

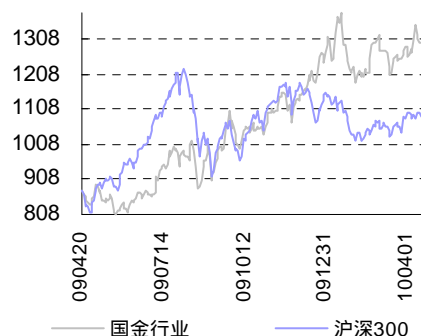
# 国民技术 (300077. ) 通信系统设备行业

新股研究

目标价格(人民币): 69.17-76.37元  
 询价价格(人民币): 62.25-68.73元  
 长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	27.20
发行 A 股数量(百万股)	27.20
总股本(百万股)	81.60
国金通信系统设备指数	1299.81
沪深 300 指数	3356.33



## 安全和射频芯片领域的自主创新者

### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.320	1.433	1.441	2.147	2.896
每股净资产(元)	1.15	2.72	14.97	16.37	18.30
每股经营性现金流(元)	0.40	1.15	1.40	1.85	2.58
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	30.61	48.43	48.43	48.43	48.43
净利润增长率(%)	155.11%	393.80%	34.05%	48.99%	34.92%
净资产收益率(%)	27.80%	52.71%	9.63%	13.12%	15.82%
总股本(百万股)	74.00	81.60	108.80	108.80	108.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 基本结论、价值评估与投资建议

- **公司概况:** 国民技术是国内专业从事安全和通讯芯片设计、研发和销售的国家级高新技术企业。08年占据国内 USBKEY 安全芯片 72.9% 市场份额, 同时是国内安全存储、可信计算、移动支付芯片主要供应商。08、09 年收入分别同比增长 45.74% 和 112.97%, 净利润增长 77.49% 和 384.83%。
- **公司核心竞争优势:**
  - **国内领先的自主创新能力:** 国内少数量产 32 位安全芯片、安全存储芯片和可信计算芯片的集成电路设计企业之一, 也是国内行业标准参与制定者及高端安全芯片方案开创者;
  - **突出的技术研发实力:** 公司在安全芯片 SoC 技术和射频技术上具有明显优势, 拥有一只以国务院特别津贴专家、国家科技计划专家库成员领军的核心技术团队;
  - **细分市场主导地位及先行优势:** 国内最大的安全芯片供应商之一, 少数批量供货 TCM 可信计算芯片供应商之一, 原始创新的移动支付芯片及解决方案已被中移动认可并进入推广试商用阶段。
- **公司产品未来市场空间:** 1) USBKEY 安全芯片市场: 受下游应用普及尤其是网上银行需求驱动, 预计国内 USBKEY 安全芯片市场 2014 年销售额达 12.66 亿元, 复合增长率 32.1%; 2) 安全存储芯片市场呈加速趋势, 预计到 2014 年销售额将达 8.69 亿, 复合增长率达 137%; 3) 移动支付及 TCM 可信芯片潜力巨大。
- **业绩预测及估值建议:** 合理价格区间 69.17-76.37 元, 建议询价区间 62.25-68.73 元。
  - **业绩预测:** 10-12 年实现营业收入 7.09 亿、10.16 亿和 13.95 亿, 同比增长 52.20%、43.34% 和 37.22%, 实现 EPS 为 1.441 元、2.147 元和 2.896 元, 增长 34.05%、48.99% 和 34.92%;
  - **估值建议:** 综合相对估值及现金流方法, 我们认为公司合理价格在 69.17-76.37 元, 对应 10 年 PE 为 48-53 倍, 建议询价区间为合理价值下浮 10% 为 62.25-68.73 元。
- **风险提示:** 主要来自于移动支付技术发展方向的不确定性、关联交易比重较高, 以及项目专项资金为主的收入大幅下降的风险。

**陈运红** 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230  
 (8621)61038242  
 chenyh@gjzq.com.cn

**李哲人** 联系人  
 (8621)61357580  
 lizheren@gjzq.com.cn

## 内容目录

国内领先的自主创新能力是公司核心竞争力 .....	5
突出的技术研发实力是不断创新的基础.....	6
细分市场主导地位及先行优势 .....	7
USBKEY 安全芯片是公司主要盈利来源.....	8
安全存储芯片市场将进入高速增长期 .....	9
移动支付属于公司安全+射频的原始创新.....	10
PC 的标配化是 TCM 可信芯片市场的必然趋势 .....	11
收入及费用预测.....	13
业绩预测及估值建议 .....	15
风险提示 .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司主要产品类别.....	4
图表 2：公司营业收入趋势（百万元） .....	4
图表 3：公司净利润趋势（百万元） .....	4
图表 4：国民技术股权结构.....	5
图表 5：公司面向市场的两级研发体系.....	6
图表 6：IC 产业链构成 .....	6
图表 7：主要生产产品价格变化趋势（元） .....	6
图表 8：公司主要产品销售价格变化趋势（元） .....	6
图表 9：员工学历分布状况.....	7
图表 10：员工职能分布状况.....	7
图表 11：2008 年 USBKEY 芯片厂商市场占比 .....	8
图表 12：2008 年安全存储芯片厂商市场占比 .....	8
图表 13：公司各项业务收入占比 .....	9
图表 14：公司各项业务毛利占比 .....	9
图表 15：中国 USBKEY 芯片市场规模（万元） .....	9
图表 16：2008 年中国 USBKEY 下游市场结构 .....	9
图表 17：中国安全存储芯片市场规模（万元） .....	10
图表 18：安全存储芯片下游应用占比预测 .....	10
图表 19：RFID-SIM 卡 .....	11
图表 20：SIMpass 卡及天线 .....	11
图表 21：移动支付三种主要方案比较 .....	11

图表 19：公司 IPO 募集资金投资项目（万元） .....	12
图表 23：USBKEY 安全芯片募投新产品与老产品性能比较 .....	12
图表 24：安全存储芯片募投新产品与老产品性能比较 .....	13
图表 19：公司业务收入预测 .....	14
图表 26：公司产品毛利率走势预测 .....	15
图表 27：公司费用率走势预测 .....	15
图表 20：公司营业收入预测（百万元） .....	16
图表 21：公司 EPS 预测（元） .....	16
图表 22：APV 定价 .....	16
图表 23：关联销售占比 .....	17
图表 24：非经常性损益对净利润贡献率 .....	17

## 公司概况

- 国民技术是国内专业从事超大规模信息安全芯片和通讯芯片产品设计以及整体解决方案研发和销售的国家级高新技术企业。公司在细分行业市场中占据较大优势，2008 年以 72.9% 的市场份额在国内 USBKEY 安全芯片市场销售额排名第一，同时还是国内安全存储芯片、符合我国自主密码规范的可信计算安全芯片、移动支付芯片及整体解决方案的主要供应商；
- 公司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。安全类包括 USBKEY 安全芯片、安全存储芯片、可信计算芯片和移动支付芯片，通讯类包括通讯接口芯片、通讯射频芯片等；

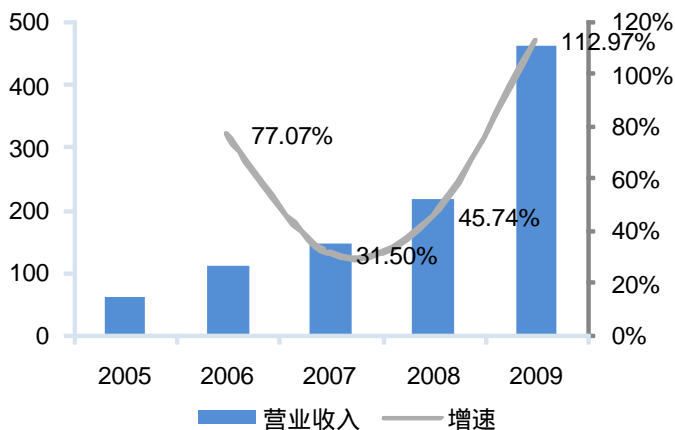
图表1：公司主要产品类别

产品类别	产品	用途	应用领域
安全类	USBKEY安全芯片	主要应用在网络终端设备中，实现网络个人电子签名及身份认证、数据加解密、防数据篡改等	电子金融、电子商务、电子政务、消费应用
	安全存储芯片	存储数据加密及保护，防止泄露及非法复制	电子政务、电子商务、消费应用
	可信计算芯片	主要应用在保护PC运行环境，防范病毒木马	电子政务、消费应用
	移动支付芯片及其整体解决方案	手机及POS上，实现基于手机的移动电子商务功能	电子商务及消费应用领域，尤其是移动电子商务
通讯类	通讯接口芯片	通讯设备，实现时钟恢复和锁相、时钟驱动、高速端口信号收发功能	通讯系统设备
	通讯射频芯片	无线基站，实现射频信号的增益放大功能	无线通讯基站和直放站

来源：招股说明书，国金证券研究所

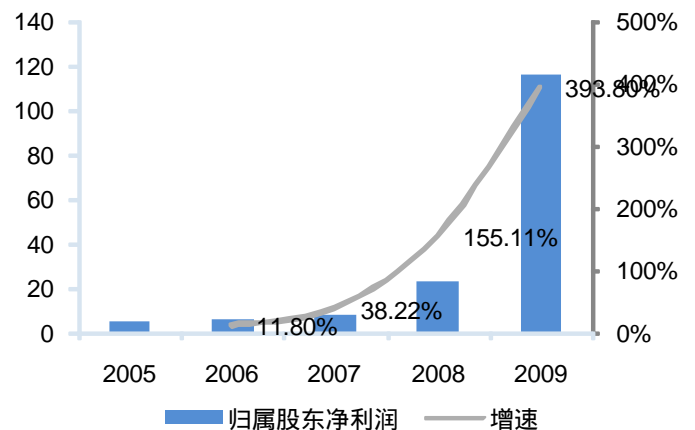
- 公司近年业绩保持高速增长，2008 年、2009 年营业收入分别较上年增长 45.74%和 112.97%，净利润分别增长 77.49%和 384.83%；2009 年实现营业收入 46,584.77 万元，净利润 11,694.38 万元；

图表2：公司营业收入趋势（百万元）



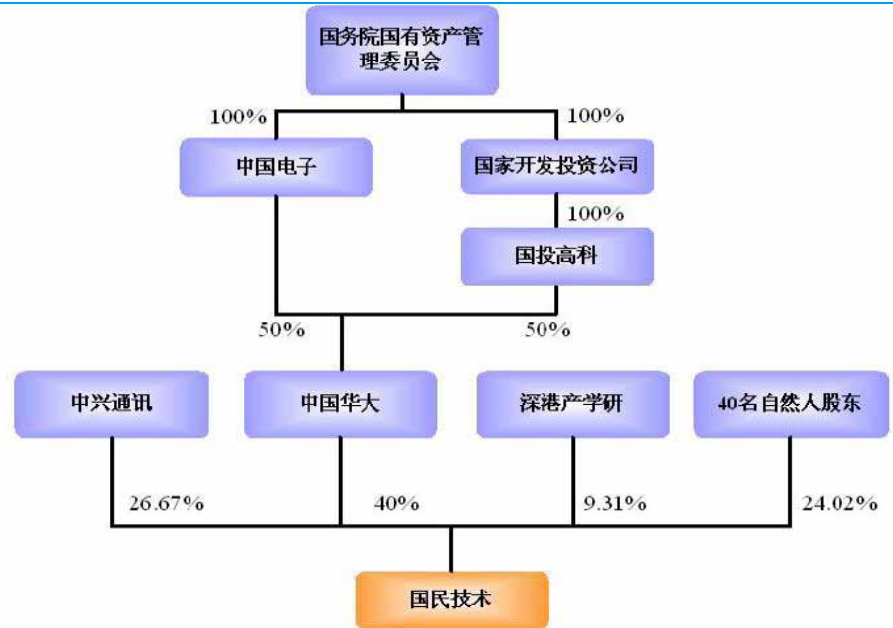
来源：聚源数据，国金证券研究所

图表3：公司净利润趋势（百万元）



- 公司此次发行 2720 万股，占上市后股本的 25%。公司前身是 2000 年国家计委 909 重点工程下由国投和中兴通讯联合设立的中兴集成电路，2009 年整体变更为股份有限公司，其股权结构较为优化，现有控股股东为国资背景的中国华大，二股东则是民营背景的中兴通讯，此外还有以总经理孙迎彤为首的 40 名自然人的员工持股。

图表4：国民技术股权结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

## 核心竞争优势

### 国内领先的自主创新能力是公司核心竞争力

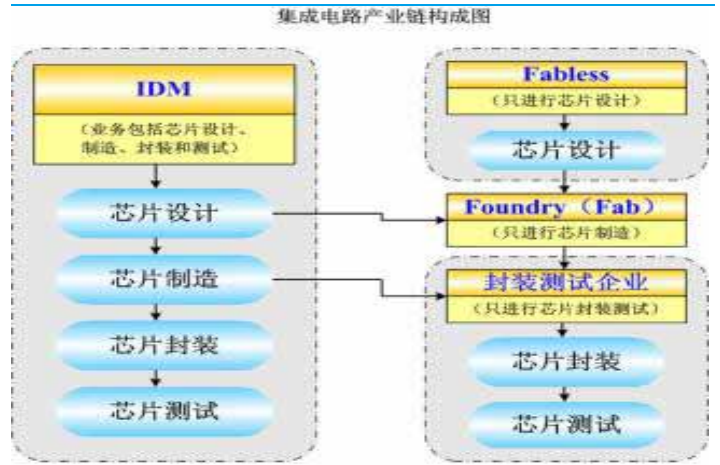
- 集成电路设计企业长期可持续发展的核心要素为形成能够不断满足和引领市场需求的梯队化产品和技术战略布局。公司重视产品的自主研发，现已形成规模化、体系化、平台化创新产品优势，近年来不断推出具有市场竞争优势的自主研发产品，不断拓展公司的持续发展空间：
  - 公司已建立面向市场需求并快速反应的两级研发体系（包括 IC 技术研发和产品研发），并形成了以针对市场需求发展趋势的产品研发带技术研发的路线，准确及时地把握市场和技术的创新机遇，为客户提供高附加值的整体解决方案；
  - 公司是国内少数量产 32 位安全芯片、安全存储芯片和可信计算芯片的集成电路设计企业。2005 年推出的 USBKEY 安全芯片已成为公司的主导产品，而 2008 年推出的安全存储芯片、可信计算芯片和 2009 年推出的移动支付芯片及其整体解决方案则将成为公司未来的利润增长点。此外，公司拥有多项技术储备，已形成“开发一批，储备一批，产业化一批”的产品结构，确保公司具有良好的持续发展空间；
  - 公司是国内行业标准参与制定者以及高端安全芯片及方案开创者：中国可信计算工作组、国家密码管理局电子交易密码应用技术体系研究专项工作组成员 PBOC2.0 标准（中国金融集成电路卡规范）国家密码算法应用项目牵头单位；
  - 公司现为国家级高新技术企业，拥有 26 项专利（其中发明专利 18 项），另有 66 项专利权申请已获受理（其中发明专利 61 项）；上述专利中 32 项发明专利已通过国际 PCT 专利审查，正在全球 24 个国家部署落地和申请。

图5：公司面向市场的两级研发体系



来源：招股说明书，国金证券研究所

图6：IC产业链构成



- 集成电路产业链主要由设计、制造、封装和测试组成，近年来随着下游制造封装厂商规模竞争越来越激烈，拥有核心自主创新能力的 IDM 厂商和 Fabless 厂商的影响力越来越突出，在产业链的竞争中处于主导地位。国民技术采用的就是轻资产的 Fabless 设计厂商模式，在产业链上下游的竞争中具有优势地位：
  - 晶圆是公司主要原材料，占产品平均成本比例约为 80%。近年来，随着国际集成电路行业需求增长放缓，晶圆代工业务市场竞争日趋激烈，此外因公司采购量扩大和人民币升值，公司晶圆的采购价格基本保持 15%左右的年下降幅度；
  - 而公司主要产品 USBKEY 安全芯片类产品由于技术水平先进，公司具有较强的议价能力，销售价格变动较小。其中，8 位 USBKEY 由于市场需求旺盛，08 年价格还有所上升，而 32 位芯片则是公司主动降低价格，以拓展市场空间。总的来看，公司近三年综合毛利率分别为 28.90%、38.68%和 43.95%，呈逐年上升趋势。

图7：主要生产成本价格变化趋势（元）

主要生产成本	2007	2008	2009
晶圆采购金额	4202.65	7705.41	14224.4
YoY		83.35%	84.60%
占成本比例	78.50%	78.35%	85.15%
晶圆平均价格	7927.17	6775.62	5739.6
YoY		-14.53%	-15.29%
芯片封装单价	1	0.78	0.72
YoY		-22.00%	-7.69%

来源：招股说明书，国金证券研究所

图8：公司主要产品销售价格变化趋势（元）

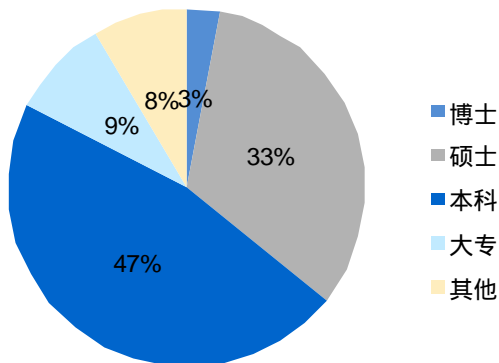
平均单价	2007	2008	2009
安全芯片类产品			
32位USBKEY安全芯片	16.51	15.9	14.58
YoY		-3.69%	-8.30%
8位USBKEY安全芯片	7.87	8.19	7.92
YoY		4.07%	-3.30%
通讯芯片类产品			
	1.59	0.92	0.91
YoY		-42.14%	-1.09%

突出的技术研发实力是不断创新的基础

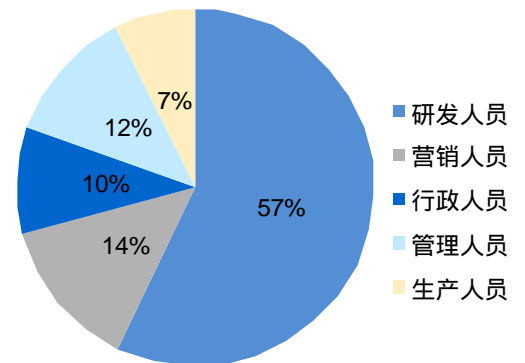
- 经过多年发展，公司已形成以“安全+射频”技术为核心，多领域应用技术为补充的技术架构，核心技术均以原始创新为主。由于安全技术和射频技术均需要通过长期大量实践积累才能逐步提高，公司在上述领域的核心技术通过平台化的方式沉淀下来，在国内同行中拥有领先优势：
  - 公司在安全芯片 SoC 技术和射频技术上具有明显竞争优势。安全芯片设计要求高于普通 SoC 芯片，公司是目前国内少数具备芯片无损仿 SPA/DPA 安全攻击防护技术企业之一，该项技术同时被列入国家“863”计划课题研究；

- 目前，公司拥有 26 项专利（发明专利 18 项），另有 66 项专利权申请已获受理（发明专利 61 项）；上述专利中的 32 项发明专利已通过国际 PCT 专利审查，正在全球 24 个国家部署落地和申请。
- 公司已经建立起较为成熟高效的研发机制，管理层及专家队伍中有一名享受国务院特别津贴的专家、两名国家科技计划专家库成员、多名具有世界领先企业研发经验的核心技术人员；管理层平均有 10 年以上市场、技术及管理实践经验，在业界有着广泛的影响与资源积累。截至 2009 年 12 月 31 日，公司已拥有 193 名技术人员组成的产品研发团队，占公司总员工的 57.1%，其中硕士以上学历超过 50%。

图表9：员工学历分布状况



图表10：员工职能分布状况



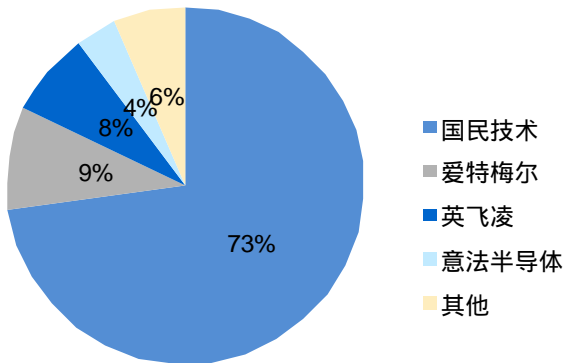
来源：招股说明书，国金证券研究所

### 细分市场主导地位及先行优势

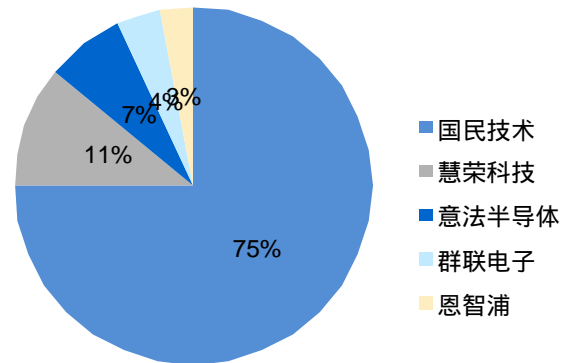
- 公司是国内最大的安全芯片供应商之一，在 USBKEY 安全芯片、安全存储芯片、可信计算芯片、移动支付芯片及整体解决方案领域占据优势地位，是国内少数量产 32 位 USBKEY 安全芯片供应商之一；
  - 2008 年、2009 年公司主导产品 USBKEY 安全芯片类产品的销售增长率分别达到 132.70%和 98.58%，市场占有率从 2006 年的 15.82%上升到 2008 年的 72.9%，中国前十位 USBKEY 厂商基本都是公司的稳定客户，具有明显的市场领先优势；
  - 公司作为核心成员参与了中国可信计算技术（TCM）标准的制定，并成为国内少数能批量供货的可信计算芯片供应商之一。公司原始创新产品移动支付芯片及其整体解决方案已被国内主要电信运营商中国移动认可，并进入推广试商用阶段；
  - 公司信息安全与通讯领域产品广泛地应用在金融、电信、税务、公安、海关等多个行业，具有较强的市场竞争力和较高的市场占有率。
- 公司从事的细分行业由于国家信息安全的考虑，属于国家强制性保护的行业，资质认可和产品测评也较为严格，存在较高的政策和资质认证壁垒：
  - 政策壁垒：计算机信息安全领域属于国家强制性保护的行业，相关产品采购实行窗口指导。目前国外厂商主要局限在一些通用的网络安全设备上；在关系国家安全的国家基础设施和政府、金融和军工等敏感行业，国内仍以自主可控原则优先采购国内信息安全产品；
  - 资质认证壁垒：对于涉及国家秘密以及商用密码产品，国家实行较为严格的资质认可和产品测评专控管理。目前，国内拥有国家密码管理局颁发的商用密码销售许可证和生产定点单位资质的芯片供应商数量较为有限；

- 在安全芯片细分行业，公司竞争者主要是境外厂商。在 USBKEY 安全芯片市场主要包括美国爱特梅尔、德国英飞凌、意法半导体等；在安全存储芯片市场，主要包括台湾慧荣科技、群联电子、荷兰恩智浦和意法半导体；在 TCM 可信计算芯片市场，公司先发优势明显，目前尚未有其他境内企业与本公司构成实质性竞争；在移动支付芯片市场，主要竞争对手为拥有 SIMpass 方案的德国英飞凌。总体而言，由于政策、资质以及标准等因素的影响，境外厂商在竞争中并没有优势。

图表11：2008年USBKEY芯片厂商市场占比



图表12：2008年安全存储芯片厂商市场占比



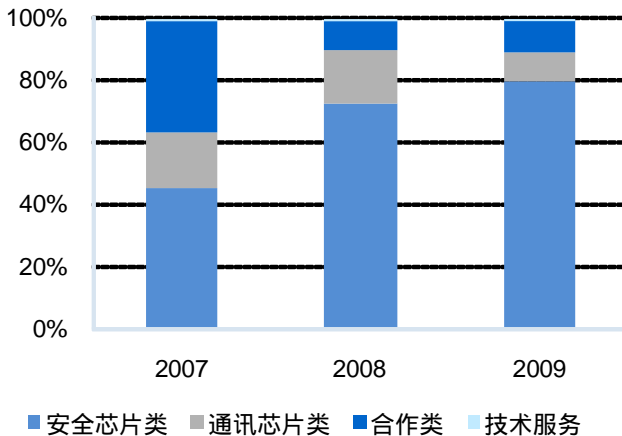
来源：CCID，国金证券研究所

## 公司主要产品市场前景广阔

### USBKEY 安全芯片是公司主要盈利来源

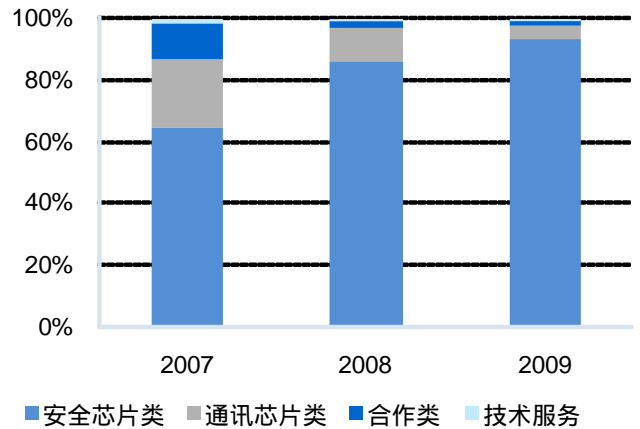
- 我国从“十五”期间开始，把研发自主信息安全领域的核心芯片作为超大规模集成电路重大专项主要内容。经过几年的发展，安全芯片市场已经初具规模，并进一步形成 USBKEY、安全存储、可信计算以及移动支付等细分市场，在电子金融、电子商务、电子政务以及消费类等应用领域应用日益普及。近年来公司 USBKEY 安全芯片主要受益于国内网上银行业务的推动，收入快速增长，成为公司最主要的盈利来源：
  - 2008 年、2009 年公司 USBKEY 安全芯片类产品的销售增长率达到 132.70%和 98.58%，收入分别为 1.59 亿和 3.73 亿，市场占有率也从 2006 年的 15.82%迅速上升到 2008 年的 72.9%，具有明显的市场领先优势；
  - 随着公司自主研发产品（安全芯片和通讯芯片）的不断推广，来自自主研发产品的利润大幅增长，近三年自主研发产品毛利占公司毛利总额的比例分别为 87.29%、97.26%和 98.09%，其中，2009 年安全芯片类产品收入贡献率为 80.02%，毛利贡献率为 93.27%，是公司最主要的盈利来源。

图表13：公司各项业务收入占比



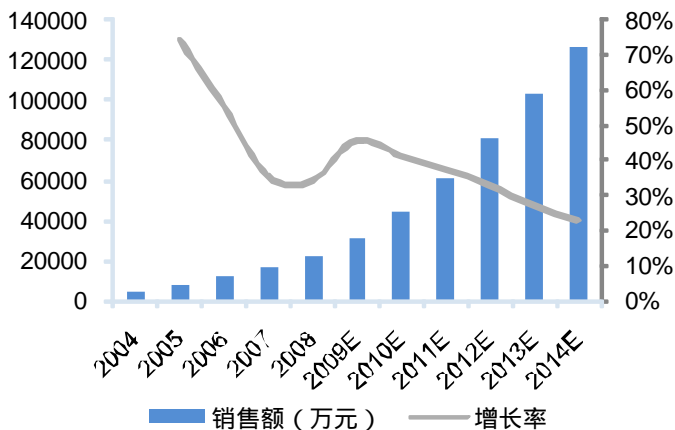
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表14：公司各项业务毛利占比



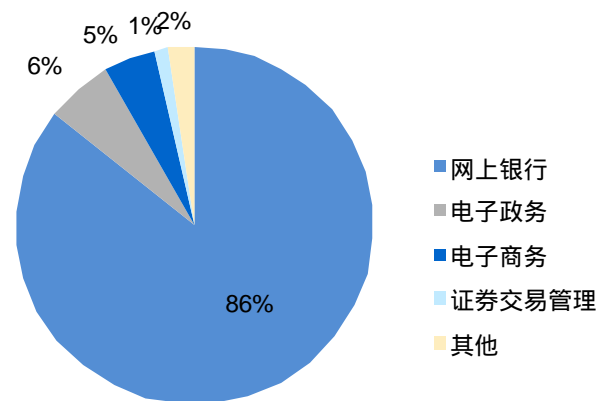
- 中国网上银行市场正处于市场快速成长期，目前网上银行用户数量为 1.68 亿，而且每年还以 20% 以上的速度增长，同时央行数据表明中国银行卡发卡量截至 2009 年 6 月已经超过 19 亿张，而中国 USBKEY 网上银行市场过去四年累积销量还不到 5,000 万颗。预计到 2014 年，中国 USBKEY 安全芯片市场销量将达到 9,627.1 万颗，销售额达到 12.66 亿元，其年均复合增长率将分别达到 31.5% 和 32.1%，市场存在巨大的上升空间。

图表15：中国 USBKEY 芯片市场规模 (万元)



来源：CCID，国金证券研究所

图表16：2008 年中国 USBKEY 下游市场结构

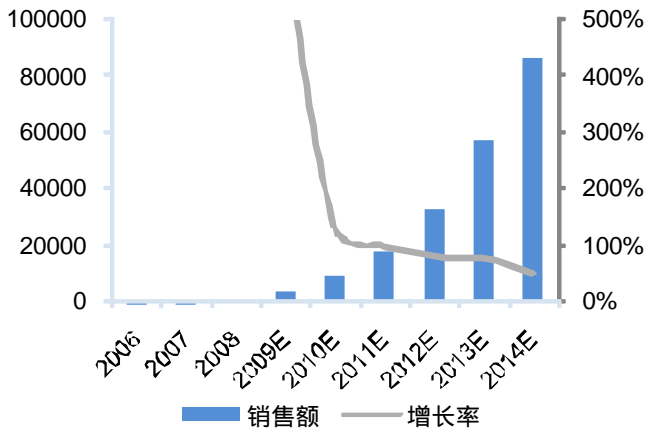


### 安全存储芯片市场将进入高速增长期

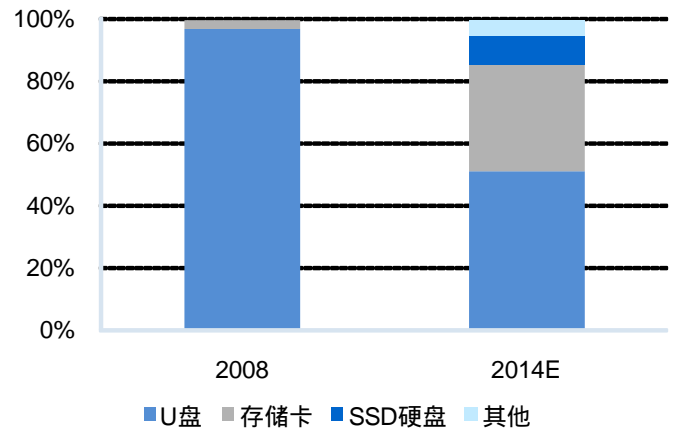
- 目前国内安全存储芯片市场处于启动阶段，由于政府采购涉密产品圈定国内厂商以及公司在产品稳定性和成本方面的优势，公司的安全存储芯片 2008 年市场占有率为 75%，在此市场上占据较为主导的优势地位：
  - 目前，我国安全存储芯片市场处于起步阶段。2006 年，安全存储芯片产品正式进入市场，随着产品的不断推广，安全存储芯片市场发展迅速，规模从 2006 年的 2.80 万元增长到 2008 年的 493.90 万元，其中 2007 年增长率 667.7%，2008 年为 2,150%，市场呈加速增长态势；
  - 目前，国内安全存储芯片主要应用于行业用户市场，国家要求行业用户优先采购支持国家自主商用密码算法标准的安全存储芯片产品。本公司是安全存储芯片市场主要供应商之一，主要竞争对手包括慧荣科技、意法半导体、群联电子、恩智浦等厂商；

- 未来几年，中国安全存储芯片市场将进入高速增长期，根据赛迪预测，到 2014 年，国内安全存储芯片市场销售额将达 8.69 亿，6 年复合增长率达到 137%；
- 目前安全存储芯片主要集中在 U 盘中应用，在存储卡和 SSD 硬盘的应用比例低得多。随着安全存储意识的提高以及价格的下降，安全存储芯片在存储卡和 SSD 硬盘上的应用将大幅增长。预计到 2014 年，U 盘安全存储芯片的占比将从 08 年的 96.8% 下降到 51.1%，存储卡安全存储芯片的份额将达到 34.3%，SSD 硬盘达 9.4%，其他为 5.2%。

图表17：中国安全存储芯片市场规模（万元）



图表18：安全存储芯片下游应用占比预测



来源：CCID，国金证券研究所

### 移动支付属于公司安全+射频的原始创新

- 移动支付芯片市场主要体现为本公司与境外厂商（主要是德国英飞凌）的竞争格局，2.4GHz 的 RFID-SIM 芯片是国民技术结合公司在安全和射频芯片领域的技术实力，完全自主创新研发的移动支付解决方案，此方案解决了国际流行的 13.56MHz NFC 及 SIMpass 的主要问题，具有领先技术与先发市场的双重优势，未来有机会成为国内的主要技术方向：
  - 公司研发的基于超高频段（2.4GHz）的 RFID-SIM 手机支付整体解决方案为原始创新，只需更换 SIM 卡无需更换手机即可实现手机离线支付。与目前国内外各种基于 13.56MHz、需要不同程度地改造手机的手机支付方案完全不同，具有较强的市场化优势；
  - 公司在移动支付芯片及其整体解决方案领域具备原创性知识产权优势，已在国内申请 51 项相关专利，其中包括核心基础专利在内的 4 项专利已获得我国专利授权，对公司在移动支付技术领域创新研发的、基于 RFID-SIM 的移动支付整体解决方案将形成有效的知识产权保护壁垒。与此同时，上述 51 项专利申请中的 29 项已通过国际 PCT 专利审查，正在全球 24 个国家部署落地和申请；
  - 目前，我国射频 SIM 卡芯片市场整体处于起步阶段，参与竞争的主要为本公司和英飞凌。基于英飞凌芯片的 SIMpass 解决方案于 2006 年正式开始在运营商内部进行试用，目前主要在湖南、广州、厦门以及重庆等地试商用，由于开展时间较早，占据了一定的市场份额。而国民技术提出的 RFID-SIM 方案则得到中移动的认可，并于 2009 年初开始在重庆、上海、湖南、广东四省市试点商用，并将应用于 2010 年上海世博会；
  - 公司移动支付芯片及解决方案已得到中移动的技术认可，并在 2009 年下半年进入试商用阶段，09 年已取得 5,165.84 万元销售收入，产品有望在 2010 年进入全面试商用阶段。根据赛迪顾问出具的《中国

射频移动通信卡芯片市场分析报告》，预计到 2014 年，国内移动支付芯片市场销量将达到 1,500 万颗，移动支付芯片市场近年将获得快速发展。

图表19：RFID-SIM 卡



来源：国金证券研究所

图表20：SIMpass 卡及天线



图表21：移动支付三种主要方案比较

项目	RFID-SIM	SIMpass	NFC
是否要求更换手机	不需要	不需要	需要
借助外接天线实现	不需要	需要	不需要
对手机形状和壳体材料要求	无要求	有要求	有要求
频率	2.4GHz	13.56MHz	13.56MHz
信号穿透力	强	相对弱	相对弱

来源：国金证券研究所

### PC 的标配化是 TCM 可信芯片市场的必然趋势

- 可信计算芯片嵌在电脑主板上，用来保证电脑软件运行的合法性，杜绝病毒和木马的非法入侵，从而在电脑上创造一个可信的运行环境。目前国内可信计算产品使用的是国家自主 TCM 规范，与国际通用的 TPM 标准不同。公司是我国自主 TCM 规范可信芯片市场的主要供应商，未来将受益于我国 PC 可信芯片标准配置化的进程：
  - 在国际市场，日本市场的笔记本电脑几乎全部配置 TPM 可信计算模块，美国市场的可信计算电脑已占据了 2/3 的市场份额。根据 IDC（国际数据公司）的预测，到 2010 年配备 TPM 可信计算模块的电脑全球销售量将达到 2 亿台以上；
  - 根据国家可信密码相关法律规定，国内所有可信计算产品均应配备 TCM 芯片；政府采购中凡采购含密码技术的信息产品，必须采购自主密码技术产品。目前国内市场，TCM 芯片已启动产业化准备，国内个人电脑供应商联想、同方、方正均推出了多款支持 TCM 规范的可信个人电脑产品，而国外厂家 DELL 已经推出面向国内市场、支持 TCM 规范的产品；
  - 目前，公司是我国自主 TCM 规范可信计算芯片市场主要供应商，美国的爱特梅尔和德国英飞凌是国际 TPM 标准可信计算芯片主要供应商。国外厂商在此市场领域无法与国内企业形成实质性竞争，而国内其他厂商则尚未推出有竞争力的产品。

### 募投项目定位三大方向

- 公司此次计划募集资金 3.36 亿主要投向 3 个项目，分别是 32 位 USBKEY 安全芯片和安全存储芯片的技改项目和移动支付芯片的产业化项目。这些项目针对公司现有的和未来可能的三个重点利润来源方向进行开发，公司预计投产后将带来 4.88 亿收入，9396 万的净利润：

图表22：公司 IPO 募集资金投资项目（万元）

序号	项目名称	拟投资额	第一年	第二年	年收入	净利润	IRR
1	(32位高速) USBKEY安全主控芯片及解决方案技术改造项目	8036	6153	1883	14010	2665	30.72%
2	(32位高速) 安全存储芯片及解决方案技术改造项目	10170	7435	2735	14502	2733	26.38%
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	15346	10815	4531	20318	3998	25.54%
4	其他与主营业务相关的营运资金						
	共计	33552	24403	9149	48830	9396	

来源：招股说明书，国金证券研究所

- USBKEY 安全芯片市场由于近年来国内仍以普及为主，所以 8 位芯片占据了市场的大部分销售额，但长期来看，32 位的 USBKEY 安全芯片在安全性和多重应用上具有很大的优势，未来将加速成为市场主流，公司第一个募投项目即主要针对 32 位芯片，将研发一款具有自主知识产权，支持身份认证功能、高速数据加解密功能及生物识别技术功能的 SoC 芯片；同时完成 USBKEY 高性能解决方案、多应用解决方案、生物识别解决方案、人机交互解决方案等系列解决方案的研发工作；
- 而安全存储芯片技改项目则在此前基础上，研发两款具有自主知识产权，支持超大容量存储的系列化 SoC 芯片，分别针对 PC 和手机市场。项目还将完成高速加密 U 盘解决方案、安全 SSD 解决方案、DRM 解决方案、安全 SD 解决方案等。
- 移动支付产业化项目则将建设包括 SoC 芯片、射频芯片、RFID-SIM 卡、读卡器研发平台、芯片验证测试、解决方案研发平台、安全分析、工程化实验室等的全套产业化平台建设。并在此基础上，研究用于移动支付的 SoC 和射频芯片、配合使用 RFID-SIM 卡及读卡器模块等，以及由这些组件共同构成的整体解决方案。

图表23：USBKEY 安全芯片募投新产品与老产品性能比较

指标	描述	募投项目（第二代SSX20）	第一代SSX20
芯片性能	CPU	32位高安全核	32位高安全核
	主频	192MHz	96MHz
	工艺	0.13um/90nm	0.25um
	NVM	512KB	256KB
	RAM	32KB	8KB
	主要接口	USB2.0(480Mbps)	USB1.0(12Mbps)
	流加密速度	30Mbps	2Mbps
解决方案	USBKEY解决方案	高性能方案	中等性能方案
	生物识别解决方案	单芯片方案	双芯片方案
	多应用解决方案	支持Java多应用	简单多应用
	人机交互解决方案	有，更便捷	有
安全认证	国密认证	有	有
	FIPS认证	有	有
	EAL认证	有	无

来源：招股说明书，国金证券研究所

**图表24：安全存储芯片募投新产品与老产品性能比较**

指标	描述	第二代面向移动终端芯片	第二代面向PC芯片	第一代SSX0905
芯片性能	CPU	32位高安全核	32位高安全核	8位安全核
	主频	192MHz	192MHz	40MHz
	工艺	90nm	0.13um/90nm	0.25um
	NVM	512KB	768KB	256KB
	RAM	32KB	256KB	8KB
	主要接口	USB2.0(480Mbps)/SD	USB3.0/SATA II (4.8G/3G)	USB2.0(480Mbps)
解决方案	流加密速度	30Mbps	300Mbps	30Mbps
	USBKEY解决方案	高性能方案	高性能方案	中等性能方案
	安全SD解决方案	有, 低功耗解决方案	无	无
	SSD解决方案	无	有	无
安全认证	DRM解决方案	高性能方案	高性能方案	普通方案
	国密认证	有	有	有
	FIPS认证	有	有	有
	EAL认证	有	有	无

来源：招股说明书，国金证券研究所

## 股票估值和定价

### 收入及费用预测

- 收入预测：**公司在国内安全芯片产品领域仍具有相当大的市场和技术的领先优势，预计 10 年在此领域的市场份额将会继续上升，公司安全芯片类收入增长将超出行业平均的 50%左右的增速，之后将逐步回落到行业增速。而公司通讯类和合作类业务主要与中兴通讯展开，在新客户拓展没有大的变化之前，我们维持其与中兴通讯相关业务增速同步的预期。

**图表25：公司业务收入预测**

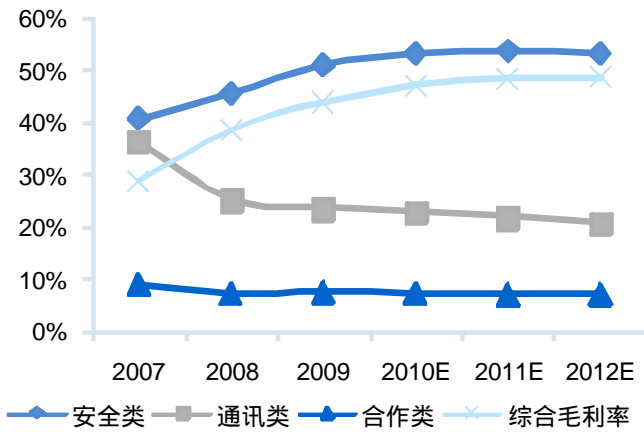
项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>安全芯片类</b>						
销售收入(百万元)	68.35	158.94	372.79	593.23	875.73	1,228.78
增长率(YOY)	#DIV/0!	132.53%	134.55%	59.13%	47.62%	40.31%
毛利率	40.92%	45.74%	51.23%	53.50%	54.00%	53.50%
销售成本(百万元)	40.39	86.25	181.82	275.85	402.84	571.38
增长率(YOY)	#DIV/0!	113.56%	110.81%	51.72%	46.03%	41.84%
毛利(百万元)	27.97	72.69	190.98	317.38	472.90	657.40
增长率(YOY)	#DIV/0!	159.92%	162.72%	66.19%	49.00%	39.02%
占总销售额比重	45.54%	72.66%	80.02%	83.67%	86.17%	88.11%
占主营业务利润比重	64.49%	85.91%	93.27%	95.01%	96.04%	96.72%
<b>通讯芯片类</b>						
销售收入(百万元)	27.05	37.75	41.65	52.06	63.52	74.95
增长率(YOY)	#DIV/0!	39.56%	10.33%	25.00%	22.00%	18.00%
毛利率	36.56%	25.43%	23.69%	23.00%	22.00%	21.00%
销售成本(百万元)	17.16	28.15	31.78	40.09	49.54	59.21
增长率(YOY)	#DIV/0!	64.03%	12.90%	26.13%	23.58%	19.51%
毛利(百万元)	9.89	9.60	9.87	11.97	13.97	15.74
增长率(YOY)	#DIV/0!	-2.91%	2.77%	21.35%	16.70%	12.64%
占总销售额比重	18.02%	17.26%	8.94%	7.34%	6.25%	5.37%
占主营业务利润比重	22.80%	11.35%	4.82%	3.58%	2.84%	2.32%
<b>合作类及其他</b>						
销售收入(百万元)	53.41	20.73	51.22	63.51	76.84	90.68
增长率(YOY)	#DIV/0!	-61.19%	147.11%	24.00%	21.00%	18.00%
毛利率	9.25%	7.28%	7.62%	7.40%	7.20%	7.20%
销售成本(百万元)	48.47	19.22	47.31	58.81	71.31	84.15
增长率(YOY)	#DIV/0!	-60.35%	146.19%	24.30%	21.26%	18.00%
毛利(百万元)	4.94	1.51	3.90	4.70	5.53	6.53
增长率(YOY)	#DIV/0!	-69.47%	158.83%	20.37%	17.73%	18.00%
占总销售额比重	35.58%	9.48%	10.99%	8.96%	7.56%	6.50%
占主营业务利润比重	11.39%	1.78%	1.91%	1.41%	1.12%	0.96%
<b>技术服务收入</b>						
销售收入(百万元)	1.28	1.32	0.19	0.20	0.20	0.20
增长率(YOY)	#DIV/0!	3.29%	-85.85%	7.15%	0.00%	0.00%
毛利率	44.79%	61.37%	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%
销售成本(百万元)	0.70	0.51	0.18	0.19	0.19	0.19
增长率(YOY)	#DIV/0!	-27.72%	-64.28%	7.15%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	0.57	0.81	0.00	0.01	0.01	0.01
增长率(YOY)	#DIV/0!	41.51%	-99.42%	7.15%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.85%	0.60%	0.04%	0.03%	0.02%	0.01%
占主营业务利润比重	1.32%	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售总收入(百万元)	150.09	218.74	465.85	709.01	1016.29	1394.61
销售总成本(百万元)	106.72	134.12	261.09	374.95	523.89	714.94
毛利(百万元)	43.37	84.61	204.76	334.06	492.41	679.67
平均毛利率	28.90%	38.68%	43.95%	47.12%	48.45%	48.74%

来源：国金证券研究所

- 毛利率预测：**近三年，公司综合毛利率分别为 28.90%、38.68%和 43.95%，呈逐年上升趋势。由于公司在主要目标市场具有一定的定价话语权，而上游晶圆及封装的主要生产成本价格下降幅度超过公司产品降价，预计公司综合毛利率未来三年将继续提升，之后随着公司的市场推广和竞争者的加入，毛利率将逐步回落；

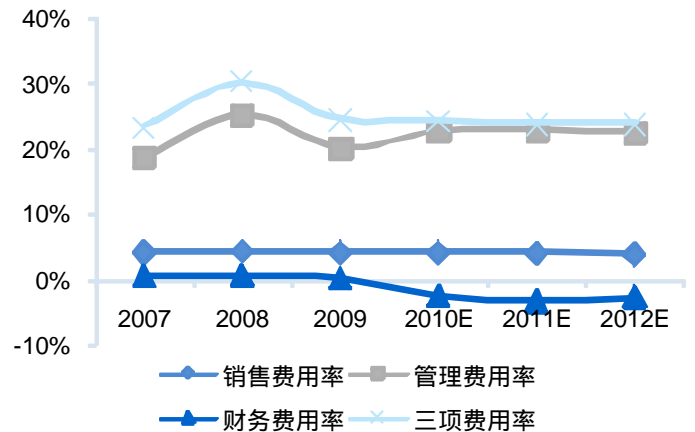
- **费用率预测：**公司主要针对大型下游行业客户如电信运营商、银行以及主要电子制造企业，并不直接针对终端消费者，预计上市后销售费用率随着销售规模的增长仍缓慢下降，但管理费用率将大幅提升，主因公司员工规模急剧扩张，计划由10年初的350人扩张到年底的600人，而财务费用率则因超募资金而大大下降。

图表26：公司产品毛利率走势预测



来源：国金证券研究所

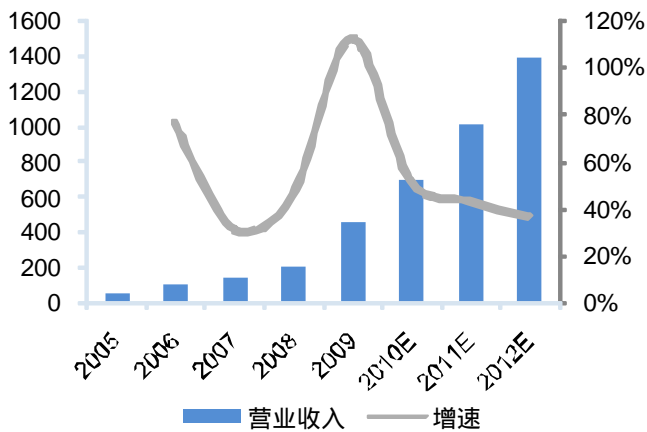
图表27：公司费用率走势预测



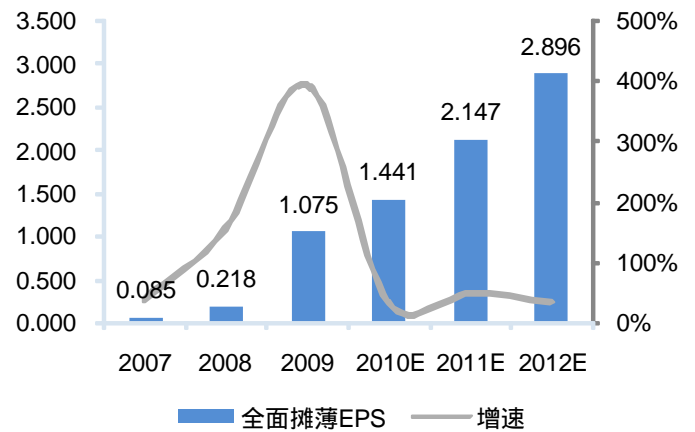
### 业绩预测及估值建议

- **业绩预测：**我们预计公司10-12年实现营业收入分别为7.09亿、10.16亿和13.95亿，分别同比增长52.20%、43.34%和37.22%，实现EPS分别为1.441元、2.147元和2.896元，同比增长34.05%、48.99%和34.92%。
- **估值建议：**公司上市后合理价格区间69.17-76.37元，建议询价区间为62.25-68.73元。
  - 与公司业务较具备可比性的上市公司是SoC芯片厂商欧比特，其目前股价对应PE为10年47.1X，此外中小板集成电路厂商及创业板可比公司的平均估值也在10年45-55倍，我们给予公司10年48-53倍PE，合理价格为69.17-76.37元。
  - 采取APV现金流方法，假设资产贴现率为8.83%，永续增长率为3%，获得公司的合理价值为75.85元。
  - 综合两种方法，我们认为公司股票的合理价格在69.17-76.37元，对应10年48-53倍PE，建议询价区间是合理价值下浮10%为62.25-68.73元。

图表28：公司营业收入预测（百万元）



图表29：公司EPS预测（元）



来源：国金证券研究所

图表30：APV定价

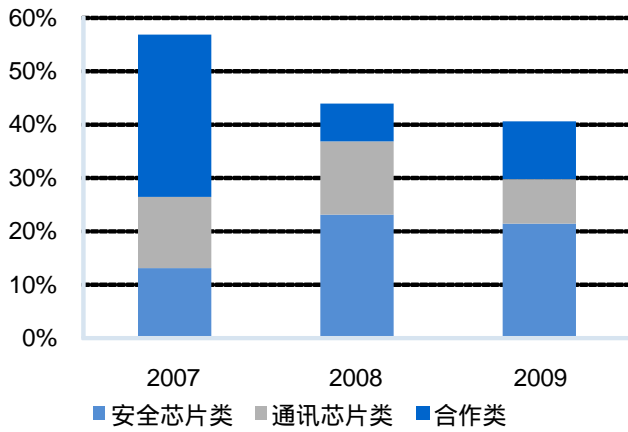
每股价值	75.85	TV增长率	3.0%							
企业值	6,189.72	Ka	8.83%							
股票价值	6,189.72	债务	0.00							
		投资	0.00							
		少数股东权益	0.00							
会计年度截止日：12/31										
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
FCF	70.78	124.58	226.40	294.50	366.89	432.17	485.66	519.57	546.93	575.58
ITS	0.00	0.00	0.00	0.02	0.05	0.08	0.13	0.19	0.25	0.33
PV(FCF)	65.04	105.19	175.66	209.97	240.36	260.16	268.65	264.10	113.63	116.96
PV(ITS)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.03	0.05	0.07	0.10	0.00	0.00

来源：国金证券研究所

### 风险提示

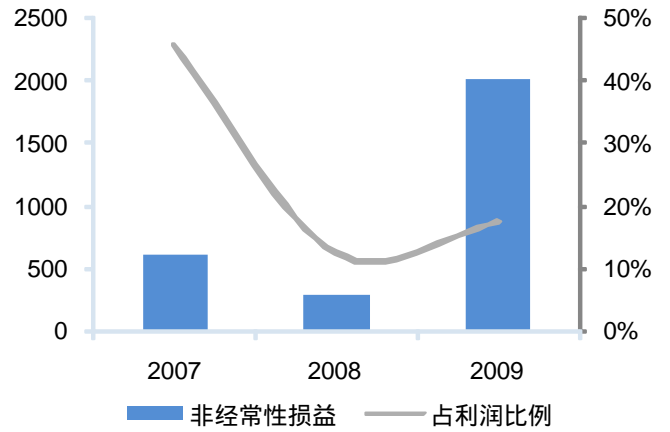
- 公司未来业绩的风险主要来自于移动支付技术发展方向的不确定性、关联交易比重较高，以及项目专项资金为主的收入大幅下降的风险：
  - 手机移动支付在国内仍然处于市场培育初期，公司的自主创新技术虽然在很多方面具有技术优势，但整体行业的技术方向选择仍然受到金融体系标准、技术实施成本以及产业链各方力量平衡等因素的影响，公司在此方面的业务发展速度和募集资金投入效果，仍然存在很大不确定性；
  - 近三年，公司向关联方销售安全芯片类产品金额分别占营业收入的13.47%、23.21%和21.76%，销售通讯芯片类产品金额分别占营业收入的13.13%、13.70%和8.17%，销售合作类产品金额分别占营业收入30.45%、7.20%和10.77%。虽然关联销售占比逐步下降，但09年仍然在40%左右。公司仍需大力开拓主营业务领域，尤其是通讯类芯片和合作类业务的市场开拓；
  - 报告期内，公司以项目专项资金为主的非经常性损益分别为618.94万元、297.02万元和2,012.96万元，分别占同期净利润的比例为45.55%、12.31%和17.21%，如国家相关政策或项目资金扶持出现重大变化，对于公司的业绩也将产生一定的负面影响。

图表31：关联销售占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表32：非经常性损益对净利润贡献率



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>150</b>	<b>219</b>	<b>466</b>	<b>709</b>	<b>1,016</b>	<b>1,395</b>
增长率		45.7%	113.0%	52.2%	43.3%	37.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-106</b>	<b>-135</b>	<b>-261</b>	<b>-375</b>	<b>-524</b>	<b>-715</b>
% 销售收入	70.9%	61.9%	56.0%	52.9%	51.5%	51.3%
<b>毛利</b>	<b>44</b>	<b>83</b>	<b>205</b>	<b>334</b>	<b>492</b>	<b>680</b>
% 销售收入	29.1%	38.1%	44.0%	47.1%	48.5%	48.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>营业费用</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-19</b>	<b>-29</b>	<b>-41</b>	<b>-56</b>
% 销售收入	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%
<b>管理费用</b>	<b>-28</b>	<b>-55</b>	<b>-94</b>	<b>-161</b>	<b>-233</b>	<b>-313</b>
% 销售收入	18.7%	25.2%	20.2%	22.7%	22.9%	22.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>90</b>	<b>142</b>	<b>215</b>	<b>306</b>
% 销售收入	6.0%	8.2%	19.4%	20.0%	21.1%	22.0%
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>17</b>	<b>33</b>	<b>36</b>
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.2%	-2.4%	-3.2%	-2.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>87</b>	<b>158</b>	<b>247</b>	<b>342</b>
营业利润率	3.2%	8.1%	18.7%	22.3%	24.3%	24.5%
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
<b>税前利润</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>117</b>	<b>176</b>	<b>265</b>	<b>360</b>
利润率	6.2%	10.8%	25.1%	24.8%	26.1%	25.8%
<b>所得税</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-19</b>	<b>-32</b>	<b>-45</b>
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	11.0%	12.0%	12.5%
<b>净利润</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>117</b>	<b>157</b>	<b>234</b>	<b>315</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>117</b>	<b>157</b>	<b>234</b>	<b>315</b>
净利率	6.2%	10.8%	25.1%	22.1%	23.0%	22.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>117</b>	<b>157</b>	<b>234</b>	<b>315</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>11</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-32</b>	<b>11</b>	<b>-22</b>	<b>-27</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>94</b>	<b>152</b>	<b>201</b>	<b>280</b>
<b>资本开支</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-61</b>	<b>-31</b>	<b>-7</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-11</b>	<b>-62</b>	<b>-31</b>	<b>-7</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>1,293</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-1</b>	<b>18</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-44</b>	<b>-70</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-3</b>	<b>25</b>	<b>-9</b>	<b>1,293</b>	<b>-55</b>	<b>-69</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-5</b>	<b>51</b>	<b>74</b>	<b>1,384</b>	<b>115</b>	<b>205</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>15</b>	<b>66</b>	<b>140</b>	<b>1,524</b>	<b>1,639</b>	<b>1,844</b>
<b>应收款项</b>	<b>35</b>	<b>23</b>	<b>90</b>	<b>77</b>	<b>110</b>	<b>151</b>
<b>存货</b>	<b>44</b>	<b>37</b>	<b>88</b>	<b>92</b>	<b>129</b>	<b>176</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>9</b>	<b>30</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>23</b>
<b>流动资产</b>	<b>104</b>	<b>156</b>	<b>322</b>	<b>1,706</b>	<b>1,896</b>	<b>2,194</b>
% 总资产	89.4%	93.6%	94.4%	94.7%	93.2%	93.5%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>84</b>	<b>118</b>	<b>127</b>
% 总资产	8.0%	6.1%	4.4%	4.6%	5.8%	5.4%
<b>无形资产</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>23</b>
<b>非流动资产</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>96</b>	<b>137</b>	<b>152</b>
% 总资产	10.6%	6.4%	5.6%	5.3%	6.8%	6.5%
<b>资产总计</b>	<b>116</b>	<b>167</b>	<b>341</b>	<b>1,802</b>	<b>2,033</b>	<b>2,346</b>
<b>短期借款</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>104</b>	<b>142</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>5</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>99</b>	<b>148</b>	<b>211</b>
<b>流动负债</b>	<b>50</b>	<b>82</b>	<b>120</b>	<b>174</b>	<b>252</b>	<b>354</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>64</b>	<b>82</b>	<b>120</b>	<b>174</b>	<b>252</b>	<b>355</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>52</b>	<b>85</b>	<b>222</b>	<b>1,628</b>	<b>1,781</b>	<b>1,992</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>116</b>	<b>167</b>	<b>341</b>	<b>1,802</b>	<b>2,033</b>	<b>2,346</b>

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.145	0.320	1.433	1.441	2.147	2.896
每股净资产	0.818	1.151	2.719	14.967	16.368	18.305
每股经营现金净流	0.136	0.405	1.147	1.401	1.847	2.577
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.400	0.640	0.960
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.73%	27.80%	52.71%	9.63%	13.12%	15.82%
总资产收益率	7.98%	14.19%	34.25%	8.70%	11.49%	13.43%
投入资本收益率	15.03%	20.16%	40.64%	7.73%	10.62%	13.46%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	31.50%	45.74%	112.97%	52.20%	43.34%	37.22%
EBIT增长率	40.89%	98.45%	400.78%	56.95%	51.89%	42.57%
净利润增长率	38.22%	155.11%	393.80%	34.05%	48.99%	34.92%
总资产增长率	32.48%	43.42%	104.56%	427.87%	12.81%	15.40%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	50.6	17.9	30.2	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	131.5	109.2	87.3	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	52.1	58.4	62.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	22.7	16.9	11.9	27.1	31.4	22.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-14.15%	-72.91%	-63.14%	-93.58%	-92.03%	-92.52%
EBIT利息保障倍数	11.4	11.5	86.5	-8.2	-6.6	-8.5
资产负债率	55.02%	48.95%	35.02%	9.64%	12.40%	15.12%

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；  
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；  
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；  
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室