

航天信息(600271.sh)

全国性营销服务网络，奠定 20%以上持续增长潜力

惠毓伦 分析师

电话：010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511010003

公司的全国性网络是被忽视的优质资产

过去 3 年公司的全性销售和服务网络带动了防伪税控系统以外其他业务快速发展，并为未来公司持续发展提供动力：2007-2010 年公司收入增速分别为 30%、23%、26%、26%；防伪税控系统营业利润占比在三年时间内已经从 70% 的降低到 2010 年的 54%；网络、软件与系统集成业务营业利润占比从 2006 年的 11% 提高到 2010 年的 25%。

以 ERP 业务为例，公司 ERP 业务从销售、实施到售后服务可以基本复用目前的技术支持和营销网络，因此公司 ERP 产品推广的边际成本远小于用友、金蝶等传统 ERP 厂商。2010 年公司 ERP 软件销售超过 1 亿元，已经相当于用友软件低端 ERP 市场份额的 38%。基于公司广泛的全国性网络、更紧密的客户联系，我们认为包括 ERP 软件在内的其他业务将带动公司业绩保持稳定增长，未来公司有望持续保持超过 20% 以上的稳定增长。

维持“买入”投资评级

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.21、1.47 元、1.80 元，对应 2011-2013 年动态市盈率分别为 22、18、15 倍，维持“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。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7491.31	9451.45	11775.3	14456.2	17413.3
增长率(%)	26.31%	26.17%	24.59%	22.77%	20.46%
EBITDA(百万元)	963.27	1367.70	1692.79	2028.55	2500.61
净利润(百万元)	610.49	907.88	1113.17	1356.49	1666.54
增长率(%)	10.31%	48.71%	22.61%	21.86%	22.86%
每股收益(元)	0.66	0.98	1.21	1.47	1.80
市盈率	30.67	27.98	21.80	17.89	14.56
市净率	5.38	6.06	4.58	3.64	2.91
EV/EBITDA	16.08	15.84	11.24	8.52	6.04

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)	25.71
目标价格(元)	32.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.49%	2.33%	56.43%
沪深 300	2.17%	-8.10%	10.64%

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

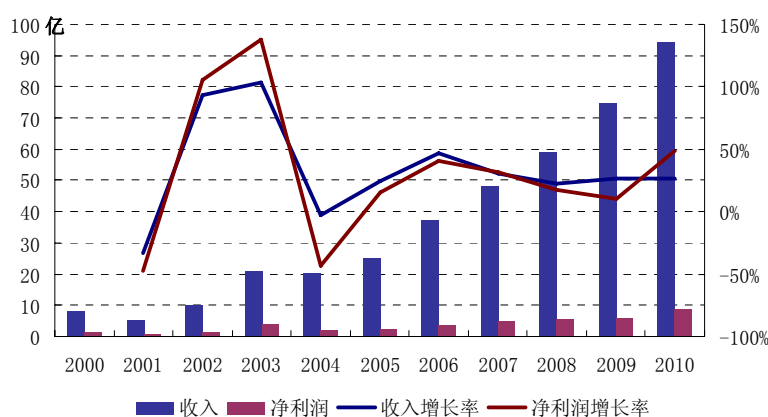
ROE	21.67%
ROA	22.60%
资产负债率	25.19%
每股净资产(元)	4.54
2010 年报数据	

业务结构趋向均衡，奠定持续发展基础

多元化发展策略保证收入有望长期稳定增长

2007年以来公司收入增长相当稳定，2007-2010年收入增长率分别为30%、23%、26%、26%；同期净利润增长率分别为32%、18%、10%、49%。我们认为公司多元化发展策略是保证收入和净利润保持稳定增长的关键因素：过去3年税控系统收入占比不断降低，其他业务快速发展，因此各业务综合后公司具备持续稳定发展的后劲。

图2：公司主营收入和净利润增长

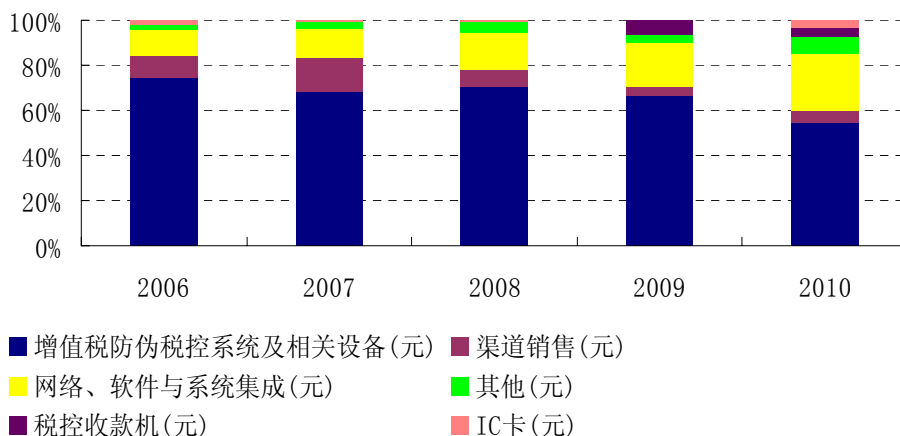


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

增值税防伪税控系统之外，IT业务正快速发展

进一步观察2007-2010年公司利润结构，可以看出传统的增值税防伪税控系统营业利润占比在三年时间内已经从70%的高点逐步降低到2010年的54%。快速上升的是网络、软件与系统集成业务，营业利润占比2006年以来逐步提高，从2006年的11%提高到2010年的25%。

图2：公司营业利润构成变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

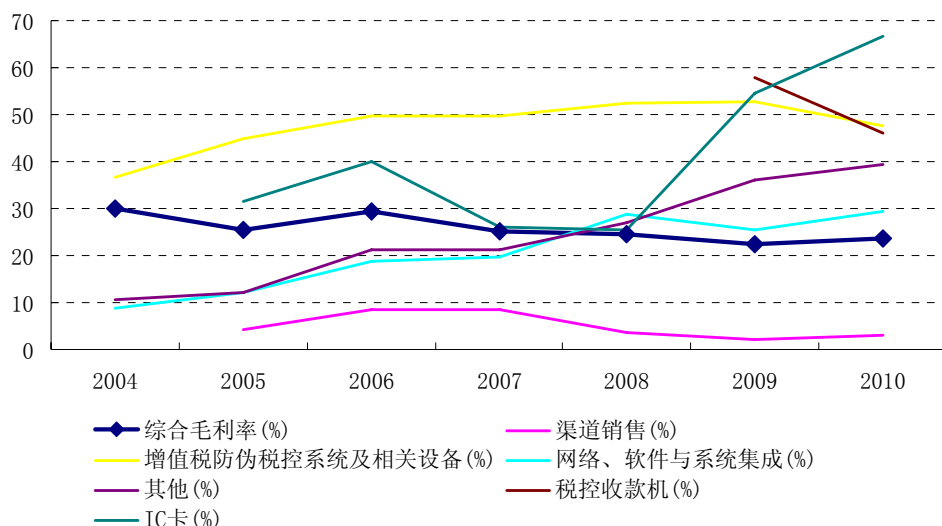
软件业务成长迅速，确保综合毛利率保持稳定

受硬件机具和服务费降价影响，2008-2010年公司传统业务增值税防伪税控系统毛利率分别为52.39%、52.75%、47.49%，2010年比2008年下降了接近5%。但同期公司的综合毛利率分别为24.52%、22.47%、23.74%，在传统的增值税防伪税控业务毛利率逐步下降的同时，公司综合毛利率能够保持稳定的重要原因在于：**网络软件系统集成业务收入占比增加以及其毛利率的提升。**

最近3年公司软件网络系统集成业务规模快速扩张，营业收入从2008年的8.01亿元快速增长到2010年的18.85亿元；毛利率也从2007年的19.65%提高到2010年的29.30%。

网络软件系统集成业务本身包括多项业务，毛利率上升的主要原因就在于包括ERP在内的软件业务增长迅速占比提升，这也反映出此项业务的发展“量”、“质”齐升的特点。

图2：分项业务毛利率情况



数据来源：聚源数据、广发证券发展研究中心

被忽略的优势——“广、深”兼顾的IT服务全国性网络

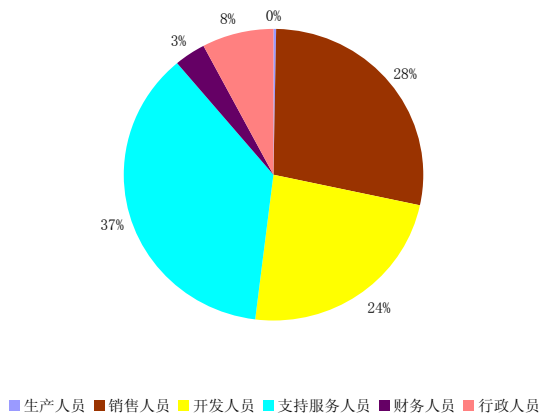
网络广、黏性大——全国性网络奠定ERP软件销售优势基础

从2007年开始进入ERP软件行业，到2010年公司的ERP软件业务收入已经过亿元，公司的ERP业务发展迅速。我们认为ERP业务的快速发展首先得益于公司得天独厚的全国性服务网络优势，公司在网络的广度和用户粘性两方面都具备独特优势。

依托增值税防伪税控系统的技术支持力量，公司拥有覆盖广泛的IT服务团队，目前公司在全国拥有146家分子公司和700多家服务单位，2010年公司5962名技术服务人员占公司11583名员工总数的51.47%。考察用友软件的情况，我们发现用友软件2010年支持服务人员为3952人，占用友软件10689名员工总数的36.97%。公司的技术支持团队力量从人员规模和占比方面，都超过了用友软件。

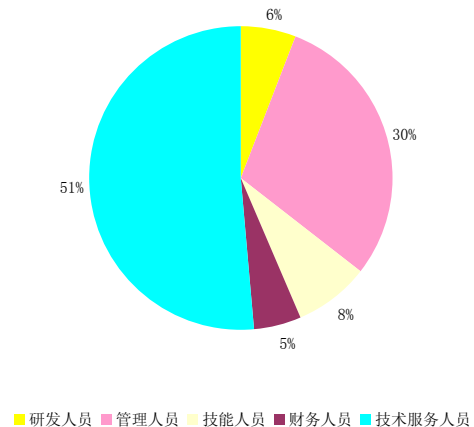
用户粘性方面，对于尚未安装任何ERP软件的潜在初级客户而言，它们和公司通过税控系统的使用和服务已经有了长期的接触和往来，而且公司在税务领域的垄断优势可以方便的延伸到企业财务系统，也就是ERP软件的核心模块。

图24：2010年用友软件员工结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

图25：2010年航天信息员工结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心整理

由于公司传统主营业务增值税防伪税控系统以硬件销售和售后技术服务为主，因此公司的研发和销售人员的数量都比用友软件要少很多。换句话说，公司ERP业务从销售、实施到售后服务可以基本复用目前的技术支持和营销网络，因此公司ERP业务的边际成本远小于用友、金蝶等传统ERP厂商。

同时我们必须注意的是：公司依靠少量研发和销售人员的数量即可快速开展ERP业务，关键前提在于公司ERP业务的客户应该以中小企业为主。因为通常企业规模越小对ERP软件的定制化开发需求越低，因此中小企业的ERP需求基本可以以通用软件的简单安装来实现，而不需要复杂的咨询和二次开发过程。反应在毛利率上，就是低端ERP软件毛利率通常最高，而高端ERP由于大量的二次开发和复杂的实施反而毛利率较低。对于整个ERP行业，我们也发现低端ERP市场实际上更具经济价值，而高端ERP市场则更具战略价值。

2010年用友软件面向小型企业市场的T系列产品销售收入为2.61亿元，假设公司2010年1亿元的ERP收入全部来自小型企业客户，则公司在低端ERP市场的市场份额已经相当于用友软件的38%。基于公司更广泛的全国性网络、更紧密的客户联系，我们认为ERP软件业务将成为公司持续稳定的新增长点，并且很可能成为ERP市场上越来越重要的参与者。

IT服务、财税培训市场空间巨大

与ERP软件类似，依托现成的服务网络，航天信息面向中小企业客户的IT服务外包和财税培训业务也面临良好的市场机遇。

IT服务外包包括传统的IT运维服务和专业IT服务。其中IT运维服务包括操作系统和硬件故障检测、排除；软件的安装、升级、更新；病毒软件安装、病毒库更新、病毒检测及消除；打印机安装、维护；数据修复等。专业IT服务包括系统评估与优化服务、IT

系统迁移服务、数据迁移与恢复服务、安全评估与加固服务等。

目前国内中小企业IT服务市场的参与者主要有以下几类：硬件原厂商如联想、宏基、DELL、HP等；上述原厂商的签约技术服务伙伴；第三方IT服务企业。我们认为IT服务企业的竞争力关键仍在于服务网络覆盖面和客户紧密度。从这个角度考察，公司同样具备得天独厚的发展潜力。

财税培训是另一个市场需求空间很大的潜在市场：由于会计培训的属地化特点，财税培训基本只能在本地进行。公司积累的用户资源、品牌效应是明显的优势，相对欠缺的是财经类课程的教育资源，如果未来通过与财经类院校合作的方式开展业务，同样面临良好的市场机遇。

增值税改革大方向明确，长期利好税控系统业务

目前，国内工业和商业企业征收增值税，服务业征收营业税，两者不交叉。营业税的三大征税对象为服务业、不动产以及无形资产。

而随着服务业的不断发展，营业税税制弊端凸显。营业税是按企业的销售额或营业额全额征税。但有些服务业中间流转环节多，金融、保险、信托理财、物流，这些行业的中间环节很多且每一道环节都征营业税，导致服务企业税负太高，也阻碍了专业化分工。

2009年增值税曾有过一次改革，增值税由生产型改为消费型，将企业购入的机器设备的增值税从销项税中扣除。但这一次改革，固定资产中占主要构成的厂房车间等不动产并不在扣除之列，这使得中国的消费型增值税名不副实。而增值税覆盖营业税后，意味着不动产可以在增值税进项中抵扣。因此增值税二次转型将在增值税覆盖营业税过程中完成。

目前增值税、营业税两税合并的方向已经在十二五规划中明确提出，尽管具体进度仍受制于现实环境的利益博弈，但增值税扩围的趋势已经十分确定。目前营业税是地方税并且是地方第一大税种，而增值税为中央地方共享税，目前基本按中央75%、地方25%的比例分配。因此两税合并必然被纳入到国家新一轮财政体制改革的大背景下来考虑，只有国家和地方层面就新一轮税制改革达成一致后，两税合一才有望取得实质性突破。

我们对增值税改革的前景很乐观，但认为短期内公司防伪税控系统收入快速增长仍有较大的不确定性。不考虑增值税改革大范围推广的影响，我们对公司防伪税控系统业务增长的预测结果相对保守：假设2011年、2012年新增防伪税控系统用户数量为48万和51万，且考虑到2011年4月1日起取消培训费的影响，2011、2012年公司防伪税控系统业务收入24.68亿元、26.54亿元。

表1：防伪税控系统收入预测

	2009	2010	2011E	2012E
防伪税控系统新增用户	370,000	510,000	480,000	510,000
防伪税控系统单价	1,350	1,350	1,350	1,350
培训费	400	400	100	0
新增防伪税控系统收入	647,500,000	892,500,000	696,000,000	688,500,000
防伪税控系统存量用户数量	1,550,000	1,920,000	2,430,000	2,910,000

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	1,134,100,000
计算机配套比例	33%	27%	27%	25%
配套计算机单价	5,000	5000	5000	5000
计算机配套收入	610,500,000	688,500,000	648,000,000	637,500,000
打印机配套比例	27%	21%	21%	20%
配套打印机单价	1500	1500	1500	1500
打印机配套收入	149,850,000	160,650,000	151,200,000	153,000,000
其他	16,000,000	16,000,000	25,000,000	40,000,000
防伪税控系统总收入	2,074,850,000	2,506,450,000	2,467,900,000	2,653,900,000

数据来源：广发证券发展研究中心整理

新兴产业布局广泛，持续培育新增长点

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。

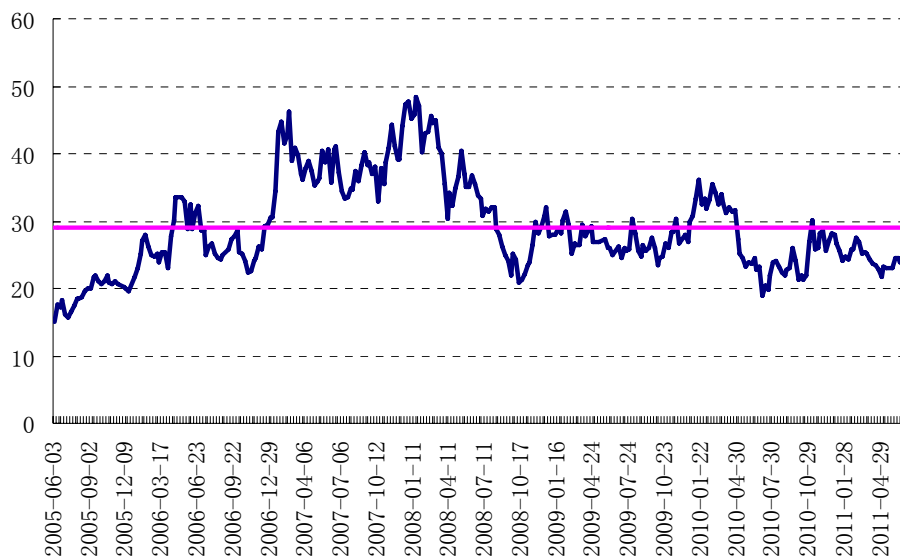
尽管物联网业务短期内尚无法成为公司营收重点，但在条件成熟情况下，一旦类似的国家级物联网行业应用项目正式启动，公司都将凭借有利条件获得良好的发展机会。

给予“买入”的投资评级，12个月目标价32元

我们预测公司2011-2013年EPS分别为1.21、1.47元、1.80元，对应2011-2013年动态市盈率分别为22、18、14倍，有明显的估值优势。

根据Wind TTM市盈率的统计，公司过去6年平均估值水平在29倍左右，目前25倍估值仍在平均水平之下，因此给予“买入”的投资评级，12个月目标价32元。

图2：公司历史估值水平（TTM市盈率）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表2：主营业务收入和盈利预测

	2009A	2010	2011E	2012E
防伪税控系统收入	207,547.54	250,851.53	246,790.00	265,390.00
毛利率	52.75%	47.79%	47.00%	45.00%
税控收款机收入	17,409.60	19,697.28	33,000.00	45,000.00
毛利率	57.99%	46.18%	46.00%	45.00%
网络、软件和系统集成收入	122,395.88	188,511.18	282,766.77	395,873.48
毛利率	25.57%	29.30%	33.00%	33.00%
渠道销售收入	376,937.47	428,630.24	535,787.80	642,945.36
毛利率	2.10%	2.89%	3.50%	3.50%
IC卡收入	2,869.87	11,147.71	17,836.34	26,754.50
毛利率	6.76%	66.38%	66.00%	105,452.34
其他业务收入	18,548.44	39,944.07	87,876.95	53,419.51
毛利率	36.15%	39.25%	32%	32%
总收入	745,708.80	938,782.01	1,204,057.86	1,481,415.69
综合毛利率	22.22%	23.40%	23.51%	23.24%

数据来源：广发证券发展研究中心整理

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

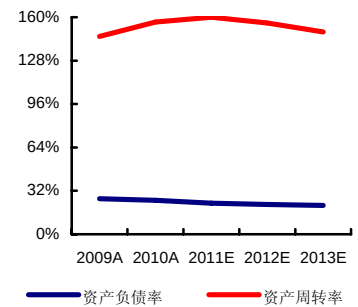
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	4,488	5,338	7,085	9,240	11,885
货币资金	3,241	3,745	5,237	6,974	9,160
应收及预付	749	914	1,101	1,355	1,629
存货	488	670	747	911	1,096
其他流动资产	11	8	0	0	0
非流动资产	1,060	1,161	1,098	1,095	1,079
长期股权投资	73	66	66	66	66
固定资产	698	797	840	864	880
在建工程	2	3	-35	-60	-89
无形资产	119	124	122	119	117
其他长期资产	168	171	105	105	105
资产总计	5,549	6,499	8,183	10,335	12,964
流动负债	1,410	1,588	1,877	2,277	2,752
短期借款	0	8	0	0	0
应付及预收	1,310	1,481	1,877	2,277	2,752
其他流动负债	101	99	0	0	0
非流动负债	49	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	49	49	0	0	0
负债合计	1,459	1,637	1,877	2,277	2,752
股本	923	923	923	923	923
资本公积	231	229	229	229	229
留存收益	2,323	3,037	4,150	5,506	7,173
归属母公司股东权益	3,478	4,189	5,303	6,659	8,326
少数股东权益	611	673	1,004	1,399	1,887
负债和股东权益	5,549	6,499	8,183	10,335	12,964

利润表

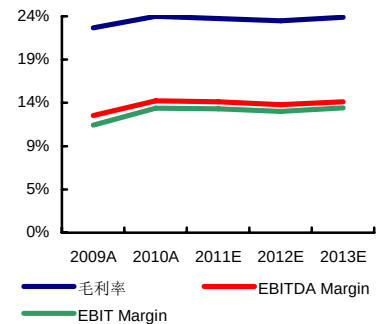
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7491	9451	11775	14456	17413
营业成本	5808	7208	9007	11095	13298
营业税金及附加	79	97	122	149	180
销售费用	207	249	294	361	435
管理费用	515	607	754	925	1114
财务费用	-28	-30	-47	-65	-87
资产减值损失	30	42	27	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	47	9	22	18	19
营业利润	929	1287	1640	2002	2485
营业外收入	54	110	91	98	96
营业外支出	23	7	12	10	11
利润总额	960	1391	1720	2090	2570
所得税	142	231	275	339	415
净利润	817	1160	1444	1751	2155
少数股东损益	207	252	331	395	488
归属母公司净利润	610	908	1113	1356	1667
EBITDA	963	1368	1693	2029	2501
EPS (元)	0.66	0.98	1.21	1.47	1.80

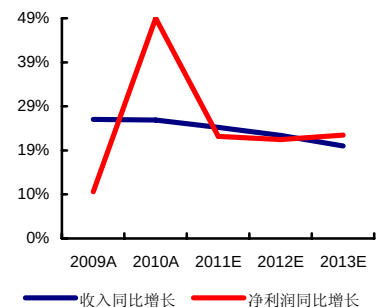
资产负债率趋势



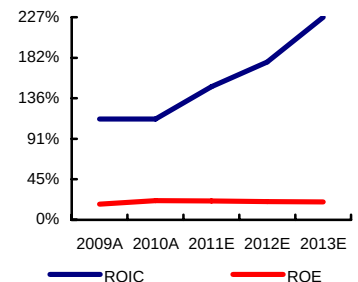
经营利润率趋势



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

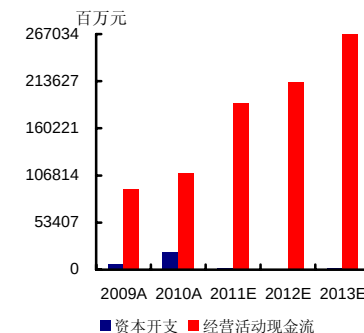
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	916	1,098	1,552	1,732	2,182
净利润	817	1,160	1,444	1,751	2,155
折旧摊销	80	77	94	103	115
营运资金变动	49	-164	22	-24	9
其它	-31	25	-9	-99	-97
投资活动现金流	9	-207	4	5	5
资本支出	-65	-202	-18	-12	-14
投资变动	71	-5	22	18	19
其他	3	0	0	0	0
筹资活动现金流	-290	-386	-65	0	0
银行借款	0	8	-8	0	0
债券融资	-2	0	-49	0	0
股权融资	11	19	0	0	0
其他	-299	-413	-8	0	0
现金净增加额	635	505	1,491	1,737	2,187
期初现金余额	2,571	3,241	3,745	5,237	6,974
期末现金余额	3,207	3,745	5,237	6,974	9,160

主要财务比率

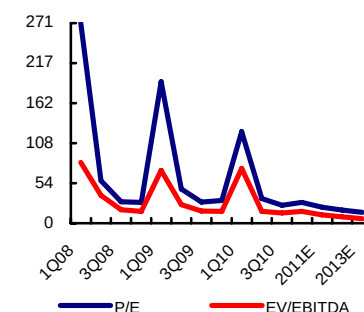
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	26.3%	26.2%	24.6%	22.8%	20.5%
营业利润	18.2%	38.6%	27.4%	22.1%	24.1%
归属于母公司净利润	10.3%	48.7%	22.6%	21.9%	22.9%
获利能力					
毛利率	22.5%	23.7%	23.5%	23.2%	23.6%
净利率	10.9%	12.3%	12.3%	12.1%	12.4%
ROE	17.6%	21.7%	21.0%	20.4%	20.0%
ROIC	112.9%	112.9%	149.4%	176.8%	227.1%
偿债能力					
资产负债率	26.3%	25.2%	22.9%	22.0%	21.2%
净负债比率	-79.3%	-76.9%	-83.0%	-86.5%	-89.7%
流动比率	3.18	3.36	3.78	4.06	4.32
速动比率	2.71	2.81	3.24	3.52	3.78
营运能力					
总资产周转率	1.46	1.57	1.60	1.56	1.49
应收账款周转率	22.08	22.02	22.04	22.03	22.03
存货周转率	11.33	12.45	12.05	12.18	12.14
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	0.98	1.21	1.47	1.80
每股经营现金流	0.99	1.19	1.68	1.88	2.36
每股净资产	3.77	4.54	5.74	7.21	9.02
估值比率					
P/E	30.7	28.0	21.8	17.9	14.6
P/B	5.4	6.1	4.6	3.6	2.9
EV/EBITDA	16.1	15.8	11.2	8.5	6.0

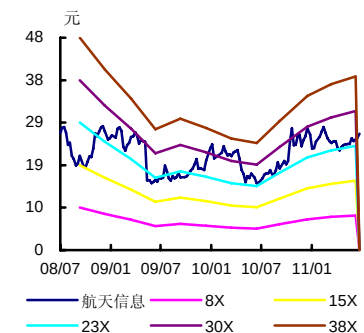
资本支出与经营活动现金流



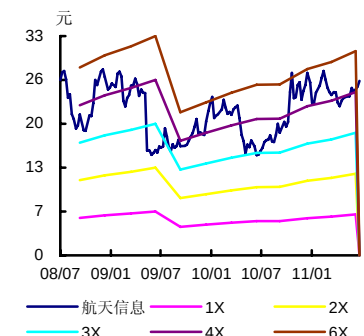
相对估值



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，010-59136687。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，010-59136690。

相关研究报告

航天信息(600271.sh)_季报点评	邵卓	2011-04-28
航天信息(600271.sh)_公司调研简报	邵卓	2010-12-20
航天信息(600271.SH)_中报点评	惠毓伦	2007-08-19

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。