

同方国芯 (002049): SWP-SIM 卡芯片更具爆发空间

中航证券金融研究所 李皓
 证券执业证书号: S0640511060001
 电话: 0755-83689042
 邮箱: clarkivlee@hotmail.com

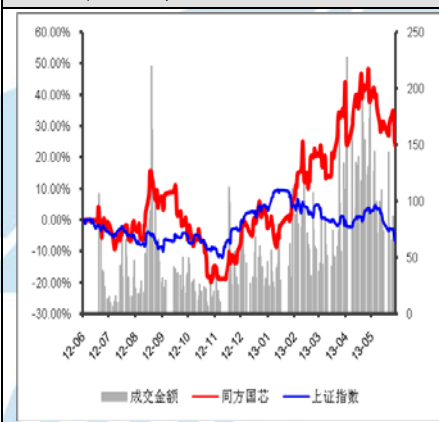
行业分类: 电子元器件

2013年6月21日

公司评级	买入
6-12个月目标价	45
当前股价 (12.05.25)	27.3

基础数据	
上证指数	2073.10
总市值 (亿元)	82.83
流通 A 股市值 (亿元)	25.38
PE	47.00
PB	3.91

近一年行业表现



参考报告:

NFC 移动支付具备跨年行情潜力——电子元器件 2013 年中期策略报告 2013.6.10

投资要点:

- **NFC 移动支付商业环境逐渐成熟。**随着银联与中移动 TSM 平台的正式商用,以 NFC 移动支付为核心的一卡多用商业模式构架完毕。由于 NFC 移动支付具备共享国内银行卡 IC 化带来的使用环境成熟,同时在运营商与手机厂商等共同推动下,NFC 智能手机在未来渗透率快速提升,促使 NFC 移动支付用户群体将会急速增长,对 SWP-SIM 卡乃至芯片的需求将会呈现爆发性上量的态势。我们认为国产 SIM 卡芯片商将迎来新一轮成长周期。
- **SWP-SIM 卡芯片标发预期带来公司想象空间。**我们认为未来 1-2 年 SWP-SIM 卡将会演变成成为运营商的标准卡,相对于金融 IC 卡未来年均 3 亿张的均值预期,仅国内每年各类 SIM 卡的市场容量就高达 15 亿张以上,若未来 2 年内渗透率达 20%,则市场容量就已达 3 亿张,同时由于 SWP-SIM 卡芯片是承载运营商新商业模式的硬件基础,基于运营商定制性的设计需求使得芯片价格随时间下降的幅度远低于金融 IC 卡芯片,是 SIM 卡市场另一高成长领域。其中,同方国芯作为年出货量超 4 亿颗的 SIM 卡芯片龙头企业,即使不考虑目前率先通过银联验证获得先发优势,仅以过往接近 27% 的市场占有率,公司在 SWP-SIM 卡市场的想象空间都会被激发。
- **2014 年金融 IC 卡芯片放量拉升业绩。**目前我们金融 IC 卡已经呈现放量的局面,预计本年度发卡量就将达到 2 亿张。在国内芯片商产品逐渐成型之后,国产化采购将是方向。同方国芯率先通过具有金融支付功能的芯片认证是一个良好的开端,预计最晚 2014 年 1Q,我国银行监管机构就将以组织银行进行国产芯片卡的试点应用,是国产芯片登上舞台的一个重要时点。鉴于同方国芯健康卡芯片产品已经有百万量级出货,且与银行卡芯片属于同一系列产品,因此同方国芯在这一领域同样有先发优势。
- **健康卡类芯片业务推动身份验证产品线。**据卫生部十二五规划要求,规划末期健康卡的覆盖率要达到 80%,测算整个市场容量至少 7 亿张。目前众多区域已经由试点到推广阶段,预计 2014 年以健康卡、具备金融功能社保卡等芯片将贡献收入在 1.2 亿元以上,成为身份验证芯片外的另一支撑点。
- **国微电子特种半导体芯片业务助力本年度业绩。**并购国微电子使得公司跨入特种半导体芯片领域,形成智能卡和特种半导体芯片领域同时承担核高基项目的态势,由于该领域高壁垒、高盈利特征,将推动本年度业绩成长。
- **投资建议。**我们预计同方国芯 2013-2015 年收入分别为 8.15、11.90、16.21 亿元,复合增长率约 40%,对应 EPS0.61、0.96、1.26 元,予以买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83689524
 传 真: 0755-83688539

目录

区别于市场的重要观点：SWP-SIM 芯片较金融 IC 卡芯片更具爆发空间.....	3
NFC 移动支付发展进程将超预期	3
同方国芯最具想象空间的点在 SWP-SIM 芯片的大规模出货	6
金融卡 IC 芯片放量是公司未来业绩的另一重要看点	8
社保健康卡芯片具备增长空间、身份证芯片是公司业绩的稳定器	10
特种集成电路业务高毛利稳增长	11
传统晶振业务仍有提升盈利能力的空间	13
估值逻辑	14
图表 1 国内智能手机销售渠道示意图	4
图表 2 未来 2009-2015 年 NFC 智能手机出货量预测图	4
图表 3 中国第三方支付细分市场结构图	5
图表 4 银行卡收单市场参与者结构图	5
图表 5 NFC 移动支付方案示意图	6
图表 6 NFC 一卡多用示意图	7
图表 7 20 家商业银行计划发卡时间表	8
图表 8 2006-2011 年国内银行卡规模数据图	9
图表 9 国微电子特种芯片产品线数据图	11
图表 10 国微电子盈利预测图	12
图表 11 同方国芯各产品线营业收入预测图	14

AVIC

区别于市场的重要观点：SWP-SIM 芯片较金融 IC 卡芯片更具爆发空间

同方国芯是国内智能卡芯片特别是 SIM 卡芯片的领导企业，是国家二代身份证芯片四家主要供应商之一。公司业务涵盖电子元器件、智能卡设计、特种集成电路三大领域，具有典型的高新技术企业的特征。近期，伴随着银行卡 EMV 迁移和移动支付概念的火热，同方国芯再次成为市场中的焦点。

目前市场对同方国芯的观点主要是以下几个：

- 1，伴随着第二代身份证发卡高峰时期的过去，身份证相关业务处于平稳期。
- 2，社保卡、健康卡的发展是身份识别产品线明年重要的增量市场。
- 3，电信类产品目前属于低毛利的红海市场业务。
- 4，并购微电子切入特种集成电路领域，是本年度重要看点之一。
- 5，金融 IC 卡率先通过银联检测，未来银行卡芯片国产化是促进公司获得爆发性发展的契机。

区别于市场观点：作为国内 SIM 卡芯片的龙头企业，NFC 移动支付正式商用化将促使运营商将 SWP-SIM 卡逐渐演变为标准卡，因此无论是在持续时间和需求量级上 SWP-SIM 卡芯片市场上给与公司的契机要优于金融 IC 卡芯片。公司在明年的业绩亮点极有可能是 SWP-SIM 卡芯片和金融 IC 卡芯片同时放量的过程，业绩弹性及超预期的可能性极大。

NFC 移动支付发展进程将超预期

我们认为 NFC 移动支付商用的大环境已经成熟，主要可以从以下几个方面去认识：

- 1，NFC 智能手机迅速普及是重要外部条件：数据显示 2012 年全球 NFC 智能手机出货量约 1 亿台，渗透率约 18%，而今明两年渗透率数据预计将达到 30%和 50%左右。我们认为推动力来自于两个方面
(1) 芯片成本下降，特别是整合芯片方案极大的降低了厂商的 BOM 成本，规模部署已具时机；
(2) 运营商合约机的强力推广，NFC 移动支付是运营商的另一个重要商业模式创新点。由于目前手机厂商对运营商渠道的依赖度仍旧高达 40%以上，运营商以合约机形式补贴 NFC 机型的势头已经出现，本年度仅中移动 NFC 合约机预计出货量将达千万级次，是提升渗透率提高的重要因素。

图表 1 国内智能手机消费者意向购买渠道示意图

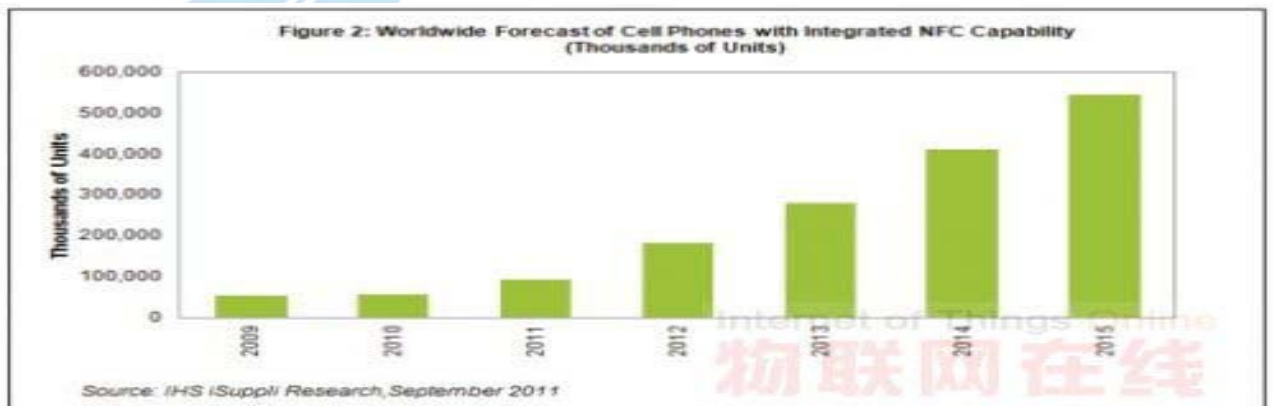


资料来源：艾媒咨询、中航证券金融研究所整理

我们认为未来 3 年将会是 NFC 智能手机的高速普及期，随着 NFC 行业应用多元化，渗透率超预期的概率较大，对 NFC 移动支付形成极好的外部硬件条件。

图表 2 未来 2009-2015 年 NFC 智能手机出货量预测图

单位：百万台



资料来源：物联网在线、中航证券金融研究所整理

2、金融卡 IC 化为 NFC 移动支付带来了显著的正外部性：国内金融卡 IC 化过程，最本质的考虑是在于提升银行卡的安全性，这个过程同时也涉及了大量 POS 机/ATM 机具的改造，数据显示全国 700 万余台 POS 机中已有超过 120 万台部署了闪付功能，由于 NFC 移动支付中闪付应用亦是目前主推功能，实质上已经共享了金融卡 IC 化带来的正外部性，推进难度非昔日可比。同时信用卡 IC 化的过程亦顺应了消费者的刷卡习惯，未来信用卡加载于 NFC 安全芯片中将促使消费者的习惯得到良好传承和迁移，基于 NFC 移动支付的消费规模将会出现爆发性增长。

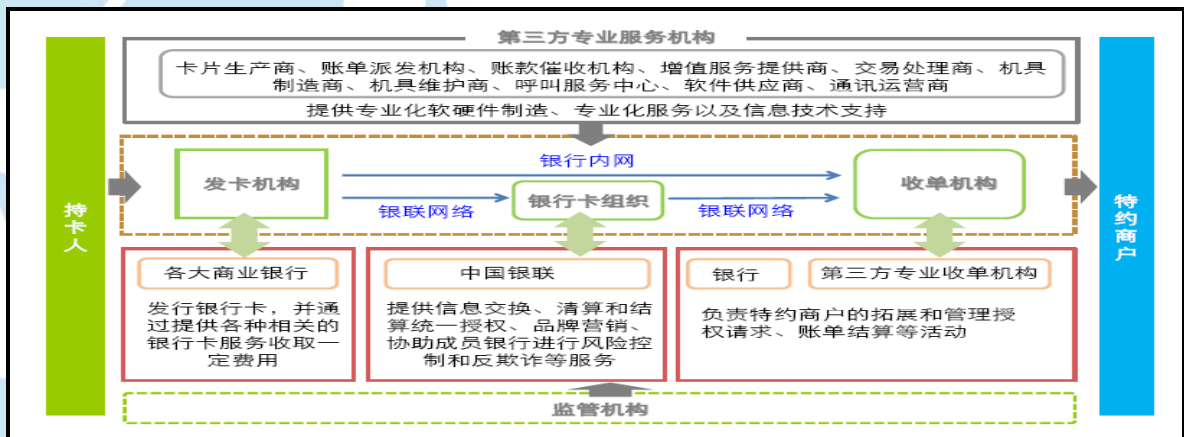
图表 3 中国第三方支付细分市场结构图



资料来源：艾瑞咨询、中航证券金融研究所整理

3, 银联和中国移动合作的 TSM 平台上线标志着 NFC 移动支付正式商用: 我们认为移动支付的爆发最重要的是参与者之间的利益平衡, 银联 13.56M 标准胜出和 SWP-SIM 卡方案成为主流都是利益平衡的结果。NFC 应用的核心是一卡多用, 银联和中国移动的 TSM 平台正式上线为多行业应用奠定了基础, 同时在第三方支付牌照新规中对线下收单资质和机构数量限定, 促使银联、银行以及运营商之间甚至可以在收单市场等多个领域进一步展开合作, 是推动 NFC 移动支付发展的重要内在逻辑。

图表 4 银行卡收单市场参与者结构图



资料来源：网站资料、中航证券金融研究所整理

我们可以很清晰的观察到, NFC 移动支付无论从软硬件条件, 还是商业模式的构架上, 都已经达到了可以实质性爆发的临界点, NFC 移动支付应用的爆发对上游 SWP-SIM 卡芯片商是一场新的盛宴。同方国芯作为国内第一家通过银联安全检测的智能卡芯片商, 已经具备有量产能力的 SWP-SIM 卡芯片产品; 同时做为

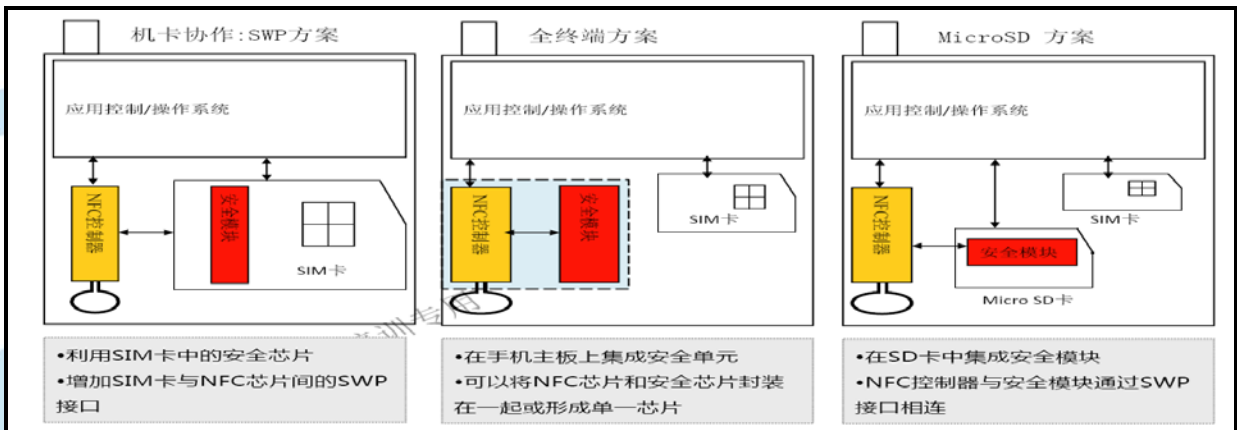
国内 SIM 卡芯片最大的供应商，同方国芯与运营商之间良好的合作关系更加促使公司在新一轮竞争周期中获得先机，而现在我们仅需等待的是 SWP-SIM 卡演化成为运营商标准卡的时间。

同方国芯最具想象空间的点在 SWP-SIM 芯片的大规模出货

我们预期 SWP-SIM 卡未来将逐渐成为运营商标准卡，作为国内 SIM 卡芯片出货量最大的厂商同方国芯，我们认为其具备最大想象空间的领域是 SWP-SIM 卡芯片出现爆发性需求带来的业绩增长。这一领域相对于金融 IC 卡芯片无论在需求级次还是业绩持续时间上都不可同日而语。

目前 NFC 移动支付的主流构架已经确定是 NFC 智能手机+SWP-SIM 卡，安全模块加载于 SIM 中。因此运营商对 SWP-SIM（联通制式才称为 SWP-USIM）卡的采购量将是监测同方国芯相关业务业绩极好的风向标。

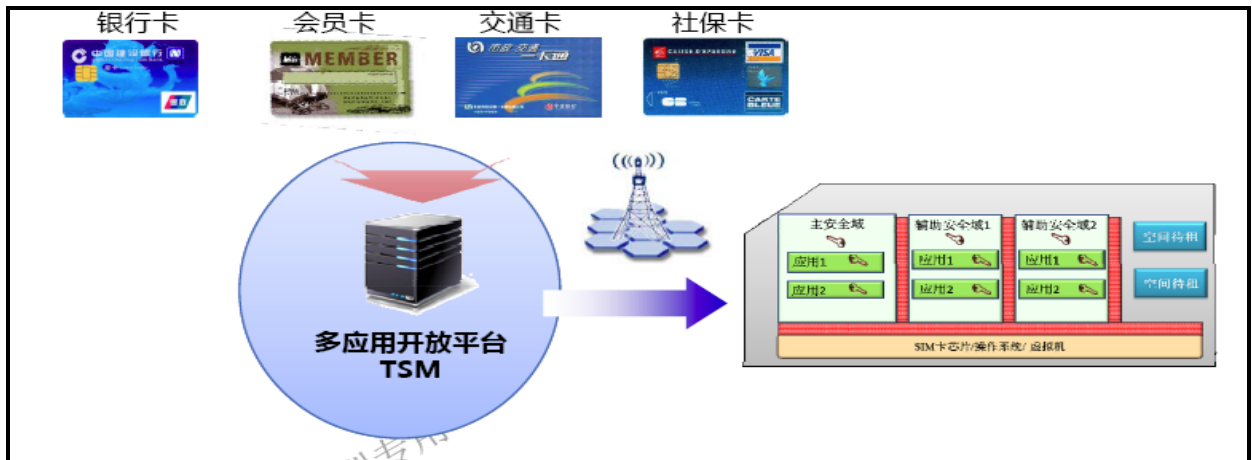
图表 5 NFC 移动支付方案示意图



资料来源：中国移动、中航证券金融研究所整理

根据我们近期对移动支付相关卡商和公司的调研结果，现阶段 SWP-SIM 卡的发卡量还很不乐观。卡商层面单个厂商出货量仅有区区几千张的数据，芯片商面亦无实质性出货。同时现阶段运营商采购规模也还属于小范围试点性质，诸如深圳等一线城市中运营商营业点的备货量亦不大。这里主要原因我们认为可能以下几点：

- 1, 国内厂商完成金融 IC 卡的认证程序的仅有少数几家企业，国产金融 IC 芯片尚未成为国内银行 IC 卡发卡的首选，则加载与其相同安全模块的 SWP-SIM 芯片尚无实质性出货在情理之中。
- 2, 运营商补贴的 NFC 智能手机目前尚未达到其预期出货量，卡片采购动力不足。
- 3, 公司虽已有定型的 SWP-SIM 卡产品，但在引导运营商需求的上还有进步空间。

图表 6 NFC 一卡多用示意图


资料来源：中国移动、中航证券金融研究所整理

我们认为本年度中后期第一波 SWP-SIM 卡需求来源于运营商 NFC 合约机型推出时段的备货需求。根据中国移动方面的公开数据显示,本年度 NFC 合约机型预计出货量会达到千万级次,仅在这一方面对 SWP-SIM 卡的备货量预计将达到这一水平。但是我们认为在这第一杯羹中国内卡商和芯片商能够分到的份额并不多,国内金融 IC 卡芯片尚未正式商用是其中一个原因,更重要的是在运营商 TSM 平台的建设过程中国际厂商的支持力度较大也促使了在小规模发卡过程中运营商更倾向于采用国际卡商(芯片商也是国际厂商)的成熟产品,以获得稳定的用户体验。

但是, NFC 成为智能手机的标准配置已经是大势所趋,而移动支付环境日益成熟必将催生 SWP-SIM 卡成为运营商标准卡。我们可以从量级层面上分析,目前全球 SIM 卡的年需求量大致在 40 亿张左右(包含各类数据卡),国内市场卡的消耗量在 15 亿张左右。根据当前信息,单张 SWP-SIM 卡的售价高达 30 元左右,芯片成本是当中最大的部分。伴随着国产芯片的问世, SIM 卡价格下降为推动运营商标准化发放带来正效应。我们并不期许规模化发放时卡的价格仍旧在 30 元左右的高位,借鉴金融 IC 卡的价格变动模式,即使 2015 年 SWP-SIM 卡价格急速下降到 12 元左右,芯片售价在 6 元左右,以同方国芯年出货量达 4 亿颗以上的企业来说,既是渗透率在 20%左右,也将对业绩提升有显著的效果。

我们可以以这样的逻辑去测算市场空间:市场预期 2014 年我国智能手机出货量达到 5 亿台左右,其中 NFC 智能手机内出货量约 2 亿台,从两个角度出发:

- 1, 以运营商 NFC 定制机型出货量为参考数据,我们预期 2014 年运营商渠道的智能手机 50%将为 NFC 智能手机。则出货量大致在 1.2 亿台左右。运营商为其配备 SWP-SIM 卡的配比度为 50%,则芯片的出货量在 6000 万颗左右。
- 2, NFC 移动支付稳步推进,预期在国内增量 NFC 智能手机用户中 20%采取更新 SIM 卡以满足创新性应用需求的话,对应 SWP-SIM 卡需求为 4000 万张。(渗透率假定有不确定性,可忽略忽略运营商备货需求以做适当平衡)。

根据国内 SIM 卡芯片厂商在移动支付芯片上产品研发的进度，仅同方国芯 SWP-SIM 卡芯片基本具备了可以量产的条件。即使不考虑同方国芯的先发优势，根据同方国芯 2012 年国内 SIM 卡芯片占有率为 27% 这一数据，对应 2014 年的出货量应该达到 1000-1600 万颗的水平。

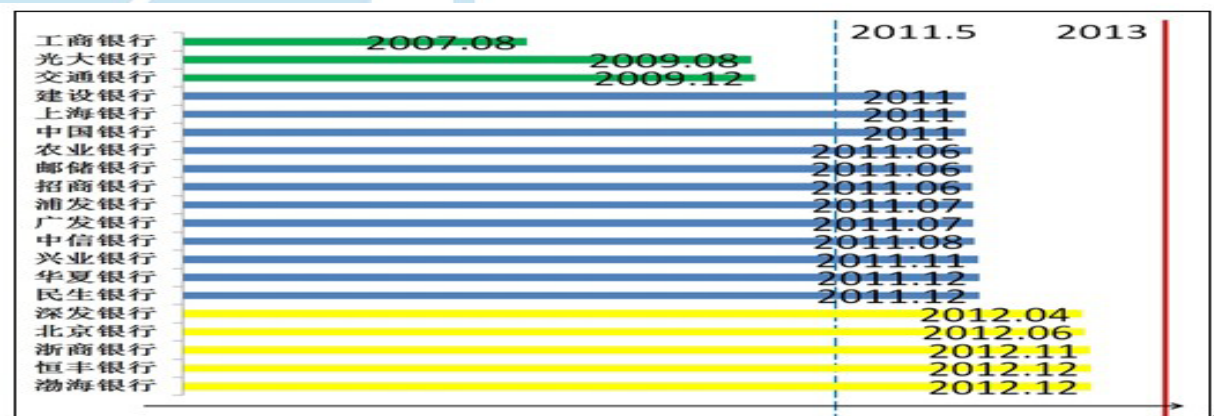
目前 SWP-SIM 卡的价格大致在 30 元左右，其中芯片成本约为 16 元。即使 2014 年 SWP-SIM 卡价格下降到 20 元，芯片成本下降到 10 元，对应同方国芯的在 SIM 卡芯片上的销售额亦会增长约 1-1.6 亿元。同时我们应该强调，上述的估算过程均属于偏谨慎的预期。由于 SWP-SIM 卡芯片是运营商整合应用诉求的基础载体，未来发展方向将会是大容量、高安全性以及承载数字版权验证等多方面，芯片价格未来下降速度将会显著慢于金融 IC 卡芯片，而在出货量数据上将明显大于金融 IC 芯片市场。

我们更应该看到，运营商完标发 SWP-SIM 卡的方式是抢占非运营商定制机型使用者的重要策略！同时针对如 IPHONE 之类采用特殊 SIM 卡的机种，未来若其配置 NFC 芯片，其大量定制的专属 SIM 卡亦是龙头芯片商更高附加值产品的体现。我们认为到 2015 年 SWP-SIM 卡芯片市场空间达到 10 亿的级别是较为中性的预期。对 SIM 卡芯片商将是一段催生业绩爆发的过程。

金融卡 IC 芯片放量是公司未来业绩的另一重要看点

同方国芯在明年的另一重要看点是其金融 IC 卡芯片的放量。根据人民银行制定的发行金融 IC 卡时间表：2013 年 1 月 1 日起，全国性商业银行均应开始发行金融 IC 卡；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。我国银行卡 IC 化已经开始进入实质性放量过程。

图表 7 20 家商业银行计划发卡时间表



资料来源：网站资料、中航证券金融研究所整理

我国银行卡 IC 化的初衷是基于两个重要的因素：

- 1, 安全性：芯片卡的安全性要远高于磁条卡，在金融诈骗多发的现实背景下，这是我国顺应时代趋势升级国内银行卡的最根本目的；

2, 多应用: 由于芯片卡的存储空间以及交互方式要优于磁条卡, 在芯片卡逐渐普及的过程中, 整合行业应用实现一卡多用成为了我国升级银行卡的另一目的。

我们了解到的信息, 目前国内金融 IC 卡芯片仍旧采购的是国际智能卡芯片厂商产品, 这当中最主要的因素是该类芯片不仅具有成熟的解决方案, 同时也经过了实际应用的验证。但从我国现实国情角度, 我国中国金融集成电路 (IC) 卡规范标准虽采取与国外 EMV 迁移标准相兼容的模式, 但仍希望自己主导国内金融 IC 卡的标准, 实现标准、验证自主化的过程。实际上, 这一诉求可以总结为: 我国金融 IC 卡的大方向是“国产芯片+国密算法”为主导的体系。

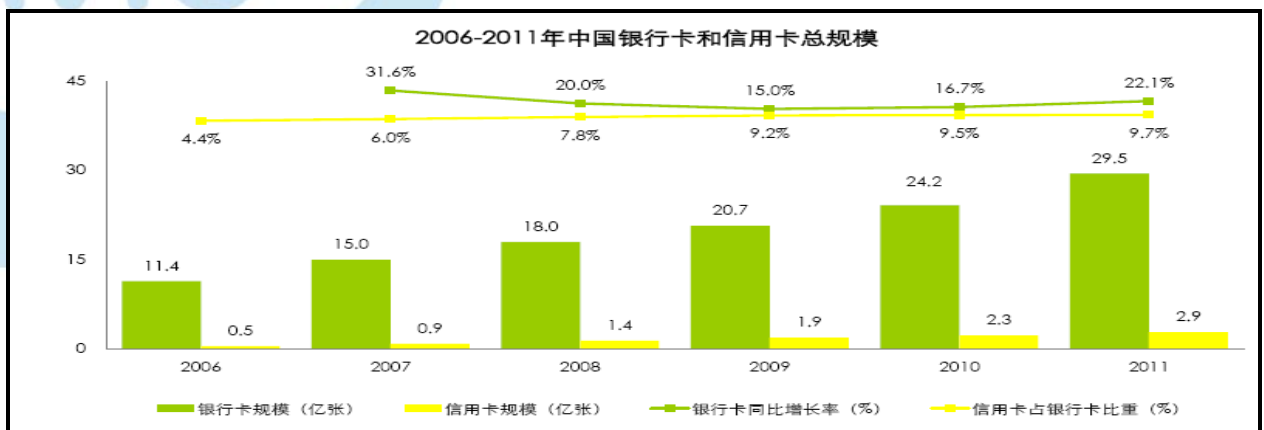
目前我国具备金融 IC 芯片设计能力的企业仅同方国芯、中电华大、华虹、复旦微电子等少数几家, 其中同方国芯是最先通过银联安全检测的厂商。根据我们调研信息, 通过安全检测的意义则相当于获得了生产许可资质, 已经具备了量产的资格, 而该系列芯片在如健康卡等产品线领域出货量已经达到百万级次。

我们认为, 金融 IC 卡芯片采购国产化的序幕将在明年拉开, 但仍有两个关键因素需要关注:

1, 价格因素: 目前金融 IC 卡的招标价格已经从初期的 20 余元快速下降到了目前的 9 元左右, 国外厂商芯片价格伴随着国产芯片的呼之欲出开始策略性的下压, 因此国内芯片商中只有具有规模效应的厂商能够胜出, 而这种规模效应体现在芯片系列的复用性和出货规模。同方国芯 THD86 系列芯片已经在如社保卡、健康卡等多行业实现规模商用, 在性能参数比肩国际芯片商产品条件下仍旧具备一定的价格优势, 我们认为能做到这一点的厂商不多。

2, 政策导向: 在现有银行卡的招标框架下, 虽然智能卡商对芯片的选取和采购负责, 但人民银行在这当中确具有显著的影响因素。我们了解到目前国内多数智能卡商都已经开始测试国产芯片, 虽然目前尚无具体的采购时间表, 但是我们认为国产芯片整体相对成熟之时, 主管部门或将采取指定几家银行做试用, 然后逐步推广的模式去推进芯片国产化进程。这将会是国产芯片乃至同方国芯该产品线实质性上量的最好风向标。金融安全是国内最为敏感的领域之一, 芯片系统等软硬件均纳入可控监管的范畴最为直接的手段就是国产化!

图表 8 2006-2011 年国内银行卡规模数据图



资料来源：艾瑞咨询、中航证券金融研究所整理

根据数据显示，截止到 2012 年 3Q，我国存量的银行卡约为 34 亿张，其中金融 IC 卡量约为 7500 万张，渗透率仅为 2.2%，以工商银行为首的四大行相对于中小商业银行具有显著高的发卡积极性。我们认为在 2015 年之前，各家银行金融 IC 卡的发放比率将会出现大幅提升，数据显示四大行金融 IC 卡渗透率在增量发卡中占比分别为：工行 41.78%，中行 26.1%，农行 16.45%，建行 15.67%。2013 年全年金融 IC 卡的发卡量预计将达到 2 亿以上，而在明年达到 3.5 亿张并非较为乐观的预期。

我们认为未来同方国芯在金融 IC 卡芯片市场中稳定获得 20% 左右的市场份额较为合理，估计 2014 年公司该领域的出货量最少应该在 3000-5000 万颗的级次，对应销售收入在 1.5-2.5 亿的规模，对公司的业绩具有明显的增厚效应。

社保健康卡芯片具备增长空间、身份证芯片是公司业绩的稳定器

根据了解，虽然公司针对银行卡应用的金融 IC 卡芯片并无实质性出货量，但是基于相同技术工艺的同系列芯片已经在健康卡、社保卡等领域累计出货量几百万张，可以说已经为金融 IC 卡出货做出了预演。进一步来说，2013 年公司所面对的市场空间不仅局限于 SWP-SIM 卡芯片和金融 IC 卡芯片，在健康卡和加载金融功能社保卡领域，同样具有良好的市场前景。

我们测算公司 2012 年智能卡芯片业务中，SIM 卡芯片销售收入约在 1.8 亿元左右、而以身份证芯片为主的身份验证类芯片收入大致在 1.4 亿元左右。在这当中我们很容易得到的推论是：

- 1, SIM 卡相关芯片出货量较大但价格下滑幅度也较大，致使该业务销售收入并未增长；
- 2, 身份验证类芯片中，身份证芯片需求和价格稳定，年均需求量在 2500 万颗左右；
- 3, 其他身份验证类芯片出货量尚未体现拉动效应。

鉴于目前金融卡 IC 化过程的深化，在国家满足安全性需求的同时已经开始兼顾多应用这个层次的需求，目前社保卡加载部分金融功能和居民健康卡的逐渐放量正是这种国家意志所体现的需求。

根据卫生部的指示精神，十二五期间是我国推进健康卡覆盖的重点时期，在十二五末期整体居民覆盖面应达到 80%，理论上至少存在 7 亿张左右的空间。更加值得关注的现象是各个省市已经从局部试点城市开始逐渐大面积覆盖，并采取医院、银行、政府财政等多方面参与的方式解决发卡和系统建设问题。

我们可以认为健康卡从设计之初就是整合金融功能的另一种形式的“社保卡”，在这个层面上，公司已经有了足够的产品线储备，并且可以说是实质性出货的厂商中规模较大的企业。预计 2014 年公司在健康卡芯片领域至少将获得 2000 万张以上的出货量，已经与身份证芯片出货量较为接近。而在社保卡芯片领域，公司同样将会受益于社保卡金融化的大背景下获得足够的市场份额不足为奇。

我们认为公司在身份验证芯片业务条线将会获得持续增长的效应，2014 年身份证芯片销售额将保持在 1.3 亿左右水平，但健康卡、社保卡芯片的销售额预计亦将达到 1.2 亿元左右水平，是身份验证类产品线

的重要驱动因素。

特种集成电路业务高毛利稳增长

我们认为芯片设计企业最重要的特质在于：

- 1，产品线适度多元化，并具有增量的市场空间；
- 2，设计研发能够跟随技术进步趋势；

同方国芯作为一家芯片设计企业，在智能卡芯片领域已经基本具备这一特质。而非智能卡领域公司通过定向增发的方式将深圳国微电子纳入并表子公司序列（约 96% 股权），从民用芯片领域延伸到特种芯片领域，对公司的发展具有积极效果。

深圳国微电子以高性能微处理器、高性能可编程器件产品等六大类芯片产品为核心业务（营收占比 75% 左右），兼具科研项目开发（营收占比约 25% 左右），是承担国家核高基研究课题，享受国家多项政策及资金扶持的重点设计型企业。其中以微处理器类和可编程器件类为代表的产品是国家每年资金重点投向的区域，因为需要满足特种行业的高安全性、高技术性需求，该市场进入壁垒高且市场空间确定，同时具有较高的利润率水平。公司对国微电子的并购，实际上形成了两家芯片设计型企业业务及资源上的一次整合。

图表 9 国微电子特种芯片产品线数据图

产品类别	单位：万元					
	2012 年 1-6 月		2011 年		2010 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
大容量可编程器件	2,119.84	37.04%	4,572.26	44.01%	4,307.18	66.54%
大容量存储器	1,529.24	26.72%	3,430.44	33.02%	829.34	12.81%
总线接口、驱动类产品	1,007.40	17.60%	899.59	8.66%	132.55	2.05%
高性能微处理器	696.96	12.18%	656.41	6.32%	521.94	8.06%
高性能总线产品	317.6	5.55%	762.9	7.34%	648.34	10.02%
专用芯片（ASIC/SoC）	51.9	0.91%	68.16	0.66%	33.63	0.52%
合计	5,722.94	100.00%	10,389.76	100.00%	6,472.98	100.00%

资料来源：公司资料、中航证券金融研究所整理

我们可以从以下几个方面去理解国微电子：

- 1，公司出货量最大的产品为可编程器件（FPGA），该类别产品最大的特点是设计难度大以及客户的专业化水平要求高，定制性是其典型的属性。我们认为国微该产品线主要针对的是装备级的系统商科研院所，具备较强的用户粘性。虽然 FPGA 龙头厂商如 Xilinx、Altera 等外资企业无论在设计和制造工艺上都均高出国内厂商很多级次，但在特种应用市场中国外厂家对国内需求有诸多限制，国内特种应用更多的还是依靠有限的内资厂商。因此国微电子以 FPGA 产品线是主力产品足以说明公司在特种集成电路这一细分领域具有很强的认知度。

- 2, 高性能微处理器产品虽然销售额占比偏小, 我们认为却将会是增长较快的一个产品线。按照我国装备安全角度, 采用自主知识产权的处理器是核高基专项中几乎每年重点扶持的一个领域, 高性能处理器加 FPGA 的组合几乎可以完成电子装备中最重要的数据处理过程, 公司在这一领域的布局配有 FPGA 产品线实际上将形成成套解决方案的能力。
- 3, 国微电子通过参与核高基项目获得的大量资金支持不仅是重要的业绩稳定器, 更重要的是推进公司技术升级的驱动力。根据资料显示, 截止到 2012 年中期, 国微电子相关递延收益就达到了 1.8 亿元。同时未来每年预计新获得的扶持资金将超过 2000 万元, 国微电子在业绩上具有很强的支撑力。由于国内对具有自主知识产权的特种芯片产品需求迫切, 大环境有利于公司技术进一步升级。
- 4, 业绩补偿条款是国微电子实现业绩承诺的切实保障。根据公司与国微电子的协议, 2013-2015 年国微电子归属于净利润将分别不低于 8,600.36 万元 (7,897.91 万元)、11,533.20 万元 (10,526.01 万元)、14,770.99 万元 (13,757.56)。(注: 括号中为扣除非经常性损益净利润。) 表征国微电子对自身实现业绩具有较强的信心。
- 5, 同方国芯和国微电子的代工厂商均为华虹 NEC 和华力, 目前同方国芯已经具备与下游代工厂商协作研发工艺技术的能力, 这是代工厂商对公司技术和出货量规模的肯定。特种半导体领域未来若能同样采取这样的模式, 对国微电子的产品升级有莫大帮助, 双方优势共享将进一步体现。

图表 10 国微电子盈利预测图

金额单位: 人民币万元					
名称	2012 年 7-12 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
商品销售收入	7,534.15	19,342.44	25,816.92	33,440.06	42,667.10
委托研发收入	5,148.98	6,571.60	6,614.00	6,435.30	6,016.00
合计	12,683.13	25,914.04	32,430.92	39,875.36	48,683.10

资料来源: 公司资料、中航证券金融研究所整理

并购国微电子, 公司的整体毛利率水平和盈利能力都将获得提升。同时公司将形成在智能卡和特种芯片领域两大主力产品线上同时承接核高基项目的态势, 这在间接可比的上市公司中独树一帜。同方国芯在技术优势和产品升级方面未来带来的上升空间有助于维系公司相对于市场的溢价水平。这一点是我们对公司走势未来具有较高信心的原因。

传统晶振业务仍有提升盈利能力的空间

同方国芯前身是晶源电子,其传统的石英晶体类业务在2012年仍旧占据公司整体营业收入的35%左右。市场中对同方国芯石英晶体类业务持有谨慎的态度,主要原因如下:

- 1, 石英晶体业务逐渐呈现低毛利率化特征,由于以出口为主导,未来盈利趋势并不十分明朗;同时在上市公司中原先仅有的两家企业晶源电子和东晶电子都在寻求着产业转型,预示着业务增长缺乏动力的特征。
- 2, 石英晶体的领导企业仍旧是日本企业,国内企业即使在晶体切割上有一定的实力,但是在配比 IC 上仍旧采取进口,提升盈利水平不乐观。

经过沟通,我们了解到虽然公司目前更加倚重的是芯片设计相关业务,但在石英晶体业务产品线上仍旧会采取积极应对的策略。公司在晶体切割上具有国内一流的技术优势,加之同方国芯在半导体芯片设计上的实力,未来进一步整合双方优势,通过提升晶振 IC 的自给率,实现对现有石英晶体产品线的技术升级,并通过自动化手段等一系列措施严格控制成本,实现该业务线盈利率上台阶。我们认为石英晶体产品在现代电子设备中用量稳步增长的态势,公司该项业务并不会成为业绩的拖累点,同时由于市场的洗牌,国内相关厂商数量减少有利于公司未来在该业务上焕发第二春。

我们对公司石英晶体业务持谨慎乐观态度,预期该业务在2013年大致维持在2.1亿左右,2014年按照5%以内测算的增幅,整体毛利率水平却有3个百分点左右提升。同时本年度与石英晶体业务线具有技术相关性的蓝宝石衬底切割业务维持2012年水平。

估值逻辑

关键假设：

- 2014年NFC智能手机渗透率达到30%左右；
- NFC移动支付在全国重点城市规模化商用初现端倪；
- 2014年1Q前金融主管部门组织国产金融IC卡试用；
- 健康卡、社保卡稳步发放；
- 国微电子业绩符合业绩承诺；
- 移动支付类芯片价格按照年10%跌幅
- 身份验证类芯片价格15%跌幅

图表 11 同方国芯各产品线营业收入预测图

单位：百万元

收入	2,013年	2,014年	2,015年
SWP-SIM	0.00	120.00	420.00
普通芯片	180.00	162.00	145.80
金融 IC 卡芯片	0.00	100.00	140.00
身份证芯片	150.00	150.00	150.00
其他身份验证芯片	25.00	127.50	144.50
国微电子收入	260.00	320.00	400.00
石英晶体业务	200.00	210.00	220.50
合计	815.00	1,189.50	1,620.80
毛利率	31.9%	34.8%	36.1%

资料来源：中航证券金融研究所

我们认为同方国芯在未来将在多条产品线上存在高速增长的机会，大股东延期解禁也预示着高层对业绩高速增长有肯定的预期。作为芯片设计企业，同方国芯完全满足具有增量的产品市场空间和技术水平不断提升这两条最重要的特质，在公司产品逐渐升温的过程中，具有在未来多次成为市场热点的可能性，建议密切关注。我们预计公司 2013-2015 年净利润复合增长率预计达到 39%，对应 EPS0.61、0.96、1.26 元，予以买入评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1461	1705	2457	3252
现金	871	1128	1637	2140
应收账款	321	279	406	554
其他应收款	16	24	30	45
预付账款	28	55	78	104
存货	208	194	271	361
其他流动资产	18	24	36	49
非流动资产	1264	1235	1223	1207
长期投资	5	0	0	0
固定资产	301	291	270	242
无形资产	11	8	5	2
其他非流动资产	947	936	948	963
资产总计	2725	2940	3680	4458
流动负债	318	365	851	1304
短期借款	49	49	410	739
应付账款	92	106	159	205
其他流动负债	177	210	282	360
非流动负债	375	378	377	377
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	375	378	377	377
负债合计	693	743	1228	1681
少数股东权益	48	50	52	55
股本	297	303	303	303
资本公积	808	808	808	808
留存收益	879	1035	1289	1611
归属母公司股东权益	1984	2147	2400	2723
负债和股东权益	2725	2940	3680	4458

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	125	257	182	242
净利润	142	187	294	385
折旧摊销	38	41	43	45
财务费用	-17	-36	-34	-21
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-50	68	-124	-171
其他经营现金流	11	-2	4	3
投资活动现金流	125	-14	-30	-30
资本支出	104	10	10	10
长期投资	0	-5	0	0
其他投资现金流	228	-9	-20	-20
筹资活动现金流	-32	14	357	290
短期借款	48	0	361	329
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	162	6	0	0
资本公积增加	612	0	0	0
其他筹资现金流	-853	7	-4	-39
现金净增加额	217	257	509	502

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	585	815	1190	1621
营业成本	419	555	776	1035
营业税金及附加	3	4	6	8
营业费用	15	21	31	43
管理费用	43	98	119	162
财务费用	-17	-36	-34	-21
资产减值损失	-2	0	0	0
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	123	173	292	393
营业外收入	36	35	35	35
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	159	208	326	428
所得税	17	21	33	43
净利润	142	187	294	385
少数股东损益	1	1	2	3
归属母公司净利润	141	186	292	382
EBITDA	144	177	300	418
EPS (元)	0.48	0.61	0.96	1.26

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-7.2%	39.4%	46.0%	36.3%
营业利润	2.0%	40.5%	68.3%	34.9%
归属于母公司净利润	36.6%	31.4%	57.0%	31.1%
获利能力				
毛利率 (%)	28.4%	31.9%	34.8%	36.1%
净利率 (%)	24.2%	22.8%	24.5%	23.6%
ROE (%)	7.1%	8.6%	12.1%	14.0%
ROIC (%)	6.2%	8.5%	14.9%	19.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	25.4%	25.3%	33.4%	37.7%
净负债比率 (%)	7.15%	6.68%	33.45%	44.03%
流动比率	4.60	4.67	2.89	2.49
速动比率	3.94	4.14	2.57	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.29	0.36	0.40
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	5.10	5.61	5.86	5.69
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.61	0.96	1.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	0.85	0.60	0.80
每股净资产 (最新摊薄)	6.54	7.08	7.91	8.97
估值比率				
P/E	58.63	44.62	28.41	21.67
P/B	4.18	3.86	3.45	3.04
EV/EBITDA	52	42	25	18

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李皓，首席研究员，SAC 执业证书号 S0640511060001，工学学士、经济学硕士，2009 年 4 月加入中航证券金融研究所，从事 TMT 行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。