

航天信息(600271.sh)

短期税控系统增长无忧，长期新兴产业潜力巨大

惠毓伦 分析师

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260200010112

增值税一般纳税人降标效果 2011、2012 年将持续体现

增值税防伪税控系统是公司利润的主要来源，2009 年公司毛利润的 65%。2010 年上半年受一般纳税人强制认定和降标双重利好影响，公司防伪税控系统业务收入增长 42.79%。我们认为尽管增值税一般纳税人标准强制认定工作已于 2010 年 6 月底截止，但一般纳税人降标的效果将持续体现，公司 2011、2012 年的防伪税控系统收入仍将保持稳中有升的势头。此外我们认为 2011 年“汉字防伪”技术的全面推广可能性很大，从而将进一步提升公司对应业务增长的弹性空间。

管理软件快速增长，物联网业务布局早起点高

基于得天独厚的渠道和客户资源优势，公司管理软件业务发展顺利，我们预测公司 2010 年管理软件业务收入有望超过 1 亿元规模，并将在 2011、2012 年保持 40%以上的增长速度。物联网方面通过参与国家粮食储备系统示范工程等重点项目，公司积累了丰富的技术和项目经验。考虑到目前国内物联网产业仍处于早期发展阶段，未来关键性的国家级物联网产业化应用将对行业整体竞争格局产生决定性影响，而公司凭借技术和规模优势对国家级关键项目的参与，逐步在国内物联网行业占据了有利的竞争地位。

给予“买入”的投资评级，12 个月合理目标位 32 元

预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.03 元、1.26 元、1.50 元，对应 PE 分别为 25、20、17 倍，给予“买入”的投资评级，12 个月目标价 32 元。

风险提示

降标对公司防伪税控系统新增用户数量影响低于预期的风险等。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5930.88	7491.31	9812.79	11947.9	14459.0
增长率 (%)	22.93%	26.31%	30.99%	21.76%	21.02%
EBITDA(百万元)	816.15	963.27	1468.83	1794.63	2117.94
净利润(百万元)	553.45	610.49	953.56	1168.04	1381.88
增长率 (%)	17.57%	10.31%	56.19%	22.49%	18.31%
每股收益 (元)	0.60	0.66	1.03	1.26	1.50
市盈率	28.04	30.67	24.85	20.29	17.15
市净率	5.06	5.38	5.35	4.23	3.39
EV/EBITDA	15.87	16.08	13.17	9.88	7.50

数据来源: 航天信息股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	26.65
目标价格(元)	32.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.38%	30.57%	38.50%
沪深 300	2.46%	13.64%	-8.79%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

923.40/923.40

主要股东:

中国航天科工集团公司

主要股东持股比例

40.08%

财务比率

ROE	17.56%
ROA	18.19%
资产负债率	26.30%
每股净资产(元)	3.77

2009 年报数据

增值税一般纳税人降标是长期利好，效果将持续体现

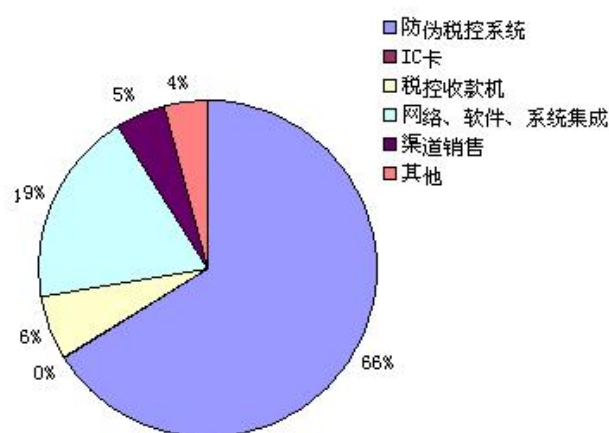
增值税防伪税控系统是公司利润的主要来源，2009年占公司毛利润的65%。2010年上半年受增值税一般纳税人标准降低和强制认定的影响，公司防伪税控系统收入同比增长43%。我们认为，尽管增值税一般纳税人标准强制认定工作已于2010年6月底截止，但一般纳税人降标的效果将持续体现，2011、2012年的防伪税控系统收入仍将保持稳中有升的势头。

图1：2009年公司主营业务收入占比



数据来源：公司年报

图2：2009年公司主营业务毛利润占比



数据来源：公司年报

2008年底国家税务总局颁布的增值税暂行条例规定，增值税一般纳税人应税标准由原来的工业型企业100万、商业型企业180万降至生产型企业50万、流通型企业80万。在此之前我国每年新增一般纳税人数量大致在35万/年左右，受此政策调整影响每年新增一般纳税人数量可能提升10万家以上。由于应纳税企业范围的扩大，增值税应税标准降低对公司业绩的正面影响将不仅影响公司2010年业绩，而将持续体现。

2009年受整体经济形势不佳影响，税务部门暂缓了该新政策的执行，部分已达到一般纳税人标准的小规模纳税人在2009年尚未被认定为一般纳税人，公司防伪税控系统收入2009年同比增加12.37%，也反映出政策调整的效果尚未完全体现。

2010年年初国税总局下发了新通知，重申了之前的政策并明确指出：达到一般纳税人门槛的企业将被强制认定为一般纳税人企业，并要求强制认定工作在2010年6月30日之前完成；新开企业即使没有标准，也可以鼓励其申请成为一般纳税人；企业一旦认定为一般纳税人就不需要再转出。

可以看出，公司2010年防伪税控系统业务将受到强制认定和降标两个利好因素驱动，其中强制认定驱动了上半年收入增长，降标效果则将在2010全年和之后长期体现。我们估计上半年强制认定可能带来7-9万套新增收入，2010全年由于降标造成新增一般纳税人数量较降标前提高8-10万套，2010年全年防伪税控系统出货量可能在52万套左右。

表1：防伪税控系统收入预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
防伪税控系统新增用户	370,000	510,000	460,000	480,000
防伪税控系统单价	1,350	1,350	1,350	1,350
培训费	400	400	400	400
新增防伪税控系统收入	647,500,000	892,500,000	805,000,000	840,000,000
防伪税控系统存量用户数量	1,550,000	1,920,000	2,430,000	2,890,000
服务费	420	390	390	390
存量防伪税控系统服务费收入	651,000,000	748,800,000	947,700,000	1,127,100,000
计算机配套比例	33%	33%	33%	33%
配套计算机单价	5,000	5000	5000	5000
计算机配套收入	610,500,000	841,500,000	759,000,000	792,000,000
打印机配套比例	27%	27%	27%	27%
配套打印机单价	1500	1500	1500	1500
打印机配套收入	149,850,000	206,550,000	186,300,000	194,400,000
其他	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000
防伪税控系统总收入	2,074,850,000	2,705,350,000	2,714,000,000	2,969,500,000

数据来源：广发证券发展研究中心整理

2011年“汉字防伪”有望成为防伪税控系统新增长点

按照2010年防伪税控系统新增用户51万的假设，2010年该项业务收入有望达到27亿元左右，考虑到一般纳税人标准降低的长期影响，我们预测公司防伪税控系统2011、2012年销售量有望达到46万套、48万套的水平，收入将在2010年基础上保持稳定增长。此外，“汉字防伪”新技术的推广、部分行业消费税改增值税等有利因素都有可能带动未来两年防伪税控系统收入实现进一步较大幅度提升。

之前的防伪系统仅对发票的数字部分进行防伪处理，近年来发现利用汉字套打伪造假发票的案件逐渐增多，在此情况下2010年公司成功开发了汉字防伪技术，用二维码技术将存储信息提升至以前的10倍以上，通过技术手段解决了这一问题。2010年8月，公司承担的增值税防伪税控系统汉字防伪项目实地测试在河南省税务局顺利完成，为后续试运行及全国推广工作的开展奠定坚实基础。一旦汉字防伪技术升级改造在全国铺开，将成为带动防伪税控系统的新增长点。

税控收款机业务仍有充分发展空间

考虑到国内各地方网络化、信息化条件的差异性和复杂性，我们认为税控收款机将与网络开票长期并存，相比目前较小的业务规模依然有广阔的发展空间。

与防伪税控系统不同，税控收款机市场竞争充分，从2006年技术标准制定时100多

家企业到现在只有十几家企业仍继续参与。目前影响税控收款机推广的最大不确定因素在于网络开票政策的实施进度，在采用网络开票的情况下，商户只需通过普通电脑和打印机即可完成开票操作，从而降低了商户的使用成本。

从国家进行税源监控的思路分析：早期推行税控收款机的目的在于通过机打发票替代手工发票，以实现以票控税；随着信息化的发展，通过网络开票同样可以获取纳税人的开票信息，即信息控税。从节约成本的角度考虑，信息控税相比以票控税更加先进，也是发展方向。但网络开票对网络连通性有很高要求，国内信息化发展不均衡的现实条件决定了税控收款机将与网络开票并存。

公司的税控收款机产品可以通过加装CA模块实现网络开票功能，满足不同网络条件下的开票需求，并且打消了税务部门对于实施网络开票后税控收款机将被浪费的疑虑。

此外公司自身也有CA业务可以与网络开票机具结合起来，因此公司的税控收款机产品整体上具备比同行业竞争对手更加乐观的发展前景。

管理软件具备渠道和客户优势，发展势头良好

公司管理软件产品包括三条产品线：面向中小商贸企业的低端A3，以财务核算功能为主；面向单个法人组织的具备财务核算、办公自动化、供应链管理、生产管理、人力资源管理、客户关系管理等模块的A6；面向集团化企业客户的A8。

管理软件产品利润率和软件的标准化程度密切相关：面向大客户的高端产品由于复杂的定制化需求和咨询、实施难度造成利润率相比中低端管理软件更低；面向小型企业的低端管理软件由于基本都是标准化软件套装，因而利润率最高。而在中小企业管理软件方面，公司具备得天独厚的渠道优势以及客户资源优势，因而面临良好的发展机遇。2010上半年，公司管理软件业务收入5500万元左右，我们预测公司全年管理软件业务收入很可能将达到1亿元以上的规模。

物联网业务蓄势待发

目前国内物联网产业仍处于早期发展阶段，未来关键性的国家级物联网产业化项目将对行业整体竞争格局产生决定性影响，而国家级项目对参与企业的规模、背景、技术实力和项目经验必然有较高要求。在这些方面公司相比行业其他竞争对手具有明显优势，通过一系列物联网相关产业示范项目，公司已逐步占据国内物联网行业发展的有力竞争地位。

作为国内RFID产业联盟副理事长单位，公司先后完成奥运食品追溯系统、高速公路不停车收费项目、基于RFID的国家粮食储备系统示范工程等关键项目。其中常州粮食现代物流中心作为国家科技部支撑计划重点项目“粮食流通追踪技术设备与应用示范”课题、国家发改委首批国家信息化试点项目《基于RFID区域粮食流通管理试点应用》等两个国家级课题的示范基地，应用了射频识别（RFID）、无线传感器、智能图像识别、自动化控制（MES）等技术，实现了业务流程的智能化、仓储管理的数字化、机械作业的自动化，初步建成了基于物联网的粮库信息化管理系统。

在常州粮食储备系统示范工程中，物联网有关的技术改造可以分为几个部分：第一是为全体种粮农民配发银联功能的IC卡用来结算；第二是在粮站以及其他收粮单位配发读卡机具，对粮食进行封装的标签机具等；第三是粮食加工企业对于粮食进行识别和加工后粮食的分类；第四是粮库等仓储环节的技术改造，以及对粮食物流车辆和中转环节的技术改造。粗略估算可知，如果粮食储备系统工程能在全中国范围得到推广，整体投资规模有望达到百亿规模。

尽管物联网业务短期内尚无法成为公司营收重点，但在条件成熟情况下，一旦类似的国家级物联网行业应用项目正式启动，公司都将凭借有利条件获得良好的发展机会。

短期税控系统增长无忧，长期新兴产业潜力巨大

国家持续推进的增值税改革是公司防伪税控系统收入稳定增长的有力保证。继2009年增值税由生产型改为消费型之后，目前以增值税扩围并取消营业税为主要内容的增值税改革已经进入立法程序，而增值税扩围将显著提升公司防伪税控系统的市场空间。

当前我国工业和商业企业征收增值税，服务业征收营业税，两者互不交叉，增值税改革将把目前营业税征收的范围纳入增值税范围。由于营业税是地方税，而增值税是中央地方共享税，因此增值税扩围改革与国家财政体制改革密切相关。尽管改革进展的确切时点尚难以把握，但国家增值税扩为改革总体上将对公司防伪税控业务增长带来持续利好。

金税产业之外，公司在管理软件、系统集成、卫星应用、数字媒体、物联网等业务方向上都有望保持快速增长。作为航天科工集团旗下信息产业最关键的上市平台，我们认为未来集团很可能持续将信息产业相关资产注入进来，公司估值水平有望在现有水平上提升。在物联网、云计算等新兴技术领域，公司已经有较深厚的技术积累和项目经验，同时考虑到公司的规模和背景优势，在未来影响产业格局走势的国家级关键应用中都有很可能获得有利的竞争地位。

表2：主营业务收入和盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
防伪税控系统收入	207,547.54	270,538.22	271,403.94	296,943.05
毛利率	52.75%	52.50%	52.50%	52.50%
税控收款机收入	17,409.60	29,596.32	44,394.48	66,591.72
毛利率	57.99%	58.00%	58.00%	58.00%
网络、软件和系统集成收入	122,395.88	220,312.58	308,437.62	431,812.66
毛利率	25.57%	27.00%	29.00%	30.00%
渠道销售收入	376,937.47	452,324.96	542,789.96	651,347.95
毛利率	2.10%	3.00%	3.00%	3.00%
IC卡收入	2,869.87	2,008.91	2,611.58	3,395.06
毛利率	6.76%	22.00%	23.00%	24.00%
其他业务收入	18,548.44	37,096.88	44,516.26	53,419.51
毛利率	36.15%	32.00%	32.00%	32.00%
总收入	745,708.80	1,011,877.88	1,214,153.83	1,503,509.95
综合毛利率	22.22%	24.17%	23.79%	24.04%

数据来源：广发证券发展研究中心整理

给予“买入”的投资评级，12个月目标价32元

我们预测公司2010-2012年EPS分别为1.03元、1.26元、1.50元，对应2010-2012年动态市盈率分别为25、20、17倍，相比A股计算机同行业公司有明显的估值优势，因此给予“买入”的投资评级。按照2011年25倍PE计算，12个月目标价32元。

风险提示

2011-2012年增值税一般纳税人降标对公司防伪税控系统新增用户数量影响低于预期的风险；增值税改革推进速度低于预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

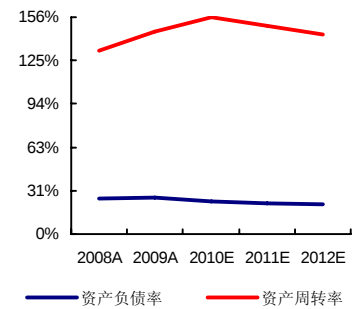
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,706	4,488	6,009	7,938	10,231
货币资金	2,571	3,241	4,354	5,962	7,819
应收及预付	598	749	927	1,119	1,360
存货	537	488	728	857	1,052
其他流动资产	0	11	0	0	0
非流动资产	989	1,060	990	962	919
长期股权投资	60	73	73	73	73
固定资产	519	698	755	808	840
在建工程	116	2	-54	-129	-198
无形资产	103	119	107	102	95
其他长期资产	191	168	109	109	109
资产总计	4,696	5,549	6,999	8,900	11,150
流动负债	1,150	1,410	1,643	1,988	2,400
短期借款	2	0	0	0	0
应付及预收	1,035	1,310	1,643	1,988	2,400
其他流动负债	113	101	0	0	0
非流动负债	39	49	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	49	0	0	0
负债合计	1,189	1,459	1,643	1,988	2,400
股本	616	923	923	923	923
资本公积	572	231	231	231	231
留存收益	1,878	2,323	3,276	4,444	5,826
归属母公司股东权益	3,065	3,478	4,431	5,599	6,981
少数股东权益	441	611	925	1,312	1,769
负债和股东权益	4,696	5,549	6,999	8,900	11,150

利润表

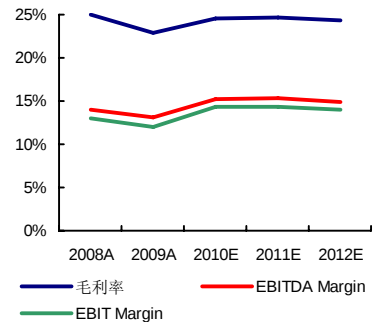
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5931	7491	9813	11948	14459
营业成本	4477	5808	7450	9061	11011
营业税金及附加	65	79	105	127	154
销售费用	197	207	245	299	361
管理费用	439	515	638	777	940
财务费用	-25	-28	-41	-54	-75
资产减值损失	28	30	23	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35	47	43	45	44
营业利润	786	929	1436	1779	2105
营业外收入	34	54	47	49	48
营业外支出	5	23	17	19	18
利润总额	815	960	1466	1809	2136
所得税	91	142	200	254	297
净利润	724	817	1267	1556	1839
少数股东损益	170	207	313	388	457
归属母公司净利润	553	610	954	1168	1382
EBITDA	816	963	1469	1795	2118
EPS (元)	0.60	0.66	1.03	1.26	1.50

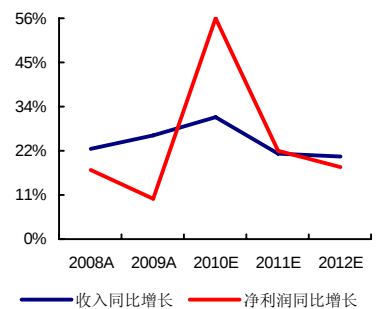
资产负债率趋势



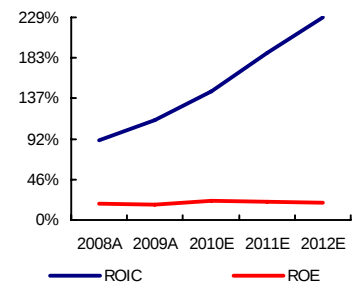
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

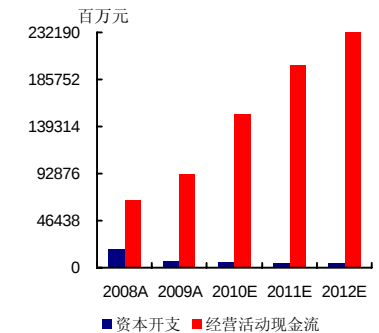
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	665	916	1,203	1,614	1,865
净利润	724	817	1,267	1,556	1,839
折旧摊销	63	80	94	110	126
营运资金变动	-96	49	-165	19	-31
其它	-26	-31	8	-70	-69
投资活动现金流	-51	9	-9	-7	-8
资本支出	-177	-65	-53	-52	-52
投资变动	126	71	43	45	44
其他	0	3	0	0	0
筹资活动现金流	-246	-290	-80	0	0
银行借款	2	0	0	0	0
债券融资	-28	-2	-49	0	0
股权融资	30	11	0	0	0
其他	-250	-299	-31	0	0
现金净增加额	368	635	1,114	1,607	1,857
期初现金余额	2,203	2,571	3,241	4,354	5,962
期末现金余额	2,571	3,207	4,354	5,962	7,819

主要财务比率

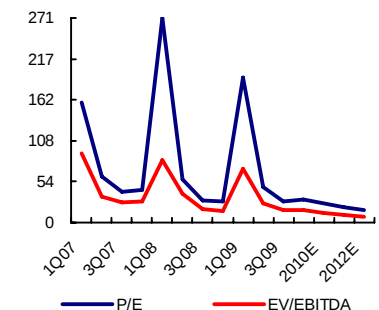
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	22.9%	26.3%	31.0%	21.8%	21.0%
营业利润	20.1%	18.2%	54.6%	23.9%	18.3%
归属于母公司净利润	17.6%	10.3%	56.2%	22.5%	18.3%
获利能力					
毛利率	24.5%	22.5%	24.1%	24.2%	23.8%
净利率	12.2%	10.9%	12.9%	13.0%	12.7%
ROE	18.1%	17.6%	21.5%	20.9%	19.8%
ROIC	90.4%	112.9%	145.0%	188.7%	229.0%
偿债能力					
资产负债率	25.3%	26.3%	23.5%	22.3%	21.5%
净负债比率	-73.3%	-79.3%	-81.3%	-86.3%	-89.4%
流动比率	3.22	3.18	3.66	3.99	4.26
速动比率	2.58	2.71	3.06	3.41	3.67
营运能力					
总资产周转率	1.32	1.46	1.56	1.50	1.44
应收账款周转率	21.14	22.08	21.76	21.86	21.83
存货周转率	8.58	11.33	10.24	10.58	10.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	0.66	1.03	1.26	1.50
每股经营现金流	0.72	0.99	1.30	1.75	2.02
每股净资产	4.98	3.77	4.80	6.06	7.56
估值比率					
P/E	42.1	30.7	24.8	20.3	17.1
P/B	5.1	5.4	5.3	4.2	3.4
EV/EBITDA	15.9	16.1	13.2	9.9	7.5

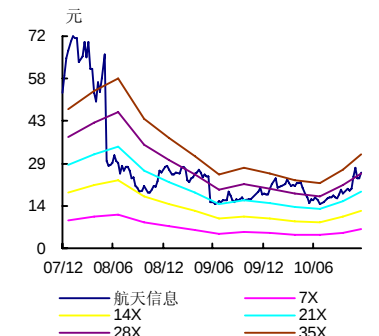
资本支出与经营活动现金流



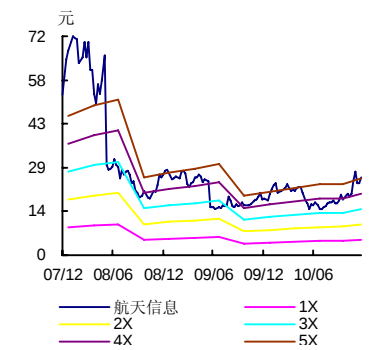
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

邵卓，研究助理，北京邮电大学信号与信息处理硕士，曾在明基（西门子）移动通信研发中心、IBM 中国软件开发实验室工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sz3@gf.com.cn，010-15330229387。

相关研究报告

航天信息(600271.SH)_中报点评	惠毓伦	2007-08-19
航天信息(600271.SH)_年报点评	惠毓伦	2007-03-22
航天信息(600271.SH)_季报点评	惠毓伦	2006-10-17

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。