

计算机设备
署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

建议询价区间: 20.90-25.65 元

基本资料

上证综合指数 2289.79

新发行股本(百万股)

发行后总股本(百万股)

发行前一年 EPS

发行后摊薄 EPS

发行前每股净资产(元)

计划募集资金总额

兆日科技
300333
无

受益于支付密码器市场较快增长

投资要点:

- **公司简介:** 兆日科技是一家以现代密码技术的研发和应用为核心的票据防伪企业。主要产品包括“电子支付密码器系统”、密码芯片和税控安全组件等。其中电子支付密码器是公司收入与利润的主要来源。公司控股股东为晁骏投资,持股比例为 36.77%,实际控制人为公司董事长兼总经理魏恺言先生,持有晁骏投资 66.48%的股份。
- **行业分析:** 支付密码器安全性优势明显,近年来央行先后下发了一系列文件使其法律地位得以明确,在实践中支付密码器已经成为票据防伪的主流方式。截止到 11 年底支付密码器渗透率 15.7%,预计未来几年随着渗透率不断提高,市场较保持较快增长。
- **竞争优势:** 公司和信雅达是行业内唯一两家拥有覆盖全国销售网络的企业,使其在各省或市级人民银行、各商业银行的支付密码器招投标中优势明显;与国家商用密码检测中心的排他性合作是公司技术优势的体现。
- **募投项目分析:** 公司计划使用募集资金约 11568 万元,用以投资电子支付密码系统升级改造项目 and 金融票据防克隆产品研发及产业化项目。其中金融票据防克隆产品研发及产业化项目是公司新的业绩增长点,预计该项目在 12 年生产样机,13 年小规模试用,14 年开始产业化。
- **盈利预测与估值:** 预计公司 12-14 实现收入 2.72、3.56 和 4.60 亿元,同比增长 32.1%、30.9%和 29.3%,实现净利润 1.07、1.38 和 1.75 亿元,同比分别增长 30.2%、29.2%和 26.8%,EPS 分别为 0.95、1.23 和 1.56 元。我们认为合理的询价区间为 20.90-25.65 元,对应 2012 年市盈率约为 22-27 倍。
- **风险提示:**
 - 1、支付密码器价格面临较大的竞争压力;
 - 2、募投项目金融票据防克隆产品研发及产业化具有较大的不确定性;
 - 3、产品技术路径风险。

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	206	272	356	460
收入同比(%)	68%	32%	31%	29%
归属母公司净利润	82	107	138	175
净利润同比(%)	97%	30%	29%	27%
毛利率(%)	79.0%	77.2%	76.8%	75.9%
ROE(%)	37.0%	32.5%	29.6%	27.3%
每股收益(元)	0.73	0.95	1.23	1.56
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1

资料来源:中投证券研究所

相关报告

目 录

一、公司简介	3
二、行业分析	4
2.1 支付密码器安全性优势明显	4
2.2 支付密码器市场需求较快增长	5
2.3 公司竞争优势较强	6
三、募投项目分析	7
四、盈利预测与估值	8
图 1: 11 年分产品收入	3
图 2: 11 年分产品毛利	3
图 3: 发行前股权结构图	3
图 4: 支付密码器的使用流程	4
图 5: 商业银行对公结算账户数量及增速 (单位: 万户)	5
图 6: 11 年支付密码器市场份额	6
图 7: 分产品毛利率	6
表 1: 支付密码器市场空间预测	5
表 2: 募投项目概况	7
表 3: 分业务盈利预测	8

一、公司简介

兆日科技是一家以现代密码技术的研发和应用为核心的票据防伪企业。主要产品包括用于金融票据防伪领域的“电子支付密码器系统”（电子支付密码器与核验设备）、用于票据防伪系统的密码芯片以及用于税务发票防伪的税控安全组件等。

其中电子支付密码器是公司收入与利润的主要来源。而密码芯片收入主要来源于国家密码管理局商用密码检测中心，其模式是公司受托生产密码芯片，并将其销售给检测中心，由检测中心对外销售给各票据防伪企业。

图 1：11 年分产品收入

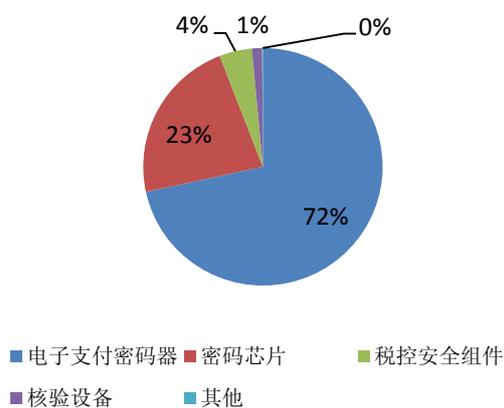
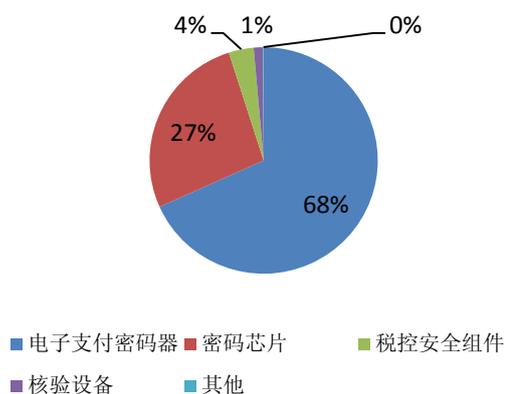


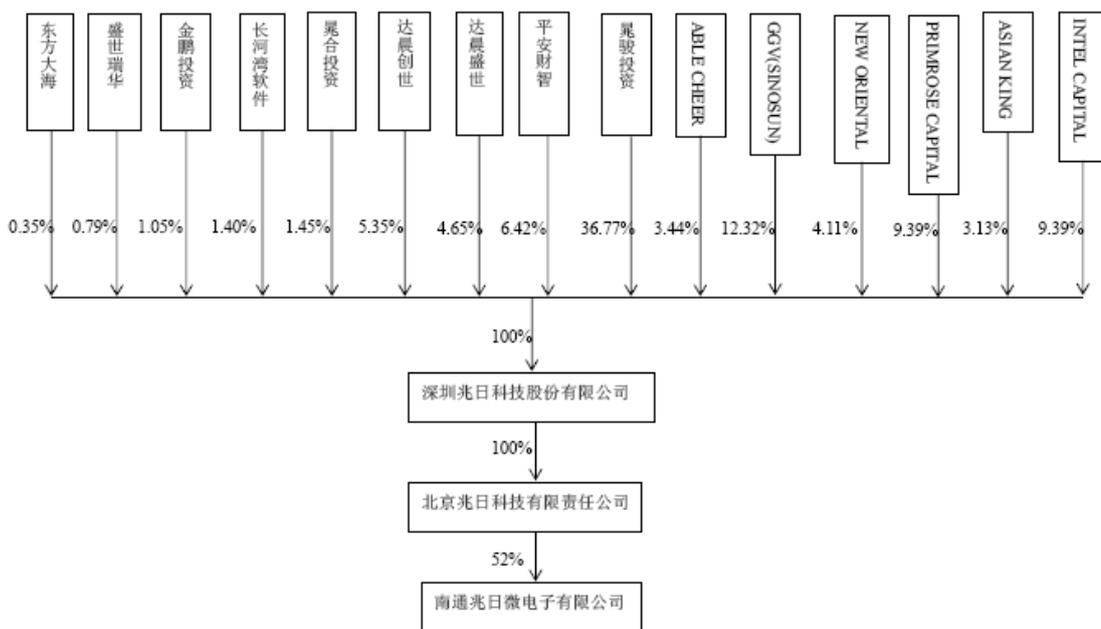
图 2：11 年分产品毛利



资料来源：wind，中投证券研究所

本次发行前，公司总股本为 8400 万股，本次计划发行 2800 万股，占发行后总股本 25%。公司控股股东为晁骏投资，持股比例为 36.77%，实际控制人为公司董事长兼总经理魏恺言先生，持有晁骏投资 66.48% 的股份。

图 3：发行前股权结构图



资料来源：Wind，中投证券研究所

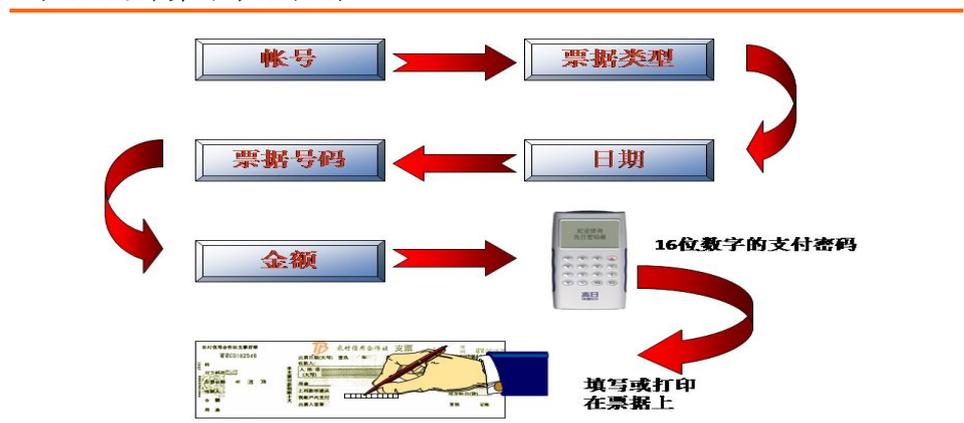
二、行业分析

2.1 支付密码器安全性优势明显

传统的票据验证方式以客户的预留印鉴作为法律依据,随着电子刻印技术的成熟,印章复制精度提高,使人工无法辨认真伪,即使采用电子智能模糊识别技术,其鉴别的准确度也很低, **安全性问题凸显**;同时图章印鉴不易数字化,难以通过计算机网络进行实时传输与处理, **成为资金实时清算的最大障碍**。

电子支付密码器系统正是在此背景下产生,其基本原理是为在银行开设结算账户的每个开户单位配备一台电子支付密码器,电子支付密码器根据票据号码、金额、账号、日期等信息计算出的一组 16 位密码作为票据真实性和出票人身份认证的条件。由于支付密码根据票据的每一个要素使用高强度加密算法计算而来,因此具有极高的安全性,同时支付密码器克服了传统图章印鉴不易数字化的难题,很容易通过计算机网络进行传输和处理,从而彻底解决了票据中全部要素的真实性实时鉴别问题,为实现票据的实时清算提供了技术可行性。

图 4: 支付密码的使用流程



资料来源: 百度文库, 中投证券研究所

1997 年《中国人民银行关于支付密码使用与管理的通知》中指出:“使用支付密码的城市,出票人签发支票,必须按照《票据法》的规定在支票上签章,支付密码不能代替签章。”因此**最初支付密码器在票据防伪中只是验印的补充方式**。

2000 年《中国人民银行关于规范和推行支付密码使用的通知》指出:“由于签章极易伪造,银行难以识别真伪,容易造成银行和客户的资金损失。为加强支票签发和付款的安全管理,采用支付密码作为银行审核支票付款的条件,是一种有效的安全防范手段。”

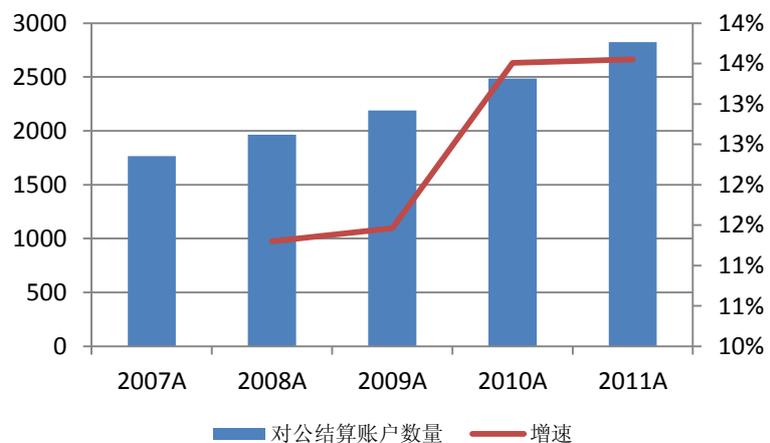
近年来央行先后下发了《关于支付密码推广应用事宜的通知》、《支付密码器系统业务管理指引》等一系列文件,并对《票据法》、《支付结算办法》中相关内容进行了修改,使支付密码的法律地位得以明确。据了解,由于目前使用支付密码器尚未出现一例金融票据诈骗,因此在实践中支付密码器已经成为票据防伪的主流方式。

2.2 支付密码器市场需求较快增长

电子支付密码器的最终客户是在银行开立对公账户的企业,尽管理论上讲支付密码器可以支持“一机多户”,即一台支付密码器能够设置存款人在不同银行的账号,根据每个账号编制的支付密码能够实现在各自银行的正确核验,但在实践中由于支付密码器的销售模式包括直接销售给各家银行、由各家银行代销和由各家银行选定经销商销售,使得“一机多户”操作难度较大,因此通常情况下一个对公结算账户对于一台支付密码器。

截止到 11 年底,全国商业银行对公结算账户总数约为 2824 万户,同比增长 13.6%,根据国家密码检测中心的芯片销量推算 11 年支付密码器累计销售 443 万台,市场渗透率 15.7%。

图 5: 商业银行对公结算账户数量及增速 (单位: 万户)



资料来源: 人民银行, 中投证券研究所

假设未来几年全国对公结算账户数每年增长 10%, 支付密码器渗透率每年提高 6-8 个百分点, 支付密码器单价每年小幅下降, 以 09 年为起点, 支付密码器每 5 年产生替换需求, 则市场空间预测见下表。我们认为未来几年支付密码器市场将保持较快增速。

表 1: 支付密码器市场空间预测

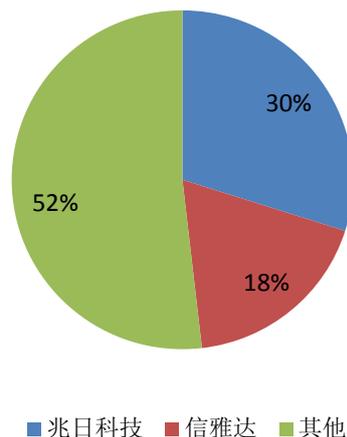
	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
对公结算账户数量 (万)	2191	2487	2824	3106	3417	3759	4135
增速	11.5%	13.5%	13.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
渗透率	9.1%	11.2%	15.7%	22.0%	29.5%	37.0%	45.0%
支付密码器总量 (万台)	200	279	443	683	1008	1391	1861
当年新增出货量 (万台)	40	79	164	240	325	383	470
当年替换出货量 (万台)						40	79
当年合计出货量 (万台)	40	79	164	240	325	423	549
单价 (元/台)		332	300	275	265	255	245
当年市场规模 (亿元)		2.62	4.92	6.61	8.60	10.78	13.45
市场规模增速			87.6%	34.4%	30.1%	25.3%	24.7%

资料来源: 中国防伪技术协会, 公司资料, 中投证券研究所

2.3 公司竞争优势较强

首先，无论采用何种销售方式，支付密码器通常由省或市级人民银行、各商业银行进行招投标，因此销售网络是关键，**公司和信雅达是行业内唯一两家拥有覆盖全国销售网络的企业，这也确保了两者市场份额保持领先。**目前公司产品已被国内超过 200 家省市级银行分行和超过 2 万家银行网点所采用。

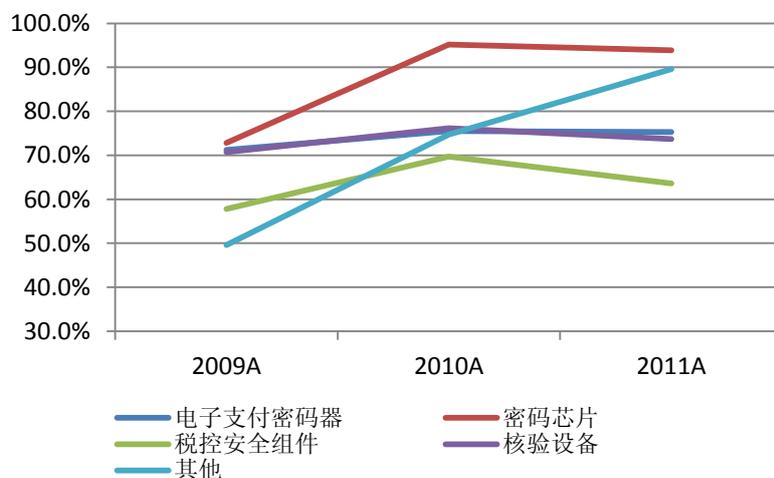
图 6: 11 年支付密码器市场份额



资料来源：公司资料，中投证券研究所

其次，02 年子公司北京兆日与国家商用密码检测中心签订合作协议，约定由北京兆日组织密码芯片的生产，并将生产的密码芯片销售给检测中心，由检测中心对外销售给各票据防伪企业。协议同时约定未经双方同意不得向第三方出让芯片的生产权、经营权和销售权。密码芯片是基于一种短密文非对称密钥体制加密算法研制的安全密码芯片，可以用于生成和验证与票据上信息唯一对应的数字签名，是支付密码器的核心，与国家商用密码检测中心的排他性合作是公司技术优势的体现，且报告期内公司密码芯片业务毛利率显著高于其他业务。

图 7: 分产品毛利率



资料来源：公司资料，中投证券研究所

三、募投项目分析

公司计划使用募集资金约 11568 万元，用以投资电子支付密码系统升级改造项目和金融票据防克隆产品研发及产业化项目。

表 2：募投项目概况

序号	项目名称	总投资 (万元)	建设期 (年)	预计年均增加销 售收入(万元)	预计年均增加 净利润(万元)
1	电子支付密码器系统升级改造项目	7542	3	9879	4313
2	金融票据防克隆产品研发及产业化项目	4026	2	6134	2730

资料来源：公司资料，中投证券研究所

电子支付密码系统升级改造项目是为了对产品及时升级换代，提升服务品质，增加老客户的需求粘性，提高对潜在客户的吸引力，扩大公司在该市场的份额。金融票据防克隆产品研发及产业化项目是为了准确把握行业发展趋势，针对未来热点进行前瞻性研究，寻找新的业绩增长点。预计该项目在 12 年生产样机，13 年小规模试用，14 年开始产业化。

根据人行统计，10 年我国银行营业网点数量已将近 20 万个，以未来 5 年全国银行网点中的一半需要购买或更新票据防克隆设备、每个网点平均成本 2 万元统计，预计仅银行端防克隆设备潜在市场规模将达到 20 亿元。

四、盈利预测与估值

盈利预测的主要假设:

支付密码器市场销售量和单价如表 1，公司份额始终保持在 30%；

密码芯片与国家商用密码检测中心合作顺利；

纸纹防克隆业务 14 年贡献收入 2000 万元。

表 3: 分业务盈利预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
电子支付密码器收入（百万元）	147.33	198.34	258.07	323.37
毛利率	75.3%	74.0%	73.5%	73.0%
其中销量（万台）	49	72	97	127
单价（元/台）	300	275	265	255
密码芯片收入（百万元）	46.36	58.18	78.56	92.62
毛利率	93.9%	92.0%	91.0%	90.0%
其中销量（万片）	195	264	357	421
单价（元/片）	24	22	22	22
税控安全组件收入（百万元）	9.04	11.75	14.69	18.36
毛利率	63.6%	61.0%	60.0%	59.0%
核验设备收入（百万元）	2.86	3.72	4.65	5.81
毛利率	73.8%	71.0%	70.0%	69.0%
纸纹防克隆收入（百万元）				20
毛利率				75%
合计收入（百万元）	205.59	271.99	355.97	460.16
毛利率	79.0%	77.2%	76.8%	75.9%
收入增速		32.3%	30.9%	29.3%

预计公司 12-14 实现收入 2.72、3.56 和 4.60 亿元，同比增长 32.1%、30.9% 和 29.3%，实现净利润 1.07、1.38 和 1.75 亿元，同比分别增长 30.2%、29.2% 和 26.8%，EPS 分别为 0.95、1.23 和 1.56 元。我们认为合理的询价区间为 20.90-25.65 元，对应 2012 年市盈率约为 22-27 倍。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	225	316	440	620
现金	178	253	357	509
应收账款	10	13	17	22
其他应收款	1	2	3	3
预付账款	0	0	0	0
存货	36	48	64	85
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	18	53	91	118
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3	37	74	100
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	15	16	17	18
资产总计	244	369	532	737
流动负债	19	23	29	35
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3	4	6	8
其他流动负债	16	19	23	28
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	19	23	29	35
少数股东权益	3	17	36	60
股本	84	112	112	112
资本公积	50	22	22	22
留存收益	88	195	333	508
归属母公司股东权益	222	329	467	642
负债和股东权益	244	369	532	737

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	91	107	139	175
净利润	97	121	157	199
折旧摊销	0	1	3	5
财务费用	-1	-3	-5	-6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-12	-16	-22
其他经营现金流	-4	0	0	0
投资活动现金流	-1	-35	-40	-30
资本支出	1	35	40	30
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-18	3	5	6
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1	28	0	0
资本公积增加	50	-28	0	0
其他筹资现金流	-69	3	5	6
现金净增加额	72	76	104	152

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	206	272	356	460
营业成本	43	62	83	111
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	24	31	41	53
管理费用	30	39	52	67
财务费用	-1	-3	-5	-6
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	107	138	180	229
营业外收入	9	8	9	10
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	116	145	188	238
所得税	19	24	31	39
净利润	97	121	157	199
少数股东损益	15	15	19	24
归属母公司净利润	82	107	138	175
EBITDA	105	136	178	227
EPS (元)	0.98	0.95	1.23	1.56

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	68.0%	32.1%	30.9%	29.3%
营业利润	81.4%	29.7%	30.0%	27.5%
归属于母公司净利润	96.8%	30.2%	29.2%	26.8%
获利能力				
毛利率	79.0%	77.2%	76.8%	75.9%
净利率	39.9%	39.3%	38.8%	38.1%
ROE	37.0%	32.5%	29.6%	27.3%
ROIC	227.4	134.7%	107.7	102.1%
偿债能力				
资产负债率	7.8%	6.3%	5.4%	4.8%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	11.81	13.66	15.35	17.57
速动比率	9.85	11.52	13.05	15.06
营运能力				
总资产周转率	1.02	0.89	0.79	0.73
应收账款周转率	24	23	23	23
应付账款周转率	8.21	16.90	16.34	16.36
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.95	1.23	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.96	1.24	1.57
每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.94	4.17	5.73
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。重点覆盖公司: 远光软件、汉得信息、海隆软件、新北洋、广电运通、恒泰艾普、软控股份、恒生电子、金证股份、广联达、四维图新

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434