

国民技术：市场化机制逐步理顺，金融 IC 卡、TD 射频芯片、移动支付成看点

核心观点：

- 国民技术是国内主要的智能卡芯片厂商。公司现有的三类产品线包括：安全类产品，含 U-key、社保卡、金融 IC 卡芯片等；通讯类产品，含 TD-LTE 射频芯片及终端产品、PA 等；以及移动支付类产品。
- 中国华大转让股权给自然人及资产管理公司后，原中电集团旗下中国华大、上海华虹、国民技术等三家卡芯片厂商同业竞争的问题得以解决，此外，市场化机制开始理顺，未来发展将更加灵活顺畅。
- 随着金融安全日益提上日程及央行推行力度的不断加大，金融 IC 卡已进入爆发期；而随着银联标准的成熟及商业银行国产芯片卡试点的成功，金融 IC 卡芯片国产化将是大趋势，预计要求强制采用银联标准（即金融 IC 卡芯片国产化）的政策发布时间不会晚于 2015 年。
- 国内的 IC 卡芯片设计厂商主要包括同方微电子、中电华大、华虹、大唐电信、复旦微电子和国民技术等 6-7 家，由于金融 IC 卡对安全标准及接口等各方面要求高、研发费用高、技术开发难度大，因此，真正有能力进入金融 IC 卡市场的芯片厂商不多，目前在卡商评价、银行试点方面评价较高的厂商主要有同方国芯、国民技术。
- 国民技术在金融 IC 卡芯片领域进行了大量的研发投入，公司在芯片技术实力、EMVco 及银联标准认证、智能卡片厂商评价方面均属进展靠前的卡芯片厂商。现在公司的金融 IC 卡芯片已通过 EMVco 认证及银联标准认证，基本具备国内上市的资质，目前公司正与下游卡片厂商如东信和平、金邦达、天喻信息等展开合作送检，同时也在国内多家银行启动测试工作，为未来的规模化商用打下基础，预计未来公司将是国产金融 IC 卡芯片重要参与方之一。
- 此外，公司在 TD-LTE 射频芯片及终端、PA、移动支付、可信计算领域具有深厚积累，预计未来这些产品均将成为新生增长点。
- 就老产品 U-key 来说，由于国内六七家卡芯片厂商均已切入这一市场，竞争日益激烈，我们预计公司的 U-key 产品未来销售收入将保持平稳或小幅下滑，由于产品线不断升级及研发成本的前期摊薄，预计这部分利润基本可以维持，加上前述新品放量，未来增长可期。
- 经测算，我们预计 2013-2015 年，公司实现营收 4.34、6.89、9.58 亿元，对应的净利润分别是 468 万、1.08 亿、2.42 亿元，EPS 是 0.02、0.40、0.89 元，对应 2014、2015 年的估值是 72、32，考虑到芯片设计同行业公司估值水平平均偏高，同时公司经营拐点开始出现，短期估值较高属于可接受范畴，给予推荐评级。
- 股价表现的催化剂：金融 IC 卡放量；国家芯片扶持政府推出及深化；移动支付爆发；外延式并购。

国民技术（300077）

推荐 首次评级

分析师



王莉

☎：(8610) 83574039

✉：wangli_zb@chinastock.com.cn

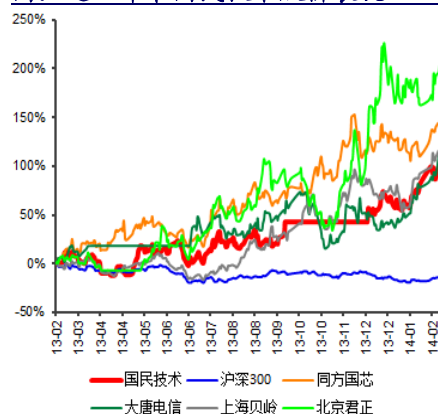
执业证书编号：S0130511020008

市场数据

2014/2/14

A 股收盘价（元）	28.42
总股本（万）	27200
流通 A 股股本（万）	8287
总市值（亿元）	77.30

图：近一年来国民技术股价表现



资料来源：中国银河证券研究部

国民技术是国内主要的智能卡芯片及可信计算厂商。公司现有三类产品线，主要包括：安全类产品，包含 U-key、社保 IC 卡、金融 IC 卡、可信计算芯片（该产品已经在微软、INTEL 完成测试，结果符合可信计算技术新国际 TPM2.0 标准）；通讯类产品，包含支持多模、多频段的 TD-LTE 射频芯片及终端产品、高效率 WCDMA PA 系列研发；移动支付类产品，公司在移动支付技术方面累计申请专利近 500 项，其中 2 项核心专利已在美国获得授权，产品曾在上海地铁世博线、深圳、兰州等地有比较好的应用范例，在青岛、哈尔滨也有开展业务，此外，公司也在推广“好打车”业务，这是公司在现有业务基础上探索移动互联网的重要尝试。

一、中国华大剥离控股权，市场化机制逐步理顺

2013 年 12 月 27 日，中国华大确认已将其持有的 7480 万股国民技术股份（占公司总股本的 27.50%）转让给自然人及上海兴全睿众资产管理有限公司，至此，中国华大不再持有公司股份、也不再是公司控股股东。

中国华大是中国电子信息集团（中电集团）的子公司，而此前中电集团旗下有中国华大、上海华虹、国民技术等三家卡芯片厂商，同业竞争的情况比较突出，此次股权转让完成后，同业竞争的问题得以解决。

此外，国有控股的芯片公司一般受到决策流程较长、机制不够灵活等因素的影响，在业务方向及产品进度上容易出现偏差或进展迟滞等情况，股权转让后，公司成为无实际控制人的民营企业，管理层的管控权有所上升，市场化机制将逐步理顺，未来业务发展将更加灵活顺畅。

二、公司将受益于国产（银联标准）金融 IC 卡芯片爆发

我们近期调研后认为，国产金融 IC 卡芯片爆发可能大幅超预期。目前，随着金融安全日益提上日程及央行推行力度的不断加大，磁条卡更换成金融 IC 卡将是顺势而为；而随着银联标准的成熟及商业银行国产芯片卡试点的成功，预计金融 IC 卡芯片国产化也是必然，我们积极看好。

国民技术在金融 IC 卡芯片领域进行了大量的研发投入，公司在芯片技术实力、EMVco 及银联标准认证、智能卡片厂商评价方面均属进展好、评价高的卡芯片厂商。

（一）金融 IC 卡替换进入爆发期

目前国内银行卡普遍采用磁条卡。主要原因包括制造简单、成本低、社会资源巨大（卡片的生产、发行、卡机的制造、使用以及系统集成、软件开发等）。金融 IC 卡是以芯片作为介质的银行卡，芯片容量大，可以存储密钥、数字证书、指纹等信息，能够一卡多用。

银行卡从磁条卡变更为 IC 卡是大趋势，2013 年起中国市场的银行 IC 卡更换已进入加速期。

由于磁条卡技术简单，信息易被复制，一些国际金融卡犯罪组织利用造伪卡做案频频得手，给持卡人和发卡机构造成巨额损失，而 IC 卡数据交换使用密文，在防窃听上优势明显，国际历史数据显示，使用 IC 卡后盗窃或复制卡片的案发率大幅下降。

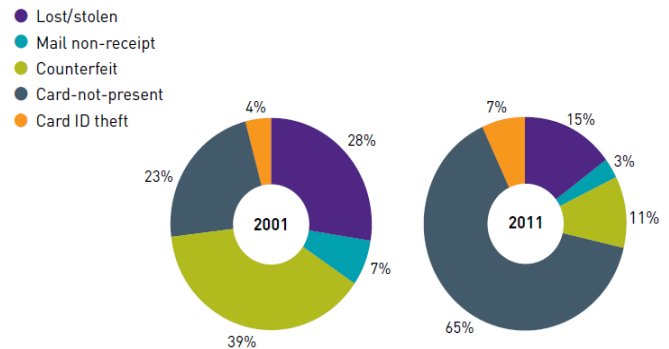
除此之外，金融 IC 卡具备多应用加载平台，可丰富银行卡产品系列，成为商业银行业务创新的重要手段；采用芯片技术与金融行业标准，可兼具银行卡、保障卡、管理卡等多重功能，具有安全性、便利性、标准性和可扩展等优点；以金融 IC 卡为主导，可以实现一卡通用（在全国范围内通用支付）、一卡多用（多个行业共用一张卡），对政府、银行和个人用户均有较明显的优势，因此银行卡从磁条卡更换为 IC 卡时不我待。

图 1：金融 IC 卡对政府银行个人均具有众多优势



资料来源：赛格迈柯，中国银河证券研究部

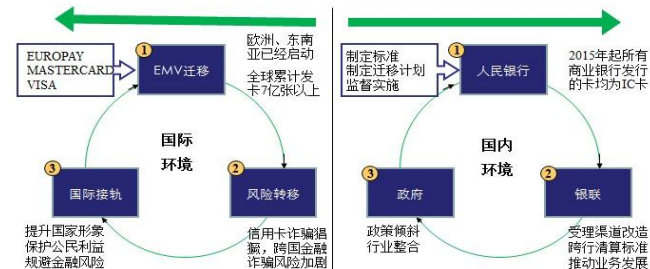
图 2：全球银行卡变更为 IC 卡后失窃比率下降



资料来源：恩智浦

为了积极推进银行 IC 卡的更换，央行和银联做了多种的政策指引及推动，按照《央行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》，2013 年 1 月 1 日起，全国性商业银行应开始发行金融 IC 卡，同时实现境内所有受理银行卡的联网通用终端都能够受理金融 IC 卡，要求 2015 年 1 月 1 日起，在经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡均应为金融 IC 卡。金融 IC 卡更换进入加速阶段。

图 3：国内金融 IC 卡更换的原因和背景



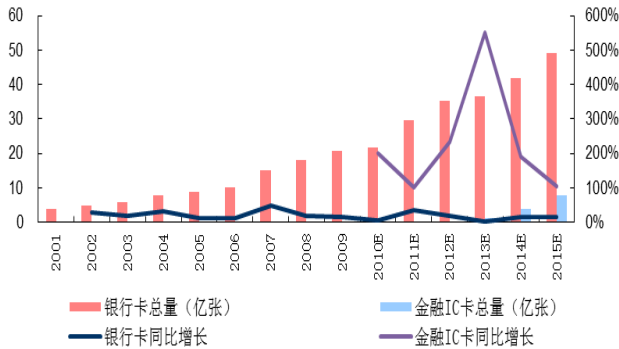
资料来源：互联网

按照央行数据，截至 2013 年末，全国累计发行银行卡 42.14 亿张，较上年末增长 19.23%；按照国家金卡工程领导小组数据，截至 2012 年年底，全国累计发行银行卡 35.34 亿张，其中统一标识的银联卡累计发卡量达 30.1 亿张，市场占比 85.2%。与此同时，银行卡芯片化进程也进一步加快。截至 2012 年年底，全国 658 万台 POS 终端已基本完成 IC 卡改造；ATM 机已改造 40 多万台；银行 IC 卡发卡量突破 1.3 亿张。

CCID 数据显示，2012 全年国内金融 IC 卡发行量约达 1.1 亿张，相比 2011 年全年发行的 1400 万张左右同比增长 677.1%，截至 2012 年底，国内银行卡发行量超过 35 亿张，其中 1.3 亿张是金融 IC 卡，渗透率仅为 3.7%。而随着政策推动及银行发卡意愿提升，仅 2013 年上半年金融 IC 卡发行量就达 1.5 亿张，至此国内累计发行金融 IC 卡 2.8 亿张，金融 IC 卡加速非常明显，2013 年全年国内金融 IC 卡发卡量估计在 3 亿张左右，我们预计 2014 年发卡将达 4.5-5

亿张，2013-2015 年国内金融 IC 卡发卡量的年均复合增长率将达到 47%。

图 4：金融 IC 卡发行进度及存量改造情况



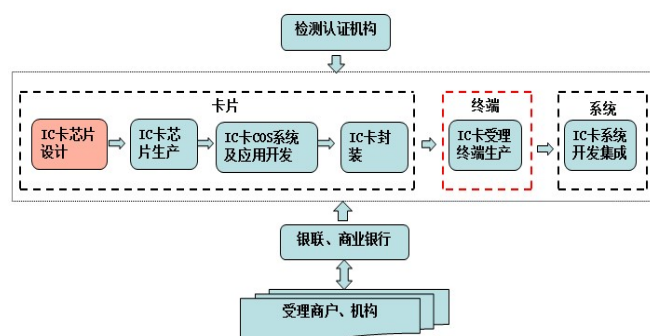
资料来源：国家金卡工程协调领导小组，央行，银联

我们保守测算，按每张金融 IC 卡市场售价 12 元，按银行卡存量 35 亿张、年增量 3 亿张、100%渗透率来推算潜力空间，国内银行 IC 卡存量市场空间为 420 亿元，年增量市场空间是 36 亿元；分别对应的芯片存量市场空间是 175 亿元，年增量市场空间是 15 亿元以上，原则上金融 IC 卡市场仍有国内主流的 4-6 家芯片厂商来分享，含同方国芯在内的首批通过银联认证的 4 家芯片厂可能优先受益。

（二）银联标准及国产芯片试点逐步成熟，预计 2014 年起国产金融 IC 卡芯片将爆发

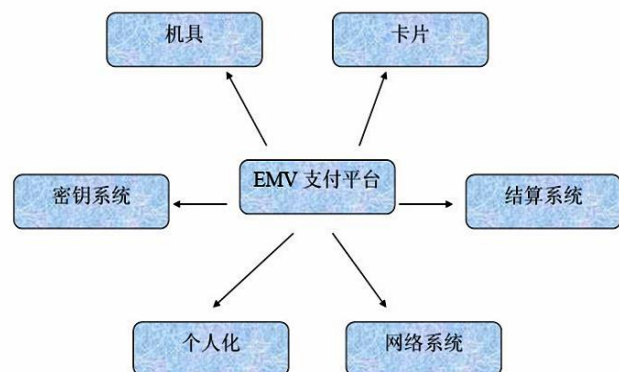
金融 IC 卡产业链也包括芯片设计厂商、卡商、终端厂商（如 POS、ATM 等）、系统集成厂商等，目前的技术壁垒主要体现在芯片和软件系统上。壁垒较高、竞争格局较好的首选芯片厂商。

图 5：金融 IC 卡产业链



资料来源：互联网

图 6：金融 IC 卡 EMV 迁移涉及多系统更换



资料来源：互联网

金融 IC 卡发卡量的爆发式增长，带动了金融 IC 卡芯片市场的持续增长。2012 年国内金融 IC 卡芯片市场规模约为 10.6 亿元，同比增长 521.6%，按照 2013 年国内金融 IC 卡发卡 3 亿张测算，单卡芯片均价 7 元，则 2013 年国内金融 IC 卡芯片市场规模约为 21 亿元，同比增长 198%。目前芯片平均单价在 5-6 元左右，我们估计未来 2-3 年芯片价格下滑的速度不会太

快，按照国内 35 亿张银行卡测算，仅银行卡一项的金融 IC 卡芯片市场规模就约有 200 亿元，此外，随着移动支付及各类新支付技术的兴起，金融 IC 卡芯片市场空间将快速增长。

虽然金融 IC 卡已经开始爆发，但是目前卡片封装制造环节已大部分在中国卡商手中，但是金融 IC 卡芯片依然是以国外厂商为主，尤其是银行领域以恩智浦（NXP）为主，此外，国外金融 IC 卡芯片设计厂商还有英飞凌（Infineon）、意法半导体（ST）、三星（Samsung）、瑞萨半导体（Renesas）等，但预计随着银联标准的成熟和国产芯片试点逐步成熟，未来大陆金融 IC 卡市场将主要由国内芯片厂商切分。

图 7：国内 IC 卡产业链供应商



资料来源：中国银河证券研究部

图 8：国外 IC 卡产业链供应商



资料来源：中国银河证券研究部

1、此前国产芯片在金融 IC 卡中渗透率极低的主因是受限于标准认证问题

此前国产芯片在金融 IC 卡中渗透率极低的主要原因是银行机构发行的金融 IC 卡绝大多数为双标卡，要同时通过国内和国际双重认证，但是国产芯片厂商一直未能通过国际标准认证。

全球银行 IC 卡认证一般都分为国家强制认证（CC 认证）和行业安全认证（中国大陆国内标准是银联认证，国际标准是 EMV 认证）。

EMV 标准及 EMV 迁移：

为了降低银行卡环节的风险，各国开始推动银行卡从磁条卡变成 IC 卡。而国际三大著名银行卡国际组织（Europay、Mastercard、Visa）于 1993 年共同制订用于付款业务的金融 IC 卡通用规范平台 EMV 规范，定义了保证卡片与终端国际通用的最低要求。EMV 标准是基于 CPU 芯片的 IC 卡金融支付标准，并成为全球通行的框架性标准，各国不断推动银行卡由磁条卡向符合 EMV 标准的 IC 卡的变迁的过程叫做 EMV 迁移。

目前国内的国民技术、大唐电信和复旦微电子都取得了 EMVco 的认证。

各国在 EMV 迁移中也分别建立了自己的 EMV 标准，如意大利的 ABI 标准、西班牙的 SERMEPA 规范、法国的 GIE CARTES BANCAIRES、德国的 SECCOS 平台等。

银联标准（PBOC2.0 标准）：

为了解决国产芯片厂商难通过 EMV 认证的问题，我国在银行卡变更为 IC 卡的过程中也建立了自己的标准，即中国人民银行在 2005 年颁布《中国金融集成电路（IC）卡规范（2.0 版）》（即 PBOC2.0 标准），全面推行国内金融 IC 卡 EMV 迁移，并推动自主的 PBOC2.0 标准。

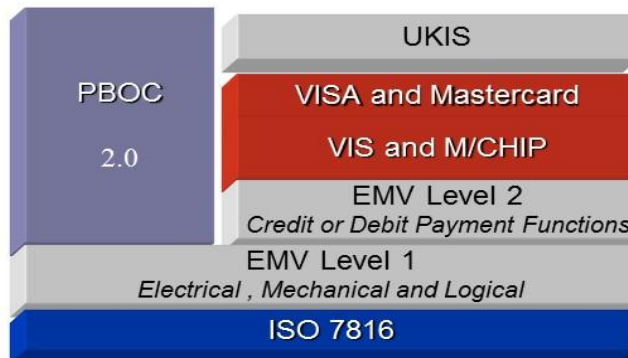
符合人民银行 PBOC 2.0 标准和银联卡标准和规范，由银联成员机构发行，使用银联 BIN 号，由银联提供跨行、跨地、跨境受理和清算的金融 IC 卡就是银联 IC 卡。

图 9：国内金融 IC 卡主流的两种标准



资料来源：互联网

图 10：EMV 标准



资料来源：互联网

对于中国大陆发行的银行卡来说，通过中国信息安全认证中心负责的 CC 认证是基础，银联标准和 EMV 标准是壁垒，目前只有通过这几项认证的芯片厂商才能大批量供货，此前国产芯片厂商一直无法通过国际的 EMV 标准，而国内又没有成熟的检测体系和检测实验室（银联标准只好作为推荐标准，但并非强制标准），因此，银行发 IC 卡时多采用了恩智浦的芯片即 EMV 标准 IC 卡。

图 11：此前国产芯片金融 IC 卡进展慢的原因



资料来源：中国银河证券研究部

2、银联检测体系成熟、加入 EMVCo 组织及银行试点将推动国产芯片爆发

我们认为，银联标准金融 IC 卡（目前通过银联标准认证的只有国产芯片厂商，可以理解为国产芯片）即将于 2014 年起爆发，其催化劑是：

（1）此前的国内认证主要以评估方式完成，国内没有统一的成熟的认证检测体系，2013 年初银联完成了检测体系搭建，并于 2013 年 4 月份之后陆续通过同方国芯、国民技术、华虹 NEC、中电华大、大唐电信等国内芯片厂商的标准认证。

（2）2013 年 5 月，中国银联正式加入 EMVCo 组织，有助于更好地参与全球支付行业变革，同时也为银联金融 IC 卡在全球的发行和受理奠定基础。

（3）目前工商银行、农业银行、中国银行、建设银行等全国性主要银行都已经发行银联 IC 卡，其他银行也开始进行国产芯片银联 IC 卡的试点工作。虽然短期内银联标准不作为强

制标准，可能银行 IC 卡仍将以具备 EMV 标准的国外芯片为主，但是只要银联 IC 卡在商业银行试点开始成熟，银联标准可能上升为强制标准，国产芯片及金融 IC 卡总量将大幅爆发。

(4) 在国家“信息惠民”战略指引下，金融 IC 卡与其他行业的融合应用以前所未有的速度加快。自 2012 年起，搭载金融功能的金融社保卡、城市一卡通、居民健康卡等行业智能卡发放加速，这些行业应用的金融 IC 卡芯片只要通过国内认证即可，这将成为金融 IC 卡芯片国产化的起始发力点。

(三) 国民技术在金融卡芯片领域具有一定优势

由于卡芯片设计的技术壁垒和客户壁垒均比较高，目前国内的 IC 卡芯片设计厂商主要包括同方微电子、中电华大、华虹、大唐电信、复旦微电子和国民技术等 6-7 家，我们熟知的 SIM、社保卡、居民健康卡、公交卡等各种应用主要由这几家国产卡芯片设计厂分单，金融 IC 卡对安全标准及接口等各方面要求高、研发费用高、技术开发难度大，因此，真正有能力进入金融 IC 卡市场的芯片厂商不多，目前在卡商评价、银行试点方面评价较高的厂商主要有同方国芯、国民技术。

国民技术是目前国内技术实力最好的智能卡芯片厂商之一，现在公司的金融 IC 卡芯片已通过 EMVco 认证及银联标准认证，基本具备国内上市的资质，目前公司正与下游卡片厂商如东信和平、金邦达、天喻信息等展开合作送检，同时也在国内多家银行启动测试工作，为未来的规模化商用打下基础，预计未来公司将是国产金融 IC 卡芯片重要参与方之一。

三、TD 射频芯片、移动支付、可信计算具备发展潜力

(一) TD-LTE 射频芯片量产，趋势向好

国民技术是工信部 TD-LTE 工作组成员、中国移动 4G 合作伙伴，公司研发的支持多模多频段的 TD-LTE 终端射频芯片是国内首个进入 TD-LTE 移动通讯领域的射频商用芯片，目前已经开始量产，并对中移动小批量出货，预计未来随着 TD-LTE4G 建设推进，公司有望获得更多订单。

此外，公司还承接了 2013 年国家重大专项“面向 TD-CDMA/TD-LTE/TD-LTE-Advanced 的多模终端射频功率放大器 (PA) 芯片研发”，正在研发高效率的 WCDMA PA 系列。

(二) 2.4G 移动支付仍有看点，公司积极布局增值服务

基于 13.56M 的金融移动支付行业标准出台后，公司此前重点投入的 2.4G 移动技术发展受到较大影响，过去三年公司业绩受此影响也很大。

但 2.4G 技术作为公司的原始初创技术，具有便捷性好、推广成本低、产业链成熟、安全可靠等特点，从深圳 100 万用户快速形成，以及累计“刷手机”数亿次规模看，其发展前景还是比较光明的，也充分证明了其技术先进性。在 2.4G 业务方面，公司基于自身技术优势，去年也在青岛实现了发卡，同时公司也推出了“好打车”和“惠出行”业务，积极布局增值服务。对于 13.56MHz 移动产品，公司在技术上均有研究和储备，但由于目前整个产业和生态链不够

完善，国内厂家的机会并不多，短期内对盈利贡献有限。

（三）公司在可信计算领域背景深厚

随着云计算的发展，商业模式变化已开始深刻影响产业界对可信计算的需求，目前可信计算主要面对 PC、平板等产品，未来可能扩展到手机等移动终端。

公司是中国自主标准 TCM 的创建人之一，也分别与 Intel、Microsoft 建立了合作关系，共同推进新一代可信计算 TPM2.0 国际标准，公司在可信计算领域背景深厚，未来具备发展潜力。

四、多因素导致 2013 年业绩下滑，2014 年迈入新起点

2013 年度，公司实现销售收入 4.33 亿元，同比增长 1.22%；营业利润-4854 万元，同比下降 121.77%；实现归属于上市公司股东的净利润 468.51 万元，同比下降 91.48%。

主要原因包括：我们前述的金融 IC 卡、TD 射频芯片及终端、PA、移动支付等新品未放量销售所致；而贡献主要销售收入的 U-key 安全主控芯片市场竞争日趋激烈，销售数量虽有增加，但售价继续下滑；此外，公司研发费用持续较高并不断增长，“手机深圳通”受理终端改造费用摊销等因素也导致期间费用增长较快；全资子公司国民电商亏损；部分通讯产品市场萎缩情况超过预期，对其期末库存追加计提跌价准备及因商务纠纷导致期末存在未决仲裁，按照审慎原则计提了一定额度的预计负债。

就主产品 U-key 来说，由于国内六七家卡芯片厂商均已切入这一市场，竞争日益激烈，我们预计公司的 U-key 产品未来销售收入将保持平稳或小幅下滑，由于产品线不断升级及研发成本的前期摊薄，预计利润基本可以维持。

而新品中，估计金融 IC 卡将最先放量，乐观预期下，2014 年初银联和央行可能发布政策，要求国内金融 IC 卡统一采用银联标准，目前通过银联标准认证的主要是 5 家国产芯片厂商，中性预估 2014 年国内金融 IC 卡发卡量在 4.5 亿张左右，预计同方国芯、国民技术将分别凭借渠道优势、技术优势获取较高的份额，假设国民技术能够获取 1 亿张卡芯片份额，按照单价 5 元测算，对应销售收入是 5 亿元，扣除 5000 万芯片材料及封装成本，再扣除 5000 万元年摊研发投入成本，对应毛利约为 4 亿元；其实按照公司能够拿到 5000 万张，销售收入也有 2.5 亿元，对应的毛利也有 1.7 亿元以上。

保守预期下，要求统一采用银联标准的政策发布时间将推迟至 2015 年及以后，2014 年国产芯片仍处于小批量在银行试点的进展中，则发卡量将在 1000 万张上下，达到盈亏平衡问题不大，而前述盈利测算将推延至 2015 年及以后年度。无论如何，金融 IC 卡芯片国产化是大势所趋，在卡片已开始放量、银行推广动力充足的情况下，我们估计强制采用银联标准的政策发布时间不会晚于 2015 年。

盈利预测及关键假设：

（一）假设 U-key 产品线在未来两年下滑不明显，对应的销售额及毛利基本可以维持；

（二）假设 2014、2015 年公司可以获取 5000 万、1 亿张金融 IC 卡芯片订单，社保卡芯片、TD 射频芯片及终端、移动支付等新品放量周期不好预估，因此我们在测算中保守考虑；

(三) 假设销售费用及管理费用率小幅增长, 营业外支出不会进一步增加。

经测算, 我们预计 2013-2015 年, 公司实现营收 4.34、6.89、9.58 亿元, 对应的净利润分别是 468 万、1.08 亿、2.42 亿元, EPS 是 0.02、0.40、0.89 元, 对应 2014、2015 年的估值是 72、32, 考虑到芯片设计同行业公司估值水平平均偏高, 同时公司经营拐点开始出现, 短期估值较高属于可接受范畴, 给予推荐评级。

股价表现的催化剂: 金融 IC 卡放量; 国家芯片扶持政府推出及深化; 移动支付爆发; 外延式并购。

表 1: 国民技术关键财务指标预测

关键财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(百万元)	571	428	434	689	958
YoY(%)	-19%	-25%	1%	59%	39%
净利润(百万元)	108	55	5	108	242
YoY(%)	-39%	-49%	-92%	2218%	123%
全摊薄 EPS(元)	0.40	0.20	0.02	0.40	0.89
PE(X)	71.8	140.6	1657.7	71.5	32.0
PB	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA(X)	180.2	(104.6)	(87.1)	161.7	31.7
ROIC	0%	-3%	-3%	0%	4%

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

表 2: 同行业可比上市公司估值水平对比

公司	代码	股价	EPS			PE		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
同方国芯	002049	52.93	0.93	1.33	1.79	57.04	39.78	29.62
大唐电信	600198	18.07	0.26	0.50	0.61	69.66	36.41	29.47
北京君正	300223	40.10	0.31	0.50	0.80	127.67	80.72	50.24
太极实业	600667	4.79	0.01	0.07	0.19	392.62	70.03	25.36
东软载波	300183	44.13	1.30	1.75	2.29	34.07	25.26	19.31
晶方科技	603005	40.40	0.69	0.87	1.11	58.28	46.25	36.56
华天科技	002185	13.09	0.31	0.42	0.58	42.21	30.91	22.52
长电科技	600584	8.62	0.04	0.24	0.42	200.00	35.95	20.61
平均值						122.69	45.66	29.21

资料来源: wind 一致预测, 中国银河证券研究部

表 3: 国民技术三大表预测

资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	2396.4	2202.4	1830.4	1776.0	1941.4	营业收入	571.4	428.4	433.6	689.4	958.3
应收票据	50.5	29.6	30.0	47.7	66.3	营业成本	327.8	274.4	290.5	399.9	479.2
应收账款	195.7	171.9	174.0	276.7	384.6	营业税金及附加	4.1	2.0	2.0	3.2	4.5
预付款项	9.9	6.0	2.0	-3.6	-10.3	销售费用	27.0	33.7	34.7	55.2	76.7
其他应收款	5.5	11.2	11.3	18.0	25.1	管理费用	207.5	204.0	208.1	234.4	258.7
存货	150.8	139.7	147.9	203.5	243.9	财务费用	-59.5	-70.2	-53.4	-47.8	-49.3
其他流动资产	1.2	1.1	1.1	1.3	1.5	资产减值损失	8.8	6.3	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	198.0	198.0	198.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	27.5	70.2	151.3	226.2	252.6	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	40.2	1.0	100.5	100.2	55.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	55.7	-21.9	-48.3	44.6	188.5
无形资产	27.2	143.3	129.0	114.7	100.3	营业外收支净额	58.6	86.3	53.8	82.6	95.6
长期待摊费用	6.5	3.3	3.0	2.7	2.3	税前利润	114.3	64.4	5.5	127.2	284.2
资产总计	2957.6	2891.6	2900.6	3077.8	3378.8	减: 所得税	6.6	9.4	0.8	19.1	42.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	107.7	55.0	4.7	108.1	241.5
应付票据	20.2	19.1	20.2	27.8	33.3	归属于母公司净利润	107.7	55.0	4.7	108.1	241.5
应付账款	118.4	80.1	83.7	115.2	138.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	3.9	2.9	2.0	0.4	-1.7	基本每股收益	0.40	0.20	0.02	0.40	0.89
应付职工薪酬	36.1	20.7	21.0	33.3	46.3	全摊薄每股收益	0.40	0.20	0.02	0.40	0.89
应交税费	-0.2	9.7	9.7	9.7	9.7	财务指标					
其他应付款	7.3	13.1	13.1	13.1	13.1	成长性					
其他流动负债	15.4	4.7	5.1	24.3	44.5	营收增长率	-18.7%	-25.0%	1.2%	59.0%	39.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-96.0%	-1835.4%	18.6%	-96.8%	-4417.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-39.2%	-48.9%	-91.5%	2217.8%	123.5%
负债合计	201.3	161.3	165.6	234.8	294.3	盈利性					
股东权益合计	2756.3	2730.3	2734.9	2843.0	3084.5	销售毛利率	42.6%	35.9%	33.0%	42.0%	50.0%
现金流量表						销售净利率	18.9%	12.8%	1.1%	15.7%	25.2%
净利润	108	55	5	108	242	ROE	3.9%	2.0%	0.2%	3.8%	7.8%
折旧与摊销	25	33	34	40	43	ROIC	0.17%	-2.67%	-3.15%	-0.10%	3.82%
经营活动现金流	24	70	-27	-2	126	估值倍数					
投资活动现金流	-90	-182	-398	-100	-10	PE	71.8	140.6	1657.7	71.5	32.0
融资活动现金流	-55	-81	53	48	49	P/S	13.5	18.0	17.8	11.2	8.1
现金净变动	-121	-194	-372	-54	165	P/B	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5
期初现金余额	2517	2396	2202	1830	1776	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2396	2203	1830	1776	1941	EV/EBITDA	180.2	-104.6	-87.1	161.7	31.7

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王莉，电子行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：海康威视（002415.SZ）、大华股份（002236.SZ）、信维通信（300136.SZ）、长盈精密（300115.SZ）、立讯精密（002475.SZ）、歌尔声学（002241.SZ）、安洁科技（002635.SZ）、莱宝高科（002106.SZ）、水晶光电（002273）、得润电子（002055.SZ）、江海股份（002484.SZ）、顺络电子（002138.SZ）、同方国芯（002049.SZ）、国民技术（300077.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴	010-83574017	gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn