

同方国芯 (002049.SZ)

其它元器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

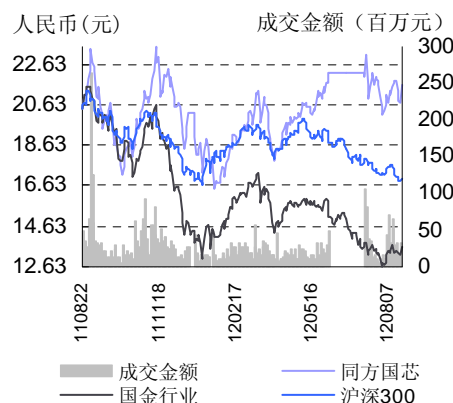
市价(人民币): 21.60元

## 芯片国产化趋势下的确定性受益龙头

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	88.08
总市值(百万元)	52.22
年内股价最高最低(元)	23.47/16.49
沪深 300 指数	2313.70
中小板指数	5042.86



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.279	0.228	0.576	0.724	1.000
每股净资产(元)	7.05	7.71	3.88	4.60	5.60
每股经营性现金流(元)	0.35	0.63	0.51	0.63	0.85
市盈率(倍)	74.67	91.37	36.11	28.73	20.81
行业优化市盈率(倍)	107.89	76.67	55.81	55.81	55.81
净利润增长率(%)	10.30%	-18.27%	491.21%	25.69%	38.06%
净资产收益率(%)	3.95%	2.95%	14.86%	15.74%	17.85%
总股本(百万股)	135.00	135.00	315.44	315.44	315.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **应用环境日趋成熟&安全可靠标准完善, 2013年国产金融 IC 卡芯片将进入爆发元年:** POS 机和 ATM 机改造今年年底将基本完成; 银行卡检测中心于 2012 年 2 月开始正式对外提供金融 IC 卡集成电路安全测试服务, 预计今年年底将提前完成金融 IC 卡认证工作, 国产金融 IC 卡芯片推广的最大障碍将被清除。
- **参考二代证芯片发展轨迹, 国内智能卡龙头将分享国产金融 IC 卡芯片市场丰厚蛋糕:** 国产金融卡芯片市场和二代身份证芯片市场具有很高相似性, 从金融安全和信息安全的角度出发, 政府要求金融 IC 卡采用国产芯片, 以同方微电子为代表的国内五大智能卡芯片龙头有望分享丰厚蛋糕。
  - 通过敏感性测试, 国产金融 IC 芯片市场启动后, 在假设单张芯片贡献净利润 3 元和 55% 渗透率的情况下, 公司金融 IC 卡芯片业务将为公司带来接近 100% 的业绩增长 (相对 2012 年净利润)。
- **收购国微电子, 打造特种芯片设计第一股:** 特种集成电路每年国家采购量为 200 亿元, 80% 依赖进口, 随着海外禁运和国家强行推进, 未来进口替代空间巨大; 国微电子作为国内顶尖特种芯片企业, 依托于同方的国有平台后, 将更有利于把握住行业机会。

### 估值&投资建议

- 基于行业爆发给公司带来的业绩弹性, 以及公司受益的确定性, 我们认为公司可以获得高于行业平均的估值。
- 我们保守预测公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.576 元, 0.724 元, 1.00 元; 给予公司未来 6 个月 25.34 元目标价, 相当于 35x13PE。

### 风险

- 国内 EMV 迁移进度低于预期
- 市场竞争加剧导致毛利率下降

舒亮

联系人  
(8621)60935507  
shuliang@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130511030017  
(8621)61038263  
zhaoqm@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司业务概述 .....	4
2013 国产金融 IC 卡芯片爆发元年，公司潜在业绩弹性大 .....	4
应用环境成熟金融 IC 卡进入快速发展期 .....	4
安全可靠标准完善：跨过金融 IC 卡芯片国产化最后一道坎 .....	6
IC 金融卡芯片单价高，市场大，竞争结构稳定=贡献业绩弹性大 .....	8
居民健康卡、社保卡、移动支付卡放量再添业绩增量 .....	10
社保卡金融化进一步推进 EMV 迁移 .....	10
居民健康卡添增量 .....	11
全面布局各条技术路线，静待移动支付市场爆发 .....	11
二代身份证、SIM 卡：存量业绩稳中有升 .....	13
2014 年二代身份证迎来换卡小高峰 .....	13
SIM 卡贡献业绩稳中有升 .....	13
收购国微电子，打造特种芯片设计第一股 .....	14
进口替代打开国内特种芯片市场空间 .....	14
特种芯片龙头借力国有资本 .....	14
盈利预测及假设 .....	15
估值&投资建议 .....	18
风险提示 .....	18
附录：三张报表预测摘要 .....	19

## 图表目录

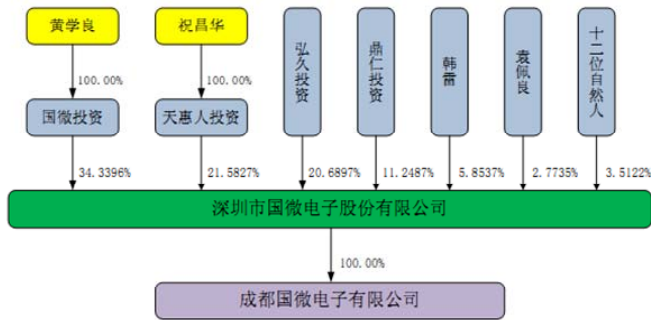
图表 1：国微电子原股权结构 .....	4
图表 2：合并后公司战略构架 .....	4
图表 3：公司 2012H 收入分拆 .....	4
图表 4：公司 2012H 毛利分拆 .....	4
图表 5：政策推进金融 IC 卡受理环境改善 .....	5
图表 6：20 家商业银行 POS 改造计划时间表 .....	5
图表 7：20 家商业银行 ATM 改造计划时间表 .....	5
图表 8：20 家商业银行计划发卡时间表 .....	6
图表 9：国内金融 IC 卡芯片主要厂家及产品 .....	7
图表 10：金融 IC 卡未来发卡量估算 .....	7
图表 11：2010-2015 年金融 IC 卡市场规模 .....	8
图表 12：2008 年-2011Q3 同方微电子二代证芯片收入与毛利率 .....	9
图表 13：金融 IC 卡芯片行业利润敏感性测试，亿元 .....	10

图表 14: 同方国芯金融 IC 卡芯片业务拉动净利润敏感性测试 (以 2012 年公司净利润总和为基数) .....	10
图表 15: 2010-2014 年中国移动支付市场交易规模预测, 亿元 .....	12
图表 16: 国内移动支付芯片主要企业产品比较 .....	13
图表 17: 二代身份证发行量预测, 亿张 .....	13
图表 18: 二代身份证发行量预测, 亿张 .....	13
图表 19: 2009-2015 年 SIM 卡发卡量预测, 亿张 .....	14
图表 20: 国微电子承诺业绩, 百万元 .....	15
图表 20: 分业务盈利预测, 百万元 .....	16
图表 21: 智能卡业务分产品预测, 百万元 .....	17
图表 22: 估值表 .....	18

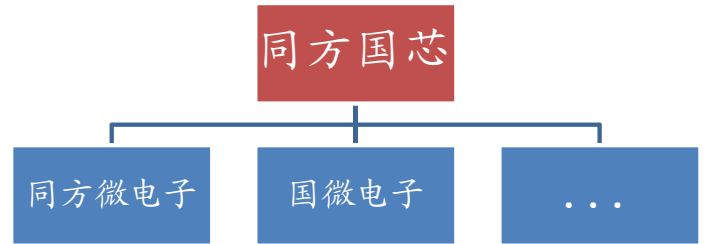
### 公司业务概述

- 公司原名晶源电子，今年公司通过定向增发收购同方微电子 100% 股权，增发后同方股份持有公司 51.94% 股权；8 月 15 日，公司拟购买深圳国微电子 96.49% 的股份，同时向不超过 10 名投资者发行股份募集配套资金 3.5 亿元。
- 公司准备以同方国芯作为平台，打造 A 股一流的芯片公司，其中同方微电子和国微电子分别为国内集成电路和特种集成电路设计行业领先企业。

图表1: 国微电子原股权结构



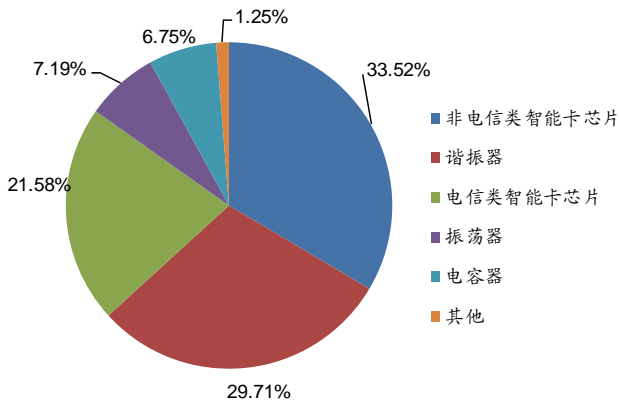
图表2: 合并后公司战略构架



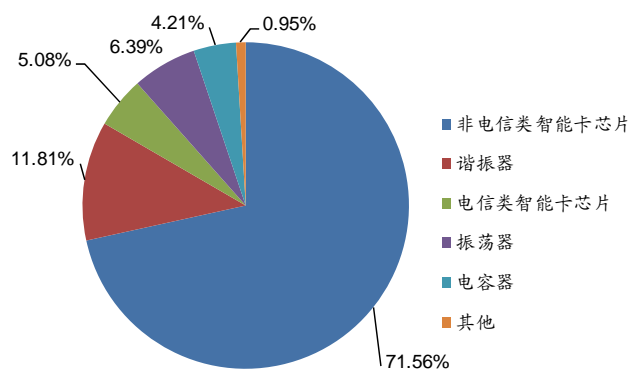
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从公司的收入和毛利分拆中可见，重组后的同方国芯主要盈利能力已经转移到了芯片业务，其中非电信类智能卡芯片业务尤为抢眼，虽然只占 34% 的主营业务收入，但却贡献了 72% 的毛利。

图表3: 公司 2012H 收入分拆



图表4: 公司 2012H 毛利分拆



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 2013 国产金融 IC 卡芯片爆发元年，公司潜在业绩弹性大

#### 应用环境成熟金融 IC 卡进入快速发展期

- 2011 年人民银行印发《关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》和《关于选择部分城市开展金融 IC 卡在公共服务领域中应用工作的通知》，规划了 2013 年起全国性商业银行均应开始发行金融 IC 卡，2015 年起商业银行在经济发达地区和重点合作行业领域发行的以人民币为结算账户的银行卡应均为金融 IC 卡。

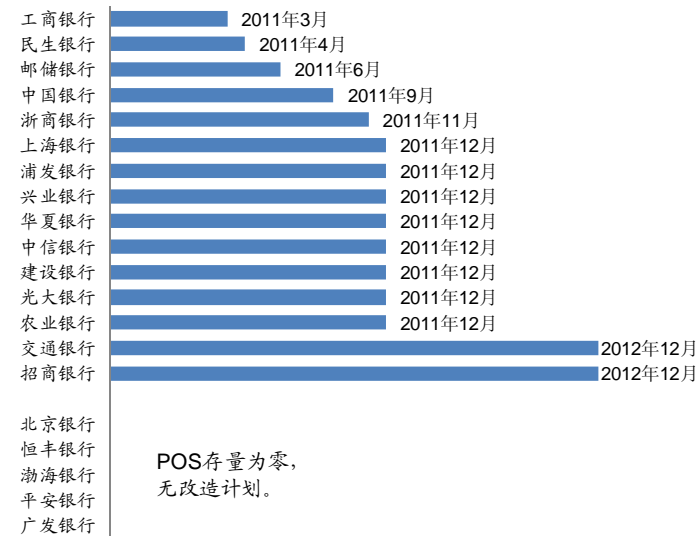
图表5: 政策推进金融 IC 卡受理环境改善

	时间	内容
银行卡迁移	2011年6月底前	工、农、中、建、交和招商、邮储银行应开始发行金融IC卡
	2013年1月1日前	全国性商业银行均应开始发行金融IC卡
终端改造	2015年1月1日起	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
	2011年6月底前	直联POS能够受理金融IC卡
	2011年底前	全国性商业银行布放的间联POS受理金融IC卡
	2012年底前	ATM受理金融IC卡
	2013年起	所有受理银行卡的联网通用终端都能够受理金融IC卡

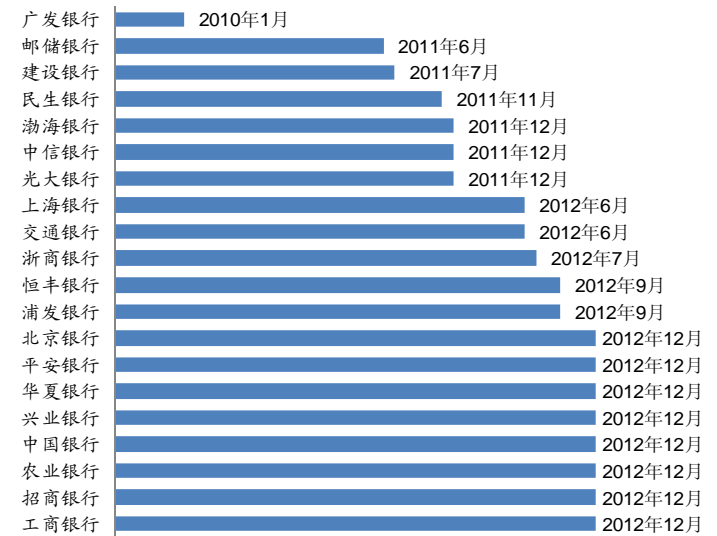
来源: 2011年3月《中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》, 国金证券研究所

- 2012 年年底 POS 机和 ATM 机改造将基本完成, 国内金融 IC 卡的使用环境已趋完善。
  - 今年 6 月 19 日, 在全国金融 IC 卡工作座谈会上人民银行行长助理李东荣指出: 截止 2012 年 6 月我国 POS 机改造基本完成、ATM 机改造进程过半, 按计划将于今年年底完成;
  - 前 20 家商业银行制定 POS 机和 ATM 机改造计划, 分别于 2012 年底前完成改造。

图表6: 20 家商业银行 POS 改造计划时间表



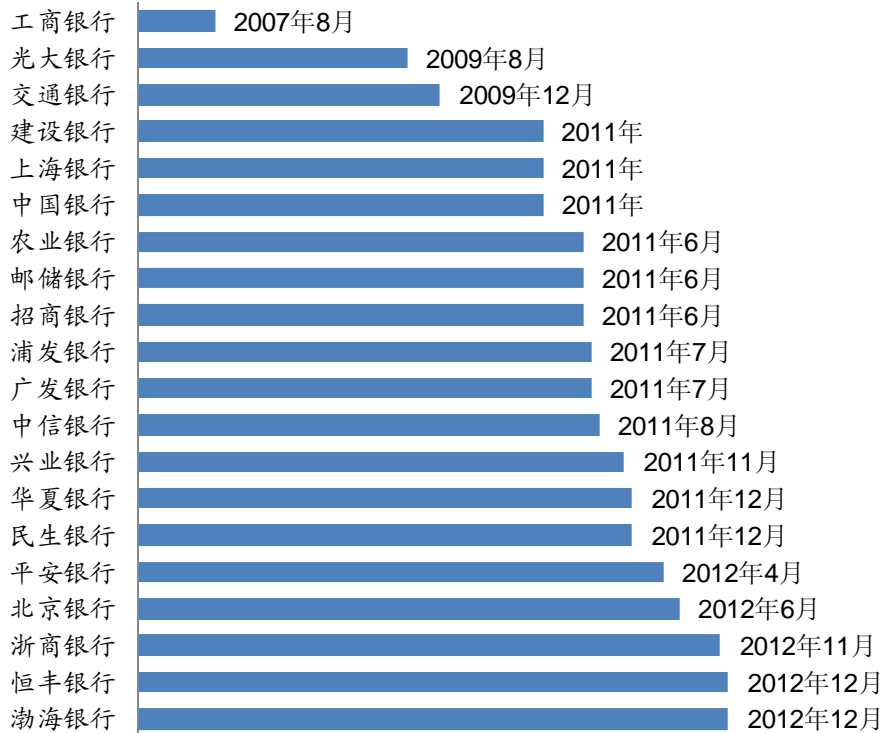
图表7: 20 家商业银行 ATM 改造计划时间表



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

- 2012 年年底前 20 家商业银行开始发行金融 IC 卡。

图表8: 20家商业银行计划发卡时间表



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

- 截至 2012 年 6 月, 全国已累计发行金融 IC 卡 4500 多万张, 较 2011 年底增长 2070 万张, 增幅达 85%。

#### 安全可靠标准完善: 跨过金融 IC 卡芯片国产化最后一道坎

- 由于安全可靠标准缺失, 目前银行采购的金融 IC 卡芯片基本只使用进口芯片。
  - 国际 EMV 迁移标准: (1) 保证硬件与软件统一规范性的 EMV 标准, (2) 保证芯片安全可靠性的 EAL 标准;
  - 国内 EMV 迁移已经推出保证硬件与软件统一规范性的 PBOC 标准 (央行推出), 而迟迟没有推出安全可靠标准;
  - 由于中国不是国际 CC 组织的成员国, 因此国内厂商无法直接采用国际 EAL 标准认证。
- 基于金融安全和使用进口金融 IC 卡芯片成本较高等原因, 中央明确表示未来国内发行的银行 IC 卡统一采用国内厂商的芯片。
- 由于国产芯片安全可靠标准的缺失, 这在过去两年很大程度上延缓了国内 EMV 迁移的步伐。
- 目前以同方微电子为代表的国内芯片厂家已经积极布局金融 IC 卡产品线, 国产芯片技术日趋完善, 通过国内安全可靠标准的认证将是国产芯片大规模推广需要跨过的最后一条坎。

图表9: 国内金融 IC 卡芯片主要厂家及产品

	同方微电子	大唐微电子	复旦微电子	华虹	中电华大
金融IC产品	THD86系列和即将推出的THD88; THD86是非接触, 双界面	CTF系列金融IC卡芯片, 支持接触式、非接触式、双界面	FM1208非接触式, FM1216, M1232, FM12DE16, FM12DE32双界面	SHC1302, 32位CPU双界面	CIU98768A, CIU51系列
推出时间	2010-2012年	2011年5月正式商用	2010-2012年	2011年	2010-2012年
认证情况	EAL4+、PBOC2.0	PBOC2.0、QPBOC	EAL4+、PBOC2.0、QPBOC	EAL4+、PBOC2.0	PBOC2.0
典型应用	社保卡/银行卡/手机支付	社保卡/银行卡	社保卡/银行卡/城市一卡通	社保卡/银行卡	社保卡/银行卡

来源: 公司公告, 国金证券研究所

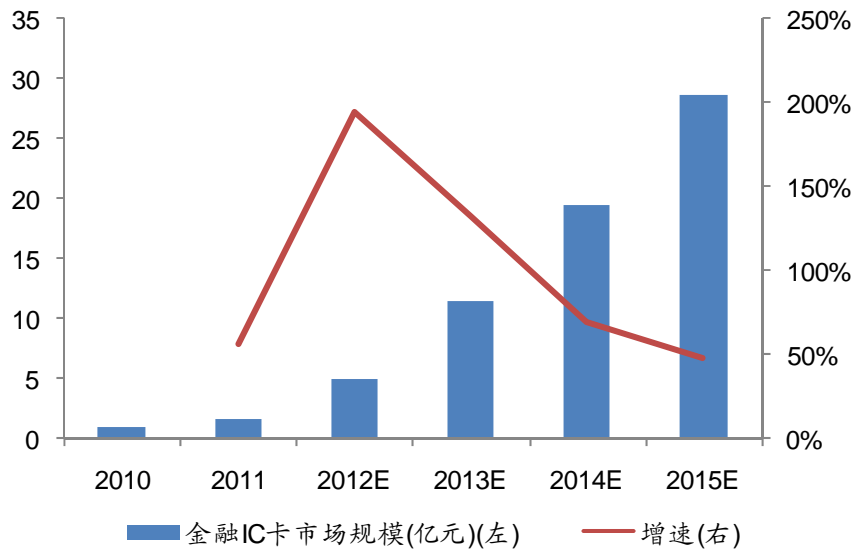
- 同时银行卡检测中心于2012年2月开始正式对外提供金融 IC 卡集成电路安全测试服务, 中银联技术管理部主管张志波表示今年年底将提前完成金融 IC 卡认证工作, 2013年初建立与国际接轨的 IC 卡整体的安全检测认证体系。
- 随着安全认证的完成国内 EMV 迁移的最大障碍将解除, 我们预计国内 EMV 迁移和金融 IC 卡芯片国产化将在 2013 年全面启动。
  - 根据央行发布的数据和《中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》, 我们对 2012-2015 年金融 IC 卡发卡量做如下估算。

图表10: 金融 IC 卡未来发卡量估算

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
累计发卡量(亿张)	20.66	24.15	29.49	34.80	40.02	44.82	49.30
增速	14.80%	16.90%	22.11%	18.00%	15.00%	12.00%	10.00%
新增发卡量(亿张)	4.16	3.49	5.34	5.31	5.22	4.80	4.48
新卡IC卡占比		2.58%	2.62%	8.48%	22.00%	45.00%	80.00%
IC卡新增发卡量(亿张)		0.09	0.14	0.45	1.15	2.16	3.59
金融IC卡价格(元/张)		12	12	11	10	9	8
金融IC卡市场规模(亿元)		1.08	1.68	4.95	11.48	19.45	28.68

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表11: 2010-2015年金融IC卡市场规模

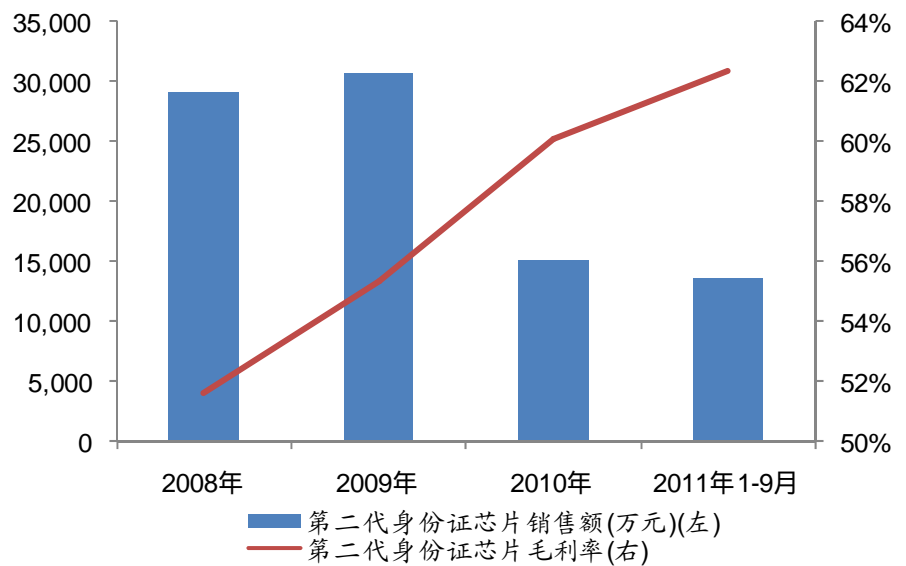


来源: 央行网站资料, 国金证券研究所

**IC 金融卡芯片单价高, 市场大, 竞争结构稳定=贡献业绩弹性大**

- 2013 年国内 EMV 迁移加速和金融 IC 卡芯片国产化趋势下, 国内智能卡芯片龙头是最大受益标的; 对于受益程度的理解我们可以参考二代身份证发展的路径。
- 出于信息安全性的考虑, 公安部只向四家参与二代身份证芯片研发的厂商采购二代证芯片 (每家各获得 25% 市场份额), 采购价格稳定, 毛利率超过 50%。
  - 2004 年我国第二代居民身份证的换证工作开始展开, 出于信息安全的考虑, 国家二代身份证芯片 (非接触式 IC 卡芯片) 要求全部采用国内厂商产品, 国家培育了同方微电子、大唐微电子、上海华虹、中电华大 4 家厂商完成了二代证的芯片开发;
  - 之后的八年时间里面, 公安部只向这四家参与二代身份证芯片研发的厂商采购二代证芯片, 采购价格稳定, 毛利率超过 50%;
  - 2008 年至今, 同方微电子二代证芯片的毛利率不但没有下降, 反而随着成本的降低而提高。

图表12: 2008年-2011Q3 同方微电子二代证芯片收入与毛利率



来源: 国金证券研究所

注: 同方微电子二代证芯片收入下滑主要原因是二代身份证发卡高峰已过, 公司市场份额一直稳定在 25%左右。

- 目前国内金融 IC 卡芯片 (非接触式/双界面) 的主要研发企业只有同方微电子、大唐微电子、中电华大、复旦微电子和国民技术; 公司产品在国内处于领先地位, 已经通过央行 PB2.0 认证, 目前金融 IC 卡已经送检可靠安全性认证, 是最有希望首先获批的公司之一。
  - 公司在非接触式/双界面 IC 卡芯片领域布局全面, 相关产品覆盖了 native 和 Java 两种架构, 并兼顾了高中低三档配置;
  - 公司 2011 年推出的低端借记卡 THD86E05 芯片, 2012 年推出的高端信用卡 THD88E06BC 芯片;
  - 公司 THD86 系列芯片已经成功应用在移动支付、金融 IC 卡、居民健康卡等多个领域中。
- 从国家利益和股东背景角度分析, 我们认为金融 IC 卡芯片市场未来复制二代身份证的发展路径是大概率事件, 公司凭借领先的技术优势有望获得超过 20% 的市场份额。
- 我们进行敏感性测试, 以我们预测的公司 2012 年净利润为基数, 计算金融 IC 芯片市场启动后, 公司金融 IC 卡芯片业务对 EPS 的拉动效应; 假设单张芯片贡献净利润 3 元和 55% 渗透率的情况下, 公司 EPS 将有接近 100% 的弹性 (相对于 2012 年预测业绩); 核心假设如下:
  - 预计未来金融 IC 卡芯片价格 6 至 8 元左右, 我们参考二代证芯片, 预计国产 IC 金融卡芯片毛利率在 50% 左右, 净利率在 40% 左右;
  - 预计公司 2012 年净利润总额为 1.82 亿;
  - 预计全年银行卡年发卡量 5.22 亿张 (2011 年为 5.34 亿张);
  - 预计公司未来占有金融 IC 卡芯片市场 20%。

图表13: 金融IC卡芯片行业利润敏感性测试, 亿元

金融IC卡渗透率	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%
金融IC卡出货量, 亿	1.57	1.83	2.09	2.35	2.61	2.87	3.13	3.39	3.65	3.92	4.18
单张芯片净利润(元)	2	3.13	3.65	4.18	4.70	5.22	5.74	6.26	6.79	7.31	7.83
	2.2	3.45	4.02	4.59	5.17	5.74	6.32	6.89	7.46	8.04	8.61
	2.4	3.76	4.38	5.01	5.64	6.26	6.89	7.52	8.14	8.77	9.40
	2.6	4.07	4.75	5.43	6.11	6.79	7.46	8.14	8.82	9.50	10.18
	2.8	4.38	5.12	5.85	6.58	7.31	8.04	8.77	9.50	10.23	10.96
	3	4.70	5.48	6.26	7.05	7.83	8.61	9.40	10.18	10.96	11.75
	3.2	5.01	5.85	6.68	7.52	8.35	9.19	10.02	10.86	11.69	12.53
	3.4	5.32	6.21	7.10	7.99	8.87	9.76	10.65	11.54	12.42	13.31
	3.6	5.64	6.58	7.52	8.46	9.40	10.34	11.28	12.21	13.15	14.09
	3.8	5.95	6.94	7.93	8.93	9.92	10.91	11.90	12.89	13.89	14.88
	4	6.26	7.31	8.35	9.40	10.44	11.48	12.53	13.57	14.62	15.66

来源: 国金证券研究所

图表14: 同方国芯金融IC卡芯片业务拉动净利润敏感性测试(以2012年公司净利润总和为基数)

金融IC卡渗透率	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%
金融IC卡出货量, 亿	1.57	1.83	2.09	2.35	2.61	2.87	3.13	3.39	3.65	3.92	4.18
单张芯片净利润(元)	2	34%	40%	46%	52%	57%	63%	69%	75%	80%	86%
	2.2	38%	44%	50%	57%	63%	69%	76%	82%	88%	95%
	2.4	41%	48%	55%	62%	69%	76%	83%	89%	96%	103%
	2.6	45%	52%	60%	67%	75%	82%	89%	97%	104%	112%
	2.8	48%	56%	64%	72%	80%	88%	96%	104%	112%	120%
	3	52%	60%	69%	77%	86%	95%	103%	112%	120%	129%
	3.2	55%	64%	73%	83%	92%	101%	110%	119%	128%	138%
	3.4	59%	68%	78%	88%	98%	107%	117%	127%	137%	146%
	3.6	62%	72%	83%	93%	103%	114%	124%	134%	145%	155%
	3.8	65%	76%	87%	98%	109%	120%	131%	142%	153%	163%
	4	69%	80%	92%	103%	115%	126%	138%	149%	161%	172%

来源: 国金证券研究所

## 居民健康卡、社保卡、移动支付卡放量再添业绩增量

### 社保卡金融化进一步推进 EMV 迁移

- 人保部和央行于 2011 年 7 月发布了《关于社会保障卡加载金融功能的通知》，其根本内容为后期发行的社保卡基本上均要附加上金融功能——即新发行的社保卡亦可视为金融 IC 卡。
  - 2011 年至 2012 年为试点阶段，人保部与央行共同制定社会保障卡加载金融功能的总体方案、标准规范，确定应用模式和管理机制，并在具备条件的地区进行单芯片卡应用试点。
  - 2013 年起开始全面推广，所有地区新发卡均采用单一芯片卡。单一芯片卡全面推广后，对于已处于使用中的复合卡，采用自然淘汰的方式进行更换。

- 发行社保金融卡不但为银行新增了客户资源，同时社保金融卡发行量巨大，有效的分摊了银行 EMV 系统建设成本，因此发行社保金融卡将有助于进一步推动国内 EMV 迁移。
  - 截至 2011 年底，社保卡持卡人数 1.99 亿，按照人社部“十二五”规划中到 2015 年期末全国统一社保卡发卡数量达到 8 亿张的目标，预计未来 4 年新发社保卡将超过 6 亿张，年均发行 1.5 亿张左右。
  - 假设年均发行 1.5 亿张左右，芯片价格以 6-8 元计，对应每年 10 亿左右的市场。
- 公司目前在社保金融卡领域已经积极布局，未来社保金融卡进入爆发期，公司利用资质和渠道优势，预计可以占有 15%-25% 的市场份额。
  - 2010 年底同方微电子推出符合《社会保障卡规范》社保卡产品 THC26E05C，是一款采用 8 位 CPU 的接触式智能卡芯片；
  - 2011 年完成国密的资质认证以及社保机构入围，并迅速形成生产销售；
  - 2012 年 8 月 15 日，公司公告该芯片产品入围社会保障卡芯片备案名单，取得了社会保障卡芯片的资质；
  - 公司社保金融卡样品已经送到社保部做检测，预计下半年开始出货。

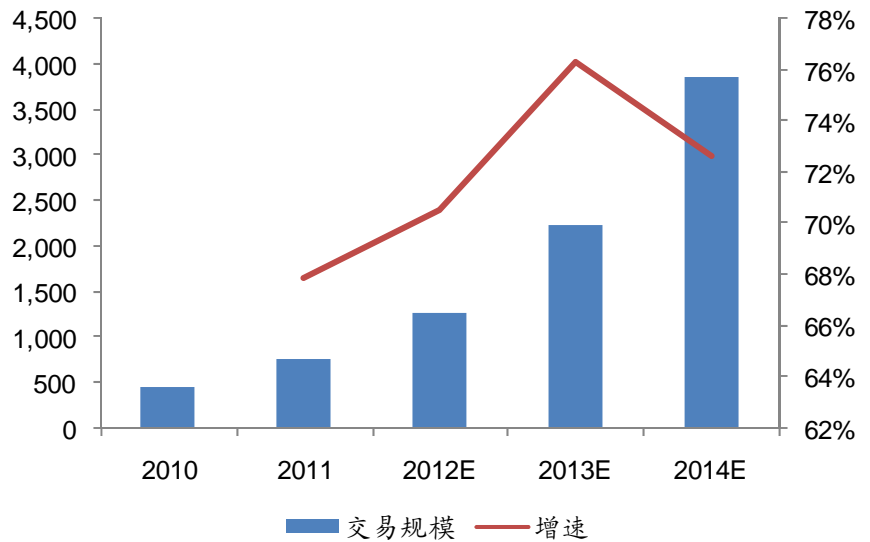
#### 居民健康卡添增量

- 居民健康卡市场快速启动，至 2015 年发卡量将达 8.4 亿。
  - 卫生部表示，今年全国将加快推进居民健康卡建设工作，启动各省份试点工作，争取“十二五”末居民健康卡持有率与居民电子健康档案建档率同步达到 80%；
  - 根据国务院印发的《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》，到 2015 年，城乡居民健康档案规范化电子建档率达到 75% 以上；
  - 根据以上数据，预计 2015 年居民健康卡覆盖率达到 60% 以上，以全国 14 亿人口计算，发卡总量将达到 8.4 亿张。
- 基于国家对于信息安全以及国内企业的扶持态度，预计居民健康卡的主要供货商仍将是国内主流的四至五家芯片企业。
- 公司提供的大容量高性能非接触 CPU 卡芯片在首批发放的居民健康卡中成功使用，未来居民健康卡放量，预计公司将获得 20% 的市场份额。
  - 2012 年 3 月，卫生部会同河南省人民政府和内蒙古鄂尔多斯市、辽宁锦州市、广东佛山市人民政府，在四地同步举行了居民健康卡首批试点工作；
  - 公司为卫生部居民健康卡试点项目分别提供了用户卡和 SAM 卡芯片。

#### 全面布局各条技术路线，静待移动支付市场爆发

- 根据易观国际的报告显示，2011 年中国移动支付市场规模达到 742 亿元，同比 2010 年增长 67.8%，预计 2013 年该市场规模超过 1500 亿元，2014 年有望达到 3850 亿元，用户规模达 3.87 亿，未来几年中国移动支付的年均增速将超过 50%。

图表15: 2010-2014年中国移动支付市场交易规模预测, 亿元



来源: 易观国际, 国金证券研究所

- 2012年6月21日, 中国银联与中国移动签署移动支付业务的框架协议, 中国移动未来有望统一移动支付方案至银联主导的 13.56MHz 标准, 这标志着移动支付三足鼎立僵局已经打破, 行业将迎来加速期。
  - 此外中国银联执行副总裁柴洪峰在今年6月接受记者采访时透露, 移动支付标准有望年内出台。
- 监管部门出于对国家安全与金融安全以及信息产业和持卡人的利益的考虑, 更重要的是对国内芯片产业发展的考虑, 明确指出鼓励移动支付产业采用本土厂商的芯片产品。
  - 国内主要移动支付芯片企业有: 同方微电子、大唐微电子、复旦微电子、上海华虹和国民技术; 其中国民技术主要投入的 2.4GHz 标准未被选为商用标准, 在 13.56MHz 方案上技术实力相对较弱。
- 公司凭借长期投入的技术优势, 拥有所有移动支付方案对应的解决方案, 行业一旦启动, 公司将首先受益。
  - 公司支付安全芯片 THC80F09BC 支持 SE 在 SIM 中、SE 在 SD 中以及 SE 在手机中全部三种解决方案, 并于 2012 年 3 月通过了银联手机支付卡检测;
  - 公司提供支持 Native 和 JAVA 的贴片卡芯片 THD20F06BD 以及 THD86 系列平台产品目前已经在部分地区应用发行;
  - 公司双界面 SIM 卡移动支付芯片 THD86EF59AC 支持用户只需更换一张双界面 SIM 卡即可实现手机支付功能。

图表16: 国内移动支付芯片主要企业产品比较

公司	SWP SIM	双界面SIM	SWP SD	贴片卡
同方微电子	有	有	有	有
大唐微电子	有	有	有	无
复旦微电子	有	有	无	无
上海华虹	有	无	有	无

来源: 公司主页, 国金证券研究所

## 二代身份证、SIM卡: 存量业绩稳中有升

### 2014年二代身份证迎来换卡小高峰

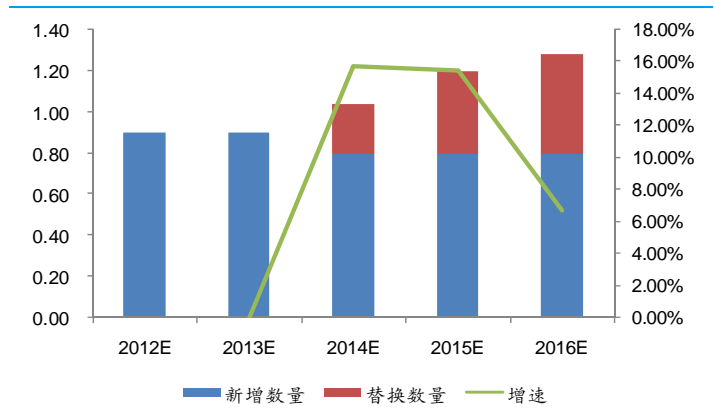
- 2014年二代身份证十年有效期到期, 二代证发卡将再掀小高峰。
  - 二代身份证 2004 年开始发行, 2006 年达到发卡高峰 2.8 亿张, 高峰延续到 2008 年, 之后发卡量下降进入平稳期, 至 2013 年预计每年核发 9000 万张左右;
  - 由于我国实行身份证有效期和年龄挂钩的政策, 16-25 周岁, 有效期 10 年, 26-45 周岁, 有效期 20 年, 46 周岁以上长期有效, 2014 年首批 10 年有效期的身份证将到期, 因此将迎来新的身份证发卡高峰。

图表17: 二代身份证发行量预测, 亿张

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
新增数量	0.90	0.90	0.80	0.80	0.80
替换数量	0.00	0.00	0.24	0.40	0.48
二代证发卡量	0.90	0.90	1.04	1.20	1.28

来源: 网络数据, 国金证券研究所

图表18: 二代身份证发行量预测, 亿张

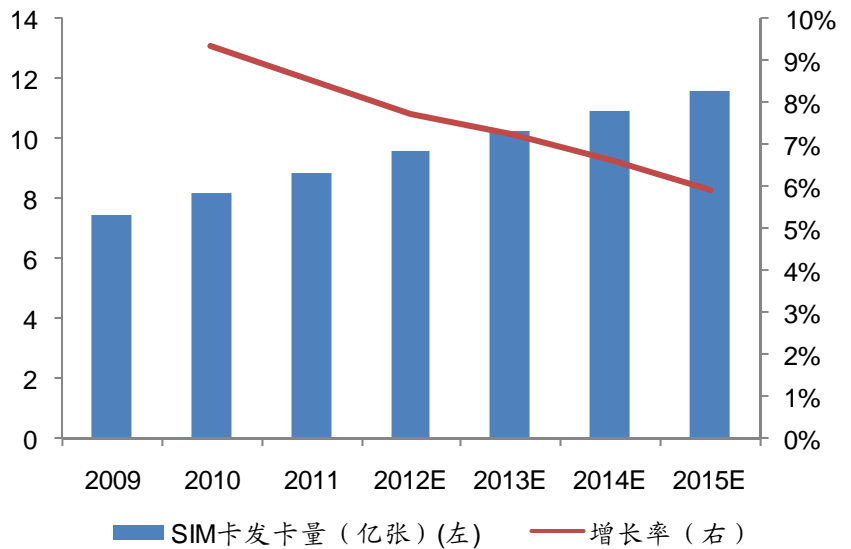


- 公司稳定占有二代证芯片市场 25% 的市场份额, 随着 2014 年发卡小高峰的到来, 公司二代证芯片出货量将同比例提升。
  - 第二代身份证由公安部统一招标生产, 公司与大唐微电子、上海华虹、中电华大为二代证的四家供货商, 公司占有 25% 左右的份额;
  - 公司今年二代证芯片每年销售超过 2500 万颗, 单价格在 6.3 元左右, 毛利率超过 60%。

### SIM卡贡献业绩稳中有升

- SIM 卡发行量稳中有升, 随着移动用户渗透率的进一步上升, 未来增长率将逐步降低, 发行量将趋于平稳。

图表19: 2009-2015年SIM卡发卡量预测, 亿张



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 全球 SIM 卡市场通过几年的激烈竞争, 市场已经逐渐向成本规模优势突出的大陆厂商集中; 目前 SIM 卡市场毛利率仅在 5%左右, 新进入者无法与同方微电子这两类已经形成规模优势的企业竞争。
  - 公司自 2006 年进入 SIM 卡芯片市场以来, 现已成为国内 SIM 卡芯片出货量最大的供应商 (市场份额接近 30%), 为国内三大运营商供货, 同时为全球前六智能卡商中五家供货。
  - 全球最大 SIM 卡制卡商金雅拓公司对公司进行了长达 3 年的评估, 去年将公司更换为其供应平台, 并签署独家协议, 共同研发新产品。
- 2011 年第三季度公司 SIM 卡芯片生产工艺从 0.22um 工艺升级到了 0.13um 工艺, 并于 2012 年一季度正式使用该工艺进行产品的量产, 进一步降低了公司生产 SIM 卡芯片的成本, 未来市场占有率有望进一步扩大。

## 收购国微电子, 打造特种芯片设计第一股

### 进口替代打开国内特种芯片市场空间

- 2011 年国家强行推进特种电子元器件国产化率, 同时由于部分进口产品停产和禁运, 造成国产元器件需求旺盛, 特种集成电路每年国家采购量为 200 亿元, 其中约 80%依靠进口, 未来进口替代空间非常巨大。
- 特种集成电路行业需要较长时间的技术储备和市场积累, 产品一旦进入装备采购, 采购者需根据原始设计的型号进行采购, 不能擅自更改采购型号和供应商, 使早期进入者获得巨大先发优势。

### 特种芯片龙头借力国有资本

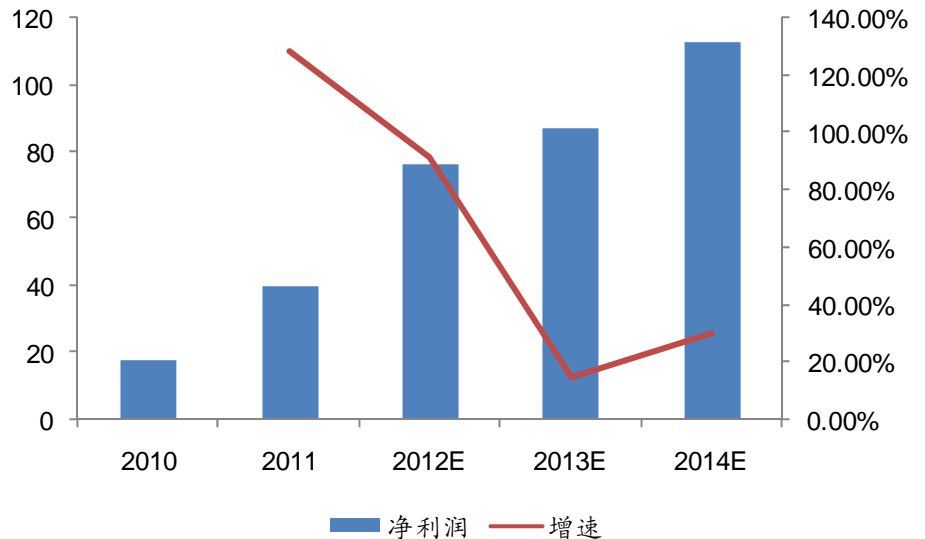
- 深圳国微电子主营特种集成电路, 主要产品包括高性能微处理器、高性能可编程器件、高性能总线、大容量存储器、总线接口驱动、专用芯片 (ASIC/SoC), 北斗一代基带芯片。
- 国微电子是目前国内特种元器件行业综合实力最强的公司, 其领先优势主要体现在以下两个方面:
  - 先发优势:

(1) 公司主要业务传承于 1993 年成立的深圳先科集成电路设计公司, 为国家“908”工程建设单位, 首家国家“909”工程启动

单位，1999 年承接第一个特种 CPU 项目，是首家做特种集成电路的民营企业。

- (2) 公司现已拥有武器装备科研生产单位二级保密资格、武器装备科研生产许可证，现在民营企业获得此类资质非常困难。
- (3) 公司花了多年的时间与国内主要大型客户均建立起了良好的合作伙伴关系。
- 技术优势：
  - (1) 公司承接有超大规模可编程逻辑器件、创新结构的大容量存储器类核高基项目共 9 项，总项目经费超过 3 亿元；
  - (2) 公司部分技术填补了国内空白，微处理器芯片制造项目获得国家科技进步二等奖，公司自主研发的微处理器、可编程器件、存储器、总线等核心产品广泛应用于多项国家重点工程中；
  - (3) 公司现拥有 4 项专利权，正在申请中的专利共 33 项，其中发明专利 30 项，实用新型 3 项。
- 公司收购国微电子后，国微电子将从个人控股转变为国有控股，性质的转变将加强公司的接单能力，并获得国家更大的科研经费支持。
- 国微电子未来盈利能力突出，有效增厚公司业绩。
  - 本次并购方案国微电子承诺 2012 年至 2014 年归属于母公司股东的净利润将分别不低于 7600 万、8700 万和 11300 万，扣非后不低于 5500 万、8000 万和 10300 万；
  - 本次收购标的资产评估价值 11.57 亿，按照 2012 年承诺业绩计算，估值仅为 2012 年 15.2 倍，有效增厚公司业绩。

图表20：国微电子承诺业绩，百万元



来源：公司公告，国金证券研究所

### 盈利预测及假设

**图表21: 分业务盈利预测, 百万元**

项目	2011	2012E	2013E	2014E
<b>身份识别类</b>				
营业收入	155.00	168.00	191.20	236.00
增长率		8.39%	13.81%	23.43%
营业成本	62.75	69.15	80.98	101.90
毛利	92.25	98.85	110.22	134.10
毛利率	59.52%	58.84%	57.65%	56.82%
<b>电信类</b>				
营业收入	154.73	175.94	280.00	320.00
增长率		13.70%	59.15%	14.29%
营业成本	143.57	158.67	235.00	265.70
毛利	11.17	17.27	45.00	54.30
毛利率	7.22%	9.81%	16.07%	16.97%
<b>金融支付类</b>				
营业收入	40.00	64.50	110.25	227.50
增长率		61.25%	70.93%	106.35%
营业成本	24.60	39.70	66.75	134.75
毛利	15.40	24.80	43.50	92.75
毛利率	38.50%	38.45%	39.46%	40.77%
<b>同方微电子合计:</b>				
营业收入	349.73	408.44	581.45	783.50
增长率		16.79%	42.36%	34.75%
营业成本	230.92	267.52	382.73	502.35
毛利	118.82	140.92	198.72	281.15
毛利率	33.97%	34.50%	34.18%	35.88%
<b>谐振器</b>				
营业收入	196.31	183.67	174.55	174.55
增长率		-6.44%	-4.97%	0.00%
营业成本	157.68	165.88	161.14	162.33
毛利	38.63	17.79	13.41	12.22
毛利率	19.68%	9.69%	7.68%	7.00%
<b>振荡器</b>				
营业收入	46.93	48.51	56.59	56.59
增长率		3.38%	16.65%	0.00%
营业成本	32.87	39.60	42.17	45.27
毛利	14.06	8.91	14.42	11.32
毛利率	29.96%	18.38%	25.48%	20.00%
<b>电容器及其他</b>				
营业收入	44.44	43.21	27.70	27.70
增长率		-2.77%	-35.90%	0.00%
营业成本	34.25	33.08	23.58	23.58
毛利	10.19	10.13	4.12	4.12
毛利率	22.94%	23.45%	14.86%	14.86%
<b>晶源电子业务合计:</b>				
营业收入	287.69	275.40	258.84	258.84
增长率		-4.27%	-6.01%	0.00%
营业成本	224.80	238.57	226.89	231.19
毛利	62.89	36.84	31.95	27.65
毛利率	21.86%	13.38%	12.34%	10.68%
<b>国微电子业务合计:</b>				
营业收入	157.62	199.83	259.14	336.51
增长率		26.78%	29.68%	29.86%
营业成本	81.59	94.97	112.21	138.03
毛利	76.03	104.86	146.93	188.45
毛利率	48.24%	52.47%	56.70%	56.00%
<b>销售收入 (百万元)</b>	<b>795.04</b>	<b>883.68</b>	<b>1099.43</b>	<b>1378.85</b>
<b>增长率</b>		<b>11.15%</b>	<b>24.42%</b>	<b>25.41%</b>
<b>销售成本 (百万元)</b>	<b>537.31</b>	<b>601.06</b>	<b>721.83</b>	<b>871.57</b>
<b>毛利率</b>	<b>32.42%</b>	<b>31.98%</b>	<b>34.34%</b>	<b>36.79%</b>

来源: 国金证券研究所

图表22: 智能卡业务分产品预测, 百万元

项目	2011	2012E	2013E	2014E
<b>身份识别类:</b>				
<b>二代身份证</b>				
发卡量(万)	2407.70	2500.00	2600.00	3000.00
单价(元)	6.23	6.20	6.20	6.20
营业收入	150.00	155.00	161.20	186.00
营业成本	60.00	62.00	64.48	74.40
毛利	90.00	93.00	96.72	111.60
毛利率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>公共事业卡、电子标签</b>				
营业收入	5.00	13.00	30.00	50.00
营业成本	2.75	7.15	16.50	27.50
毛利	2.25	5.85	13.50	22.50
毛利率	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>电信类:</b>				
<b>普通sim卡</b>				
销量(百万张)	350	400.00	500.00	550.00
单价(元)	0.42	0.40	0.40	0.40
营业收入	148.23	160.94	200.00	220.00
增速		8.57%	24.27%	10.00%
营业成本	139.67	149.67	187.00	205.70
毛利	8.57	11.27	13.00	14.30
毛利率	5.78%	7.00%	6.50%	6.50%
<b>移动支付sim卡</b>				
营业收入	6.50	15.00	80.00	100.00
营业成本	3.90	9.00	48.00	60.00
毛利	2.60	6.00	32.00	40.00
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>金融支付类:</b>				
<b>金融IC卡</b>				
发卡量(万)		50.00	300.00	1500.00
单价(元)		8.00	8.00	7.00
营业收入		4.00	24.00	105.00
营业成本		2.20	13.20	57.75
毛利		1.80	10.80	47.25
毛利率		45.00%	45.00%	45.00%
<b>金融社保卡</b>				
发卡量(万)		50.00	250.00	500.00
单价(元)		5.00	4.50	4.50
营业收入		2.50	11.25	22.50
营业成本		1.50	6.75	13.50
毛利		1.00	4.50	9.00
毛利率		40.00%	40.00%	40.00%
<b>居民健康卡</b>				
发卡量(万)		100.00	300.00	600.00
单价(元)		6.00	5.00	5.00
营业收入		6.00	15.00	30.00
营业成本		3.60	9.30	19.50
毛利		2.40	5.70	10.50
毛利率		40.00%	38.00%	35.00%
<b>USBKEY</b>				
营业收入	6.00	12.00	15.00	20.00
营业成本	4.20	8.40	10.50	14.00
毛利	1.80	3.60	4.50	6.00
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

来源: 国金证券研究所

### 估值&投资建议

- 公司目前对应 2012 年估值 36 倍左右，但是我们基于以下四点原因认为公司可以获得高于行业平均的估值，建议投资者在公司股价调整时积极买入。
  - (1) 国产金融 IC 卡芯片安全可靠性的认证一旦通过，金融 IC 卡将进入快速放量期，公司业绩弹性大；
  - (2) 参考二代证发展轨迹，公司股东背景雄厚、技术突出，受益的确定性高；
  - (3) 未来 1、2 年内社保卡，居民健康卡和移动支付芯片也将进入行业的加速期，叠加效应带来更大业绩弹性；
  - (4) 国微电子特种芯片业务与补贴均存在超预期可能。
- 我们保守预测公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.576 元，0.724 元，1.00 元；给予公司未来 6 个月 25.34 元目标价，相当于 35x13PE。

图表23：估值表

股票代码	股票名称	股本	收盘价	EPS (元)			PE		
		(百万股)	(元)	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
600198	大唐电信	439	9.11	0.92	0.39	0.39	9.90	23.36	23.36
300077	国民技术	272	16.86	0.44	0.61	0.53	38.32	27.64	31.81
300101	国腾电子	278	14.10	0.34	0.50	0.70	41.47	28.20	20.14
300223	北京君正	104	15.68	0.90	0.78	1.02	17.42	20.10	15.37
市盈率平均值							26.78	24.83	22.67
同方国芯EPS							0.576	0.724	1.000
采纳估值								35	
相对估值目标价								25.34	

注：收盘价为8月21日数据，盈利预测来自朝阳永续

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 国内 EMV 迁移进入低于预期
- 市场竞争加剧导致毛利率下降

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>289</b>	<b>349</b>	<b>288</b>	<b>884</b>	<b>1,099</b>	<b>1,379</b>
增长率		20.7%	-17.5%	207.2%	24.4%	25.4%
主营业务成本	-221	-259	-225	-601	-722	-872
% 销售收入	76.4%	74.3%	78.1%	68.0%	65.7%	63.2%
毛利	68	90	63	283	378	507
% 销售收入	23.6%	25.7%	21.9%	32.0%	34.3%	36.8%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-6	-8	-10
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%
营业费用	-6	-9	-6	-32	-34	-43
% 销售收入	1.9%	2.5%	2.1%	3.6%	3.1%	3.1%
管理费用	-19	-22	-19	-70	-85	-107
% 销售收入	6.6%	6.3%	6.6%	7.9%	7.8%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	42	58	36	175	250	347
% 销售收入	14.7%	16.5%	12.5%	19.8%	22.7%	25.2%
财务费用	-2	-4	-4	20	24	32
% 销售收入	0.6%	1.2%	1.2%	-2.3%	-2.2%	-2.3%
资产减值损失	-1	-6	3	-1	-2	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.3%	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	39	48	36	195	272	379
营业利润率	13.5%	13.6%	12.3%	22.0%	24.8%	27.5%
营业外收支	3	0	2	27	10	10
税前利润	42	48	37	221	282	389
利润率	14.5%	13.6%	12.9%	25.1%	25.7%	28.2%
所得税	-7	-8	-5	-36	-50	-69
所得税率	16.2%	17.8%	14.6%	16.3%	17.7%	17.7%
净利润	35	39	32	185	232	320
少数股东损益	1	1	1	4	4	5
归属于母公司的净利率	34	38	31	182	228	315
净利率	11.8%	10.8%	10.7%	20.6%	20.8%	22.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	35	39	32	185	232	320
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	36	30	20	23	24
非经营收益	2	4	0	-19	-10	-10
营运资金变动	12	-32	23	-24	-48	-65
<b>经营活动现金净流</b>	<b>82</b>	<b>48</b>	<b>85</b>	<b>162</b>	<b>198</b>	<b>269</b>
资本开支	-26	-37	-44	-40	9	9
投资	0	-1	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-26</b>	<b>-38</b>	<b>-44</b>	<b>-41</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	-42	11	-21	-66	0	1
其他	-16	-40	4	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-57</b>	<b>-29</b>	<b>-16</b>	<b>-66</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1</b>	<b>-19</b>	<b>24</b>	<b>55</b>	<b>207</b>	<b>279</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	60	547	654	709	916	1,194
应收款项	85	229	203	391	486	610
存货	46	97	118	198	237	287
其他流动资产	7	15	23	62	74	89
流动资产	198	888	997	1,359	1,713	2,180
% 总资产	40.5%	73.2%	75.0%	78.5%	83.1%	86.9%
长期投资	15	5	5	6	5	5
固定资产	263	279	275	314	292	269
% 总资产	53.8%	23.0%	20.7%	18.1%	14.1%	10.7%
无形资产	12	36	45	50	51	51
非流动资产	291	325	333	373	350	328
% 总资产	59.5%	26.8%	25.0%	21.5%	16.9%	13.1%
<b>资产总计</b>	<b>489</b>	<b>1,213</b>	<b>1,330</b>	<b>1,732</b>	<b>2,063</b>	<b>2,507</b>
短期借款	11	23	2	0	0	0
应付款项	32	155	197	461	554	669
其他流动负债	9	16	12	30	37	44
流动负债	52	194	210	491	590	713
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	12	53	64	0	0	0
<b>负债</b>	<b>64</b>	<b>247</b>	<b>274</b>	<b>491</b>	<b>590</b>	<b>714</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>411</b>	<b>952</b>	<b>1,041</b>	<b>1,222</b>	<b>1,451</b>	<b>1,766</b>
少数股东权益	14	13	14	18	22	27
<b>负债股东权益合计</b>	<b>489</b>	<b>1,213</b>	<b>1,330</b>	<b>1,732</b>	<b>2,063</b>	<b>2,507</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.253	0.279	0.228	0.576	0.724	1.000
每股净资产	3.044	7.053	7.709	3.875	4.599	5.599
每股经营现金净流	0.605	0.353	0.626	0.514	0.626	0.853
每股股利	0.110	0.110	0.100	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.30%	3.95%	2.95%	14.86%	15.74%	17.85%
总资产收益率	6.97%	3.10%	2.31%	10.49%	11.07%	12.57%
投入资本收益率	8.14%	4.79%	2.90%	11.83%	13.98%	15.94%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	7.30%	20.69%	-17.50%	207.17%	24.42%	25.41%
EBIT增长率	-8.14%	35.77%	-37.60%	388.37%	42.56%	38.91%
净利润增长率	11.61%	10.30%	-18.27%	491.21%	25.69%	38.06%
总资产增长率	-0.15%	147.81%	9.62%	30.24%	19.14%	21.54%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	81.0	137.7	238.0	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	86.8	101.2	174.5	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	37.6	59.9	105.0	72.0	72.0	72.0
固定资产周转天数	317.1	289.6	329.8	99.9	93.4	68.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-11.52%	-54.34%	-61.79%	-57.12%	-62.16%	-66.55%
EBIT利息保障倍数	24.4	14.3	10.2	-8.6	-10.3	-11.0
资产负债率	13.16%	20.40%	20.64%	28.37%	28.61%	28.49%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	0	0	0	0
买入	1	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-07	买入	12.59	N/A
2 2008-04-28	买入	11.06	N/A
3 2008-08-25	买入	10.04	N/A
4 2008-10-29	买入	7.00	N/A
5 2009-03-29	买入	9.10	N/A
6 2009-08-20	买入	12.81	N/A
7 2009-10-30	买入	11.59	N/A
8 2009-12-14	买入	13.70	N/A

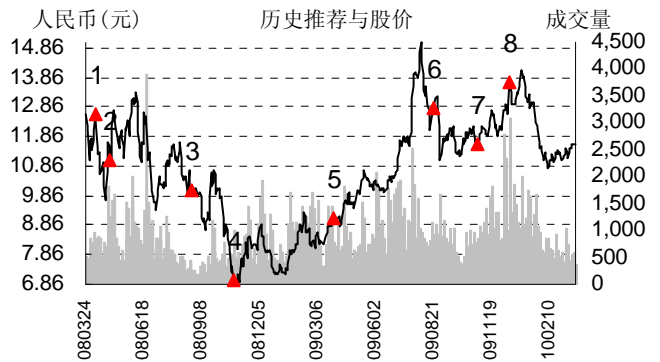
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室