



上市公司年报点评

证券研究报告
信息服务—软件

买入 维持

航天信息（600271）

2011 年 3 月 24 日

非防伪税控业务表现出色

计算机与通信行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672

chenmf@htsec.com
021-23219409

联系人：蒋科
jiangk@htsec.com
021-23219474

3 月 23 日收盘价：25.35 元 6 个月目标价：33.00 元

事件：

公司今日公布 2010 年年报：2010 年公司实现营业收入 94.51 亿元，同比增 26.2%；营业利润同比增 38.6%；归属于母公司净利润为 9.08 亿元，同比增 48.7%，EPS 为 0.98 元，略超我们预期；归属于母公司的扣非后净利润同比 50.1%。公司利润分配预案为 10 派 4。

点评：

防伪税控及软件与系统集成驱动成长。2010 年，公司增值税防伪税控业务营收同比增 24.6%。本期防伪税控业务增长的主要原因是一般纳税人降标，我们估计出货量 54 万套，同比增约 50%，但最终确认收入数量可能少于出货量。本期防伪税控业务毛利率同比下降约 4.5 个百分点，公司的解释是受服务费降价影响。2011 年，我们估计公司防伪税控系统出货量增长 5~10%。由于防伪税控培训费取消，公司防伪税控业务将因此减少 3000~5000 万。我们认为公司将通过增持子公司或参股公司股权、提高通用设备配套率等手段实现防伪税控业务的增长。

公司本期软件与系统集成业务本期营收同比增 54%，且毛利率同比提升了 3.7 个百分点，从而使毛利同比增 76.5%，成为本期公司营收和盈利增长的主要驱动。公司将软件与系统集成业务的增长归因于完善渠道建设，提高服务渠道的营销能力和市场化意识，自主研发出更多的软件产品，更多的参与行业招投标及系统集成项目。我们判断 ERP 和金盾业务是本期软件与系统集成业务成长两大驱动因素。软件与集成业务的成长体现了公司渠道的价值，而渠道价值的进一步体现将驱动公司软件与集成业务的持续成长。2010 年，软件与集成业务的毛利占比已经接近 25%，意味着公司业绩对防伪税控业务的依赖在减弱。

IC 卡业务营收本期同比增 23.4%，毛利率同比上升近 12 个百分点。公司本期对披露的业务重新归类，我们估计本期 IC 卡业务包括了防伪税控系统中包含的税控 IC 卡。

税控收款机业务本期营收同比增 13.1%，我们判断随着海南、重庆和山西等地网络开票业务的开展，2011 年公司税控收款机业务增长将提速。

费用增速略高于预期，但仍在合理范围。公司本期营业费用和管理费用同比分别增长约 20.7%和 17.9%，高于我们前期预期，但仍明显低于毛利增速。公司 Q4 单季营业费用和管理费用同比分别上升 91.8%和 20.1%，明显高于前三季度增速，我们认为公司存在盈利管理的可能。从业务结构分析，公司软件与集成等业务需要更多的研发和营销投入以驱动增长，意味着公司今后几年费用增速可能会高于往年的平均水平。

2011 年计划实现营收 115 亿，并购将加强。公司年报披露，2011 年公司计划实现营收 115 亿，同比增长约 22%，并且规划 2015 年底营收比 2010 年翻倍。2011 年，公司的重点工作是推广重点业务、加强新产品研发和资产收购。在重点业务的推广方面，公司将继续做好增值税防伪税控系统及相关设备、延伸产品的推广工作，我们认为通用设备配套率以及网上申报、网上认证和远程抄报等业务渗透率的提升将是重点；继续推动企业信息化软件产业的快速发展，我们认为主要是指 A6 和 A8；以娱乐业推广为契机，推进金盾业务快速增长；积极进行物联网业务拓展，我们认为粮食流通领

域和智能交通值得期待；大力推进航信电子政务与行业集成产业的发展；统一规划培训产业的推广，打造财税培训专业的领军品牌；促进安全芯片、在线网络业务、CA 业务、数字媒体、移动互联网应用等新业务的开展。总而言之，我们认为公司 2011 年的工作重点主要是在巩固防伪税控业务基础的同时，积极培育非防伪税控业务。具体而言，我们认为 ERP、培训业务、税控收款机、粮食流通信息化解决方案、金盾和安全芯片等业务是 2011 年的主要看点。

维持“买入”投资评级。我们预测公司 2011~2013 年 EPS 分别为 1.13 元、1.39 元和 1.70 元。2010 年报表明，非防伪税控业务对公司毛利贡献已经超过 40%，且 2010 年公司盈利成长的最大驱动来自于软件与集成业务，体现了公司渠道的巨大价值。这意味着公司业绩对防伪税控业务的依赖性趋于降低，公司业绩长期成长空间逐步打开，其估值水平有望得到提升。我们认为营业税转为增值税的预期和物联网等业务的进展将提升公司估值。我们以 25~30x 的 2011 年市盈率，加上每股 2 元现金，预测公司股价合理区间为 30.25~35.90 元，维持“买入”的投资评级，维持六个月目标价为 33.00 元。公司可能的股价催化剂在于营业税转增值税开始试点、粮食流通信息解决方案大规模推广以及安全芯片业务放量。

主要不确定性。发改委取消培训费的通知影响可能会大于预期；软件与集成业务增速低于预期；营业税转增值税在政策上存在较大不确定性；产品降价风险；宏观经济不景气导致防伪税控出货量低于预期。

表 1 航天信息利润表预测（万元）

	2009	4Q2010	YoY(%)	QoQ(%)	2010	YoY(%)	2011E	2012E	2013E
营业收入	749131	261619	-1.0	-2.7	945145	26.2	1156606	1361438	1587600
防伪税控及配套设备	201381				250852	24.6	267687	286888	305842
IC 卡	9036				11148	23.4	13400	18820	24261
税控收款机	17410				19697	13.1	25606	33288	43275
网络、软件与系统集成	122396				188511	54.0	247865	316081	390297
渠道销售	376937				428630	13.7	535788	616156	708579
其他	18548				46307	149.7	66261	90205	115346
毛利率（%）									
防伪税控及配套设备	52.0				47.5	-4.5	48.0	48.0	48.0
IC 卡	54.7				66.4	11.6	52.0	42.5	38.7
税控收款机	58.0				46.2	-11.8	46.2	46.2	46.2
网络、软件与系统集成	25.6				29.3	3.7	29.6	30.8	32.5
渠道销售	2.1				2.9	0.8	2.9	2.9	2.9
其他	36.2				45.6	9.4	42.6	41.4	40.6
营业成本	580780	199730	-7.9	-2.1	720768	24.1	892212	1047864	1217332
毛利	168351	61888	30.5	-4.8	224377	33.3	264395	313573	370268
毛利率（%）	22.5	23.7	5.7	-0.5	23.7	1.3	22.9	23.0	23.3
营业税金及附加	7883	3057.7	13.5	23.9	9682	22.8	11898	14111	16662
销售费用	20654	8205	91.8	26.4	24940	20.7	28681	32983	37931
管理费用	51482	26720	20.1	97.7	60672	17.9	66740	73413	80755
财务费用	-2796	-928	32.7	16.2	-2975	6.4	-3712	-4370	-5096
资产减值损失	2957	3377	43.9	-3521.7	4224	42.9	4968	5892	6957
公允价值变动收益		0							
投资收益	4724	112	-14.7	-74.4	907	-80.8	1110	1307	1524
营业利润	92895	21569	29.2	-50.8	128740	38.6	156931	192850	234583
营业外收入	5356	5976	141.6	201.4	11044	106.2	14522	18518	22867
营业外支出	2272	343	-78.5	278.7	689	-69.7	689	689	689
利润总额	95980	27201	54.9	-40.5	139096	44.9	170764	210680	256761
所得税	14248	6652	181.1	38.6	23081	62.0	30737	37922	46217
少数股东权益	20683	3396	-26.2	-59.5	25227	22.0	35860	44243	53920

归属母公司所有者净利润	61049	17153	61.9	-47.3	90788	48.7	104166	128515	156624
EPS（元）	0.66	0.19			0.98		1.13	1.39	1.70

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、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

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。