

降标、经济复苏促年底销售加速

税控收款机、财务软件又添新动力

投资要点:

- 降低一般纳税人标准后, 由于累积认定政策, 3、4 季度新申报的用户数将会加速。预计全年防伪税控系统销售可达 39 万套, 并很可能更多。对达标的个体工商户推广也即将启动。
- 宏观经济转暖, 银河证券宏观组预测 4 季度到 2010 年 1 季度 GDP 同比增长率将达 10% 以上, 这将导致新增一般纳税人加速, 我们预计这个高潮将在 2009 年 4 季度及 2010 年上半年出现。
- 税控收款机沉寂多年, 近期正进入实质性推广阶段。今年国家税务总局在北京、上海大规模推广, 这是有史以来首次在某一地区大规模推广应用。预计 2010 年将会在其他地区扩展推广。
- 税控收款机未来总市场规模或超 300 亿元, 航天信息在大多数已招标的省市、行业胜出, 各省市内限制供应商数在 5-7 家使得竞争有序, 厂商可获得合理利润。
- 财务和企业管理软件销售迅速增长, 2008 年销售超过 8000 万元, 预计 2009 年增长 50% 以上。公司利用税务产品网络销售财务软件, 费用低、效益好, 利润率高。
- 公司是国内 RFID 生产和集成应用的领先企业, 建有年产 5000 万枚的生产线, 并承接了奥运食品安全溯源、国内重点科技支持的国家粮食物流等重大项目。
- 我们预计公司 2009 年净利润增长 25.8% 达到 6.96 亿元, 每股收益 0.75 元, 2010 年利润增长率将达 18%。2009 年预期市盈率 23 倍, 再有公司经营现金流优异, 在科技股中属估值偏低者。
- 维持投资评级: 推荐。

主要财务指标

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	4825	59301	6863	7378	7976
EBITDA	638.88	812.20	700.00	800.45	1022.01
净利润	470.73	553.45	696.00	826.69	983.22
摊薄 EPS(元)	1.53	0.90	0.75	0.90	1.06
PE(X)	11.31	19.24	22.95	19.32	16.22
EV/EBITDA(X)	5.43	10.49	19.00	15.82	11.66
PB(X)	1.76	3.04	3.82	3.21	2.70
ROIC	16.21%	19.05%	13.45%	13.07%	14.28%
总资产周转率	1.24	1.32	1.37	1.28	1.19

资料来源: 中国银河证券研究所

推荐 维持评级

合理价位: 22.5 元

分析师

王家炜

✉: wangjiawei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8272

市场数据 时间 2009.10.20

A 股收盘价(元)	17.35
A 股一年内最高价(元)	19.88
A 股一年内最低价(元)	11.61
上证指数	3084.9
市净率	5.01
总股本(万股)	92340
实际流通 A 股(万股)	92340
流通 A 股市值(亿元)	160.0

相关研究

1. 《航天信息-防伪税控产品推广渐行渐快》(2009.9)

投资概要：防伪税控销售年底加速，税控收款机推广实质性启动

驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 防伪税控系统是目前最为有效的增值税控税方式，国家税务总局将会持续逐步推动其扩大应用范围，平均每 2 年就会有新的推广政策，使防伪税控系统需求不断增加。

(2) 降低一般纳税人标准后，按照最初国家税务总局测算，将会增加 30 万用户以上。由于实行累积认定办法，第 3、4 季度申请的企业将会越来越多；再者国税总局有强制征收的规定，我们估计符合标准的企业将会在 2 年内均成为一般纳税人。

(3) 宏观经济转暖，银河证券宏观组预测 4 季度到 2010 年 1 季度 GDP 同比增长率将达 10% 以上，这将导致新增一般纳税人加速，我们预计按照年率至少增加 5 万户。

(4) 预计 2009 年、2010 年分别销售防伪税控系统 39 万套和 42 万套。

(5) 增加税收的压力越来越大，国税总局将在 2010 年及以后继续实质性推广税控收款机应用。总市场容量 1000 万台，市场总需求规模 300 亿元，分 3-5 年完成。作为最领先企业航天信息将占有 15% 的市场份额。

(6) 财务软件/小型企业管理软件市场规模每年增长 15% 以上，以防伪税控系统服务网点遍布全国的航天信息财务软件市场份额将迅速增长，预计 2009 年销售收入增长 50% 以上，2010 年及以后继续快速增长。

我们与市场不同的观点：

(1) 有人认为防伪税控系统已丧失成长性，我们认为防伪税控系统销售将加速，原因是累积认定导致年底申请用户数迅速增加，宏观经济也将使自然增长率提升。

(2) 许多人对税控收款机产品已毫无关注，我们认为最近国税总局推广税控收款机的力度与过去多年不同，在少数地区首次实现大范围推广，现在开始进入实质性推广应用阶段。

(3) 有投资者忽略了公司财务软件/小型企业软件业务，我们认为公司财务软件业务已度过初创期，开始进入成长收获期，成长快，利润率高，对公司盈利增长具显著意义。

(4) 航天信息是领先的 RFID 生产和集成应用企业，人们经常忽视这一点。

公司估值与投资建议：

公司 2009 年预期市盈率 23 倍，在软件与硬件行业中偏低，再考虑到公司优异的经营现金流和稳健可预期的成长性，股价被低估。维持投资评级：推荐。

股价表现的催化剂：

(1) 2009 年 4 季度防伪税控系统销售加速超过预期。(2) 国税总局计划 2010 年加大税控收款机推广力度。

主要风险因素：

(1) 防伪税控系统被取代是最大风险，尽管目前看几不可能。(2) 税控收款机推广进度又突然放缓。(3) 航天科技集团持续减持可造成短期股价压力，但无碍中长期走势，减持原因是航天科技集团的资金回笼政策。

目 录

公司价值评估	2
现金流贴现估值显现价值	2
相对估值显偏低	2
盈利预测	3
降标和强制征收政策推动防伪税控增长	5
防伪税控及相关延伸产品构成利润核心	5
3、4 季度防伪税控产品销售呈现加速	6
公司的增值税防伪税控产品不会被取代	8
税控收款机近期可能进入实质性全面推广	10
税控收款机有可能在今年开始有力推广	10
税控收款机极其在其他国家的应用	10
总市场规模约 300 亿元	10
行业竞争已较为缓和	11
航天信息在大多数已招标项目中胜出	11
其他重要产业	12
财务软件成为新盈利推动点	12
国内 RFID 领军企业	12
降低并购扩张预期	13
附录 1 航天信息财务报表及预测	14
附录 2 自由现金流贴现敏感性分析及中间计算结果	15
附录 3 增值税实施的相关政策	16
《增值税暂行条例实施细则》相关要点	16
增值税一般纳税人认定有关问题	16
上海国税局关于一般纳税人认定的通知	17

公司价值评估

现金流贴现估值显现价值

我们采用 DCF 方法对公司估值，应用预期自由现金流贴现的方法。

第一阶段为 2009 年到 2011 年。此阶段伴随一般纳税人标准降低，增值税防伪税控系统推广加快；同时税控收款机开始取得规模收入，并在短期内迅速增长；财务软件与 ERP 软件销售也进入规模销售。第二阶段为 2012 年到 2017 年，公司的业绩成长率降低到 10% 以下，成长的动力主要来自于累积一般纳税人用户的服务收入增加，同时财务软件与 ERP 软件的销售规模开始促进公司盈利增长。第三阶段为 2018 年及以后，永续增长率为 3.5%，公司进入稳态并低速增长，此时公司存在低度有息负债。

我们得到公司的贴现价值为 19.32 元。

表 1 航天信息（600271）自由现金流贴现的条件及结果

WACC	10.78%	Ke	14.04%
永续增长率	3.50%	Kd	8.10%
终值	51793	t	16.09%
企业价值	1787475	Rf	4.30%
非核心资产价值	591718	E (Rm)	13.00%
债务价值	3690	Rm - Rf	8.70%
股权价值	1783785	D/A	0.69%
股本	92340	E/A	99.31%
每股价值（元）	19.32	Beta	1.12

资料来源：中国银河证券研究所

相对估值显偏低

与 A 股市场计算机软件和硬件行业上市公司比较，航天信息 2009 年预期市盈率只有 23 倍，具有比较优势。如果再考虑其盈利的稳定性、非常好的经营现金流、以及约 20 亿元未投入使用的资金，公司的比较价值优势更为明显，见表 1。在 P/B-ROE/Ke 的坐标图中，见图 1，也显示航天信息具有更为安全的投资性。表 2 是航天信息与海外市场的比较。

表 2 航天信息与国际资本市场的价格比较

	PE-2008	PE-2009E
航天信息	18.2	23.2
DELL	11.2	14.8
HP	13.5	13.0
联想	—	75
金蝶	14.9	17.6

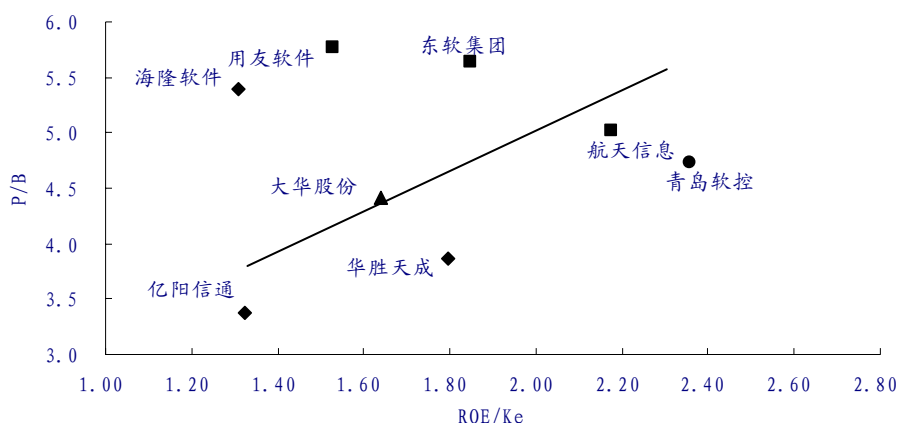
资料来源：Bloomberg 及中国银河证券研究所

表 3 航天信息（600271）与软件及硬件行业上市公司相对估值比较

		EPS				PE			
		2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
东软集团	600718	0.52	0.68	0.82	1.11	39.9	30.5	25.3	18.7
浙大网新	600797	0.09	0.17	0.21	0.27	66.4	35.2	28.5	22.1
海隆软件	002195	0.39	0.46	0.52	0.59	48.1	41.2	36.3	31.8
石基信息	002153	0.69	0.90	1.18	1.62	48.7	37.3	28.5	20.7
华胜天成	600410	0.44	0.56	0.68	0.77	27.4	21.5	17.7	15.7
亿阳信通	600289	0.21	0.53	0.69	0.76	64.3	25.5	19.6	17.8
东华软件	002065	0.42	0.65	0.86	1.07	46.3	29.9	22.5	18.1
同方股份	600100	0.26	0.34	0.39	0.43	60.6	46.5	40.2	36.5
航天信息	600271	0.60	0.75	0.90	1.06	28.9	23.1	19.3	16.2
广电运通	002152	0.97	1.24	1.58	1.87	30.8	24.1	18.9	15.9
远光软件	002063	0.37	0.52	0.64	0.78	41.7	29.7	24.3	19.9
川大智胜	002253	0.48	0.69	1.04	1.58	74.0	52.2	34.3	22.7

资料来源：中国银河证券研究所

图 1 航天信息与其他 IT 个股的 P/B-ROE/Ke 比较



资料来源：中国银河证券研究所

盈利预测

我们预计公司的防伪税控系统需求在 2009 年和 2010 年都保持稳定较快增长态势,降低一般纳税人门槛的效应并未全部集中在 2009 年显现,因为国家税务总局及各地国税局采取了逐渐推进的方式,以缓和企业的适应过程。

公司 2008 年销售防伪税控卡 30 万套,预计 2009 年销售 39.0 万套,2010 年加大推广力度并实现 42 万套的销售,其中包括个体工商户将纳入增值税防伪税控体系中,并在 2009-2010

年完成推广。假如政府采取措施全力推广，那么 2009 年就将销售超过 50 万套的防伪税控卡。

随防伪税控卡销售的计算机配套率为 31%，打印机配套率为 28%，短期内配套率保持稳定，长期中缓慢攀升。配套 PC 机虽为标准化产品，但并非市场通用型号，打印机由公司专门设计与生产，这样配套产品将可保持更好适用性并实现较高毛利率。

防伪税控系统技术服务费中准价格虽然从 450 元降低到 370 元，但是实际执行普遍上浮 10%至 407 元。随着防伪税控系统的销售累积，直接服务用户数继续增加。随着公司对于参股公司的整顿，控股子公司比重上升，对最终用户的服务比重上升，这也将增加合并报表中的收入。

税控收款机的推广在局部地区出现加速，预计全年销售 13 万台，平均每台 2000 元，实现 2.6 亿元收入；2010 年普及地区扩大，销售 15 万台，实现 3 亿元收入。随着国家财政紧张及多年准备工作，全国范围内税控收款机的普及推广开始进入实质阶段。

财务软件开始进入收获期，预计 2009 年销售 1.36 亿元，2010 年增长 15%达到 1.56 亿元。这部分收入为套装软件，销售毛利比重非常高，公司利用各地网点使销售费用非常低，这部分对净利润增长贡献明显。

系统集成、渠道销售产品，销售额较大而毛利率一向较低，对于公司利润贡献微薄。

我们预测公司 2009 年销售收入将达到 68.6 亿元，实现净利润 6.96 亿元，同比增长 25.8%，每股收益 0.75 元。2010 年公司将实现净利润 8.27 亿元，增长 18%，每股收益 0.90 元。

2009 年公司管理层注重压缩费用，费用增长率低于收入增长率，这是 2009 年盈利增长的一个原因。

同时投资收益没有明显增长，有投资者抱怨公司的理财方式过于保守，从另一方面讲，这也许是投资者之福。

表 4 公司分类收入预测

营业收入预测		2007	2008	2009E	2010E	2011E
防伪税控卡	防伪税控卡(万套)	39.5	30.5	39.0	42.0	40.0
	单价(元)	1416	1416	1416	1416	1416
	销售额(万元)	55932	43188	55224	59472	56640
税控收款机	销量(万台)			13.00	15.00	20.00
	单价			2000	2000	2000
	税控收款机收入(万元)			26000	30000	40000
ERP/财务软件	收入(万元)			13600	15640	20332
	增长率				15.0%	30.0%
其他收入				略	略	略
营业收入(万元)		482,464	593,088	686,340	737,802	797,640
增长率%		30.2%	22.9%	15.7%	7.5%	8.1%

资料来源：中国银河证券研究所

表 5 收入和盈利预测

利润表预测 (单位: 万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	482464	593088	686340	737802	794947
增长 (YOY)	30.22%	22.93%	15.72%	7.50%	7.75%
减: 营业成本	360716	447665	518714	553951	596433
毛利率	25.2%	24.5%	24.4%	24.9%	25.0%
销售费用	17817	19653	30885	31725	30863
管理费用	39182	43895	65202	70091	70433
EBIT	59415	75336	63974	73903	87658
营业利润	65474	78605	94547	112740	126217
增长 (YOY)	27.09%	20.06%	20.28%	19.24%	11.95%
加: 营业外收入	5902.43	3369	3899	4191	4495
税前利润	70670	81498	98446	116931	130712
归属于母公司所有者的净利润	47072	55345	69600	82669	98322
增长 (YOY)	31.6%	17.6%	25.8%	18.8%	18.9%
销售净利率	9.76%	9.33%	10.14%	11.20%	12.37%
少数股东损益	12226	17035	17032	20230	24061
每股收益	1.53	0.90	0.75	0.90	1.06
股本	30780	61560	92340	92340	92340

资料来源: 中国银河证券研究所

降标和强制征收政策推动防伪税控增长

防伪税控及相关延伸产品构成利润核心

公司的核心业务仍为增值税防伪税控系统, 占公司收入的 31.9%, 占营业毛利的 70.3%, 并贡献了超过 80% 的净利润。相关产品包括两部分, 第一部分是防伪税控卡, 由航天信息开发并唯一生产, 销售价格由发改委、国家税务总局和公司共同确定; 第二部分是防伪税控系统的配套产品, 包括计算机、发票打印机等, 这类产品为竞争性产品, 其他公司也可提供。

配套产品计算机和打印机虽然是不排他的竞争性产品, 但是用户在公司购买防伪税控卡时一同购买和安装会更方便, 而且利用销售防伪税控卡的网点进行销售和维护, 销售和维护费用低, 因此公司在此类产品上也很具竞争力, 这部分业务对公司利润具有积极贡献。

配套用的发票打印机为公司自主开发与生产, 专业特性强, 其销售毛利率较高, 对公司盈利贡献明显。配套用的计算机为公司向其他 PC 大厂采购再由用户选择购买, 航天信息通过批量购买降低了采购成本, 再通过定制型号提升销售利润, 其销售毛利率高于普通意义上的 PC 销售, 而且销售和维护费用低。

表 6 公司分类产品收入及毛利（2008 年）

（百万元）	主营收入	占收入比例	毛利	毛利占比	毛利率
增值税防伪税控系统及配套设备	1,873.52	31.94%	981.54	70.32%	52.4%
IC 卡片	39.59	0.68%	10.07	0.72%	25.4%
网络、软件与系统集成	800.75	13.65%	230.46	16.51%	28.8%
渠道销售	2,904.11	49.52%	106.00	7.59%	3.7%
其他	246.99	4.21%	66.44	4.76%	26.9%
合计	5,864.96	100.00%	1,395.86	100.00%	23.8%

资料来源：中国银河证券研究所

公司产品结构向合理化方向转变，防伪税控相关产品占收入比例从 2004 年的 75.6% 已下降为 2008 年的 31.9%，同时其毛利率由 2004 年的 35.1% 提升到 2008 年的 52.4%，提升幅度相当高。

其他各类产品的销售毛利率在 2004 年到 2008 年间的提升幅度都相当可观，从原来的平均 8% 左右，已提升到 26% 附近。

表 7 公司各类产品比重变化及毛利率变化

	占收入比例 (2008)	占收入比例 (2004)	毛利率 (2008)	毛利率 (2004)
增值税防伪税控系统及配套设备	31.9%	75.6%	52.4%	35.1%
IC 卡片	0.7%	2.1%	25.4%	6.5%
网络、软件与系统集成	13.7%	11.0%	28.8%	8.8%
渠道销售	49.5%		3.7%	
其他	4.2%	11.3%	26.9%	10.7%
合计	100.0%	100.0%	23.8%	28.8%

资料来源：中国银河证券研究所

3、4 季度防伪税控产品销售呈现加速

累积认定政策使下半年申请一般纳税人企业开始迅速增加

进入 5 月份以后公司增值税防伪税控系统销售不断向好，上半年防伪税控卡销售数量同比增长 8%，而在 3 季度销售增速不断加快。一般纳税人降低标准后因为采取累积认定方式，进入下半年开始要求被认定的原小规模纳税人用户越来越多。我们估计防伪税控卡的销售很有可能超过原来的预期，或许全年超过 40 万户。

从今年开始增值税一般纳税人标准降低，工业企业年销售额从 100 万元下降为 50 万元，商业企业从 180 万元下降为 80 万元。税务总局还制订了强制征收政策，即达到上述标准但未申报一般纳税人的企业，按照增值税税率征收（13 或 17%），且不允许抵扣，这是非常严重的处罚。因此预计多数达到标准的企业都将自行申报。如果国家有意放松执行力度，企业将会在 2009-2010 年两年完成大部分的达标企业的申请和批准。

表 8 一般纳税人标准的变动

(万元)	2008 年及以前	2009 年
商业企业	180	80
工业企业	100	50

资料来源：中国银河证券研究所

国税总局及地方国税局制订有强制征收政策

国税总局 2008 年 12 月份下发的《增值税暂行条例实施细则》第三十四条明确指出：纳税人销售额超过小规模纳税人标准，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。

国税总局 2008 年 12 月份下发《关于增值税一般纳税人认定有关问题的通知》，强调 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。

上海市国税局 2009 年 1 月下发的《关于转发“国家税务总局关于增值税一般纳税人认定有关问题的通知”的通知》指出，2009 年末市局将抽取全年应税销售额超过新标准的小规模纳税人名单，对未按规定申请办理一般纳税人认定手续的，自 2010 年 1 月起，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。

今年国家财政紧张，从各种迹象看，从中央政府到地方对于税收征管只会更加从严。税务总局制定了强制征收的政策，预计各地国税局也会采取措施执行这一政策。

个体工商户将很快纳入到一般增值税人体系中

国家工商总局很可能在近期开始推动将符合标准的个体工商户也纳入到一般纳税人体系中，并使用增值税防伪税控系统。因为国内税收形势紧张，我们估计税务总局不久将开始推广。因为个体工商户的标识和企业不同，需要对相关防伪税控产品进行改动，航天信息已经完成相关产品的研发和测试工作。

我们预计未来纳入一般纳税人的个体工商户总数会较为有限，也许会低到只有几万户。据税务总局测算，全国符合 50-80 万元标准的个体工商户约有 20 万户，完全理想情况下将会增加 20 万套增值税防伪税控产品的需求。但是这种推广并非强制认定，考虑到个体工商户的经营特点和税务现状，未来纳入的个体工商户总数估计在 10 万套左右。

防伪税控卡价格及服务费价格变动趋势

2009 年 6 月发改委通知决定将增值税防伪税控系统专用设备的技术维护中准价格从每户每年 450 元降低为 370 元，各地区价格主管部门可根据本地情况，在上下 10% 的浮动范围内制定服务价格，自 2009 年 7 月 1 日起执行。中心价格降低幅度为 17.8%，即 80 元。

公司通过在各地区的子公司进行对外技术维护服务，这些子公司多是公司与当地部门合资成立，平均而言占有约 60% 股权。这次降价主要影响这些子公司的收入和盈利，按照公司最初的保守预测，将影响 2009 年销售收入约 6500 万元。考虑到价格上浮因素，我们估计影响收

入不到 4000 万元。

公司防伪税控设备服务费中心价格降低后，绝大部分地区都执行了上浮 10% 的定价，即 407 元，使这次降价对公司的影响稍减少。考虑到股权比例及其他因素，我们预计这次降价将影响公司 2009 年度净利润不到 2500 万元。这次降价之后，我们预计在未来 5 年或者更长的时间内都不会再降低技术维护价格，毕竟每年 370 元已是甚为便宜的服务价格，而且历史上服务价格从未有变动。

表 9 增值税专用系统每年技术维护中准价格及变动

(元)	价格	降价金额	降价幅度
2009 年 6 月	450	80	82.2%
2009 年 6 月以后	370		

资料来源：中国银河证券研究所，公司公告

防伪税控卡降价压力暂时减少

投资者需要合理看待防伪税控卡价格调整。历史上防伪税控卡价格下调都伴随着推广力度加大，因此最终结果是上市公司反而受益。从技术成本角度看，作为 IT 产品的防伪税控卡的成本下降，可以弥补价格下降带来的损失。

上半年公司增值税防伪税控卡曾面临很大降价压力，随着 6 月份服务费价格降低，现在防伪税控卡降价压力已大为减缓。我们估计今年内降价的可能性已很低，应等到 2010-2011 年再次降价。历史上看，防伪税控卡降价并不频繁，需间隔较长时间。前两次降价时间分别在 2000 年 10 月和 2006 年 7 月，价格先从 1733 元降低到 1555 元，后又降低为 1416 元，下降幅度分别为 10.3% 和 8.9%。

表 10 增值税防伪税控卡价格及变动

(元)	价格	降价金额	降价幅度
2000 年 10 月以前	1,733		
2000 年 10 月-2006 年 7 月	1,555	178	10.3%
2006 年 8 月-今	1,416	139	8.9%

资料来源：中国银河证券研究所，公司公告

公司的增值税防伪税控产品不会被取代

税务总局不会停用或取代防伪税控系统

增值税防伪税控系统经过多年研究和政府的努力推广才形成，不可能短时间内就废止。相关研究从 1994 年就起步，经过多年摸索、选择，才形成现在的税控技术模式。国家税务总局从 2000 年开始推广增值税防伪税控系统，至 2003 年实现全面普及。即使存在更好和更为有效的系统，废止这套系统并采用另一套系统的成本代价也是过于高昂的，何况目前尚未开发出更好的系统，也还没有可以从理论上推知将会更为有效的系统。

自增值税防伪税控系统全面采用以来,所起到的增值税防伪效果非常显著,据税务总局估计因此增加税收超过千亿元。自推广以来,国内尚没有因为防伪税控产品缺陷而发生的特大和重大偷漏增值税案件,已发生的这类案件或者发生在没有推广防伪税控产品的地区,或者由于犯罪分子与税务人员勾结。

防伪税控系统密码暂不会被犯罪分子破译

破译防伪税控密码需要多位密码专家合作和应用大型计算机经长时间工作才可能“成功”,这样的成本和资源并非民间所能承担和获得,所以目前民间几无可能破译防伪税控系统。在系统研制过程中,开发方曾出资数百万元委托中科院专家对防伪系统进行模拟攻击,结果证明防伪系统的保密性能非常好。

防伪税控系统加密算法的保密程度低于军用密码,而军用密码也有可能被破译,只是这样的技术资源完全非民间所有。未来随着计算机技术发展和密码理论的改进,现有密码系统的保密性会逐渐降低,届时航天信息可以推出新的加密算法对系统升级。

税务总局不会采取措施打破防伪税控系统的所谓垄断

税务总局最关心如何保证发票防伪和密码安全,只有仅采用一家公司作为供应商时才最符合安全需求,并无引入其他竞争公司的需要。近期税务总局在其他税种的防伪系统推广计划中,也都是只采用一家公司作为核心防伪产品的供应商。另外,航天信息已具有全国性的服务支持网络,目前国内任何一家其他公司都不具备这样规模的支持系统,也无法形成对航天信息相关产品的竞争。

其实航天信息并未垄断,只是政府为复杂管理需要指定的独家供应商,公司没有涨价权力,价格的真正制订者是国家税务总局和发改委。

中短期内防伪税控系统即不会取得大突破,也不会被取代

把小规模纳税人全部纳入防伪税控系统尚不现实,我们认为短期内这种可能性几乎不存在。尽管 2009 年国家对于税收控制的执行力度迅速加大,同时现行小规模纳税人的税控方式明显不完善,但是小规模纳税人的税控技术涉及多方利益,很难取得统一。

在可预期的时间内增值税防伪税控系统不会被取代。航天信息推出的以密码控税的增值税防伪税控系统应用效果良好,并无明显缺陷,不存在令国家税务总局全面废除之并推行新系统的强大动力。在 90 年代航天信息推出以密码方式控税的方式时,网络尚未充分普及,与之竞争的比对方式技术未被采纳。现在网络已然普及,比对技术应用的背景已经成熟。但是防伪税控技术并无显著缺点,比对技术并不能比之具明显优越性。如果废除原有技术并采纳新技术,将是浩瀚的工程,获得的好处则并不明确。

税控收款机近期可能进入实质性全面推广

税控收款机有可能在今年开始有力推广

最早从 1994 年政府开始考虑税控收款机，2003 年国家税务总局计划推广，遭受延误后于 2005 年又提出实际推广措施，但一直未能实现实质性推广。

近期税控收款机的推广工作可能发生质变，完全不同于以前。一方面从技术积累和实践经验积累上都很充分，另一方面国家多年来第一次面临税收不足的困难，加强控税的要求远胜以往。今年税务总局在上海全面推广了税控收款机，这是不同寻常的举动。未来有可能在其他地区也开始全面推广。

如果税控收款机开始推广，将成为航天信息的新收入和盈利增长因素。

税控收款机极其在其他国家的应用

税控收款机，即在普通收款机上加装了税控装置，纳税人每次发票打印信息和申报数据都会被记载进由税务局统一发行并随机配置的税控卡中，纳税人只需用税控卡定期到税务机关缴税或通过远程报税就可以了。税控收款机的推行是加强税源监控、保证税收稳定性的重要手段，也是实现纳税人申报自动化、税收征管信息化的有效途径。

国际上已使用税控收款机的国家有：意大利、土耳其、希腊、墨西哥、巴西、匈牙利、波兰、保加利亚、阿根廷、俄罗斯等。其中意大利是从 80 年代起最先使用税控收款机的国家，有成熟的经验和法规，而且取得了显著成效。国外多数实行税控收款机制度的国家都与中国目前的经济状况相近，经济水平处于中等，发展速度快，但人们的纳税意识相对薄弱。

国内市场将分为高、中、低端市场，高端市场指超市、商场等使用的税控收款机，可与局域网连接、使用 32 位 CPU、数据处理能力强，低端市场则为小额销售的商户所使用。按照地域分，东部沿海地区商户密布，是税控收款机最大的市场，西部地区商户则集中在城市，

总市场规模约 300 亿元

关于税控收款机市场的规模预测有多个版本。一个常见版本是“税控收款机市场即将井喷，而且在未来的 3~5 年内将喷出一个 2000 亿元的惊人市场。据有关部门统计，按全国纳税户初步计算，至少有 3000 万台~4000 万台各档次税控收款机的需求、相关的税务接口软件和硬件、配套的设备、服务、培训等，会形成一个 2000 亿元的市场。”

我们并不认可上述说法。全国有近 1000 万一般纳税人和小规模纳税人，除去缴纳增值税的一般纳税人，除去营业规模很小的个体工商户，在商业零售业、饮食业、娱乐业、服务业、交通运输业等适合使用税控收款机的行业中，符合“具有一定营业规模和固定经营场所”条件的纳税户约有 1000 万家，对应的税控收款机台数也就是 1000 万台，即使按每台平均 2500 元计算，再有每台 200 元/年的服务费，全部约有 300 亿元的市场规模。

行业竞争已较为缓和

曾经符合资质的企业超过 100 家

曾经税控收款机市场竞争非常激烈。信息产业部在 2004 年十月出台的《税控收款机生产企业资质管理办法》中对申请资质的企业提出了比较高的要求，注册资金在三千万元人民币以上，具有自主研发能力、完备的研发条件、自主知识产权的自有品牌产品，拥有固定的生产场所和完整的生产线，所申报产品的年生产能力达到 30 万台以上。

虽然这个门槛已经比较高了，但是 2005 年 4 月，信息产业部首批公布的获得生存资质的企业就有 88 家，再加上后来公布的，具有资质的企业超过 100 家。

目前活跃厂商已不到 20 家

经过多年的延迟推广，许多企业已不愿支撑这一项目。后来税务总局推行省级招标方式，即每个省可有 5-6 家供应厂商，供商户自由选择。同时税务总局明确说明，任何地方都不得采用政府唯一指定品牌的方式，目的是保护使用者商户的利益。目前活跃的能够跨省销售的税控收款机厂商已不到 20 家，各省内入围厂商有限，竞争也不甚激烈。

不会出现恶性竞争

我们一直认为最终税控收款机市场不会出现过度竞争，产品利润率将会保持在正常水平。国家税务总局不希望税控收款机市场出现恶性竞争。税控产品不同于一般消费品，对于产品可靠性、服务保障都有很高要求，价格便宜但品质低劣的产品充斥市场将会造成商户反感，阻碍税控产品推广，最终妨碍国家税收。有序竞争即符合商户利益，也符合政府有效管理税收。

航天信息在大多数已招标项目中胜出

公司是国内最强的税控收款机厂商，在多数省市或行业的招标中胜出。全国只有航天信息具备在全国各省都参加竞标的能力，因为其在各省都有现成的服务支持公司。按照每个省市平均有 5-7 个厂商中标，我们估计航天信息有望获得 12-15% 的市场份额。

公司的侧重点在全面产品、全面技术，不走低成本、低价格策略。在销售策略上，公司试图与多家竞争对手合作。税控收款机的产业将包含 4 个方面：研发、生产、销售、服务，公司在研发和服务上具有突出优势，可望与其他竞争对手实现强强联合，公司与税务总局有长期合作并享有良好信誉。

虽然税控收款机市场强者多，竞争者多，航天信息仍然是所有厂商中综合优势最为突出的提供商。单纯从公司技术实力、服务能力上看，航天信息就超出所有其他竞争者，当然影响中标的还有许多其它因素。

其他重要产业

财务软件成为新盈利推动点

企业税务和财务紧密联系，航天信息利用自身遍布全国的税务产品销售和服务网点，销售财务软件和小型企业管理软件，经过几年发展，正在取得成效。公司正在开发并将推出更为高端的企业财务软件，以加强市场扩张。

2008 年公司销售财务软件超过 8000 万元，已居国内财务软件市场第三，仅次于用友软件和金蝶软件。本来财务软件和小型企业管理软件市场就可增长 15%，作为新进入者的航天信息，增长速度将明显高于行业平均增速。

我们预计 2009 年公司财务和小型企业管理软件的销售将增长 50% 以上。作为套装软件，一旦实现规模化销售，我们相信这部分业务具有非常好的利润率。

国内 RFID 领军企业

航天信息是国内最为领先的 RFID 生产和集成应用企业之一，旗下北京航天金卡分公司专门从事 RFID 和 IC 卡生产。在增值税防伪税控的光环下，投资者往往忽略了公司在 RFID 产品的突出成绩。

表 11 航天信息在 RFID 领域所获荣誉及承接的重大项目

所获荣誉	2008 中国 RFID 行业年度最有影响力电子标签企业
	2008 中国 RFID 行业年度最有影响力系统集成企业
承接的重要项目	奥运食品安全 RFID 追溯管理系统
	国家粮食物流 RFID 信息化平台（“十一五”国家重点科技支撑计划项目”）

资料来源：中国银河证券研究所，公司公告

航天金卡是最早引进非接触卡生产线的厂商之一，航天金卡在河北涿州涿州建有生产基地，拥有 RFID 电子标签生产线、接触卡生产线、非接触卡生产线、个人化生产线及终端机具生产线，下设四个生产车间，包括接触卡车间、非接触卡车间、RFID（电子标签）车间和终端机具车间。航天金卡是国家第二代居民身份证生产指定供应商之一，产品销往北美、亚洲、欧洲等世界多个国家和地区。

航天金卡的产能包括非接触卡生产线，5000 万张/年；RFID 电子标签生产线，可生产电子标签 INLAY 达 6000 万枚/年，复合票卡 1.4 亿枚/年。

航天金卡还开拓了国际市场，已承担了马来西亚结婚证项目、美国劳工证项目、俄罗斯地铁票卡系统、蒙古智能交通卡系统等多项海外重大工程，并参与建设了法国非接触智能卡及韩国电子标签等项目。

降低并购扩张预期

部分投资者寄希望于公司通过并购加快企业成长，我们对此预期偏低。目前国资委下属集团对于企业对外投资控制极为严格和谨慎，公司如果要投资超过 1000 万元就必须先行上报航天科工集团进行评估，在此条件下大规模投资较难展开。

历史上看，航天信息对于向外投资一直采取极为审慎的态度。公司曾考虑向大股东收购资产，据我们了解，航天科工集团旗下缺少适合航天信息收购的较大规模资产，我们很难期望公司通过向大股东收购资产获得更快速发展。公司在 2008 年报中特别提到，2009 年工作重点除传统的税控产品业务外，将注重产业并购。我们判断，因为并购本身的技术难度，再者公司盈利规模巨大，公司在其他领域的并购也很难取得对近期盈利有重要贡献的进展。

附录 1 航天信息财务报表及预测

表 12 航天信息（600271）财务报表及预测

资产负债表（百万元）	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	2203.1	2571.4	3285.8	4128.7	5047.2	营业收入	4824.6	5930.9	6863.4	7378.0	7913.8
应收票据	19.7	15.7	18.1	19.5	20.9	营业成本	3607.2	4476.7	5187.1	5539.5	5937.1
应收账款	273.1	287.9	333.2	358.2	384.2	营业税金及附加	53.3	65.4	75.6	81.3	87.2
预付款项	185.3	198.1	213.0	228.9	246.0	销售费用	178.2	196.5	308.9	317.3	308.6
其他应收款	89.5	95.9	111.0	119.3	128.0	管理费用	391.8	439.0	652.0	700.9	704.3
存货	505.8	537.3	622.6	664.9	712.6	财务费用	-24.5	-25.2	-39.5	-50.0	-61.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	16.4	27.8	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	77.6	59.9	59.9	59.9	59.9	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	453.7	518.7	416.1	385.6	352.8	投资收益	52.4	35.3	0.0	0.0	0.0
在建工程	57.1	116.1	23.8	19.4	18.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	654.7	786.1	945.5	1127.4	1262.2
无形资产	95.1	91.1	76.1	66.6	57.1	营业外收支净额	52.0	28.9	39.0	41.9	45.0
长期待摊费用	20.3	6.0	16.2	14.2	12.2	税前利润	706.7	815.0	984.5	1169.3	1390.7
资产总计	4262.0	4695.6	5324.4	6213.8	7187.6	减：所得税	113.7	91.2	118.1	140.3	166.9
短期借款	28.0	2.0	0.0	0.0	0.0	净利润	593.0	723.8	866.3	1029.0	1223.8
应付票据	141.6	44.7	51.8	55.3	59.2	母公司净利润	470.7	553.5	696.0	826.7	983.2
应付账款	208.0	234.7	268.2	286.4	306.9	少数股东损益	122.3	170.4	170.3	202.3	240.6
预收款项	362.6	421.5	489.7	563.0	641.5	基本每股收益	1.53	0.90	0.75	0.90	1.06
应付职工薪酬	153.8	155.7	155.7	155.7	155.7	稀释每股收益	1.53	0.90	0.75	0.90	1.06
应交税费	78.5	79.9	79.9	79.9	79.9	财务指标					
其他应付款	85.4	86.7	86.7	86.7	86.7	成长性					
其他流动负债	102.7	112.6	121.0	125.6	130.4	营收增长率	30.2%	22.9%	15.7%	7.5%	7.3%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	23.6%	26.8%	-15.1%	15.5%	28.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	31.6%	17.6%	25.8%	18.8%	18.9%
负债合计	1231.5	1189.1	1294.2	1394.8	1503.8	盈利性					
股东权益合计	3030.5	3506.6	4181.8	4970.6	5835.4	销售毛利率	25.2%	24.5%	24.4%	24.9%	25.0%
现金流量表（百万元）						销售净利率	9.8%	9.3%	10.1%	11.2%	11.7%
净利润	593	724	866	1029	1150	ROE	15.5%	15.8%	16.6%	16.6%	15.8%
折旧与摊销	45	59	60	61	63	ROIC	16.2%	19.0%	13.4%	13.0%	13.2%
经营活动现金流	427	622	615	710	835	估值倍数					
投资活动现金流	-209	146	253	323	307	PE	11.3	19.2	23.0	19.3	16.2
融资活动现金流	-156	-400	-154	-190	-223	P/S	1.1	1.8	2.3	2.2	2.0
现金净变动	62	368	714	843	919	P/B	1.8	3.0	3.8	3.2	2.7
期初现金余额	2141	2203	2571	3286	4129	股息收益率	2.8%	1.5%	1.2%	1.5%	1.8%
期末现金余额	2203	2571	3286	4129	5047	EV/EBITDA	5.4	10.5	19.0	15.8	12.7

资料来源：中国银河证券研究所

附录 2 自由现金流贴现敏感性分析及中间计算结果

表 13 自由现金流贴现的条件敏感性分析

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.09%	25.16	26.29	27.65	29.31	31.37
	6.59%	23.64	24.57	25.66	26.97	28.57
	7.09%	22.35	23.11	24.01	25.06	26.32
	7.59%	21.23	21.87	22.61	23.47	24.48
	8.09%	20.25	20.79	21.41	22.12	22.95
	8.59%	19.39	19.85	20.37	20.97	21.65
	9.09%	18.63	19.02	19.47	19.97	20.54

资料来源：中国银河证券研究所

表 14 自由现金流贴现的运算中间结果

(万元)	2009E	2010E	2011E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	75337.0	63974.4	73903.6	87658.4	87658.4	96005.6	101077	106637	112733	119425
所得税	8428.2	7676.9	8868.4	10519.0	10519.0	11520.7	12129.3	12796.5	13528.1	14331.0
NOPLAT	49855.7	66908.8	56297.5	65035.2	65035.2	77139.4	84485.0	88948.5	93840.9	99205.8
营运资金变动	-13070	-6697.3	-5773.8	674.1	674.1	704.6	-84.5	1900.0	1936.1	1979.8
资本支出	-1200.0	-1300.0	-1500.0	-1700.0	-1700.0	-2000.0	-2500.0	-3000.0	-3500.0	-4000.0
自由现金流	64894.3	55249.2	70351.1	82394.9	82394.9	88766.1	94846.4	99431.0	104522	110173

资料来源：中国银河证券研究所

附录 3 增值税实施的相关政策

《增值税暂行条例实施细则》相关要点

第十一条 小规模纳税人以外的纳税人（以下称一般纳税人）因销售货物退回或者折让而退还给购买方的增值税额，应从发生销售货物退回或者折让当期的销项税额中扣减；因购进货物退出或者折让而收回的增值税额，应从发生购进货物退出或者折让当期的进项税额中扣减。

一般纳税人销售货物或者应税劳务，开具增值税专用发票后，发生销售货物退回或者折让、开票有误等情形，应按国家税务总局的规定开具红字增值税专用发票。未按规定开具红字增值税专用发票的，增值税额不得从销项税额中扣减。

第二十八条 条例第十一条所称小规模纳税人的标准为：

（一）从事货物生产或者提供应税劳务的纳税人，以及以从事货物生产或者提供应税劳务为主，并兼营货物批发或者零售的纳税人，年应征增值税销售额（以下简称应税销售额）在 50 万元以下（含本数，下同）的；

（二）除本条第一款第（一）项规定以外的纳税人，年应税销售额在 80 万元以下的。

本条第一款所称以从事货物生产或者提供应税劳务为主，是指纳税人的年货物生产或者提供应税劳务的销售额占年应税销售额的比重在 50% 以上。

第二十九条 年应税销售额超过小规模纳税人标准的其他个人按小规模纳税人纳税；非企业性单位、不经常发生应税行为的企业可选择按小规模纳税人纳税。

第三十三条 除国家税务总局另有规定外，纳税人一经认定为一般纳税人后，不得转为小规模纳税人。

第三十四条 有下列情形之一者，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：

（一）一般纳税人会计核算不健全，或者不能够提供准确税务资料的；

（二）除本细则第二十九条规定外，纳税人销售额超过小规模纳税人标准，未申请办理一般纳税人认定手续的。

增值税一般纳税人认定有关问题

（国家税务总局）

各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局：

新修订的《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》降低了小规模纳税人标准（以下称新标准），自 2009 年 1 月 1 日起实施。目前，税务总局正在制定增值税一般纳税人认定管理的具体办法，在该办法颁布之前，为保证新标准的顺利执行，增值税一般纳税人认定工作暂按以

下原则办理:

一、现行增值税一般纳税人认定的有关规定仍继续执行。

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。

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。

四、年应税销售额未超过新标准的小规模纳税人, 可以按照现行规定向主管税务机关申请一般纳税人资格认定。

国家税务总局

二〇〇八年十二月三十一日

上海国税局关于一般纳税人认定的通知

关于转发《国家税务总局关于增值税一般纳税人认定有关问题的通知》的通知

沪国税流[2009]8 号

各区县税务局, 市财税三、七分局:

现将《国家税务总局关于增值税一般纳税人认定有关问题的通知》(国税函〔2008〕1079 号)转发给你们, 并结合本市实际, 对相关工作具体明确如下:

一、根据国税函〔2008〕1079 号文第一款的规定, 对 2008 年应税销售额超过原标准的(商业企业年销售额超过 180 万, 工业企业年销售额超过 100 万)小规模纳税人仍应按国税函〔2006〕710 号文规定认定为一般纳税人。

二、按照对于迫切、主动申请认定的纳税人予以优先安排的原则, 各级税务机关即刻按新标准受理一般纳税人申请。

三、为了更好地做好对纳税人的服务工作, 结合本市实际安装防伪税控系统和培训的能力, 市局按照 2008 年小规模纳税人申报情况编制了《认定工作计划表》(以下简称《计划表》), 请各分局分月填报安装培训税控计划数, 并根据纳税人申请情况和分企业填报认定时间。该表一式二份, 一份送分局征管部门, 由征管部门核实后, 按现行处理办法通知纳税人安装防伪税控系统和参加培训; 一份报市局流转税处和征管处。对认定户数超过安装培训税控计划数的分局, 需事先向市局征管处确认。

四、在认定工作结束前, 《计划表》需按月报送, 对 2009 年 2 月底前需要认定企业名单,

请于 1 月 24 日前上报，以后每月 26 日前上报次月认定名单。

五、2009 年末，市局将抽取全年应税销售额超过新标准的小规模纳税人名单，对未按规定申请办理一般纳税人认定手续的，自 2010 年 1 月起，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。

六、市局将通过上海财税网站对上述事项发布通告，税务机关内部信息通过市局 FTP 网络（PUBLIC2005/流转税处/一般纳税人认定）进行传递。

特此通知

上海市国家税务局

二〇〇九年一月二十二日

插图目录

图 1 航天信息与其他IT个股的P/B-ROE/Ke比较	3
------------------------------------	---

表格目录

表 1 航天信息（600271）自由现金流贴现的条件及结果	2
表 2 航天信息与国际资本市场的价格比较	2
表 3 航天信息（600271）与软件及硬件行业上市公司相对估值比较	3
表 4 公司分类收入预测	4
表 5 收入和盈利预测	5
表 6 公司分类产品收入及毛利（2008 年）	6
表 7 公司各类产品比重变化及毛利率变化	6
表 8 一般纳税人标准的变动	7
表 9 增值税专用系统每年技术维护中准价格及变动	8
表 10 增值税防伪税控卡价格及变动	8
表 11 航天信息在RFID领域所获荣誉及承接的重大项目	12
表 12 航天信息（600271）财务报表及预测	14
表 13 自由现金流贴现的条件敏感性分析	15
表 14 自由现金流贴现的运算中间结果	15

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100140

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908