

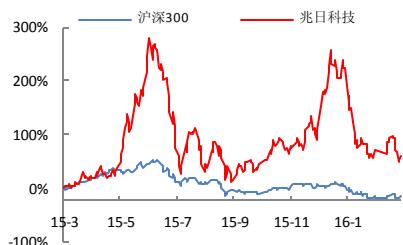
重磅产品即将批量上市

- 发布2015年度业绩快报。**2015年，公司实现营业收入2.0亿元，同比增长10.9%；实现归属于上市公司普通股股东的净利润4163万元，同比增长12.4%；实现基本每股收益0.12元。2015年三季末，资产负债率为1.43%。
- 新一代电子支付密码器推出。**新一代也就是第三代电子支付密码器不仅保留了传统支付密码器的全部功能，还支持如手机网银、移动审批、移动支付、移动办公等基于移动互联系统的可拓展多项功能，对现有的第二代密码器形成替代。在现有的第二代密码器销售步伐放缓的情况下，第三代电子支付密码器的推出将会对密码器的销售产生积极影响。
- 票据纸纹防伪系统有望呈现爆发式增长。**票据纸纹防伪系统已于2015年年中正式开始商用推广。第一批产品已经开始在华东地区约20家商业银行开展规模使用。经试用改进后的第二代产品将于2016年开始批量供应市场。全国有30万个银行网点，如果有三分之一的网点使用至少1台，则形成10万台的需求，产品所面临的市场空间巨大。同时，由于产品具有较强的技术壁垒，市场上尚无纸纹特征识别技术的竞争对手。未来，票据纸纹防伪系统还可以在银行间建立数据中心，实现票据信息跨行跨区域的流转。
- 移动云通讯平台开始商用推广。**2015年年中，公司已经完成移动云通讯平台产品的开发，该平台具有强大的通讯处理、高可靠性和扩展能力，可以支持各种移动互联的应用，支持亿量级移动终端同时在线。基于这个平台产品，公司已开发出适合于企业内部办公、交流的移动通讯产品“企业T信”、对公移动支付系统“银企通”、解决多种对公支付业务安全的全新多功能密码器。上述产品的开发已经达到可以规模使用的程度。移动云通讯平台不仅把公司的产品线串联起来，而且在大量终端用户加入后，平台将成为一个大数据的生态系统。
- 估值与评级：**公司发展战略清晰，立足金融安全领域，并逐步向非金融安全领域渗透。公司的重磅产品票据纸纹防伪系统将于2016年开始批量供应市场，未来有望呈现爆发式增长，2015年将成为公司业绩拐点。预计公司2015-2017年基本每股收益分别为0.12元、0.16元和0.24元，以3月2日收盘价23.77元为基准，对应动态市盈率分别为192倍、148倍和99倍，目前公司的总市值为80亿元。基于对公司未来发展的强烈看好，首次给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**新产品推广或不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wangl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.36
流通A股(亿股)	3.31
52周内股价区间(元)	14.46-60.57
总市值(亿元)	79.87
总资产(亿元)	8.67
每股净资产(元)	2.49

相关研究

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	180.53	200.15	267.61	376.48
增长率	-5.04%	10.87%	33.70%	40.68%
归属母公司净利润(百万元)	37.03	41.63	53.79	80.80
增长率	-27.20%	12.43%	29.20%	50.22%
每股收益EPS(元)	0.11	0.12	0.16	0.24
净资产收益率ROE	5.93%	6.61%	7.85%	10.55%
PE	216	192	148	99
PB	9.75	9.25	8.67	7.92

数据来源: WIND, 西南证券整理

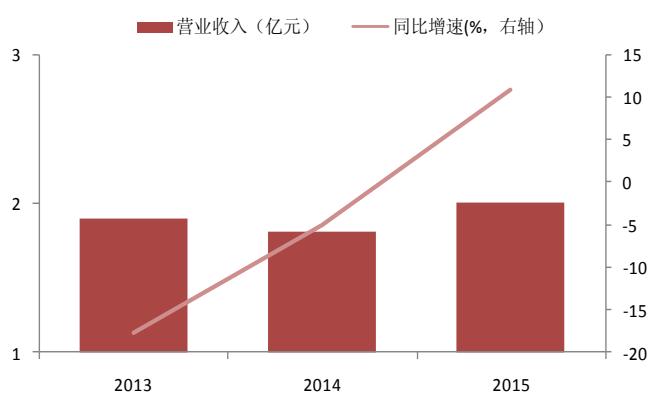
请务必阅读正文后的重要声明部分

1. 公司简介及经营现状

公司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。公司的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”（包括电子支付密码器及电子支付密码核验设备等）、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。新疆晁骏股权投资有限公司是公司的第一大股东，持股比例 27.58%。魏恺言是公司实际控制人。

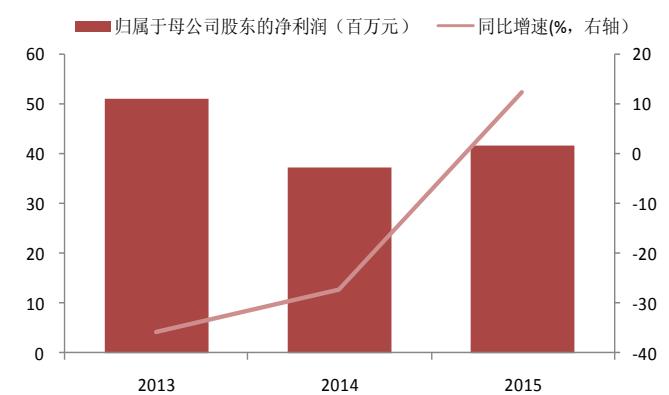
根据公司 2015 年度业绩快报，2015 年，公司实现营业收入 2.0 亿元，同比增长 10.9%；实现归属于上市公司普通股股东的净利润 4163 万元，同比增长 12.4%；实现基本每股收益 0.12 元。2015 年三季度，资产负债率为 1.43%。

图 1：公司近三年营业收入及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

图 2：公司近三年归属于上市公司股东净利润及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

2. 公司现有主要产品

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。但由于诚信的缺失，票据造假的现象时有发生，由此产生的危害逐渐显现。金融票据诈骗案件的高发，严重扰乱了国内正常的金融秩序。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对信息防伪技术有着迫切的需求。公司现阶段的现阶段主营业务收入和利润主要来源于电子支付密码系统的销售。

2.1 电子支付密码器系统

电子支付密码器系统由电子支付密码器、电子支付密码核验设备及系统、银行支付密码管理软件等部分组成。

公司电子支付密码器产品主要用于在银行开立账户的企事业单位在签发票据时计算产生支付密码。传统印章容易造假且与票面信息无关，验印结果无法保证票据真实完整。电子支付密码依据票据类型、日期、金额、账号、票号等要素加密运算生成，作为票据的电子印章，有效认证出票人身份、防范票面信息被篡改、保证票据安全、杜绝支票变造、伪造诈骗

案件的发生。产品主要面向国内银行对公结算客户进行市场推广，随着银行和开户单位支付风险防范意识的不断加强，近年来市场上对电子支付密码器产品的需求正在快速增长。

电子支付密码核验设备及管理系统是电子支付密码器系统的重要组成部分，主要用于商业银行对票据支付密码的集中核验，一般部署于银行的数据中心或业务处理中心。产品通过与银行业务主机相连，能实时自动处理与该业务主机相连的所有网点核验支付密码的任务请求，产品提供核验服务器内部客户账户数据和密钥数据的备份和恢复功能。利用电子支付密码系统的网络化核验，突破了印章只能签发行比对验证的局限性，使银行对公业务通存通兑成为可能，打通银行账务系统，将传统中心化柜面银行，变为电子化跨地区银行。公司目前是中国工商银行、中国建设银行等多家商业银行后台支付密码核验系统的指定供应商。

目前公司的电子支付密码器已升级至第三代。第三代电子支付密码器不仅保留了传统支付密码器的全部功能，还支持如手机网银、移动审批、移动支付、移动办公等基于移动互联系统的可拓展多项功能，对现有的第二代密码器形成替代。在现有的第二代密码器销售步伐放缓的情况下，第三代电子支付密码器的推出将会对密码器的销售产生积极影响。

图 3：电子支付密码器



数据来源：公司网站

图 4：支付密码核验服务器



数据来源：公司网站

2.2 密码芯片

公司研制生产的密码芯片包括金融票据密码芯片和税控密码芯片两种。经国家密码管理局的授权和委托，商用密码检测中心系目前市场上唯一有权销售金融票据密码芯片和税控密码芯片的单位，公司生产的密码芯片全部供应给商用密码检测中心。

金融票据密码芯片可以应用于银行电子支付密码器系统、银行汇票、本票电子密押系统、银行内部往来业务电子汇兑系统、进出口贸易银行保证金台账登记系统、国债发行交易系统、集团企业内部资金汇划系统、银行现金押运电子确认系统、财税库银税收入电子缴库系统等。

税控密码芯片目前主要应用于国税地税普通发票税控防伪系统，它作为税控 USBKEY 产品的核心部件之一，用于计算产生税务发票上的税控防伪码，并嵌入专用密码核验设备集中验证税控防伪码真伪，从而实现发票防伪、发票信息防篡改和确认纳税人合法身份的目的。

2.3 税控安全组件

公司研制生产的税控安全组件用于税控收款机、税控器等产品。税控收款机等产品通过软硬件系统实现用户安全认证、税控数据加密、发票税控防伪码生成、数字签名、设备合法

性检查等安全功能。税控安全组件是组成税控收款机、税控器等的零部件及安全控制模块，包括控制板、主机板、接口板、打印模块、按键等。

2.4 产品间相关性

三类产品中，电子支付密码器系统用于银行票据的防伪与核验；密码芯片基于一种短密文非对称密钥体制加密算法，安装在电子支付密码器系统和税控 USBKEY 内部用于生成银行票据支付密码、税务发票防伪码等加密信息；税控组件是税控收款机和税控器的安全控制模块，税控收款机和税控器产品中的安全控制模块通过对税控数据加密、生成税控发票防伪码等手段，以达到对税务发票进行加密防伪的目的。三类产品均围绕票据防伪技术展开，密码芯片是票据防伪技术应用的重要部件，电子支付密码器系统和税控组件是票据防伪技术在银行、税务两个不同细分领域的应用。

3. 未来主要看点

3.1 票据纸纹防伪系统

公司历经 10 余年研发，研发出纸纹特征识别技术，解决了纸张自然纤维纹理特征的提取和特征模型的算法构造难题，并推出基于纸纹技术的防伪产品。它们可广泛适用于票据防伪，商品防伪等领域。纸纹具有随机、唯一、稳定和无法复制的特点。纸张纤维来自于大自然，纤维形态细微、多样，纤维在纸张中随机地纵横交织在三维空间中，而形成独特的、不受人为控制的纤维分布结构。纸纹，如同人类的指纹、虹膜、视网膜等，独一无二，永不改变，同属特征识别技术。

公司研发的票据纸纹防伪系统能够识别任意类型的票据和凭证，甚至可以用于保护无防伪印刷的空白票据与凭证，采用物联网技术实现云中心数据处理，可适应金融机构集中开票/验票、分散开票/验票、集中+分散管理的多种运营模式，全智能化自动识别，对操作人员票据鉴别技能要求极低。

票据纸纹防伪系统的终端设备具有自动提取票据纸纹特征和票面影像的功能，同时还具备自动鉴别纸纹和票面要素完整性的功能。在联网环境下，它可将提取的纸纹信息与票面影像信息自动上传数据中心或其他需要的网点终端，以方便其他网点或机构跨地区、跨行验证票据真伪；此外，终端设备还可以提供多光谱照射下的高清票据影像，辅助人工核查票据防伪印刷标记、荧光纤维、荧光油墨、金属线等。

票据纸纹防伪系统已于 2015 年年中正式开始商用推广。第一批产品已经开始在华东地区约 20 家商业银行开展规模使用。全国有 30 万个银行网点，如果有三分之一的网点使用至少 1 台，则形成 10 万台的需求，产品所面临的市场空间巨大。同时，由于产品具有较强的技术壁垒，市场上尚无纸纹特征识别技术的竞争对手。未来，票据纸纹防伪系统还可以在银行间建立数据中心，实现票据信息跨行跨区域的流转。

公司也已经启动纸纹防伪技术在其他票证、奢侈品和普通商品防伪领域的应用研发及产业化工作。

3.2 移动云通讯平台

2015年年中，公司已经完成移动云通讯平台产品的开发，该平台具有强大的通讯处理、高可靠性和扩展能力，可以支持各种移动互联的应用，支持亿量级移动终端同时在线，其完备的安全设计，使得移动互联技术深度应用于各种行业变得可行和易于实现。基于这个平台产品，结合公司过去在对公支付领域的长期积累，公司已开发出适合于企业内部办公、交流的移动通讯产品“企业T信”、对公移动支付系统“银企通”、解决多种对公支付业务安全的全新多功能密码器。其中，银企通将企业对公支付和报销的所有繁琐的环节变得简单、流畅、高效和一气呵成，完整、安全的数据签名和加密措施，使得企业的每一笔支付不仅变得轻松高效，而且极大地提高了支付安全性。上述产品的开发已经达到可以规模使用的程度，产品的商用化正在推进中。

移动云通讯平台不仅把公司的产品线串联起来，而且在大量终端用户加入后，平台将成为一个大数据的生态系统。

4. 盈利预测与投资建议

主要假设：

(1) 电子支付密码器系统：基本保持平稳增长。虽然随着市场竞争的加剧，产品销售价格有所下滑，但随着新一代电子支付密码器系统的推出，新加入了手机网银、移动审批、移动支付、移动办公等基于移动互联系统的可拓展多项功能，对原有产品形成替代，销量有望保持平稳增长。假设2015-2017年的收入增长率分别为10.9%，8.0%和8.4%，毛利率则稳中微降，2015-2017年的毛利率分别为62.1%，61.2%和61.0%。

(2) 票据纸纹防伪系统：有望呈现爆发式增长。票据纸纹防伪系统是公司新研发出的重磅产品，有广阔的市场空间，且具有较强的技术壁垒。产品经试用改进后将于2016年开始批量供应市场，有望呈现爆发式增长。由于产品2016年才正式批量供应市场，假设2017年的收入增长率为176.7%，2016-2017年的毛利率分别为72.9%和73.2%。

表1：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
电子支付密码器系统	收入	18,024.44	19,983.70	21,588.39	23,393.18
	增速	-5.08%	10.87%	8.03%	8.36%
	毛利率	62.3%	62.1%	61.2%	61.0%
票据纸纹防伪系统	收入	--	--	5,130.76	14,196.30
	增速	--	--	--	176.69%
	毛利率	--	--	72.9%	73.2%
合计	收入	18,024.44	19,983.70	26,719.15	37,589.48
	增速	-5.08%	10.87%	33.70%	40.68%
	毛利率	62.3%	62.1%	63.5%	65.6%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司发展战略清晰，立足金融安全领域，并逐步向非金融安全领域渗透。公司的重磅产品票据纸纹防伪系统将于2016年开始批量供应市场，未来有望呈现爆发式增长，2015年将

成为公司业绩拐点。预计公司 2015-2017 年基本每股收益分别为 0.12 元、0.16 元和 0.24 元，以 3 月 2 日收盘价 23.77 元为基准，对应动态市盈率分别为 192 倍、148 倍和 99 倍，目前公司的总市值为 80 亿元。基于对公司未来发展的强烈看好，首次给予公司“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	180.53	200.15	267.61	376.48	净利润	48.60	57.01	72.32	106.35
营业成本	68.01	75.90	97.74	129.67	折旧与摊销	1.29	1.21	4.19	9.28
营业税金及附加	2.14	2.48	3.27	4.62	财务费用	-20.32	-16.60	-16.90	-17.93
销售费用	30.08	21.06	30.45	42.17	资产减值损失	0.05	0.31	0.00	0.00
管理费用	44.07	45.77	59.62	81.58	经营营运资本变动	5.50	-2.86	-8.49	-14.24
财务费用	-20.32	-16.60	-16.90	-17.93	其他	-5.38	-0.88	-0.20	0.03
资产减值损失	0.05	0.31	0.00	0.00	经营活动现金流净额	29.75	38.19	50.93	83.49
投资收益	0.00	0.99	0.00	0.00	资本支出	-14.29	-40.35	-25.46	-17.43
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	298.28	0.99	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	283.99	-39.36	-25.46	-17.43
营业利润	56.50	72.22	93.42	136.37	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.34	2.80	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	59.83	75.02	93.42	136.37	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.23	18.00	21.09	30.01	支付股利	-22.40	-12.96	-14.57	-18.83
净利润	48.60	57.01	72.32	106.35	其他	-12.96	16.60	16.90	17.93
少数股东损益	11.58	15.38	18.54	25.56	筹资活动现金流净额	-35.36	3.64	2.33	-0.89
归属母公司股东净利润	37.03	41.63	53.79	80.80	现金流量净额	278.24	2.47	27.80	65.16
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	669.31	671.78	699.58	764.74	成长能力				
应收和预付款项	7.77	6.60	9.21	13.10	销售收入增长率	-5.04%	10.87%	33.70%	40.68%
存货	37.73	42.19	54.54	72.58	营业利润增长率	-30.53%	27.83%	29.36%	45.98%
其他流动资产	14.81	17.05	22.52	31.81	净利润增长率	-28.36%	17.30%	26.85%	47.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-38.10%	51.65%	42.02%	58.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	71.99	106.16	123.26	127.35	毛利率	62.33%	62.08%	63.47%	65.56%
无形资产和开发支出	30.20	35.17	39.33	43.40	三费率	29.82%	25.10%	27.35%	28.11%
其他非流动资产	22.29	22.29	22.29	22.29	净利率	26.92%	28.49%	27.03%	28.25%
资产总计	854.09	901.23	970.74	1075.27	ROE	5.93%	6.61%	7.85%	10.55%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.69%	6.33%	7.45%	9.89%
应付和预收款项	31.53	34.21	44.81	60.15	ROIC	20.74%	25.27%	28.57%	38.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.76%	28.39%	30.16%	33.92%
其他负债	3.56	3.97	5.11	6.78	营运能力				
负债合计	35.09	38.18	49.93	66.93	总资产周转率	0.21	0.23	0.29	0.37
股本	112.00	336.00	336.00	336.00	固定资产周转率	53.29	77.59	8.54	4.81
资本公积	609.33	385.33	385.33	385.33	应收账款周转率	46.49	42.29	50.82	50.50
留存收益	92.82	121.49	160.70	222.67	存货周转率	1.86	1.88	2.00	2.02
归属母公司股东权益	814.15	842.82	882.03	944.00	销售回款提升率/经营活动收入	115.95%	—	—	—
少数股东权益	4.86	20.24	38.78	64.33	资本结构				
股东权益合计	819.00	863.06	920.81	1008.34	资产负债率	4.11%	4.24%	5.14%	6.22%
负债和股东权益合计	854.09	901.23	970.74	1075.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	20.79	19.32	15.74	13.18
EBITDA	37.47	56.83	80.71	127.72	速动比率	19.72	18.22	14.65	12.10
PE	215.70	191.85	148.49	98.85	股利支付率	60.50%	31.13%	27.09%	23.30%
PB	9.75	9.25	8.67	7.92	每股指标				
PS	44.24	39.90	29.84	21.21	每股收益	0.11	0.12	0.16	0.24
EV/EBITDA	52.59	128.32	90.01	56.37	每股净资产	2.44	2.57	2.74	3.00
股息率	0.28%	0.16%	0.18%	0.24%	每股经营现金	0.09	0.11	0.15	0.25
					每股股利	0.07	0.04	0.04	0.06

数据来源: WIND, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn