

2012年08月30日

TMT-计算机应用

证券研究报告--评级深度报告

兆日科技(300333)

引领高端防伪，驶入商用蓝海

投资评级：A--买入(首评)

TMT：吴炳华

执业证书编号：S0890510120009

电话：021-68778306

邮箱：wubinghua@cnhbstock.com

联系人：陈筱

电话：021-68778317

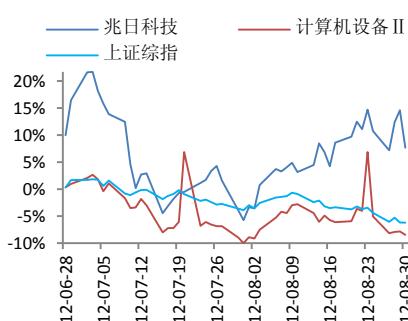
联系人：夏元

电话：021-68778072

公司基本数据

总股本(万股)	11200.00
流通 A 股/B 股(万股)	2800.00/0.00
资产负债率(%)	2.78
每股净资产(元)	7.68
市净率(倍)	3.37
净资产收益率(加权)	20.34
12个月内最高/最低价	28.85/21.51

股价走势图



相关研究报告

◎不同之处：

◆引领金融等高端领域的信息防伪。公司的电子支付密码器系统涵盖了密码算法、芯片设计、系统建设和终端的全产业链，长期以来已经成为金融等高端防伪的领导者。特别是作为金融票据防伪芯片的唯一供应商更彰显其产业链中稳固的核心地位。而其防克隆技术未来在商业领域的应用或成就其新的蓝海。

◎投资要点：

◆电子密码支付器系统未来3年复合增速将超30%。目前信息防伪正成为金融机构的防伪首选，电子密码支付器系统作为信息防伪的成功应用，认可度持续攀升。虽经过持续推广，当前市场渗透率仅为14%，未来成长空间巨大，预计未来4年市场渗透率每年提升5%左右。加之下游市场—银行对公账户每年保持10%左右的增速，电子密码支付器系统未来3年的复合增速将超过30%，2015年电子密码支付器系统规模有望超过30亿元。

◆公司在电子密码支付器市场的优势持续强化。技术领先成就其长期的行业领导者地位，并占据电子密码支付器30%的市场份额，居市场之首。公司金融等高端客户包括200多家省级银行分行和2万多家银行网点及百万余家企业事业单位。此外，公司还是国家密码管理局批准的金融票据密码芯片唯一生产商，产业链核心地位难撼。诸多优势将持续扩大公司在市场中的地位。

◆防克隆技术开辟新的商用蓝海。公司专注于将信息防伪技术应用于票据领域，除了拥有55项专利并曾获国家科学技术进步二等奖外，还是世界上少数几家掌握纸纹这类防克隆技术的公司之一。该技术推广至车票、门票、彩票等商用领域防伪将开辟新的蓝海市场。

◆持续高增长可期，首次买入评级。预计公司2012-2014年的EPS分别为1.03元、1.36元和1.88元。业绩复合增速有望超过35%，我们认为合理价位为34元，对应2013年25倍PE。首次给予买入评级。

◎关键假设：未来三年公司营收增速分别为43%、43%和39%，毛利率保持稳定略下降，管理与销售费用率保持过去三年平均，财务费用为负。

◎风险提示：竞争加剧、新产品推广和对密码检测中心的依赖或产生风险。

	2010A	2011A	2012Q2	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	122.60	205.95	66.23	301.06	402.98	534.66
同比增速(%)	97.02	67.99	18.83	46.18	33.85	32.68
净利润(百万)	41.71	82.08	26.91	115.53	152.06	210.62
同比增速(%)	91.51	96.79	15.27	40.75	31.61	38.52
毛利率(%)	80.49	78.99	79.97	77.46	77.45	77.59
每股盈利(元)	0.50	0.98	0.24	1.03	1.36	1.88
ROE(%)	36.03	43.08	3.08	37.67	33.86	31.85
PE(倍)	0.00	0.00		23.93	18.19	13.13

正文目录

1. 金融票据防伪领域的龙头	4
1.1. 专注于金融票据防伪领域	4
1.2. 销售规模与盈利能力高于同行	4
1.3. 股权结构保障公司平稳发展	5
2. 票据信息防伪技术推广应用是大势所趋	6
2.1. 传统防伪已难保金融安全	6
2.2. 电子密码支付器是信息防伪的有效应用	8
2.3. 国家政策扶持，推广有望加速	9
2.4. 诈骗高烧不退，金融业自身需求旺盛	10
2.5. 密码支付器复合增速将超 50%	11
3. 金融票据防克隆技术有望打开新百亿空间	12
3.1. 防克隆新技术将从根本上满足防伪需要	13
3.2. 商业票据防伪防克隆领域	14
3.3. 金融票据防克隆应用先行，商业票据或成未来蓝海	14
4. 竞争优势明显，高盈利有望长期保持	15
4.1. 研发能力领先，全产业链布局保盈利	15
4.2. 打造兆日品牌，树立业内领先优势	16
4.3. 技术加营销布局，网点全面开花促销售	16
5. 盈利预测与估值	18
5.1. 关键假设	18
5.2. 盈利预测	18
5.3. 可比公司比较与估值	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 公司近年来的营收规模及增速	5
图 2 公司近年来的营收构成	5
图 3 公司股权结构	6
图 4 我国票据防伪行业趋势与竞争格局	7
图 5 支付密码使用流程图	8
图 6 电子密码支付设备发展过程	9
图 7 我国对公结算账户增长情况	11
图 8 我国密码支付器市场预测（存量市场）	11
图 9 电子密码支付器市场规模及增速（增量市场）	12
图 10 我国密码支付器市场预测（存量市场）	12
图 11 我国商业银行网点分布	12
图 12 银行验证设备市场规模及台数	12

表 1 公司产品线分类	4
表 2 主要的几种票据防伪方法	7
表 3 公司近几年的覆盖银行网点情况	17
表 4 公司分产品收入预测	18
表 5 公司分产品毛利率预测	18

表 6 利润表.....	18
表 7 可比公司估值比较.....	19

(本报告共有图 12 张, 表 7 张)

1.金融票据防伪领域的龙头

1.1.专注于金融票据防伪领域

兆日科技专注于将信息防伪技术应用于票据防伪领域，主要提供用于金融票据防伪的电子支付密码器系统（包括电子支付密码器和电子支付密码核验设备）、用于金融及税务票据防伪的密码芯片，并兼顾生产部分税控安全组件。公司电子支付密码器系统市场份额第一，达30%左右，拥有超过200家省市级银行分行、2万家银行网点及百万余家企业事业单位用户。同时，公司还是国家密码管理局批准的金融票据密码芯片定点生产单位，具备从芯片到系统产品的全产业链生产能力。

基于公司掌握的现代密码技术和信息防伪领域其他成熟的技术储备，公司还将拓展目前的产品、技术的应用领域，将产品应用拓展到金融、税务之外的其他票据防伪领域。同时，公司在票据防克隆技术方面拥有自主知识产权的发明专利，是世界上掌握基于物质特征加密和自动识别防克隆技术的少数几家公司之一，该项技术的应用和推广，将对提升公司现有产品的竞争力和扩大产品的市场应用范围发挥重要作用。

表1 公司产品线分类

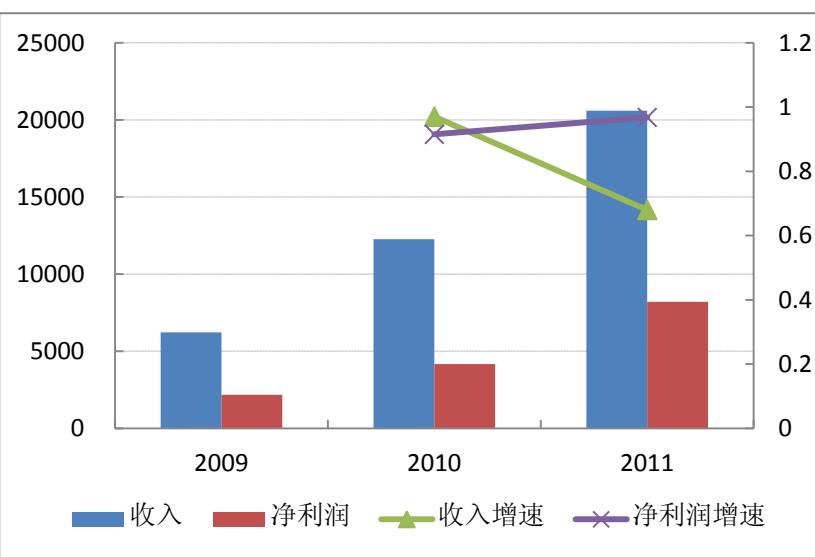
分类	产品	介绍	应用	销售模式
电子支付密码器系统	电子密码支付器	当票据分散签发和集中验证时，为票据生成高强度的数字签名，以防止假冒	用于在银行开立账户的企业事业单位签发票据时产生支付密码，和银行开展同城跨行通兑和异地票据结算等票据创新业务	直销给银行；通过商业银行代销给企事业单位；经销商销售给银行或进一步由银行代销
	电子支付密码核验设备	票据签发和集中验证时，为具有支付密码的票据提供数字签名验证，防止假冒开票人身份、伪造和变造票据	应用于银行后台支付结算系统，是银行防范票据伪造、变造和跨行、跨地区票据结算之必要设施	全部通过北京兆日直销给银行总部
密码芯片	金融票据密码芯片	用于生成和验证与票据信息唯一对应的数字签名，是电子支付密码器及电子支付密码核验设备的核心部件	用于银行票据、国债、企业财务凭证、各种交易凭证等密押	全部通过北京兆日直销给国家密码管理局商用密码检测中心
	税控密码芯片	用于生成和验证合法纳税户在税务发票上的数字签名	生成税务发票的防伪码，实现发票防伪、防篡改和确认纳税人合法身份。	
税控安全组件	税控机器等的组件	用于符合GB18240.1-2003标准的税控收款机等产品	应用于税控器、税控收款机和金融税控收款机等	全部通过北京兆日直销给税控机厂商

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

1.2.销售规模与盈利能力高于同行

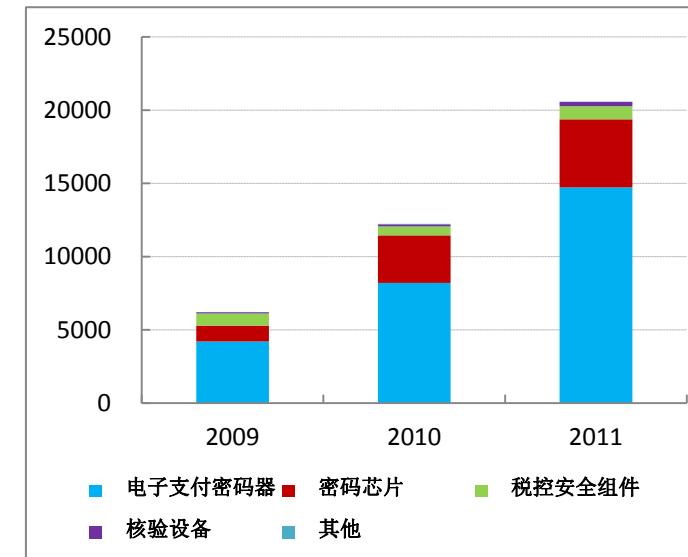
公司电子支付密码器及密码芯片业务发展较快，近两年合计占公司总收入比重超过95%，带动公司整体营收实现了82%的年均复合增长率。值得注意的是，公司近三年来电子支付密码器和密码芯片毛利率水平均较高，使得公司整体毛利率稳定在80%左右，远超过其竞争对手信雅达同类业务毛利率水平。

图 1 公司近年来的营收规模及增速



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 2 公司近年来的营收构成



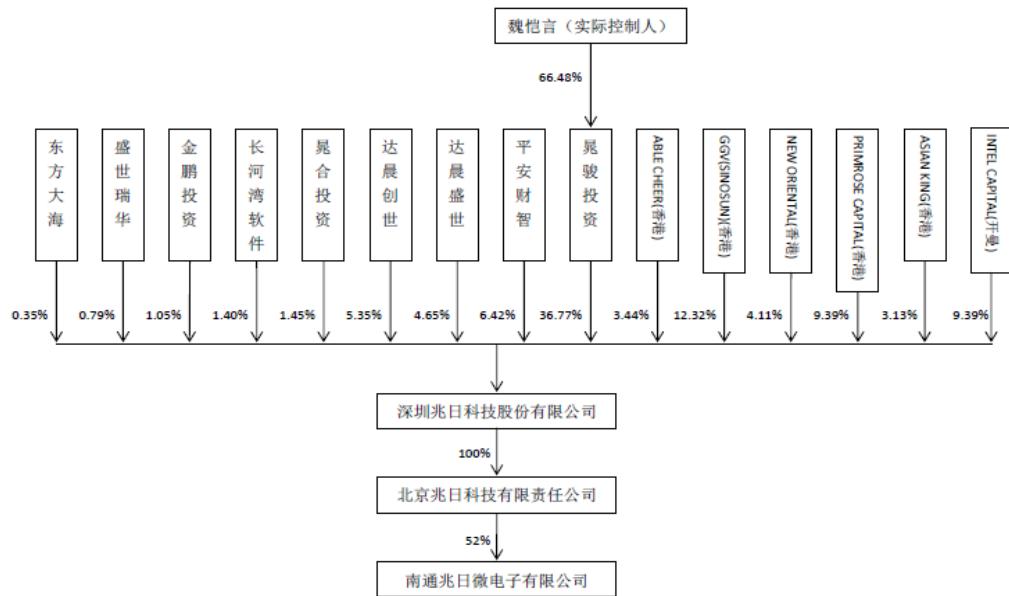
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司密码芯片毛利率超过 90%，且电子支付密码器较信雅达等厂商同类产品毛利率更高的原因在于以下两个方面：(1)公司经国家密码管理局授权，是金融票据密码芯片 SSX10 (A/B) 的定点生产单位，具有与国家商用密码检测中心（国内密码芯片唯一销售单位）合作协议保障。(2)信雅达等竞争对手不具备密码芯片生产能力，必须通过国家商用密码检测中心间接购买金融票据密码芯片，取得密码芯片的成本相比公司明显更高。凭借从芯片到电子支付密码产品全产业链生产能力，公司建立了较强的行业竞争优势。此外，我们认为，公司有望持续较快增长，从而进一步夯实。

1.3. 股权结构保障公司平稳发展

公司控股股东为晁骏投资，持有公司 36.77% 的股份；实际控制人为公司董事长兼总经理魏恺言先生，其持有晁骏投资 66.48% 股份，并与晁骏投资的其他股东达成了一致行动的约定。魏恺言先生是公司的创始人、公司主要经营管理人员及核心技术人员、公司多项专利的发明人，自公司创立以来一直为公司的实际控制人。魏恺言先生深厚的技术出身背景对于把握公司未来的发展成长的正确方向起到了重要作用。公司的其他股东还包括 Intel Capital 等国际机构和部分员工股，公司的股权结构体现了很好的制衡，有助于公司长期平稳的发展。发行后当前公众股东占 25%。

图3 上市前公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

2. 票据信息防伪技术推广应用是大势所趋

2.1. 传统防伪已难保金融安全

伴随着我国经济的高速发展，票据日益成为现代经济生活中不可或缺的重要组成部分。目前票据已广泛应用于金融、税务、海关、交通、工商等国家重要的经济领域，并且逐步渗透到教育、医疗、旅游等百姓日常生活领域。

由于诚信体系等社会制度的建设尚待完善等原因，我国造假问题越来越严重，其中各种商业票证的造假更是成为突出的社会问题。假汇票、假发票、假门票、假提货单、假报关单、假质检单等危害逐渐显现，更为严重的是，近年来全国范围内金融票据诈骗案件已成高发态势。随着不法分子伪造存款人预留银行印鉴、篡改票据信息等手段的不断翻新，以及造假技术呈现高仿真趋势，国内各种金融票据造假等案件数量和金额持续上升，严重扰乱了国内正常的金融秩序，极大威胁着国家、银行和企业的资金安全。由于传统的票据防伪技术已难以有效防范票据造假，许多对于票据真伪技术要求较高的领域，如银行票据、税务发票和个人身份证件等已纷纷采用基于现代密码技术的高科技防伪手段。

票据防伪按其技术实现手段可分为：原材料防伪、印刷工艺防伪和信息防伪。原材料防伪主要采用特种纸张和特种油墨技术来实现，通过水印、安全线、荧光纤维、荧光油墨、温变油墨等技术手段在造纸和印刷过程中赋予票据防伪功能；印刷工艺防伪主要通过独特的印刷设计制版工艺技术，制作出各种底纹、浮雕、全息、特种图案及缩微文字等，依靠控制票据印刷质量和印刷难度达到防伪效果。经过多年的应用实践，上述传统的基于原材料和印刷工艺的票据防伪技术，虽然技术上仍在不断更新和进步，但是由于可利用相似技术进行仿冒、伪造，使票据造假成本相对较低、票据真伪识别困难，特别是其防伪手段与票据签发人的身份、票据承载的信息内容无关，因此无法保证票据签发人的身份合法性和票据承载内容的真实性，再加上国内经济社会中仍然普遍缺乏诚信意识，导致仅仅依靠上述传统防伪技术已无法有效遏制伪造、假冒票据行为的泛滥，尤其是利用高科技手段进行伪造和变造金融票据的违法行为仍然危害巨大。

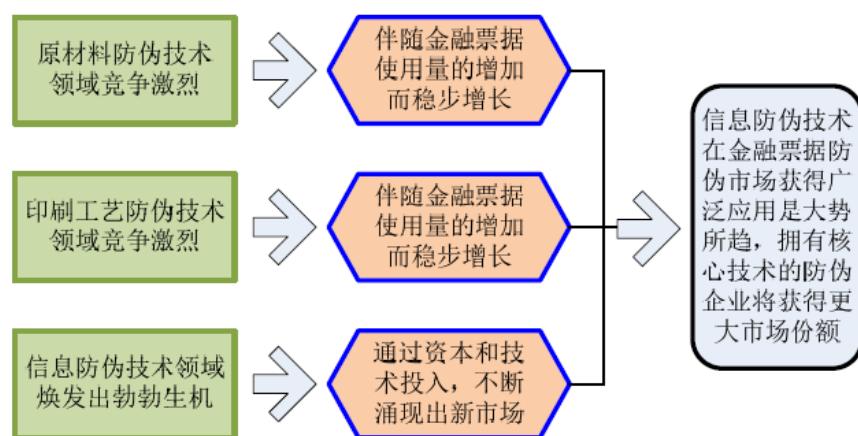
表2 主要的几种票据防伪方法

防伪技术		特征及描述
原材料防伪技术	防伪纸张	水印纸，各类痕迹纸、安全线纸、纤维纸、证券纸、荧光纤维纸、无碳纸、干式复写纸、防复印纸等
	防伪油墨	紫外荧光油墨、日光激发变色油墨、红外防伪油墨、热敏防伪油墨、压敏防伪油墨、磁性防伪油墨、光学可变防伪油墨、防涂改防伪油墨等
印刷工艺防伪技术	设计制版防伪技术	底纹防伪技术、超微缩防伪技术、隐形图像防伪技术等
	印刷防伪技术	缩微印刷、彩虹印刷、磁性印刷、特殊号码印刷、特种防伪印刷、隐形图文印刷等
信息防伪技术	全息标识定位烫印防伪技术	主要运用各种通用全息防伪技术，如像素全息、真彩色、合成加密、微刻、光化浮雕等
	密码防伪技术	应用信息加密技术、数字签名技术等现代密码技术，以保证票据信息的真实性、完整性，识别出票人的合法身份，从而实现票据防伪的目标
	RFID 无线射频防伪技术	利用 RFID 标识的唯一性，应用于票据防伪识别和票据流通过程跟踪等，由于 RFID 单位成本高，不具备大规模普及使用的条件，目前尚处于技术探索阶段

资料来源：

目前我国票据防伪行业经过最近十余年的发展已经充分市场化，市场在相应的监管体制下表现出完全竞争的特征。行业内各企业凭借其技术、品牌和产品、价格和服务等不同方式展开市场竞争，招投标等市场化竞争手段在行业内也得到了广泛的应用。票据的防伪手段从原先的纸张、油墨等原材料防伪，发展到特定图案、缩微文字印刷等印刷工艺防伪，再发展到利用密码技术、自动识别技术等信息技术防伪，经历了逐步向高新技术领域发展的过程。根据中国防伪技术协会的预测，未来的票据防伪仍将延续多种技术综合运用的方式，各种防伪技术在未来一定时期将并存，但信息技术防伪相对于原材料、印刷工艺防伪在防伪手段和防伪效果上更具备优势，是防伪技术未来发展的主流趋势。我国票据防伪行业的竞争格局如下图所示。

图4 我国票据防伪行业趋势与竞争格局



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

由此看来，原材料防伪和印刷防伪虽然在一定时间内仍将发挥作用，但是已经发进入红海，而对于票据信息安全性要求高的金融税收等领域，市场蓬勃成长的空间将让位于更加有效的信息防伪技术。信息防伪技术中，RFID 技术其原理是通过验证内嵌入票据的 RFID 芯片的真伪来间接验证票据本身的真伪及票据跟踪等，其在本质上改变了票据和票据验证的实质，加之其成本较高，不具备大规

模推广的条件。与之相比，电子支付密码器产品由于其价格适中，使用便捷安全，在银行中得到了较大规模的推广，已经成为被银行广泛接受的主流信息票据防伪技术，且银行端的核验设备渗透率已经较高，电子支付密码器具备了大规模推广的有利条件。

2.2. 电子密码支付器是信息防伪的有效应用

长期以来，通过伪造印章、涂改、篡改银行票据信息等违法行为一直严重困扰我国银行业，我国银行和开户企业每年遭受巨额资金损失，国家金融票据支付安全受到严重威胁。电子支付密码器系统正是为了解决上述问题应运而生的一项高科技产品，它是信息防伪技术在银行票据防伪中的应用，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，该电子支付密码器中设置了用于数字签名的加密算法和该用户唯一拥有的签名密钥。用户在日常开具支付票据时，将票据上的票据种类、票据号码、账号、签发日期、金额等重要信息要素输入到电子支付密码器中，电子支付密码器即针对该票据自动生成出一组数字签名即电子支付密码，用户将电子支付密码抄录或打印在票据上表明签发人的身份和对票据内容的签名票据受理银行收到票据时，把票据相关信息要素和电子支付密码输入到计算机中，并经网络传送至银行后台电子支付密码核验设备进行票据内容的正确性和票据签发人合法性的校验，将校验结果送回受理银行，若结果正确则立即进行兑付，否则退票。完整的电子支付密码器系统由客户端电子支付密码器和银行后台电子支付密码核验设备等主要部件组成。

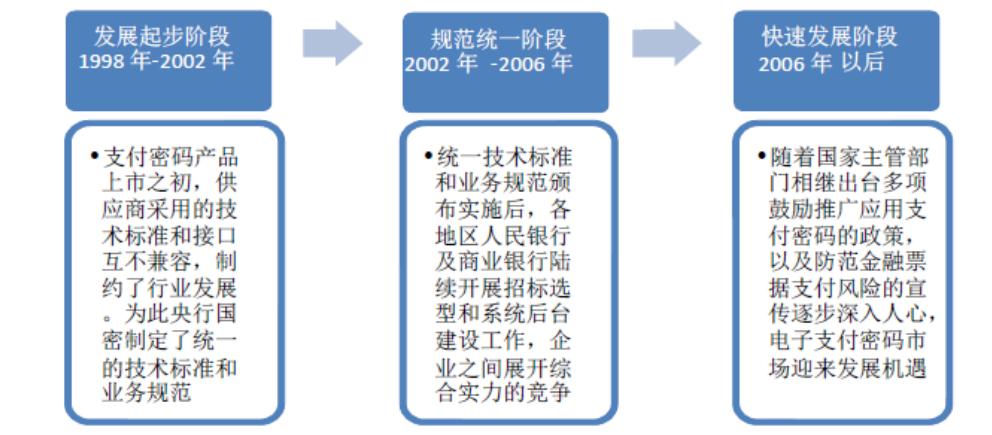
图 5 支付密码使用流程图



资料来源：

2002 年由中国人民银行、国家密码管理局牵头组织国内各大商业银行发起银行票据电子支付密码器系统的标准统一工作，通用性标准的电子支付密码器系统经过成功试点后开始在全国范围内逐步推广和普及。经过短短几年的产品推广和应用，凡配备了电子支付密码器系统的企业客户和银行，未发现支票等相关票据的伪造、变造现象。许多银行和地区更是利用电子支付密码器系统提供的优良安全保障，开拓了票据跨行、跨地区结算等新型业务。

图 6 电子密码支付设备发展历程



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

从上图可以看出，1998 年-2002 年为电子支付密码器系统发展起步阶段，2002 年-2006 年为市场规范统一阶段，2006 年以后为快速发展阶段。目前随着国内银行业为了维护票据流通的正常秩序、打击金融票据诈骗违法行为、大力开展新型票据结算业务、促进现代化支付体系建设等需求，近年来电子支付密码器系统在银行票据防伪市场正迎来快速成长的新阶段。

2.3. 国家政策扶持，推广有望加速

金融票据的诈骗案件一般是通过对票据的伪造和变造实现的。传统上，图章印鉴一直作为票据支付的主要验证手段，但随着科学技术的发展，图章印鉴的安全性遇到严峻挑战，电子图章刻印技术伪造图章的精度可以控制在微米数量级，人眼根本无法分辨其真假。针对防范以图章印鉴为代表的票据信息的伪造，中国人民银行、银监会分别发文鼓励银行和企事业单位使用电子支付密码器系统。中国人民银行“银发[2000]154 号”文件规定：“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，《票据管理实施办法》业已做出明确规定。因此，尚未使用支付密码的城市应积极推行银行与客户约定在支票上使用支付密码。”中国银行业监督管理委员会“银监办发[2009]167 号”文件通知：各银行业金融机构要加强账户管理，严格开户规定和程序，各银行业金融机构应向客户推广使用支付密码系统，对于账户内资金变动以短信方式通知企业。

电子支付密码器系统可以有效的防范票据信息的伪造，但同时，随着金融票据结算业务的扩展推广和信息防伪技术的日益普及，一种新型的伪造票据的违法现象—克隆票据已渐成猖獗之势。所谓克隆票据，是指犯罪分子通过复制合法票据信息的手段，制造一张或多张与合法票据信息一致、且仿真度极高的非法票据。据此，犯罪分子可通过多次、异地兑现这些克隆票据，达到骗取银行资金的目的。针对于此，国内主要的金融票据防伪应用行业的主管部门对票据防伪问题越发重视，已出台多项政策、法规鼓励支持金融票据防伪防克隆产品的普及和推广。如：中国人民银行 2011 年 2 月 24 日发布（中国人民银行[2011]第 2 号）公告，为提高银行票据凭证的防伪性能，保证票据的流通和正常使用，中国人民银行决定于 2011 年 3 月 1 日起启用 2010 版银行票据凭证。公告还对新版票据凭证的防伪工艺、印制标准、格式内容等做出了明确规定。时任中国人民银行总行支付结算司司长欧阳卫民于 2011 年 2 月 26 日在《金融时报》发表署名文章“推广应用 2010 版票据 防范票据欺诈风险”，文章指出，“努力提高票据反假能力，防范

欺诈风险，要改善票据审核的技术手段，增强操作的准确性。有条件的营业网点尽可能配备先进的防假、辨假、识假的专用设备，实现人工辨别和仪器辨别的双保险。”

2.4. 诈骗高烧不退，金融业自身需求旺盛

随着国民经济的持续健康发展，金融票据业务量继续保持稳步增长态势。根据央行公布的《2010年支付体系总体运行情况》报告，2010年，全国票据业务量持续上升，企业资金往来更加频繁，共发生票据业务8.97亿笔，金额284.52万亿元，日均业务245.62万笔、金额7795.02亿元。票据目前仍然是重要的非现金金融支付和结算工具。但随着经济的快速发展，目前国内以伪造变造金融票据为主的诈骗案件仍处高发阶段，呈现出涉案金额高、数量持续上升的特点。因此，国内金融行业积极采取应对措施，对采用高技术手段抵御金融票据诈骗案件、防范金融风险已形成广泛共识。

金融票据为个人和商务带来便利的同时，诈骗金额也在不断刷新纪录。2004年爆发的山西省“7·28”诈骗案号称建国以来最大的金融诈骗案，案犯与银行内外勾结，通过私刻印章、伪造转账支票等手法，涉案金额10多亿元。广东省公安厅经破获的一起利用假银行承兑汇票进行诈骗的数据显示：1998年10月至2000年9月间，以关家新、黄治文等人为首的三个犯罪团伙，不断疯狂伪造银行承兑汇票，并先后开出假银行承兑汇票102份，票面金额达4.09亿元。他们利用这些假承兑汇票分别在黑龙江、山东泰安、甘肃兰州、福建泉州等地银行贴现共计57份、金额达2.53亿元，给国家造成巨额经济损失。从1998年至2000年10月间，发生在全国各地的假银行承兑汇票诈骗案中，单单以河源各银行的名义开出的假银行承兑汇票就达288份，涉及金额达12亿元。2011年又发生了影响更大的齐鲁银行票据造假案，涉案金额至少15亿元。未来随着金融票据应用范围的进一步推广，金融票据造假案的金额与范围还将在不断扩大，防范风险与保障安全成为银行重点关注的问题之一。

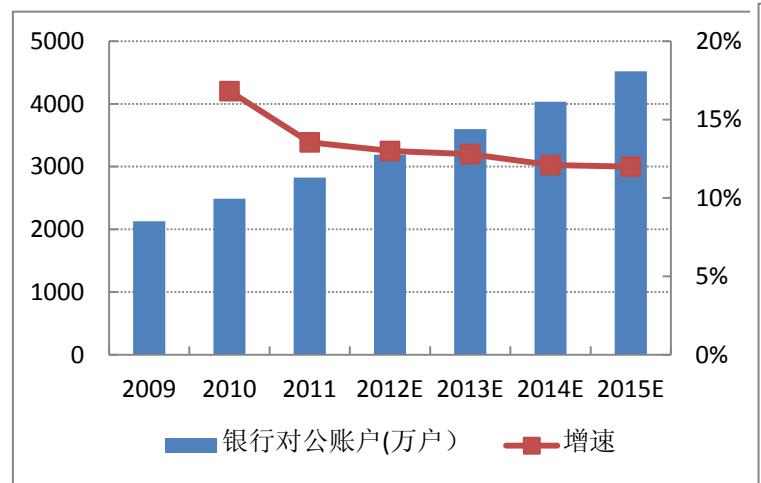
基于信息防伪技术的金融票据防伪产品在金融行业的广泛应用，使主要行业客户获得了鉴别票据真伪、确保票据支付交易安全的可靠手段。同时金融票据防伪产品由于还应用了先进的密码技术和计算机信息技术，使得行业客户还具备了确保票据内容完整性、识别出票人身份、防止出票人抵赖等新的能力和手段，为提高行业信息化水平，推出新型的票据应用业务铺平了道路。如电子支付密码器系统等金融票据防伪产品在银行票据防伪领域的应用，使“实物票据截留”成为可能，从而让银行票据跨行、跨地区结算通兑成为现实，大大提高了票据结算效率，加快了国家现代化支付体系的建设步伐。金融票据防伪产品市场正在从被动防范需求转向主动应用需求，必将促进市场的成熟与快速发展。

电子支付密码系统应用了先进的密码技术、安全芯片技术、计算机信息技术，这使银行系统客户获得了鉴别票据真伪、确保票据支付交易安全的可靠手段，使客户具备了确保票据内容完整性、识别出票人身份、防止出票人抵赖等能力和手段。**迄今为止，在使用支付密码系统的商业银行，尚未出现过一例支票伪造案件。**同时，电子支付密码器系统在银行票据防伪领域的应用，使“实物票据截留”成为可能，从而让银行票据跨行、跨地区结算通兑成为现实，为银行推出新型的票据应用业务、提高票据结算效率、加快现代化支付体系的建设奠定了基础。目前以电子支付密码系统为代表的金融票据防伪产品正在从被动防范需求转向主动应用需求，人民银行和银监会多次发文积极推广支付密码系统，近年来全国各地人民银行和商业银行的推广普及力度日益加强。目前电子支付密码器系统在全国的市场渗透率仅为14%，未来市场潜力大。

2.5. 密码支付器年复合增速将超 30%

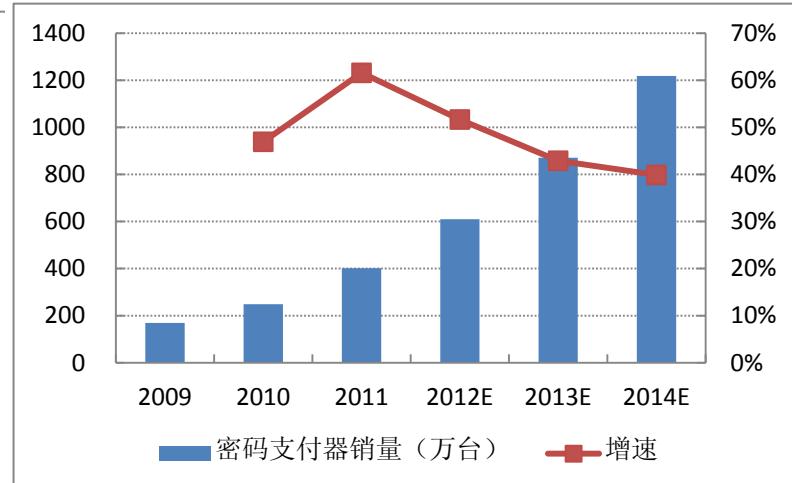
2009年底，我国电子密码支付器销售量约为170万台左右，经过一系列的推广，2011年底电子密码支付器的存量达到了400万台以上。虽然销量有了显著的提升，但按照2011年底我国2824万的对公账户计算，密码支付器在银行间仍有较大的成长空间。预计到2015年年底，我国对公账户将超过4400万户，年复合增速约为12%。随着票据伪造技术的不断提升，以及国家的宣传推广，银行对于电子密码支付器的需求量将显著提升，预计未来5年内电子密码支付器的渗透率在银行内的渗透率将以每年5%左右的水准提升，到2015年底渗透率有望到达30%以上。由此算来，电子密码支付设备销量的年均复合增速将达到32%，2014年底销售量有望超过430万台，按照每台设备300元计算，当年的电子支付密码器市场规模超过12.9亿元，是目前的两倍多。

图7 我国对公结算账户增长情况



资料来源：银监会、华宝证券研究所

图8 我国密码支付器市场预测（存量市场：万台）



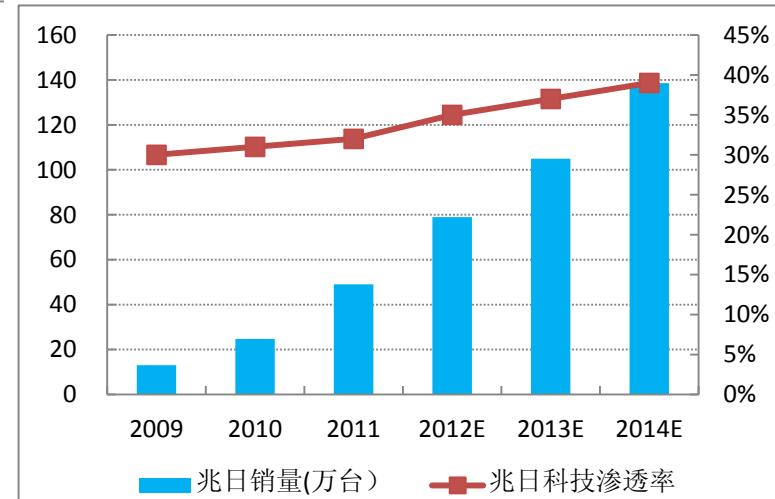
资料来源：华宝证券研究所

公司的电子支付密码器产品的市场占有率为30%左右。根据中国防伪技术协会统计：2008-2011年间，公司销售的电子支付密码器产品均占据整个市场近三分之一的份额，连续4年保持市场排名第一。另外公司是我国最早利用现代密码技术解决票据防伪的企业之一，是世界上掌握基于物质特征加密防克隆技术的少数几家公司之一；公司是国家密码商用检验中心唯一的供密码芯片供应商，这均有效保障了公司能够在竞争对手中脱颖而出，在行业快速成长过程中享受行业红利。预计在未来几年内，公司的市场占有率将持续稳定的提升1%-2%，到2015年底公司将占据电子密码支付器市场40%左右的市场份额。

图 9 电子密码支付器市场规模及增速（增量市场：万台）



图 10 兆日科技销售量及预测

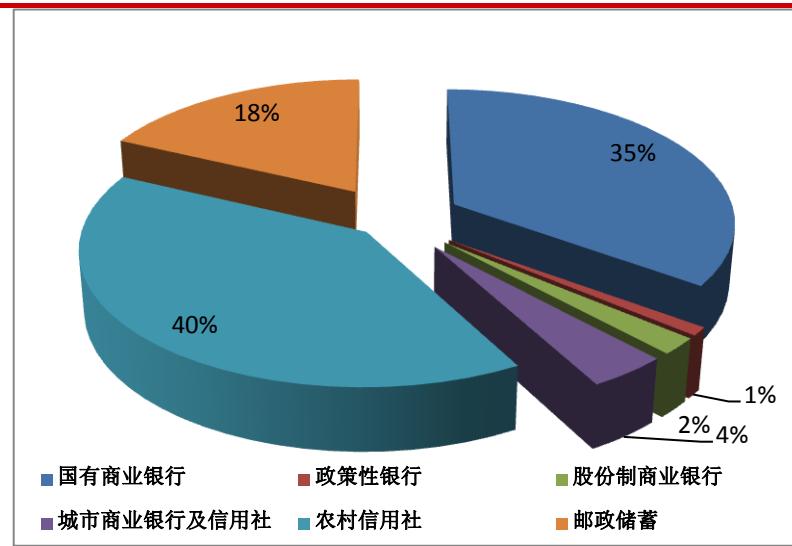


资料来源：公司公告，华宝证券研究所

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

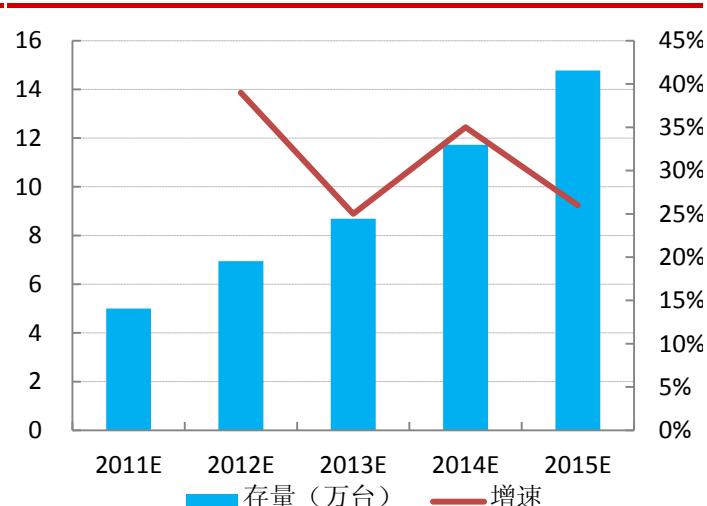
密码支付器核验设备方面，据中国人民银行的统计资料表明，**2010 年我国银行营业网点数量已将近 20 万个**，其中 4 家国有大型商业银行（工行、农行、中行、建行）营业网点 68180 个；3 家政策性银行（国开行、农发行、进出口）营业网点 2188 个；13 家股份制商业银行（交通银行、中信银行、招商银行、广东发展银行、深圳发展银行、兴业银行等）营业网点 3696 个；114 家城市商业银行及城市信用社营业网点 7187 个；1000 多家农村信用社（含农村合作银行、农村商业银行）营业网点 80692 个；邮政储蓄银行营业网点 35617 个。目前市场上电子密码支付器核验设备的保有量为 5 万台，如果每个营业网点配备一台核验设备计算，市场缺口为 15 万台，按照未来与电子密码支付器同样的渗透率来计算密码支付器在银行网点的推广情况，以及每台密码核验设备 8.5 万元的单价计算，未来 5 年内密码和核验设备的市场将超过 30 亿元。由此算来，未来 5 年电子密码支付器和核准设备的市场总量将达 60 亿元。

图 11 我国商业银行网点分布



资料来源：银监会，华宝证券研究所

图 12 银行验证设备市场规模及台数



资料来源：华宝证券研究所

3.金融票据防克隆技术有望打开新百亿空间

3.1. 防克隆新技术将从根本上满足防伪需要

中国人民银行提出：“社会公众对于非现金支付结算的信心来源于票据等支付工具本身及其使用过程中的便利性和安全性。如果票据本身容易被伪造、变造，票据的声誉和银行的信誉就会受到严重影响，欺诈风险就会加大，各类经济主体对票据的接受程度就会受到怀疑，由此将造成各方对货币转移机制和支付体系信心的不足”。由此可见，解决好金融票据的防伪防克隆问题关系到国家经济的发展和金融秩序的稳定。目前违法分子伪造、变造、克隆票据实施金融诈骗的案件仍屡有发生，金融票据防伪市场急切需要更加可靠和有效的防伪防克隆技术。

随着国民经济的持续健康发展，金融票据业务量继续保持稳步增长态势。根据央行公布的《2010年支付体系总体运行情况》报告，2010年，全国票据业务量持续上升，企业资金往来更加频繁，共发生票据业务8.97亿笔，金额284.52万亿元，日均业务245.62万笔、金额7795.02亿元。票据目前仍然是重要的非现金金融支付和结算工具。但随着经济的快速发展，目前国内以伪造变造金融票据为主的诈骗案件仍处高发阶段，呈现出涉案金额高、数量持续上升的特点。因此，国内金融行业积极采取应对措施，对采用高技术手段抵御金融票据诈骗案件、防范金融风险已形成广泛共识。

对金融票据防伪具有两项基本要求：一是票据信息的真实性需要得到保证，票据上记载的支付信息不能被伪造和篡改，且出票人对真实票据不能抵赖；二是票据承载信息的介质本身不能被克隆，即虽然票面支付信息是真实的，但如果这些信息不是记录在最初出票人签发的那张票据上，该票也是非法的无效的。目前银行电子支付密码器系统及产品已能很好地满足票据防伪的第一项要求，但却无法完全满足第二项票据防克隆需求。而近期在国内发生的多起金融票据诈骗案件中，违法分子主要是以克隆真实票据等手段来骗取资金，因此金融票据防克隆产品可有效地应对由克隆票据所带来新的安全风险和威胁，项目产业化正逢其时。

公司研发的基于物质特征识别和密码技术相结合的防伪防克隆技术，是目前解决票据防克隆问题最有效的措施之一。这是公司经多年研发成功的创新性专利技术，具有识别精准可靠、操作简便、无法仿冒克隆等优点，并且可在几乎不增加票据防伪成本的情况下，达到票据防克隆效果的最优化。通过与目前市场上主流票据防伪技术的对比可以发现，市场现有的防伪技术好比对每类商品发放身份证，然后根据证件核实商品身份；而公司的基于物质特征识别和密码技术相结合的防克隆技术，好比对每件商品的DNA进行检测。身份证可以伪造，而DNA无法复制，这就从根本上瓦解了违法分子利用现有票据防伪技术缺陷伪造、克隆票据实施诈骗违法的基础。

由于信息防伪技术在银行票据结算业务中的日益普及，通过伪造印章、伪造和变造票据信息的违法行为已有所下降。但随着我国银行大力推行票据跨行、跨地区结算的业务，客观上为违法分子提供了克隆票据的机会。其犯罪手法是：通过合法或非法手段获得一张合法的银行票据，再利用扫描、打印、印刷等手段复制多张与合法票据票面信息完全一致的克隆票据，从而达到在多个不同银行多次兑付同一票据来骗取资金的目的。由于目前银行尚缺乏有效的防克隆产品，使得近年来国内以克隆票据为特点的违法案件呈明显上升趋势。公司将在自主创新专利技术“基于物质特征的加密与自动识别防伪技术”的基础上，通过募集资金，迅速开展该项目的产业化推进，向金融市场提供先进、有效的票据防克隆产品，填补国内票据防克隆领域的空白。并充分利用公司现有银行市场渠道资源和品牌优势，实现与公司现有优势项目银行电子支付密码器系统互为补充，优化公司产

品线结构，提供公司快速发展的新的业绩增长点，并为拓展其他领域商业票据防伪防克隆市场打下坚实的产业基础。

3.2. 商业票据防伪防克隆领域

随着公司自主创新专利技术—“基于物质特征加密与自动识别防伪技术”的产业化，并率先在国内金融票据防伪防克隆领域成功应用，公司将该项防伪技术及产品逐步推广到铁路交通、图书音像发行、博彩、娱乐门票等国内其他商业票据领域，通过建设覆盖全国的票据防伪防克隆鉴别数据中心，与上述领域的龙头企业进行合作，争取在2-3个行业领域内大规模部署票据防伪防克隆鉴别终端，更好地满足国内各商业票据防伪领域的差异化需求，从而延伸公司主营业务范围，提高公司的业绩规模和盈利能力，形成此项业务的长期可持续竞争优势。以公司自己的核心技术为基础，开拓金融领域以外的其他商业票据防伪市场。公司专注于金融票据防伪领域十余年，在获得市场份额的同时，通过不断加大研发力度，积累了雄厚的技术实力。公司现有的安全密码芯片技术和基于物质特征加密防克隆技术已经达到了国内票据防伪市场的领先水平，伴随着公司实力的快速增长，目前已经具备了进一步开拓金融领域以外的其他商业票据防伪市场的实力。公司的战略目标是在保持现有银行电子支付密码领域优势地位的同时不断拓展其他商业票据防伪市场领域，实现多元化跨越式发展，票据防伪防克隆行业的巨大市场潜力为公司实现战略目标提供了广阔的发展空间。

随着银行票据跨行、跨地区结算业务的迅速普及和票据伪造方式的高科技化，票据克隆案件已日益显现。当前银行已安装的、基于肉眼识别票据上传统印刷防伪暗记的“票据鉴别仪”设备，已无法有效抵御克隆票据的违法行为，尽快装备先进有效和具有自动识别能力的票据防克隆产品已成为各银行共同的迫切之需。预计未来5年，全国各银行营业网点中的大部分将全面更换票据防克隆设备，以提升保护资金安全的能力。

作为公司未来将重点开发的市场之一，票据防伪防克隆市场由于其巨大的市场容量，以及公司在金融票据防伪领域具有的技术优势和市场优势，公司公开发行拟投入4025.72万元，拟建设成为公司金融票据防伪防克隆产品技术研发和储备基地、量产测试基地，以及创新基地和产业化后勤保障基地。项目建成后将在金融票据防伪防克隆技术领域形成公司独特技术优势，达到国内先进技术水平，填补国内相关领域的技术空白。产品包括物质特征加密数据中心和终端，可广泛运用于金融票据及其它商业票据的防伪防克隆领域，实施后必将成为公司又一个重要的业务范畴。为公司在现有银行电子支付密码器系统和税控防伪安全产品市场之外，开创一片新的市场领域，实现公司丰富产品线结构、开展产品多样化经营的战略目标奠定基础，将有利于开拓新的利润增长点，进一步增强公司的盈利能力。

按照募投项目规划，公司的防克隆设备将在今年年底研发完成，2013年年底推出首批样机。虽然目前市场并无类似的产品，我们暂且保守估计，以未来5年20万个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10万元统计，仅银行端防克隆设备未来5年的潜在市场规模将达到100亿元以上的规模。公司研发成型且正在产业化的基于物质特征加密和自动识别的专利技术，是目前国内领先的票据防克隆技术，公司目前现有的银行渠道则对公司推广该产品构成了有效的便利。利用已有的银行渠道资源大力推广票据防克隆产品。

3.3. 金融票据防克隆应用先行，商业票据或成未来蓝海

我们认为，公司未来将以金融票据防克隆产品研发和产业化为重点，将充分利用自身在电子支付密码器领域的渠道和客户资源，抓住银行对票据防克隆技术设备需求释放的有利时机，打造公司新的利润增长点。

未来在金融票据防克隆技术应用的基础上，公司有望将技术拓展至传统金融票据之外的列车车票、门票、彩票等商业票据领域及商品防伪领域，以期在铁路、图书出版等行业领域内大规模部署票据防伪防克隆识别终端。目前，公司已针对各行业票据防伪应用进行了相关系统储备。我们认为，公司将由此在金融票据防伪市场之外，开辟新的更大的应用市场，从而取得更长远的发展。以铁路客运车票防伪应用为例，目前大部分火车票都已经从一维码防伪升级到二维码防伪，尽管二维码防伪技术相对一维码防伪性能有大幅提高，但其对整版复制（复制整张票据信息）的票据无法防范，而公司的防伪防克隆技术则可完全解决上述问题。未来随着二维码票据造假技术水平逐渐提高，伪造风险将大大上升，铁道部门鉴于票据安全或将采用公司的防伪防克隆技术设备，从而形成公司又一利润增长点。目前，票据伪造已呈现出高科技化和高仿真度的新发展趋势，银行现有的票据鉴别仪、电子验印系统等设备已无法有效发现克隆票据。因此，银行对更先进有效、并带有自动识别功能的票据防克隆产品的需求日渐显现。未来信息防伪技术还将会逐步应用到出版、交通、博彩、娱乐、海关、工商、教育、医疗等重要行业使用的单据凭证防伪领域，市场前景非常广阔。出于资金实力的限制和策略的考虑，公司过去主要业务专注于国内银行、税务两个票据防伪需求最为迫切的应用市场，未来公司除进一步巩固和扩大在现有市场的业务之外，还将致力于将基于相同或类似核心技术的票据防伪、防克隆产品推广到国内其他商业票据、证件证书等更广阔的应用领域。

4. 竞争优势明显，高盈利有望长期保持

4.1. 研发能力领先，全产业链布局保盈利

公司是我国最早利用现代密码技术解决票据防伪的企业之一，是国内最早开展现代密码技术、信息安全技术和自动识别技术在票据防伪领域的应用研究的公司之一，公司多项创新的票据防伪技术一直在行业内处于领先地位。公司自主创新研发了多项加密算法、自主创新研制了多款加密算法芯片，同时拥有自主研发加密算法、加密芯片和票据防伪系统的能力，这是公司在行业内特有的竞争优势之一。截至 2011 年 12 月 31 日，公司拥有发明专利 26 项、实用新型专利 29 项。公司产品曾获得省部级和国家级大奖，其中“电子支付密码器系统安全保密子系统及其技术规范”获得了国家科学技术进步奖二等奖，是迄今为止票据防伪领域被授予的最高奖项。公司在票据防克隆领域掌握了基于物质特征加密和自动识别的防克隆技术，并拥有自主知识产权的发明专利，该项技术是当今前沿的防克隆技术，公司是世界上少数几家掌握这类防克隆技术的公司之一。

公司优异的产品设计能力和经验使得公司相对于金融票据防伪领域领先优势明显。经过多年的积累，公司已将成本控制引入产品设计、生产等全部环节，产品设计的科学性、合理性直接与产品的成本紧密相关，通过建立一整套质量和成本控制机制和流程，确保公司研发的产品在同行业中具有出色的成本优势。随着电子支付密码器在银行业得到了越来越多的认可与推广，公司始终坚持差异化的策略，针对不同银行的需求推出多样化的产品（例如对于价格稍敏感的客户销售低端产品，对于体验要求高的客户则销售新款的高端产品）。这不仅可以有效的满

足了市场不同的产品需求，还有利于公司提升市场占有率，避免进行低价竞。在这种背景下，我们认为公司将有望长期以来持续保持着同行间较高的利润水平。

4.2. 打造兆日品牌，树立业内领先优势

公司是目前国内最专业的信息防伪技术公司之一，在业内享有很高的品牌知名度和美誉度。自成立以来，公司一直专注于用现代密码技术解决票据、特别是金融票据的防伪问题，通过持续的研发投入重点提升产品技术实力，使产品功能、性能和质量长期处于行业领先地位。由于产品和技术的领先性，公司得以将相关技术和产品运用于银行和非银行机构的多种票据防伪业务，例如国有商业银行全国性跨地区汇票防伪系统、跨行本票防伪系统、国债登记发行交易系统、大型财务公司内部结算系统和银行票据防伪电子支付密码器系统。公司多年一直保持在金融票据防伪领域市场份额第一的领先地位，其中电子支付密码器系统数年保持在30%左右的市场份额，在业内，公司已成为最为著名的品牌之一。

票据防伪产品不仅要求其产品本身技术先进、质量可靠，同时还要求产品能紧密地与客户票据业务系统相结合，这就要求票据防伪公司对各式各样的票据业务系统具有深入的了解，具有较高的工程经验、具备技术支持和提供整体解决方案的能力。由于本公司专注于金融票据防伪领域多年，产品在该领域内具有较高的市场占有率，公司对各种金融票据结算业务系统积累了较多的知识和工程经验，包括各商业银行票据结算业务系统、央行跨行同城票据清算系统等。由于公司积累了较同行更多的工程经验，因而在票据防伪产品实施的过程中，往往能为客户提供更合理、完备的解决方案和带来更好的服务和价值，这也为公司在市场上赢得了较好的声誉，提升了公司的竞争优势。

4.3. 技术加营销布局，网点全面开花促销售

由于银行等金融终端用户对银行票据防伪产品集成化、体系化和定制化的需求，各企业需要对客户的业务流程和应用环境有较深入的了解，以使防伪产品能与客户的其他系统紧密集成。同时，银行票据防伪产品的购买实际是个长期消费过程，这要求企业在提供产品和服务的同时，有一个遍布全国的营销网络和即时响应的本地化服务网络，以及向客户提供完善的售前、售后服务及技术支持，上述情况都需要企业通过长期的技术应用和服务逐步形成自身稳定成熟的客户群，而新的行业进入者很难在短期内培养出自己稳定的客户群。

公司的技术加营销的市场推广方式和优质的售后服务是进行客户开发的主要方式。公司的产品主要通过全资子公司北京兆日对外销售。1997年，电子支付密码系统通过国家密码管理局系统安全性审查，国家密码管理局向北京兆日颁发全国第一个电子支付密码器系统鉴定证书，北京兆日开始与全国多家银行合作，开发全省通存通兑系统。1998年，北京兆日正式成为中国银行总行电子支付密码器系统的指定供应商。在宁波市大型招标活动中，凭借先进的技术和丰富的工程经验一举中标，成为宁波市同城清算系统的唯一密码产品指定供应商。1999年-2003年，北京兆日通过招投标环节，分别成为湖南省中国银行、浙江省中国银行、云南省中国银行、中国工商银行总行、河北省工商银行、湖北省工商银行、福建省工商银行、民生银行总行、中国建设银行福建省分行、中国建设银行北京市分行等银行客户的电子支付密码器系统供应商。

2003年，由于公司在现代密码技术、密码芯片技术领先的技术优势，北京兆日接受国家密码管理局委托开始研发、生产和向商用密码检测中心供应统一标准

的密码芯片。2004 年，公司与上海新跃仪表厂开展合作，开始研发并生产销售税控安全组件，将公司的银行票据防伪技术延伸至税务发票防伪领域。2005 年以来，发行人主营产品之一电子支付密码器系统产品市场需求旺盛，公司紧紧抓住了这一市场趋势，利用技术加营销的市场拓展方式，通过在各地举办金融支付安全论坛来宣传支付密码和金融票据防伪。发行人产品得到各地人民银行和商业银行的认可和推广，从而有助于公司高附加值的产品在各市场区域的推广。截至 2011 年末发行人产品已经在全国 27 个省(直辖市)、259 个省市级分行以及约 2.9 万个银行网点推广，市场占有率领先。

表 3 公司近几年的覆盖银行网点情况

	2009	2010	2011
产品推广的省份	24	26	27
产品推广的省市级分行数	212	230	259
产品推广的银行网点数(万个)	2.1	2.5	2.9

资料来源：华宝证券研究所

以客户需求为导向，多年专注研发形成的技术领先优势是增长的重要驱动。公司自成立以来，一直以票据领域对安全、防伪的需求为导向，专注于将最先进的、以现代密码技术为核心的信息安全技术，应用于传统的票据防伪领域，公司通过在现代密码学、安全芯片、信息安全技术、自动识别技术和防伪系列产品方面的不断研发和创新，在多项关键技术上取得了国内领先地位，公司的票据防伪产品，也已成为国内银行业市场越来越普遍使用的主流票据防伪工具。

技术加营销的市场推广方式和优质的销售服务是公司业绩增长的重要保障。由于金融票据领域对支付安全和防伪的迫切需求，以及银行业对支付密码的大力推广，近年来，公司主营产品之一电子支付密码器系统产品市场需求旺盛，公司多年来经营积累的技术优势使公司紧紧抓住了这一市场趋势，公司利用技术加营销的市场拓展方式，通过在各地举办金融支付安全论坛来宣传支付密码和金融票据防伪，公司的产品得到各地人民银行的认可和推广，从而有助于公司高附加值的产品在各市场区域的推广。例如，2009 年公司在福建省厦门市推广公司产品，举办了支付密码安全论坛，2009 年开始，公司产品在厦门市的销售收入大幅增长，从 2008 年的销售额为零到 2009 年实现 594.59 万元的销售额(包括 1-6 月北京兆日销售额)再到 2010 年实现 1288.21 万元的销售额，增长较快。

公司在长期服务客户的经验基础上归纳总结，将售前、售中、售后等服务体系流程化、标准化，大大提高了客户满意度。公司为客户提供综合票据防伪解决方案，是在支付密码系统的基础上，为客户提供包括系统对接、业务流程改造、合作营销、培训等服务的一体化解决方案。例如，公司 2006 年在中国建设银行总行安装后台系统和核验设备后，开始推广密码器产品，推广初期销售额较小，公司 2009 年在建行系统实现销售收入 461.46 万元(包括 1-6 月北京兆日销售额)，随着公司对客户服务的加强、提供整体解决方案能力的提升，公司产品 2010 年在建行系统内品牌知名度上升，实现销售收入 1829.91 万元。

目前公司主要销售区域较为集中在华北、华东与华南地区，主要是这些地区经贸活动频繁、对票据使用需求量大、目标用户多，而公司意识到在市场发展初期应该重点加强对这些地区的销售力度。通过近年来持续的市场培育，上述地区市场逐渐成熟。随着公司销售能力的增强，公司开始在其他地区的营销中投入了较多的人力和物力，但是由于支付密码系统建设期大概需要一年左右时间以及对新开发地区需要一定的市场培育时间，所以报告期内主要销售仍然集中在上述

三个区域。随着公司对新开发地区持续的市场营销，在未来的1-2年内，其他地区占销售额比重会有显著上升。

5. 盈利预测与估值

5.1. 关键假设

我们的核心假定如下：

(1) 公司的电子密码支付器在央行与银监会的推进下，未来三年的增速分别为50%、33%和32%，核验设备由于渗透率较高，未来三年增速份额分别为27%、25%和21%。密码芯片增长与行业增速基本保持一致，未来三年增速分别为40%、39%和37%。

表4 公司分产品收入预测

	2012E	2013E	2014E
电子支付密码器	50.00%	33.00%	32.00%
核验设备	27.00%	25.00%	21.00%
密码芯片	40.00%	39.00%	37.00%
税控安全组件	25.00%	24.00%	23.00%
其他	27.00%	26.00%	23.00%
小计	46.18%	33.85%	32.68%

资料来源：华宝证券研究所

(2) 毛利率方面，公司各产品毛利率基本保持稳定，略有下降。公司各产品的毛利率情况请见表5。

表5 公司分产品毛利率预测

	2012E	2013E	2014E
电子支付密码器	73.00%	73.00%	73.00%
核验设备	75.00%	74.96%	74.55%
密码芯片	95.00%	94.00%	93.90%
税控安全组件	65.00%	65.00%	64.89%
其他	71.29%	78.52%	79.80%
小计	77.46%	77.45%	77.59%

资料来源：华宝证券研究所

(3) 各费用方面，公司未来三年销售费用率和管理费用率基本保持在过去3年的平均水平，财务费用由于募投资金带来的利息收入为负。

5.2. 盈利预测

根据我们的核心假定，我们预计公司2012-2014年可实现的收入分别为3.01亿元、4.02亿元和5.35亿元，分别较上年同比增长了46.18%、33.85%和32.68%。实现归属母公司的净利润分布为1.15亿元、1.52亿元和2.11亿元，分别较上年同比增长了40.75%、31.36%和38.52%。对应EPS分别为1.03元、1.36元和1.88元。

表6 利润表

利润表

单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	205.95	301.06	402.98	534.66
营业成本	43.28	67.84	90.88	119.82
营业税金及附加	2.96	2.48	3.87	5.74
营业费用	23.83	37.63	50.37	58.81
管理费用	30.16	48.17	60.45	72.18
财务费用	-1.28	-8.00	-14.00	-11.00
资产减值损失	0.40	1.70	1.19	1.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.01	0.00
营业利润	106.60	151.25	210.24	287.25
营业外收入	9.25	5.67	6.42	7.11
营业外支出	0.01	0.02	0.02	0.02
利润总额	115.84	156.90	216.63	294.34
所得税	19.03	21.09	34.06	44.73
净利润	96.81	135.80	182.57	249.61
少数股东损益	14.73	20.27	30.52	38.99
归属母公司净利润	82.08	115.53	152.06	210.62
EBITDA	111.18	150.21	206.15	278.03
EPS (摊薄)	0.98	1.03	1.36	1.88

资料来源：华宝证券研究所

5.3. 可比公司比较与估值

我们选取了 8 家该公司与公司进行估值比较，这几家公司在业务上与公司具有一定的可比性，且大部分属于中小板或创业板的公司。

表 7 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2012E	2013E	2014E	2012	2013	2014
300333.SZ	兆日科技	24.69	1.03	1.36	1.88	23.86	18.21	13.12
300202.SZ	聚龙股份	24.4	0.62	0.87	1.17	39.32	28.04	20.77
002690.SZ	美亚光电	19.6	0.86	1.14	1.44	22.73	17.25	13.66
300085.SZ	银之杰	8.59	0.24	0.37	0.53	36.23	23.09	16.11
300188.SZ	美亚柏科	28.23	0.79	1.12	1.59	35.93	25.12	17.81
300302.SZ	同有科技	26.73	0.94	1.28	1.76	28.32	20.86	15.18
300339.SZ	润和软件	25.81	0.88	1.22	1.68	29.46	21.13	15.34
平均值		22.58	0.77	1.05	1.44	30.84	21.96	16.00
中值		24.69	0.86	1.14	1.59	29.46	21.13	15.34

资料来源：WIND 资讯，华宝证券研究所

从估值比较来看，公司 2012-2014 年分别对应 23.86 倍、18.21 倍和 13.12 倍 PE，低于行业平均的 30.84 倍、21.96 倍和 16.00 倍的 PE。由于公司处于信息防伪细分领域的领跑者位置，长期的基数积累与网点设置使得公司具有在渗透率较低的电子密码支付器领域迅速成长的先发优势条件。我们给予公司 2013 年 25 倍 PE，目标价为 34 元。首次给予买入评级。

6. 风险提示

(1) 密码芯片业务对商用密码检测中心存在一定依赖。公司的全资子公司北京兆日受国家密码管理局商用密码检测中心，由检测中心对外销售给各票据防伪企业。公司销售给检测中心的密码芯片产品收入占主营业务收入的比例约 20%左右。根据公司与国家商用密码研究中心签订的《合作协议》，双方联合组成课题组，共同完成密码芯片的设计和研制工作，协议约定由北京兆日负责芯片的生产，并将生产的芯片全部销售给检测中心，且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。未来公司密码芯片业务仍需以《合作协议》为基础，在一定程度上存在对检测中心依赖的风险以及业务持续性的风险。

(2) 市场竞争风险。我国金融票据防伪行业已经充分市场化，行业客户普遍采用招标等市场化运作方式选择产品及服务供应商，市场竞争较为激烈。公司作为国内金融票据防伪行业的领先企业，在企业规模、客户资源、品牌效应、销售网络、技术水平等方面具有竞争优势，但如果公司的业务发展速度不能跟上行业发展步伐，不能持续推出适应客户需求变化的新产品、新技术，优化产品结构，公司在行业内的竞争优势将可能被逐渐削弱，市场份额及利润率有可能下降。目前金融票据防伪产品电子支付密码系统在全国商业银行的渗透率在 15%-20%之间。未来，随着市场渗透率的上升，市场竞争将进一步加剧，公司当前 75%左右的综合毛利率在未来可能有所降低。

(3) 新技术研发和推广风险。公司为保持技术领先优势，提升公司的核心竞争力，需要不断投入新产品研发、技术创新，虽然公司已制定了较完善的技术研发管理流程和风险控制机制，所有新产品研发项目都必须经过前期预研和论证，履行严格的立项决策程序，但由于对未来市场发展趋势的预测存在不确定性，以及新技术产业化、新产品研发存在一定风险，因此可能出现新技术、新产品研发失败或市场推广达不到预期目标的风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	225.32	378.55	552.79	810.90
现金	177.81	293.79	432.09	692.29
应收账款	9.96	14.09	18.77	23.85
其它应收款	1.45	1.49	2.28	2.74
预付账款	0.14	0.93	0.34	1.14
存货	35.96	50.43	93.37	82.96
其他	0.00	17.82	5.94	7.92
非流动资产	18.47	16.08	16.42	18.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.19	2.84	2.50	4.32
无形资产	0.24	0.54	0.74	0.98
其他	15.05	12.69	13.18	13.64
资产总计	243.79	394.63	569.22	829.83
流动负债	19.07	34.11	29.96	46.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2.99	18.22	11.50	23.20
其他	16.08	15.89	18.45	22.89
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	19.07	34.11	29.96	46.08
少数股东权益	2.82	23.09	53.60	92.59
归属母公司股东权益	221.91	337.44	485.66	691.16
负债和股东权益	243.79	394.63	569.22	829.83

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	89.07	108.32	128.39	256.92
净利润	96.81	135.80	182.57	249.61
折旧摊销	0.67	0.39	0.41	0.55
财务费用	-1.28	-8.00	-14.00	-11.00
投资损失	0.00	0.00	-0.01	0.00
营运资金变动	-3.92	-22.22	-40.09	18.22
其它	-3.23	2.35	-0.49	-0.46
投资活动现金流	-1.21	-0.34	-0.25	-2.61
资本支出	0.53	-0.04	-0.15	2.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.67	-0.38	-0.40	-0.55
筹资活动现金流	1.28	8.00	10.16	5.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.28	8.00	10.16	5.88
现金净增加额	89.14	115.98	138.30	260.20

利润表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	205.95	301.06	402.98	534.66
营业成本	43.28	67.84	90.88	119.82
营业税金及附加	2.96	2.48	3.87	5.74
营业费用	23.83	37.63	50.37	58.81
管理费用	30.16	48.17	60.45	72.18
财务费用	-1.28	-8.00	-14.00	-11.00
资产减值损失	0.40	1.70	1.19	1.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.01	0.00
营业利润	106.60	151.25	210.24	287.25
营业外收入	9.25	5.67	6.42	7.11
营业外支出	0.01	0.02	0.02	0.02
利润总额	115.84	156.90	216.63	294.34
所得税	19.03	21.09	34.06	44.73
净利润	96.81	135.80	182.57	249.61
少数股东损益	14.73	20.27	30.52	38.99
归属母公司净利润	82.08	115.53	152.06	210.62
EBITDA	111.18	150.21	206.15	278.03
EPS (元)	0.98	1.03	1.36	1.88

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	67.99%	46.18%	33.85%	32.68%
营业利润	81.44%	41.89%	39.00%	36.63%
归属母公司净利润	96.79%	40.75%	31.61%	38.52%
获利能力				
毛利率	78.99%	77.46%	77.45%	77.59%
净利率	47.01%	45.11%	45.31%	46.69%
ROE	43.08%	37.67%	33.86%	31.85%
ROIC	41.62%	38.43%	35.70%	34.05%
偿债能力				
资产负债率	7.82%	8.64%	5.26%	5.55%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	11.81	11.10	18.45	17.60
速动比率	9.93	9.62	15.34	15.80
营运能力				
总资产周转率	1.02	0.94	0.84	0.76
应收帐款周转率	25.71	25.04	24.52	25.09
应付帐款周转率	8.21	6.40	6.12	6.91
每股指标(元)				
每股收益	0.98	1.03	1.36	1.88
每股经营现金	0.80	0.97	1.15	2.29
每股净资产	2.68	3.22	4.81	7.00
估值比率				
P/E	0.00	23.93	18.19	13.13
P/B	0.00	8.19	5.69	4.00
EV/EBITDA	-1.57	16.61	11.58	7.79

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

华宝证券 TMT 研究团队简介：

团队宗旨：

专注于基础研究、系统研究和独立研究；力求研究在时机和效力上的及时性，在结论和判断上的客观性；致力于为投资者深度挖掘 TMT 行业内长期成长和价值低估的机会。

核心成员：

吴炳华：南理工无线电工程学学士、华东师大经济学硕士。科研工作 4 年，证券从业经历 8 年。曾就职德邦证券，首席分析师。现任华宝证券 TMT 首席分析师，团队负责人，主要负责 TMT 各领域的研究和管理工作。

周正刚：复旦大学材料科学学士、理学硕士。中兴通讯任职 8 年，曾担任系统工程师、商务经理等职务；后在龙旗科技任 2 年商务副总监，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为电子和通信。

陈筱：南昌大学信息与计算科学学士、复旦大学经济学硕士。对人口结构和经济发展间关系有较深入的研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和文化传媒。

刘智：同济大学控制软件工程方向硕士。对计算机集成制造系统和企业信息化建设领域有较为深入的研究，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和电子行业。

华宝证券 TMT 团队覆盖范围：

计算机行业	重点买入	东软集团、天源迪科、东软载波、榕基软件、潜能恒信
	其他覆盖	广联达、天玑科技、科大讯飞、焦点科技、世纪瑞尔、华胜天成、易华录、数字政通、梅安森、聚龙股份
通信行业	重点买入	鹏博士、新海宜
	其他覆盖	日海通信、拓维信息、中兴通讯、永鼎股份、光迅科技、盛路通信、三六五网
电子行业	重点买入	兆驰股份、金龙机电
	其他覆盖	远望谷、台基股份、中瑞思创、卓翼科技、星星科技、欧菲光、长信科技、欣旺达、劲胜股份、瑞丰光电
文化传媒	重点买入	光线传媒、百视通
	其他覆盖	蓝色光标、省广股份、天舟文化、新文化、华录百纳、华策影视、中南传媒、华谊兄弟、腾邦国际

说明：重点买入评级的公司是我们出过深度研究报告并持续跟踪的公司，当月仍处于重点推荐状态。另外，此表原则上一月调整一次，任何调入的重点买入公司均从我们覆盖范围产生。若在月度中有调入主要有两个原因：1 是因为新增深度评级报告且首次强烈买入；2 是覆盖中的公司出现大跌导致价值严重低估。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本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承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。