

2010-04-30

半导体产品

## 国民技术 300077.SZ

# USBKEY 芯片市场的龙头，移动支付芯片领域的强有力竞争者

◇ 新股上市

### ◆国内 USBKEY 芯片市场的绝对领导者

USBKEY 是目前公司的主打产品，也是主要收入和利润来源。公司是国内 USBKEY 芯片市场的绝对领导者，2008 年市场份额高达 72.9%。未来五年，中国 USBKEY 安全芯片市场将随着 USBKEY 在国内电子金融、电子政务、电子商务的普及而快速增长，此外，中国 USBKEY 网上银行解决方案向海外市场的推广也将为中国 USBKEY 安全芯片市场的增长提供支持。预计到 2014 年，中国 USBKEY 安全芯片市场销量将达到 9,627 万颗，销售额达到 12.66 亿元，销量和销售额的年均复合增长率将分别达到 31.5%和 32.1%。

### ◆有望成为移动支付领域的标准参与制定者

截至 2008 年底，中国手机用户已经达到 6.4 亿户，未来五年，随着移动运营商全国范围内的大规模布网推广，国内移动支付市场将会快速扩张，从而直接拉动对移动支付芯片的需求。根据赛迪顾问的预测，预计到 2014 年，国内移动支付芯片市场销量将达到 1,500 万颗的规模。

目前中国移动正与电信、联通和银联竞争成为未来移动支付国家标准的制定者，如果中国移动在手机支付领域采用 2.4G 技术，国民技术将成为中国移动的独家芯片供应商。

### ◆A 股 IC 设计公司的稀缺有望使市场给予国民技术极高的估值

中国的 IC 设计行业未来数年必将取得极大的发展，但却鲜有质地良好的 IC 设计公司在 A 股上市。国民技术不仅具备良好的发展前景，同时也有稳健的业绩做支撑，在上市的 IC 设计公司中属稀缺品种，因此有望被市场给予较高溢价。事实上，87.5 元的发行价已充分说明了这一点。

### ◆盈利预测与合理估值

经我们计算，最接近登陆创业板的上市公司在 2010 年的平均估值水平在 54 倍左右，2011 年估值水平在 39 倍左右。如果市场亦给国民技术如此定价，那按我们的盈利预测，国民技术的合理价值应在 82.6 元附近。

考虑到国民技术在 USBKEY 领域占有绝对领先的行业地位，以及公司正介入的 RFID-SIM 具有极广的前景（如果公司路线正确的话），我们还可以给公司以一定溢价，10%~20%。因此我们认为国民技术的合理价值在 90.9~99.1 元。

### 业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	219	466	717	980	1,252
净利润(百万元)	24	117	166	231	291
每股收益(元)	0.22	1.07	1.53	2.12	2.68
经营性 ROIC	18.76%	39.89%	31.24%	30.75%	30.99%
ROE(归属母公司) (摊薄)	27.41%	52.71%	6.00%	7.69%	8.85%

公司合理价格 90.9~99.1 元

分析师：  
赵磊(执业证书编号：S0930209110229)  
021-22169176  
zhaol@ebsecn.com

### 发行数据

发行价格(元)	87.50
发行规模(百万股)	27
发行后总股本(百万股)	109
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-04-21
主承销商	安信证券股份有限公司
主要股东	中国华大集成电路设计公司
第一大股东持有比例(%)	40.00%

### 募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
USBKEY 安全芯片	80.4
安全存储芯片	101.7
RFID-SIM 芯片	153.5
总金额	335.5

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 目录

一、公司是 A 股稀缺的集成电路设计企业.....	3
1.1 公司基本状况及股权结构 .....	3
1.2 公司的主营业务构成 .....	3
二、集成电路设计行业分析.....	4
2.1 中国集成电路市场需求现状 .....	4
2.2 中国集成电路产业现状 .....	5
2.3 我国集成电路设计行业现状 .....	6
三、公司主打产品分析及前景预测.....	7
3.1 USBKEY 芯片 .....	7
3.2 安全存储芯片 .....	9
3.3 移动支付芯片 .....	10
3.4 可信计算芯片 .....	10
3.5 通讯芯片 .....	10
四、关于移动支付未来发展方向的分析.....	11
五、公司财务指标分析.....	12
5.1 公司财务报表主要数据 .....	12
5.2 公司主要财务指标 .....	13
六、募集资金项目分析.....	13
七、公司盈利预测与估值.....	14
7.1 公司盈利预测假设前提 .....	14
7.2 公司盈利预测 .....	15
7.3 公司合理估值及内在价值 .....	15
八、风险分析.....	16
8.1 移动支付领域的政策风险 .....	16
8.2 RFID-SIM 方案本身的技术风险 .....	16
8.3 公司目前利润来源过于单一的风险 .....	17

## 一、公司是 A 股稀缺的集成电路设计企业

### 1.1 公司基本状况及股权结构

公司系国内专业从事超大规模信息安全芯片和通讯芯片产品设计以及整体解决方案研发和销售的国家级高新技术企业，公司的信息安全与通讯领域产品广泛应用于金融、电信、税务、公安、海关等多个领域。

公司的主营业务为安全芯片和通讯芯片产品及解决方案的开发和销售，主要产品包括安全芯片和通讯芯片，其中，安全芯片包括 USBKEY 安全芯片、安全存储芯片、可信计算芯片和移动支付芯片，通讯芯片包括通讯接口芯片、通讯射频芯片等。

公司的控股股东为中国华大集成电路设计集团有限公司（后文简称中国华大），上市前持股比例 40%；第二大股东为中兴通讯股份有限公司（后文简称中兴通讯），发行前持股比例 26.7%；第三大股东为财务投资法人，持股比例 9.3%；其他股东 40 人均为自然人，包括公司现任全部高管及部分核心员工。

公司的实际控制人为中国电子信息产业集团（CEC）。

**表 1：公司股东**

股东	持股数（万股）	发行前比例	发行后比例
中国华大	3,264	40%	30%
中兴通讯	2,176	26.67%	20%
深港产学研	760	9.31%	6.99%
公司高管（6 人）	1,232	15.10%	11.32%
其他自然人（34 人）	728	8.92%	6.69%
本次发行流通股	2,720	—	25%
合计	10,880	100%	100%

资料来源：《国民技术招股意向书》 光大证券整理

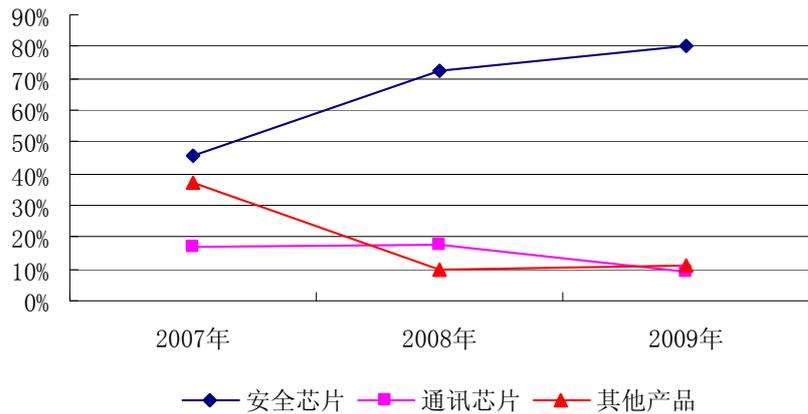
### 1.2 公司的主营业务构成

公司的信息安全与通讯领域产品广泛地应用在金融、电信、税务、公安、海关等多个行业，具有较强的市场竞争力和较高的市场占有率。根据赛迪顾问出具的《中国 USB Key 芯片市场分析报告》，2008 年公司主要产品 USBKEY 安全芯片市场占有率为 72.9%，中国前十位 USBKEY 厂商基本都是公司的稳定客户。公司作为核心成员参与了国内可信计算技术（TCM）标准的制定，并成为国内少数能批量供货的可信计算芯片供应商之一。公司原始创新产品移动支付芯片及其整体解决方案已被国内主要电信运营商中国移动认可，并进入推广试商用阶段。

**表 2：公司主打产品收入及占总收入比重**

产品类别	2007 年		2008 年		2009	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
安全芯片	6,835.29	45.54	15,893.82	72.66	37,279.36	80.02
通讯芯片	2,705.27	17.02	3,775.37	17.66	4,165.18	8.94
其他产品	5,468.50	37.44	2,204.48	9.68	5,140.23	11.04
合计	15,009.06	100	21,873.67	100	46,584.77	100

资料来源：《国民技术招股意向书》

**图 1：安全芯片占收入比重逐渐增加**

资料来源：《国民技术招股意向书》

目前公司的安全芯片主要分为 USBKEY 芯片、安全存储芯片、移动支付芯片和可信计算芯片。

## 二、集成电路设计行业分析

集成电路是信息产业的基础和核心，是信息社会发展的战略性新兴产业。2009 年 4 月国务院正式出台了“电子信息产业调整和振兴规划”，指出完善集成电路产业体系，引导芯片设计企业与整机制造企业加强合作，依靠整机升级扩大国内有效需求，实现集成电路等核心产业关键技术的突破。

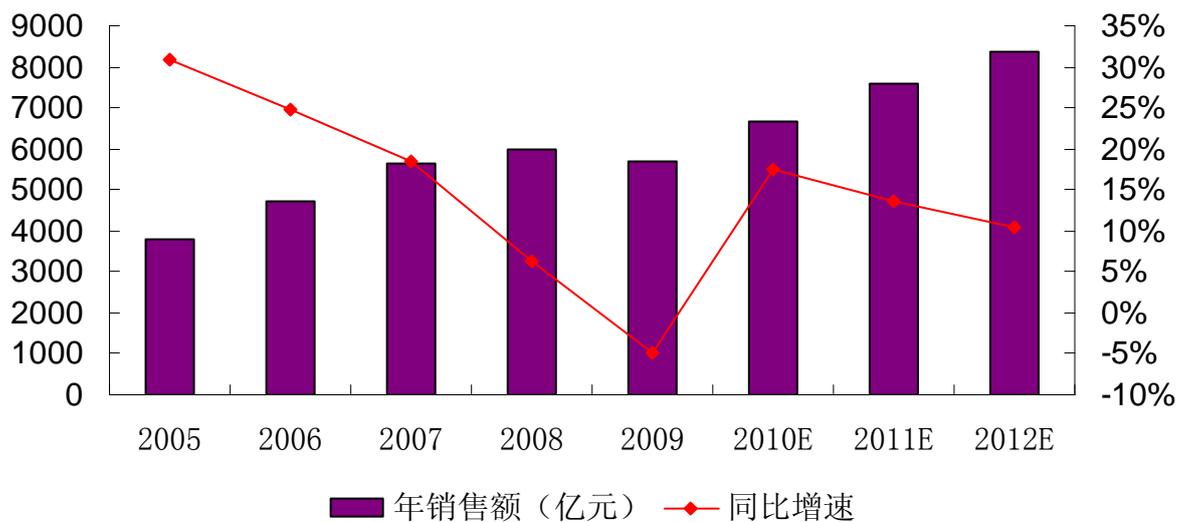
### 2.1 中国集成电路市场需求现状

从金额来看，集成电路（IC）是我国单类产品中每年进口金额最大的产品。2008 年我国进口集成电路 1305.9 亿美元，超过石油天然气的进口额（1299.6 亿美元）。

2009 年全球半导体市场规模 2263.1 亿美元，在金融危机的影响下，市场同比下滑 9.0%，增长率是自 2001 年互联网泡沫破灭以来的最低值，从 5 年发展周期来看，2005 - 2009 年 4 年间全球半导体市场复合增长率为 -0.1%，市场发展连续多年处于低迷期。

中国市场方面，在连续 5 年的增速降低之后，2009 年中国集成电路市场首次出现下滑，下滑的直接原因有两方面，一方面是下游产品对上游集成电路产品需求量下降，另一方面就是集成电路产品价格的下降。近年来，中国下游整机产量增速连续放缓，直接影响对集成电路产品的需求；集成电路产品价格一直以来都呈下降趋势，而 2009 年由于金融危机影响，价格下滑更加明显，2009 年芯片均价与 2008 年相比下滑幅度超过 10%。此外，产能转移趋缓，下游产品出口下滑等因素也在一定程度上影响了市场对芯片的需求量。

**图 2：我国集成电路市场销售金额及同比增速**



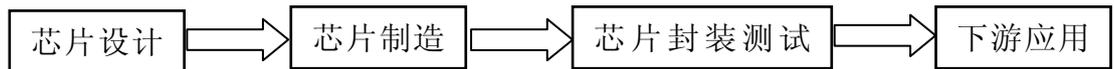
资料来源：中国半导体行业协会

## 2.2 中国集成电路产业现状

受全球金融危机与世界集成电路市场大幅下滑的影响，2009 年我国 IC 产业出现较大幅度的负增长。2009 年产业销售收入增幅约在 -16% 左右，规模约为 1040 亿元。前三季度国内集成电路产业产量为 321.15 亿块，同比增幅为 -14.3%，预计全年国内集成电路产量增速约为 -10%，规模约为 375 亿块。

自 2008 年三季度以来，由于受全球金融危机迅速波及实体经济的影响，国内外半导体市场迅速出现大幅下滑，国内集成电路产业受以上因素的影响也出现前所未有的深度下滑。但随着国家拉动内需政策的迅速制定与深入实施，以及国际市场环境的逐步好转，国内集成电路产业已经呈现显著的触底回升势头。2009 年 1 季度产业出现最低点，全行业销售收入的同比降幅达到 34.1%。之后产业开始逐步回升，2 季度全行业销售收入同比降幅已收窄至 23.9%，3 季度降幅更进一步收窄至 21%。4 季度产业状况更进一步好转，并有望扭转持续下滑的局面实现较大幅度的正增长。

图 3：集成电路产业链



资料来源：光大证券整理

### 2.3 我国集成电路设计行业现状

从产业链垂直分工来看，集成电路分为设计、制造和封装三个领域。

从 2009 年 IC 设计、芯片制造以及封装测试三业发展来看，其情况不尽相同。受家电下乡、家电以旧换新、3G 网络建设等一系列刺激内需政策的拉动，2009 年国内 IC 设计业在内需市场的带动下逆势增长，全年 IC 设计业增速将超过 11%，规模将达 255 亿元。

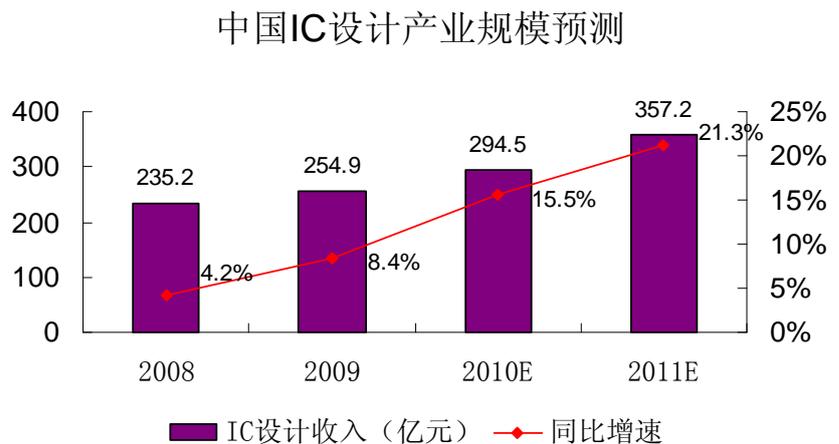
同期，我国集成电路制造行业收入下滑 16%，规模约 330 亿元；集成电路封装测试业销售收入同比下滑 28%，规模约为 445 亿元。

从全球经验来看，IC 设计、制造、封装测试三者收入的合理比例为 3: 4: 4。我国前些年封测占比明显偏高，设计占比太低，该比例一度达到 1: 2: 7。最近几年这一比例正向合理比例靠近，至 2009 年已接近于 3: 4: 5。

但这并不意味着我国的集成电路产业结构已经趋于合理，因为我们必须清楚的认识到的，在大的经济萧条的宏观背景下，2009 年我国 IC 设计产业仍然取得了两位数的正增长，但同期制造和封测均有大幅下滑。我们预计 2010 年与 2011 年设计业的占比将出现一定下降。

我国目前的 IC 设计业仍处于起步阶段，终端需求的强力拉动将带动设计行业未来的迅速扩张。随着国内 3G 移动通信网络、宽带光纤接入网和下一代互联网等新一代移动通信及移动互联网的建设，将带动系统和终端产品的升级换代。同时，政府针对当前全球金融危机出台的一系列鼓励投资和消费的政策措施，将使得 2009-2011 年集成电路设计行业仍将保持快速增长。从中长期来看，集成电路设计行业也将是整体集成电路产业中增长最为迅速的领域。

图 4：中国集成电路设计产业规模预测



资料来源：赛迪顾问 光大证券整理

未来几年，中国汽车电子类集成电路市场的发展速度将保持最快；计算机类、消费类、网络通信类和工控类将随集成电路整体市场波动，整体上保持相对平稳的发展速度。计算机领域仍然是中国集成电路市场最大的应用；其比重将一直保持在中国集成电路市场 45%左右；其次是消费类和网络通信类，二者将占有超过 40%的市场比重。

### 三、公司主打产品分析及前景预测

#### 3.1 USBKEY 芯片

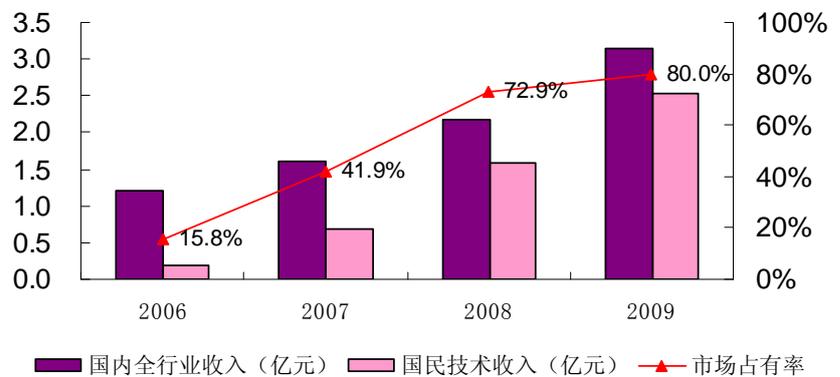
USBKEY 可广泛应用于电子金融、电子商务、电子政务等领域。金融电子化推动了商业银行实现以客户为中心的业务流程再造，已成为金融创新的主要载体，并可有效提高金融机构的服务质量，提升金融机构的整体竞争力。

USBKEY 是目前公司的主打产品，也是主要收入和利润来源。

从全球市场来看，金融电子化趋势逐步加快，网上银行、企业银行、移动银行应用快速发展，用户规模和交易量均呈快速上涨，成为 USBKEY 市场增长的主要动力。此外，电子商务和电子政务市场也随着信息产业的高速发展而同步发展。

图 5：国民技术 USBKEY 芯片市场占有率

## 公司USBKEY芯片市场占有率变化趋势



资料来源：《国民技术招股意向书》

表 3 2008 年中国 USBKEY 市场份额

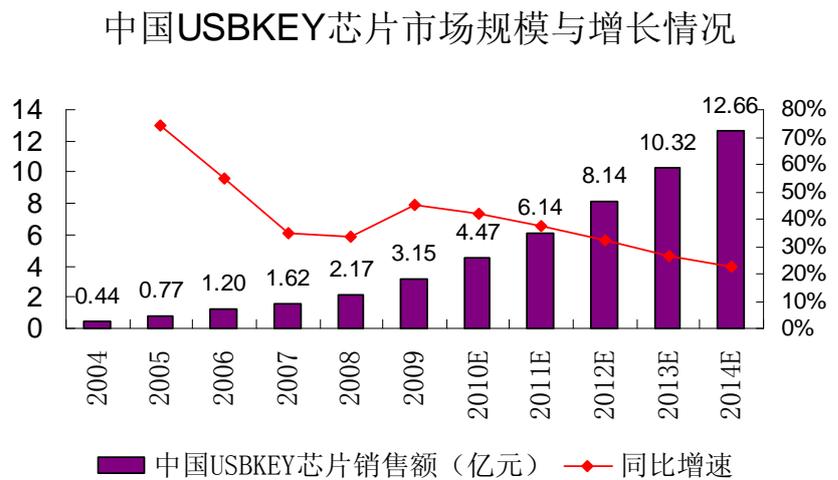
排名	公司	2008 年市场份额 (按金额)
1	国民技术	72.9%
2	爱特梅尔	9.2
3	英飞凌	7.7
4	意法半导体	3.7
合计		93.5%

资料来源：《国民技术招股意向书》

近年来，网上银行用户数量快速增长，推动了中国 USBKEY 安全芯片市场规模快速增长。2004-2008 年，中国 USBKEY 安全芯片市场销量规模从 214.2 万颗增加到 1,578.4 万颗，销售额也由 2004 年的 4,441.3 万元增长到 2008 年 21,673.0 万元，并已成为全球市场快速增长的主要推动力。

未来五年，中国 USBKEY 安全芯片市场将随着 USBKEY 在国内电子金融、电子政务、电子商务的普及而快速增长；此外，中国 USBKEY 网上银行解决方案向海外市场的推广也将为中国 USBKEY 安全芯片市场的增长提供支持。预计到 2014 年，中国 USBKEY 安全芯片市场销量将达到 9,627.1 万颗，销售额达到 12.66 亿元，销量和销售额的年均复合增长率将分别达到 31.5%和 32.1%。

图 6：中国 USBKEY 芯片市场规模



资料来源：赛迪顾问 光大证券整理

### 3.2 安全存储芯片

安全存储芯片是近几年业界技术创新的产品。通过安全存储，可解决日常生活中电子数据存储、使用、复制等安全使用的需求，其应用领域主要为电子政务、电子商务、消费应用领域。

根据赛迪顾问出具的研究结果，2008年安全存储芯片的全球市场销量达到46.6万颗，销售额为116.6万美元；国内市场销量为28.4万颗，销售额为493.9万元。目前，国内外不少下游厂商正逐步加大安全存储产品的研发和市场推广。

2008年，中国安全存储芯片主要应用于行业用户（如电信和金融），所占比例约71.4%，而其他企业用户市场和消费用户市场所占比重合计约为29.6%。

从未来发展趋势看，国内安全存储芯片市场将保持高速增长，其主要的增长驱动因素如下：

一方面，国内市场增长点较多，增长速度较快。

- 国家对于信息保密管理政策日趋严谨，企事业单位对电子信息管理日趋严格，将在未来一段时间内促使行业用户需求持续增加，成为该行业市场增长的主要推动力量。
- 个人隐私泄密事件的频繁发生使得人们安全意识逐步提高，促使安全属性逐步成为存储的必备属性。
- 三是国家产业政策引导为安全存储行业发展提供良好的机遇。

另一方面，出口市场将带动安全存储市场的进一步增长。中国是全球最大的电子信息产品的制造国，全球安全存储芯片应用的U盘、存储卡和SSD硬盘也大部分产自中国，国际市场的需求将扩大安全存储芯

片的市场容量。

根据赛迪顾问研究显示，预计到2014年中国安全存储芯片市场销量将达12,242.80万颗，销售额将达86,891.50万元。2009-2014年年均复合增长率将达到112.9%。

### 3.3 移动支付芯片

移动支付是指交易双方通过移动终端（主要为手机）进行商业交易，其主要用途包括公共交通系统现场支付，超市、餐饮、零售、娱乐现场支付，也包含通过手机实现转账、缴费等远程支付。

目前的国内市场状况也支持移动支付业务的快速发展：一是国家鼓励和支持移动支付产业的应用和推广；二是本公司自主研发的移动支付解决方案适应中国国情，商业合作模式也已相应清晰，移动运营商已经启动移动支付商用实施计划，可有力推动国内移动支付业务的发展；三是国内手机用户数量大，用户通过更换现有SIM卡实现手机移动支付功能的条件较为成熟。截至2008年底，中国手机用户已经达到6.4亿户，未来五年，随着移动运营商全国范围内的大规模布网推广，国内移动支付市场将会快速扩张，从而直接拉动对移动支付芯片的需求。根据赛迪顾问出具的《中国射频移动通信卡芯片市场分析报告》，预计到2014年，国内移动支付芯片市场销量将达到1,500万颗的规模。

### 3.4 可信计算芯片

可信计算芯片嵌在电脑主板上，用来保证电脑软件运行的合法性，杜绝病毒和木马的非法入侵，从而在电脑上创造一个可信的运行环境。

目前国内可信计算产品使用的是国家自主TCM规范，与国际通用的TPM标准不同。

根据《可信计算密码支撑平台功能与接口规范》、《商用密码管理条例》、《含有密码技术的信息产品政府采购规定》等法律及规定，国内所有可信计算产品均应配备TCM芯片；政府采购中凡采购含密码技术的信息产品，必须采购自主密码技术产品。目前国内市场上，TCM芯片已启动产业化准备，国内个人电脑供应商联想、同方、方正均推出了多款支持TCM规范的可信个人电脑产品，而国外厂家DELL已经推出面向国内市场、支持TCM规范的产品。由此预见，TCM可信计算模块市场前景广阔。

### 3.5 通讯芯片

通讯芯片（通信类芯片）与计算机类芯片、消费类芯片一直是全球集成电路设计行业的三大主流产品。根据赛迪顾问的统计，通讯芯片在2008年全球整体集成电路设计行业产品产值中以48.1%的市场份额排名第一；通讯芯片在2008年国内集成电路设计行业产品销售额中以

24.0%的市场份额排名第一。

据中国机电数据网的数据，支持 3G 移动通信系统的通讯芯片，将成为 21 世纪全球集成电路芯片最大的应用市场。根据诺达咨询研究报告，截至 2008 年底，全球 3G 用户总数 7.97 亿，预计 2009、2010、2011 年 3G 用户规模年均增长率在 24.0%、25.0%、39.7%，2011 年 3G 用户规模将达到 17.25 亿；2009 年，随着我国三大电信基础运营商重组完成和 3G 牌照的发放，中国通讯产业进入一个新的快速增长期。

通讯射频芯片市场是通讯芯片设计企业开拓的新兴细分市场。国民技术的通讯芯片已确立了发展射频类产品的业务方向，并重点着眼于未来 3G/4G 移动通讯，提供终端射频芯片以及射频模块整体解决方案。3G/4G 移动通讯射频模拟芯片细分市场的市场总容量，将与未来 3G/4G 移动通讯用户市场规模相当。

#### 四、关于移动支付未来发展方向的分析

国际主流的近距离移动支付解决方案包括 RFID-SIM、NFC、SIMPass、智能 SD 卡。其中 SIMPass 可视为 NFC 的升级版。

面对移动支付这样刚刚起步的产业，以中国移动、中国电信和中国联通为代表的运营商，以及以银联为代表的金融机构，都有自己的想法。运营商希望未来移动支付由它们主导，与银联等金融机构合作，利用自身的网络发展移动支付业务；银联希望绕过运营商，利用自己的商户优势，将信用卡与手机进行整合，发行智能 SD 卡来发展移动支付业务。双方都想通过自身优势主导移动支付市场，所以直到现在还没有全面合作的意向。

目前，中国移动自主开发了 2.4GHzRFID-SIM 技术，中国电信和中国联通选择了现有 POS 机支持的 13.56MHzSIM Pass 技术，而中国银联选择与信用卡整合的智能 SD 卡解决方案。

表 4: RFID-SIM 与 SIMPass 方案对比

方案	RFID-SIM	SIMPass
支持运营商	移动	电信、联通
使用频率	2.4G Hz	13.56M Hz
频段属性	公共频段	得到金融机构认可
试商用时间	2009 年	2006 年
试商用省市	重庆、上海、湖南、广东	湖南、重庆、广州、厦门
目前市场份额	很小	较大
优点	1.使用者无需更换或改装手机，方便用户 2.支持远距离通讯 (>20 米) 3.中国独有标准，核心技术自主	1.支持现有终端 POS 机，与银联合作极其便利 2.技术十分成熟，安全性高 3.电信和联通不要求厂商签署排他协议，易获厂商支持

方案	RFID-SIM	SIMPass
缺点	1.不支持现有终端，需对终端进行较大投入，与银联合作困难 2.现有技术不是很成熟，安全性尚需完善 3.中国移动要求厂商签署排他协议，增加推广难度 4.控制短距离相对困难	1.使用者需改装手机（加装天线），用户不方便 2.远距离通讯有困难 3.日韩标准，核心技术非自主 4.短距离控制容易
支持公司	芯片：国民技术 SIM卡：东信和平、大唐微电子、恒宝股份	握奇数据

资料来源：光大证券整理

而目前银联正转向采用集成在移动终端上，具有非接触功能的 NFC 手机，将银行卡和电子钱包信息存储在该手机的芯片中，试图绕开电信运营商的网络通道。想要绕开拥有 5 亿多手机用户的中国移动，单独与手机厂商洽谈并非易事，植入芯片成本也过高。中国移动在与多家上游供应商谈判时，要求供应商独家供应该公司，这也就在产业链的前端将竞争对手圈定在外。

我们判断，2.4G RFID-SIM 标准之所以受到中移动追捧其根本原因在于该标准为中国移动首家提出，其他电信运营商和银联都不具备这个技术能力。这意味着，如果实现这种标准，中国移动将成为产业链的主导者，芯片供应商成为中移动的独家供应商。超过 5 亿的移动用户产生的支付资金将会对银联业务产生强大的侵蚀。

中国移动因此也捆绑了一批“一荣俱荣”的利益相关者。如果中国移动在手机支付领域采用 2.4G 技术，国民技术将成为中国移动的独家芯片供应商。而为中国移动提供 2.4G 标准 SIM 卡的主要供应商是东信和平，大唐电信子公司大唐微电子也在进行测试，有望成为 RFID-SIM 卡的潜在供应商。恒宝股份在去年 11 月入围中国移动招标，产品将用于手机支付终端负责数据安全。

虽然工信部已开始组织有关机构和专家筹备下一步的标准制定，但在近期的会议上并未做出决定将选择哪种解决方案作为行业标准，也没有制定的具体时间表。因此，我们判断，在此后一段时间内，三大运营商可能先以自己提出的技术为标准进行试点和推广。这也会带来一些问题，如果工信部不尽快发布行业标准，可能会造成重复投资的现象。

我们认为，产业标准之争仍将持续一段时间。最终工信部的行业标准（2.4G 还是 13.56M）如何在今天来看仍然是个未知数。这也构成目前国民技术的最主要风险。

## 五、公司财务指标分析

### 5.1 公司财务报表主要数据

**表 5：2006 年~2009 年公司财务报表主要内容** (单位：百万元)

项目/年度	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
<b>资产负债表</b>				
资产合计	87.84	111.27	159.93	341.41
负债合计	48.28	58.26	71.93	119.56
股东权益	39.56	53.01	88.00	221.85
<b>利润表</b>				
营业收入	116.61	150.09	218.74	465.85
营业利润	5.84	2.90	15.63	87.32
利润总额	6.72	13.59	24.12	116.94
归属于母公司所有者净利润	6.72	13.59	24.12	116.94
<b>现金流量表</b>				
经营活动现金流净额	(2.71)	(1.05)	39.73	93.61
投资活动现金流净额	(2.72)	(2.30)	(4.31)	(11.01)
筹资活动现金流净额	(0.95)	7.34	15.34	(8.58)
现金及现金等价物增加净额	(6.38)	3.97	50.75	74.03

数据来源：《国民技术招股意向书》 光大证券整理

## 5.2 公司主要财务指标

**表 6：2006 年~2009 年上半年公司主要财务指标**

项目/年度	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
资产负债率 (%)	54.96	52.36	44.97	35.02
加权平均净资产收益率 (%)	18.55	29.36	34.21	75.48
期末摊薄每股收益 (元)	0.10	0.21	0.33	1.43
每股净资产 (元)	0.62	0.83	1.19	2.72
每股经营性现金流 (元)	(0.04)	(0.02)	0.54	1.15

数据来源：《国民技术招股意向书》 光大证券整理

## 六、募集资金项目分析

按 87.5 元的发行价计算，公司本次将募集资金 23.8 亿元（未扣除发行费用）。

公司的三个募集资金项目计划投入资金合计 3.36 亿元。也就是说，扣除发行费用，公司超募资金接近 20 亿元，这为公司以后的研发投入提供了强大的资金后盾。

**表 7：公司募集资金项目资金需求**

项目	项目总 投资	其中			
		固定资产投入	研发投入	无形资产投入	铺底流动资金
USBKEY 安全芯片	8,036	2,017	3,538	1,066	1,414
安全存储芯片	10,170	2,469	5,144	1,113	1,443
RFID-SIM 芯片	15,346	3,385	8,422	1,126	2,413
合计	33,552	7,871	17,104	3,305	5,270

资料来源：《国民技术招股意向书》 光大证券整理

公司的募集资金项目除了投向其目前的两大主业 USBKEY 安全芯片和安全存储芯片外，另外一主要项目就是 RFID-SIM 芯片的研发。其中前两个项目属于正常的技术升级和产线扩产，而 RFID-SIM 芯片则是最大的看点。

如我们之前所述，RFID-SIM 技术目前在中国仍处于起步阶段，2009 年初刚开始试商用，目前也仅在重庆、上海、湖南、广东等四省市试用。

移动支付未来的发展空间无疑是巨大的，美中不足的是目前尚缺乏国家标准，因此目前的任何投入均存在一定风险。

然而令人欣慰的是，正因为国家标准尚未制定，因此各种技术流派均可能成为国家标准。我们认为，未来国家标准的诞生不仅是技术比拼的结果，也是多方利益博弈的结果。

因此，公司未来在 RFID-SIM 领域的投入存在较大不确定性。如果中移动能凭借其 5 亿多用户的强大优势将 2.4G 标准推广到全国，那么国民技术作为其目前唯一的 RFID-SIM 芯片供应商，将从中获取极大的收益。如果未来一段时间国家标准迟迟无法出台，则很可能出现多种技术齐头发展的景象，那么基于 2.4G Hz 的 RFID-SIM 的市场空间将会受到基于 13.56M Hz 的 SIMPass 的挤压。

## 七、公司盈利预测与估值

### 7.1 公司盈利预测假设前提

正因为前述的不确定性，因此目前很难对公司未来收入及盈利作出准确的预测。

考虑到盈利预测的需要，我们特地从中性角度出发，对公司未来作出如下假设：

1. 鉴于目前网上银行的普及率仍不是很高，我们预计 USBKEY 芯片需求未来数年仍将维持极高的增速，但增幅相比前几年会有所收窄，且未来增速也呈递减趋势。我们这里预测公司 USBKEY 芯片出货量在未来三年（2010 年~2012 年）同比分别有 70%、50%和 40%的增速，但考

虑到产品价格的下降，我们预计实际收入未来三年的增速分别为 75%、40%和 30%。

在上述预测中，已经包含了 RFID-SIM 芯片的数量。我们这么做的理由有二：

- 在不同的国家标准下，RFID-SIM 芯片未来的实际需求会有极大不同。而目前在对国家标准的预期尚不明朗的前提下，任何对 RFID-SIM 实际需求的预期都只是雾里看花。
- 由于 RFID-SIM 尚处试商用初期，目前基数极小，在公司产品的占比也极小。因此，全部安全芯片的出货增长对 RFID-SIM 芯片的出货增速敏感性不高，而对 USBKEY 芯片的出货量极其敏感。

2.此外，我们对公司其他非安全类产品（主要包括通讯类芯片和合作产品）作出中性预测，年均收入增长 20%~30%。

3.至于公司产品的毛利率，出于谨慎起见，我们预测公司主打产品安全类芯片（2009 年毛利率 51%）未来毛利率保持稳定。而通讯类和合作类产品毛利率目前并不高，未来随着规模的增长毛利率会有小幅提升。

4.公司在过去几年享受免征所得税的优惠政策，该政策已于 2009 年末到期，公司未来三年所得税率将按 7.5%的标准征收。

## 7.2 公司盈利预测

我们预测公司 2010 年~2012 年收入分别为 7.17 亿元、9.80 亿元和 12.51 亿元，按发行后最新股本摊薄的 EPS 分别为 1.53 元、2.12 元和 2.68 元。收入三年复合增长率为 39.0%，净利润三年复合增长率为 35.5%。

## 7.3 公司合理估值及内在价值

绝对估值依赖于对公司长期发展前景的准确判断。在目前公司前景存在很大不确定性的前提下，我们认为绝对估值缺乏充分依据。

相对估值则需要对比 A 股同类上市公司。由于目前 A 股缺乏与公司业务相近的上市公司，因此相对估值的参考若选择其他电子公司似有不妥。我们只能选择近期其他登陆创业板的公司的估值水平。

经我们计算，最接近登陆创业板的上市公司在 2010 年的平均估值水平在 54 倍左右，2011 年估值水平在 39 倍左右。如果市场亦给国民技术如此定价，那按我们的盈利预测，国民技术的合理价值应在 82.6 元附近。

考虑到国民技术在 USBKEY 领域占有绝对领先的行业地位，以及公司正介入的 RFID-SIM 具有极广的前景（如果公司路线正确的话），我们还可以给公司以一定溢价，10%~20%。

因此我们的结论是，国民技术的合理价值在 90.9 ~ 99.1 元。

考虑到目前市场对创业板的追捧以及对移动支付产业的预期，国民技术上市后股价很可能被炒到较高水平，如果这种情况果真发生，我们认为这是市场对于公司前景的过度乐观，是较不理性的。

## 八、风险分析

站在我们的视角，将公司风险从大到小排列，我们认为公司的主要风险如下：

### 8.1 移动支付领域的政策风险

如我们在本报告第四部分“关于移动支付未来发展方向的分析”中所述，目前国家尚未出台移动支付领域的国家标准，目前几大运营商及中国银联正在暗自角力，均希望将自己支持的方案扶上国家标准的位置。

其中中国移动坚定的采纳 2.4G Hz 的 RFID-SIM 的技术，并希图通过自己第一大运营商的地位将此方案推向全国，目前已在部分省市进行推广试商用。

中国联通和中国电信联手选择了基于 13.56M Hz 的 SIMPass 方案，这并不另外意外，联通和电信只有通过合作才能向中国移动在移动领域的老大地位发起挑战。

而中国银联最希望发展的路线是绕开运营商，直接通手机厂商合作推广其智能 SD 卡方案，但银联也并未完全排斥于运营商合作，虽然这其中并没有中国移动。我们认为，如果银联的智能 SD 卡方案最终难以实施（事实上难度也非常大），那么银联很有可能与联通和电信牵起手来共同与中国移动竞争，因为毕竟如果强势的中国移动能实现自己的方案，则银联在移动支付领域将有彻底落入从属地位的可能。

由此我们可以看出，中移动若想将自己的主导的 2.4G 赫兹 RFID-SIM 方案推上全国标准的地位，尚有不小的阻力。而被捆绑在中移动利益链条上的国民技术也因此承受着较大的风险。

### 8.2 RFID-SIM 方案本身的技术风险

我们知道 RFID-SIM 是由中国人自己开发的技术（由中移动主导，由国民技术等公司实际研发），此前并未在其他国家有过实际运用，因此与已在韩日运用多年的 13.56M 赫兹方案不同，2.4G 赫兹的方案有可能在未来出现一定的技术性风险。

我们知道 2.4G Hz 超高频的穿透力十分强劲，这既是该方案的优点也是缺点。事实上，目前 2.4G Hz 面临的主要技术难题就是如何将射频芯片的感应距离有效的控制在一个较短的范围内（今天我们希望这个距离是 10cm ~ 15cm），否则产品使用者的金融安全就无法得到保证。目前

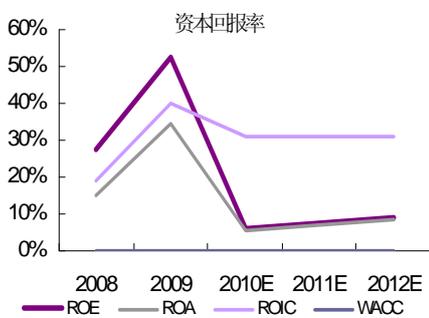
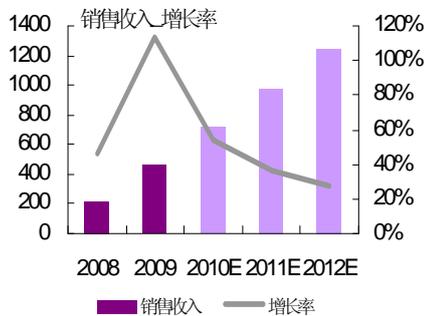
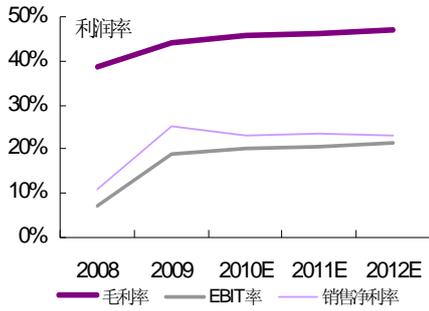
国民技术在此问题的解决上已经取得了一定的收获（否则试商用就无从谈起），但由于试商用时间尚短，因此解决方案是否完善还需时间检验。

### 8.3 公司目前利润来源过于单一的风险

公司目前的收入和利润来源相对单一，2008 年公司 USBKEY 芯片收入约为 1.58 亿元，占公司总收入的比重约为 72%，2009 年这一比重进一步提高，约为 80%。

虽然 USBKEY 未来市场增长空间巨大，但单一产品贡献了公司的主要收入和利润仍然构成较大风险。毕竟公司在 USBKEY 产品上的高占有率并非如此的稳固，如果有新进入者或者目前的国外厂家采用非常规的竞争策略，又或者采购方变更订购方式，则公司的 USBKEY 销量有可能出现较大波动。

## 财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>219</b>	<b>466</b>	<b>717</b>	<b>980</b>	<b>1,252</b>
营业成本	134	261	390	526	665
折旧和摊销	0	21	3	4	5
营业税费	0	1	2	2	3
销售费用	10	19	30	41	53
管理费用	59	94	151	206	263
财务费用	2	1	-10	-21	-23
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>16</b>	<b>87</b>	<b>155</b>	<b>225</b>	<b>290</b>
<b>利润总额</b>	<b>24</b>	<b>117</b>	<b>179</b>	<b>249</b>	<b>315</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>24.12</b>	<b>116.94</b>	<b>165.99</b>	<b>230.70</b>	<b>291.19</b>

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>总资产</b>	<b>160</b>	<b>341</b>	<b>2,909</b>	<b>3,184</b>	<b>3,521</b>
流动资产	149	322	2,842	3,072	3,364
货币资金	66	140	2,558	2,686	2,873
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	24	77	104	143	182
应收票据	20	11	36	49	63
其他应收款	1	1	1	1	1
存货	34	88	133	181	230
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10	15	49	84	120
无形资产	0	0	0	0	0
<b>总负债</b>	<b>72</b>	<b>120</b>	<b>141</b>	<b>186</b>	<b>232</b>
无息负债	68	120	141	186	232
有息负债	4	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>88</b>	<b>222</b>	<b>2,768</b>	<b>2,999</b>	<b>3,290</b>
股本	74	82	109	109	109
公积金	2	37	2,414	2,449	2,493
未分配利润	12	104	245	441	688
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	<b>40</b>	<b>94</b>	<b>78</b>	<b>156</b>	<b>215</b>
净利润	24	117	166	231	291
折旧摊销	0	21	3	4	5
净营运资金增加	-8	121	156	136	140
其他	23	-166	-246	-214	-222
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>
净资本支出	0	0	50	50	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-4	-11	-100	-100	-100
<b>融资活动现金流</b>	<b>15</b>	<b>-9</b>	<b>2,390</b>	<b>21</b>	<b>23</b>
股本变化	10	8	27	0	0
债务净变化	-14	-4	0	0	0
无息负债变化	28	52	22	45	46
<b>净现金流</b>	<b>51</b>	<b>74</b>	<b>2,418</b>	<b>127</b>	<b>188</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	45.74%	112.97%	54.00%	36.63%	27.70%
净利润增长率	77.49%	384.83%	41.94%	38.98%	26.22%
EBITDA 增长率	-435.87%	593.65%	34.19%	41.11%	31.38%
EBIT 增长率	438.72%	458.51%	63.33%	41.01%	31.30%
<b>估值指标</b>					
PE					
PB					
EV/EBITDA					
EV/EBIT					
EV/NOPLAT					
EV/Sales					
EV/IC					
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	38.68%	43.95%	45.65%	46.33%	46.90%
EBITDA 率	7.15%	23.28%	20.48%	21.15%	21.76%
EBIT 率	7.15%	18.74%	20.12%	20.76%	21.35%
税前净利润率	11.03%	25.10%	25.01%	25.45%	25.15%
税后净利润率 (归属母公司)	11.03%	25.10%	23.14%	23.54%	23.26%
ROA	15.08%	34.25%	5.71%	7.24%	8.27%
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.41%	52.71%	6.00%	7.69%	8.85%
经营性 ROIC	18.76%	39.89%	31.24%	30.75%	30.99%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.07	2.69	20.14	16.52	14.52
速动比率	159.65%	195.75%	1919.00%	1554.52%	1353.08%
归属母公司权益/有息债务	21.37	-	-	-	-
有形资产/有息债务	38.70	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b>					
EPS	0.22	1.07	1.53	2.12	2.68
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.37	0.86	0.72	1.44	1.98
每股自由现金流(FCFF)	0.24	-0.19	-0.64	0.05	0.57
每股净资产	0.81	2.04	25.44	27.56	30.24
每股销售收入	2.01	4.28	6.59	9.01	11.50

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理学专业毕业，2007年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009年进入光大证券，任电子元器件行业分析师。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040  
总机: 021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040  
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
<b>北京</b>				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
<b>上海</b>				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
<b>深圳</b>				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
<b>专题</b>				
<b>QFII</b>				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。