公司在 USBKEY 产品销售下滑、国产金融 IC 卡市场未全面启动、RCC 业务在探索新的运营模式的形势下，公司的销售费用和管理费用占比仍然较高，主营业务利润基数较小的情况下，利息收入、投资收益以及营业外收入的下降对归属母公司股东的净利润产生了较



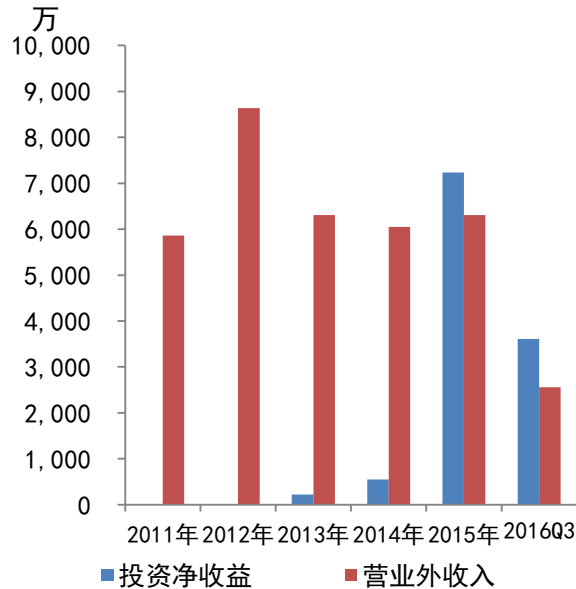
大的影响。其中，投资收益同比下降主要受金融理财产品收益率下降的影响；利息收入同比下降主要因存款规模减少和银行存款利率下降；营业外收入同比下滑主要受政府补助变动的影响。

图 1：近 5 年来公司三项费用占营收比重变动



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 2：近 5 年来公司投资净收益和营业外收入变动

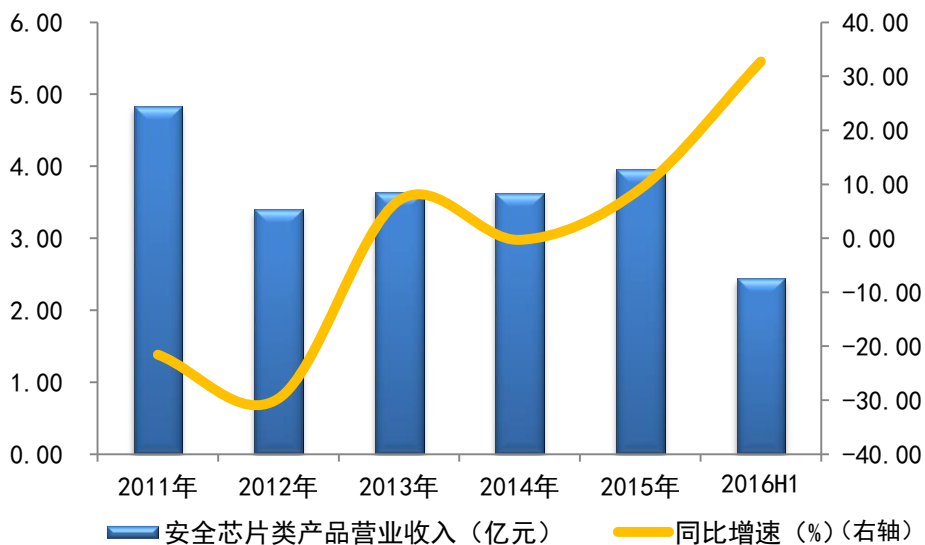


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 安全芯片业务总体保持稳定增长，但市场竞争日趋激烈

公司的主营业务安全芯片业务近 3 年来总体保持较为稳健的增长，2016 年上半年实现营业收入 2.44 亿元，同比增长 32.75%，毛利率为 39.06%，依然维持在 40%左右的水平。

图 1：近 5 年来公司安全芯片类产品营业收入及同比增速变动

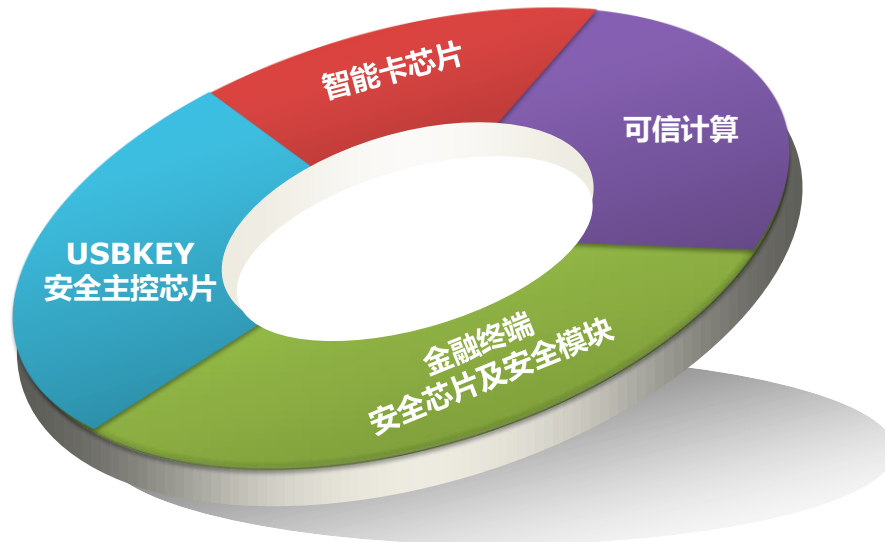


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



具体来看，公司的安全芯片业务可划分为 USBKEY 安全主控芯片、金融终端安全芯片及安全模块、智能卡芯片以及可信计算等四大领域。其中，USBKEY 安全芯片是公司目前的主要收入来源。

图 1：公司安全芯片业务具体细分领域



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

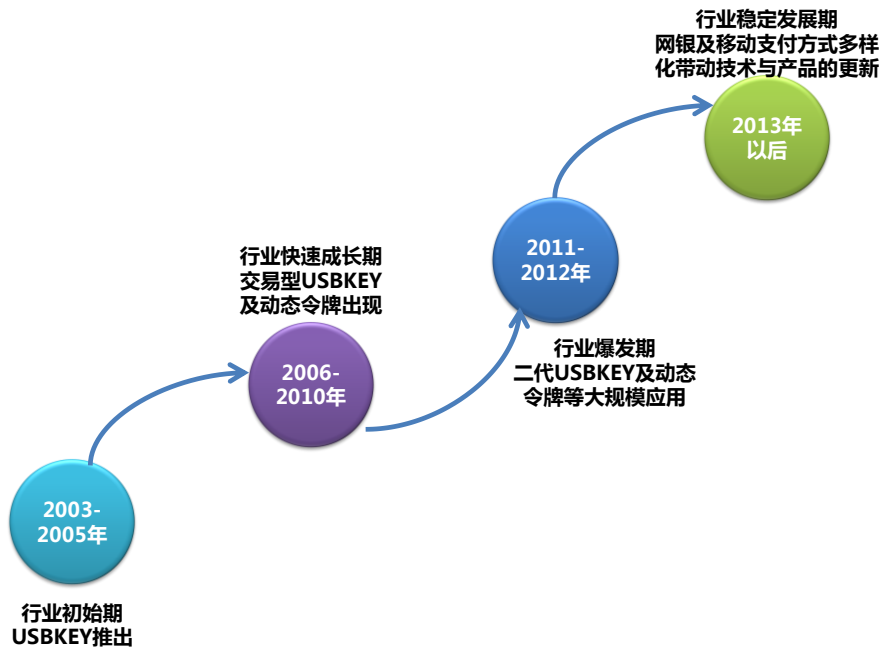
2.1 USBKEY 安全芯片市场进入稳定发展期，公司积极把握金融终端领域机会

从 USBKEY 安全芯片市场发展情况来看，2013 年以后我国 USBKEY 市场已经由行业爆发期转入稳定发展期，市场成熟度高、品牌集中度较高且竞争激烈。USBKEY 应用领域比较特殊，一般企业很难进入银行供应商环节，而一旦进入银行则在短期内具有一定的稳定性。另一方面，USBKEY 芯片和系统越来越朝着高度集成化、可多方应用等方向发展，提高了开发难度，同时产品更新换代速度较快，增加了成本投入，已有积累的企业形成先发优势，增加了其他企业的进入壁垒。

随着智能手机等移动终端设备的普及，以及各种线上支付方式的不断涌现，市场容量和价格预计呈现趋势性下滑，2016 年以来 USBKEY 安全主控芯片销售收入同比减少。为了积极应对市场变化，公司持续优化相关产品，使之具备更高安全、更高性能、更低功耗和更多应用场景适应性，进一步提升产品在行业中的竞争力；同时，研发的具有无线传输功能的用于移动网络的相关产品，目前已进入市场推广阶段并在部分商业银行试点。我们认为，随着智能终端的进一步普及，移动终端安全需求将不断提升，公司积极面对行业变化，发力移动终端 USBKEY 相关产品，有望分享移动终端安全需求新增市场的发展。



图 2：我国 USBKEY 市场发展的主要阶段



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

金融终端安全芯片及安全模块方面，公司积极把握金融终端主控芯片市场需求集中爆发的机会，大力拓展金融支付终端市场，提升产品性能及安全等级、优化成本，2016 年以来出货取得较大突破，销售收入同比增长，但金融终端产品受行业政策及标准和下游客户商业模式的影响，市场波动较大，公司将密切关注市场需求，在保持市场领先地位的同时加强备货管理，提升相关芯片的兼容性、应用安全等级，规避市场波动带来的相关风险。

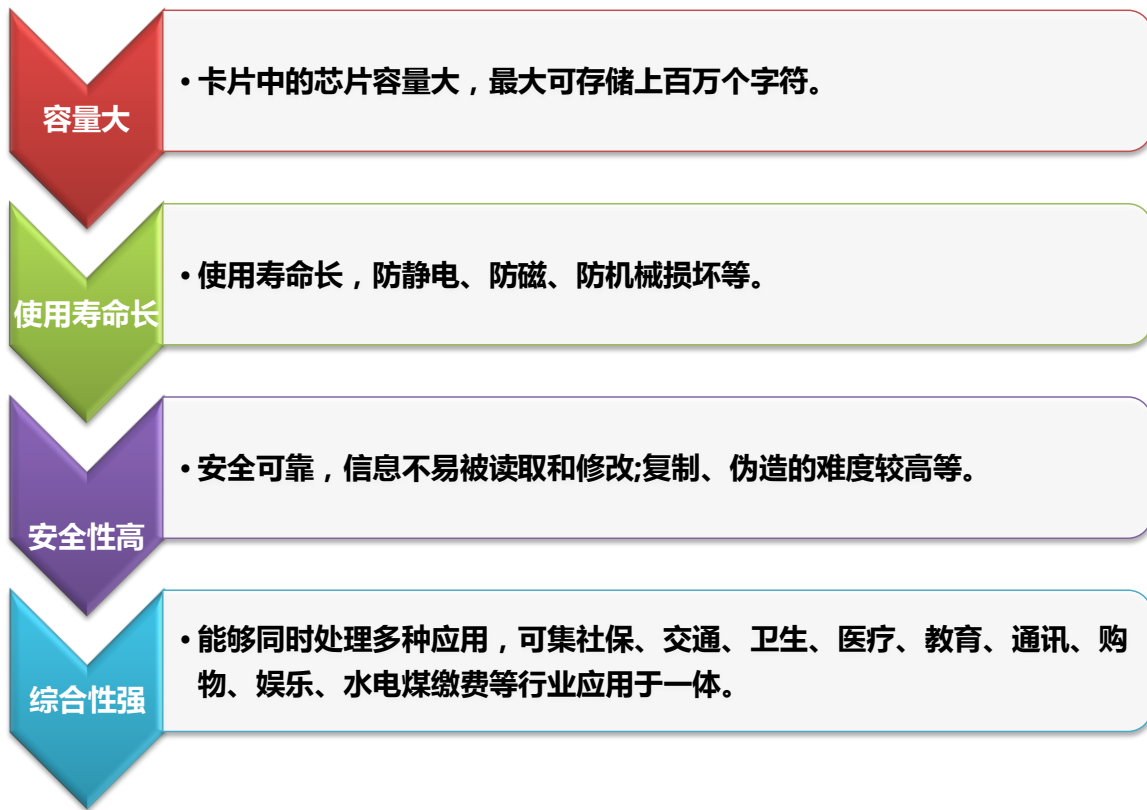
2.2 智能卡芯片国产化是大趋势，公司积极拓展细分市场

智能卡芯片主要应用领域包括银行 IC 卡、社保 IC 卡和居民健康 IC 卡等，但现在三者之间的界限越来越模糊，已经出现可以综合多种功能的 IC 卡，因此这里我们将这些通称为金融 IC 卡。

金融 IC 卡是金融服务行业与智能 IC 卡行业高度融合的产物，它是以智能芯片为介质且执行金融行业标准的银行卡，可以实现消费信用、转账结算、现金存取等多种功能，同时具有其他商业服务和社会管理功能。与普通磁介质卡片相比，金融 IC 卡是通过 EEPROM(带电可擦可编程只读存储器)智能芯片来储存用户数据信息，因此具有多种优势。



图 3：金融 IC 卡具备的优势



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

金融 IC 卡的大面积推广是个系统工程，主要包括金融 IC 卡发放、应用系统开发和受理终端建设三大部分。金融 IC 卡的大规模推广离不开丰富多样的应用系统。受理终端环境建设目前也远远不够，未来将与卡的发放互相拉动。现阶段，金融 IC 卡产业链相关企业是受益程度最深的，尤其是卡片供应商。

图 4：金融 IC 卡的大面积推广是个系统工程

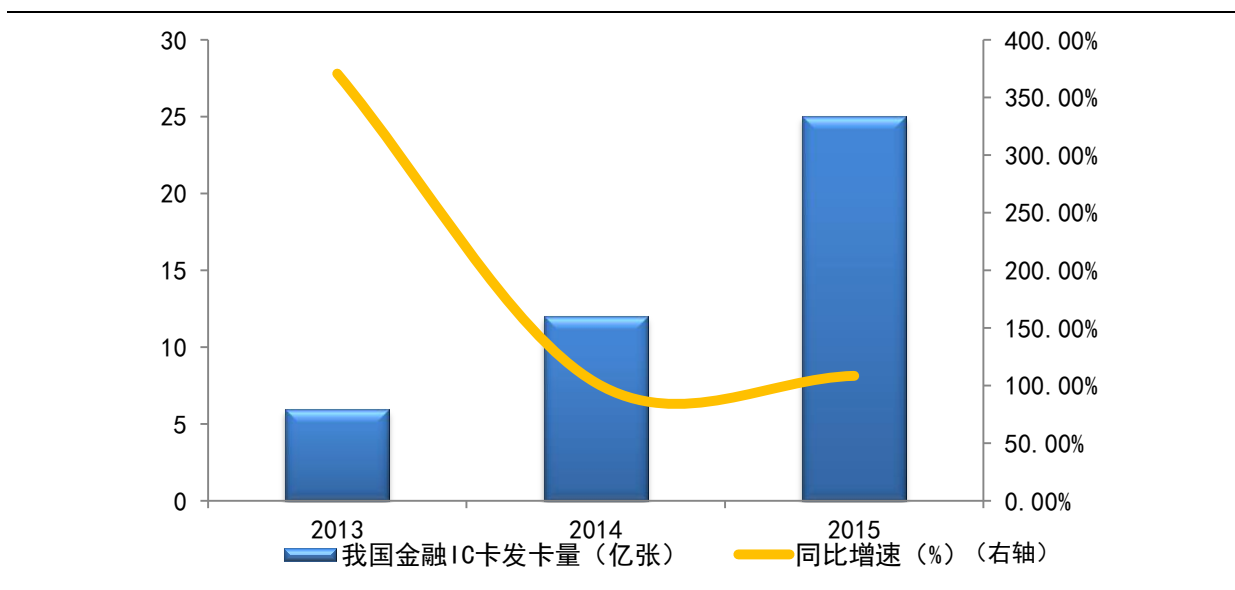


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



从 2011 年开始，中国人民银行等部门就大力推动金融 IC 卡升级替换的进程。2014 年 11 月 3 日央行印发《关于进一步做好金融 IC 卡应用工作的通知》，就金融 IC 卡应用工作提出具体时间表：自 2016 年 1 月 1 日起，发卡银行、银行卡清算机构等开展的移动金融服务应以基于金融 IC 卡芯片的有卡交易方式为主。2016 年 7 月发布的《中国人民银行关于进一步加强银行卡风险管理的通知》提出，自 2017 年 5 月 1 日起，全面关闭芯片磁条复合卡的磁条交易，并要求商业银行加快存量磁条卡更换为金融 IC 卡的进度。在央行的大力推动下，近 3 年来我国的金融 IC 卡市场进入加速发展阶段，2015 年发卡量约 25 亿张，同比增长 103.33%。

图 5：我国金融 IC 卡发卡量及同比增速



资料来源：中国银联，长城国瑞证券研究所

尽管我国金融 IC 卡发行与交易增速均居于全球领先地位，但由于国外厂商较早拿到国际认证，仅荷兰恩智浦一家公司就占据我国超过 95% 的市场份额，剩余市场也被德国英飞凌与韩国三星等国际巨头瓜分。国内金融 IC 卡芯片市场被国外巨头高度垄断，给我国金融安全造成潜在威胁。因此，芯片国产化被逐步提上重要日程。

目前国产芯片 IC 卡已具备大规模应用推广条件：一是银联 PBOC3.0 将接口标准与国密算法安全标准统一考虑，对芯片使用规程和安全形成一套统一评估体系，符合国家金融领域信息安全战略要求；二是银联标准陆续通过了国际 EMV CARD 的认证，具备了和 Visa、MasterCard 平齐的国际地位，为未来国产芯片 IC 卡走出国门铺平了道路；三是移动支付硬件环境持续改善。央行此次要求 2015 年年底 110 个金融 IC 卡公共服务领域应用城市 POS 终端非受理比例同比至少增加 20 个百分点，这在促进基于金融 IC 卡线下移动金融

发展的同时，也为基于手机的 NFC 移动支付创造良好的硬件环境。

然而，国产芯片行业要想借“换芯潮”之机打破既定市场格局，还面临着不少困难：一方面，国产芯片厂商正经受着国际巨头大打价格战的沉重压力；另一方面，国产芯片厂商还得面对国内商业银行人为抬高芯片认证“软门槛”，以及他们对国产芯片不愿率先尝试的“安全惰性”。

图 6：金融 IC 卡国产化具备的条件以及面临的困难



资料来源：中国银联，长城国瑞证券研究所

截至 2016 年 8 月，共有 12 家芯片设计企业的 30 余款芯片产品，按照与国际接轨的检测标准，通过银联卡芯片产品安全认证。我们认为 2017 年国产芯片或步入关键的转折点，一旦成功逆转，到 2017 年底国产芯片市场占比就有望从现在不足 5% 提升至 50%，从而改写国外芯片企业一家独大格局。哪一家国产芯片厂商率先利用现有的条件，克服内外的困难，哪一家就将成为国产市场的领头羊。

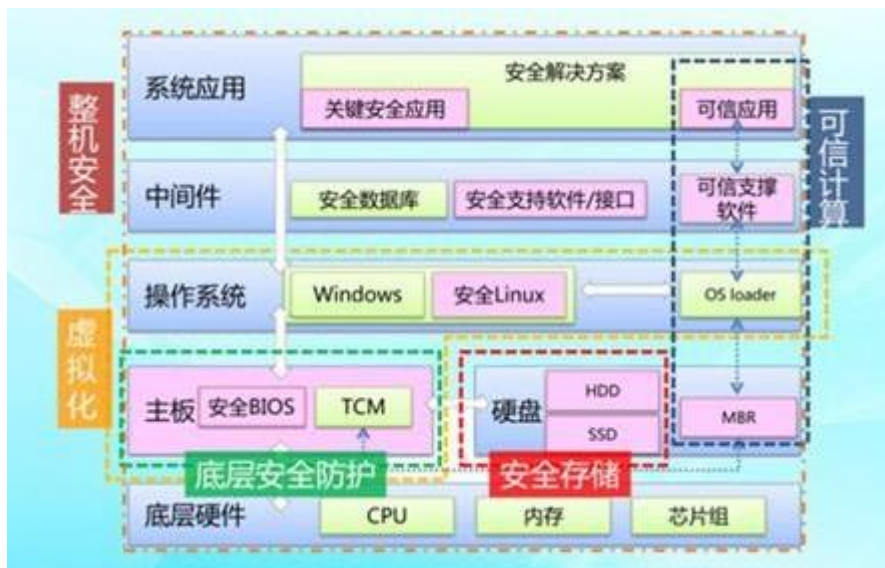
公司目前主要拓展是社保卡和居民健康卡等行业卡市场，因为这两种卡很多都是地方政府自己招标，国外厂商介入较少。公司通过加大产品研发和营销力度，强化与重点客户、渠道的合作，在该细分市场的份额获得了前三的排名。与此同时，公司也将继续积极把握金融 IC 卡芯片国产化的发展契机，密切跟进商业银行的试点发卡以及招投标项目，为银行金融 IC 卡产品规模化进入市场做好准备，后续市场拓展情况值得关注。

2.3 可信计算尚处于产业化初期，关注未来发展空间

可信计算的主要思想是在硬件平台上引入安全芯片构架，来提高终端系统的安全性，从而将部分或整个计算机平台变为“可信”的计算机平台，期主要目标是解决系统和终端的完整性问题。

可信计算技术在我国发展已有 40 多年时间，从最初的可信芯片、可信计算机再到后期强调的可信计算标准制定，我国都在不断的取得突破。当前，我国已经实现了以密码、芯片、主板、软件、网络为一条纽带的可信计算技术架框，新框架下的可信计算彻底的颠覆了传统模式下的被动保护模式，在形成主动防御能力的前提下加入了认证程序，使整个应用程序在人为操作下通过手动认证-信任这个程序来实现。

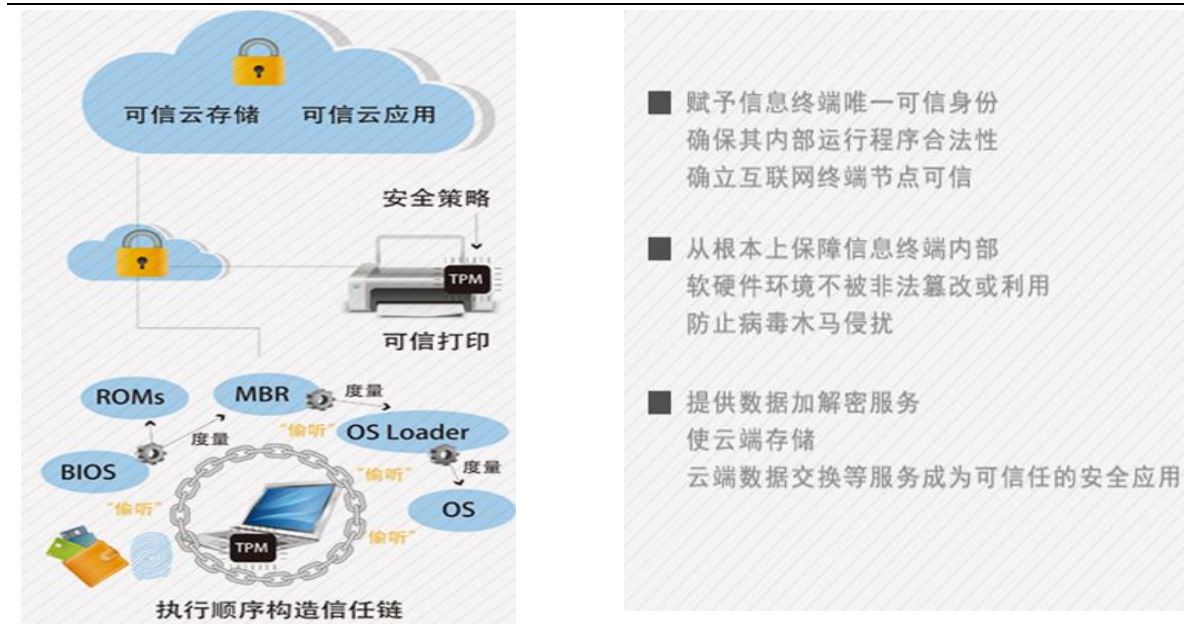
图 7：可信计算在信息安全中发挥的作用



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

公司是目前中国唯一的全球化可信计算机核心产品和服务提供商，公司研发的可信计算芯片可作为基础硬件安全模块，有效阻止硬件设备运行非法程序，从根本上杜绝信息泄露与系统篡改，广泛应用于各类云服务系统、服务器、PC、平板电脑，智能手机，嵌入式系统，IoT 设备等。目前公司产品处于小批量出货阶段，华为、戴尔、联想、浪潮等一些对信息安全比较高的客户目前有向公司订购一些服务器和电脑。我们认为，随着国家对信息安全的重视程度逐渐提高，公司的可信计算产品及解决方案在大数据、云计算、物联网等更多安全领域的应用将越来越广，有望成为公司新的盈利增长点。

图 8：可信计算实现信息终端内部及其映射环境安全



资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

3 RCC 技术目前虽不是主流支付方案，但公司依然坚持研发和推广

RCC (Range Controlled Communication) 是一项中国自主创新的移动支付技术，它将移动支付方案集成于 SIM 卡，让用户无需更换手机或号码，仅更换 SIM 卡即可实现银行卡、公交卡、校企卡、会员卡等各种场景“刷手机”的应用，RCC 可适配于 96%以上手机终端，是一项低成本、易实现的移动支付解决方案，同 NFC、Apple pay、HCE 等主流近场支付方案相比具有多重优势。

图 9：RCC 与主流近场支付方案对比

	NFC-SIM	Apple Pay、三星Pay	HCE	二维码	RCC
手机要求	NFC智能机	iPhone 6+ 以上、三星特定机型	安卓4.4以上智能机	智能机	功能机 智能机
受理环境要求	NFC受理终端	NFC受理终端	NFC受理终端	二维码受理终端	RCC受理终端
网络环境要求	可脱机	联机	3G以上网络	3G以上网络	可脱机
交易速度	快	根据网络环境	较慢	根据网络环境	快
安全性	强 硬件安全 元件保障	强 硬件安全 元件保障	一般 硬件安全 元件保障	一般 网络系统 安全保障	强 硬件安全 元件保障

资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所



2013年10月,国家标准化管理委员会正式公布移动支付国家标准,确定采用13.56MHz技术,并于次年5月1日开始实施,历经多年的移动支付标准之争终于落幕,中国移动坚持了多年的2.4GHz标准最终战败。但工信部又于2015年底发布了《手机支付基于2.45GHz RCC(限域通信)技术的非接触式读写器终端技术要求》等8项通信行业国家标准的制修订工作,表明工信部对于在国内拥有更多的知识产权和专利的2.4GHz技术并未完全放弃,将来RCC技术的发展还需要通过相关标准的制定推动。

相比银联、三大运营商、第三方支付以及手机厂商等NFC产业链上企业的抱团,国民技术依然坚持推动RCC移动支付的研发和推广应用,公司认为RCC自主技术创新及其应用模式的创新发展,从长期看符合国家信息安全战略的发展要求和公司战略。公司将继着力加强产品的持续优化,积极推动相关标准落地,以树立标杆项目为切入点,结合移动互联网等新业态,加强与产业链各方合作,积极探索、布局新的商业模式。

4 盈利预测（单位：百万元）

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	433.62	425.70	560.59	665.35	847.50
减：营业成本	268.47	258.91	360.76	414.93	528.52
营业税金及附加	2.89	2.12	1.97	2.34	2.97
营业费用	48.24	56.92	76.73	58.15	77.29
管理费用	211.19	192.21	144.53	159.68	194.93
财务费用	-63.88	-63.54	-22.91	-15.43	-11.43
资产减值损失	17.48	31.76	32.71	0.00	0.00
加：投资收益	2.23	5.47	72.35	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	48.16	52.97
营业利润	-48.54	-47.22	39.16	93.84	108.19
加：其他非经营损益	55.93	57.43	58.33	0.00	0.00
利润总额	7.39	10.22	97.49	93.84	108.19
减：所得税	2.71	0.08	11.51	14.08	16.23
净利润	4.68	10.14	85.98	79.76	91.96
减：少数股东损益	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03
归母净利润	4.69	10.15	86.01	79.79	91.99

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

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：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%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：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。