

2010-10-27

电子设备和仪器

航天信息 600271.SH

增值税改革持续，新兴亮点不断

- ◇ 公司公布第三季度报告
- ◇ 增值税改革正在持续，公司的新产品、新业务亦不断涌现

◆ 一般纳税人降标驱动前三季度利润剧增，全年业绩无忧

在一般纳税人降标效果的推动之下，公司前三季度收入增长 40.97%，其中第三季度增长 43.03%。前三季度净利润增长 45.95%，其中第三季度增长 69.97%；净利润的增速超过了收入增速，一方面是由于毛利率提升，另一方面是由于销售和管理费率下降。驱动前三季度业绩增长的主要因素，除了一般纳税人数量激增之外，还包括软件与系统集成业务的高速成长。从我们的渠道反馈看，最近防伪税控系统的发货量并无下降的趋势，公司全年净利润有望增长 50% 左右。

◆ 增值税改革仍在持续，汉字防伪系统为明年带来希望

增值税改革是“十二五”期间国家税务工作的重点，“扩大税基”“扩大抵扣范围”乃至“增值税、营业税合并”都是可能的改革方向，近期国家发改委也提出要优化增值税改革。在技术上，公司今年推出的增值税汉字防伪系统已经通过国家试点验收，很可能于明年开始推广；该系统是国税总局“金税三期工程”的重要组成部分，有助于提高防伪税控用户的附加值，有望对明年业绩形成较大贡献。

◆ 加密芯片、高端 ERP、卫星通信等新业务亮点层出不穷

公司的新产品、新业务层出不穷，其中突出的包括：可应用于金税卡、USB Key 和移动支付的加密芯片，适用于大中型企业的高端 ERP，以及移动卫星通信系统等。以上业务均于今年开始成熟，预计将于 1-2 年内进入高速增长时期。此外，公司强大的研发团队和子公司拥有大量技术储备，新兴业务还将不断产生。在“军民融合”的背景下，母公司航天科工集团还有可能将部分业务注入公司。

◆ 维持“买入”评级，调升目标价位至 29.30 元

我们大幅度上调公司 2010-2012 年 EPS 预期至 1.00 元，1.22 元和 1.45 元，其间公司净利润的复合增速为 29.8%。在历史上，公司的远期 P/E 中枢为 25 倍左右，考虑到公司已经进入下一个增长期，可赋予其 24 倍 2011 年 P/E，得到目标价位 29.30 元。我们维持“买入”评级并将其列为第四季度计算机行业的最佳投资标的之一。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	5,931	7,491	9,855	11,905	13,867
营业收入增长率	22.93%	26.31%	31.55%	20.80%	16.48%
净利润（百万元）	553	610	919	1,130	1,336
净利润增长率	17.57%	10.31%	50.56%	22.96%	18.24%
EPS（元）	0.60	0.66	1.00	1.22	1.45
ROE（归属母公司）	18.05%	17.56%	21.87%	22.44%	22.24%
P/E	32	29	19	15	13
P/B	6	5	4	3	3
EV/EBITDA	15	19	13	11	9

维持

买入

当前价格	21.34 元
目标价格	29.30 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦 (执业证书编号：S0930209050199)

联系人：

裴培

021-22169043

peipei@ebcn.com

浦俊懿

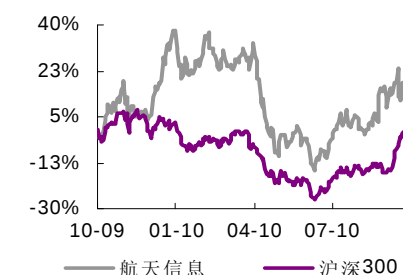
021-22169117

pjunyi@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	923
总市值(百万元)	17,498
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低（元）	24.61/13.89
近 3 月日均成交量(百万股)	12.45
主要股东	中国航天科工集团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.42	2.96	20.78
绝对收益	16.40	27.59	22.77

相关报告：

全年业绩有保证，长期发展看软件与系统集成 2010-08-09
 业绩增长明朗，市场拐点已至 2010-07-16
 航天信息：历史性时刻悄然降临 2010-03-29

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一般纳税人降标促使前三季度收入利润大幅度增长

公司前三季度营业收入增长 40.97%，净利润增长 45.95%；其中第三季度营业收入增长 43.03%，净利润增长 69.97%。推动公司高速增长的动力，首先在于一般纳税人降标对增值税防伪税控系统需求的持续促进，其次在于软件与系统集成业务的飞速成长。从我们获得的渠道反馈看，9-10 月防伪税控系统的需求保持高涨，我们认为降标的效果将贯穿全年，乃至对明年全年产生积极刺激。一方面，经济平稳发展使越来越多的小企业进入一般纳税人行列；另一方面，许多个体工商户为了给客户提供普通增值税发票，也倾向于成为一般纳税人。因此，我们预期公司今年的防伪税控系统出货量将接近 50 万套，明年不会有下降。

由于毛利率的提高，以及销售与管理费率的降低，公司的净利润增速高于收入增速，体现了强大的成本控制能力。事实上，成本费用控制是最近两年公司管理工作的重点，而规模效应的显现也使成本费用率进入下降通道，我们认为这一趋势在若干年内还将持续。

增值税改革任重道远，汉字防伪系统将在明年推出

在一般纳税人降标之后，中国的增值税改革仍在进行。增值税和营业税占全国税收总量的约 70%，对于国家与地方财政收入意义重大，因此增值税改革是国家税制改革中的重头戏。增值税改革的脉络是转型、降标、扩容，现在前两步已基本完成，下一步将进入扩容阶段。

近期国家发改委领导指出要继续深化税制改革，优化增值税和营业税改革，扩大增值税征收范围。增值税和营业税的合并是未来的方向，但是该合并将会是相对漫长的过程，因为涉及到国家和地方财政收入的分配，只能循序渐进。虽然目前还无法确定具体的时间表，但是可以肯定，增值税改革对公司防伪税控系统的需求是有利的，我们对防伪税控系统业务的发展抱有信心，未来三年该业务都可以保持增长。

图表 1：增值税转型改革的步骤和意义

实施时间	政策	目的和意义
2009 年 1 月	允许一般纳税人新购进设备抵扣增值税进项	鼓励企业进行固定资产投资，同时增强了一般纳税人身份的吸引力
2009 年 1 月	小规模纳税人增值税率降至 3%	降低了小规模纳税人的负担
2009 年 1 月	一般纳税人标准降低（工业收入 50 万，商业收入 80 万）	大大增加了一般纳税人群体，扩大了增值税税基；但是，由于购进设备可以抵扣增值税进项，一般纳税人的负担不一定高于小规模纳税人
2010 年 3 月	一般纳税人强制认定	2009 年达到一般纳税人标准的，必须转为一般纳税人，今后也不得转回
待定	增值税适用行业范围扩大	大部分服务业纳入增值税范围，增值税税基进一步扩大（尚未确定）
待定	增值税进项抵扣范围进一步扩大	更多资产纳入增值税进项抵扣，一般纳税人身份更有吸引力（尚未确定）
待定	营业税纳入增值税体系	营业税缩小或取消，服务业以缴纳增值税为主（尚未确定）

资料来源：光大证券研究所

今年 8 月，公司推出了带有汉字防伪功能的税控系统，得到了国税总局的试点认可，面临着推广的机遇。现在的增值税发票只对销方、购方的代码及金额等数字信息进行加密，而商品名称、双方的中文名称等文字信息并没有加密。现在的增值税犯罪手法往往利用文字不加密的漏洞，所以国税总局希望实现发票信息全文加密，同时可以全面收集企业的数据。汉字防伪系统已经成为国税总局“金税三期”信息化工程的一部分，将为明年的防伪税控系统业务带来新的增长点。

自主加密芯片逐渐应用，可能成为重要收入来源

加密芯片是金税卡的核心器件，该器件原先主要由英特尔供应，现在主要由中芯国际供应。近年来，公司的控股子公司上海爱信诺航芯逐渐发展出了自主加密芯片，今年已经开始供应公司金税卡使用。虽然目前来自航芯的自主芯片占公司需求比例还很低，但是公司的长期目标是逐渐提高自主加密芯片比例，以达到降低成本、控制产业链的目的。

上海爱信诺航芯的加密芯片，已经经过国家主管部门的专家鉴定，具备国内先进技术水平，这也是当年公司对其收购的原因。航芯的管理团队来自上海交大，其中部分核心人员曾在国民技术任职，具备深厚的技术经验。鉴于航天信息的防伪税控系统每年发货量可达 50 万套，如果航芯能够实现对公司的全面供货，其收入将比现在有数十倍的提升。

除了对公司自产的金税卡供货之外，上海爱信诺航芯还可能凭借其技术优势进入外部市场。国内的安全芯片市场非常可观，在 USB Key、移动支付、网络安全等方面都可以得到广泛应用；国民技术被市场赋予高估值，也正是因为安全芯片市场的想象空间。如果航芯能够通过为母公司供货，实现规模效应、积累应用经验，在外部市场的竞争中也可能抢占先机。届时，加密芯片很可能成为公司的一个重要输入来源。

软件与系统集成成长迅速，“军民融合”打开估值空间

2010 年上半年，公司的软件与系统集成业务增长 101.8%，成为公司成长的“火车头”。该项业务发展有两大主线：第一，通过开发管理软件、财税增值软件等，提高税控系统用户的附加值，实现财务、税务、管理一体化；第二，加强对政府和大型国企的系统集成业务，并将系统集成和管理软件结合起来。我们认为以上战略清晰、合理、有针对性。

公司自主研发的管理软件于 2008 年推出，2009 年销量即超过 3 万套，取得收入 7000 多万元。目前公司已经推出面向中小企业的 Aisino A6 ERP，包括财务、供应链、客户管理、生产和商业智能等模块，而且还在不断扩充之中。公司还计划在今年之内推出高端版本的 A8 ERP，主要面向大型集团客户，这将大大拓展管理软件的客户基础。

在收购华迪计算机之后，公司的系统集成业务具备了向行业解决方案扩展的实力。国资委在今年 5 月的央企信息化工作会议上提出“整合利用央企自身的信息化服务资源”，身为央企控股公司的航天信息有望在央企的信息化进程中扮演重要角色，系统集成业务是最大的潜在受益者。此外，公司的卫星通信业务经过多年开拓，也已经取得较大进展。

今年 7 月的军民融合发展战略座谈会提出：推动军民融合发展，既要解决军民通用技术标准问题，也要关注军民融合的体制问题；要借鉴发达国家聚集社会资本支持国防产业的经验。此前，工信部部长李毅中、国防部部长梁光烈和新华社、《解放军报》都发表了支持军民融合的言论。作为航天科工集团旗下的信息技术平台，公司很可能在十二五期间通过资本运作吸收集团的军事信息化业务，打开全新的发展空间。

阶段性转折时刻已到，强力推荐，目标价位 29.3 元

2009 年初以来，航天信息一直表现不佳，累计跑输软件行业指数约 100 个百分点，跑输沪深 300 指数约 60 个百分点；这主要是由于市场对公司长期增长的预期偏低。但是随着增值税改革的深入、软件与系统集成的高速发展和“军民融合”的提出，阶段性的转折时刻已经来临。与此同时，公司将保持严格的成本费用控制，同时通过增加高端产品、提高加密芯片等元器件自主化率等方式来提高利润率。

图表 2：航天信息主营业务收入及利润预测（单位：百万元）

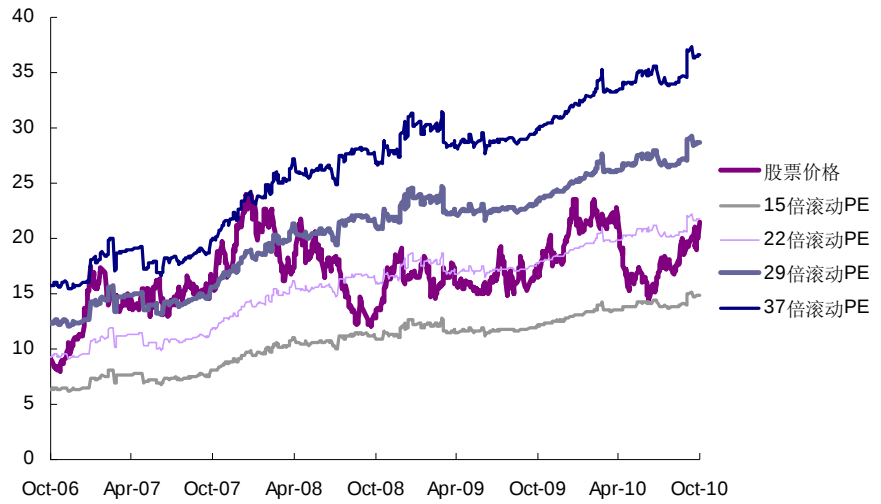
	2009A	2010E	2011E	2012E
计算机产品、商品销售	3769	4297	4856	5487
毛利率	2.1%	2.8%	2.6%	2.6%
防伪税控系统及配套设备	2075	2706	3000	3186
毛利率	52.8%	49.5%	50.5%	52.5%
税控收款机	174	190	232	249
毛利率	58.0%	50.0%	48.0%	47.0%
网络、软件与系统集成	1224	2264	3238	4145
毛利率	25.6%	26.8%	27.3%	27.8%
其他	185	334	501	701
毛利率	36.2%	32.0%	33.0%	33.0%
IC 卡	29	19	23	33
毛利率	6.8%	21.0%	22.0%	25.0%
总收入	7457	9810	11850	13803
综合毛利率	20.87%	22.20%	22.73%	23.11%
销售费率	2.76%	2.40%	2.45%	2.55%
管理费率	6.87%	5.70%	5.80%	5.90%
EPS（元）	1.00	1.22	1.45	1.72

资料来源：光大证券研究所

我们大幅度上调公司 2010-2012 年 EPS 预期至 1.00 元，1.22 元和 1.45 元，其间公司净利润的复合增速为 29.8%；2011-2013 年净利润的复合增速仍可达到 20%，均高于 2007-2009 年的水平。

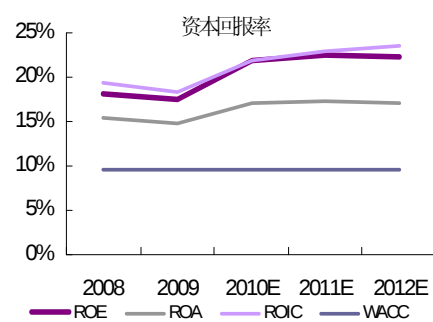
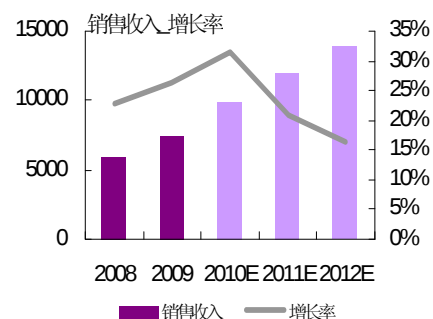
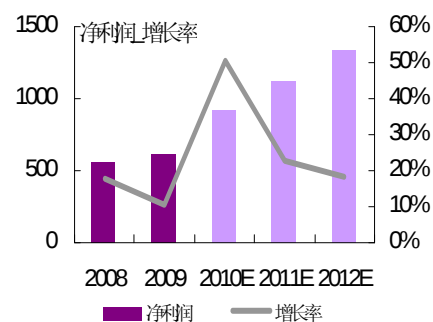
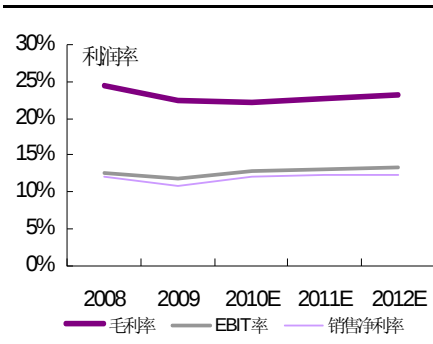
通过分析 2006 年以来公司的估值，可以看到，公司相对于一致预期 EPS 的 P/E 水平在 15-37 倍之间波动，其中枢为 25 倍 P/E（详见下页图表）；除了大牛市、大熊市或“小非”减持的特殊情况外，公司的一致预期 P/E 都在 22-29 倍之间。我们认为，鉴于公司已经进入下一个增长期，拥有增值税改革、新兴业务等刺激因素，又有巨额，可以赋予其接近历史估值中枢的 24 倍 P/E，得到目标价位 29.3 元。我们维持对航天信息的“买入”评级，并将其列为第四季度计算机行业的最看好的投资标的之一。

图表 3：航天信息相对一致预期的 P/E 区间状况



资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,931	7,491	9,855	11,905	13,867
营业成本	4,477	5,808	7,667	9,199	10,662
折旧和摊销	51	55	46	49	52
营业税费	65	79	102	124	144
销售费用	197	207	237	292	354
管理费用	439	515	562	690	818
财务费用	-25	-28	-30	-39	-44
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	35	47	14	15	15
营业利润	786	929	1,305	1,623	1,919
利润总额	815	960	1,378	1,708	2,019
少数股东损益	170	207	266	330	390
归属母公司净利润	553.45	610.49	919.14	1,130.16	1,336.35

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	4,696	5,549	6,928	8,441	10,136
流动资产	3,706	4,488	5,962	7,423	9,069
货币资金	2,571	3,241	4,311	5,458	6,804
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	288	391	449	541	631
应收票据	16	83	99	119	139
其他应收款	96	103	96	98	99
存货	537	488	767	920	1,066
可供出售投资	37	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	60	73	74	76	77
固定资产	519	698	756	796	835
无形资产	91	95	91	86	82
总负债	1,189	1,459	1,847	2,197	2,531
无息负债	1,187	1,459	1,847	2,197	2,531
有息负债	2	0	0	0	0
股东权益	3,507	4,089	5,080	6,244	7,605
股本	616	923	923	923	923
公积金	808	506	684	903	1,162
未分配利润	1,641	2,048	2,596	3,211	3,923
少数股东权益	441	611	877	1,207	1,597

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	665	916	1,209	1,491	1,755
净利润	553	610	919	1,130	1,336
折旧摊销	51	55	46	49	52
净营运资金增加	543	521	1,048	860	823
其他	-482	-271	-804	-547	-457
投资活动产生现金流	-51	9	8	-102	-102
净资本支出	-97	-110	100	100	100
长期投资变化	60	73	-1	-2	-2
其他资产变化	-13	46	-90	-200	-200
融资活动现金流	-246	-290	-147	-243	-307
股本变化	308	308	0	0	0
债务净变化	-26	-2	0	0	0
无息负债变化	-16	272	388	350	334
净现金流	368	635	1,070	1,147	1,346

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	22.93%	26.31%	31.55%	20.80%	16.48%
净利润增长率	17.57%	10.31%	50.56%	22.96%	18.24%
EBITDA 增长率	27.46%	16.85%	43.73%	23.81%	18.20%
EBIT 增长率	24.64%	17.44%	47.70%	24.41%	18.55%
估值指标					
PE	32	29	19	15	13
PB	6	5	4	3	3
EV/EBITDA	15	19	13	11	9
EV/EBIT	16	20	14	11	9
EV/NOPLAT	18	24	16	13	11
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	4	4	4	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	24.52%	22.47%	22.20%	22.73%	23.11%
EBITDA 率	13.52%	12.51%	13.26%	13.59%	13.79%
EBIT 率	12.66%	11.77%	12.80%	13.18%	13.41%
税前净利润率	13.74%	12.81%	13.98%	14.35%	14.56%
税后净利润率 (归属母公司)	9.33%	8.15%	9.33%	9.49%	9.64%
ROA	15.41%	14.73%	17.11%	17.30%	17.03%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.05%	17.56%	21.87%	22.44%	22.24%
经营性 ROIC	19.40%	18.41%	21.86%	22.87%	23.64%
偿债能力					
流动比率	3.22	3.18	3.35	3.51	3.72
速动比率	275.65%	283.65%	291.57%	307.14%	328.34%
归属母公司权益/有息债务	1532.70	-	-	-	-
有形资产/有息债务	2271.36	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.60	0.66	1.00	1.22	1.45
每股红利	0.18	0.21	0.32	0.40	0.47
每股经营现金流	0.72	0.99	1.31	1.62	1.90
每股自由现金流(FCFF)	0.26	0.39	0.00	0.49	0.80
每股净资产	3.32	3.77	4.55	5.45	6.51
每股销售收入	6.42	8.11	10.67	12.89	15.02

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信运营及通信设备行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。