

张良勇, 陈俊斌  
0755-82960072  
chenjb@cmschina.com.cn

2009年11月26日

## 航天信息(600271.SH)/18.12元

### 财务软件成业绩新亮点, 公司估值偏低

#### 信息技术·计算机

目标价位: 23.4元

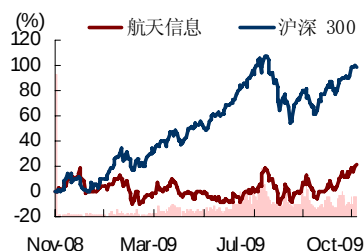
审慎推荐-A(首次)

#### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 3308      |
| 总股本(万股)    | 92340     |
| 已上市流通股(万股) | 92340     |
| 总市值(亿元)    | 167       |
| 流通市值(亿元)   | 167       |
| 每股净资产(MRQ) | 3.7       |
| ROE(TTM)   | 18.1      |
| 资产负债率      | 24.2%     |
| 主要股东       | 中国航天科工集团公 |
| 主要股东持股比例   | 24.1%     |

#### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 16 | 25 | 15  |
| 相对表现 | 8  | -7 | -74 |



#### 相关报告

降标效应逐步体现, 防伪税控系统 10 年出货量能达到 42 万套, 比 09 年增长 14%; 财务软件成为业绩新亮点, 预计 10 年销售额 1.8 亿元; 公司估值低于行业平均水平 30%。09-11 年 EPS 为 0.70, 0.87, 1.09 元。给予公司审慎推荐-A 评级。

- **降标和政府推动促使防伪税控系统销售提速:** 降标效应开始体现, 国家财政紧张促使国家加快一般纳税人认定工作。09 年防伪税控系统销量预计达 37 万套, 比 08 年高 7 万套; 10 年销量预量可达 42 万套;
- **网络开票短期不会影响公司业绩:** 由于国内网络覆盖现状, 加密算法和防黑客措施都不完善, 3 年内网络开票还不能大规模实现, 不会对公司业绩造成影响。未来就算实现网络开票, 公司也是重要的系统集成商和服务商;
- **税控收款机市场规模达 300 亿元, 公司可以获得 15% 左右的市场份额:** 今年国家在上海全面推行税控收款机, 我们认为这是加速推广的一个信号。税控收款机采用省级统一招标制度, 每个省只有 5-8 家企业入围, 作为第二大税控收款机设备商, 公司可获得 15% 左右的市场份额;
- **财务软件高成长、高毛利, 成为业绩新亮点。** 公司已经成为仅次于用友、金蝶的第三大财务软件厂家。今年销售额可达 1.2 亿元, 明年预计可达 1.8 亿元。毛利率 70% 以上。估计明年对 EPS 的贡献有 0.08-0.1 元;
- **公司估值低于行业平均水平 30%, 估值偏低:** 由于前期服务费调整影响, 公司股价一直滞涨, 目前公司估值显著低于行业平均水平。10 年公司 PE 只有 21 倍, 行业平均 PE 为 33 倍。公司估值水平比行业低 30%;
- **给予“审慎推荐-A”投资评级, 目标价位 23.4 元。** 预测 09-10 年 EPS 为 0.70 元、0.87、1.09 元。对应 PE 为 26 倍、21 倍和 17 倍。
- **风险提示:** 1) 税控收款机推广进度低于预期; 2) 小非减持压制股价表现

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 4825 | 5931 | 7217  | 8723  | 10699 |
| 同比增长      | 30%  | 23%  | 22%   | 21%   | 23%   |
| 营业利润(百万元) | 655  | 786  | 937   | 1162  | 1470  |
| 同比增长      | 27%  | 20%  | 19%   | 24%   | 26%   |
| 净利润(百万元)  | 471  | 553  | 649   | 800   | 1008  |
| 同比增长      | 32%  | 18%  | 17%   | 23%   | 26%   |
| 每股收益(元)   | 1.53 | 0.90 | 0.70  | 0.87  | 1.09  |
| PE        | 12   | 21   | 26    | 2     | 17    |
| PB        | 2.2  | 3.8  | 5.0   | 4.3   | 3.7   |

资料来源: 招商证券

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、公司主营业务介绍.....                  | 3  |
| 二、税控业务平稳增长、确定性强.....             | 4  |
| 1. 降标和政府推动促进增值税防伪税控系统销售提速 .....  | 4  |
| 2. 硬件和服务价格短期内不会再降价 .....         | 5  |
| 3. 网络开票不会对公司业绩构成威胁 .....         | 5  |
| 4. 靠收购服务公司股权来提升公司业绩的空间变小 .....   | 6  |
| 5. 极少数个体工商户转一般纳税人，对公司业绩无影响 ..... | 6  |
| 6. 税控收款机推广力度逐渐加大.....            | 6  |
| 三、非税控业务多点开花 .....                | 7  |
| 1. 非税控业务占比不断扩大。 .....            | 7  |
| 2. 财务软件成为新的业绩亮点 .....            | 7  |
| 3. RFID 业务前景最为广阔 .....           | 8  |
| 四、财务分析 .....                     | 8  |
| 五、盈利预测和投资建议 .....                | 9  |
| 1. 盈利预测.....                     | 9  |
| 2. 股票估值.....                     | 10 |
| 3. 投资建议.....                     | 11 |
| 六、主要风险提示 .....                   | 11 |

## 图表目录

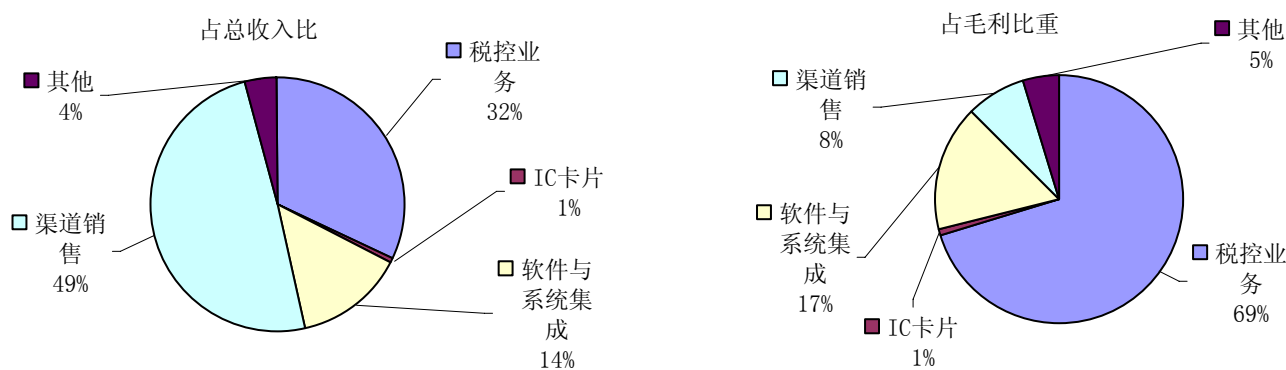
|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 2008 年各主营业务收入和毛利占比 .....    | 3  |
| 图 2: 历年防伪税控系统出货量 .....           | 4  |
| 图 3: 税控业务与非税控业务收入比重变化 .....      | 7  |
| 图 4: 03-08 年主营业务收入增速和净利润增速 ..... | 8  |
| 图 5: 03-08 年毛利率和 ROE 变化趋势 .....  | 9  |
| 图 6: 航天信息历史 PE Band .....        | 11 |
| 图 7: 航天信息历史 PB Band .....        | 11 |
| 表 1: 盈利预测基本假设 .....              | 9  |
| 表 2: 公司 09-11 年盈利预测 .....        | 9  |
| 表 3: 同类上市公司估值水平 .....            | 10 |
| 附: 财务预测表 .....                   | 12 |

## 一、公司主营业务介绍

航天信息是中国航天科技工业集团控股的高科技企业，具备计算机系统集成一级资质，参与了“金税工程”、“金卡工程”、“金盾工程”等国家重点工程，是国家大型信息化工程和电子政务领域的主要参与者。主营业务包括：

- **税控业务。**主要包括增值税防伪税控系统及配套设备（计算机、打印机等）和税控收款机两大类。其中增值税防伪税控系统为公司独家经营，是公司利润的主要来源。
- **财务软件与系统集成业务。**公司从 07 年开始开发和销售财务软件，短短三年已经成为全国仅次于用友和金蝶的第三大财务软件公司，是公司业绩新的亮点。在系统集成方面，公司旗下多家子公司分别参与了公安部“金盾工程”、各省高速公路收费系统、政府电子政务系统等 IT 系统的开发建设。
- **RFID 和 IC 卡系列产品。**航天信息是国内领先的 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 标签、IC 卡和相关读写机具生产。产能包括接触卡生产线 8000 万张每年；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。公司是二代证的主要生产厂家之一。
- **渠道代销业务。**公司在全国主要县市建立起了防伪税控系统的销售和服务网点。公司充分挖掘渠道潜力，与许多通用设备公司签订了分销代理协议，代理计算机、打印机、财务软件、数码产品等。

图1：2008年各主营业务收入和毛利占比



资料来源：招商证券

## 二、税控业务平稳增长、确定性强

### 1. 降标和政府推动促进增值税防伪税控系统销售提速

#### (1) 降标扩大公司客户基础

增值税防伪税控系统主要销售对象是一般纳税人。根据国家于 2009 年初实行的新标准一般纳税人是指年营业收入超过 50 万元的工业企业和年营业收入超过 80 万元的商业企业。而在新标准执行之前，一般纳税人指的是年营业额超过 100 万的工业企业和年营业额超过 180 万的商业企业。可见新标准大幅降低了一般纳税人的认定标准。08 年年底一般纳税人是 207 万户。降标后，符合一般纳税人标准的工商企业将大大增加。

在新一般纳税人的认证进度上，采用月度累积的方式，即从 09 年 1 月 1 日起累计每个月的销售额，只要某个月累计销售额达到 50 或 80 万的标准，即要求强制认定为一般纳税人。这种累积计算的方式会加快新的一般纳税人的认证速度。

#### (2) 财政紧张促使国家加紧一般纳税人认定工作

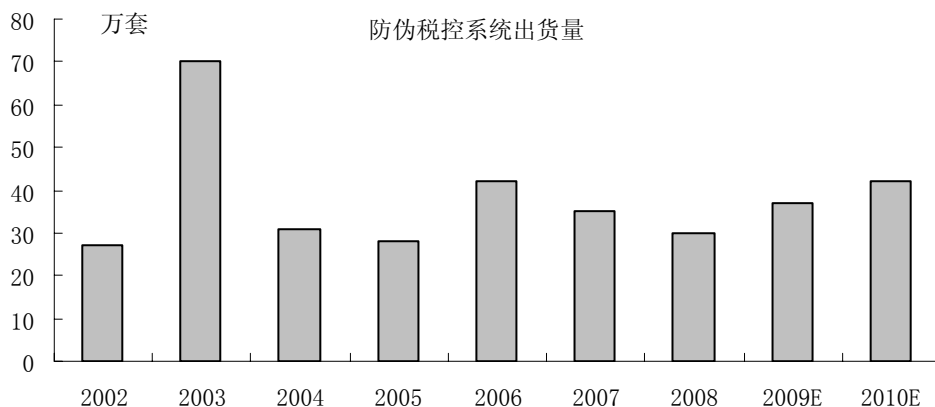
**1-10 月占税收收入 1/3 的增值税收入同比下降 1.5%。**国家财政部公布的 2009 年 1-10 月份税收报告指出，全国税收总收入完成 51317 亿元，同比增长 4.7%，但增速比去年同期回落了 23.9 个百分点。其中占税收比重达到 30.3%的增值税收入比去年同期下降 1.5%。

**1-10 月财政支出增速远高同期财政收入增速。**1-10 月全国财政收入 58364 亿元，同比增长 7.5%。然而同期财政支出为 49886 亿元，同比增长 23%，支出增速是收入增速的 3 倍。财政支出增速更是同期税收增速的 4.8 倍。

**国家出台一般纳税人强制认证政策。**由于财政支出增速远高于同期财政收入增速，国家财政趋于紧张。各级政府都从严执行税收政策。在一般纳税人的认定工作上，国家规定达到一般纳税人标准的小规模纳税人必须申请认定为一般纳税人，否则不能享受 3% 的小规模纳税人的税率，而要按照销售额的 17% 全额缴税，这个规定对那些达到一般纳税人标准的企业具有很强的威慑力，促使他们去申请一般纳税人。

**防伪税控销售提速。**由于降标效应和政府的积极推动我们预计 09 年防伪税控系统销售能够达到 37 万套，比 08 年增加 7 万套。10 年防伪税控系统出货量能够达到 42 万套。销售速度提升明显。

图2：历年防伪税控系统出货量



资料来源：招商证券

图 2 显示 2003 年的销量特别高，这是因为国家税务总局于 2003 年要求将防伪税控系统覆盖所有一般纳税人并于 2003 年 7 月 1 日起取消手工发票，在这个因素推动下，当年防伪税控系统销量达 70 万套。2006 年销量较高的原因是国家税务总局推行增值税防伪税控一机多票系统，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。2006 年防伪税控系统销量达 42 万套。其他年份，防伪税控系统的销量一般在 30-32 万套。而从 2009 年开始，由于降标作用慢慢体现，我们认为每年销量可以达到 40 万套以上。

## 2. 硬件和服务价格短期内不会再降价

**降价不会频繁发生。**历史上有过两次防伪税控系统降价，分别是 2000 年 10 月系统价格从 1733 元降低到 1555 元；2006 年 7 月系统价格又降低为 1416 元，下降幅度分别为 10.3%和 8.9%。两次降价的时间间隔有 6 年之多。而最近一次的服务费降价发生在 2009 年 7 月，发改委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。距离上次系统降价也有 3 年之久。考虑到防伪系统的价格已经不足 1500 元，服务费也不到 400 元/年。价位已经处于低位，短期内或者 1-2 年内再次降价的可能性不大。

**公司可以转移硬件降价成本。**防伪税控系统的硬件主要是防伪税控卡、计算机、打印机等设备。这些设备本身的降价幅度和降价频率远高于发改委对防伪税控系统价格的调整。就拿防伪税控卡最重要的防伪算法芯片而言，公司最早期采用的是进口芯片，后来改用中兴通讯提供的国产芯片，而从 10 年开始，公司将会使用自己设计生产的自有芯片。这就大大降低了公司的硬件成本。

## 3. 网络开票不会对公司业绩构成威胁

业界一直担心网络开票会对公司业绩构成威胁，我们认为这种威胁现在不存在，将来反倒可能是个机遇。

**网络开票条件尚未成熟。**网络开票需要有广泛、稳定的网络覆盖，可靠的加密算法，严密的防黑客措施。截至目前，这些条件都未完全具备。例如很多矿业公司都处在大山里，网络不通；加密算法也不完善，在网络上容易被黑客攻破，篡改信息。至少在三年内这些条件无法成熟。

**未来即使实现网络开票，公司也是系统建设者之一。**公司已经在防伪税控领域积累了防伪信息系统建设、加密算法开发、数据安全防范等众多技术优势，并拥有大量客户资源。未来很可能由公司主导开发网络开票系统，而公司也会获得最大的市场份额。公司的大部分利润将会由服务业务贡献，而不是目前的卖设备来实现。届时公司可能不需要在全国布点，配置销售、售后服务人员，而是通过 call center 统一销售、服务；销售成本、管理成本可能会降低。网络开票对公司有可能是一个机遇。

#### 4. 靠收购服务公司股权来提升公司业绩的空间变小

早年公司在全国各地和当地合作设立了很多服务企业，防伪税控系统服务费的收取基本都通过这些企业。航天信息在近几年对这些公司进行了股权增持，合并报表的工作。目前 75%的相关公司都已经和公司实现了报表合并。公司直接服务的并表内客户有 157 万。还有约 50 万的客户分布在公司没有股权或者达不到并表要求的服务公司手中。而这剩余的 25%服务公司收购难度很大。依靠收购服务公司来提升公司业绩的空间已经很小。

但是需要关注的是，剩下的 50 万客户很多分布在广东、辽宁这两个经济发达的工业重镇，如果能够对这两个地区的服务企业进行收购，会大大增厚公司的业绩。

#### 5. 极少数个体工商户转一般纳税人，对公司业绩无影响

公司在中报中提到未来会开发适合于个体工商户使用的一般纳税人防伪税控系统，这给业界带来一些想象空间，憧憬数目庞大的个体户转化为一般纳税人。事实上，第一，国家对符合条件的个体工商户并没有强制要求转为一般纳税人。第二，经过国税局摸底，符合条件的个体工商户只有 1 万多户。这两点决定了个体工商户转化为一般纳税人，对公司业绩不会有影响。

#### 6. 税控收款机推广力度逐渐加大

**税控收款机市场规模可达 300 亿。**税控收款机即是在收款机上加上税控模块，通过税控收款机，国家税务局能够更好的掌握企业的经营状况，防止偷税漏税。全国具备使用税控收款机的纳税人约有 1000 万户，按照每台税控收款机 2500 元的均价，再加上一户多机的情况及相关服务费用，这个市场约有 300 亿元的规模。而目前最大的税控收款机提供商浪潮集团每年出货量不超过 10 万台，第二大提供商即航天信息本身，今年出货量约 5 万台。头两大设备提供商每年税控收款机的营业约为 3.75 亿元。市场还远未饱和。

**财政紧张促使国家加快税控收款机的推广。**为了改变财政紧张的现状，国家需要加大税收征收力度，严防偷税漏税。与以往税控收款机未有实质性推广不同，09 年国家在上海全面推行税控收款机。这传递出一个明显信号，即国家会加快税控收款机的推广步伐。

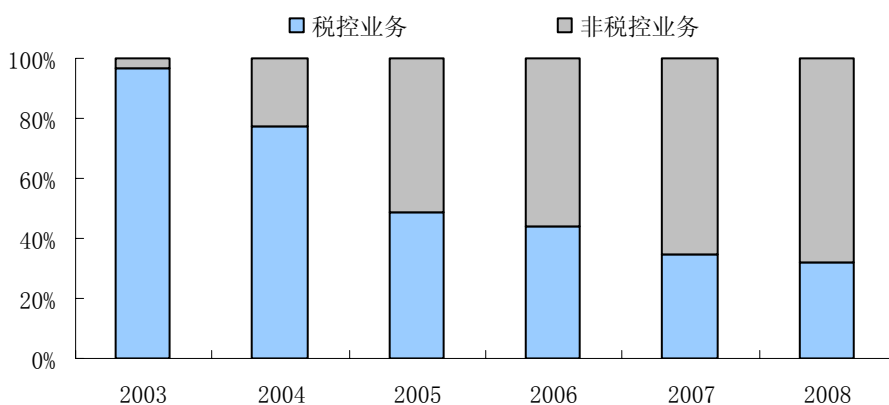
**市场竞争有序，公司有望获得 15%左右市场份额。**税控收款机推广都采用省级税务系统统一招标的模式，每次中标的公司控制在 5-8 家。中标之后，各家公司的市场份额也相对确定。公司作为第二大的税控收款机设备提供商，有望占得 15%左右的市场。另外，由于公司在全国主要地市都建设有完备的渠道和服务网点，使得公司在竞争中具备服务优势。其他一些中标企业往往愿意把服务订单转包给航天信息去完成。

## 三、非税控业务多点开花

### 1、非税控业务占比不断扩大。

非税控业务除了财务软件外，还包括信息系统集成，RFID 电子标签和 IC 卡和读写机具生产，数字电视接收设备，渠道销售等。在信息系统集成领域，公司参与了金卡、金税、金盾工程。公司旗下北京航天金卡分公司专门从事 RFID 标签、IC 卡和相关读写机具生产。数字电视接收设备方面，公司 10 月份刚刚在湖南成功中标一个近 2 亿元的村村通项目。近年来，非税控业务占公司销售额比重不断扩大。2008 年非税业务收入占比超过 70%，贡献毛利也达到 30%。

图3：税控业务与非税控业务收入比重变化



资料来源：招商证券

### 2、财务软件成为新的业绩亮点

**财务软件增速达 30%以上，国内销售额排名第三。**航天信息从 07 年下半年开始做财务软件，第一版财务软件是由用友软件 OEM 的。07 年底公司财务软件销售额就达到国内第三，仅次于用友软件和金蝶软件。财务软件销售额每年增长达到 30%以上。2009 年财务软件的销售预计可达 1.2 亿元以上，前三季度已经完成指标的 81%。2010 年财务软件销售额可达 1.8 亿元。目前卖的财务软件主要是中低端产品，毛利率达到 70%以上。公司不需要很多的实施人员，咨询人员。所以净利润率也比较高。

**未来发展成 ERP 软件，伴随公司客户一起成长。**公司计划将财务软件发展成 ERP 软件。这是一个循序渐进的过程。公司财务软件目前主要客户就是购买公司防伪税控系统的中小企业客户。随着这些中小企业客户的发展，他们对管理软件功能的需求会越来越多，越来越深入的。航天信息可以根据这些客户的需求逐步充实自己管理软件模块，从单一的财务软件变成功能丰富的 ERP 软件。每年 30-40 万个新增中小企业客户里面，总有成长为大企业的。

### 3、RFID 业务前景最为广阔

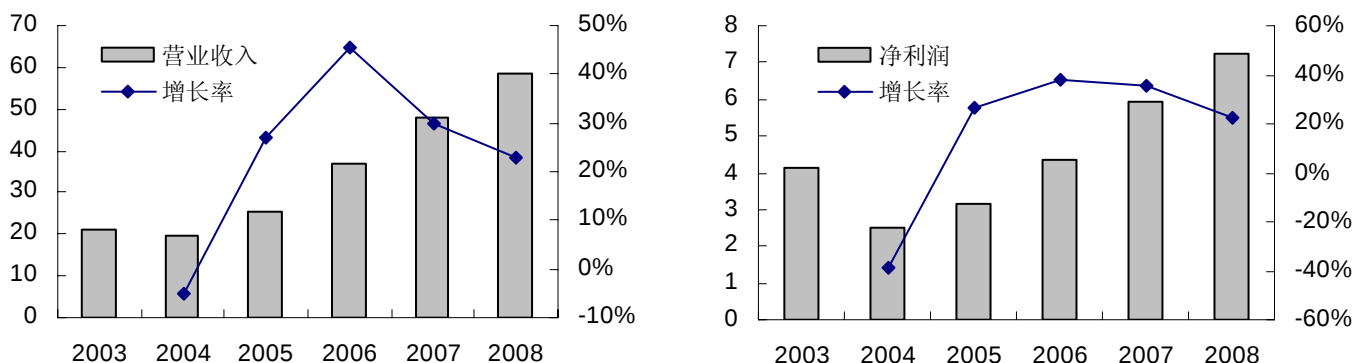
**RFID 业务前景最为广阔。**公司在 RFID 领域有深厚的技术储备，曾经被评为 2008 年中国最具影响力的 RFID 电子标签生产企业和最有影响力 RFID 系统集成企业；承担了奥运食品安全 RFID 溯源项目和国家粮食物流 RFID 信息化平台项目。公司的 RFID 系统还广泛应用于高速公路不停车收费（ETC）管理、人员和资产实时定位管理、散装物料运输计量管理、车辆进出管理系统、密钥发行管理系统和支付密码核验系统等领域。公司的 RFID 电子标签生产线，可生产电子标签 INLAY 达 6000 万枚/年，复合票卡 1.4 亿枚/年。由于物联网热潮的兴起和国家对物联网行业的支持，公司的 RFID 业务面临良好发展机遇。

### 四、财务分析

如果没有特殊国家政策出台，公司主营业务收入的年增长率一般为 25%-30%。04 年主营业务收入负增长，是因为 03 年国家取消增值税手工发票，导致 03 年防伪税控出货量达到 70 万套。06 年主营业务收入增速达到 46%是因为当年国家推行增值税防伪税控一机多票系统，促使当年防伪税控系统出货量达到 42 万套，比往年高出 14 万套。

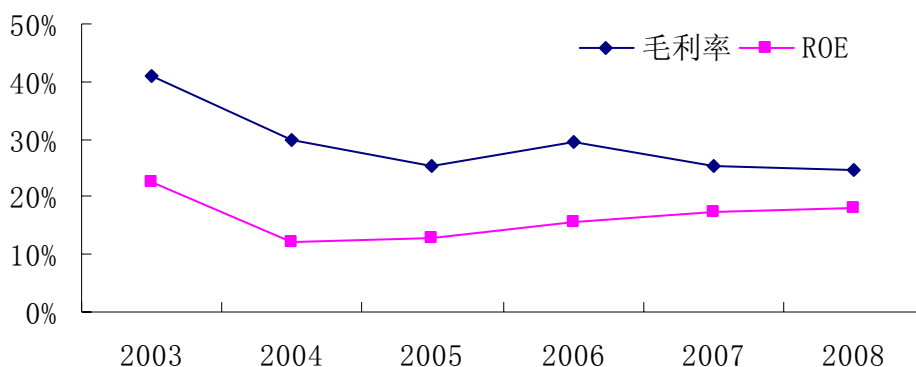
净利润增长率一般为 22%-35%。04 年净利润负增长的原因和营业收入负增长是一样的。可见，航天信息是一家稳定增长的公司。

图4：03-08年主营业务收入增速和净利润增速



资料来源：招商证券；单位：亿元

毛利率逐年走低的原因有两个，一是国家对防伪税控系统的降价措施，到目前为止总共有两次硬件降价和一次服务费降价；二是低毛利的渠道销售业务占比不断扩大，拖累整体毛利率。ROE 近年来较为稳定，保持在 17%左右。

**图5：03-08年毛利率和ROE变化趋势**


资料来源：招商证券

## 五、盈利预测和投资建议

### 1. 盈利预测

**重要假设：**1) 防伪税控系统销量提速。09年销量37万套，10年销量42万套，11年销量45万套。2) 财务软件快速增长。10年增长率为50%。3) 渠道销售毛利率提高到5%。

**表 1：盈利预测基本假设**

| 百万元        | 2006A | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>收入</b>  |       |       |       |       |       |       |
| 税控业务       | 1612  | 1642  | 1874  | 2304  | 2765  | 3457  |
| IC 卡片      | 55    | 43    | 40    | 42    | 44    | 46    |
| 软件、系统集成    | 636   | 793   | 801   | 961   | 1153  | 1384  |
| 渠道销售       | 1250  | 2140  | 2904  | 3485  | 4182  | 5018  |
| 其他         | 125   | 153   | 247   | 346   | 484   | 678   |
| 收入合计       | 3677  | 4771  | 5866  | 7138  | 8628  | 10582 |
| <b>毛利率</b> |       |       |       |       |       |       |
| 税控业务       | 49.8% | 49.7% | 52.4% | 52.0% | 52.0% | 52.0% |
| IC 卡片      | 39.9% | 25.9% | 25.4% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 软件、系统集成    | 18.9% | 19.7% | 28.8% | 30.0% | 31.0% | 32.0% |
| 渠道销售       | 8.5%  | 8.4%  | 3.7%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 其他         | 21.2% | 21.2% | 26.9% | 23.0% | 23.0% | 23.0% |

资料来源：公司年报，招商证券

根据上述假设我们得出 09-11 年的预测业绩如下表：

**表 2：公司 09-11 年盈利预测**

| 单位：百万元  | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 4825 | 5931 | 7217 | 8723  | 10699 | 4825  |
| 营业成本    | 3607 | 4477 | 5446 | 6573  | 8011  | 3607  |
| 营业税金及附加 | 53   | 65   | 79   | 96    | 118   | 53    |
| 营业费用    | 178  | 197  | 253  | 305   | 374   | 178   |
| 管理费用    | 392  | 439  | 541  | 654   | 802   | 392   |
| 财务费用    | (25) | (25) | (10) | (37)  | (46)  | (25)  |
| 资产减值损失  | 16   | 28   | 0    | 0     | 0     | 16    |

|           |      |      |      |      |      |      |
|-----------|------|------|------|------|------|------|
| 公允价值变动收益  | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 投资收益      | 52   | 35   | 30   | 30   | 30   | 52   |
| 营业利润      | 655  | 786  | 937  | 1162 | 1470 | 655  |
| 营业外收入     | 59   | 34   | 33   | 33   | 33   | 59   |
| 营业外支出     | 7    | 5    | 6    | 6    | 6    | 7    |
| 利润总额      | 707  | 815  | 964  | 1189 | 1497 | 707  |
| 所得税       | 114  | 91   | 116  | 143  | 180  | 114  |
| 净利润       | 593  | 724  | 848  | 1046 | 1317 | 593  |
| 少数股东损益    | 122  | 170  | 199  | 246  | 310  | 122  |
| 归属于母公司净利润 | 471  | 553  | 649  | 800  | 1008 | 471  |
| EPS (元)   | 1.53 | 0.90 | 0.70 | 0.87 | 1.09 | 1.53 |

资料来源：公司年报，招商证券

09-11 年主营业务收入增速分别达到 22%，21%，23%，净利润增速为 19%，24%，26%。09-11 年 EPS 分别为 0.70、0.87 和 1.09 元。

## 2. 股票估值

DCF 估值法得到的股价区间是 21.7-25.4 元，当前每股权益价值是 23.4 元。

市盈率估值法得到的估值区间是 19.14—26.1 元之间。

表 3：同类上市公司估值水平

| 证券代码      | 证券简称 | PE    |       |       | PB  | ROE   | 总市值<br>亿元 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-----|-------|-----------|
|           |      | 2009E | 2010E | 2011E |     |       |           |
| 600100.SH | 同方股份 | 46    | 36    | 28    | 2.3 | 3.5%  | 168       |
| 000021.SZ | 长城开发 | 41    | 30    | 24    | 3.6 | 7.7%  | 127       |
| 002152.SZ | 广电运通 | 29    | 23    | 18    | 7.4 | 24.6% | 111       |
| 000997.SZ | 新大陆  | 87    | 66    | 53    | 8.6 | 7.9%  | 71        |
| 000066.SZ | 长城电脑 | 28    | 21    | 18    | 4.4 | 9.9%  | 84        |
| 600590.SH | 泰豪科技 | 40    | 30    | 22    | 3.4 | 6.6%  | 56        |
| 000988.SZ | 华工科技 | 31    | 30    | 25    | 3.3 | 12.9% | 48        |
| 002177.SZ | 御银股份 | 44    | 32    | 25    | 4.6 | 17.5% | 43        |
| 000748.SZ | 长城信息 | 15    | 37    | 24    | 4.0 | 2.4%  | 36        |
| 002197.SZ | 证通电子 | 37    | 29    | 22    | 6.6 | 15.7% | 28        |
| 000948.SZ | 南天信息 | 38    | 32    | 25    | 2.4 | 8.3%  | 26        |
| 均值        |      | 39    | 33    | 26    | 4.6 | 10.6% | 72        |
| 600271.SH | 航天信息 | 27    | 22    | 17    | 5.6 | 18%   | 190       |

资料来源：Wind，招商证券

可比同类上市公司的 2010 年平均市盈率是 33 倍，市盈率中值是 30 倍。结合航天信息的净利润每年 22%-30% 的增长幅度，我们给予公司 22-30 倍的市盈率是合理的。以 10 年每股 0.87 元的收益为基础，按照市盈率法估值，公司合理的股价区间是在 19.14—26.1 元之间。

综合估值区间为 21.7-25.4 元。结合 DCF 估值法和 PE 估值法，我们认为公司股价的合理估值区间在 21.7—25.4 元之间，相比当前 18.12 元的股价有 20%—40% 的溢价区间。

### 3. 投资建议

我们给予公司股票“审慎推荐—A”的投资评级，目标价位：23.4 元。因为：

- ◆ **估值水平偏低。**按照当前价格计算，公司 10 年市盈率只有 21 倍，远低于行业 10 年平均 33 倍的市盈率水平。
- ◆ **公司成长性比较确定。**公司独家经营防伪税控系统，每年有稳定的利润来源。公司每年的成长都在 25% 左右，属于绩优股。
- ◆ **当前股价不会暴涨。**短期股价不存在大幅上涨推动力。可以作为长期配置品种，长持必将获得丰厚收益。

## 六、主要风险提示

- **税控收款机推广进度低于预期。**税控收款机从 2003 年开始推广，中间多次停顿，进展缓慢。虽然今年财政紧张或促使国家加快税控收款机的推广，但也不排除由于政策原因，推广进度低于普遍预期。
- **公司小非减持压制股价的风险。**持有公司股票的很多小非是国有企业或者下属子公司。目前这类小非持股总额约 1.5 亿股，全部都是流通 A 股，三季度减持了 838 万股。按照国资委要求，国有企业要减少与主业无关的财务投资。所以，公司的小非有继续套现的可能，会短期抑制股价。

图6：航天信息历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图7：航天信息历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2007        | 2008        | 2009E       | 2010E       | 2011E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 3276        | 3706        | 4739        | 5853        | 7234        |
| 现金             | 2203        | 2571        | 3318        | 4138        | 5139        |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 20          | 16          | 22          | 26          | 32          |
| 应收款项           | 273         | 288         | 357         | 432         | 530         |
| 其它应收款          | 89          | 96          | 115         | 140         | 171         |
| 存货             | 506         | 537         | 708         | 855         | 1041        |
| 其他             | 185         | 198         | 218         | 263         | 320         |
| <b>非流动资产</b>   | 986         | 989         | 885         | 829         | 780         |
| 长期股权投资         | 78          | 60          | 60          | 60          | 60          |
| 固定资产           | 454         | 519         | 456         | 405         | 359         |
| 无形资产           | 95          | 91          | 82          | 74          | 66          |
| 其他             | 359         | 320         | 287         | 291         | 295         |
| <b>资产总计</b>    | <b>4262</b> | <b>4696</b> | <b>5624</b> | <b>6682</b> | <b>8014</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1181        | 1150        | 1441        | 1693        | 2011        |
| 短期借款           | 28          | 2           | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 208         | 235         | 272         | 329         | 401         |
| 预收账款           | 363         | 422         | 545         | 657         | 801         |
| 其他             | 582         | 491         | 624         | 708         | 809         |
| <b>长期负债</b>    | 50          | 39          | 43          | 43          | 43          |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 50          | 39          | 43          | 43          | 43          |
| <b>负债合计</b>    | <b>1232</b> | <b>1189</b> | <b>1484</b> | <b>1736</b> | <b>2054</b> |
| 股本             | 308         | 616         | 923         | 923         | 923         |
| 资本公积金          | 930         | 572         | 244         | 244         | 244         |
| 留存收益           | 1472        | 1878        | 2332        | 2892        | 3597        |
| 少数股东权益         | 321         | 441         | 640         | 886         | 1196        |
| 母公司所有者权益       | 2709        | 3065        | 3499        | 4059        | 4765        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>4262</b> | <b>4696</b> | <b>5624</b> | <b>6682</b> | <b>8014</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2007         | 2008         | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 427          | 665          | 888          | 992          | 1227         |
| 净利润            | 471          | 553          | 649          | 800          | 1008         |
| 折旧摊销           | 299          | 528          | 69           | 61           | 54           |
| 财务费用           | 0            | 0            | (10)         | (37)         | (46)         |
| 投资收益           | 0            | 0            | (30)         | (30)         | (30)         |
| 营运资金变动         | 0            | 0            | 5            | (43)         | (64)         |
| 其它             | (343)        | (416)        | 205          | 241          | 305          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(209)</b> | <b>(51)</b>  | 37           | 0            | 0            |
| 资本支出           | (141)        | (483)        | 0            | 0            | 0            |
| 其他投资           | (68)         | 432          | 37           | 0            | 0            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(156)</b> | <b>(246)</b> | <b>(177)</b> | <b>(173)</b> | <b>(226)</b> |
| 借款变动           | 0            | 0            | (2)          | 0            | 0            |
| 普通股增加          | 0            | 0            | 308          | 0            | 0            |
| 资本公积增加         | 0            | 0            | (328)        | 0            | 0            |
| 股利分配           | 0            | 0            | (195)        | (240)        | (302)        |
| 其他             | (156)        | (246)        | 40           | 67           | 76           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>62</b>    | <b>368</b>   | <b>747</b>   | <b>819</b>   | <b>1001</b>  |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 4825 | 5931 | 7217  | 8723  | 10699 |
| 营业成本             | 3607 | 4477 | 5446  | 6573  | 8011  |
| 营业税金及附加          | 53   | 65   | 79    | 96    | 118   |
| 营业费用             | 178  | 197  | 253   | 305   | 374   |
| 管理费用             | 392  | 439  | 541   | 654   | 802   |
| 财务费用             | (25) | (25) | (10)  | (37)  | (46)  |
| 资产减值损失           | 16   | 28   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 52   | 35   | 30    | 30    | 30    |
| <b>营业利润</b>      | 655  | 786  | 937   | 1162  | 1470  |
| 营业外收入            | 59   | 34   | 33    | 33    | 33    |
| 营业外支出            | 7    | 5    | 6     | 6     | 6     |
| <b>利润总额</b>      | 707  | 815  | 964   | 1189  | 1497  |
| 所得税              | 114  | 91   | 116   | 143   | 180   |
| <b>净利润</b>       | 593  | 724  | 848   | 1046  | 1317  |
| 少数股东损益           | 122  | 170  | 199   | 246   | 310   |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 471  | 553  | 649   | 800   | 1008  |
| <b>EPS (元)</b>   | 1.53 | 0.90 | 0.70  | 0.87  | 1.09  |

**主要财务比率**

|                | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |      |      |       |       |       |
| 营业收入           | 30%  | 23%  | 22%   | 21%   | 23%   |
| 营业利润           | 27%  | 20%  | 19%   | 24%   | 26%   |
| 净利润            | 32%  | 18%  | 17%   | 23%   | 26%   |
| <b>获利能力</b>    |      |      |       |       |       |
| 毛利率            | 25%  | 25%  | 25%   | 25%   | 25%   |
| 净利率            | 10%  | 9%   | 9%    | 9%    | 9%    |
| ROE            | 17%  | 18%  | 19%   | 20%   | 21%   |
| ROIC           | 17%  | 19%  | 20%   | 20%   | 21%   |
| <b>偿债能力</b>    |      |      |       |       |       |
| 资产负债率          | 29%  | 25%  | 26%   | 26%   | 26%   |
| 净负债比率          | 0.7% | 0.0% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 2.8  | 3.2  | 3.3   | 3.5   | 3.6   |
| 速动比率           | 2.3  | 2.8  | 2.8   | 3.0   | 3.1   |
| <b>营运能力</b>    |      |      |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.1  | 1.3  | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| 存货周转率          | 8.0  | 8.6  | 8.7   | 8.4   | 8.5   |
| 应收帐款周转率        | 21.4 | 21.1 | 22.4  | 22.1  | 22.3  |
| 应付帐款周转率        | 19.7 | 20.2 | 21.5  | 21.9  | 22.0  |
| <b>每股资料(元)</b> |      |      |       |       |       |
| 每股收益           | 1.53 | 0.90 | 0.70  | 0.87  | 1.09  |
| 每股经营现金         | 1.39 | 1.08 | 0.96  | 1.07  | 1.33  |
| 每股净资产          | 8.80 | 4.98 | 3.79  | 4.40  | 5.16  |
| 每股股利           | 0.00 | 0.00 | 0.21  | 0.26  | 0.33  |
| <b>估值比率</b>    |      |      |       |       |       |
| PE             | 12   | 21   | 26    | 21    | 17    |
| PB             | 2.2  | 3.8  | 5.0   | 4.3   | 3.7   |
| EV/EBITDA      | 29.3 | 19.9 | 22.4  | 18.8  | 15.1  |

### 分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

陈俊斌，工学硕士，五年计算机行业相关工作经验。现为招商证券计算机行业分析师。对从事在线软件服务，电子政务，软件外包等公司较为看好。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 投资评级定义

#### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于  $\pm 5\%$  之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

#### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

#### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

### 免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。