

增持

将 RF-SIM 移动支付方式进行到底

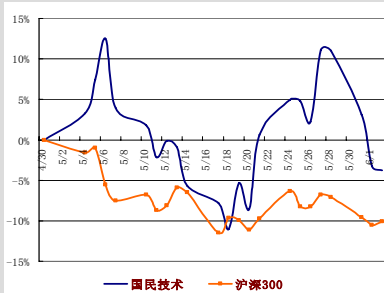
——国民技术（300077）调研报告——

研究员

马凤桃
执业证号: S1250200010002
电话: 010-57631231
邮箱: mft@swsc.com.cn

苏晓芳
执业证号: S1250109121348
电话: 010-57631190
邮箱: sxfang@swsc.com.cn

市场表现



发行数据

总股本 (百万股)	109
流通 A 股 (百万股)	22
总市值 (亿元)	164.9
流通市值 (亿元)	33.3

内容摘要:

- **行业进入壁垒高，公司优势明显。**公司作为国内为数不多的 IC 设计企业，尤其在安全芯片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。
- **公司各项业务稳步推进。**积极拓展安全芯片的应用领域，保证其优势地位的同时，提升其增长空间；对于通信类芯片则是积极研发替代性产品，扩大其销量的同时提升毛利率；而对于移动支付芯片，鉴于 2.4G 的 RF-SIM 方案技术水平和实现方式都占优，公司还是会对 RF-SIM 芯片进行不断的改进和研发，静观事态的变化。
- **预测与估值。**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.48 元，2.08 元和 3.00 元，公司目前的股价是 151.32 元（2010-6-2），相当于 10-12 年 102 倍、73 倍和 50 倍的动态市盈率，鉴于其市场稀缺性，我们给予其“增持”评级，建议逢低买入。

盈利预测与估值

指标	2010E	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	7.2	10.8	15.8
毛利 (亿元)	3.2	4.8	7.1
营业利润 (亿元)	1.4	2.1	3.1
利润总额 (亿元)	1.6	2.3	3.3
归属母公司股东的净利润 (亿元)	1.6	2.3	3.3
摊薄每股收益 (元)	1.48	2.08	3.00

近日，我们走访了国民技术（300077），与公司高管进行了交流。

公司从事集成电路设计，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。公司主要产品包括安全芯片类产品和通讯芯片类产品，其中，安全芯片包括 USBKEY 安全芯片、安全存储芯片、可信计算芯片和移动支付芯片，通信芯片包括通讯接口芯片、通讯射频芯片等。

一. 行业进入壁垒高，公司优势明显

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，尤其在安全芯片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。

二. 公司各项业务稳步推进

1. 积极拓展安全芯片的应用领域

安全类芯片是公司的主营业务之一，其毛利处在较高的水平且逐年提升，09 年达 51%，该业务收入在公司总收入中的占比逐渐提升，09 年达 80.02%。而安全芯片类收入的 84.16% 来自于 USBKEY 安全芯片。

目前公司 USBKEY 的国内市场占有率已达 72.9%，公司要想在存量市场上提高市场份额较为困难，未来该业务的发展主要是整体市场规模的拓展，有以下两个角度：1. 目前中国网银约有用户 2 亿，但 USBKEY 的用户大约只有一半，也就是 1 亿，后续推广 USBKEY 的市场空间仍然存在，公司预计未来 USBKEY 在银行的增长势头还会持续 2~3 年；2. 寻求银行之外的增长点，如证券交易系统，为了提高其安全性，大力推广 USBKEY 的使用。

可信计算芯片的销售目前规模较小，该芯片应用在保护 PC 运行环境，防范病毒木马，本应是电脑标配，只是目前的电脑厂家为了节约成本将这一块剔除，但从发展趋势看，该芯片未来需求量将持续增长。

总体来看，公司安全类芯片的芯片较 09 年的增速将有所回落（09 年增速为 134.6%），并且公司将会积极拓展其使用领域。

2. 研发通讯类芯片的替代性产品

通讯芯片类产品的客户主要是中兴通讯，公司之前主要做一些低毛利的边缘性产品，后续公司对于这块业务的发展将调整思路，计划研制通信射频模块，提高技术含量，根据中兴的要求，开发出可替代性产品，以提升该产品的毛利率，同时扩大产能。

3. 将 RF-SIM 移动支付芯片进行到底

近日，有消息称中国移动叫停 09 年主推的手机支付业务方式 RF-SIM，其替代方案为银联主导的 13.56M 的 NFC 手机支付方式，而一旦中移动的发展方向发生改变，从事 RF-SIM 领域的相关企业将无从受益。

公司也证实了中国移动确实在推 13.56M 的 NFC 方案，但是并没有叫停 2.4G 方案，最有可能的结果就是两者并行推广，发展到一定规模取其优。

目前国内并没有出台移动支付标准体系和相关标准，这也是困扰广大移动支付产业链厂商的原因之一。并行存在的三种移动支付方案为：13.56M 的 NFC 方案和 SIMPASS 方案，2.4G 的 RF-SIM 方案。其中 13.56M 的 NFC 方案和 SIMPASS 方案是国际上早已存在并应用的标准，而 2.4G 的 RF-SIM 方案是国内自主研发的新技术。

2.4G 的 RF-SIM 芯片是公司安全芯片应用领域的扩展，该技术的难度远高于其他两种支付方式，其优势所在也是其难点所在。优势体现在：高频的穿透能力强，可以轻松穿透手机电池和后盖，而 13.56M 的穿透不了，所以 NFC 方案必须在手机上内置芯片，通过更换手机来实现支付功能，SIMPASS 方案虽然不用更换手机，但要从 SIM 卡上引线出来，该引线的安放在美观和安全性方面是个问题，而 2.4G 的 RF-SIM 方案只通过更换 RF-SIM 卡就可以实现同样的功能。

同时难点也是由于其穿透能力强造成的。由于高频的强穿透力，其穿透距离较大，怎么能将其穿透距离控制在 10cm 以内是研究的重点和难点。直到 09 年下半年，公司对于该芯片的研制，技术已经成熟，可以推向市场应用，而且技术的可靠性也不存在任何问题。此次公司募集资金的大头也用于此，主要应用于开发无需距离校准的移动支付芯片产品（目前公司的产品应用到手机上之后要到移动厅进行‘距离校准’，为了保证移动支付的准确无误）。2.4G 的 RF-SIM 方案无论从技术的先进性还是从实现的方便程度都具有一定的优势，从客户的接受程度来看，此种方案也占优。

同时，2.4G 的 RF-SIM 方案虽然技术、实现方式等都占优，但它是国内自主研发的新技术，国际市场上的推广性有待探讨，而且目前银联主推的移动支付是 13.56M 的，出于跟银联关系的考虑，中国移动转而同时推 13.56M 的方式也不足为奇。

但作为公司层面，2.4G 的 RF-SIM 芯片是基于公司技术研制的更为先进的移动支付方案，虽然公司也能做 13.56M 的芯片（技术实现难度远小于 2.4G 的），但秉承新技术逐步替代就技术的信念，公司长期还是看好 2.4G 的 RF-SIM 方案，暂不会给 13.56M 芯片需求商供货。

09 年移动支付芯片占公司总收入约 10%，从一季度的供货情况看，今年预计这一比例将会达到 20%~30%。当然，如果中国移动接下来明确叫停 2.4G 的 RF-SIM 方案，将会对公司的营业收入造成一定的影响，只是这种情况出现的可能性不大。而且公司最初研制安全移动芯片时，已与中国移动签署了《关于 RF-SIM 卡模块的合作框架协议》，明确公司按照中国移动相关射频 SIM 卡技术规范 and 标准，提供 RF-SIM 模块和 RF-SIM POS 读写模块等产品和解决方案，所以中国移动完全放弃此方案的可能性较小。

图 1: 近三年公司营业收入的变化情况

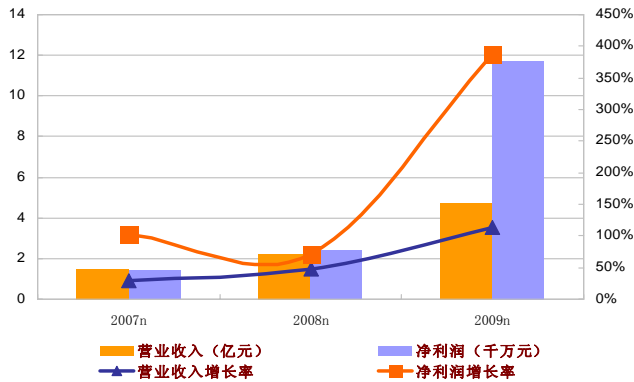
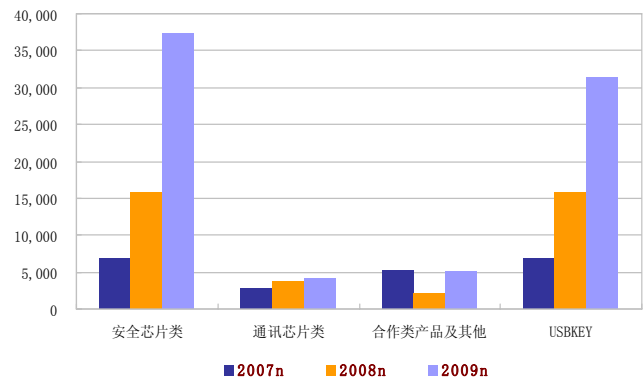


图 2: 近三年公司分产品收入的变化情况 (万元)



来源: 招股说明书 西南证券研发中心

图 3: 公司毛利率变化情况

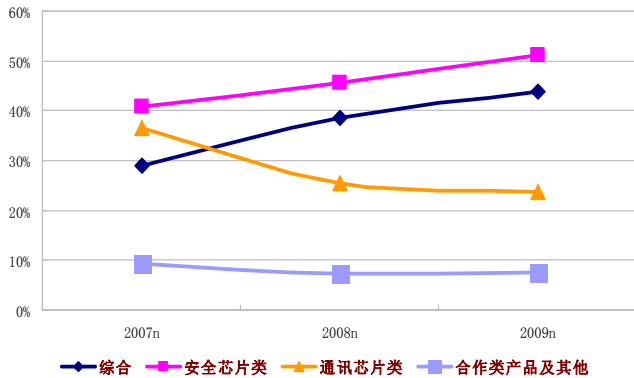
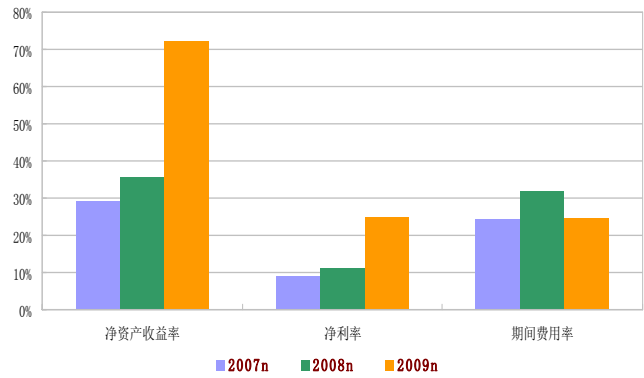


图 4: 公司几项指标变化情况



来源: 招股说明书 西南证券研发中心

三. 公司业务拓展的想法

随着公司业务的发展及需求,公司也将会考虑进行收购和并购,而此类对象的选择主要基于以下两个方面: 1.知识产权的收购,即被收购对象具有某方面或者技术的知识产权; 2.国外芯片设计团队的收购,重点在射频和 CPU 领域。

四. 预测与估值

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.48 元, 2.08 元和 3.00 元,公司目前的股价是 151.32 元 (2010-6-2),相当于 10-12 年 102 倍、73 倍和 50 倍的动态市盈率,鉴于其市场稀缺性,我们给予其“增持”评级,建议逢低买入。

盈利预测表(元)

指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	465,847,685.17	719,110,117.11	1,078,180,191.88	1,576,052,362.77
营业成本	261,091,927.21	399,527,228.88	593,381,040.83	861,927,028.82
(税金及附加)	1,313,114.58	2,013,508.33	3,234,540.58	4,728,157.09
主营利润	203,442,643.38	317,569,379.90	481,564,610.47	709,397,176.86
销售费用	19,374,146.83	30,202,624.92	45,822,658.15	67,770,251.60
管理费用	93,910,215.32	143,822,023.42	226,417,840.29	330,970,996.18
财务费用	1,042,737.54	2,157,330.35	3,234,540.58	4,728,157.09
资产减值损失	1,794,432.18	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	87,321,111.51	141,387,401.21	206,089,571.45	305,927,771.99
营业外收支	29,622,717.88	20,000,000.00	20,000,000.00	20,000,000.00
利润总额	116,943,829.39	161,387,401.21	226,089,571.45	325,927,771.99
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	116,943,829.39	161,387,401.21	226,089,571.45	325,927,771.99
归属母公司股东的净利润	116,943,829.39	161,387,401.21	226,089,571.45	325,927,771.99
(少数股东损益)	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(摊薄后)	1.44	1.48	2.08	3.00

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 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>