



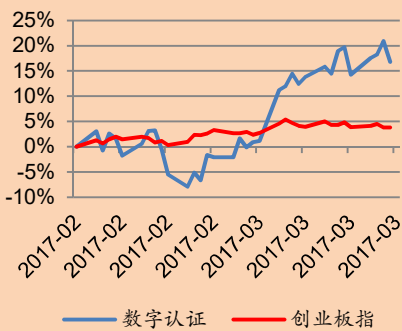
数字认证 (300579)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2017-03-23

当前价格 (元) **68.98**
目标价格 (元) **77.40**
目标期限 (月) **6**

股价走势:



主要数据

总股本(百万股) 80.00
A股股本(百万股) 80.00
B/H股股本(百万股) 0/0
总市值(亿元) 55.2
A股流通比例(%) 25.0
北京市国有资产经营有限责任公司
第一大股东
第一大股东持股比例 26.24
12个月最高/最低(元) 72.75/33.98

联系人:

袁晓雨
021-60958362
yuanxiaoyu_hazq@163.com

雷涛

021-60956107
leitao922@163.com

电子认证稀缺标的, “一体化” 优势 奠定龙头地位

主要观点:

□ 电子认证龙头企业及稀缺标的

公司是国内领先的信息安全解决方案提供商, 主营业务包括电子认证服务、安全集成、安全咨询及运维服务。公司具备提供“一体化”电子认证解决方案的能力, 业务范围覆盖政府、金融、医疗卫生、电信等市场。公司于2016年12月13日在深交所挂牌上市, 成为电子认证领域首家上市公司。

□ 信息安全催生电子认证需求, 新兴市场加速拓展

从电子认证应用前景上看, 已形成规模应用的电子政务和网上银行仍将持续增长, 新兴应用领域如医疗信息化、互联网彩票、电子发票、网上证券、网上保险等将快速拓展。预计到2020年电子认证服务市场规模可达712亿元, 年复合增长30%, 具备“一体化”解决方案能力的企业将更容易形成竞争优势。

□ 具备“一体化”竞争优势, “法人一证通”将成业绩亮点

公司是行业内少数整合电子认证服务和电子认证产品、能够提供“一体化”电子认证解决方案的公司之一, 未来市场份额将持续提升。公司为2016-2018年北京法人一证通唯一数字证书服务商, 该业务将为公司带来巨大的增量客户规模。布局的医疗、保险等新兴场景, 已形成竞争优势, 行业爆发将带动公司业务增长。

□ 盈利预测与投资建议

预计公司2017年-2018年净利润分别增长29%和34%, EPS 1.29元和1.73元, 对当前股价对应于2017年55倍PE。我们看好公司作为电子认证龙头深耕华北市场的同时, 业务能力不断向其他区域渗透, 电子签名应用场景拓展为公司带来巨大想象空间。初评给予“增持”评级, 目标PE 60倍, 目标价77.4元。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	373	446	557	724
收入同比 (%)	20%	19%	25%	30%
归属母公司净利润	48	60	78	104
净利润同比 (%)	8%	26%	29%	34%
毛利率 (%)	56.4%	56.0%	55.6%	55.3%
ROE (%)	22.4%	23.6%	24.8%	26.6%
每股收益	0.60	1.00	1.29	1.73
P/E	119.56	71.37	55.18	41.23
P/B	27.32	22.48	18.29	14.64
EV/EBITDA	0	69	53	38

资料来源: 华安证券研究所

目 录

1 公司概况.....	4
1.1 电子认证龙头企业及稀缺标的.....	4
1.2 北京国资公司为实际控制人.....	4
1.3 募集资金强化技术升级与营销体系建设.....	5
2 业务收入稳健增长，利润增速开始爬坡.....	5
3 信息安全催生电子认证需求，新兴市场加速拓展.....	9
3.1 电子认证服务应用前景.....	9
3.2 电子认证行业产业链.....	10
3.3 电子认证行业市场规模.....	11
3.4 “一体化”电子认证解决方案为行业趋势.....	12
4 具备“一体化”竞争优势，“法人一证通”业务形成业绩亮点.....	13
4.1 “一体化”优势凸显，市场份额有望上升.....	13
4.2 北京“法人一证通”业务助业绩腾飞.....	14
4.3 卡位医疗、保险等新兴场景，静待电子签名行业爆发.....	15
5 盈利预测与投资建议.....	17
附录：财务报表预测.....	18

图表目录

图表 1 数字认证股权结构	4
图表 2：募集资金拟投入项目	5
图表 3：营业收入&归母净利润	6
图表 4 营业收入构成	6
图表 5:毛利构成	6
图表 6 收入区域分布	7
图表 7 营业收入季节分布	7
图表 8 综合毛利率	8
图表 9:分业务毛利率	8
图表 8 期间费用率	8
图表 9:期间费用构成	8
图表 12 研发费用占营收比重	9
图表 13 电子认证服务典型应用	9
图表 14 电子认证产业链	11
图表 15：电子认证服务行业	12
图表 16:电子认证软硬件产品	12
图表 17：电子认证服务机构	12
图表 18:电子签名应用产品	12
图表 19 公司“一体化”业务电子认证解决方案架构	13
图表 20 公司主要竞争对手	13
图表 21 公司法人一证通安全解决方案总体框架	14
图表 22 公司电子病历安全解决方案	15
图表 23 公司电子保单安全解决方案总体框架	16

1 公司概况

1.1 电子认证龙头企业及稀缺标的

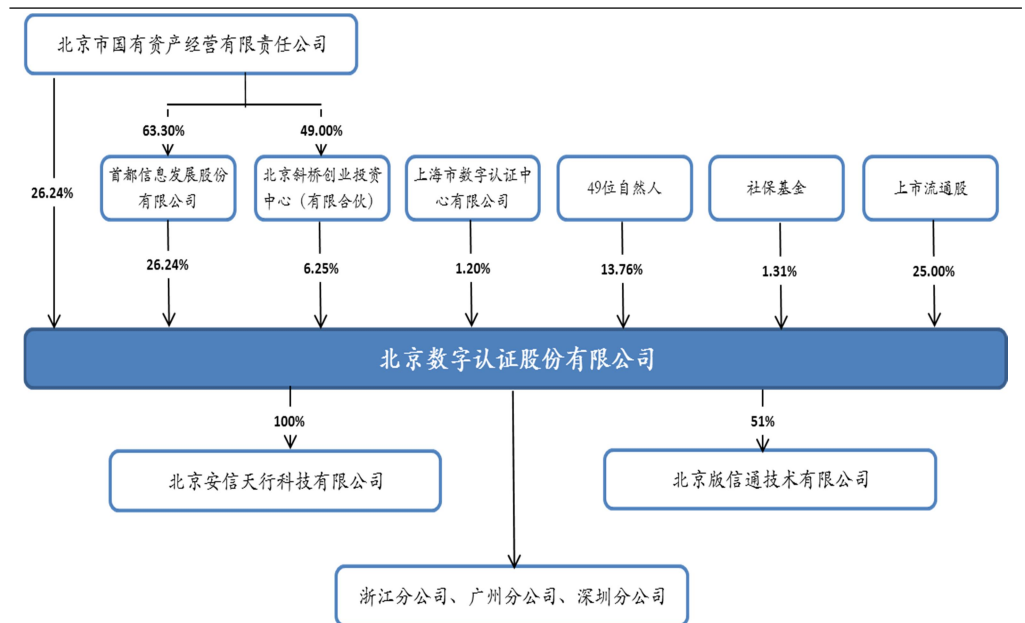
公司是国内领先的信息安全解决方案提供商，主营业务包括电子认证服务、安全集成、安全咨询及运维服务。公司成立于2001年，经过十余年的发展，公司已形成提供“一体化”电子认证解决方案的能力，建立起覆盖全国的电子认证服务网络和较完善的电子认证产品体系，也是电子认证行业内少数同时提供电子认证服务和电子认证产品的整体解决方案提供商之一。公司业务领域覆盖政府、金融、医疗卫生、电信等市场，在电子政务领域的市场占有率位居行业前列，并已在医疗信息化、网上保险等重点新兴应用领域建立了市场领先优势。公司于2016年12月23日在深交所挂牌上市，成为电子认证领域首家上市公司。

1.2 北京国资公司为实际控制人

公司原为北京数字证书认证中心，是北京市国有资产经营有限责任公司控股的国有企业。上市后，北京国资公司直接持有公司26.24%股权，通过首信股份间接持有公司26.24%股权，直接和间接持有公司52.48%股权，为公司实际控制人。北京国资公司是经北京市政府授权、从事资本运营的大型国有投资控股公司。

公司拥有两家控股子公司安信天行（100%）和版信通（51%），并在北京、深圳、广州设立三家分公司。其中安信天行成立于2009年，是国内领先的信息安全服务商，成功参与北京市市级政务云建设，为市级政务云提供安全监管服务，是北京市信息化建设的重要科技力量。版信通成立于2015年，主营为提供APP版权管理综合服务，并与中国版权保护中心合作，开发、运营、维护移动app第三方证书签名与版权登记联合服务平台。

图表 1 数字认证股权结构



资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.3 募集资金强化技术升级与营销体系建设

公司通过 IPO 共募集资金净额 2.27 亿元，分别投向可靠电子签名技术升级及新产品研发、可信数字身份管理解决方案升级、信息安全服务平台建设、营销体系建设四个项目，均围绕主营业务开展。募投项目实施后，公司将在可靠电器签名、可信数字身份管理领域的技术领先优势进一步扩大，信息安全服务的标准化水平与服务能力显著提升，一体化电子认证解决方案能力及全国化营销能力得以加强。

图表 2：募集资金拟投入项目

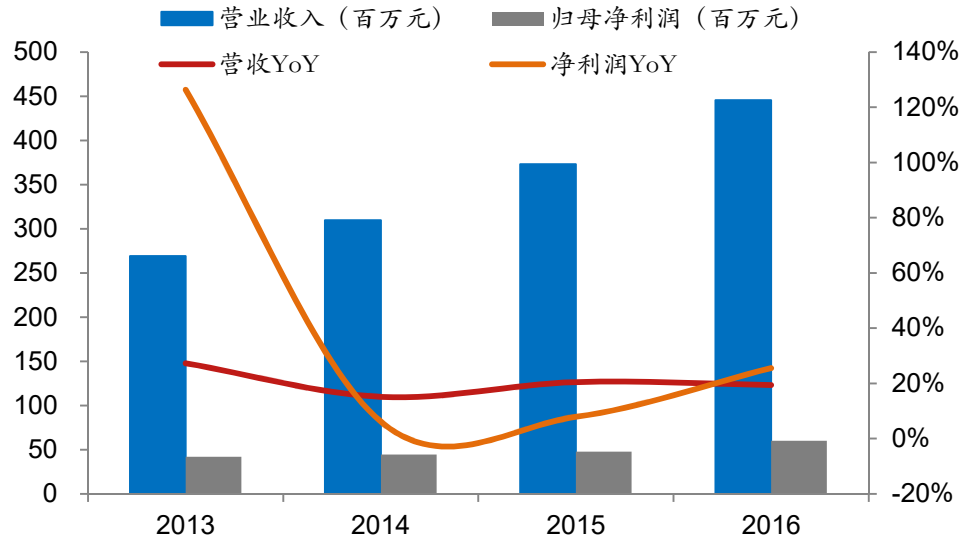
序号	项目名称	总投资 (万元)	募集资金投入 (万元)	主要内容	项目实施进度	预期收益
1	可靠电子签名技术升级及新产品研发项目	9037.68	6695.12	对电子签章系统、数字签名、验证系统等 4 款产品进行新密码算法、新功能的开发和完善；新开发 2 款手写数字签名系统、电子证据管理系统	预计 2018 年底完成产品的联调测试，同时寻找示范应用，进行产品试生产。在产品试生产完成后，产品定型进入全面推广阶段	IRR=21.85%； FNPV=3228 万元； 投资回收期 4.97 年
2	可信数字身份管理解决方案升级项目	9863.49	6865.95	开发应用实名接入系统、内控堡垒主机系统、终端身份管理系统、云身份认证平台等 4 款新产品	同上	IRR=22.44%； FNPV=3808 万元； 投资回收期 4.9 年
3	信息安全服务平台建设项目	8405.54	6337.51	建立可运营、可管理、标准化、交互式、以用户为中心的信息安全服务平台	部分功能已经实现，部分功能尚处于开发阶段，预计 2018 年底完成	IRR=22.25%； FNPV=3169 万元； 投资回收期 5.13 年
4	营销体系建设项目	4273	2767.9	打造总部营销及支持平台和区域营销服务网络，构建总部、大区、重点城市为一体的三级营销体系	总部渠道营销及支撑平台建设、区域营销服务网络建设均未完成，预计 2018 年底完成	

资料来源：wind、华安证券研究所

2 业务收入稳健增长，利润增速开始爬坡

营收平稳增长，利润增速开始爬坡。2013 年至 2016 年，公司经营业绩整体保持稳健增长态势。营收从 2.69 亿元上升至 4.45 亿元，年复合增长 18.2%，年度间基本平稳；同期归母净利润从 4172 万元上升至 5996 万元，年复合增长 12.9%，公司净利润在经历 2014-2015 年两年的缓慢增长后，2016 年开始爬坡。

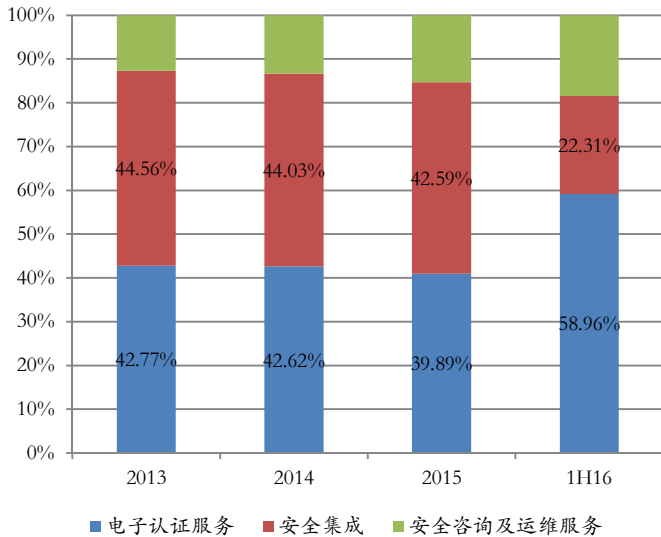
图表 3: 营业收入&归母净利润



资料来源: 华安证券研究所

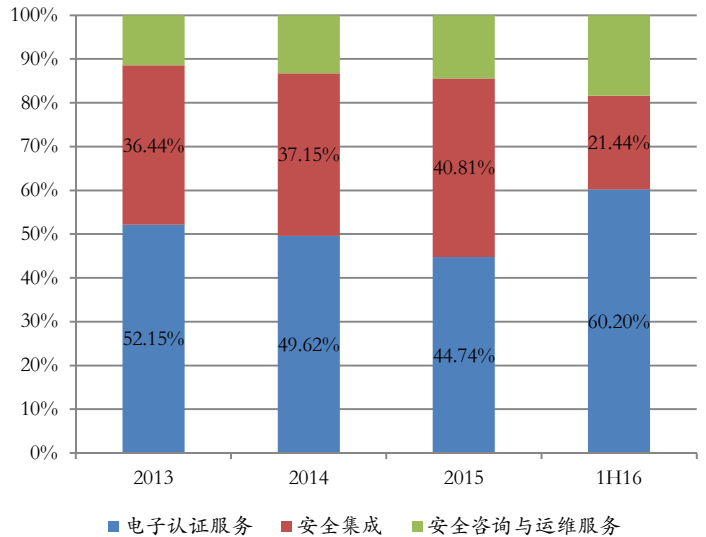
分业务来看, 电子认证服务与安全集成为公司两大主要的收入和毛利来源, 2015 年两项收入占营收比重达到 82%, 同时也贡献了 86% 的毛利。经过多年的发展, 公司形成了以电子认证服务为主导, 安全集成为主, 安全咨询及运维服务各业务相互促进的业务格局。

图表 4 营业收入构成



资料来源: 华安证券研究所

图表 5: 毛利构成

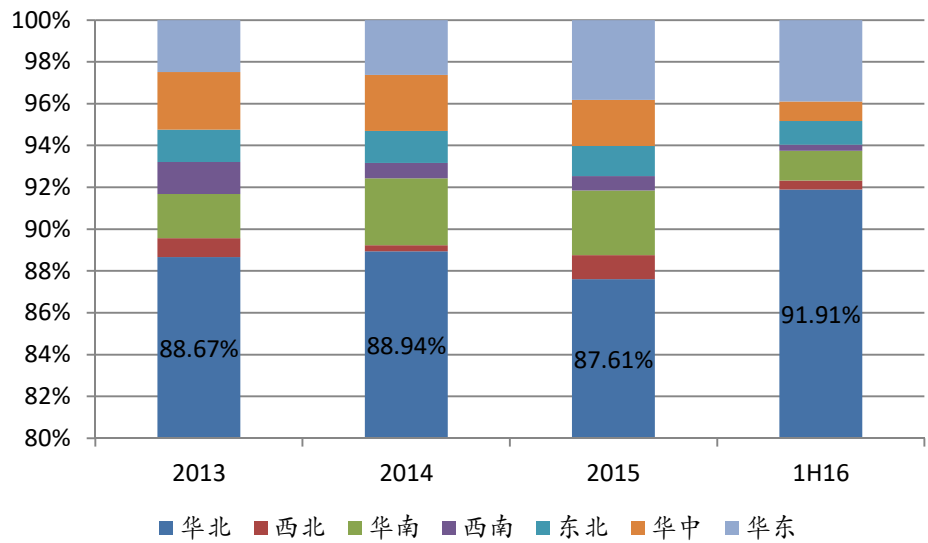


资料来源: 华安证券研究所

从区域上看, 公司业务主要集中在以北京为中心的华北地区, 2015 年华北地区业务收入在公司整体收入的 88%, 经营区域较为集中, 这也与公司的地方国资背景与较大关系。公司主要客户均为北京地区的企业、金融机构、北京市属的政府机构和国家部委及大中型企业的总部机构。但公司在华南、华中地区的营业收入

入也保持了较快的增长速度。

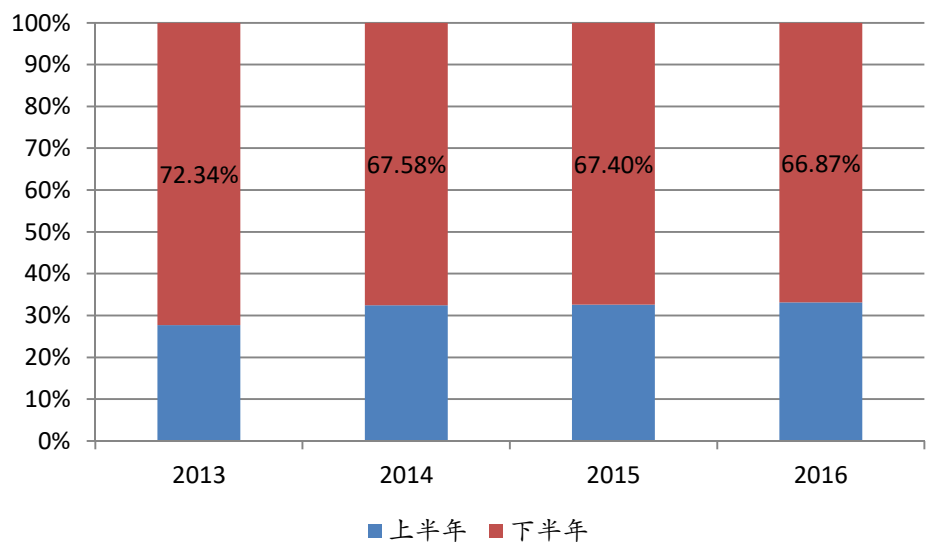
图表 6 收入区域分布



资料来源：华安证券研究所

从季节性分布上看，公司电子认证服务收入的季节性特征并不明显，但安全集成业务收入的季节性特征明显，下半年尤其是四季度金额明显高于上半年。主要由于公司安全集成业务的下游客户主要来自于政府部门、医疗机构、金融等领域，这些客户大多上半年对全年的投资和采购进行规划，下半年招标、验收和结算。

图表 7 营业收入季节分布

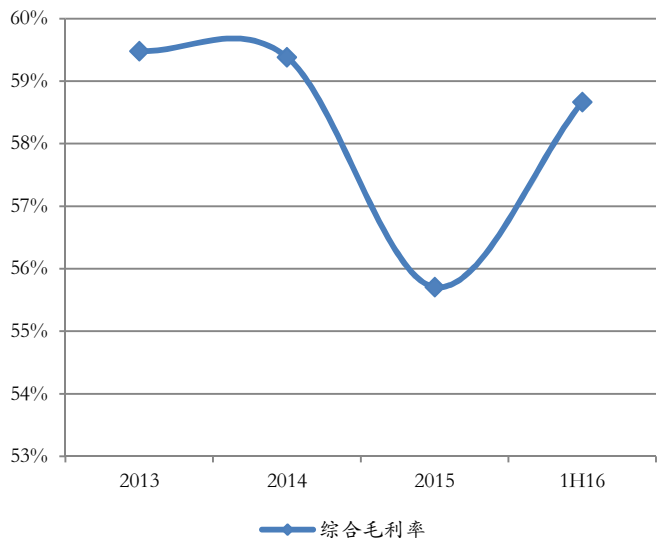


资料来源：华安证券研究所

2013-2015 年公司综合毛利率分别为 59.48%、59.38%和 56.37%，毛利率始终维持在较高水平。分业务来看，电子认证服务毛利率水平最高，但呈现逐年下

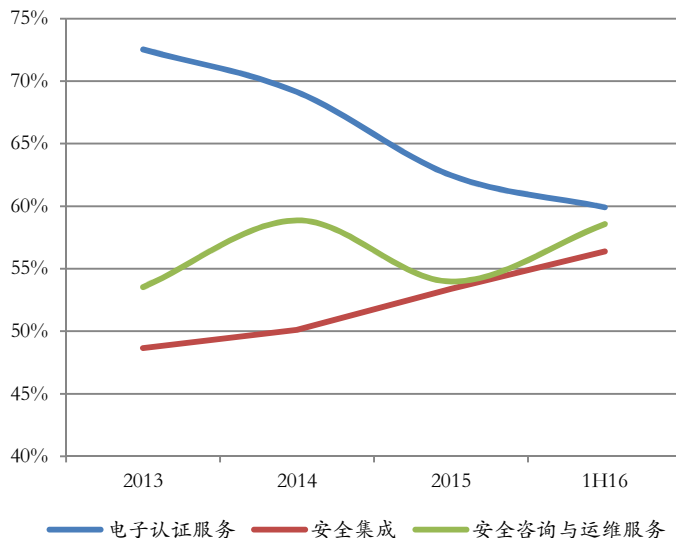
降趋势，主要由于公司 2015 年为重要客户北京银行统一更新介质，USB KEY 销售量较大；2016 年公司推广北京“法人一证通”数字证书，属于政府集中采购项目，单价有所下降。安全集成业务毛利率水平持续上升，主要由于毛利率较高的自有产品占比有所增加。

图表 8 综合毛利率



资料来源：华安证券研究所

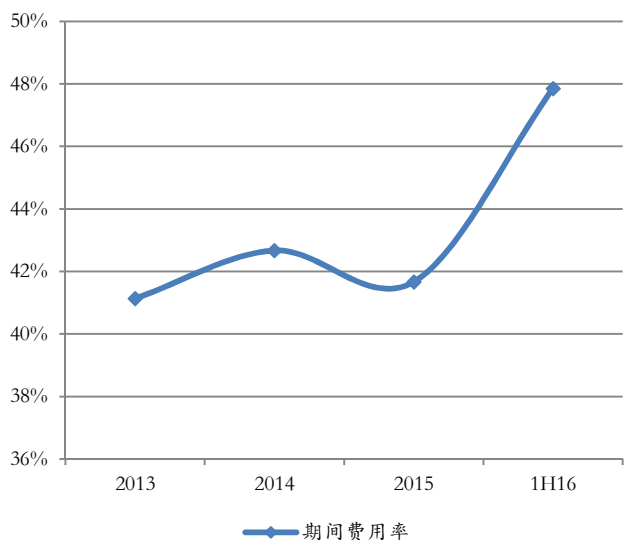
图表 9:分业务毛利率



资料来源：华安证券研究所

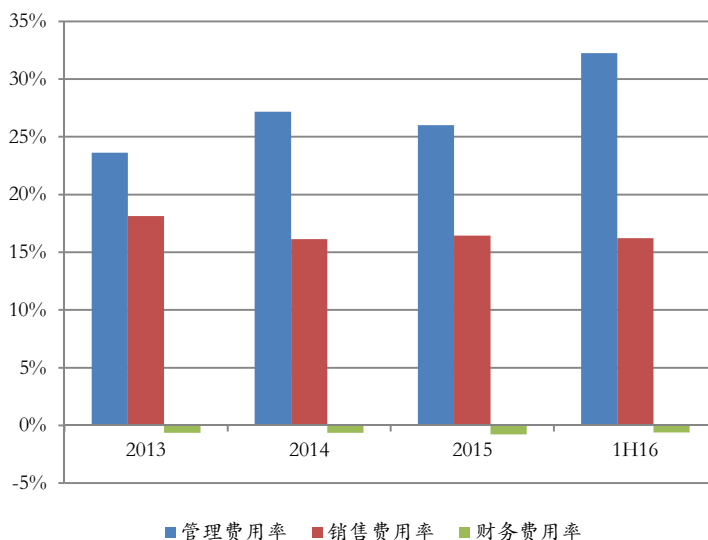
2013-2015 年公司期间费用率基本稳定在 42%附近，1H16 年的大幅攀升主要源于季节性的因素。拆分来看，管理费用率小幅上升但基本稳定，一方面由于公司持续加大研发投入，另一方面公司营业规模扩大导致场地不足从而增加租金支出。销售费用率则稳中趋降，也低于行业平均水平，主要由于公司销售区域集中，且数字证书服务业务由存量用户后期带来的证书收入须投入的营销费用较低。

图表 10 期间费用率



资料来源：华安证券研究所

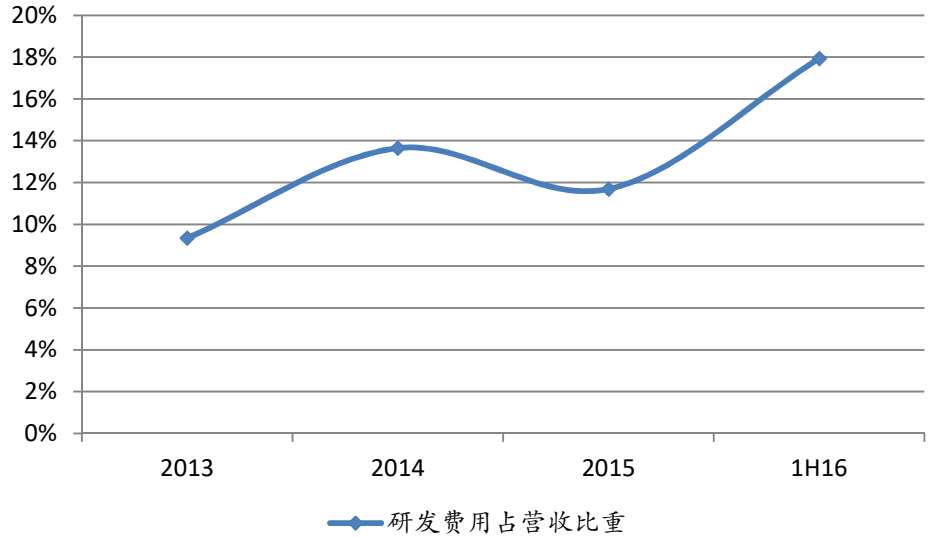
图表 11:期间费用构成



资料来源：华安证券研究所

公司重视研发投入，以保持技术领先优势，研发费用占营收比重连续数年超过 10%，主要用于研究开发具有创新性、可在新领域应用的新技术和新产品。

图表 12 研发费用占营收比重



资料来源：华安证券研究所

3 信息安全催生电子认证需求，新兴市场加速拓展

3.1 电子认证服务应用前景

电子认证服务是指为电子签名的真实性和可靠性提供证明的活动，包括签名人身份的真实性认证，电子签名过程的可靠性认证和数据电文的完整性认证，涉及数据电文的生成、传递、接受、保存、提取、鉴定各环节。电子认证的应用主要集中在电子政务、金融、电子商务、医疗卫生等信息化程度较高的领域。

图表 13 电子认证服务典型应用

应用领域	具体应用情况
电子政务	网上报税、网上政府采购、网上工商年检、网上社保、网上公积金、行政审批、网上报关、政务信息资源共享等
金融	网上银行、移动网银、电子保单、信用管理、网上证券等
电子商务	B2B、B2C 以及企业内部管理等应用领域
医疗卫生	医院医疗信息系统、区域医疗平台、公共卫生信息服务系统等

资料来源：招股说明书、华安证券研究所

从应用前景上看，已经形成规模应用的电子政务和网上银行领域仍将持续增

长。随着信息化进程的加快，电子认证在解决网络信任需求方面的优势已被越来越多的行业认可，并更多的纳入到行业总体信息安全规划中，成为支撑业务创新的重要保障。这一趋势带动了电子认证业务在医疗信息化、互联网彩票、电子发票、网上证券、网上保险等新领域的应用快速拓展。

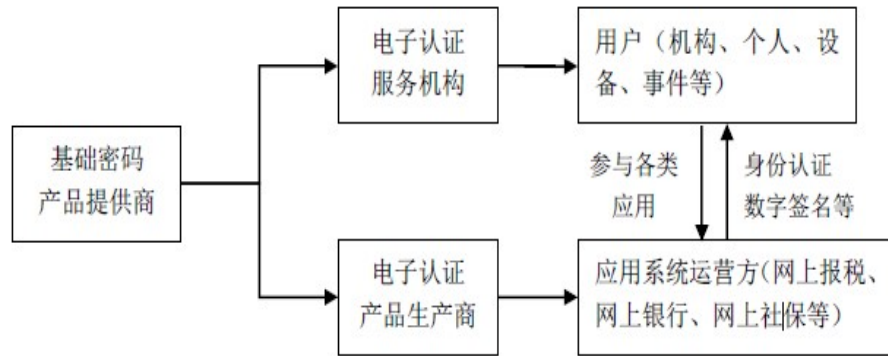
- 电子政务。电子认证行业的主要收入来源，也是电子认证应用范围最广泛的领域之一。未来电子政务市场仍将保持快速增长，一方面行业发展仍然有一定的区域不均衡性，经济欠发达地区的电子政务业务开展仍然不足；另一方面电子认证在电子政务的应用领域目前主要集中在税务、工商等几个领域，未来随着电子政务业务不断深入发展和普遍应用，电子认证的服务价值将进一步提升、应用模式将更加丰富。
- 网上银行。电子认证在网上银行领域已形成规模应用，未来随着信息安全威胁的增加和网上银行用户安全意识提高，网上银行用户规模将持续扩大，网上银行的电子认证市场规模也将持续提升。
- 医疗卫生。随着医改方案的实施，基于电子病历的医院信息系统和基于电子健康档案的区域医疗卫生平台的建设纷纷启动。卫生部已经发布了关于推动电子认证服务、电子病历医用的系列规划和政策文件，将推动医疗卫生领域的电子认证市场进入快速增长阶段。
- 互联网彩票。电子认证能够为互联网彩票的真实、可信提供保障，互联网彩票的发行将推动电子认证业务在彩票行业的普及和发展，为电子认证业务带来较大的市场空间。
- 电子发票。电子认证作为实现电子发票安全性、可信性的核心技术之一，在加强税收征管、优化征纳服务等方面有较大优势。随着电子发票逐渐进入推广阶段，电子认证将在税务领域形成新的应用市场。
- 金融领域。电子认证在网上证券、网上保险、网上支付等领域已开始应用，证券领域非现场开户和网上交易、保险领域电子保单和移动展业等新业务模式正在兴起，将带动电子认证服务和产品的应用。

此外，移动互联网、物联网、云计算、三网融合等新兴产业的快速发展将会创造出新的应用模式，带来网络信任方面的全新需求。电子认证作为建立网络信任关系的基础，在签名设备、服务模式、产品架构等多个方面实现了重要的创新，将在信息技术产业变革中获得持续发展的空间。

3.2 电子认证行业产业链

2005年《电子签名法》实施后，电子认证服务市场增长迅速，目前电子认证服务业产业链初步形成，包括电子认证软硬件提供商、电子认证服务机构、电子签名应用产品等产业链上下游厂商。

图表 14 电子认证产业链



资料来源：招股说明书、华安证券研究所

上游密码设备供应商，如加密机、密码卡、USB KEY 等，受密码政策的影响，实施企业市场准入制度，但参与企业数量众多，属于完全竞争行业。

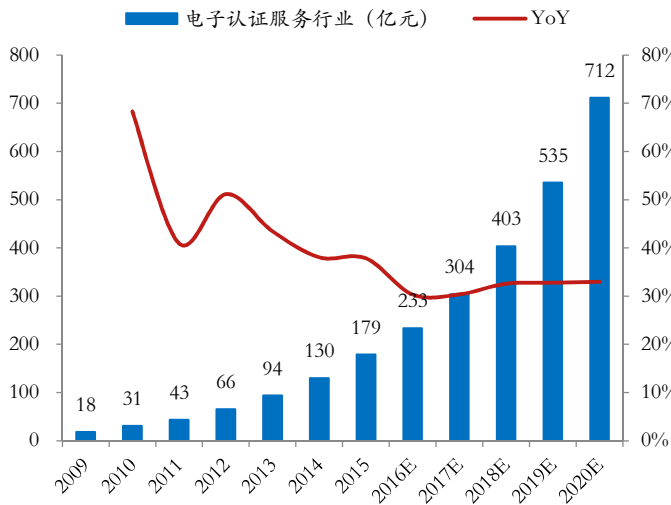
电子认证服务机构（CA 机构），作为独立第三方向企业、个人等用户提供数字证书的签发、更新、查询、验证、注销等服务。我国对电子认证服务实施许可制度，目前获得工信部《电子认证服务行政许可》的认证机构共 37 家，分布于全国 23 个省市。但 37 家 CA 机构规模普遍较小，服务能力不足，业务范围大多仅限于注册省内，在技术研发、服务运营、市场开拓、安全保障等方面差距较大，行业内仅有少数领先企业具备全国化的服务能力和“一体化”的电子认证服务、产品整合能力。

电子认证产品厂商，如身份认证网关、电子签章系统、统一认证管理系统、电子签名服务器等，以集成化、可视化、硬件化为发展方向。参与者分为两类，一类是以提供电子认证产品为主的产品提供商，另一类是同时具有电子认证服务资质和产品资质的综合解决方案提供商。从发展趋势上看，同时具备产品、服务整合能力的企业将更容易获得市场认可。

3.3 电子认证行业市场规模

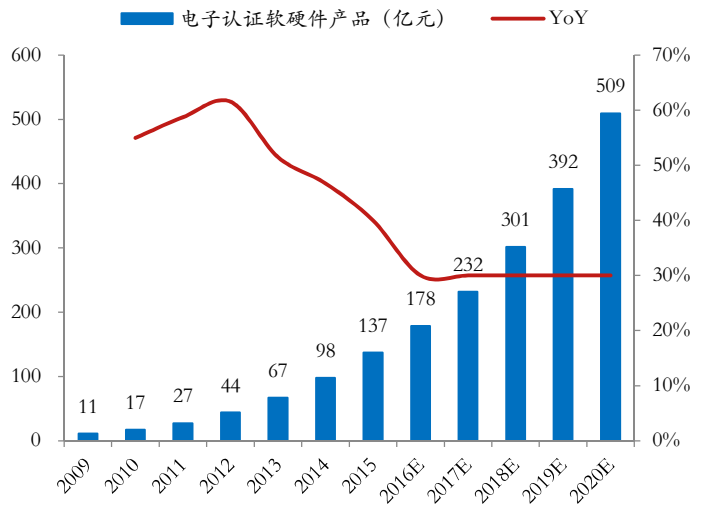
随着互联网和信息化的快速发展，网络安全问题日益突出，电子认证服务作为网络安全保障的基础，需求升温，电子认证服务产业总体规模近年来保持高速增长态势。赛迪智库数据显示，2014 年末我国电子认证服务产业规模达到 129.9 亿元，同比增长 38%，2009-2014 年年均复合增长 48%。其中电子认证软硬件市场规模为 98 亿元，同比增长 46.7%；电子认证服务机构营业额为 30 亿元，同比增长 14.9%，年复合增长 34.3%；电子签名应用产品和服务市场规模为 1.9 亿元。未来几年随着应用领域的快速拓展，电子认证行业中除前端硬件规模仍然保持较高的增长外，对认证服务的需求将显著上升，电子认证服务机构收入也将加速增长。此外，电子签名产品将在保险、证券、网上银行、电子政务等多领域全面铺开，也将录得较高增幅。我们预计到 2020 年，电子认证服务市场规模可达 712 亿元，其中电子认证服务机构收入 181 亿元。

图表 15: 电子认证服务行业



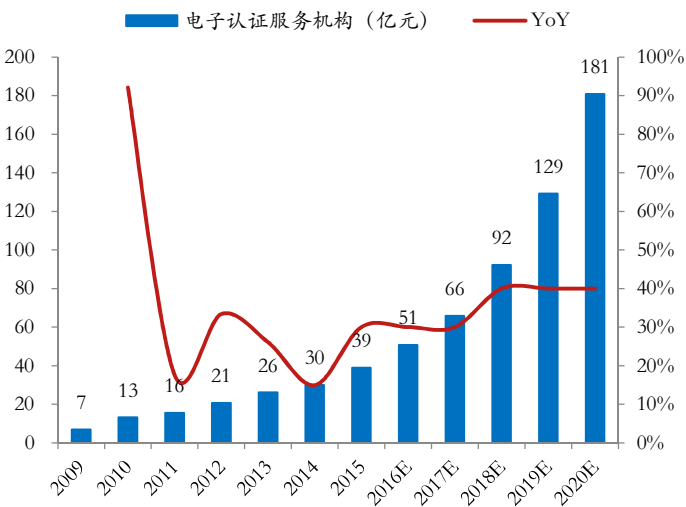
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 16: 电子认证软硬件产品



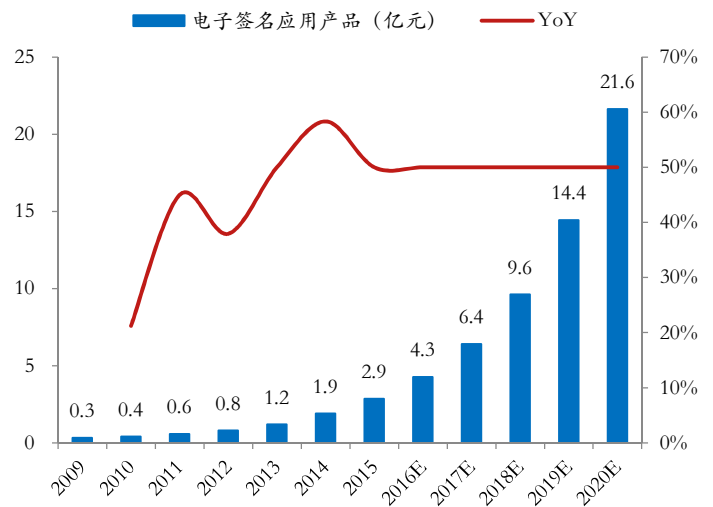
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 17: 电子认证服务机构



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 18: 电子签名应用产品



资料来源: wind、华安证券研究所

3.4 “一体化”电子认证解决方案为行业趋势

信息安全风险日益复杂,身份欺诈、非授权访问、行为抵赖等安全风险日益严峻,对电子认证产生多样化需求,同时满足身份认证、授权管理、责任认定等。因此,电子认证中单一的产品或服务无法满足用户的综合保障需求,只有综合利用服务和多种产品形成“一体化”的解决方案,才能解决客户或行业的网络信任需求。因此“一体化”的解决方案已经成为行业发展趋势,具备“一体化”解决方案能力的企业将更容易形成竞争优势。

4 具备“一体化”竞争优势，“法人一证通”业务形成业绩亮点

4.1 “一体化”优势凸显，市场份额有望上升

公司是获得工信部电子认证服务许可证的第三方电子认证服务机构，同时具备较强的电子认证产品的自主研发能力，是行业内少数整合电子认证服务和电子认证产品，能够为客户提供“一体化”电子认证解决方案的公司之一。

图表 19 公司“一体化”业务电子认证解决方案架构



资料来源：公司公告、华安证券研究所

目前，国内具备电子认证服务许可资质的公司共 37 家，分布在全国 23 个省市，规模普遍较小，经营范围集中在单一地域或单一领域，行业内具备提供产品+服务“一体化”解决方案能力的公司主要包括数字认证、中金金融认证中心有限公司、北京天威诚信电子商务服务有限公司和北京国富安电子商务安全认证有限公司。但公司在研发能力、技术水平、市场拓展等方面具备更大的竞争优势，尤其是公司作为数字认证行业首家上市公司，上市后能够发挥资本市场的融资优势和品牌优势，以提升技术水平及拓展销售渠道。

图表 20 公司主要竞争对手

公司	直属或实际控制方	主营业务领域
中金金融认证中心有限公司	中国人民银行、国家信息安全管理机构	为金融行业、电子商务、电子政务领域提供信息安全解决方案、产品研发、安全评估等

北京国富安电子商务安全认证有限公司	商务部中国国际电子商务中心	电子认证服务和包括安全顾问、安全评估、安全集成、安全维护、安全培训和应急响应等信息安全服务
北京天威诚信电子商务服务有限公司	Symantec 中国合作方	为企业、政府机构和个人提供电子认证服务与信息安全产品解决方案

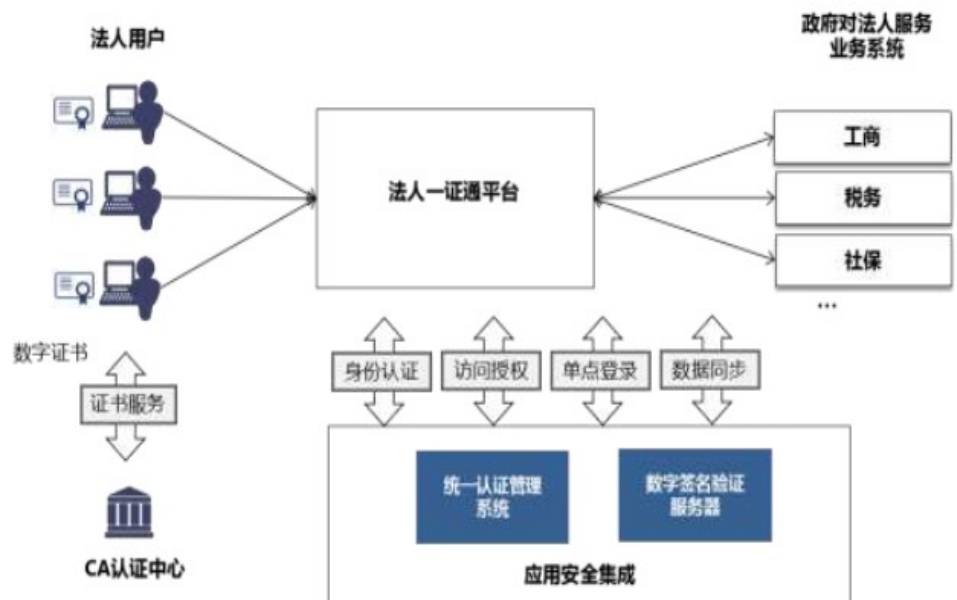
资料来源：华安证券研究所

从市占率上看，2015 年末公司电子认证服务收入 1.49 亿元，占电子认证服务机构收入的 3.8%，比重较低。未来电子认证行业市场份额将进一步向综合能力强的企业集中，公司凭借专业的服务能力和领先的技术实力，已形成广泛的数字证书用户群体，同时积极向具有广泛应用前景的医疗卫生、保险等新兴应用领域拓展，品牌优势正在形成。我们预计 2020 年公司市占率有望提升至 10%，营收规模将达到 18 亿元，年复合增长率超过 32%。

4.2 北京“法人一证通”业务助业绩腾飞

为优化行政服务、降低企业负担，北京市政府从 2016 年开始全面推广“法人一证通”数字证书服务，由北京市政府使用财政资金统一采购数字证书服务，并向市内企业法人免费发放一张“法人一证通”数字证书。北京市企业可以根据需要使用一张“法人一证通”数字证书参与北京市主要政务部门的网上应用。公司已经通过竞标成为 2016 年-2018 年北京“法人一证通”唯一数字证书服务商。

图表 21 公司法人一证通安全解决方案总体框架



资料来源：公司公告、华安证券研究所

北京市政府对数字证书服务进行统一采购，因此单价较低，但能够为公司带来庞大的客户规模。“法人一证通”数字证书的服务有效期为 1 年，到期前需要更新，首张服务费由北京经信委买单，单笔价格为 95 元；企业也可自费购买更多数

字证书，如为财务、人力资源等部门购买多张证书办理不同业务，单笔价格为 180 元。数据显示，2015 年末北京市企业户数超过百万，预计 2016 年末北京市企业户数为 110 万户，假设：1、2016 年-2018 年“法人一证通”渗透比例分别为 20%、50%和 80%；2、2017 年、2018 年每年新增企业数为 10 万户；3、每家公司平均拥有 1.5 张证书。则仅“法人一证通”数字证书业务 2016-2018 年为公司新增的业务收入分别为 4620 万元、6840 万元和 9240 万元，约占 2016 年营收总规模的 10.4%、15.4%和 20.8%。若考虑更新、撤销、补办、介质解锁等其他相关服务，收入规模的增长将更加迅速。

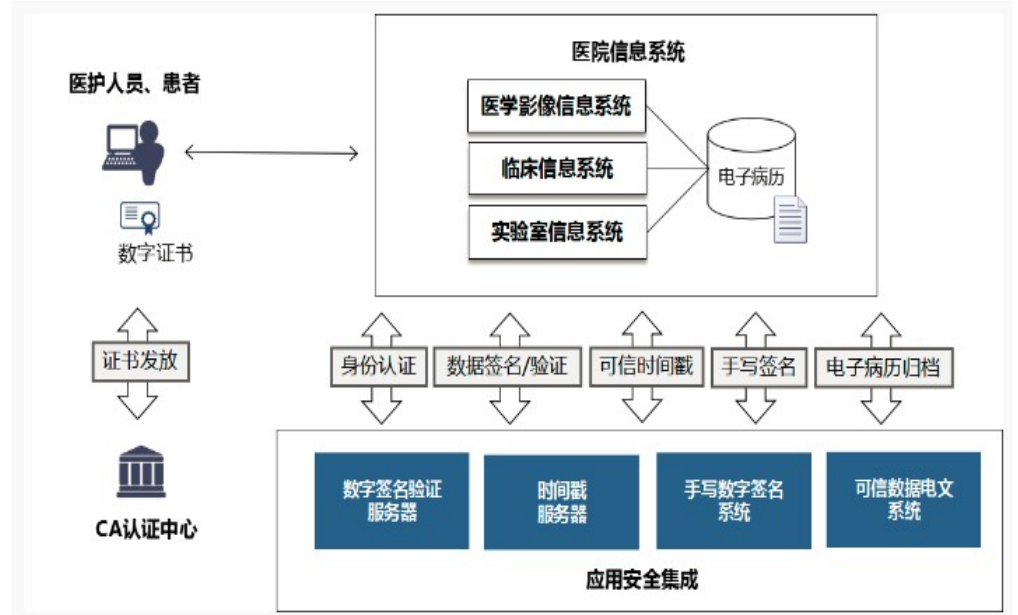
当前，地方政府中仅上海、北京全面实现一证通，深圳部分实现一证通，其余省市尚未全面跟进。未来北京“法人一证通”有望作为示范样本向全国推广，公司电子认证业务有望乘此东风向京外加速拓展，更加助推公司业务规模持续扩张。

4.3 卡位医疗、保险等新兴场景，静待电子签名行业爆发

医疗行业：随着国内医院信息化建设的深入，建立区域医疗服务平台，推动电子病历应用成为行业发展趋势。电子病历的可信性成为制约该模式发展的关键因素。2017 年三月份，国家卫计委和中医药管理局共同印发《电子病历应用管理规范（试行）》将于 2017 年 4 月份实施。《规范》指出，有条件的医疗机构电子病历系统可以使用电子签名进行身份认证，旨在鼓励和规范电子病例中电子签名的应用。

公司依托以客户为中心的新型电子认证服务体系、自主知识产权的电子认证产品，形成了涉及医疗机构、区域医疗卫生、公共卫生、互联网医疗等全卫生业务领域的应用安全解决方案，帮助医疗卫生行业打造安全可信的信息化业务应用环境。目前公司在全国卫生行业市场占有率达 60%以上，服务包括内蒙古卫生和计生委、重庆市卫生和计生委、深圳市卫生和计生委、首都医科大学附属北京天坛医院、哈尔滨医科大学附属第一医院、青岛大学附属医院在内的 500 家医疗卫生机构。

图表 22 公司电子病历安全解决方案

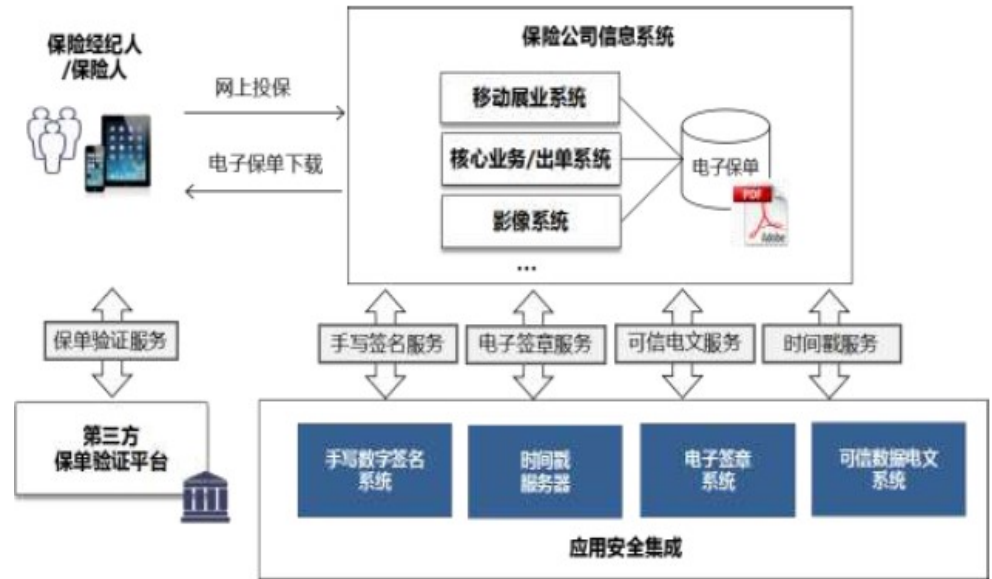


资料来源：公司公告、华安证券研究所

保险行业：移动展业模式正在成为保险行业营销和管理的重要创新，行业领先企业均在大力推动移动展业的发展。电子签名技术在电子保单的合法性、安全性等方面发挥重要作用，随着这一模式的推进，将为电子签名业务带来广大的电子保单市场。3月15日，保监会印发《中国保险业标准化“十三五”规划》，《保险电子签名技术应用规范》被列入规划实施范围，预计年内完成规范起草，该标准将促进电子签名技术在保险行业的深度应用。目前国内140多家保险公司中，仅46家险企实现了电子签名，仅占30%。

公司为业内最早研发电子签名技术在保险行业落地的公司，目前前十大保险公司中80%为公司客户。主要客户太平洋保险于2012年11月签出中国第一份有效电子保单，并成为《保险电子签名技术应用规范》的牵头单位之一。公司保险电子保单业务的增量来自于两个方面：一是更多的保险公司采用电子签名技术；二是覆盖险种由寿险向其他险种拓展。由于电子签名技术应用贯穿承保、生调、契约、保全、理赔、给付等所有消费者授权确认并签注的重要环节，因此电子签名具有单次费用低、签次频率高的特点，未来将成功公司重要核心业务之一。

图表 23 公司电子保单安全解决方案总体框架



资料来源：公司公告、华安证券研究所

5 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017 年-2018 年实现净利润分别为 7800 万元、10400 万元，同比增长 29%和 34%，EPS 为 1.29 元和 1.73 元，当前股价对应于 2017 年 55 倍 PE。我们看好公司作为电子认证龙头深耕华北市场的同时，业务能力不断向其他区域渗透，电子签名应用场景拓展为公司带来巨大想象空间。初评给予“增持”评级，目标 PE 60 倍，目标价 77.4 元。

附录：财务报表预测

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	409	416	526	654	营业收入	373	446	557	724
现金	231	202	257	305	营业成本	163	196	247	324
应收账款	128	149	187	245	营业税金及附加	3	3	4	5
其他应收款	22	24	33	42	销售费用	61	71	92	122
预付账款	10	13	16	20	管理费用	97	107	125	154
存货	40	52	66	84	财务费用	(3)	(3)	(3)	(4)
其他流动资产	(22)	(24)	(32)	(41)	资产减值损失	7	9	11	13
非流动资产	38	103	105	108	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	15	14	13	12	营业利润	45	63	81	110
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	10	12	15	18
其他非流动资产	21	87	90	94	营业外支出	1	3	4	5
资产总计	447	520	631	762	利润总额	54	72	92	123
流动负债	224	251	301	351	所得税	7	12	14	19
短期借款	0	0	0	0	净利润	47	60	78	105
应付账款	28	46	54	68	少数股东损益	(1)	0	1	1
其他流动负债	196	205	246	283	归属母公司净利润	48	60	78	104
非流动负债	13	13	15	17	EBITDA	48	60	79	107
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	1.00	1.29	1.73
其他非流动负	13	13	15	17					
负债合计	236	263	316	368					
少数股东权益	2	2	3	4	主要财务比率				
股本	60	60	60	60	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	33	33	33	33	成长能力				
留存收益	116	161	219	297	营业收入	20.45%	19.39%	25.00%	30.00%
归属母公司股东权	209	254	312	390	营业利润	0.74%	38.64%	29.54%	36.27%
负债和股东权益	447	520	631	762	归属于母公司净利润	7.86%	25.64%	29.35%	33.84%
					获利能力				
					毛利率(%)	56.37%	55.97%	55.61%	55.27%
					净利率(%)	12.80%	13.47%	13.94%	14.35%
					ROE(%)	22.37%	23.56%	24.83%	26.63%
					ROIC(%)	-137.83%	-275.10%	53.12%	60.95%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	52.82%	50.69%	50.06%	48.25%
					净负债比率(%)	-9.75%	12.44%	1.28%	2.08%
					流动比率	1.83	1.66	1.75	1.86
					速动比率	1.65	1.45	1.53	1.62
					营运能力				
					总资产周转率	0.89	0.92	0.97	1.04
					应收账款周转率	3.96	3.85	4.00	4.05
					应付账款周转率	12.47	12.06	11.08	11.87
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	1.00	1.29	1.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.74	1.02	1.04
					每股净资产(最新摊薄)	2.61	3.18	3.90	4.88
					估值比率				
					P/E	119.6	71.4	55.2	41.2
					P/B	27.3	22.5	18.3	14.6
					EV/EBITDA	0.00	69.04	52.57	38.38

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	48	59	82	83
净利润	47	60	78	104
折旧摊销	7	1	1	1
财务费用	0	(3)	(3)	(4)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(24)	(8)	(5)	(32)
其他经营现金	17	9	12	14
投资活动现金流	(5)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(5)	0	0	0
筹资活动现金流	(11)	(11)	(16)	(22)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	(11)	(11)	(16)	(22)
现金净增加额	31	48	66	61

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。