



上市公司调研简报

研究报告
信息服务—软件

买入 维持

航天信息（600271）

2010 年 7 月 26 日

计算机与通信行业分析师：陈美凤

SAC 执业证书编号：S0850209080672

chenmf@htsec.com

021-23219409

上半年业绩可达预期 估值提升有赖 IPTV 等进展

2010 年 7 月 23 日收盘价：16.85 元 6 个月目标价：20.68 元

业务扩张的依托：庞大客户基础和信息安全技术。一直以来，投资者对公司增值税一般纳税人防伪税控系统业务进入缓慢增长期后的长期增长前景较为忧虑。同时，公司近年来开拓了一些防伪税控系统以外的新业务，但呈现给市场的业务拓展逻辑逻辑不甚清晰。我们认为近几年来公司业务拓展主要遵循两条主线：其一，依托庞大客户基础。公司增值税一般纳税人防伪税控系统业务已经积累了近 230 万用户。公司在对这些客户销售防伪税控以外产品或服务时具有营销费用少、容易形成规模的优势。例如公司于 2006 年推出管理软件产品。公司管理软件以财税一体化为切入点，依托 200 多万一般纳税人客户基础，近几年规模高速扩张，2009 年已经跻身国内财务软件第三名。除了管理软件业务，渠道销售、培训等业务也是公司基于防伪税控客户基础而开拓的；其二，以信息安全技术为基础。信息安全技术是公司防伪税控系统产品的核心。公司信息安全技术集中体现在其增值税专用发票加、解密技术经受了数百万用户近十年的考验，而且公司目前还拥有一家从事安全芯片设计的子公司——爱信诺航芯公司，其设计生产的芯片今年将在金税卡中大规模应用。截止目前，信息安全技术在其他领域的应用尚未能为公司带来大规模的收益，但公司基于信息安全技术在 IPTV DRM（数字版权管理）、RFID 和手机支付芯片等领域的积极布局有可能在未来几年给公司主业带来惊喜。

上半年防伪税控新增用户数预计增长 50%左右，预计下半年同比仍有增长。根据公司以往防伪税控用户数的增长情况，同时考虑上半年一般纳税人认定降标的效果显现，我们估计公司上半年一般纳税人防伪税控系统出货量在 25 万户左右，同比增长约 50%。从 7 月份情况来看，出货量环比并无明显下滑迹象，我们认为主要原因是 2009 年达标的小规模纳税人由于各地国税局人力所限并未在 6 月底前全部认定为一般纳税人，同时降标后一般纳税人基础扩大。我们预计下半年出货量不会明显下滑，同比则仍将有 20%以上增长，维持全年出货量为 50 万套的预测。同时，我们略微调高 2011 年出货量预期至 42 万套，对应每月 3.5 万套出货量。

预计中期盈利可达增长 30%的预期。基于上半年一般纳税人防伪税控系统出货量同比增 50%的假设，我们预计公司中期营收同比增约 40%，净利润同比增约 30%，均高于 Q1 增速。除了防伪税控业务以外，我们预计公司渠道销售、ERP、培训和金盾等业务均能快速增长。我们预测公司 1H2010 盈利增速低于营收增速，主要是考虑到以下几个因素：其一，公司 2009 年上半年出售长江电力股票获得约 2800 万的税前投资收益，今年上半年并无类似投资收益；其二，一般纳税人防伪税控系统服务费从 09 年下半年开始下调；其三，部分子公司或参股公司所得税优惠到期导致所得税率上升。不过，华迪公司将在今年上半年并表，可以缓解上述盈利压力。

“网络开票”的影响。市场一直比较担忧网络开票会导致公司盈利模式发生变化从而大幅降低公司的营收水平和盈利能力，也担心公司防伪税控业务的相对垄断地位会因此丧失。我们了解到目前网络开票是在地税领域试用，预计三到五年内不会涉及到国税，意味着公司在一般纳税人防伪税控领域的地位以及盈利模式在三到五年内不会发生改变。在地税领域，网络开票会挤占税控收款机的部分市场份额。对公司而言该影响并不大：首先，税控收款机目前占公司业务比重较低；其次，公司开发了带 GPRS 模块的税控收款机可以实现网络开票或在线抄报功能；最后，公司承担了几个省市的网络开票后端平台开发，能够贡献一些营收。

关于今后几年的成长驱动。自 2003 年一般纳税人防伪税控系统在全国推广以来，公司业绩相对快速的增长主要由政策驱动（如 2006 年的一机多票，今年的一般纳税人降标），但每次政策的变化均难以较早进行准确预期。今后三到五年，如果政策没有大的变化，公司的业绩增长将主要来自非防伪税控业务。从目前来看，管理软件、培训和税控收款机业务均有可能成为公司业绩成长的主要驱动，但税控收款机业务受制于政策环境不确定性较大。此外，RFID 和 IPTV 是公司今后几年重点培育的业务，一旦取得突破亦能成为公司业绩成长的主要驱动。当然，公司业绩成长的更大想象空间来自于近 30 亿的现金储备带来的并购预期，但目前我们仍难以准确预期并购的标的以及对公司业绩的影响程度。

维持短期“买入”投资评级。考虑到大股东的考核要求可能会使公司有平滑业绩的意愿，同时考虑到非防伪税控业务的快速成长，我们小幅调低 2010 年 EPS 预期，同时小幅调高 2011 年 EPS 预期。我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别至 0.83 元、0.91 元和 1.06 元。公司目前市盈率水平明显低于行业平均，考虑到估值中枢下移的现实，我们以 20~25 倍的 2010 年 PE 加上每股 2 元现金预测公司股票合理价值区间为 18.60~22.75 元，6 个月目标价为 20.68 元，维持短期“买入”的投资评级。我们认为公司短期股价催化剂在于较好的中期业绩表现，而中期股价表现有赖于估值水平的提升。从目前来看，公司股票估值水平提升取决于 IPTV、RFID 以及资产并购等能否取得实质性进展。

主要不确定性。2011 年防伪税控系统出货量较难准确预测；下半年业绩增速放缓可能会带来估值压力。

表 1 航天信息利润表预测 (万元)

	2008A	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	612045	749131	914582	1041083	1222423
防伪税控及配套设备	184698	207548	265402	255203	269853
IC 卡	3959	2870	3731	5596	6715
税控收款机	2654	17410	19151	22981	27577
网络、软件与系统集成	102627	122396	148315	182178	225914
渠道销售	290411	376937	452325	542790	651348
其他	21104	18548	25658	32336	41016
毛利率 (%)					
防伪税控及配套设备	52.9	52.8	52.8	52.8	52.8
IC 卡	25.4	6.8	12.0	12.0	12.0
税控收款机	16.5	58.0	58.0	58.0	58.0
网络、软件与系统集成	27.6	25.6	27.7	28.7	30.3
渠道销售	3.6	2.1	2.1	2.5	2.5
其他	31.4	36.2	35.4	35.0	33.9
营业成本	461333	580780	703296	815308	964510
毛利	150711	168351	211286	225775	257913
毛利率 (%)	24.6	22.5	23.1	21.7	21.1
营业税金及附加	6904	7883	9930	10611	12122
销售费用	20536	20654	24372	25591	27638
管理费用	46053	51482	60749	61964	66921
财务费用	-2542	-2796	-3414	-3886	-4563
资产减值损失	3679	2957	3710	3964	4529
公允价值变动收益					
投资收益	3522	4724	2924	2924	2924
营业利润	79603	92895	118863	130455	154190
营业外收入	3756	5356	3674	4182	4911
营业外支出	485	2272	672	672	672
利润总额	82874	95980	121865	133965	158429
所得税	9394	14248	18280	20095	23764
少数股东权益	17566	20683	26810	30142	36439
归属母公司所有者净利润	55913	61049	76775	83728	98226
EPS (元)	0.61	0.66	0.83	0.91	1.06

资料来源：公司公告、海通证券研究所预测

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美凤：计算机与通信行业

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、华胜天成、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。