

2016年08月26日

公司研究·证券研究报告

## 国民技术 (300077.SZ)

## 动态分析

### 营收持续稳定成长，经营效率驱动业绩成长

#### 投资要点

#### ◆ 公司动态：

公司发布 2016 年中期业绩报告，2016 年上半年营业收入实现 2.93 亿元，同比上升 29.69%，归属于上市公司股东的净利润 4,547 万元，同比上升 54.44%。公司在 2016 年上半年公司准确把握金融终端主控芯片市场需求集中爆发的机会，积极拓展了居民健康卡等行业卡的市场获得销售收入的显著提升，同时继续积极推进精细化管理，提高经营效率，进而带来了净利润的快速提升。

#### ◆ 点评：

- **国内市场行业类卡扩张，海外市场规模扩大：**2016 年上半年公司在国内市场的销售收入同比增长 6.6%，在 USBKey 和金融 IC 卡无法有效开拓市场的情况下，公司凭借在行业类包括居民健康卡等市场的迅速扩大弥补了金融卡领域的需求不做的状况，并且毛利率水平保持在了稳定的状况，海外市场方面尽管整体规模仍然有限，但是可以看到销售收入和毛利率的同步快速提升，显示了公司在海外渠道方面的拓展获得了成效，未来随着信息安全的关注度持续提高，安全类芯片的市场仍然具备了较大的成长空间。
- **毛利率维持稳定，经营利润率持续增长：**公司 2016 年上半年毛利率为 36.1%，同比上升 1.6 个百分点，可以看到，公司在区域分布和产品细分方面的毛利率水平均获得了稳定的增长，显示了公司在成本端的有效控制。同时销售费用率、管理费用率分别 8.7%和 23.2%，同比分别下降了 3.8 和 3.9 个百分点，经营效率持续提升推动了净利润率的增长。
- **研发项目持续推进，安全芯片技术能力有效提升：**公司在金融 IC 卡领域除国内市场获得银行卡检测中心和国家商用密码检测中心的认证外，继 2013 年之后再次获得了国际 EMVCo 芯片的安全认证，获得了国际认可。同时在领域通信（RCC）和可信计算方面，公司相关项目的交付验收获得了重要推进，可信计算也在推动国家核心算法标准上发挥着重要的作用，上述行业均存在着可观的市场拓展空间。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.22、0.31 和 0.44 元。净资产收益率分别为 4.3%、5.8%和 7.5%，给予增持-A 评级，6 个月目标价为 21.70 元，相当于 2016 年至 2018 年 98.6、70.0、49.9 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**新产品及解决方案研发进度及市场推广速度不及预期；市场竞争加剧影响公司盈利能力。

电子元器件 | 半导体 III

增持-A(上调)

投资评级

6 个月目标价

21.70 元

股价(2016-08-25)

17.18 元

#### 交易数据

总市值（百万元）

9,683.34

流通市值（百万元）

9,241.97

总股本（百万股）

563.64

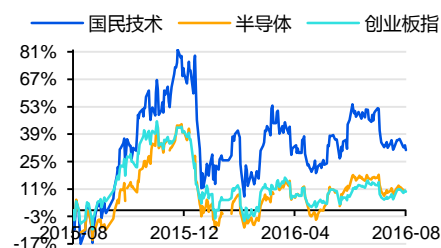
流通股本（百万股）

537.95

12 个月价格区间

15.26/48.58 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.42	4.38	-3.59
绝对收益	-12.5	9.44	-2.29

#### 分析师

谭志勇  
SAC 执业证书编号：S0910515050002  
tanzhiyong@huajinsc.cn  
021-20655640

#### 报告联系人

蔡景彦  
caijingyan@huajinsc.cn  
021-20655612

#### 相关报告

国民技术：收入增长效用提升驱动中期业绩高速增长 2016-07-08

国民技术：2016 年第一季度营收稳健，盈利持续高速增长 2016-04-27

国民技术：经营提升推动盈利大增，期待新产品市场扩张 2016-03-28

国民技术：三季报盈利大幅提升得益于有效成本控制 2015-10-26

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	425.7	560.6	729.3	959.0	1,261.4
同比增长(%)	-1.8%	31.7%	30.1%	31.5%	31.5%
营业利润(百万元)	-47.2	39.2	72.2	120.2	194.7
同比增长(%)	-2.7%	-182.9%	84.3%	66.5%	62.0%
净利润(百万元)	10.1	86.0	123.3	175.5	245.3
同比增长(%)	116.6%	747.4%	43.4%	42.3%	39.8%
每股收益(元)	0.02	0.15	0.22	0.31	0.44
PE	971.8	114.7	80.0	56.2	40.2
PB	3.6	3.5	3.5	3.3	3.0

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评..... 4

二、经营状况点评..... 5

    （一）国内业务稳步推进，海外市场快速扩张..... 5

    （二）安全类芯片显著增长，毛利率小幅提升..... 5

三、盈利预测及估值..... 6

四、风险提示..... 6

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动 ..... 4

图 2：过往 12 个季度盈利变动 ..... 4

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动..... 4

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动..... 4

图 5：收入按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1） ..... 5

图 6：毛利率按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1） ..... 5

图 7：收入按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1） ..... 5

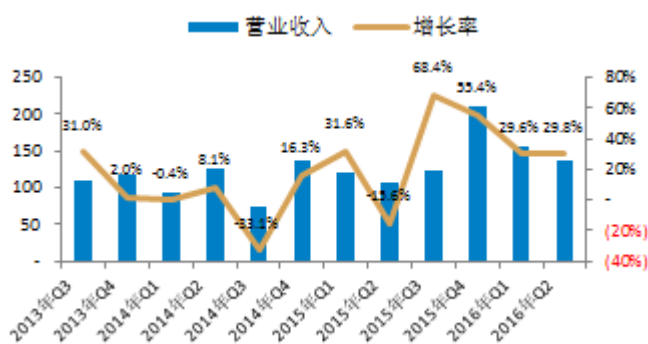
图 8：毛利率按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1） ..... 5

## 一、季度业绩点评

公司 2016 年上半年销售收入实现 2.93 亿元，同比上升 29.69%，其中第二季度的销售收入为 1.37 亿元，同比上升 29.75%，上半年公司准确把握住金融终端主控芯片市场需求集中爆发的机会，积极拓展了居民健康卡等行业卡的市场，在 USBKEY 产品销售下滑、国产金融 IC 卡市场未全面启动、RCC（限域通信）业务探索新运营模式的不利情况下，仍然取得了销售收入的有效成长。

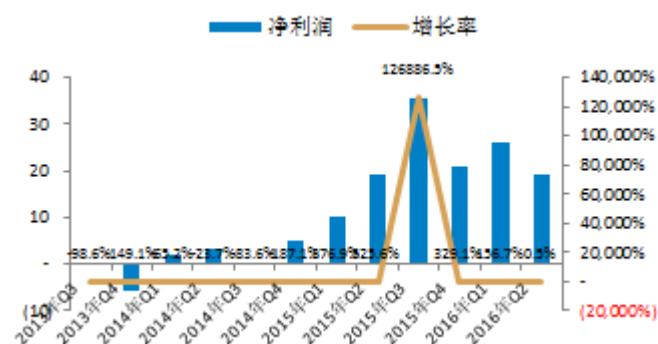
公司 2016 年上半年实现归属母公司股东净利润 4,547 万元，同比上升 54.44%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 1,934 万元，同比上升 0.52%，公司在销售收入增长的情况下，持续加强内部的管理，提升研发项目准确性，提升研发效率，并且持续严格控制各项管理费用，对现有资源集约配置，降低经营费用率，实现了净利润的持续快速增长。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

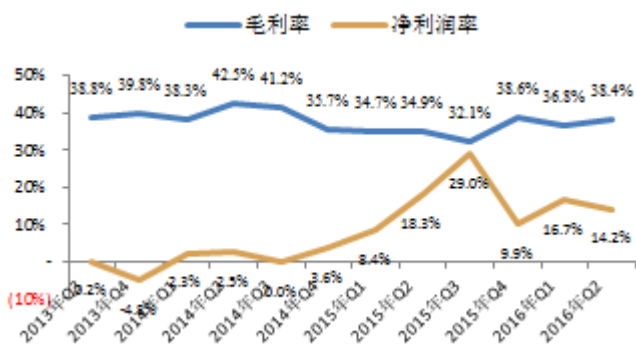
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

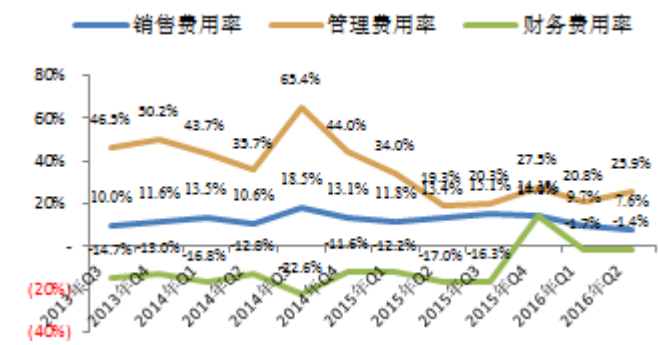
公司 2016 年上半年主营业务毛利率为 36.1%，同比上升 1.6 个百分点，其中第二季度的毛利率为 38.4%，同比上升 3.5 个百分点，公司在成本控制方面获得了明显的效果，季度毛利率持续提升。其他经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 8.7%、23.2%、-1.6%，其中第二季度的分别为 7.6%、25.9%、-1.4%，随着公司的销售收入持续提升以及公司对于经营管理能力的改善，经营费用率水平维持在可控的范围。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



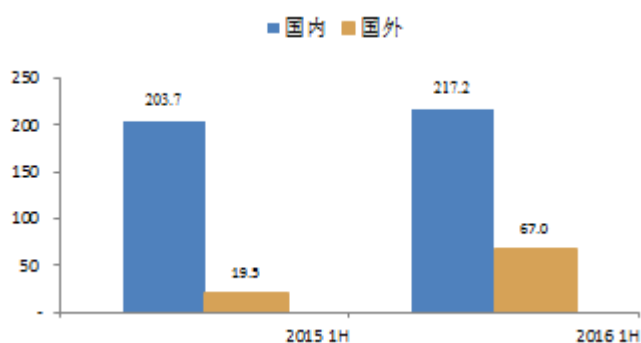
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、经营状况点评

### （一）国内业务稳步推进，海外市场快速扩张

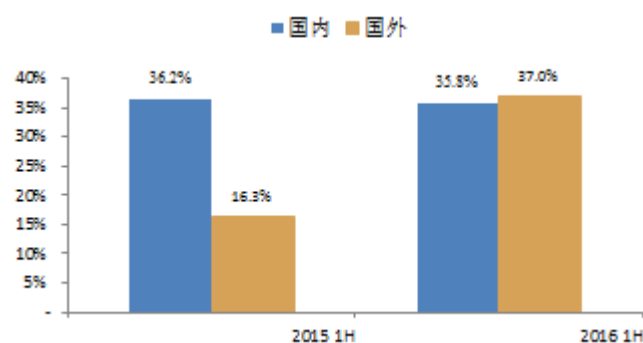
2016年上半年,公司国内市场的销售收入为2.17亿元,同比上升6.6%,毛利率水平为35.8%,同比小幅下降0.4个百分点,公司在国内市场上的安全芯片领域以及在居民健康卡芯片的市场有效拓展,使得公司在收入显著增长的情况基本保持了盈利能力的稳定。海外市场销售收入6,696万元人民币,同比上升243.8%,毛利率同比上升20.7个百分点为37.0%,尽管海外市场的销售收入规模仍然有限,但是公司的扩张速度十分可观。

图5：收入按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图6：毛利率按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



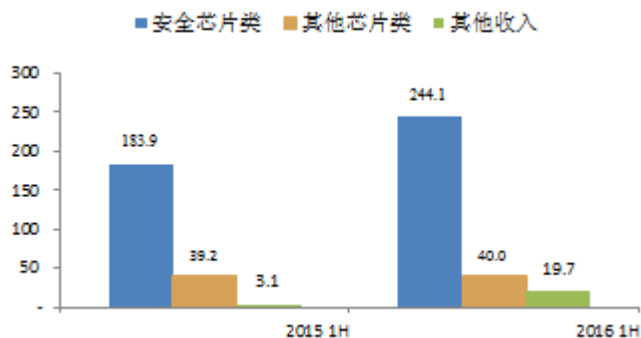
资料来源：Wind，华金证券研究所

### （二）安全类芯片显著增长，毛利率小幅提升

产品细分看,安全芯片类产品仍然是公司的主要收入来源,上半年电容器销售收入为2.44亿元,同比增长32.7%,收入占比为80.4%,同比基本持平。包括通讯类在内的其他芯片产品销售收入4,001万元,同比增长1.9%,业务规模不再扩张。

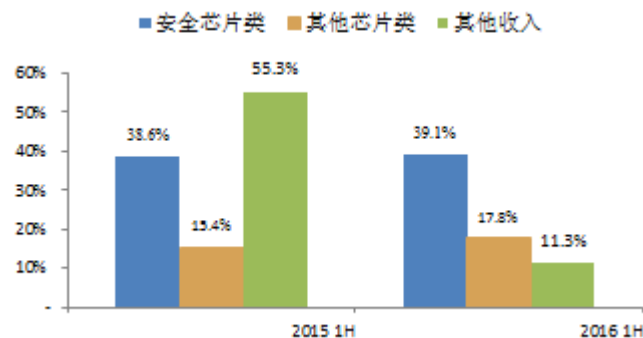
从毛利率的情况看,安全芯片类产品的毛利率2016年上半年同比提升0.5个百分点为39.1%,尽管金融应用领域的竞争压力较大,但是居民健康卡等行业卡市场依然能够获得可靠的盈利水平。公司其他芯片类产品毛利率水平仍然得到了有效的维持,同比上升2.4个百分点为17.8%。

图7：收入按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图8：毛利率按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、盈利预测及估值

我们预计公司在安全芯片领域内仍然将会有较稳定的市场需求,随着移动支付以及物联网行业的持续扩张,无论是公众还是国家层面对于信息安全的诉求仍然将会持续增加,同时公司在认证方面的完整性也是为公司在全球市场的扩张打下了基础。其他芯片类方面,我们预计公司将会维持现有规模,不再进行市场开拓。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.22、0.31 和 0.44 元。净资产收益率分别为 4.3%、5.8%和 7.5%,给予增持-A 评级,6 个月目标价为 21.70 元,相当于 2016 年至 2018 年 98.6、70.0、49.9 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

新产品及解决方案研发进度及市场推广速度不及预期;

市场竞争加剧影响公司盈利能力。

# 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	425.7	560.6	729.3	959.0	1,261.4	年增长率					
减:营业成本	258.9	360.8	460.5	597.5	730.5	营业收入增长率	-1.8%	31.7%	30.1%	31.5%	31.5%
营业税费	2.1	2.0	3.7	4.3	5.5	营业利润增长率	-2.7%	-182.9	84.3%	66.5%	62.0%
销售费用	56.9	76.7	92.8	127.2	166.8	净利润增长率	116.6%	747.4%	43.4%	42.3%	39.8%
管理费用	192.2	144.5	159.2	194.0	238.8	EBITDA 增长率	-1.6%	-188.3	96.3%	13.0%	59.4%
财务费用	-63.5	-22.9	-20.0	-25.8	-24.2	EBIT 增长率	-1.5%	-114.7	220.8%	81.2%	80.6%
资产减值损失	31.8	32.7	19.2	19.9	18.3	NOPLAT 增长率	54.4%	-113.0	227.4%	81.2%	80.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.3%	121.7%	-33.5%	28.7%	12.7%
投资和汇兑收益	5.5	72.4	58.2	78.4	69.0	净资产增长率	0.2%	3.7%	1.2%	6.3%	8.0%
营业利润	-47.2	39.2	72.2	120.2	194.7						
加:营业外净收支	57.4	58.3	64.7	74.7	77.7	盈利能力					
利润总额	10.2	97.5	136.9	194.9	272.4	毛利率	39.2%	35.6%	36.9%	37.7%	42.1%
减:所得税	0.1	11.5	13.7	19.5	27.2	营业利润率	-11.1%	7.0%	9.9%	12.5%	15.4%
净利润	10.1	86.0	123.3	175.5	245.3	净利率	2.4%	15.3%	16.9%	18.3%	19.4%
						EBITDA/营业收入	-14.9%	10.0%	15.1%	13.0%	15.7%
						EBIT/营业收入	-26.0%	2.9%	7.1%	9.8%	13.5%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	5.3%	12.0%	9.5%	11.6%	12.6%
货币资金	1,905.8	727.0	1,567.2	1,380.5	1,390.4	负债权益比	5.6%	13.7%	10.5%	13.2%	14.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	19.30	6.92	9.92	7.96	7.33
应收帐款	229.3	357.5	371.8	587.2	674.1	速动比率	18.15	6.41	9.20	7.17	6.64
应收票据	27.2	35.2	56.6	61.2	90.1	利息保障倍数	1.74	-0.71	-2.60	-3.67	-7.04
预付帐款	18.7	12.8	35.4	30.5	43.0	营运能力					
存货	154.5	185.0	198.8	299.2	309.6	固定资产周转天数	35	16	2	-5	-4
其他流动资产	247.8	1,207.7	529.4	661.6	799.6	流动营业资本周转天数	392	642	586	411	392
可供出售金融资产	10.5	331.7	114.1	152.1	199.3	流动资产周转天数	2,173	1,640	1,304	1,085	903
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	173	188	180	180	180
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	119	109	95	93	87
投资性房地产	-	3.1	3.1	3.1	3.1	总资产周转天数	2,412	1,947	1,567	1,234	1,023
固定资产	32.8	18.5	-11.5	-13.6	-13.6	投资资本周转天数	589	805	710	494	449
在建工程	-	11.4	11.4	11.4	11.4						
无形资产	161.1	212.2	194.2	176.2	158.1	费用率					
其他非流动资产	77.7	97.8	77.3	76.5	76.5	销售费用率	13.4%	13.7%	12.7%	13.3%	13.2%
资产总额	2,865.4	3,199.7	3,147.6	3,426.0	3,741.7	管理费用率	45.2%	25.8%	21.8%	20.2%	18.9%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	-14.9%	-4.1%	-2.7%	-2.7%	-1.9%
应付帐款	71.2	280.1	193.1	288.9	347.5	三费/营业收入	43.6%	35.4%	31.8%	30.8%	30.2%
应付票据	19.8	11.4	28.4	31.4	35.1	投资回报率					
其他流动负债	42.8	73.5	56.8	59.0	68.7	ROE	0.4%	3.1%	4.3%	5.8%	7.5%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	0.4%	2.7%	3.9%	5.1%	6.6%
其他非流动负债	17.9	19.4	20.2	19.2	19.6	ROIC	-17.9%	1.8%	2.7%	7.4%	10.4%
负债总额	151.7	384.3	298.4	398.4	470.9	分红指标					
少数股东权益	0.7	0.7	0.7	0.6	0.4	DPS(元)	0.01	0.05	0.05	0.06	0.09
股本	272.0	282.0	563.9	563.9	563.9	分红比率	40.2%	32.8%	25.0%	20.0%	20.0%
留存收益	2,441.2	2,691.7	2,284.6	2,463.0	2,706.5	股息收益率	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
股东权益	2,713.6	2,815.4	2,849.2	3,027.5	3,270.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	10.1	86.0	123.3	175.5	245.3	EPS(元)	0.02	0.15	0.22	0.31	0.44
加:折旧和摊销	52.8	44.4	58.1	30.1	28.0	BVPS(元)	4.81	4.99	5.05	5.37	5.80
资产减值准备	31.8	32.7	-	-	-	PE(X)	971.8	114.7	80.0	56.2	40.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.5	3.5	3.3	3.0
财务费用	-	-	-20.0	-25.8	-24.2	P/FCF	-65.0	-11.6	14.3	-64.8	167.2
投资损失	-5.5	-72.4	-58.2	-78.4	-69.0	P/S	23.2	17.6	13.5	10.3	7.8
少数股东损益	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	EV/EBITDA	-83.7	207.6	74.1	66.8	41.6
营运资金的变动	-249.3	-1,049.9	550.8	-349.6	-205.9	CAGR(%)	158.6%	41.8%	197.5%	158.6%	41.8%
经营活动产生现金流量	-34.0	-16.1	653.9	-248.3	-26.0	PEG	6.1	2.7	0.4	0.4	1.0
投资活动产生现金流量	-125.4	-1,319.1	265.8	30.3	11.8	ROIC/WACC	-1.7	0.2	0.3	0.7	1.0
融资活动产生现金流量	-4.1	155.5	-79.4	31.2	24.0						

资料来源：贝格数据 华金证券研究所



## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn