



2009 年 4 月 22 日

软件及服务

业绩回顾

分析员：李源

lilisa@cicc.com.cn

赵苏

zhaosu@cicc.com.cn

联系人：邱爽

qius@cicc.com.cn

审慎推荐

航天信息(600271.CH)

1 季报符合预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	3,704.9	4,824.6	5,930.9	7,421.6	8,931.5
(+/-%)	46.7%	30.2%	22.9%	25.1%	20.3%
主营业务利润	1,053.3	1,164.2	1,388.9	1,647.0	1,871.9
(+/-%)	70.5%	10.5%	19.3%	18.6%	13.7%
营业利润	515.2	654.7	786.1	932.6	1,057.7
(+/-%)	45.2%	27.1%	20.1%	18.6%	13.4%
净利润	357.6	470.7	553.5	645.1	733.3
(+/-%)	41.1%	31.6%	17.6%	16.6%	13.7%
每股收益 (元)	0.58	0.76	0.90	1.05	1.19
(+/-%)	41.1%	31.6%	17.6%	16.6%	13.7%
市盈率	44.4	33.7	28.7	24.6	21.6
市盈率 (不含净现金)	36.8	28.0	23.8	20.4	18.0
市净率 (倍)	6.9	5.9	5.2	4.5	3.9
净资产收益率 (%)	15.6%	17.4%	18.1%	18.3%	18.2%
投入资本回报率 (%)	20.5%	21.4%	22.4%	22.4%	21.5%
股息收益率 (%)	1.4%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%

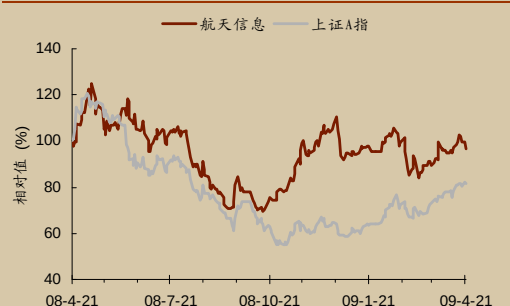
股票信息

股票代码	600271.CH
当前股价	人民币25.78
日成交量 (百万股)	8.71
52周最高价/最低价	人民币35.79/17.10
总市值 (百万元)	15,870
发行股数 (百万股)	616
其中：流通股 (百万股)	397
主要股东 (持股比例)	航天科工集团(36.19%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600271.CH	-3.08	+8.14	-0.85	+2.26
上证A指	+0.34	+11.17	+27.71	+39.23
软件及服务	+5.35	+29.61	+51.65	+65.50

52 周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

09 年 1 季度业绩增长缓慢，符合预期

航天信息 1 季度实现净利润 1.24 亿元，每股收益 0.2 元，同比增长仅 4.8%，符合我们和市场的预期。其中收入仅增长 12.4%，显示“降门槛”效果一般，在我们预料之中。

正面：

- **毛利率维持稳定**，1 季度为 27.8%，一般为全年最高季度，主要是高毛利业务计入进度较平均，而低毛利业务本季度相对计入较少。
- **投资收益同比大幅增长**，从去年同期仅 111 万增加至今年 1 季度的 875 万，主要是今年获得公司持股 3.07% 的集团财务公司上年度业绩分红，按照成本法计入投资收益。

负面：

- **管理费用率上浮 0.5 个百分点至 7.3%**，管理费用同比增长 20.8%，主要是费用投入相对刚性。
- **少数股东权益占比提升**，主要是来自合资服务单位的收入如服务费收入较去年同期有所增加。

估值与建议：

我们维持 2009 年和 2010 年分别为 1.05 元和 1.19 元的每股收益预测，对应当前股价市盈率分别为 24.6 倍和 21.6 倍，如果剔除每股 4.37 元的净现金，市盈率进一步降低为 20.4 倍和 18 倍，在国内软件行业中估值较低。但由于公司面临防伪税控专用设备和服务费价格“双降”的压力，释放业绩的意愿降低，且“降门槛”带来的实际效果一般，因此我们维持“审慎推荐”的投资评级。

图表 1: 09 年 1 季度业绩分析

	年度数据			季度数据				中金简评	
(百万人民币)	2007A	2008A	YoY%	1Q2008	4Q2008	1Q2009	QoQ%	YoY%	
主营业务收入	4,824.6	5,930.9	22.9%	1,021.5	1,783.4	1,148.7	-35.6%	12.4%	“降门槛”效果一般，在我们预料之中
- 防伪税控系统	1,641.6	1,873.5	14.1%	-	-	-	-	-	
- IC卡	43.1	39.6	-8.1%	-	-	-	-	-	
- 系统集成	792.9	800.7	1.0%	-	-	-	-	-	
- 渠道销售	2,139.7	2,904.1	35.7%	-	-	-	-	-	
- 其他	207.3	312.9	50.9%	-	-	-	-	-	
占收比									
- 防伪税控系统	34.0%	31.6%	-2.4%	-	-	-	-	-	
- IC卡	0.9%	0.7%	-0.2%	-	-	-	-	-	
- 系统集成	16.4%	13.5%	-2.9%	-	-	-	-	-	
- 渠道销售	44.4%	49.0%	4.6%	-	-	-	-	-	
- 其他	4.3%	5.3%	1.0%	-	-	-	-	-	
主营业务成本	(3,607.2)	(4,476.7)	24.1%	(737.3)	(1,342.3)	(828.8)	-38.3%	12.4%	
毛利率 %	25.2%	24.5%	-0.7%	27.8%	24.7%	27.8%	3.1%	0.0%	一般为全年最高季度，主要是高毛利业务计入进度较平均，而低毛利业务本季度相对计入较少。
- 防伪税控系统	49.7%	52.4%	2.7%	-	-	-	-	-	
- IC卡	25.9%	25.4%	-0.5%	-	-	-	-	-	
- 系统集成	19.6%	28.8%	9.1%	-	-	-	-	-	
- 渠道销售	8.4%	3.6%	-4.8%	-	-	-	-	-	
- 其他	26.8%	40.3%	13.5%	-	-	-	-	-	
期间费用	(561.8)	(638.1)	13.6%	(99.6)	(267.3)	(117.7)	-56.0%	18.2%	
期间费用率	11.6%	10.8%	-0.9%	9.7%	15.0%	10.2%	-4.7%	0.5%	费用投入相对刚性
营业费用	(178.2)	(196.5)	10.3%	(32.6)	(58.9)	(37.0)	-37.1%	13.6%	
营业费用率	3.7%	3.3%	-0.4%	3.2%	3.3%	3.2%	-0.1%	0.0%	
管理费用	(391.8)	(439.0)	12.0%	(69.8)	(189.6)	(84.4)	-55.5%	20.8%	
管理费用率	8.1%	7.4%	-0.7%	6.8%	10.6%	7.3%	-3.3%	0.5%	
财务费用	24.5	25.2	2.7%	2.8	9.0	4.1	-54.5%	45.2%	
财务费用率	-0.5%	-0.4%	0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	0.1%	-0.1%	
资产减值损失	(16.4)	(27.8)	70.0%	0.0	(27.9)	(0.4)	n.m.	n.m.	
减值损失率	0.3%	0.5%	0.1%	0.0%	1.6%	0.0%	-1.5%	0.0%	
投资收益	52.4	35.3	-32.7%	1.1	1.9	8.7	367.0%	687.2%	今年获得公司持股3.07%的集团财务公司上年度业绩分红
营业利润	654.7	786.1	20.1%	172.1	152.4	195.6	28.3%	13.6%	
营业利润率	13.6%	13.3%	-0.3%	16.8%	8.5%	17.0%	8.5%	0.2%	
营业外收入	59.0	33.7	-42.9%	6.7	12.0	3.3	-72.5%	-50.7%	
营业外支出	(7.1)	(4.8)	-32.6%	(1.0)	(2.9)	(1.9)	-33.3%	93.5%	
营业外收支净额	52.0	28.9	-44.3%	5.7	9.1	1.4	-85.0%	-75.9%	
税前利润	706.7	815.0	15.3%	177.8	161.5	197.0	21.9%	10.8%	
税前利润率	14.6%	13.7%	-0.9%	17.4%	9.1%	17.1%	8.1%	-0.3%	
所得税	(113.7)	(91.2)	-19.8%	(20.4)	(13.9)	(21.0)	51.1%	2.6%	
有效税率	16.1%	11.2%	-4.9%	11.5%	8.6%	10.6%	2.1%	-0.9%	
少数股东损益	(122.3)	(170.4)	39.3%	(39.1)	(36.9)	(52.1)	41.3%	33.2%	
占税后利润%	20.6%	23.5%	2.9%	24.9%	25.0%	29.6%	4.6%	4.7%	来自合资服务单位的收入如服务费收入较去年同期有所增加
净利润	470.7	553.5	17.6%	118.2	110.8	123.9	11.8%	4.8%	
净利润率	9.8%	9.3%	-0.4%	11.6%	6.2%	10.8%	4.6%	-0.8%	
每股收益 (元)	0.76	0.90	17.6%	0.19	0.18	0.20	11.8%	4.8%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	07Vs06	08Vs07	09Vs08	10Vs09
主营业务收入	3,704.9	4,824.6	5,930.9	7,421.6	8,931.5	30.2%	22.9%	25.1%	20.3%
- 防伪税控业务	1,611.6	1,641.6	1,873.5	2,127.6	2,352.1	1.9%	14.1%	13.6%	10.6%
- IC卡业务	54.9	43.1	39.6	39.6	41.6	-21.5%	-8.1%	0.0%	5.0%
- 软件及系统集成	635.7	792.9	800.7	1,041.0	1,249.2	24.7%	1.0%	30.0%	20.0%
- 渠道销售	1,250.1	2,139.7	2,904.1	3,775.3	4,719.2	71.2%	35.7%	30.0%	25.0%
- 其他	152.6	207.3	312.9	438.1	569.5	35.9%	50.9%	40.0%	30.0%
主营业务成本	(2,610.9)	(3,607.2)	(4,476.7)	(5,692.8)	(6,961.2)	38.2%	24.1%	27.2%	22.3%
毛利率 %	29.5%	25.2%	24.5%	23.3%	22.1%	-4.3%	-0.7%	-1.2%	-1.2%
- 防伪税控业务	49.8%	49.7%	52.4%	51.0%	50.5%	-0.2%	2.7%	-1.4%	-0.5%
- IC卡业务	39.9%	25.9%	25.4%	25.4%	25.4%	-14.0%	-0.5%	0.0%	0.0%
- 软件及系统集成	18.9%	19.6%	28.8%	27.8%	27.1%	0.8%	9.1%	-1.0%	-0.7%
- 渠道销售	8.5%	8.4%	3.6%	4.6%	4.6%	-0.1%	-4.8%	0.9%	0.0%
- 其他	27.9%	26.8%	40.3%	39.3%	38.3%	-1.0%	13.5%	-1.0%	-1.0%
主营业务税金及附加	(40.7)	(53.3)	(65.4)	(81.8)	(98.4)	30.9%	22.6%	25.1%	20.3%
主营业务利润	1,053.3	1,164.2	1,388.9	1,647.0	1,871.9	10.5%	19.3%	18.6%	13.7%
费用	(576.5)	(561.8)	(638.1)	(754.4)	(854.2)	-2.5%	13.6%	18.2%	13.2%
费用率	15.6%	11.6%	10.8%	10.2%	9.6%	-3.9%	-0.9%	-0.6%	-0.6%
营业费用	(144.9)	(178.2)	(196.5)	(238.5)	(269.2)	22.9%	10.3%	21.4%	12.9%
营业费用率	3.9%	3.7%	3.3%	3.2%	3.0%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.2%
管理费用	(427.8)	(391.8)	(439.0)	(512.2)	(580.6)	-8.4%	12.0%	16.7%	13.4%
管理费用率	11.5%	8.1%	7.4%	6.9%	6.5%	-3.4%	-0.7%	-0.5%	-0.4%
财务费用	28.3	24.5	25.2	31.1	37.6	-13.3%	2.7%	23.4%	20.7%
财务费用率	-0.8%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	(32.0)	(16.4)	(27.8)	(34.8)	(41.9)	-48.8%	70.0%	25.1%	20.3%
减值损失率	0.9%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	-0.5%	0.1%	0.0%	0.0%
投资收益	38.3	52.4	35.3	40.0	40.0	36.7%	-32.7%	13.3%	0.0%
营业利润	515.2	654.7	786.1	932.6	1,057.7	27.1%	20.1%	18.6%	13.4%
营业利润率	13.9%	13.6%	13.3%	12.6%	11.8%	-0.3%	-0.3%	-0.7%	-0.7%
营业外收入	13.4	59.0	33.7	47.8	56.1	341.6%	-42.9%	41.7%	17.4%
营业外支出	(9.3)	(7.1)	(4.8)	(4.8)	(4.8)	-23.8%	-32.6%	0.0%	0.0%
营业外收支净额	4.1	52.0	28.9	43.0	51.3	1169.2%	-44.3%	48.6%	19.4%
税前利润	519.3	706.7	815.0	975.6	1,109.0	36.1%	15.3%	19.7%	13.7%
所得税	(80.7)	(113.7)	(91.2)	(126.8)	(144.2)	40.8%	-19.8%	39.1%	13.7%
有效税率	15.5%	16.1%	11.2%	13.0%	13.0%	0.5%	-4.9%	1.8%	0.0%
少数股东损益	(80.9)	(113.7)	(170.4)	(203.7)	(231.6)	40.6%	49.8%	19.6%	13.7%
占税后利润 %	18.4%	16.1%	23.5%	24.0%	24.0%	-2.4%	7.4%	0.5%	0.0%
净利润	357.6	470.7	553.5	645.1	733.3	31.6%	17.6%	16.6%	13.7%
净利润率	9.7%	9.8%	9.3%	8.7%	8.2%	0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.5%
每股收益 (元)	0.58	0.76	0.90	1.05	1.19	31.6%	17.6%	16.6%	13.7%

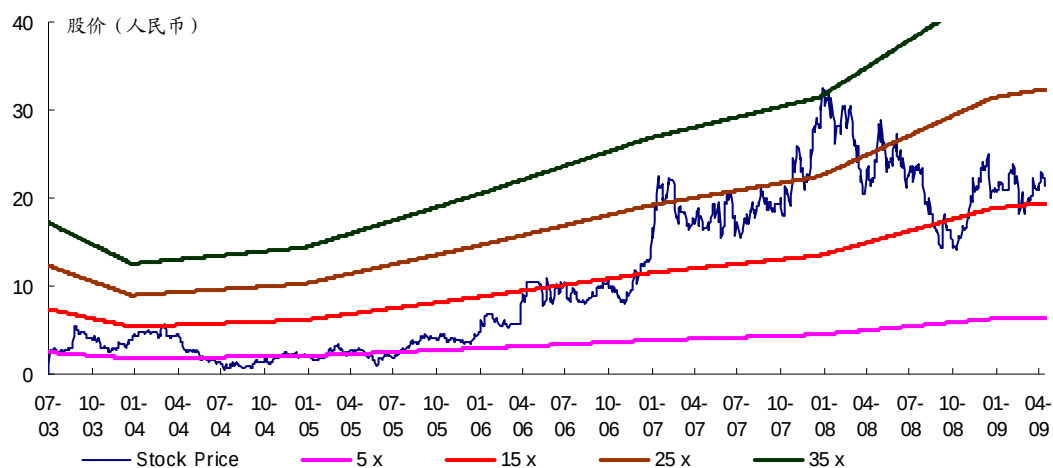
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值对比

	股价	总市值	销售规模	市盈率			利润增长率		PEG
	2009-4-21	(百万美元)	(百万美元)	2007A	2008E	2009E	FY10/FY08	2010E	
A股可比公司									
软件产品及行业应用									
用友软件 (经常性)	CNY 25.41	1,736	193	89.5x	52.6x	45.1x	35.9x	27.8x	27.4%
浪潮软件	CNY 15.10	411	87	162.7x	152.8x	-	-	-	-
航天信息	CNY 25.78	2,323	698	44.4x	33.7x	28.7x	24.6x	21.6x	15.1%
航天信息 (不含净现金)	CNY 21.41	2,323	698	36.8x	28.0x	23.8x	20.4x	18.0x	15.1%
怡亚通	CNY 27.11	981	262	63.7x	82.1x	36.2x	27.7x	25.3x	19.6%
石基信息	CNY 65.07	1,067	40	127.0x	72.0x	49.8x	34.7x	24.1x	43.7%
国电南瑞	CNY 27.05	1,010	157	59.9x	48.5x	38.0x	30.4x	24.0x	25.9%
宝信软件	CNY 24.18	725	266	72.5x	46.3x	33.0x	25.5x	21.5x	23.8%
青岛软控	CNY 21.39	892	73	68.5x	45.6x	28.6x	20.1x	14.8x	39.1%
亿阳信通	CNY 14.11	727	128	58.2x	39.7x	61.1x	31.2x	24.6x	57.6%
新大陆软件	CNY 7.36	487	124	80.7x	38.7x	25.4x	17.7x	15.9x	26.3%
恒生电子	CNY 17.98	782	82	97.8x	42.2x	37.8x	27.5x	17.6x	46.4%
远光软件	CNY 27.12	436	22	77.0x	53.7x	42.3x	32.1x	25.4x	29.1%
延华智能	CNY 12.28	144	29	42.4x	39.6x	44.0x	41.6x	34.4x	13.0%
中值				70.5x	45.9x	37.8x	27.7x	24.0x	25.9%
系统集成									
华胜天成	CNY 12.66	777	325	35.4x	29.7x	26.2x	21.0x	16.8x	25.1%
东华合创	CNY 23.56	979	116	92.4x	70.6x	39.1x	29.3x	23.4x	29.4%
太工天成	CNY 17.28	396	74	67.4x	69.9x	-	-	-	-
中国软件	CNY 28.97	684	274	83.6x	72.2x	67.7x	60.7x	53.1x	12.9%
中值				75.5x	70.3x	39.1x	29.3x	23.4x	25.1%
A股可比公司中值				70.5x	46.3x	37.9x	28.5x	23.7x	25.5%
港股可比公司									
软件产品及行业应用									
中国航信	HKD 4.40	1,008	258	15.2x	12.2x	13.8x	13.6x	12.8x	3.7%
金碟软件	HKD 1.41	350	99	25.6x	18.8x	17.6x	14.4x	11.8x	22.0%
港股可比公司中值				20.4x	15.5x	15.7x	14.0x	12.3x	12.8%
国际可比公司									
软件产品									
Microsoft	USD 18.61	165,453	51,122	15.4x	12.9x	9.9x	10.7x	9.8x	0.5%
Symantec	USD 16.77	13,768	5,199	104.8x	39.9x	13.4x	10.9x	11.0x	10.2%
Adobe	USD 23.46	12,287	3,158	27.6x	18.9x	11.5x	15.8x	14.2x	-10.2%
中值				27.6x	18.9x	11.5x	10.9x	11.0x	0.5%
解决方案									
Sage	GBP 166.80	3,178	1,683	14.1x	14.1x	11.3x	10.7x	10.2x	4.9%
Oracle	USD 18.82	93,788	17,996	29.0x	22.7x	14.8x	13.2x	12.6x	8.4%
SAP	USD 37.49	45,957	n.a.	-	-	18.2x	19.6x	17.8x	1.0%
Citrix	USD 26.04	4,707	1,392	25.8x	22.1x	16.1x	15.9x	14.1x	6.7%
中值				25.8x	22.1x	15.4x	14.6x	13.4x	5.8%
国际可比公司中值				26.7x	20.5x	13.4x	13.2x	12.6x	4.9%

资料来源：彭博资讯、Wind、中金公司研究部

图表 4: 历史市盈率区间 (不含净现金)



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。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。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。