

航天信息 (600271)

降标效应将在 09 年体现 公司稳步持续发展可期

魏兴耘

0755-23976213

weixy1@gtjas.com

本报告导读:

- 我们量化分析了降标对于公司影响,同时对公司可持续成长发展驱动因素进行了剖析

投资要点:

- 针对国税 1079 号文件,我们抽样调研了国内部分地区对于 09 年强制认定的理解,大部分地区将不以全年应税收入作为强制认定的依据,而是遵循自年初进行累计,月度销售收入之和达到新标准即强行认定的政策,这将意味着降标效应将在 09 年逐步体现。
- 我们认为新增一般纳税人数量取决于国税纳税户数变动情况以及企业经营规模变动情况,而国税纳税户数以及企业经营规模变动又取决于国家经济增长情况。我们根据相关因素的变动关系测算出未来一般纳税人户数的可能规模。我们认为未来增值税链条仍有延伸空间,这将为公司税控业务发展带来新的契机。
- 公司目前拥有 50 余家二级服务单位,120 家三级服务单位。公司能够直接或间接控制的客户规模达到 152 万户。服务费的收取大大提升了航天信息的客户价值。它不仅为公司持续提供稳定收入来源,同时也为公司相关多元化业务发展提供了潜在资源。可以说,渠道资源是公司可持续发展的重要支撑
- 防伪税控专用系统虽有降价可能,但产品成本仍存优化空间。公司自主研发的安全芯片良品率已达到 97%,预期自 2010 年开始公司将正式推出并使用自产安全芯片。届时公司相关产品成本将有进一步优化空间。
- 我们预期 2008-2010 年公司营收分别为 59.07 亿元、70.25 亿元、80.91 亿元。净利润分别为 5.54 亿、6.98 亿、8.31 亿。EPS 分别为 0.90 元、1.14 元、1.35 元。合理估值区间为 29.98-33.21 元,给予 30 元的目标价,对应 2010 年 22 倍 PE,增持评级。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	3,705	4,825	5,907	7,026	8,091
(+/-)%	46.7%	30.2%	22.4%	18.9%	15.2%
经营利润 (EBIT)	481	594	739	875	1,006
(+/-)%	42.3%	23.6%	24.4%	18.4%	15.0%
净利润	358	471	554	698	831
(+/-)%	41.1%	31.6%	17.7%	25.9%	19.0%
每股净收益 (元)	0.58	0.76	0.90	1.14	1.35
每股股利 (元)	0.36	0.48	0.28	0.36	0.42

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率 (%)	13.0%	12.3%	12.5%	12.5%	12.4%
净资产收益率 (%)	15.6%	17.4%	17.9%	19.6%	20.1%
投入资本回报率 (%)	117.4%	77.3%	66.4%	65.9%	66.3%
EV/EBITDA	25.2	20.1	16.7	14.1	12.2
市盈率	42.2	32.0	27.2	21.6	18.2
股息率 (%)	1.5%	2.0%	1.2%	1.5%	1.7%

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥ 30.00

上次预测: ¥ 29.28

当前价格:

¥ 23.00

2009.02.27

交易数据

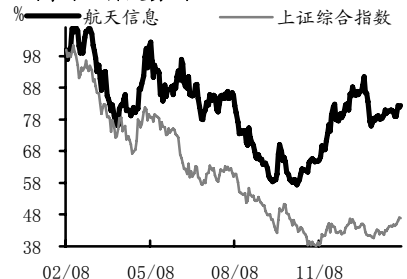
52 周内股价区间 (元)	17.10 ~ 70.53
总市值 (百万元)	14,497
总股本/流通 A 股 (百万股)	616/397
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.64
日均成交量 (百万股)	1.2
日均成交额 (百万元)	35.4

资产负债表摘要 (12/07)

股东权益 (百万元)	2,709.39
每股净资产	4.40
市净率	5.6
净负债率	-80.3%

EPS (元)	2007A	2008
Q1	0.13	0.19
Q2	0.23	0.27
Q3	0.23	0.26
Q4	0.18	0.18
全年	0.76	0.90

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8.5	-9.4	-28.8
相对指数	-15.0	-20.0	22.3

相关报告

增值税转型确定明年推行 该项措施将惠及航天信息

(08.11.11)

增值税转型及其对公司影响分析

(08.10.15)

模型更新时间: 2009.02.27

股票研究

电子及通信业

电子及通信设备制造业

航天信息(600271)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥30.00

上次预测: ¥29.28

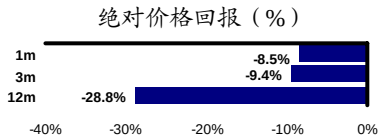
当前价格: ¥23.00

公司网址:

www.abcdef.com

公司简介

公司为增值税防伪税控系统的独家供应商, 同事从事其他信息化产品的研发



52 周价格范围 17.10~70.53
市值 (百万) 14,497

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,525.2	3,704.9	4,824.6	5,907.2	7,025.5	8,091.3	9,066.4	9,961.5	10,840.	11,726.
营业成本	1,879.5	2,610.8	3,607.1	4,524.0	5,440.8	6,283.7	7,033.1	7,735.4	8,432.9	9,118.5
税金及附加	27.75	40.74	53.33	65.29	77.66	89.44	100.21	110.11	119.82	129.62
营业费用	87.22	144.94	178.17	194.94	210.77	267.01	299.19	328.73	357.72	386.98
管理费用	220.01	427.83	391.82	383.97	421.53	445.02	498.65	547.89	596.20	644.97
EBIT	337.72	480.54	594.16	738.99	874.82	1,006.0	1,135.2	1,239.4	1,333.3	1,446.6
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	12.30	38.34	52.42	1.00	55.00	65.00	70.00	70.00	70.00	70.00
财务费用	-29.30	-28.29	-24.53	-22.00	-23.00	-24.00	-25.00	-25.00	-25.00	-25.00
营业利润	367.02	515.19	654.74	751.99	942.82	1,085.0	1,220.2	1,324.4	1,418.3	1,531.6
所得税	56.88	80.74	113.71	133.87	162.96	185.85	209.69	226.45	241.56	258.19
少数股东损益	63.96	80.90	122.27	143.94	151.92	138.60	143.36	140.74	133.62	128.37
净利润	253.40	357.64	470.73	554.18	697.93	830.59	950.19	1,040.2	1,126.1	1,218.1
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金、交易性金融	1,914	2,141	2,203	2,811	3,279	3,762	4,360	5,033	5,760	6,548
其他流动资产	607	756	1,073	1,325	1,580	1,820	2,035	2,236	2,433	2,630
长期投资	41	79	324	185	204	269	339	409	479	549
固定资产合计	345	502	512	637	781	931	1,085	1,247	1,435	1,665
无形资产及其他资产	11	15	121	115	111	108	106	104	103	103
资产合计	2,917	3,515	4,262	5,073	5,954	6,889	7,924	9,029	10,210	11,494
流动负债	727	966	1,181	1,355	1,570	1,796	2,036	2,286	2,561	2,880
长期负债	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	1,983	2,287	2,709	3,090	3,569	4,138	4,790	5,504	6,277	7,113
投入资本(IC)	310	355	695	933	1,114	1,274	1,402	1,513	1,622	1,728
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	288	417	537	620	734	844	953	1,040	1,119	1,214
折旧与摊销	28	34	22	48	59	72	87	104	123	146
流动资金增量	176	116	(223)	(49)	(41)	(13)	24	50	78	122
资本支出	(169)	(196)	(209)	(166)	(198)	(219)	(239)	(265)	(311)	(374)
自由现金流	323	372	127	453	554	684	825	929	1,009	1,108
经营现金流	519	502	427	684	800	949	1,120	1,250	1,376	1,530
投资现金流	(120)	(127)	(209)	104	(136)	(229)	(249)	(275)	(321)	(384)
融资现金流	(279)	(106)	(156)	(180)	(196)	(237)	(273)	(301)	(328)	(357)
现金流净增加额	119	270	62	608	467	483	598	673	727	788
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
成长性										
收入增长率	24.6%	46.7%	30.2%	22.4%	18.9%	15.2%	12.1%	9.9%	8.8%	8.2%
EBIT 增长率	24.6%	42.3%	23.6%	24.4%	18.4%	15.0%	12.8%	9.2%	7.6%	8.5%
净利润增长率	15.1%	41.1%	31.6%	17.7%	25.9%	19.0%	14.4%	9.5%	8.3%	8.2%
利润率										
毛利率	25.6%	29.5%	25.2%	23.4%	22.6%	22.3%	22.4%	22.3%	22.2%	22.2%
EBIT 率	13.4%	13.0%	12.3%	12.5%	12.5%	12.4%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%
净利润率	10.0%	9.7%	9.8%	9.4%	9.9%	10.3%	10.5%	10.4%	10.4%	10.4%
收益率										
净资产收益率(ROE)	12.8%	15.6%	17.4%	17.9%	19.6%	20.1%	19.8%	18.9%	17.9%	17.1%
总资产收益率(ROA)	8.7%	10.2%	11.0%	11.3%	12.1%	12.4%	12.3%	11.8%	11.2%	10.8%
投入资本回报率	93.1%	117.4%	77.3%	66.4%	65.9%	66.3%	68.0%	68.7%	69.0%	70.2%
运营能力										
存货周转天数	51	46	46	46	47	48	48	49	49	49
应收账款周转天数	50	23	23	25	25	26	26	26	26	26
总资产周转率	415	317	294	288	286	290	298	311	324	338
净利润现金含量	2.05	1.40	0.91	1.23	1.15	1.14	1.18	1.20	1.22	1.26
资本支出/收入	7%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
偿债能力										
资产负债率	25.9%	28.5%	28.9%	27.6%	27.3%	26.8%	26.4%	25.9%	25.6%	25.5%
净负债率	-94.4%	-92.9%	-80.3%	-91.0%	-91.9%	-90.9%	-91.0%	-91.4%	-91.8%	-92.1%
估值比率										
PE	59.5	42.2	32.0	27.2	21.6	18.2	15.9	14.5	13.4	12.4
PB	7.6	6.6	5.6	4.9	4.2	3.6	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	35.9	25.2	20.1	16.7	14.1	12.2	10.7	9.8	9.0	8.2
P/S	2.99	2.04	1.56	2.55	2.15	1.86	1.66	1.51	1.39	1.29
股息率	1.2%	1.5%	2.0%	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%

1. 增值税转型将成为推动公司税控业务增长的重要动力

1.1. 解读政策：强制降标将在 09 年逐渐体现

2009 年是增值税转型的首个年度，国家税务总局在《关于增值税一般纳税人认定有关问题的通知》（1079 号）中，就一般纳税人认定问题做了如下规定：第一，现行增值税一般纳税人认定的有关规定仍继续执行；第二，2008 年应税销售额超过新标准的小规模纳税人向主管税务机关申请一般纳税人资格认定的，主管税务机关应按照现行规定为其办理一般纳税人认定手续；第三，2009 年应税销售额超过新标准的小规模纳税人，应当按照《中华人民共和国增值税暂行条例》及其实施细则的有关规定向主管税务机关申请一般纳税人资格认定。未申请办理一般纳税人认定手续的，应按销售额依照增值税税率计算应纳税额，不得抵扣进项税额，也不得使用增值税专用发票。

依据 1079 号文件精神，08 年达到原有标准，即工业企业年应税规模达到 100 万、商贸企业年应税规模达到 180 万，则仍须强制认定成为一般纳税人；08 年达到新标准的企业，即工业企业年应税规模在 50-100 万之间，商贸企业年应税规模在 80-180 万之间，企业可自愿申请成为一般纳税人，国税部门不会实施强制措施；从 09 年 1 月 1 日始，无论是新办企业，还是存续企业，当其应税收入达到新标准，则须强制成为一般纳税人，否则将按照 17% 的增值税税率纳税，且不得抵扣进项税额，也不得使用增值税专用发票。

我们对于新的《增值税暂行条例》的关注基于以下几个层面。首先，我们从实地调研的结果来看，对于 1079 号文件第三条的解读，大部分地区是以累积月度应税收入实际达到新标准作为强行认定的起始点，比如一家生产型企业，其年应税销售收入自 09 年 1 月 1 日起，至 09 年 8 月份累计已达到 50 万，则税务机关会在 8 月份通知其已达到一般纳税人标准，而不是等到 09 年底统计测算。

第二，按照原来的增值税条例，个体工商户即使达到了一般纳税人标准，也不会强制认定为一般纳税人，而按照新的条例，在达到新标准后将强制认定为一般纳税人，不同地区在实际操作中可能也会存在分歧。

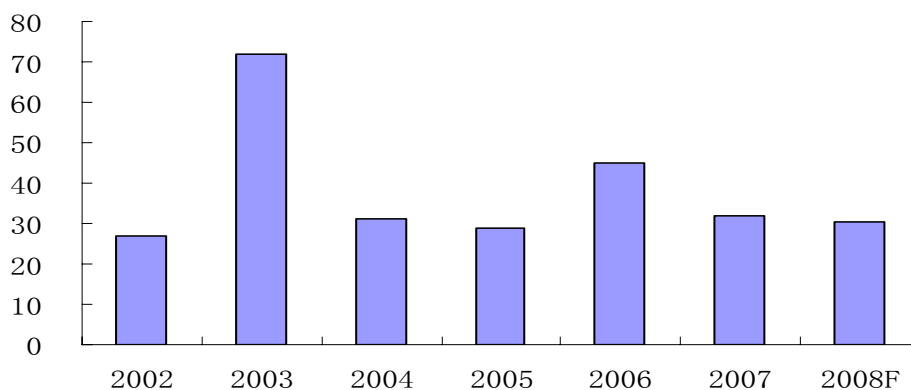
第三，关于自愿申请，将涉及到一般纳税人实际税负的高低问题。由于小规模纳税人税负已降至 3%，根据我们的测算结果，即使是考虑固定资产的抵扣，一般纳税人并没有明显的税负优势。特别是 09 年，企业固定资本支出活动趋于低迷，因此我们对于企业自愿申请成为一般纳税人的数量给予保守估计，并期望通过 2-3 个季度的数据跟踪再行确定来自自愿申请的一般纳税人新增数量。

最后，在增值税转型之后，相关配套文件与基层国税部门的实际操作尚有距离，势必存在不同地区之间实际执行上对于文件理解的差异。我们也了解到个别地区考虑到本地区纳税人的实际意愿，在实际操作时会延至 09 年底再考虑纳税人的年应税销售规模是否已达到新标准，这将使得 09 年应该申请的部分新增一般纳税人延后至 2010 年才能体现。

1.2. 2008 年：增值税防伪税控系统出货量保持平稳

2008 年是国民经济发展急剧变化的一年，随着经济增幅的快速回落，企业成长速度势必受到一定程度的影响。在此背景下，自然增长的一般纳税人规模也会受到一定程度的抑制。07 年，公司实现增值税防伪税控系统销售规模为 31.8 万套，其中有 1.43 万套的业务量与《关于废旧物资回收经营企业使用增值税防伪税控一机多票系统开具增值税专用发票有关问题的通知》的发布有关。08 年前三季度，公司共销售增值税防伪税控系统 22.5 万套，08 年第 4 季度，虽然宏观经济受到外围经济危机影响，但公司相关系统销售仍保持了平稳态势，我们预计 08 年全年公司将实现增值税防伪税控系统销售规模为 30 万套略强，扣除废旧物资因素影响，08 年出货量与 07 年基本持平。

图 1：航天信息增值税防伪税控系统出货量情况



数据来源：国泰君安证券研究所

1.3. 2009 年：新增一般纳税人将保持增长

回顾国家税务总局自推广增值税防伪税控系统以来的历史变动，可以看出，除非系统升级，公司稳定的防伪专用系统销售规模在 30 万套左右，对应当年新增的一般纳税人约为 30 万户左右。由于 09 年宏观经济增幅的显著回落，预计当年新增一般纳税人户数将有所下降。由于一般纳税人标准分别降低了 50%（生产）企业和 55%（商贸型企业），使得原来需要一个自然年度才能实现的销售规模在平稳运行的条件下用 6 个月左右的时间周期就可能达到新标准要求。我们据此预计 09 年能够达到新标准并强制申请成为一般纳税人的企业数量将接近 40 万户。

为了准确地估计 09 年新增一般纳税人情况，国家税务总局于年初组织基层税务部门进行了企业摸底工作。依据基层国税反馈上来的数据，09 年 1-6 月份，大约有近 29 万户企业有望申请成为一般纳税人。这一数据虽然远高于我们对于 09 年新增一般纳税人的预期，但也支持了我们关于降标影响将在 09 年逐步体现的判断。

1.4. 未来新增一般纳税人模拟测算

在剔除一般纳税人标准因素变化的情况下,我们认为新增一般纳税人数量取决于国税纳税户数变动情况以及企业经营规模变动情况,而国税纳税户数以及企业经营规模变动又取决于国家经济增长情况。因此,我们对于未来每年新增一般纳税人的测算是建立在新增一般纳税人与国税纳税户数新增情况以及 GDP 增幅情况的比较关系基础上的。我们的基本判断依据是新增国税纳税户数的增幅要低于 GDP 的增幅,同时增值税一般纳税人新增户数占国税纳税户数的比重呈现小幅攀升的态势。由于历史数据较短,且 2002 年和 2006 年受到增值税防伪税控系统普及和一机多票升级影响,这两个年份数据基数相对较大,使得我们在比较相关数据钩稽关系时面临一定的困难。尽管如此,我们仍然愿意做这方面的尝试,并愿意根据历史数据的进一步积累来及时修正我们的预测。我们初步预期 2009-2011 年新增一般纳税人将分别为 39.62 万户、42.88 万户、46.44 万户。

表 1: 新增一般纳税人户数测算情况

	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
国税纳税户数	1482	1590	1693	1770	1852	1936
增幅	7.10%	7.31%	6.47%	4.54%	4.66%	4.54%
GDP 增幅	11.60%	13.00%	10.70%	7.50%	7.70%	7.5%
增值税一般纳税人户数	179	211	242	263	287	311
一般纳税人上国税纳税户数比	12.09%	13.27%	14.27%	14.87%	15.47%	16.07%
降标前新增一般纳税人户数	45	31.80	30.50	21.58	23.37	24.62
降标后新增一般纳税人户数				39.62	42.88	46.44

数据来源: 国泰君安证券研究所

2. 增值税链条尚有延长空间 未来政策利好仍可预期

2.1. 增值税政策变动历史回顾

航天信息作为增值税防伪税控系统的独家研发制造者,是在由国家税务总局主持的招标活动中通过与电子系统一家企业竞标最终脱颖而出。作为国家“金税工程”的重要组成部分,防伪税控系统的推广进度以及销售数量不仅仅取决于航天信息的营销力度,更重要的是取决于国家相关政策的变动进展。

我国税务部门自 1993 年末 1994 年初开始推广增值税防伪税控系统,1999 年开始进入密集推广期,税务部门加大了推广力度。2000 年,国家税务总局下发《关于推行增值税防伪税控系统若干问题的通知》,要求各地逐步将增值税防伪税控系统推广到所有增值税一般纳税人。此政策的出台使得当年防伪税控销售规模急剧增长,出现了阶段性的销售高峰。2001 年,国家税务总局因业务需求的变化需要进行系统软件的升级,调整了防伪税控系统推广计划,使公司当年度销售收入出现大幅度下降。

03 年初,国家税务总局发布《关于进一步明确推行防伪税控系统和金税工程二期完善与拓展有关工作的通知》,要求至 2003 年 7 月 1 日,增值税一般纳税人必须通过防伪税控系统开具专用发票,同时全国统一废止增值税一般纳税人所用的手写版专用发票。在此政策背景下,航天信息 03 年上半年销售增值税防伪税控系统达 60 万套,较之 02 年全年增长 122%。

06 年 5 月份，国家税务总局下发《关于推行增值科防伪税控一机多票系统的公告》，开始正式推行一机多票系统，在完成该系统升级后，纳税人便可通过同一套设备既能开具增值税专用发票，又能开具增值税普通发票，并可利用同一套计算机系统、相同的操作方式进行增值税专用发票和增值税普通发票的领购、开具、抄报税等工作，避免了因税控装置（即防伪税控系统开票系统和税控收款机）的重复配置带来的培训、操作和管理等方面的麻烦。在此次升级活动中，原 windows 版约 144 万户企业用户只需进行软件的升级，基本不涉及收费。另外约 20 万户 DOS 版企业用户则需要更换金穗卡和 IC 卡。因应一机多票升级需求，航天信息相应的专用系统销售套数因此增加了 20 余万套，再加上自然增长，使得当年专用系统销售规模提升至 45 万套，较上年度增加 55%。

经过近两年的酝酿，国务院决定自 2009 年 1 月 1 日起，在全国所有地区、所有行业推行增值税转型改革。按照新的《增值税管理条例》要求，将允许企业抵扣新购入设备所含的增值税，将一般纳税人标准由原来的应税销售额 100 万（生产型企业）、180 万（商贸型企业）分别降至 50 万（生产型企业）、80 万（商贸型企业）。允许企业抵扣新购入设备所含的增值税。该政策的出台势必增加留置在企业内部的盈利与现金流，从而有利于企业的成长，加速其由小规模纳税人成长为一般纳税人的过程，从而提升未来新增一般纳税人的稳定规模。我们已在上文中量化测算了本次增值税转型可能对公司产生的正面影响。

2.2. 新政策空间预期

根据对发达国家纳税人构成的研究，我们发现其增值税一般纳税人占到纳税总户的比例高达 80% 以上。而在我国，以现有 2000 余万户纳税企业来看，增值税一般纳税人仅占有 10% 的比率。如果参照发达国家的这一比率，国内增值税一般纳税人比率的增长将是一个长期的过程。从 10% 到 80% 的比率波动将为公司增值税防伪税控系统的增长提供一个巨大的可拓展空间。

在完成增值税由生产型向消费型的转变之后，未来增值税改革的重点将是扩大增值税征收范围，延长增值税抵扣链条。征收范围越广，税款征收的链条就越紧，越有利于消除重复征税。国际上规范化的增值税范围为：所有货物销售、生产性加工、进口、修理装配、交通运输业、邮电通信业、建筑安装业、劳务服务业等，涵盖了第二产业和第三产业。而我国增值税的范围是对所有销售货物或进口货物以及加工修理装配劳务征收增值税，而对交通运输、建筑安装、邮电通信等服务业征收营业税。这导致了增值税销售货物与营业税应税劳务抵扣链条的中断，削弱了增值税环环相扣的制约作用，不利于公平竞争，影响了其对资源配置、收入分配、地区和产业经济平衡发展的调节作用。

我们认为，由于交通运输、建筑安装两个行业与货物生产密切相关且在社会再生产中不可或缺，未来应当将这两个行业改为征收增值税，从而有效保证税款抵扣链条不被中断，避免企业在营业税和增值税之间转移税负，防止不法分子利用运输发票偷、逃税款。目前国内有 10 余万家交通运输企业，13 万家建筑安装企业。如果相关两个行业由原来的缴纳营业税改为缴纳增值税，按照国税纳税户数与增值税一般纳税人比率关系，对应的潜在一般纳税人规模将相当可观。

当然，由于增值税的技术操作性较强，配套条件要求较高，这将使得增值税链条的延

长将是一个渐进的过程。特别是在目前经济不确定性增加，地方政府财政收入有可能收缩的背景下，短期内推出有关增值税改革新举措的可能性不大。

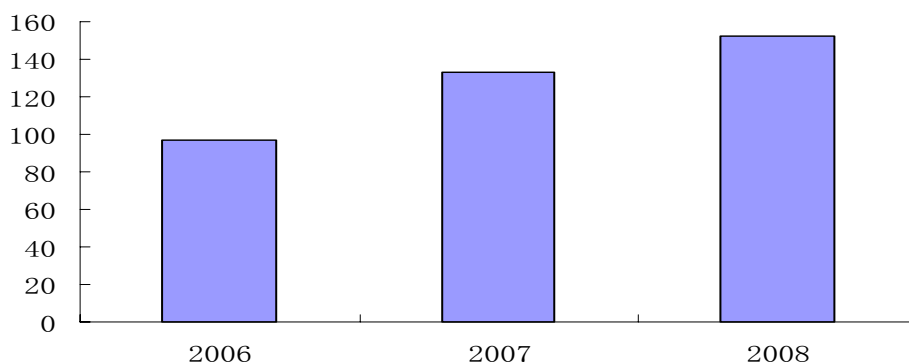
3. 持续发展可期 业务版图不断叠加

3.1. 渠道资源是公司可持续发展的重要支撑

按照国家税务部门有关文件规定，各技术维护单位对增值税防伪税控系统专用设备日常技术维护的中准价格为每年每户 450 元。服务费的收取大大提升了航天信息的客户价值。它不仅为公司持续提供稳定收入来源，同时也为公司相关多元化业务发展提供了潜在资源。由于公司在服务单位中的股份不一，2004 年能够进入合并报表的服务收益所对应的用户数量只有 40-50 万户。正是意识到这一资源的重要性，公司 06 年以来持续不断地通过收购服务单位的股权以达到将尽可能多的客户资源纳入麾下的目的。以 07 年为例，当年新增一般纳税人 31.8 万户，而公司包括可以并表的下属服务单位合计拥有的一般纳税人数量当年新增 36 万户，也就是说当年通过并购服务用户而获得的增值税防伪税控系统用户超过了 4 万户。08 年前三季度，公司有 8 家子公司因为股权关系进入公司的合并报表。08 年公司通过并购而新增加的增值税防伪税控系统用户则达到了 5 万户。

公司目前拥有 50 余家二级服务单位，120 家三级服务单位。除广东、吉林、云南以外，国内（不包括港澳台除外）大部分地区的一般纳税人均接受来自公司以及下属服务单位的服务。截止到 08 年底，国内 208.8 万存量增值税专用系统用户中，公司能够直接或间接控制的规模达到 152 万户。

图 2：航天信息能够获得服务费的一般纳税人户数情况



数据来源：国泰君安证券研究所

除了收取服务年费以外，下属服务单位还可以作为公司提供行业解决方案的触角，为公司其他业务的扩张提供渠道方面的保障。除去防伪税控配套系统以外，公司计算机有关产品的销售已占到公司收入总额的 40%以上，是公司收入增长最快的一块业务。

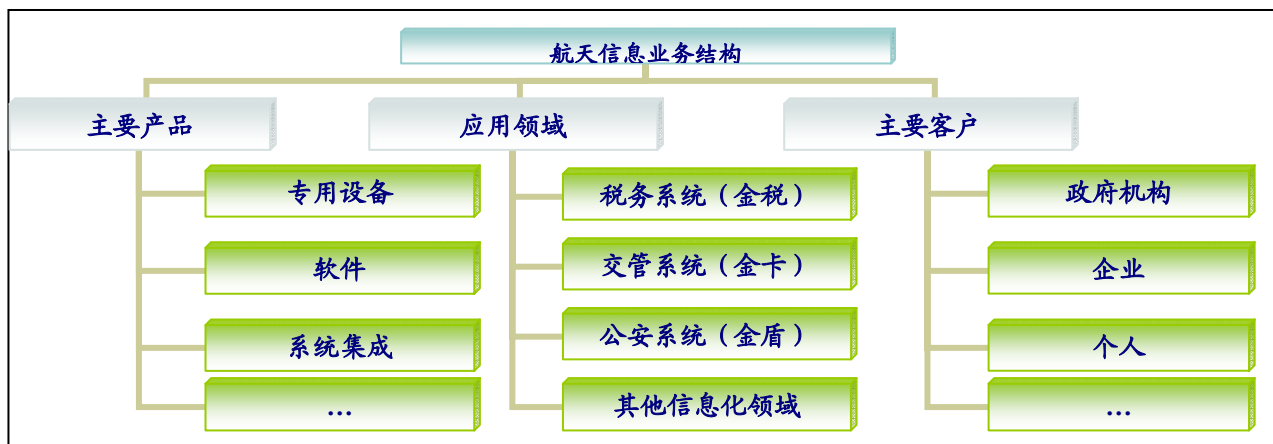
3.2. 利用政府资源与技术能力 推进相关多元化业务扩张战略

作为国家金税工程防伪税控系统的全国唯一研制生产和推广单位，以及航天科工集团的核心企业，航天信息拥有深厚的政府资源。基于此，公司业务领域早已突破税控系统的局限，而是延伸到与政府信息化相关的系列业务。其中包括国家重大信息化工程之一的金税、金卡、金盾工程，以及与国家安全有关的应急系统、粮食安全系统。如果按业务类型划分，则包括终端设备、应用软件和系统集成三个领域。

在金税领域，公司是国内增值税防伪税控系统的唯一生产单位，且在该系统的基础上，延伸出财税一体化系列产品、税控收款机系列产品；在金盾领域，公司作为公安部金盾工程的重要战略合作伙伴，参与了公安部金盾工程的总体设计，承担了金盾工程中全国公安综合业务通信网、公安综合信息系统应用支撑平台、公安指挥调度系统、治安、刑侦、禁毒等公安业务的总体方案设计和系统集成，协助公安部相关部门制定了大量包括治安、刑侦在内的行业应用标准。在金卡领域，公司拥有年生产 1000 万张的接触卡生产线两条，年产 2000 万张的非接触卡生产线两条，同时还有先进的刮刮卡生产设备、IC 卡包装机和大型个人化设备，近年来为中国移动、国家社会劳动保障部、公安部等大客户提供了几千万张 IC 卡。公司同时是首批商用密码产品定点生产企业。

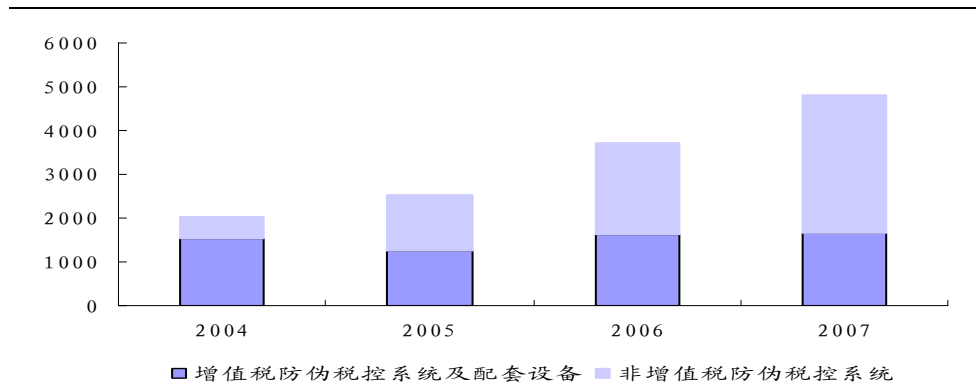
公司围绕政府信息化这一主线不断进行业务的相关多元化拓展，并充分利用公司已有技术研发能力与外部资源。公司还将数字电视与多媒体业务作为未来的发展重点，拥有数字电视机顶盒研发生产能力。公司已进入个人数字终端市场领域。08 年 12 月 23 日，国家广电总局组织“中国移动多媒体广播（CMMB）终端采购项目”公开招标，产品涉及手机类、PMP 类、GPS 类、DONGLE 类、MP4 类等平台的 CMMB 产品终端。航天信息共参与八包（第一、二、三、八、九、十、十一、十二包）产品的投标，且全部中标，成为中标最多的厂家。显示了公司作为“CMMB 领域一流厂商”的市场地位。广电总局将根据此次招标结果进行后续集中采购。我们预计中央和地方广电部门集中采购的终端数量预计将超过 100 万台。按照国家广电总局的规划，08 年底 CMMB 将覆盖 137 个以上地级市。

图 3：航天信息相关多元化业务结构



数据来源：国泰君安证券研究所

图 4: 航天信息非税控业务收入比重持续提高 单位: 百万元

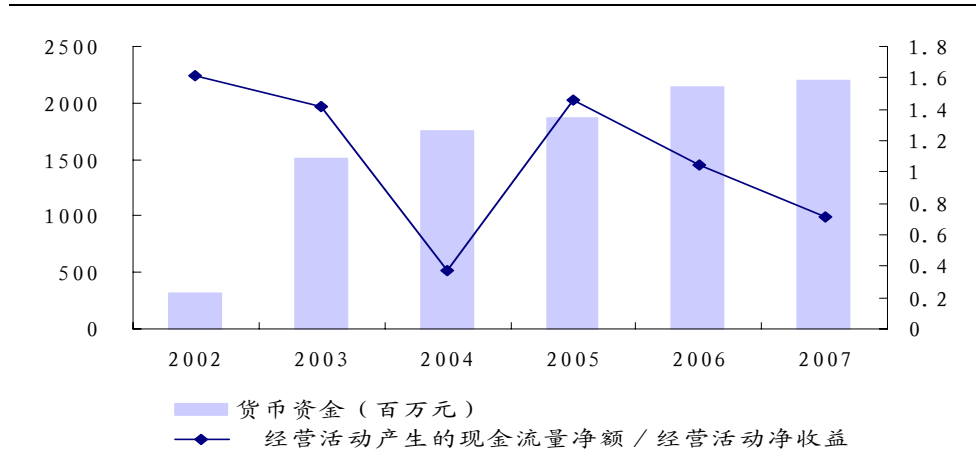


数据来源: 国泰君安证券研究所

3.3. 充裕的现金流为并购提供资金支持

从历史上来看, 公司一直保持着充裕的现金流状况。这为公司未来的资本并购活动提供了坚实的资金基础。另一方面, 公司在并购方面又显示出足够的谨慎。虽然曾试图进行外部并购, 但到目前为止都无功而返。到目前为止, 已披露的两起并购均为关联交易, 与集团公司的资产整合取向有关。作为集团公司最好的一块民品资产, 航天信息未来有可能承担整合集团民品资产的功能。我们不排除集团公司未来从资产整合的角度出发, 将与政府信息化或信息集成有关的资产注入航天信息的可能性。

图 5: 航天信息现金流状况



数据来源: WIND 资讯 国泰君安证券研究所

4. 产品有降价预期 成本存优化空间

4.1. 不排除增值税防伪税控系统未来降价可能

公司的防伪税控专用系统产品价格是由国家发改委确定的。2006 年, 为减轻增值税一般纳税人购买增值税防伪税控系统专用设备的费用负担, 国家发改委对增值税防伪税控系统专用设备的价格进行了重新核定, 增值税防伪税控专用系统单套售价下降了 10.44%, 绝对降价金额为 165 元。而降价时间恰恰是在国税局正式推行增值税防伪税控一机多票系统, 航天信息相关产品销售可能大幅增长的背景下。

随着一般纳税人标准的降低，未来新增一般纳税人的数量增长将是一个必然的进程，对于增值税防伪专用系统的需求也将同步增加。在此背景下，不排除国家有关部门再次重新确定系统销售价格的可能。特别是在目前国内中小型企业面临盈利能力下滑的情况下，国家可能从减轻纳税人负担的角度出发，考虑降价的机会。作为增值税防伪税控专用系统的独家供应商，航天信息可能面临着再次降价的压力。我们认为该产品的降价可能会影响到公司的短期收益，但将有助于巩固公司的长期垄断地位。而且，公司有足够的能力对冲产品降价所带来的负面影响。

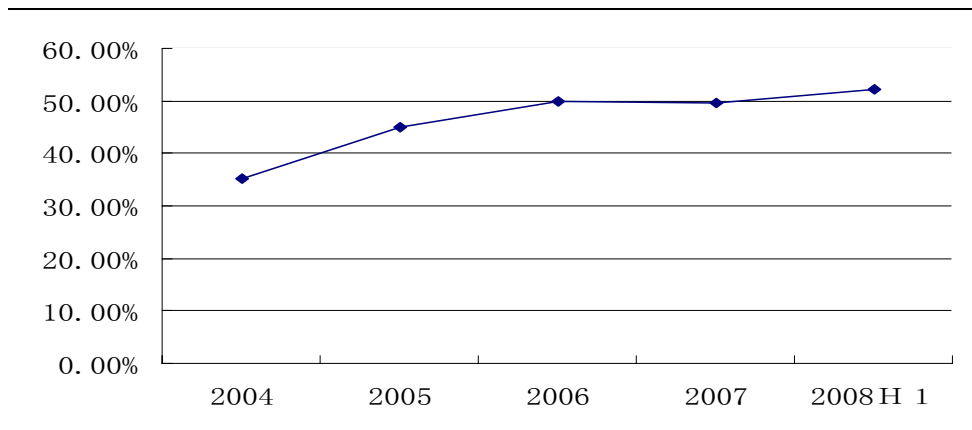
4.2. 成本持续优化将对冲降价风险

研发费用和硬件材料费用是公司核心产品增值税防伪税控专用系统的主要成本构成。随着产品销售周期的延长，研发费用所占比重正逐渐下降，反映在产品综合成本上，则是毛利率的持续上升。通过对过往降价的背景因素分析，我们可以看出，公司产品的降价时机可能是选择在系统预期销售大幅增长的情况下，而在系统预期销售大幅增长的背景下，公司往往可以通过与供应商谈判，通过规模采购来优化成本构成，以达到向上游供应厂商转嫁降价影响的效果。以 06 年的降价为例，该次降价幅度为 10.44%，但公司增值税防伪税控专用系统及其配套产品的毛利率依然由上年的 44.92% 提升至 06 年的 49.82%。随着公司稳定的增值税防伪专用系统销售基数的提升，不排除公司采购成本继续下降的可能性。

在防伪税控专用系统的硬件构成中，芯片是其核心部件，07 年 10 月份之前，公司主要向国外厂商采购。为有效降低核心部件 CPU 的采购成本。公司于 07 年 10 月开始试用中兴集成电路的 CPU。在国产和进口 CPU 并行使用的背景下，公司 08 年中期相关产品的毛利率在 07 年基础上进一步提升了 2 个百分点，至 52.14%。随着国产 CPU 所占比重的持续提高，我们预期 08 全年公司相关产品的毛利率仍有进一步提升的空间。至 09 年 1 月底，公司进口库存已清理完毕，并完全使用国产 CPU。

在公司的数字媒体、IC 卡等硬件产品中，安全芯片、多媒体芯片、IC 芯片等关键核心部件，全部依靠从外部采购，同时还要向相应厂商支付高昂的专利授权使用费。公司为提高核心竞争力，于 07 年末投资 3000 万元对应 60% 的股权成立上海芯片公司，该公司定位于信息安全芯片及多媒体领域芯片的研发。目前公司自主研发的安全芯片的良品率已达到 97%，预计自 09 年 2 月份始试用自产芯片，并用半年左右的时间完成底层软件的移植，我们预期自 2010 年开始公司将正式推出并使用自产的安全芯片。届时公司的相关产品成本将有进一步优化的空间。

图 6: 航天信息增值税防伪税控系统及其配套设备毛利率变动情况



数据来源: WIND 资讯 国泰君安证券研究所

5. 风险因素

5.1. 公司非税控业务盈利能力与资本运营能力有待提升

为维持公司的可持续增长能力,公司在保持原有税控业务垄断市场地位的同时,致力于相关业务的多元化,以充分利用公司的政府资源优势与渠道服务优势,这些业务大多具有政府信息化的特征。从目前来看,公司尚未培育出与税控业务盈利能力相近的其他业务,这将影响到公司投入至其他业务的资本回报能力。

由于公司拥有充裕的现金流,透过资本管道进行资产的收购也是公司发展的一个方向。但到目前为止,公司尚没有展现出在外部并购方面的清晰构想以及战略思路,这将增加未来外部并购业务的不确定性。

5.2. 未来新增一般纳税人测算存在不确定性

随着经济容量的提升,新增一般纳税人规模将是一个持续提升的过程。但由于公司防伪税控专用系统的销售历史较短,且其中有政策变动的外部影响,所以我们并没有获得足够长的历史时间以观察我国新增一般纳税人变化情况。展望未来,在增值税转型后的首个年度,地方税务部门对于政策理解的差异,也为我们测算不同地区新增一般纳税人规模带来了较大的不确定性。

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 基本假设与盈利预测

我们预期 2008-2010 年公司实现防伪税控系统的销售规模分别为 30.5 万套、39.62 万套、42.88 万套。

由于航天信息通过并购股权的方式控制了国内大部分地区的服务单位,未来通过并购而增加服务费收取率的空间已不大,我们预期未来三年公司能够获取服务费的用户数量分别为 152 万套、172 万户、190 万户,服务费的收取率分别为 85%、80%、80%。

我们同时预期公司 2008-2010 年的整体营收分别为 59.07 亿元、70.25 亿元、80.91 亿元。期间费用率预计为 9.8%、9.0%、8.8%。

6.2. 投资建议

基于公司业务的稳健性，以及充裕的现金流状况，我们给予长期增持的评级。其合理的估值区间为 29.98-33.21 元，我们给予 30 元的目标价，对应 2010 年 22 倍 PE。

作者简介:

魏兴耘:厦门大学经济学博士，国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com