

建议申购

合理估值：51.8-59.2元

‘芯’技术引领公司成长

——国民技术（300077）新股定价报告——

研究员

王剑辉
执业证号：S1250200010075
电话：010-57631093
邮箱：mft@swsc.com.cn

苏晓芳
执业证号：S1250109121348
电话：010-57631097
邮箱：sxfang@swsc.com.cn

一. 发行基本情况

公司从事集成电路设计业务，主营业务为安全芯片和通讯芯片产品及解决方案的开发和销售。其中，USBKEY 安全芯片是安全芯片类产品的主要部分，为公司主导产品；公司传统业务是通讯芯片类产品，以通讯接口芯片和通信射频芯片产品为主。

公司前身系深圳中兴集成电路设计有限责任公司，2009年6月整体变更设立而来。公司控股股东为中国华大，持有公司3,264万股，占发行前总股本的40%，公司本次计划发行2,720万股流通股，发行后，其持股比例下降为30%。中国电子持有中国华大50%股份，且为中国华大的上级主管单位，为本公司的实际控制人。中国电子是国资委直管的国有独资集团公司。中兴通讯为公司第二大股东，发行前持股比例为27%。

二. 公司作为 IC 设计企业具备天然的市场稀缺性

公司所处行业属于半导体行业中的集成电路设计子行业，即通常所说的 IC 设计行业。目前，我国已发展成全球最大的集成电路生产基地，但产业结构仍不均衡，产业中下游封装测试类企业仍然较为集中，芯片制造和芯片设计企业则相对较少。近几年，随着集成电路“十一五”规划的实施，国内集成电路设计、制造、封装三个环节的比例已有所改善（约为2:3:5），但距成熟市场合理的3:4:4的产业比仍有较大的差距，特别是芯片设计企业的比重明显较低。

公司作为国内为数不多的 IC 设计企业，在安全芯片与通讯芯片领域市场占有率有明显的优势，其市场先行优势及本身作为 IC 设计企业的天然稀缺性已得到市场认可。

三. 盈利能力最强的细分市场龙头

公司作为芯片设计企业，其稀缺性使得公司产品的毛利较高，公司由‘芯’技术引领‘芯’应用的灵活性及创新能力较高，使得公司的业绩增速较快及盈利能力较强，尤其在安全芯片等细分领域。

公司从 07 年到 09 年的复合增长率超过了 77%，增速在行业中名列前茅，与公司能及时把握市场发展动态，利用自己的技术优势，适时的推出市场急需产品有关。从分产品看，毛利率较高的安全芯片类产品的比例逐渐提升，09 年其收入已占总收入的 80.02%，其中安全芯片类收入的 84.16%来自于 USBKEY 安全芯片。

USBKEY 安全芯片目前主要应用于网上银行业务，主要客户是各类型商业银行。目前公司是国内 USBKEY 安全芯片市场中的领头羊，其市场份额占 72.9%，位居第一。未来几年，国内 USBKEY 芯片市场将随着 USBKEY 在网上银行、电子政务、电子商务等的普及而快速发展，据 CCID 预计到 2014 年，国内 USBKEY 芯片市场销量将达到 12.66 亿元，年均复合增长率达 32.1%。公司利用其技术和先行优势，将继续受益该行业的发展。

图 1: 近三年公司营业收入的变化情况

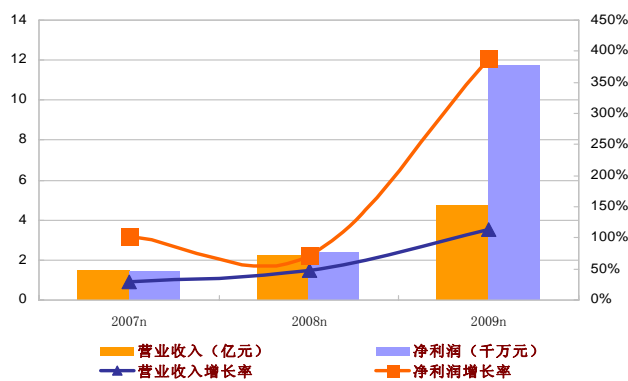
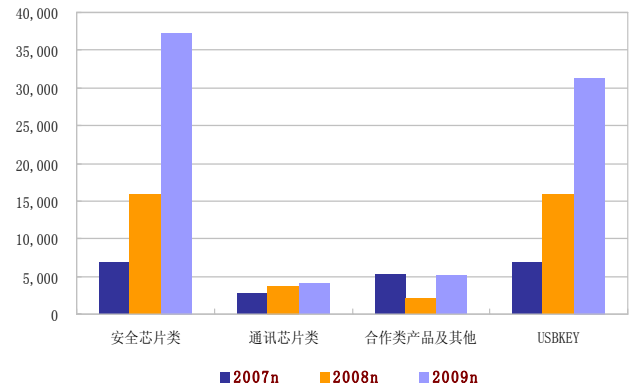


图 2: 近三年公司分产品收入的变化情况 (万元)



来源: 招股说明书 西南证券研发中心

公司的盈利能力一直保持在较高的水平。过去三年毛利率平均在 37%以上，毛利率水平在行业中位居前列；净利率水平呈逐年上升趋势，平均在 15%以上，09 年达到了 25%；加权平均净资产收益率也保持了快速的增长，平均在 45%以上。随着毛利率较高的安全芯片类产品的收入占比越来越大，加上公司较强的自主研发能力，未来盈利能力的提升空间较大。

图 3: 公司毛利率变化情况

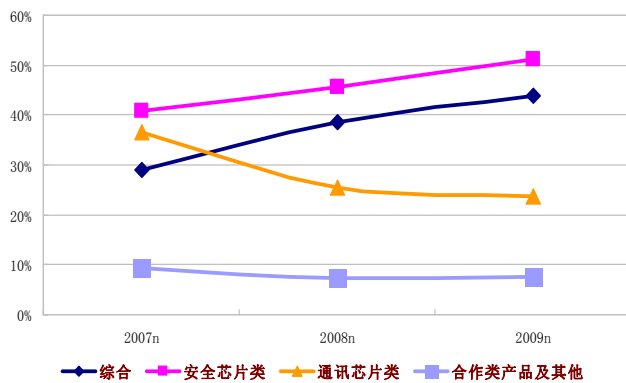
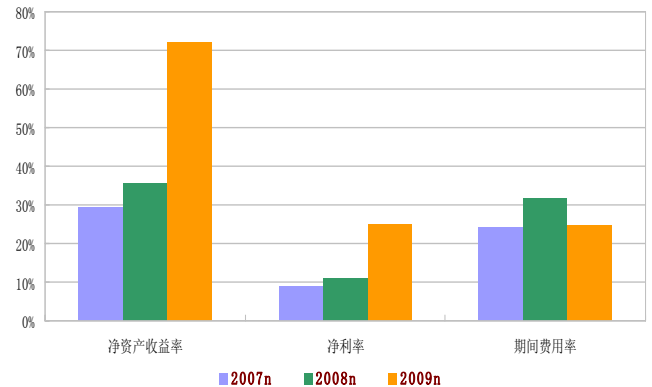


图 4: 公司几项指标变化情况



来源: 招股说明书 西南证券研发中心

四. 募投项目分析

公司本次募集资金主要投向以下四个项目:

公司 IPO 募集资金投资项目

项目名称	总投资额 (万元)
(32位高速) USBKEY安全主控芯片及解决方案技术改造项目	8,036
(32位高速) 安全存储芯片及解决方案技术改造项目	10,170
基于射频技术的安全移动支付芯片及解决方案的研发和产业化项目	15,346
其他与主营业务相关的运营资金	-

来源: 招股说明书 西南证券研发中心

公司本次募集资金的投向主要侧重于安全芯片类产品。安全芯片类产品是公司营业收入的主要组成部分,同时也是利润的主要来源。募投项目实施可以有效的培育公司新的利润增长点,进一步增强公司的盈利能力。

- (32位高速) USBKEY 安全主控芯片及解决方案技术改造项目。**该项目主要针对 USBKEY 安全芯片的技术及市场需求,开发的一款由 8 位到 32 位,能支持更多功能的系统芯片及解决方案。该项目主要是提升现有产品的性能及相关服务,升级后的芯片功能更强大,更适用于高端应用,如在生物识别、高速磁盘加密等,其价格也要高于原有产品,越来越多高端应用的需求决定了其市场成长空间巨大,公司通过该项目的成功实施,能强化其在 USBKEY 安全芯片领域的竞争优势,巩固其龙头地位。
- (32位高速) 安全存储芯片及解决方案技术改造项目。**安全存储芯片因公司资金实力等原因,尚未能为公司创造明显的效益。本项目基于原有技术优势,研发分别面向电脑和手机等移动终端的两款安全存储芯片,使得该系列芯片不但应用于安全存储领域,而且

将应用扩展到了手机安全和 PC 安全领域。随着电脑、手机等电子产品的快速普及，个人隐私和安全存储理念不断提升，从而带动了安全存储芯片市场的需求，据 CCID 预测，2009-2014 年，我国安全存储芯片年均符合增长率将达到 84.9%，到 2014 年该市场规模将达到 86,891.5 万元。该项目的成功实施将为公司拓展安全存储市场领域创造条件，增强公司的可持续发展能力。

3. **基于射频技术的安全移动支付芯片及解决方案的研发和产业化项目。**移动支付（即手机支付）市场前景广阔，未来几年，随着运营商对移动支付实施力度加强及国家政策的支持，我国射频 SIM 卡芯片市场将随之增大。预计到 2013 年，我国手机支付市场规模将超过 1500 亿元，意味着其年均增速将超过 40%。公司该项目具有广阔的市场前景，作为射频 SIM 卡芯片设计的主要厂商，必将受益于行业的需求增长。该项目的成功实施将为公司提供一个重要的盈利增长点。
4. **其他与主营业务相关的运营资金。**本次募集资金到位后，公司可以利用募集资金增加其他与主营业务相关的营运资金，以进一步提升公司资本实力，加大研发力度，应对公司业务发展的需求。

公司本次募投项目都具有自主知识产权，募投项目成功实施后，安全存储芯片产品和移动支付芯片产品将实现产业化及大规模应用，公司的收入增长点将更宽泛，盈利能力将进一步提升。

五. 预测与估值

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.48 元，2.08 元和 2.99 元。参照同行业上市公司市盈率水平，我们给予公司 2010 年 35-40 倍市盈率水平，对应合理价格在 51.8~59.2 元，建议申购。

盈利预测简表（百万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	465.8	719.1	1078.2	1576.1
增速	113%	54.37%	49.93%	46.18%
净利润	116.9	161.4	226.1	325.9
增速	385%	38%	40.09%	44.16%
EPS(元)	1.07	1.48	2.08	2.99

来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

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

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

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

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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。我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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 57631104/1105

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>