

## 智能卡业务有望爆发，“区块链+金融”是未来看点

### 投资要点

- 依托 COS 核心技术优势，成就智能卡领域先驱者。**公司是以身份认证为主的信息安全产品研发、生产、销售、服务的高新技术企业，在网络身份认证、软件版权保护、智能卡操作系统三大领域处在行业领先地位，并在 COS (嵌入式操作系统) 领域拥有显著技术优势。公司于 2015 年在巴黎智能卡工业展上展示了全新产品卡式 OTP 令牌、飞天诚信 EMV 可视卡、蓝牙个人交易卡等一系列全新的产品，公司还与上海华特迪士尼合作，成为国内唯一一家可使用迪士尼漫威、卢卡斯、皮克斯经典形象为交通卡设计元素的卡商，实现了现代科技与时尚在公共交通领域的完美融合。公司 2015 年全年实现营收和归母净利润分别为 9.12 亿元和 1.84 亿元，同比分别下降 15.63% 和 30.56%，主要原因在于招投标行为的增多导致 USB Key、OTP 动态令牌等公司主营产品利润下滑严重。2016 年基本没有新的招投标项目，预计公司传统主业毛利率将扭转下滑趋势。
- 加大“区块链”技术研发投入，抢占战略高地。**随着中国平安成为第一家进入国际区块链联盟的中国企业，区块链在中国市场掀起了一股投资热潮。按照其去中心化、安全性等特点，区块链技术在互联网金融、人工智能、大数据与云计算等领域都有较为广泛的应用前景。公司一直以来密切关注此行业的技术发展，目前在区块链技术已有一定的技术储备和研究，公司未来将积极参与数字货币及其他区块链技术产业，欲从虚拟/数字货币和私有链平台入手，力争使区块链技术成为公司业务新的增长点。
- 开拓民用领域市场，并购预期强烈。**传统业务强劲发展动力不足，市场竞争加大，同时公司又力图突破金融领域界限，将业务向民用领域拓展，并购重组已然成为公司发展创新业务，吸收新技术，增强竞争力的高效选择，2016 年公司将根据业务发展需求，综合考虑与公司主业配套、产生协同效应等因素，审慎寻求行业内优质企业的并购机会，推动上下游及跨界合作，强强联手实现双赢。
- 估值与评级。**我们预计公司 2016-2018 年摊薄后的 EPS 分别为 0.50 元、0.58 元和 0.70 元，2016 年给予公司 70 倍 PE 的估值，目标价为 35 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**智能卡业务推广或不及预期风险；区块链技术研发进度或不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	911.60	1005.80	1173.32	1317.84
增长率	-15.63%	10.33%	16.66%	12.32%
归属母公司净利润 (百万元)	183.58	207.17	241.68	292.36
增长率	-30.56%	12.85%	16.66%	20.97%
每股收益 EPS (元)	0.44	0.50	0.58	0.70
净资产收益率 ROE	11.90%	10.96%	11.65%	12.70%
PE	46	40	35	29
PB	5.50	4.44	4.04	3.64

数据来源: Wind, 西南证券

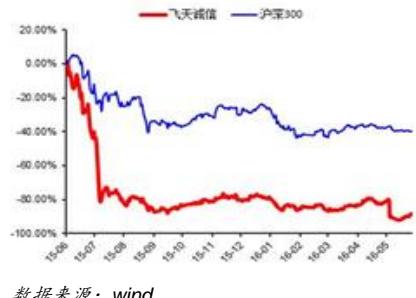
### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongl@swsc.com.cn

分析师: 文雪颖  
执业证号: S1250514060001  
电话: 023-67909731  
邮箱: wenxy@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅  
电话: 021-68415380  
邮箱: cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.18
流通 A 股(亿股)	4.18
52 周内股价区间(元)	19.01-240.08
总市值(亿元)	112.87
总资产(亿元)	17.15
每股净资产(元)	7.22

数据来源: 聚源数据

### 相关研究

## 1. 依托 COS 核心技术优势，成就智能卡领域先驱者

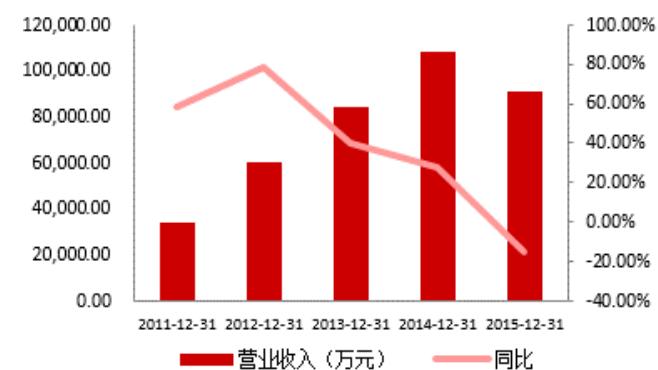
公司是以身份认证为主的信息安全产品研发、生产、销售、服务的高新技术企业，是全球领先的智能卡操作系统及数字安全系统整体解决方案的提供商和服务商。经过十余年的创新发展，公司在网络身份认证、软件版权保护、智能卡操作系统三大领域取得了行业领先地位。公司围绕 FT-COS 智能卡操作系统自主研发了 ePass 系列 USBKey、OTP 系列动态令牌、ROCKEY 系列软件加密锁、飞天智能卡及读写器等系列产品。

### 1.1 传统主业业绩下滑，预期今年实现反弹

从业绩来看，公司 2016 年第一季度实现营业收入 1.49 亿元，同比增长 1.97%，归属于上市股东的净利润为 839 万元，同比下降 59.96%，主要原因系本期未收到软件退税款，导致利润总额下降，同时本期研发投入同比上年同期上升较多。

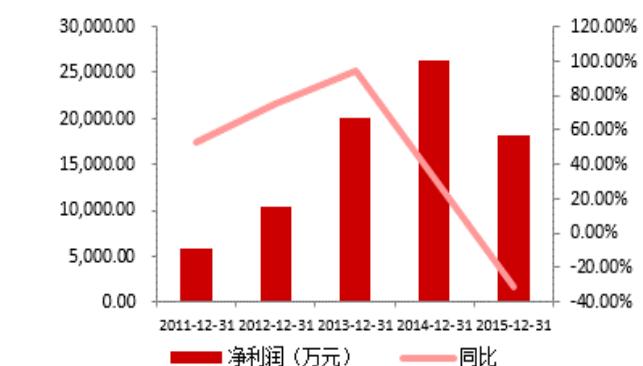
公司 2015 年全年实现营收和归母净利润分别为 9.12 亿元和 1.84 亿元，同比分别下降 15.63% 和 30.56%，主要原因在于招投标行为的增多导致 USB Key、OTP 动态令牌等公司主营产品利润下滑严重。2016 年基本没有新的招投标项目，预计公司传统主业毛利率将扭转下滑趋势。

图 1：公司 2011-2015 年营业收入（万元）及增长率



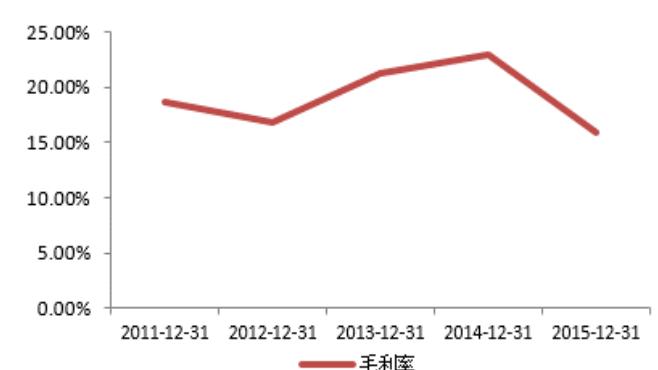
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2011-2015 年净利润（万元）及增长率



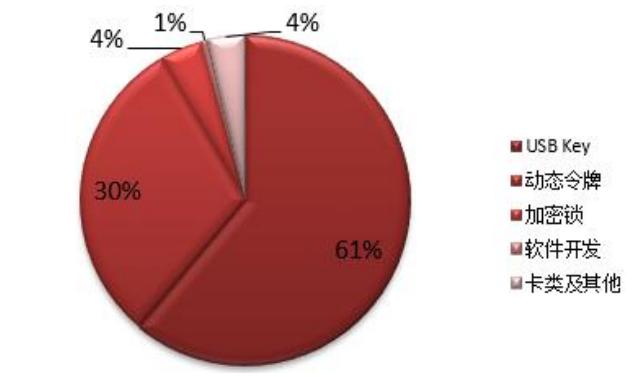
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2011-2015 年毛利率变化情况（%）



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：公司 2015 年主营业务分拆情况（%）



数据来源：公司公告，西南证券

## 1.2 智能卡业务有望引爆公司业绩

近年来，面对行业竞争加大以及 USBKey、OTP 网银产品趋于饱和的压力，公司积极发挥技术优势，开展以嵌入式操作系统为核心的新型智能卡的研发。经过多年的技术积累，公司在芯片内嵌入式操作系统 (COS) 领域已具有一定的技术优势。芯片内操作系统是一种嵌入式软件，其主要功能是控制智能卡和外界的信息交换，管理智能卡内的存储器并在卡内部完成各种命令的处理，是智能卡的核心技术。公司目前已将该技术用于智能卡的开发上，同时在卡上集合身份认证功能，新推出的这种超级智能卡集电池技术、输出输入技术、显示技术等多种技术于一体，公司期望通过技术上的迭代取得在智能卡领域市场的突破。2016 年公司加快了智能卡的产业化进程，提升核心竞争力，以期形成以 USB Key、OTP 和智能卡为核心，加密锁、智能卡读写器等产品为补充的业务布局。日前公司已获得“银联、万事达、VISA”供应商资质，将为智能卡在金融领域的应用开辟更广阔的市场空间。

**智能银行卡领域**，公司在 2015 年在巴黎智能卡工业展上展示了一系列全新的产品：(1) 全新产品卡式 OTP 令牌：创新性的支持个人/客户通过 NFC 或蓝牙自定义种子进行第三方验证，降低泄露风险；(2) 飞天诚信 EMV 可视卡：带显示屏和数字按键的集 OTP 令牌与 EMV 卡于一体的复合型金融产品；(3) 蓝牙个人交易卡：公司推出的全新金融支付终端卡，简称 PTC 卡。该产品打通了线上线下支付环境，具有免签防抵赖功能，是集成了 EMV 卡和交易安全流程的创新型金融支付产品。

图 5：COS 文件系统基本结构

产品卡式OTP令牌	EMV可视卡	蓝牙个人交易卡
<ul style="list-style-type: none"><li>创新性的支持个人/客户通过 NFC 或蓝牙自定义种子进行第三方验证</li><li>降低泄露风险</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>带显示屏和数字按键的集 OTP 令牌与 EMV 卡于一体的复合型金融产品</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>集 EMV 和交易安全流程于一体</li><li>打通线上线下支付环境，具有免签防抵赖功能</li></ul>

数据来源：公司公告、西南证券

**公交卡领域**，2015 年 5 月，飞天万谷与上海华特迪士尼正式签署《许可协议》，成为国内唯一一家可使用迪士尼漫威、卢卡斯、皮克斯经典形象为交通卡设计元素的卡商，实现了现代科技与时尚在公共交通领域的完美融合。目前公司的飞天迪士尼主题交通卡将在包括上海在内的 30 多个城市陆续发行，随着上海迪士尼开园，预计公司公交卡业务将迎来新的高点。通过迪士尼概念公司已经成功进入公交卡市场领域，并与中银通签署了战略合作协议，为未来在智能交通领域做好了市场和技术基础。

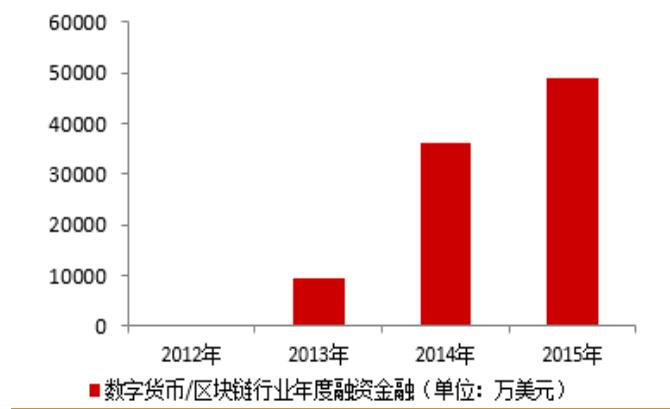
## 2. 加大“区块链”技术研发投入，抢占战略高地

### 2.1 区块链技术日趋成熟，蕴藏巨大市场潜力

随着比特币的兴起，区块链技术开始进入大众视野。简单来讲，区块链技术旨在建立一个去中心化、具有极低交易成本和高安全性的集体协作网络体系，基于这些特点，区块链技术在互联网金融、人工智能、大数据与云计算等领域都有较为广泛的应用前景。

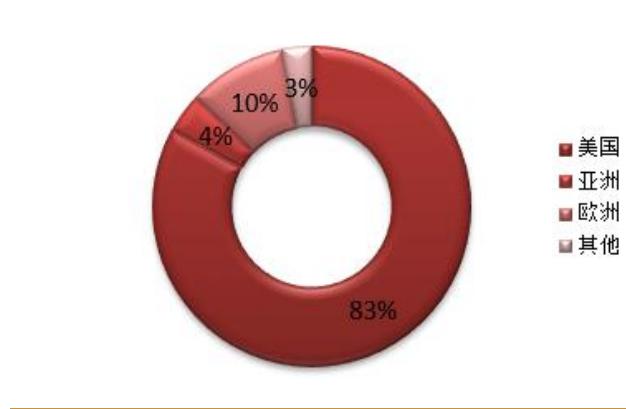
根据巴比特“币创投”栏目的数据统计，2015年全球共发生数字货币/区块链投资事件65起，披露金额达到了4.9亿美元，较2014年总投资额3.61亿美元增长35.73%。区块链越来越获得资本的青睐。随着中国平安于5月24日宣布与国际金融创新公司R3建立合作伙伴关系，正式加入R3分布式分类账联盟，成为第一家进入国际区块链联盟的中国企业，区块链将在中国市场掀起一股投资热潮。

图6：数字货币/区块链行业2012-2015年融资情况



数据来源：公司公告，西南证券

图7：2015年各地区区块链行业获得融资情况



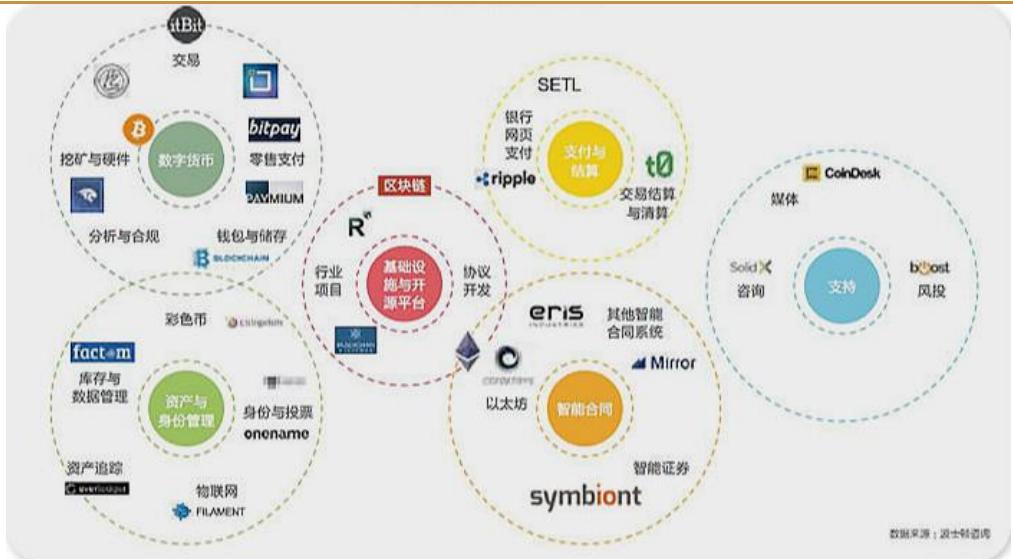
数据来源：公司公告，西南证券

### 2.2 “区块链+金融”模式成未来看点

区块链技术与公司业务的良好相性在于前者的去中心化带来的高安全性，以传统的银行系统为例，当中心服务器遭受黑客攻击陷落后，整个系统便会失效；而在基于区块链技术的去中心化体系中，只有当51%以上的节点被摧毁系统才会失效，安全性得到显著提升。公司一直以来密切关注区块链技术的发展，不断加大研发投入，目前在该领域已有一定的技术储备。公司未来将积极拓展数字货币及其他区块链技术产业，立足金融领域，着力开发“区块链+金融”的新型业务模式，为业绩增长注入新动力。

由于区块链技术的应用场景尚在搭建之中，短期内无法实现商用，该技术的研发进度存在较多不确定性。从发展战略层面来看，公司将从以下三个方向开发区块链技术的应用市场：  
**1)** 公司长期深耕于金融安全领域，未来公司将以现有客户为基础，基于区块链技术为银行等金融机构客户提供定制化的安全解决方案；**2)** 人民银行存在建立“数字货币”体系的预期，公司将积极与银行客户开展建立基于区块链技术的虚拟货币体系的合作；**3)** 公司计划将私有链平台与自身的身份认证技术相结合，弥补该领域空白的市场，但预计需较长时间方可落地。

图 8：区块链行业格局多样化

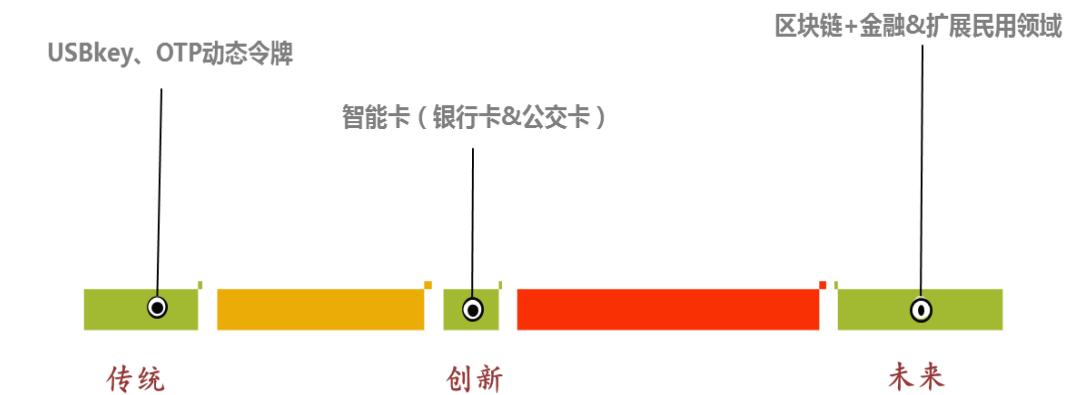


数据来源：波士顿咨询、西南证券整理

### 3. 开拓民用领域市场，并购预期强烈

公司力图突破金融领域界限，拓宽业务范围，将主要业务向民用领域、个人信息安全等领域拓展。公司目前已成立相关内部团队。并通过与腾讯合作欲搭建面向企业级身份认证的安全平台，探索物联网和智能设备上的认证、运行区块链项目等。在传统业务发展动力不足、市场竞争加大、新型业务发展需求增大的背景下，并购重组已然成为公司发展创新业务，吸收新技术，增强竞争力的高效选择，2016 年公司将根据业务发展需求，综合考虑与公司主业配套、产生协同效应等因素，审慎寻求行业内优质企业的并购机会，推动上下游及跨界合作，强强联手实现双赢。

图 9：公司战略规划



数据来源：公司公告、西南证券

## 4. 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 公司传统主业 USB Key 和动态令牌业务收入与利润保持平稳或实现小幅增长；
- 2) 公司智能卡业务规模实现每年 30% 增速；
- 3) 公司区块链技术领域研发进度符合预期。

表 1：公司各项业务盈利预测

业务	盈利假设	2015A	2016E	2017E	2018E
USB Key	营业收入 (万元)	55,692.47	58,477.09	61,400.95	64,471.00
	营业成本 (万元)	31,744.91	33,331.94	36,840.57	38,682.60
	毛利率	43.00%	43.00%	40.00%	40.00%
动态令牌	营业收入 (万元)	27,803.15	30,583.47	36,700.16	40,370.17
	营业成本 (万元)	20,371.37	22,325.93	27,525.12	30,277.63
	毛利率	27.00%	27.00%	25.00%	25.00%
加密锁	营业收入 (万元)	3,808.20	3,808.20	3,808.20	3,808.20
	营业成本 (万元)	1,331.88	1,332.87	1,523.28	1,523.28
	毛利率	65.00%	65.00%	60.00%	60.00%
卡类及其他	营业收入 (万元)	3,855.79	7,711.58	15,423.16	23,134.74
	营业成本 (万元)	1,340.00	2,699.05	1,850.78	2,776.17
	毛利率	65.00%	65.00%	88.00%	88.00%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2016-2018 年摊薄后的 EPS 分别为 0.50 元、0.58 元和 0.70 元，2016 年给予公司 70 倍 PE 的估值，目标价为 35 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

智能卡业务推广或不及预期风险；区块链技术研发进度或不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	911.60	1005.80	1173.32	1317.84	净利润	181.39	207.17	241.68	292.36
营业成本	547.88	596.90	677.40	732.60	折旧与摊销	12.16	9.09	9.09	9.09
营业税金及附加	8.00	8.52	10.07	11.31	财务费用	-13.39	-16.64	-20.75	-22.53
销售费用	85.91	70.55	87.15	100.45	资产减值损失	-2.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	171.63	167.11	203.60	225.44	经营营运资本变动	-468.56	-34.71	-150.69	-123.31
财务费用	-13.39	-16.64	-20.75	-22.53	其他	396.48	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-2.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	105.52	164.91	79.34	155.61
投资收益	30.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-76.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-399.30	0.08	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-475.70	0.08	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>144.64</b>	<b>179.36</b>	<b>215.85</b>	<b>270.58</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	52.16	47.46	47.45	48.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>196.81</b>	<b>226.82</b>	<b>263.30</b>	<b>318.82</b>	股权融资	0.00	208.98	0.00	0.00
所得税	15.42	19.66	21.62	26.46	支付股利	-72.21	-50.14	-56.58	-66.01
<b>净利润</b>	<b>181.39</b>	<b>207.17</b>	<b>241.68</b>	<b>292.36</b>	其他	1.24	16.88	20.75	22.53
少数股东损益	-2.19	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	-70.97	175.71	-35.84	-43.48
归属母公司股东净利润	183.58	207.17	241.68	292.36	<b>现金流量净额</b>	<b>-440.61</b>	<b>340.70</b>	<b>43.50</b>	<b>112.13</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
货币资金	581.68	922.38	965.87	1078.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	215.09	164.21	206.20	237.61	销售收入增长率	-15.63%	10.33%	16.66%	12.32%
存货	278.01	302.89	343.73	371.74	营业利润增长率	-41.66%	24.00%	20.34%	25.36%
其他流动资产	562.34	620.37	723.70	812.84	净利润增长率	-31.34%	14.21%	16.66%	20.97%
长期股权投资	4.04	4.04	4.04	4.04	EBITDA 增长率	-42.03%	19.80%	18.84%	25.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	32.11	30.11	28.10	26.09	毛利率	39.90%	40.65%	42.27%	44.41%
无形资产和开发支出	59.79	53.09	46.39	39.68	三费率	26.78%	21.97%	23.01%	23.02%
其他非流动资产	21.01	20.63	20.25	19.86	净利润率	19.90%	20.60%	20.60%	22.18%
<b>资产总计</b>	<b>1754.07</b>	<b>2117.70</b>	<b>2338.27</b>	<b>2589.87</b>	ROE	11.90%	10.96%	11.65%	12.70%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.34%	9.78%	10.34%	11.29%
应付和预收款项	209.27	206.55	241.84	266.96	ROIC	15.51%	14.43%	15.89%	17.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.73%	17.08%	17.40%	19.51%
其他负债	20.93	21.04	21.23	21.35	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>230.20</b>	<b>227.59</b>	<b>263.07</b>	<b>288.31</b>	总资产周转率	0.54	0.52	0.53	0.53
股本	209.02	418.00	418.00	418.00	固定资产周转率	53.76	81.13	112.93	157.22
资本公积	572.68	572.68	572.68	572.68	应收账款周转率	13.78	17.61	16.82	16.88
留存收益	719.53	876.55	1061.65	1288.00	存货周转率	2.13	2.06	2.10	2.05
归属母公司股东权益	1500.99	1867.23	2052.33	2278.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.66%	—	—	—
少数股东权益	22.88	22.88	22.88	22.88	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1523.87</b>	<b>1890.11</b>	<b>2075.21</b>	<b>2301.55</b>	资产负债率	13.12%	10.75%	11.25%	11.13%
负债和股东权益合计	1754.07	2117.70	2338.27	2589.87	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	7.78	9.67	9.20	9.31
EBITDA	143.41	171.82	204.19	257.14	速动比率	6.46	8.21	7.79	7.92
PE	45.69	40.49	34.71	28.69	股利支付率	39.33%	24.20%	23.41%	22.58%
PB	5.50	4.44	4.04	3.64	<b>每股指标</b>				
PS	9.20	8.34	7.15	6.36	每股收益	0.44	0.50	0.58	0.70
EV/EBITDA	25.07	43.35	36.26	28.36	每股净资产	3.65	4.52	4.96	5.51
股息率	0.86%	0.60%	0.67%	0.79%	每股经营现金	0.25	0.39	0.19	0.37
					每股股利	0.17	0.12	0.14	0.16

数据来源: Wind, 西南证券

## 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

### 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

### 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

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳 (上海办公)

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn