

电子元器件行业研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

联系人: 贾建虎 jiajh@ccnew.com

021-50588666-8037

金融票据防伪业务领军企业

——兆日科技(300333)新股分析报告

证券研究报告-新股分析

发布日期: 2012年06月25日

发行数据

发行数量(万股)	2800
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2012年6月
上市日期	2012年6月

基础数据(2011年12月31日)

每股净资产(元)	2.64
每股经营现金流(元)	1.09
毛利率(%)	78.99
净资产收益率(%)	45.35
资产负债率(%)	7.82
发行后总股本(万股)	11200
B股/H股(万股)	/

联系人: 贾建虎

电话: 021-50588666-8037

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

兆日科技(300333)在创业板发行。公司主要生产金融票据防伪芯片和终端设备,应用于各类金融票据的防伪。公司募集资金6.44亿元,其中1.16亿元用于金融票据防伪产品升级和票据防克隆技术产业化项目。

投资要点:

- **公司是金融票据防伪领域领军企业。**自主研发的非对称短密码加密系统在国内具有开创性,有效提高了金融票据安全性。
- **金融票据电子防伪业务正处于导入期。**电子支付加密技术逐渐统一标准,09年银监会要求各银行大力推广支付密码器,票据电子防伪业务快速启动。截至11年底,国内对公支付账户约2824万户,其中使用电子加密的账户数不足20%,行业发展空间巨大。
- **公司掌握电子防伪核心技术,具备高成长性和高盈利能力。**09-11年公司收入复合增速为49%,销售净利润率在38%以上。公司技术领先,票据防伪密码芯片是国家密码管理局唯一供应商,并由管理局供应其他密码器企业。公司密码器业务积极开拓各商业银行,目前市场占有率在30%以上,预计伴随产品升级,份额仍有上升空间。
- **公司储备的票据防克隆技术和防伪技术形成互补。**公司新技术利用票据“纸纹”等专有信息有效防止票据克隆,已获得发明专利,未来将和防伪产品构成互补,充分利用现有客户资源。
- **募集资金主要用于产品升级和防克隆技术产业化。**公司拟投入1.16亿元用于产品升级和票据防克隆技术产业化项目。采用新一代加密技术的升级产品能够扩大公司竞争优势,票据防克隆技术和防伪技术形成有效互补。两个项目建设期预计分别为3年和2年,达产后,公司在电子防伪领域的领军地位将进一步巩固。
- **盈利预测和公司估值:**预计公司12-14年每股收益为0.93元、1.22元和1.66元。比照同类上市公司估值水平,建议公司12年的合理市盈率为20-25倍,对应估值区间为18.65-23.32元。
- **风险提示:**金融票据电子防伪渗透率低于预期。

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(百万元)	122.60	205.95	274.31	355.33
增长比率(%)	0.97	0.68	0.33	0.30
净利润(百万元)	41.71	82.08	104.46	137.02
增长比率(%)	0.92	0.97	0.27	0.31
每股收益(元)	0.37	0.73	0.93	1.22

目录

1. 金融票据防伪新产业领军者	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 股本结构和发行状况	4
2. 金融票据防伪行业处于导入期	5
3. 公司具备高成长性和高盈利能力	6
3.1. 行业导入期，收入快速增长	6
3.2. 技术门槛提升盈利能力	6
4. 公司财务分析	7
4.1. 费用率呈下降趋势	7
4.2. 公司营运效率逐年提高	8
5. 技术创新构筑领先优势	9
6. 募投项目分析	10
7. 盈利预测	10
8. 估值比较	11
9. 风险提示	11
重要声明	13
免责条款	13
转载条款	13

图 1: 公司上市前股本结构	4
图 2: 金融票据信息防伪技术示意图.....	5
图 3: 07-11 年对公结算账户数量	5
图 4: 09-11 年国内电子支付密码器出货量和渗透率	5
图 5: 09-11 年公司营业收入及同比增速	6
图 6: 09-11 年公司核心产品收入及增速(百万元)	6
图 7: 09-11 年公司销售利润率状况	7
图 8: 09-11 年密码器和芯片毛利率	7
图 9: 09-11 年公司期间费用率	8
图 10: 09-11 年公司人均效率指标(万元/人)	8
图 11: 09-11 年公司营运效率指标(次)	8
图 12: 09-11 年公司研发投入及在收入中占比	9
图 13: 09-11 年公司技术人员数量和核心人员平均薪酬	9
表 1: 公司募投项目投资额和建设期.....	10
表 2: 公司主营业务预测	10
表 3: A 股相关上市公司市盈率	11
表 4: 公司 3 大报表预测	12

1. 金融票据防伪新产业领军者

1.1. 公司简介

公司主要生产金融票据防伪所需的芯片和终端设备,采用非对称短密码技术防止金融票据造假,目前已被国内多数银行采用。公司拥有 26 项发明专利,在金融票据防伪领域具有技术和市场优势。

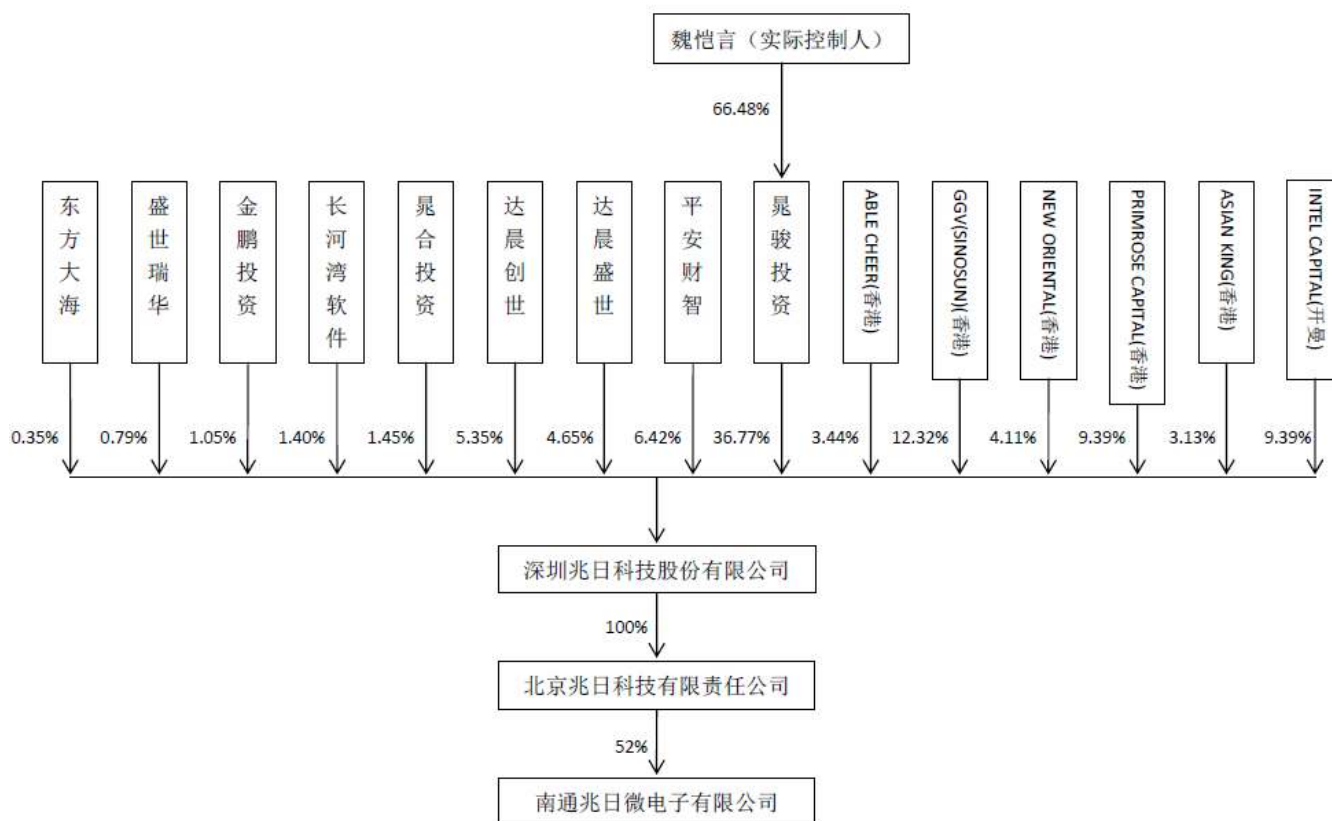
11 年公司实现营业收入和净利润分别为 2.06 亿元和 8208 万元,同比分别增长 67.99%和 96.79%。

1.2. 股本结构和发行状况

公司实际控制人为魏恺言先生,本次发行前,其通过晁骏投资发展有限公司间接持有公司 24.44%的股份。

公司本次发行 2800 万股,占发行后总股本的 25%,发行价 23 元,募集资金约 6.44 亿元。公司拟投入 1.16 亿元,用于电子支付密码系统的升级项目和票据防克隆技术的产业化项目。

图 1: 公司上市前股本结构



来源: 招股说明书

2. 金融票据防伪行业处于导入期

金融票据被伪造的潜在损失巨大，对防伪技术的需求日益提高。除了传统的原材料和印刷工艺防伪，采用现代信息技术的防伪手段是更好选择。信息防伪技术将票面信息、图像信息甚至票据材质信息数字化并进行加密运算，能够确保票据信息不被篡改或克隆。

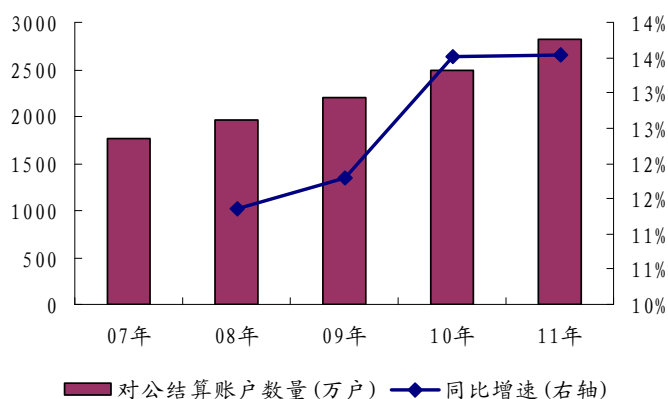
图 2：金融票据信息防伪技术示意图



来源：招股说明书

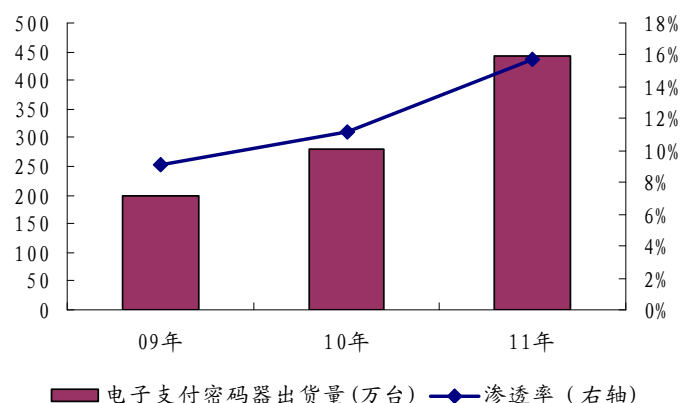
目前国内采用信息防伪的金融票据占比较低，行业尚处于导入期。截至11年底，全国共有约2824万家对公结算账户，但采用信息加密的账户数累计占比只有约15.7%，渗透率较低，未来发展空间广阔。

图 3：07-11 年对公结算账户数量



资料来源：中原证券研究所、中国防伪技术协会

图 4：09-11 年国内电子支付密码器累计出货量和渗透率



资料来源：中原证券研究所、公司资料

3. 公司具备高成长性和高盈利能力

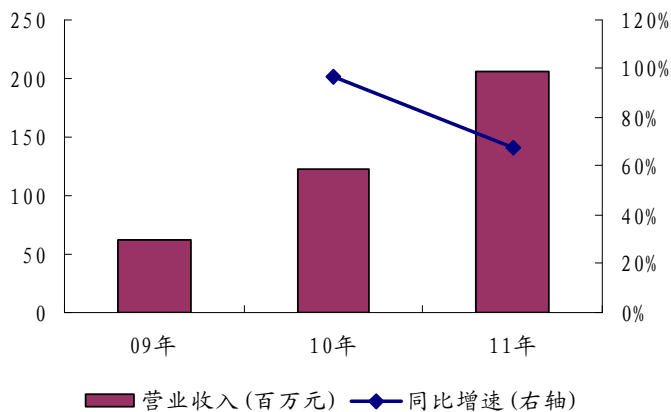
3.1. 行业导入期，收入快速增长

11 年，公司实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 67.99%。09 年以来，公司金融票据防伪技术在主要银行展开应用，收入增速保持较高水平。

分产品来看，电子支付密码器是公司主要收入来源，11 年销售 1.47 亿元，同比增长 79.47%；其次为密码器所需加密芯片，11 年销售 4636 万元，同比增长 43.04%，两项业务合计占比 94.03%。

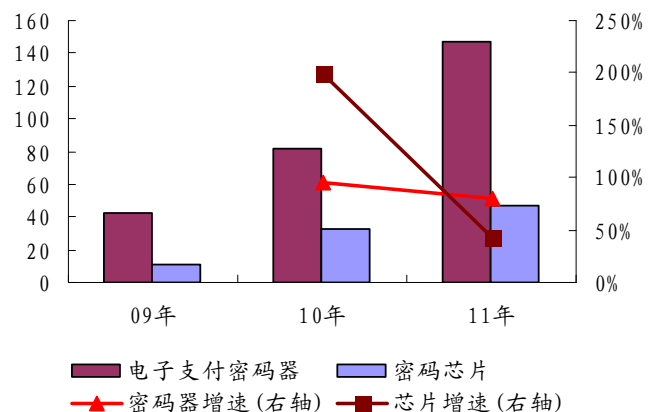
金融票据电子加密产业目前正处于导入期，公司作为行业领军者，具有技术和市场优势，能够充分利用行业高速增长阶段。因而预计 12-13 年公司收入增速仍将维持较高水平。

图 5：09-11 年公司营业收入及同比增速



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

图 6：09-11 年公司核心产品收入及增速(百万元)



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

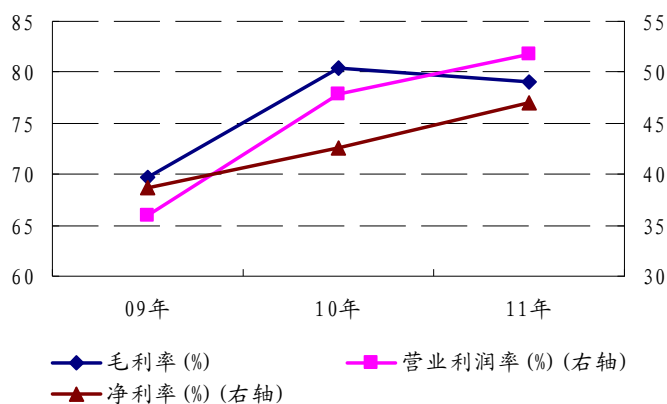
3.2. 技术门槛提升盈利能力

11 年公司毛利率、营业利润率和净利润率分别为 78.99%、51.76%和 47.01%，较 10 年分别变动-1.5、3.8 和 4.5 个百分点，盈利能力维持在较高水平。

分产品来看，11 年公司密码芯片毛利率高达 93.84%，主要是因为芯片属于高技术附加值产品，芯片成本更多体现在研发投入方面，而制造成本相对较低。

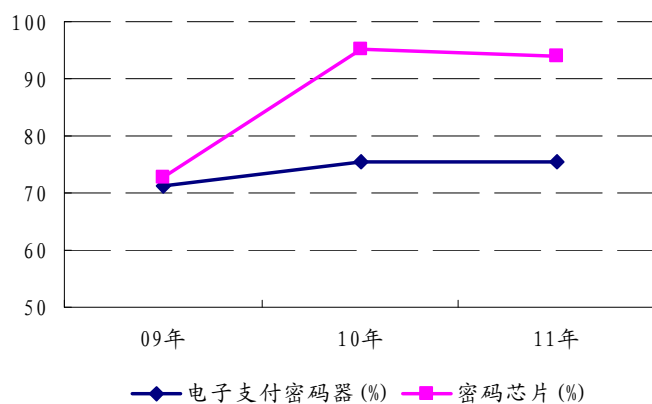
11 年公司密码器毛利率为 75.31%，明显高于行业竞争对手，主要有三点原因：一是公司重点开拓各类商业银行，密码器售价较高；二是公司市场占有率较高，规模效应明显；三是公司具备强大研发实力和技术积累，能够通过优化产品设计降低硬件成本。

图 7: 09-11 年公司销售利润率状况



资料来源: 中原证券研究所、招股说明书

图 8: 09-11 年密码器和芯片毛利率



资料来源: 中原证券研究所、招股说明书

公司芯片业务具有垄断性, 预计高技术门槛能够保障其毛利率维持现有水平; 另一产品电子支付密码器属于金融设备, 资质壁垒使行业竞争不会过于激烈, 但伴随渗透率上升, 预计行业竞争将使其毛利率小幅下滑。

4. 公司财务分析

4.1. 费用率呈下降趋势

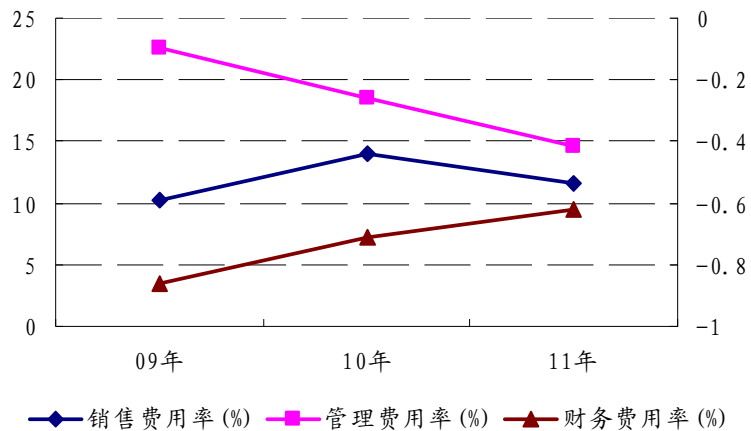
11 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 11.57%、14.64% 和 -0.62%, 较 10 年分别变动 -2.5、-3.8 和 0.09 个百分点。

公司销售费用率维持较高水平, 主要是因为目前金融票据防伪行业正处于导入期, 公司积极开拓市场所致。预计未来两年, 公司销售费用率仍将维持较高水平, 待公司与主要客户构建稳定合作关系后, 预计销售费用率将有所下降。

公司管理费用以研发费用为主, 11 年研发费用为 1513 万元, 占管理费用的 50.18%。公司研发投入逐年增长, 但其增速低于收入增速, 且公司管理效率逐步提高, 因而管理费用率呈下降趋势。

公司现金充裕, 财务费用较低, 11 年底公司货币资产为 1.78 亿元, 没有短期和长期借款, 全年财务费用为 -128 万元, 主要为利息收入。预计公司上市后, 募集资金到位将进一步降低财务费用。

图 9：09-11 年公司期间费用率



来源：中原证券研究所、公司招股说明书

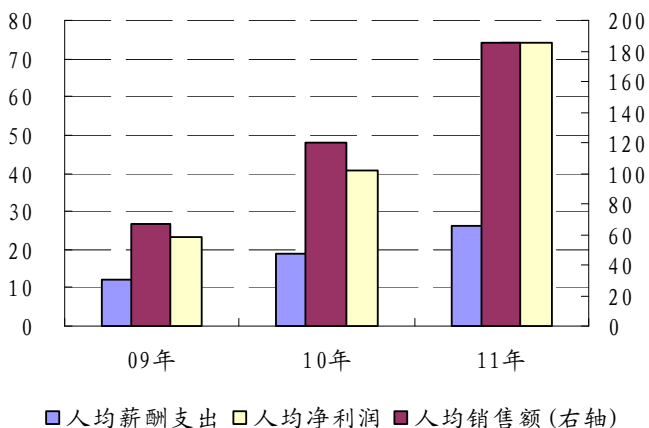
4.2. 公司营运效率逐年提高

公司业务重视研发和销售，生产采用委外方式，因而公司具有轻资产特征，09-11 年流动资产占比在 88%以上。

11 年公司人均销售额和净利润分别为 186 万元和 74 万元，比 10 年分别增长 54.36%和 80.83%，而当年人均薪酬成本为 26.29 万元，同比增长 37.91%。公司人均效益增速明显高于人均薪酬成本增速，显示出公司票据防伪业务快速渗透市场，营运效率逐年提升。

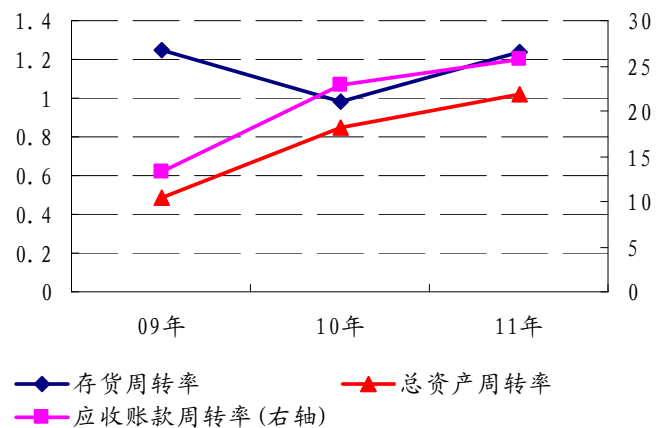
11 年公司应收账款周转率和存货周转率分别为 25.71 次和 1.24 次，比 10 年提高 2.89 次和 0.26 次，呈现改善趋势。公司电子支付密码器部分采用银行代销模式，导致库存水平较高，11 年银行代销 3616 万元，占收入比重为 17.56%。

图 10：09-11 年公司人均效率指标(万元/人)



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

图 11：09-11 年公司营运效率指标(次)



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

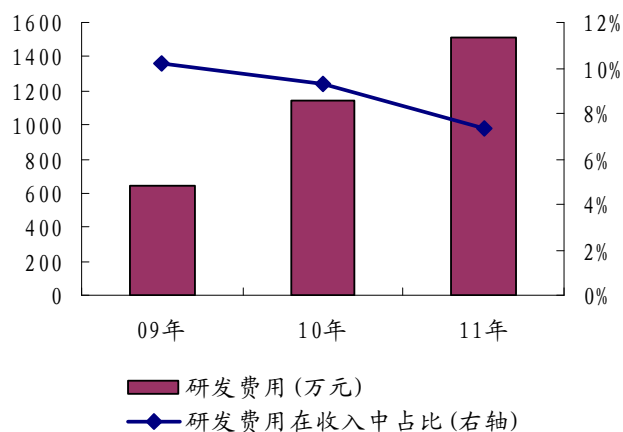
5. 技术创新构筑领先优势

公司以研发创新为本，在信息防伪领域具有领先优势。截至 11 年底，公司拥有 48 名研发人员，占员工总数的 43.24%，其中以董事长魏恺言等 8 人为核心。公司研发投入持续增长，11 年为 1513 万元，同比增长 32.64%。

公司研发投入取得丰厚成果。截至 11 年底，公司拥有 26 项发明专利，其中“电子支付密码器系统安全保密子系统及其技术规范”获得国家科技进步二等奖。

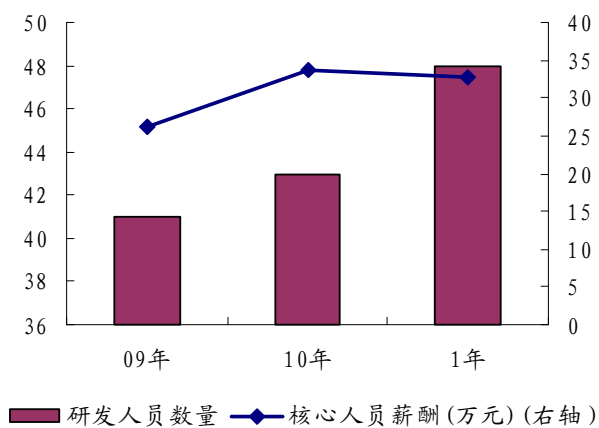
公司储备技术中，票据防克隆技术和目前的防伪技术构成互补，该技术通过票据纸张所携带的“纸纹”信息防止克隆造假，具有技术前瞻性和广阔市场前景。

图 12: 09-11 年公司研发投入及在收入中占比



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

图 13: 09-11 年公司技术人员数量和核心人员平均薪酬



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

6. 募投项目分析

公司本次发行 2800 万股，发行价 23 元，募集资金约 6.44 亿元。募投项目拟投入 1.16 亿元，用于电子支付密码系统的升级改造和票据防克隆技术的产业化。

表 1：公司募投项目投资额和建设期

项目名称	总投资额(万元)	建设期(年)
电子支付密码系统升级改造项目	7541.61	3
金融票据防克隆产品研发及产业化项目	4025.72	2
合计	11567.33	-

来源：招股说明书

公司新一代电子支付加密技术已经研发成功，公司“电子支付密码系统升级改造项目”将实现该技术的产业化。项目拟投入 7542 万元，主要生产三款升级版的电子支付密码器，预计这些产品投放市场后，将进一步增强公司在票据防伪领域的竞争优势并增加公司市场份额。公司预计项目建设期为 3 年，达产后，将新增年均收入 9879 万元，税后净利润 4313 万元。

公司金融票据防克隆技术与现有防伪技术形成有效互补，填补了国内相关技术空白，具有广阔市场前景。公司“金融票据防克隆产品研发及产业化项目”将主要建设相关研发中心和量产基地。项目拟投入 4026 万元，建设期预计为 2 年，项目达产后，预计新增年均收入为 6134 万元，新增年均税后净利润为 2730 万元。

7. 盈利预测

预计 12-14 年公司电子支付密码器和密码芯片业务保持高速增长，税控安全组件和核验设备平稳增长，票据防克隆产品将在 14 年贡献收入。预计公司产品综合毛利率呈小幅下降态势，管理费用率和销售费用率略有下降。公司营业外收入主要为软件退税，预计其增速与公司营业收入增速相当。

预测公司 12-14 年营业收入分别为 2.74 亿元、3.55 亿元和 4.95 亿元，归属母公司净利润分别为 1.04 亿元、1.37 亿元和 1.86 亿元，EPS 分别为 0.93 元、1.22 元和 1.66 元。

表 2：公司主营业务预测

单位：百万元

产品	项目	10 年	11 年	12 年 (E)	13 年 (E)	14 年 (E)
电子支付密码器	营业收入	82.09	147.33	197.42	256.64	323.37
	营业成本	20.09	36.37	53.30	74.43	100.24
	毛利	62.00	110.96	144.11	182.22	223.12
密码芯片	营业收入	32.41	46.36	62.12	80.75	100.94
	营业成本	1.56	2.85	4.35	6.46	10.09
	毛利	30.85	43.51	57.77	74.29	90.85

税控安全组件	营业收入	6.16	9.04	10.85	13.02	14.97
	营业成本	1.86	3.29	4.23	5.34	6.44
	毛利	4.29	5.75	6.62	7.68	8.53
核验设备	营业收入	1.41	2.86	3.72	4.68	5.81
	营业成本	0.34	0.75	1.08	1.45	1.92
	毛利	1.08	2.11	2.64	3.23	3.89
防克隆设备	营业收入	0.00	0.00	0.00	0.00	50.00
	营业成本	0.00	0.00	0.00	0.00	17.50
	毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	32.50
其他	营业收入	0.26	0.19	0.21	0.23	0.25
	营业成本	0.07	0.02	0.10	0.11	0.13
	毛利	0.19	0.17	0.10	0.11	0.13
总营业收入（亿元）		122.33	205.77	274.31	355.33	495.34
总营业成本（亿元）		23.92	43.28	63.06	87.79	136.32
总毛利（亿元）		98.42	162.49	211.24	267.54	359.02

来源：招股说明书、中原证券研究所

8. 估值比较

A 股上市公司中，主营加密和数据安全相关业务的代表公司有美亚柏科、信雅达、蓝盾股份等，预测 12 年这几家公司的平均市盈率为 27.05 倍。考虑到公司是金融票据信息加密业务领军企业，具有成长潜力，建议公司 12 年的合理市盈率为 20-25 倍，对应估值区间为 18.65-23.32 元。

表 3：A 股相关上市公司市盈率

公司			EPS		股价（元）		PE（倍）	
代码	简称	11 年摊薄	12 年（E）	13 年（E）	6 月 21 日	11 年	12 年（E）	13 年（E）
300188.SZ	美亚柏科	0.58	0.79	1.11	23.05	40.09	29.18	20.77
600571.SH	信雅达	0.26	0.42	0.56	7.60	29.23	18.10	13.57
300297.SZ	蓝盾股份	0.53	0.73	1.01	21.81	41.15	29.88	21.59
300302.SZ	同有科技	0.69	0.93	1.24	28.88	41.86	31.05	23.29
PE 均值（倍）						38.08	27.05	19.81

来源：中原证券研究所、Wind

9. 风险提示

电子支付密码器渗透率增长不及预期；竞争加剧，产品价格下滑过快。

表 4: 公司 3 大报表预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	225.32	982.51	1112.00	1336.48	营业收入	205.95	274.31	355.33	495.34
现金	177.81	915.74	1023.04	1205.35	营业成本	43.28	63.06	87.79	136.32
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	2.96	3.84	4.97	6.93
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	23.83	30.17	38.38	52.51
应收款项	11.40	14.57	18.87	26.31	管理费用	30.16	41.15	49.75	64.39
存货	35.96	52.06	69.94	104.68	财务费用	-1.28	-3.86	-9.69	-11.14
其他	0.14	0.14	0.14	0.14	资产减值损失	0.40	0.97	1.14	2.14
非流动资产	18.47	30.73	65.68	62.44	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.19	15.45	46.42	47.19	营业利润	106.60	138.98	182.99	244.19
无形资产	0.24	0.23	0.22	0.21	营业外收入	9.25	9.00	11.66	16.26
其他	15.05	15.05	19.05	15.05	营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
资产总计	243.8	1013.2	1177.7	1398.9	利润总额	115.84	147.98	194.65	260.45
流动负债	19.07	20.81	22.52	26.02	所得税	19.03	24.27	31.92	42.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	96.81	123.71	162.73	217.74
应付帐款	2.99	4.41	6.15	9.54	少数股东权益	14.73	19.25	25.71	31.35
预收帐款	5.24	5.53	5.47	5.48	归属母公司净利	82.08	104.46	137.02	186.39
其他	10.84	10.86	10.91	11.01	EPS (元)	0.98	0.93	1.22	1.66
长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	19.07	20.81	22.52	26.02	每股收益	0.98	0.93	1.22	1.66
股本	84.00	112.00	112.00	112.00	每股经营现金	1.09	0.92	1.20	1.52
资本公积金	49.84	665.84	665.84	665.84	每股净资产	2.64	8.66	9.89	11.55
未分配利润	81.22	175.24	298.55	466.30	增长率				
少数股东权益	2.82	22.07	47.78	79.13	营业收入增长率	67.99%	33.19%	29.54%	39.40%
所有者权益	221.91	970.36	1107.38	1293.77	营业利润增长率	81.44%	30.37%	31.67%	33.45%
负债及权益合计	243.8	1013.2	1177.7	1398.9	净利润增长率	96.79%	27.26%	31.17%	36.03%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	78.99%	77.01%	75.29%	72.48%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	39.86%	38.08%	38.56%	37.63%
经营活动现金流	91.15	102.52	134.09	170.28	ROE	36.99%	10.76%	12.37%	14.41%
净利润	96.81	123.71	162.73	217.74	ROIC	39.64%	88.32%	75.29%	76.57%
资产减值准备	0.40	0.97	1.14	2.14	偿债能力				
折旧摊销	0.67	2.75	5.04	7.01	资产负债率	1.88%	1.77%	1.61%	1.56%
财务费用	-1.28	-3.86	-9.69	-11.14	流动比率	11.81	47.22	49.38	51.36
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	9.93	44.72	46.27	47.33
营运资金变动	0.00	-21.05	-25.13	-45.47	营运能力				
投资活动现金流	-1.21	-15.00	-40.00	-3.77	资产周转率	1.02	0.44	0.32	0.38
资本支出	0.00	-15.00	-40.00	-3.77	存货周转率	1.19	1.38	1.38	1.50
其他投资	-1.21	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	25.71	23.58	23.26	24.00
筹资活动现金流	-17.59	647.86	9.69	11.14	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-17.59	647.86	9.69	11.14	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	72.3	735.4	103.8	177.6					

来源：中原证券研究所、公司招股说明书

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。