

计算机应用 II

2009 年 8 月 31 日

航天信息(600271)

当前股价: 16.75 目标价: 19.48

增值税控业务仍有增长空间, 其他业务亮点纷呈

投资要点:

投资要点:

公司是国内增值税专用发票防伪税控系统的唯一指定提供商, 在业内享有垄断地位。公司目前收入的 32%和主营业务利润的 66%来自增值税专用发票防伪税控系统及设备, 该业务仍然是公司业绩的主要来源。

我们认为公司在这块核心业务上仍然有望继续增长, 主要理由是国家未来会把更多的纳税主体纳入该体系, 以保障国家税收的监控和收取。今年一般纳税人的降标就是这一主导思想的体现。降标会提高新增用户数在总体企业中的比例。未来个体工商业户也有望纳入该体系, 将增加公司用户 20 万户。我们保守估计 09-11 年公司新增用户数分别为 38 万户、40 万户和 44 万户。新用户数的增长将抵消服务费下调的影响, 同时服务费的下调大多可以按上限执行, 因此影响也会低于预期。

我们认为公司的优势主要有两项一是在税控防伪系统上的技术优势, 这可以使公司可以发展出多方面的产品比如: 网络、软件和系统集成, IC 卡, FRID 系统, 税控收款机等等。而公司另一项优势在于遍布全国的销售服务网络, 因此, 公司未来可以拓展除增值税税控系统外的大量产品。

预期公司 09-11 年每股收益 0.68 元、0.73 元和 0.83 元。目前 09 年-11 年动态市盈率 23.9 倍、22.4 倍和 19.7 倍。目前 A 股类似公司平均估值 09-10 年分别为 31.2 倍和 24.3 倍。公司合理股价为 19.48 元, 对应 09 年动态 28.65 倍市盈率, 我们给予“推荐”的投资评级。该预测尚没有考虑税控收款机大规模采购对业绩的影响, 如果大规模采购将增厚业绩 0.05 元。

研究员: 孙华

电话: 025-84457777-217

E-mail: sunhua2316@sina.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	92340.00
流通 A 股 (万)	92340.00
52 周内股价区间 (元)	14.71-29.86
总市值 (亿)	154.67
总资产 (亿)	46.96
每股净资产 (元)	4.98

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	59.31	6231	7082	8109
+/-%	22.93	5	14	14
净利润 (亿)	5.53	631	673	763
+/-%	17.57	14	7	13
EPS (元)	0.60	0.68	0.73	0.83
P/E	27.95	23.87	22.36	19.72

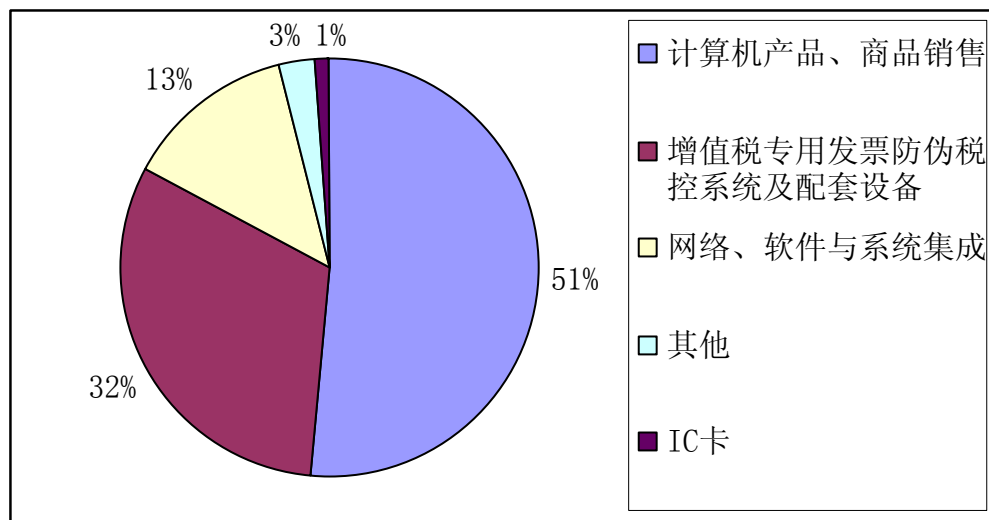
增值税防伪业务仍是公司利润的主要来源

从公司的主营业务收入构成比例可以看出公司收入的主要来源于计算机产品和商品的渠道销售（占 51%）、增值税专用发票防伪税控系统及设备（占 32%）和网络、软件与系统集成（占 13%）。其中计算机产品和商品销售虽然占比最大，但由于只是利用公司遍布全国的销售体系销售产品（90%以上是计算机），因此毛利率较低。今年上半年毛利率为 6.3%，在主营业务利润中占比只有 13%。

公司最核心的增值税专用发票防伪税控系统及设备一直是公司盈利的主体，09 年上半年占主营业务利润的 66%。虽然近年来渠道销售收入大幅增长但从没有撼动核心产品的盈利地位。

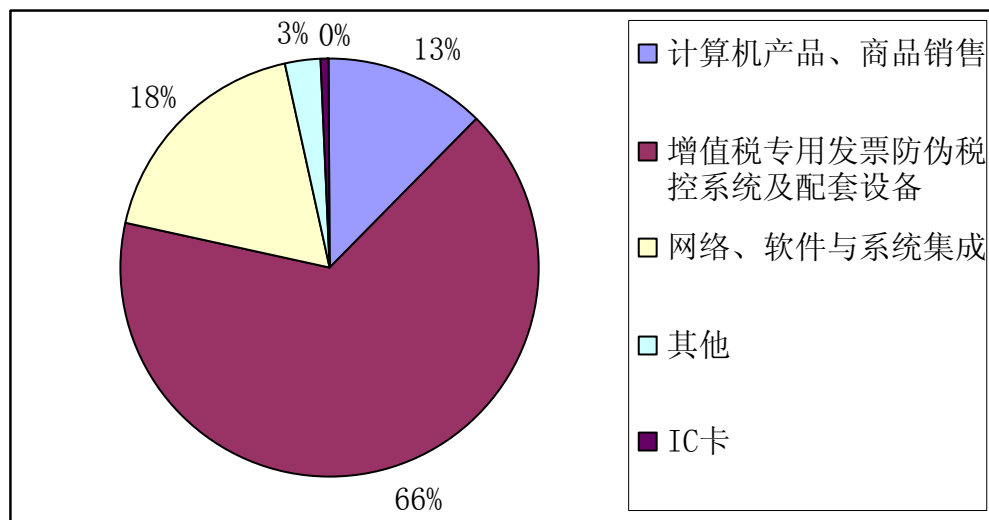
公司的另一块重要业务是网络、软件与系统集成，目前占收入比例是 13%，占主营业务利润是 18%，是公司未来发展的一个重要方向。

图表 1 公司 09 年上半年主营业务收入分产品构成比例



资料来源：Wind 资讯

图表 2 公司 09 年上半年主营业务利润分产品构成比例



资料来源：Wind 资讯

防伪增值税控系统仍有增长潜力

◆ 增值税防伪业务细分

公司是现有增值税防伪系统的发明者和唯一的供应商，其产品和服务对一般纳税人强制推广，其价格由国家发改委定价。因此，公司在该产品上是垄断经营，公司之所以获得垄断经营该业务主要是由于该类全国统一的密码生成、传输和识别系统本身要求排他地使用一种产品。同时，国家为了保障现有税收体制和政策执行，而给予的行政支持。这种格局在较长一段时间内不会发生变化，但政府会对相关产品价格做适当的调整以保障各方面的利益平衡。

图表 3 增值税防伪业务收入细分

增值税防伪业务细分	产品单价（元）	配套率	垄断情况
新用户专用设备销售	1416	100%	法定垄断
新用户非专用设备			
电脑销售	3000 左右	30%-35%	用户可选
打印机销售	2000 左右	20%-25%	用户可选
新用户培训费	200-300	100%	法定垄断
服务费			
新用户 1 年服务费预收中准费	370	100%	法定垄断
老用户年服务费收取中准费	370	100%	法定垄断

资料来源：华泰证券研究所

注：服务费 2009 年 7 月 1 日前为 450 元，此后一般按中准价格上浮 10%收取

增值税防伪系统的销售包括增值税专用设备（主要包括金税卡、读卡器和专用 IC 卡）、非专用设备（包括计算机、打印机等）、新用户培训费、新老用户服务费、网上认证及配套扫描仪收入。此外，销售过程中还需配套部分管理、财务等软件，其收入一般归入网络、软件和系统集成子产品中。

从表中可以看出，公司在增值税防伪系统业务方面的盈利模式为向新用户出售有形产品（包括专用设备和非专用设备）和提供服务（包括培训和服务）；同时向老用户收取服务费。新用户必须使用公司提供的专用设备，而非专用设备则属于可选产品。由于公司可以规模采购，而且保障兼容性，对客户而言选择公司配套产品可以省时省力，所以也有相当的客户选择由公司配套。目前计算机的配套率是 30%-35%，打印机是 20%-30%。

◆ 公司税控业务的增长主要来自新客户的增长

我国目前的增值税征收制度把增值税纳税主体分为一般纳税人和小规模纳税人，2009 年 1 月 1 日以前工业企业和商业企业的划分标准是收入 100 万和 180 万，1 月 1 日以后标准调低到 50 万和 80 万。一般纳税人强制使用增值税专用发票，而小规模纳税人可以选择申请一般纳税人资格。一般纳税人按增值额收取 17%或 13%的增值税，小规模纳税人则按收入的 6%或 4%收取增值税，1 月 1 日起统一调低为 3%。

国家工商总局公布的数据显示 2008 年底全国共有企业 971.46 万户，个体工商户

2917.33 万户。全国企业户数最近几年除 08 年受金融危机的影响增幅低于 1% 以外，增幅大致在 5%-7%，公司新增用户数除 03 年因大规模推广达到 71 万以外，基本都在 20 万到 40 万之间，尤其是最近 4 年都在 30 万到 40 万水平。因此，我们估计随着全球经济复苏，国内经济发展更趋于常态，正常的年新增用户数估计也会在 30-40 万水平。新增用户数一般占当年企业总数的比例在 4% 左右。

◆ 一般纳税人降标对新增用户数的影响

从今年的 1 月 1 日起一般纳税人降标，具体实施办法是原小规模纳税人从年初起一旦达到标准即认定为一般纳税人成为公司的新用户。上半年公司的新增客户估计数为 16 万，比 08 年同比略有增长。由于今年上半年受金融危机影响比较严重，新增用户数超出预期，表明降标作用已经有所体现。由于达标是一个逐月累计的概念，因此降标带来的新增用户数的增加更多的会表现在下半年。在老标准下新增用户数一般占当年企业总数的比例在 4% 左右，降标之后这一比例应当有所提高，我们假定提高到 4.5%，同时假定 09-11 年每年企业总数增长 1%、4% 和 4%，则 09-11 年新用户数将分别为 44 万、46 万和 48 万。如果保守估计 09 年-11 年新用户数将达到 38 万、40 万和 44 万。

图表 4 对 09 年-10 年新增用户数的估计

年份	企业总数	企业数增幅	新增用户数	新用户数/企业总数	备注
2002 年	734.26				
2003 年	769.57	4.8%	71	9.2%	大规模推广首年
2004 年	813.81	5.7%	20	2.5%	
2005 年	856.9	5.3%	32	3.7%	
2006 年	919.07	7.3%	43	4.7%	
2007 年	963.97	4.9%	33	3.4%	
2008 年	971.46	0.8%	30	3.1%	
2009 年	981	1%	44	4.5%	
2010 年	1020	4%	46	4.5%	
2011 年	1061	4%	48	4.5%	

资料来源：国家工商总局、华泰证券研究所

◆ 个体工商户达标户参照一般纳税人管理有望实施

一般纳税人的增值税管理模式正在逐步向多方面发展，国家税务总局和工商总局已经开展个体工商达标户参照一般纳税人管理的工作。目前公司个体工商户用产品验收已经完成，但尚未正式试点。就公司而言这方面的准备已经完成，只是由于其他相关单位的进度不够，所以试点尚无法进行。因此，具体什么时候正式实施还无法确定。个体工商户截止 2008 年底全国共有 2741.53 万户，虽然数量庞大，但大多数收入较低，目前可能达标的用户数在 20 万户左右。一旦推广，收入将会对推广当年新用户数增长有较大的推广作用。

公司其他业务也将纷呈亮点

◆ 网络、软件和系统集成业务将做强做大

目前网络、软件和系统集成业务占收入比例为 13%，占主营业务利润比例为 18%，公司也作为扩大主营，降低对增值税防伪税控系统收入依赖的一个重要发展方向。

公司是国家“金税工程”、“金卡工程”、“金盾工程”的主要承担者之一，公司在电子政务市场上有着雄厚的科研实力，公司正在利用这方面的优势向企业、个人等信息化服务领域拓展。对公司而言，在这方面的拓展有一定的渠道优势，因为公司的增值税防伪税控系统的销售直接面对的就是全国的所有一般企业纳税人，他们对企业管理软件、财务软件或多或少都有需求，公司在这一市场上有广阔的前景。目前公司在这一领域已经仅次于用友和金蝶。

对于原先的政府信息化的市场公司也会继续加强。此次，公司收购华迪计算机也就是出于加强公司在政府信息化产品方面的实施能力的考虑。

华迪计算机成立于 1994 年，经过多年系统集成、行业软件产品研发与项目实施经验的积累，华迪具备丰富专业技术和行业经验，先后承担了国务院办公厅及多个部委的电子政务试点示范工程，以及全国农村党员干部现代远程教育等国家重点项目，研发了一系列具有自主知识产权的行业核心应用产品，并取得了“信息产业部系统集成一级资质”、“工程设计甲级资质”及多项“国家重点新产品证书”等资质。2008 年 10 月，华迪再次入围软件企业收入百强。2009 年 3 月，华迪荣获“2009 年中国软件卓越渠道奖”。目前以电子政务、电子商务、数字资源和系统集成为主要业务方向，覆盖了政府、电力、电信、公安、铁路、国防、教育、烟草等多个重点行业。

此次公司拟出资 9812.83 万元，取得华迪公司 51% 的股权。此次公司投资华迪投资不仅增强了双方在资金、技术、人才、市场等方面的互补性，也将加强公司在电子政务领域的竞争优势、提高核心竞争力和可持续发展能力，对于公司实现打造国内系统集成与解决方案旗舰企业的战略目标具有重要意义。

华迪的收购工作预期会在年内完成，华迪的收入水平在 2-3 亿元。收购完成后对公司网络、软件和系统集成业务的增长有重要的作用。

◆ IC 卡业务增长略有放缓，芯片自给将会对降低公司税控业务成本又重要意义

08 年 IC 卡业务有所放缓，主要是目前 IC 卡运用出现短期低谷，比如二代身份证已经基本发放完毕，各大城市的公交卡基本普及。不过好在 IC 卡业务本身占公司收入和利润的比例极低，对公司业绩影响甚微。从 09 年上半年看，销售已经恢复。

公司在上海投资的上海航芯目前承担着公司现有 IC 卡特别是税控系统专用芯片的设计工作，目前税控产品约有近 30% 使用该公司芯片，未来有望全部自给。芯片自制比例的提高将大大降低该业务的成本。该公司由于该类产品的的设计已经趋向成熟，未来完全可能大规模向公司以外客户供货。

◆ RFID 业务

公司 RFID 业务目前走在国内前列，可以提供交通、物品安全、物流、智能仓储及旅游、证照防伪等多个行业的 RFID 应用解决方案。公司去年为北京奥运会开发的“奥运食品安全（RFID）追溯管理系统”顺利上线，可以全程追溯从原料到销售的各个环节，表明公司在这一产品的技术上已经没有问题，同时也看到了这项技术广泛的应用前景。但 RFID 的推广

和运用是一个涉及的多方面的系统工程，目前从技术上看已经没有问题，但是需要政府大力的推动，才会有大的市场机会出现。随着社会的发展和进步，RFID 的市场机会肯定会出现，公司在技术和产品上其实已近做好了准备，而且公司还有品牌和市场渠道的优势。航天信息在全国有近 50 家控股服务单位、上万人组成的庞大销售网络，防伪税控终端 200 万的用户，都是潜在的客户资源。

因此，RFID 业务会是一个有潜力的产品，现在需要的只是市场的东风。

◆ 税控收款机未来应用可能进一步提速

如果全国的个体工商业户全部安装数控收款机，如果每个用户安装一台，总数量估计为 3000 万台，由于目前竞争比较激烈，每台价格我们估计在 2000 元左右，则税控收款机的总市场规模在 600 亿元。如果 5 年推广，则每年市场为 120 亿元。税控收款机不同于增值税防伪设备，目前能够提供的厂商全国有几十家，因此每家获得的市场份额有限。但航天信息不论从产品上还是从渠道上说无疑是最具有竞争实力的一家，7 月份公司又中标了江苏省的国地税，从中标的省份看，目前排在前列。目前虽然推广工作已经开始，但总的采购量并不大。我们估计未来航天信息这一市场的占有率可以达到 8%，即每年 9.6 亿元收入。我们认为这一市场已经基本成熟，就看各个省市放量采购的情况。值得关注的是前不久江苏省税控收款机招标采购金额已达 20 亿元，包括航天信息在内的 10 家供应商中标。这很可能预示着税控收款机的大规模采购已经拉开序幕。如果该产品的净利润率按 5% 计算，则公司这一块利润可达 4800 万元，对应每股 0.05 元。如果考虑到相关的服务费、培训费，实际的收入和利润还会提高。

◆ 卫星通讯产品是公司发展的另一个伏笔

公司 07 年收购了湖南卫通，湖南卫通公司是由国有军工雷达研制与生产的专业厂改制设立。拥有数字卫星电视接收机、卫星接收天线等四种卫视设备生产许可证，是军工系统、湖南省唯一一家具有两种以上产品许可证的企业。公司还拥有销售许可证、安装许可证、十多种广播电视设备入网证和 3C 认证等资质。主要从事生产销售卫星通信、移动通信和卫星电视接收设备、有线电视设备、器件及军用零部件。国内卫星通讯产品近几年还处于市场培育时期，未来国内自研的新一代北斗定位系统的运行将会激发这一市场的启动。

公司的核心竞争力和优势

◆ 多项产品国内领先的技术优势

目前公司已拥有国家许可的电子认证 CA 中心、全部自主知识产权的安全密码芯片，同时在防伪税控系统延伸产品、电子政务和电子商务软件、税控收款机、数字多媒体卫星地面接收终端、RFID 产品等方面的研发均处于国内领先水平。安全密码芯片和防伪税控产品已经转换为生产力，这些技术还将在更多领域继续得到运用，其他科研成果也将逐步产业化并创造利润。

◆ 遍布全国的销售渠道

航天信息在全国拥有 40 多家省级服务单位、加上地市、县级服务单位有 600 多个，上万人组成的庞大销售网络。此外，公司截止 2008 年底拥有防伪税控终端 207 万用户，都是公司潜在的客户资源。公司近年来渠道销售的快速发展就是这一销售体系附加价值的体现。公司未来多类产品不断产业化过程中，销售渠道实际上已近提前完成。因此，强大的销售服务网络是公司未来各项业务发展的有力支撑。

大量现金类资产中相当部分是用于日常营运

中报显示公司货币资金约 27 亿元，公司下属子公司较多其中部分属于下属公司的周转用现金。归属母公司的现金约为 18 亿元，其中募集资金 2.5 亿，再除去母公司日常营运对现金的需求，剩余的现金估计在 7-8 亿元。公司也希望提高该部分资金的使用效率，以回报股东，公司如果发现好的项目一定会予以投资，但目前正处于金融危机的时期，集团对公司的要求是捂紧钱袋子，决策效率方面可能会受一定影响。

盈利预测和估值

09 年 7 月 1 日以后，服务费中准价格下降为 370 元/年，不过目前基本按上浮 10%收取，即 409 元，为了谨慎起见我们平均按 390 元计算。我们对公司最主要业务增值税税控业务收入估计和预测如下：

图表 5 公司增值税税控业务收入估计与预测

	2008	2009H1	2009H2	2010	2011
年底总用户数（万）	207	213	228	252	279
消亡户数（万）	20	10	7	16	17
新增用户数（万）	30	16	22	40	44
每户年服务费（元）	450	450	390	390	390
保有户服务费收取率	75%	73%	75%	78%	80%
老客户服务费收入（万元）	59738	32357	30128	64490	73320
新增户年服务费收入（万元）	13500	7200	8580	15600	17160
服务费收入（万元）	73238	39557	38708	80090	90480
新开户购买系统设备收入	95880	45184	62766	112800	124696
专用设备收入（万元）	42480	22656	31152	56640	62304
专用设备购置（元/户）	1416	1416	1416	1416	1416
非专用设备购置（元/户）	53400	22528	31614	56160	62392
计算机销售收入（万元）	34650	14848	21054	36960	40392
打印机销售收入（万元）	18750	7680	10560	19200	22000
网上认证费（万元）	5000	2500	2000	3000	3000
培训费（万元）	7500	4000	5500	10000	11000
每年户培训费（元）	250	250	250	250	250
合计	181618	91241	108973.5	205890	229176

图表 6 其他各主要产品收入预测

（万元）	2008	2009H1	2009H2	2010	2011
合计	580762	287386	335478	707638	810137

计算机产品、商品销	290411	147099	169164	370028	425532
增值税防伪税控系统及配套设备	181618	91241	108974	205890	229176
网络、软件与系统集成	80075	37875	43935	102263	120670
其他	24699	8250	9900	22325	26343
IC 卡	3959	2921	3505	7133	8417

图表 7 毛利率预测

毛利率	2008	2009H1	2009H2	2010	2011
计算机产品、商品销	3.7%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%
增值税防伪税控系统及配套设备	52.4%	53.6%	51.0%	53.5%	53.8%
网络、软件与系统集成	28.8%	35.2%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	26.9%	26.1%	26.0%	26.0%	25.0%
IC 卡	25.4%	12.5%	15.0%	18.0%	18.0%
综合	25.04%	23.49%	25.48%	24.87%	24.69%

资料来源：华泰证券研究所

如果不考虑税控机大规模采购启动，公司 09-11 年每股收益 0.68 元、0.73 元和 0.83 元。目前 09-11 年动态市盈率 23.9 倍、22.4 倍和 19.7 倍。目前 A 股类似公司平均估值 09-10 年分别为 31.2 倍和 24.3 倍。我们认为公司目前价值相对低估。公司技术上国内领先、主要产品市场拥有垄断地位、业绩稳定而且存在超预期的可能，至少应当获得行业内平均市盈率水平。如果 09 年按市场平均 31.2 倍计算公司合理股价为 21.22 元，如果 10 年按市场平均 24.3 倍计算，则合理股价为 17.74。取中位值则公司合理股价为 19.48 元。我们给予“推荐”的投资评级。

图表 8 A 股相关公司估值比较

证券代码	证券简称	2008	2009	2010	2011
600271.SH	航天信息	17.6	23.9	20.3	17.0
002152.SZ	广电运通	23.0	23.0	18.3	14.5
002177.SZ	御银股份	27.1	32.6	24.0	19.2
000997.SZ	新大陆	51.8	45.3	34.7	29.9
	平均	29.9	31.2	24.3	20.2

资料来源：华泰证券研究所

投资风险

公司增值税防伪系统及服务的价格由国家发改委确定，随着用户数的提高，公司产品的成本在下降，未来发改委存在继续降价的可能。由于今年 7 月 1 日刚刚调价，短期价格再调整的几率较小。

附表 1 盈利预测表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5931	6229	7076	8101
营业成本	4477	4641	5317	6101
营业税金及附加	65	69	78	89
营业费用	197	206	234	268
管理费用	439	458	509	575
财务费用	-25	-14	-20	-26
资产减值损失	28	22	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	35	58	47	52

营业利润	786	906	980	1123
营业外收入	34	35	34	35
营业外支出	5	6	5	6
利润总额	815	935	1009	1152
所得税	91	136	146	167
净利润	724	799	863	985
少数股东损益	170	168	189	221
归属母公司净利润	553	632	674	764
EBITDA	824	956	1033	1176
EPS (元)	0.90	0.68	0.73	0.83
P/E	18.1	23.9	22.4	19.7

资料来源：华泰证券研究所

附表 2 预测资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3706	4460	5282	6222
现金	2571	3215	3873	4612
应收账款	288	318	368	410
其它应收款	96	98	108	122
预付账款	198	205	248	274
存货	537	602	664	778
其他	16	21	21	26
非流动资产	989	905	903	878
长期投资	60	64	67	64
固定资产	519	546	541	516
无形资产	91	127	140	163
其他	320	167	155	135
资产总计	4696	5364	6185	7100
流动负债	1150	1190	1270	1381
短期借款	2	10	13	8
应付账款	235	264	296	335
其他	913	916	961	1037
非流动负债	39	35	39	41
长期借款	0	0	0	0
其他	39	35	39	41
负债合计	1189	1225	1309	1422
少数股东权益	441	609	797	1018
股本	616	923	923	923
资本公积	572	264	264	264
留存收益	1878	2343	2890	3472
归属母公司股东权益	3065	3531	4078	4659
负债和股东权益	4696	5364	6185	7100

资料来源：华泰证券研究所

附表 3 预测现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	665	736	787	910
净利润	724	799	863	985
折旧摊销	63	65	73	80
财务费用	-25	-14	-20	-26
投资损失	-35	-58	-47	-52
营运资金变动	-96	-77	-95	-97
其它	35	21	13	20
投资活动现金流	-51	63	-26	-9
资本支出	179	30	30	30
长期投资	77	-79	23	-1
其他	205	14	26	20
筹资活动现金流	-246	-156	-103	-161
短期借款	-26	8	3	-5
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	308	308	0	0
资本公积增加	-357	-308	0	0
其他	-170	-164	-106	-157
现金净增加额	368	644	658	740

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。