

# 税控业务增长明确，非税业务亮点多多

## 研究结论

- **增值税扩围改革长期利好公司税控业务。**公司是增值税防伪税控领域的垄断者，受益于历次增值税制改革。“十二五”期间最主要的税制改革是将服务性企业营业税改为增值税，这一改革将增大增值税纳税人基数，增加数百万户的防伪税控系统潜在客户，长期利好公司税控业务。同时公司从 2011 年起将金税卡中的安全芯片全部替换为子公司上海航芯自产的芯片，将有效降低成本。
- **各地发票简并、统一政策打开税控收款机市场空间。**公司税控业务除了垄断性的增值税防伪税控系统外，还有市场竞争较充分的税控收款机业务，目前公司的市场份额排名第一。由于税控收款机可以用于营业税、消费税等多个领域，市场空间比增值税防伪税控系统更大。国家税务总局规定 2011 年起各地统一发票，各地地税局都在紧锣密鼓地进行前期系统的开发和调试，为大规模招标推广做准备。公司作为行业领导者将成为税控收款机市场空间打开的主要受益者之一。
- **物联网业务储备丰富，蓄势待发。**公司是 RFID 产业联盟副理事长单位，参与了国家 RFID 安全标准及物联网行业应用标准的制定。在粮食流通管理、食品安全溯源系统、智能交通等领域都有深厚的积累，当前国家对粮食流通安全高度重视，由于粮食流通信息涉及国家公共机密，这一行业必然像金税工程一样由少数企业主导，公司已研发成功粮食流通管理解决方案并在江苏常州、内蒙巴彦淖尔、河南郑州等地成功试点，未来有望成为行业的寡头垄断者之一。同时近期食品安全问题频发也使得国家、社会、民众对于食品安全问题高度重视，食品安全溯源系统建设势在必行，公司有承担北京奥运会食品安全溯源系统的经验，也将成为食品安全溯源系统领域的市场领导者。
- **软件业务稳定高速增长和培训产业不断壮大将提升公司整体毛利率。**公司依托在税务信息化领域的优势，进军税控软件和 ERP 软件领域，并通过收购华迪软件进入电子政务和军队信息化市场，加上物联网潜在的软件和系统集成市场，未来几年公司软件业务将保持稳定高速增长；同时公司大力开展财税政策和知识培训，计划到 2015 年做到收入 3 亿元、利润 1 亿元的规模。这两块业务的毛利率较高，将提升公司的整体毛利率。
- **首次给予公司买入评级，目标价 34.2 元。**预测公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 1.14、1.44、1.85 元，市场可比公司的对应估值都在 30 倍以上，给予公司 2011 年 30 倍 PE，对应目标价 34.2 元，首次给予公司买入评级。
- **风险因素：**政策风险和市场竞争风险。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

执业证书编号：S0860210060001

联系人

张乐

8621-63325888-6098

zhangle@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 7 月 15 日) 27.41 元

目标价格 34.20 元

总股本/A 股 (亿股) 9.23/9.23

A 股市值 (亿元) 253

国家/地区 中国

行业 计算机

报告发布日期 2011 年 7 月 15 日

## 股价表现



## 财务预测

单位：百万元

|               | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 9,451 | 11,600 | 14,050 | 16,823 |
| 同比 (%)        | 26%   | 23%    | 21%    | 20%    |
| 归属母公司净利润      | 908   | 1,051  | 1,329  | 1,709  |
| 同比 (%)        | 49%   | 16%    | 26%    | 29%    |
| 毛利率 (%)       | 24%   | 23%    | 23%    | 24%    |
| ROE (%)       | 22%   | 20%    | 20%    | 21%    |
| 每股收益 (元)      | 0.98  | 1.14   | 1.44   | 1.85   |
| P/E (倍)       | 27.9  | 24.1   | 19.0   | 14.8   |
| P/B (倍)       | 6.0   | 4.8    | 3.9    | 3.1    |
| EV/EBITDA (倍) | 16.2  | 14.0   | 11.0   | 8.5    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为做出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目录

|                                        |           |
|----------------------------------------|-----------|
| <b>一、公司是国家重点信息化工程的重要承担者 .....</b>      | <b>4</b>  |
| <b>二、税控业务：增值税扩围改革是长期利好 .....</b>       | <b>5</b>  |
| 1、公司是历次国家增值税改革的主要受益者 .....             | 5         |
| 2、增值税扩围改革将扩大增值税基，给公司防伪税控业务带来新的机遇 ..... | 5         |
| 3、芯片自给率提高将降低防伪税控系统成本 .....             | 8         |
| 4、各地发票统一政策将打开税控收款机市场 .....             | 8         |
| <b>三、物联网业务：储备丰富，蓄势待发 .....</b>         | <b>9</b>  |
| 1、公司是国内物联网行业应用标准的制定者之一 .....           | 9         |
| 2、粮食流通信息化系统：有望成为下一个税控业务 .....          | 9         |
| 3、食品安全追溯系统：食品安全问题带来巨大发展机遇 .....        | 10        |
| <b>四、软件和培训产业的壮大将提升整体毛利率 .....</b>      | <b>12</b> |
| 1、软件和集成业务将是重要增长动力，有望提升整体毛利率 .....      | 12        |
| 2、培训产业不断发展壮大 .....                     | 12        |
| <b>五、盈利预测和估值 .....</b>                 | <b>13</b> |
| 主要假设： .....                            | 13        |
| <b>六、风险因素 .....</b>                    | <b>14</b> |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1 近年来几次主要的税制改革 .....           | 5  |
| 表 2 2004-2006 第三产业法人企业总数 .....   | 6  |
| 表 3 近年来国家关于食品溯源体系建设的相关政策法规 ..... | 11 |
| 表 4 分业务收入预测 .....                | 13 |
| 表 5 可比上市公司估值水平 .....             | 15 |
| 附表：财务报表预测与比率分析 .....             | 15 |
| <br>                             |    |
| 图 1 公司业务构成示意图 .....              | 4  |
| 图 2 公司 2010 年业务结构 .....          | 4  |
| 图 3 公司是国家税制改革的主要受益者之一 .....      | 5  |
| 图 4 2009 年服务业限额以上法人企业数 .....     | 8  |
| 图 5 航天信息粮食流通信息化系统 .....          | 10 |
| 图 6 食品安全可溯源体系示意图 .....           | 11 |

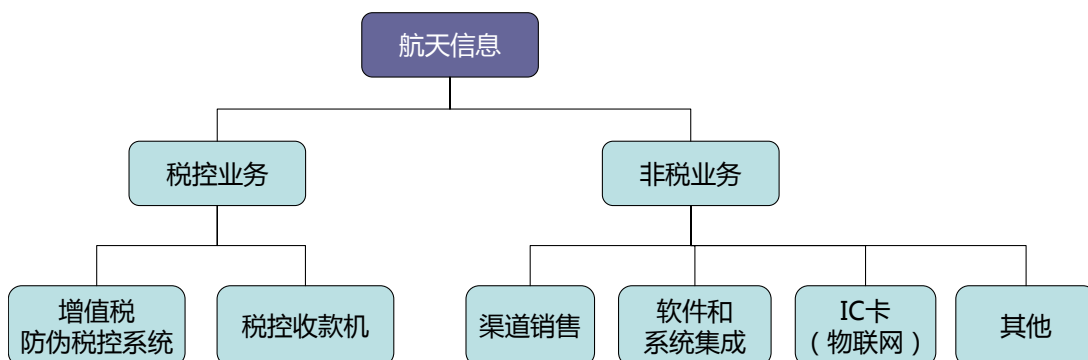
## 一、公司是国家重点信息化工程的重要承担者

公司由中国航天科工集团公司等十二家中国航天领域的知名企业和科研院所于 2000 年 11 月 1 日共同发起成立，是一家集技、工、贸于一体的高新技术企业。公司以信息安全为主业，致力于计算机系统应用的开发、生产、系统集成和推广应用。公司拥有自己的核心技术和创新团队，具备信息产业部计算机系统集成一级资质，是国家大型信息化工程和电子政务领域的主要参与者。

公司先后承担了国家“金税”、“金卡”、“金盾”等国家级重点工程建设。在国家“金税”工程中，公司开发的增值税防伪税控系统，为增加国家财政税收、建立正常的市场经济秩序等方面发挥了重要作用，在国家“金盾”工程中，航天信息开发的社会治安综合信息采集平台已为全国公安系统抓捕网上在逃犯数万。在国家“金卡”工程中，航天信息是“中华第一卡”的研制单位，是国家二代证 Inlay 和手机 SIM 卡的定点生产企业之一，同时也是我国智能卡和射频 RFID 卡研制生产和系统集成的主要企业。公司开发的智能 IC 卡收费读写机具产品已覆盖全国 70% 的高速公路网。公司研发的食品安全追溯系统已经成功应用于 2008 年北京奥运会。

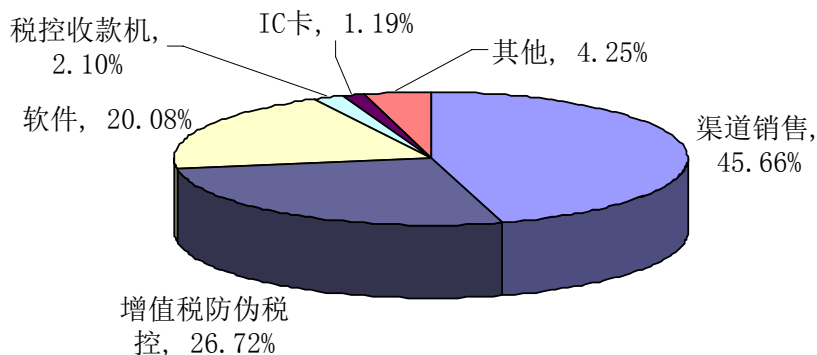
公司业务可以分为税控业务和非税业务两大块。税控业务包括增值税防伪税控系统和税控收款机两部分，非税业务则包括了渠道销售、软件和系统集成、IC 卡等业务。

图 1 公司业务构成示意图



资料来源：东方证券研究所

图 2 公司 2010 年业务结构



资料来源：公司年报，东方证券研究所

## 二、税控业务：增值税扩围改革是长期利好

### 1、公司是历次国家增值税改革的主要受益者

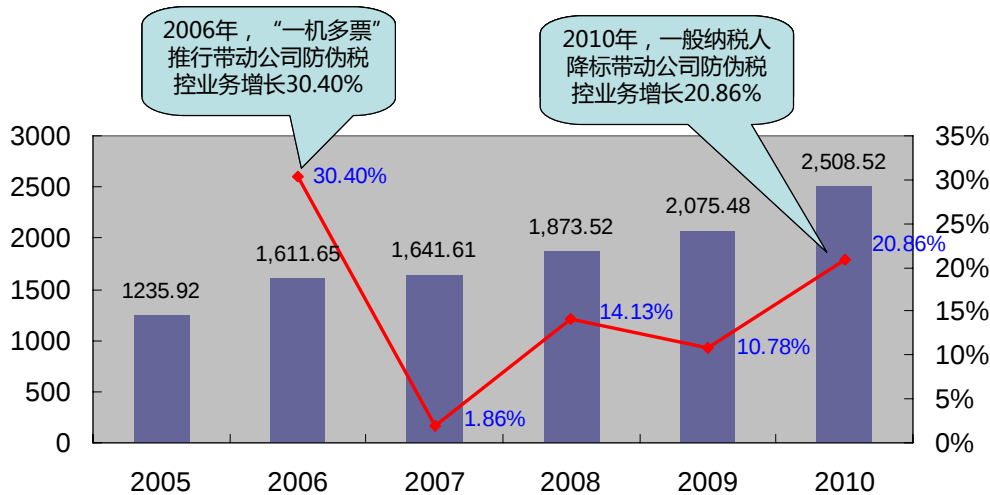
防伪税控业务是公司的主要业务之一，2010 年销售收入占比为 28.82%。作为增值税防伪税控设备领域的垄断者，公司是国家增值税改革的主要受益者，历次重大的增值税改革都带动了公司防伪税控业务的快速增长，如 2006 年“一机多票”改革后当年公司防伪税控业务销售收入增长 30.40%；2009 和 2010 年一般纳税人降标后公司 2010 年防伪税控业务销售收入增长了 20.86%。

表 1 近年来几次主要的税制改革

| 实施时间       | 政策                                 | 目的和意义                                |
|------------|------------------------------------|--------------------------------------|
| 2006 年     | 一机多票                               | 将一般纳税人使用的普通发票纳入防伪税控系统管理，增加了防伪税控系统的功能 |
| 2009 年 1 月 | 一般纳税人标准降低<br>(工业收入 50 万，商业收入 80 万) | 大大增加了一般纳税人数量，扩大了增值税税基                |
| 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         | 生产性服务企业营业税纳入增值税体系                  | 服务业营业税改增值税，降低服务业税负（待定）               |

资料来源：东方证券研究所整理

图 3 公司是国家税制改革的主要受益者之一



资料来源：东方证券研究所

### 2、增值税扩围改革将扩大增值税基，给公司防伪税控业务带来新的机遇

增值税扩围改革，就是把现在营业税征收的范围纳入增值税范围，改革后增值税将全面覆盖营业税征收范围，成为贯穿工、商、服务业的税种，进而取消营业税。目前，中国的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，营业税制弊端凸显。最大问题就是重复征税，因为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，如金融、保险、信托理财、物流等行业，中间环节特别多，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。

为改变这一弊病，今年 3 月全国两会通过的“十二五”规划，对于改革和完善税收制度，提出了“扩大增值税征收范围，相应调减营业税等税收”。国务院近日批转国家发改委《关于 2011 年深化经济体制改革重点工作的意见》。其中明确改革和完善税收制度。增值税扩围改革已被认为是“十二五”期间必然推行的减税项目。为促进调整经济结构、加快转变经济发展方式，“十二五”期间将推进多项增税改革，具体有：对居民住房征收房产税，提高车船整体税负并提升车船税立法层次，提高消费税、资源税税负并扩大征税范围，研究开征环境税等。

如果未来服务业将营业税改为增值税，市场空间将非常大。据《第三产业年鉴》统计，目前我国仅餐饮和住宿业企业就超过 100 万家，其中限额以上有 35 万多家，这些企业目前都是推广税控收款机。此外还有交通运输、建筑安装、金融保险、通讯、文化体育等等行业。如果改革彻底，这些行业都要由营业税改为增值税，总的企业数量在 200 万家以上。而 2010 年的增值税降标改革前公司每年新增防伪税控系统用户数仅有 35 万户，预计 2010 年由于政策利好影响新增用户超过 50 万户。因此未来增值税扩围改革给公司带来的市场机遇将非常可观。

**表 2 2004-2006 第三产业法人企业总数**

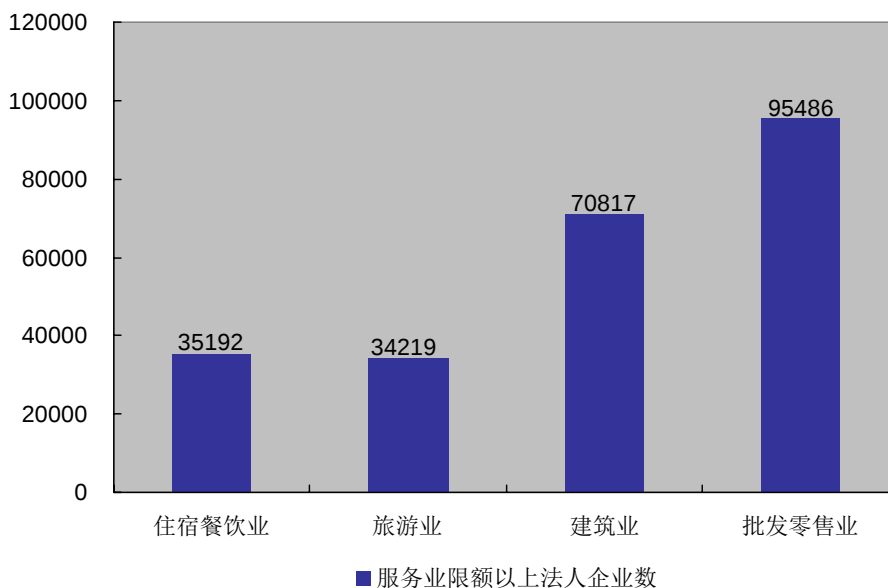
| 行 业                   | 2004           | 2005           | 2006           |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>第三产业总计</b>         | <b>2342540</b> | <b>2592487</b> | <b>2847978</b> |
| <b>交通运输、仓储和邮政业</b>    | <b>80374</b>   | <b>91231</b>   | <b>104087</b>  |
| 道路运输业                 | 36027          | 41340          | 47412          |
| 城市公共交通业               | 5906           | 6253           | 6547           |
| 水上运输业                 | 5247           | 5853           | 6391           |
| 航空运输业                 | 479            | 627            | 857            |
| 管道运输业                 | 39             | 53             | 60             |
| 装卸搬运和其他运输服务业          | 19930          | 22757          | 26847          |
| 仓储业                   | 10828          | 11799          | 12864          |
| 邮政业                   | 1918           | 2549           | 3109           |
| <b>信息传输、计算机服务和软件业</b> | <b>72913</b>   | <b>85499</b>   | <b>100614</b>  |
| 电信和其他信息传输服务业          | 12816          | 15651          | 18645          |
| 计算机服务业                | 38971          | 43813          | 50279          |
| 软件业                   | 21126          | 26035          | 31690          |
| <b>批发和零售业</b>         | <b>883653</b>  | <b>994953</b>  | <b>1122489</b> |
| 批发业                   | 530820         | 599766         | 684812         |
| 零售业                   | 352833         | 395187         | 437677         |
| <b>住宿和餐饮业</b>         | <b>92869</b>   | <b>101853</b>  | <b>109892</b>  |

|                        |               |               |               |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|
| 住宿业                    | 39295         | 41951         | 44175         |
| 餐饮业                    | 53574         | 59902         | 65717         |
| <b>金融业</b>             | <b>23793</b>  | <b>26828</b>  | <b>29201</b>  |
| 银行业                    | 16458         | 17156         | 16850         |
| 证券业                    | 865           | 1270          | 1471          |
| 保险业                    | 3713          | 4573          | 5619          |
| 其他金融活动                 | 2757          | 3829          | 5261          |
| <b>房地产业</b>            | <b>129197</b> | <b>148059</b> | <b>165865</b> |
| 房地产业                   | 129197        | 148059        | 165865        |
| <b>租赁和商务服务业</b>        | <b>249192</b> | <b>291498</b> | <b>331904</b> |
| 租赁业                    | 9057          | 10890         | 12949         |
| 商务服务业                  | 240135        | 280608        | 318955        |
| <b>科学研究、技术服务和地质勘查业</b> | <b>136555</b> | <b>153076</b> | <b>166240</b> |
| 研究与试验发展                | 14598         | 16668         | 18900         |
| 专业技术服务业                | 69403         | 75294         | 81584         |
| 科技交流和推广服务业             | 50139         | 58487         | 62911         |
| 地质勘查业                  | 2415          | 2627          | 2845          |
| <b>水利、环境和公共设施管理业</b>   | <b>44352</b>  | <b>46847</b>  | <b>48811</b>  |
| 水利管理业                  | 18661         | 18922         | 18844         |
| 环境管理业                  | 9801          | 10523         | 11145         |
| 公共设施管理业                | 15890         | 17402         | 18822         |
| <b>居民服务和其他服务业</b>      | <b>83606</b>  | <b>93947</b>  | <b>102228</b> |
| 居民服务业                  | 41715         | 46149         | 50349         |
| 其他服务业                  | 41891         | 47798         | 51879         |
| <b>教育</b>              | <b>299418</b> | <b>305446</b> | <b>308760</b> |
| <b>卫生、社会保障和社会福利业</b>   | <b>181877</b> | <b>183760</b> | <b>185014</b> |
| 卫生                     | 155773        | 156998        | 157828        |
| 社会保障业                  | 8892          | 9135          | 9381          |
| 社会福利业                  | 17212         | 17627         | 17805         |
| <b>文化、体育和娱乐业</b>       | <b>64741</b>  | <b>69490</b>  | <b>72873</b>  |
| 新闻出版业                  | 5015          | 5291          | 5460          |
| 广播、电视、电影和音像业           | 14002         | 14539         | 14769         |
| 文化艺术业                  | 27770         | 29742         | 30970         |

|     |       |       |       |
|-----|-------|-------|-------|
| 体育  | 5531  | 6022  | 6322  |
| 娱乐业 | 12423 | 13896 | 15352 |

资料来源：第三产业统计年鉴 2007，东方证券研究所整理

图 4 2009 年服务业限额以上法人企业数



资料来源：中国统计年鉴 2010，东方证券研究所

### 3、芯片自给率提高将降低防伪税控系统成本

公司控股 60% 的子公司上海航芯在安全芯片的研发设计领域拥有较强的技术实力，2010 年开始上海航芯的一款高性能安全芯片在防伪税控系统的核心部件、金税卡的黑闸子中成功试点，预期将从今年开始全部替换原来使用的中芯国际的芯片，我们预计公司和上海航芯将采用内部定价的方式，价格将显著低于中芯国际芯片的价格，从而有效降低公司防伪税控系统的成本。

### 4、各地发票统一政策将打开税控收款机市场

税控收款机是在收款机上增加了黑闸子和智能卡管理，通过掌握用户的经营情况达到税控的目的。增值税、消费税、营业税等多个税种都可以使用税控收款机，因此税控收款机的市场空间比防伪税控系统更大。

根据国税总局 2009 年下发的文件，简并、统一各地发票的工作从 2011 年开始执行，为税控收款机的推广提供了政策条件。税控收款机的销售模式是由各地地税局进行资质招标，入围企业有资格在所辖地区向商户销售税控收款机。目前全国只有北京和上海开始了小规模推广，公司 2010 年约 6 万台的税控收款机的销售也主要是在上海地区完成的。从我们草根调研的结果来看，各地地税局都在紧锣密鼓地进行前期系统的开发和调试，为大规模招标推广做准备。税控收款机业务和增值税防伪税控系统不同，是一个竞争较为充分的市场，目前全国有税控收款机招标资质的厂商超过 100 家，其中有市场竞争力的厂商约 20 家，公司和浪潮信息处于市场领先地位，公司 2010 年的中标率居于行业第一。我们认为，公司在增值防伪税控系统上积累的经验优势和渠道优势将使得公司在税控收款机市场上保持领先地位，从而使公司成为税控收款机市场打开的最大受益者之一。

## 三、物联网业务：储备丰富，蓄势待发

### 1、公司是国内物联网行业应用标准的制定者之一

航天信息是我国 RFID 产业联盟副理事长单位，为了积极推动物联网产业的发展，公司成立了专门的物联网研究机构，在物联网领域的研发，重点突破射频和安全两个核心技术，并取得了阶段性成果。航天信息已研发出国内第一款完全自主知识产权的航天信息安全芯片 SSX45，该芯片集成了多种硬件加密模块。在 SSX45 芯片相关安全技术的基础上，航天信息参与了国家 RFID 安全标准及物联网行业应用标准的制定。此外在 RFID 软件中间件、集成应用平台、RFID 读写设备及电子标签等多核心技术方面也取得了突破。

公司在河北涿州拥有国家级的 RFID 终端机具及标签产品产业化基地，基地有 RFID 天线丝印生产线、RFID 芯片绑定生产线、RFID 标签复合生产线，可生产不同尺寸、不同厚度、不同频段、不同材质的多元化的电子标签产品，满足客户的个性化需求。目前公司可年产电子标签 INLAY5000 万枚，复合票卡 1.2 亿枚。航天信息还建立了国内一流的微波暗室、RFID 实验室、智能交通试验场等多个研究设施，为物联网关键技术的开发和应用提供了有力保障。

### 2、粮食流通信息化系统：有望成为下一个税控业务

粮食是关系国计民生的重要战略商品，国家粮食安全是战略层面的问题。当前，国内粮食流通领域缺少全产业链信息采集、处理、共享与增值的信息平台支撑，全产业链运作心有余而力不足。在粮食收购环节，国家难以获得全社会准确的粮食购销数据；仓储环节，自动化程度和作业效率较低，没有有效的技术手段来实现粮库管理的“双确保”；运输环节，物流成本高，并且难以实现物流实时过程监控；而在加工环节，消费者无法知道食品原料、检化验、加工、物流等过程的真实数据，食品安全事件层出不穷。

为解决这一问题，国家粮食局副局长表示，“十二五”期间，国家将在粮食流通的一些重要环节利用信息化技术实现重大突破，从而保证国家的粮食安全。主要包括四大建设目标：

一是建设一批基于物联网技术的智能粮库，智能粮库能全面感知粮库的静态和动态信息，在粮库里的情况、流通环节的情况；

二是开发快速在线动态的粮食品质检验设备和仪器，同时建立检测资源共享平台与共享数据库群；

第三是建设重点区域粮食公共物流信息集成平台，平台集成了物流企业、仓储企业、加工企业甚至是 GPS 中心、银行、政府管理部门的物流信息，形成信息交换和共享服务的平台；

第四个是国家粮食信息化宏观调控平台的建设，实现粮食信息采集、传输、存储、应用的智能化。

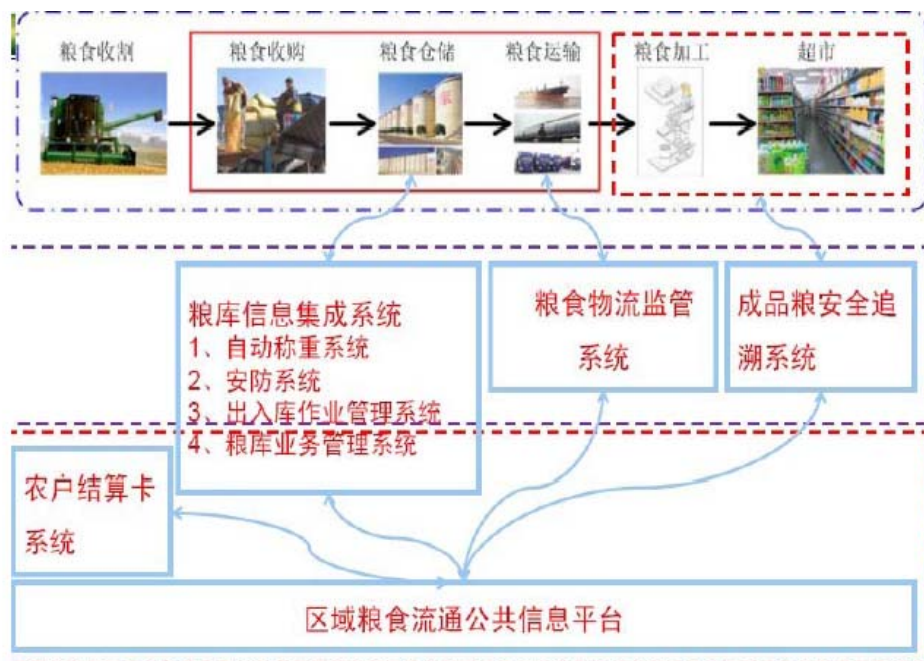
四大建设目标贯穿粮食物流、粮食仓储、粮食加工整个产业链，重点在于粮食信息的采集、传输和存储。

航天信息以其在物联网领域的技术为依托，承担了国家科技支撑计划重点项目《粮食流通追踪技术设备与应用示范》和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》。在课题研究中，提出了一套基于 RFID 技术的粮食流通管理解决方案，包括以下几个子系统：农户结算卡子系统、粮库信息系统集成子系统、粮食物流监管子系统、粮食安全追溯子系统、粮食流通公共信息交换平台。这一解决方案先后在江苏常州、内蒙巴彦淖尔、河南郑州等地成功试点，效果得到了用户的高度认可。积累了经验和先发优势。

另外，由于政府工程对系统稳定性极为注重，公司在“金税工程”、“金卡工程”、“金盾工程”上的协同优势势必会得到政府的重视。同时，该领域具有很高的技术门槛和行政门槛，公司曾参与了国家 RFID 安全标准及物联网行业应用标准的制定，凭借在粮食流通管理领域的经验和成功案例，未来将很大可能

参与该行业的标准制定，加之公司的国有背景和国家对公共数据的保密性要求，公司有望成为为数不多的寡头垄断者。

**图 5 航天信息粮食流通信息化系统**



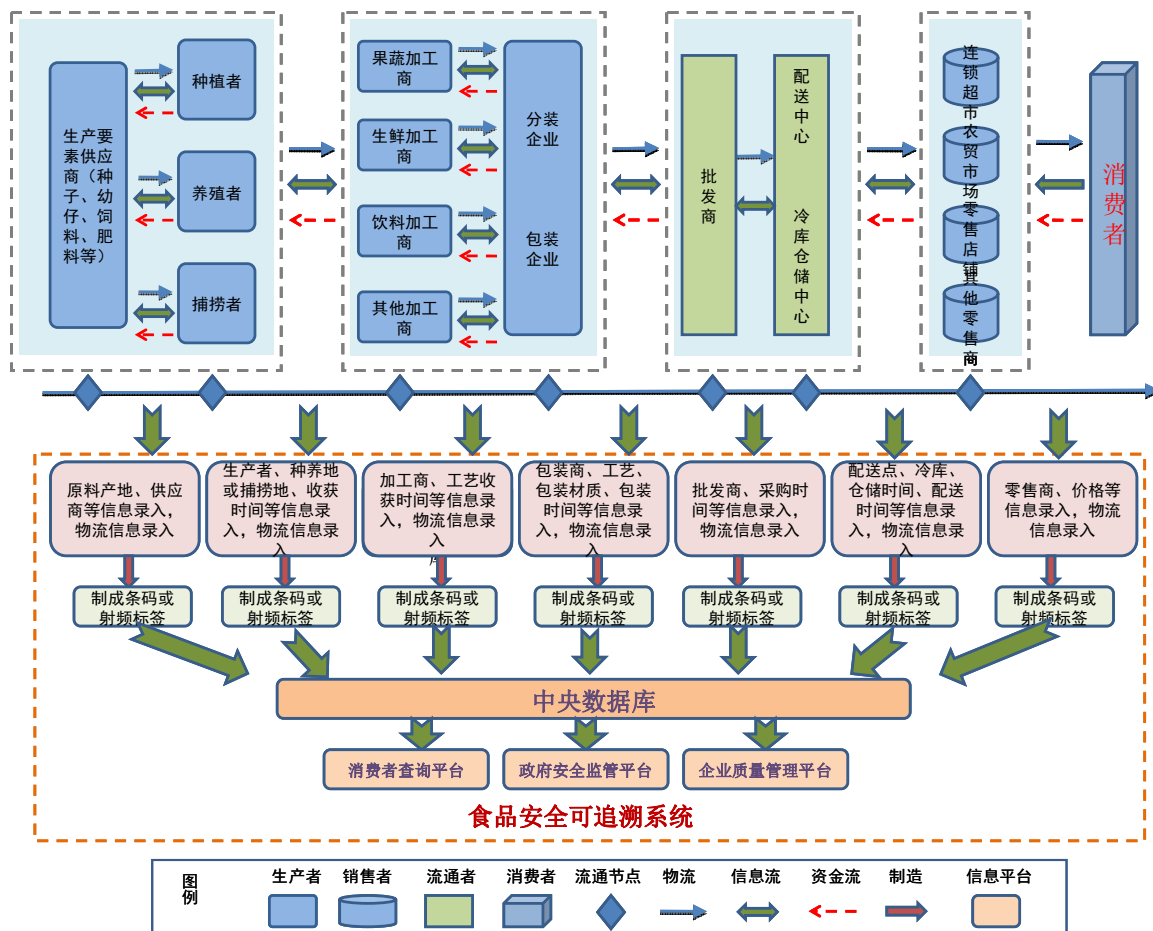
资料来源：公司资料，东方证券研究所

### 3、食品安全追溯系统：食品安全问题带来巨大发展机遇

发达国家在食品安全体系建设中纷纷采用先进信息技术建立“食品安全可溯源制度”，食品溯源体系是指由政府主导推动，通过使用食品溯源专用的各类硬件和软件进行食品供应、流通、消费等诸多环节的信息采集、记录与交换以实现信息共享，服务于最终消费者。一旦出现食品质量问题，可以通过食品标签上的信息进行联网查询获得该问题食品的生产企业、食品产地、具体农户等全部信息，能够正确的定位事故责任方，并迅速召回问题产品。

而在我国，由于缺乏完整食品信息平台，一旦发现问题食品，无法做到快速查清食品的来源、流向、分布状况，以便及时采取控制措施，最大限度消除危害。在三聚氰胺事件中，因为没有溯源管理系统，所以原料、辅料到产品之间没有建立链条，造成无法追溯，还有就是产品没有存货，无法掌握有多少产品含有三聚氰胺，导致问题产品的召回的不完整。

图 6 食品安全可溯源体系示意图



资料来源：东方证券研究所

由于近期食品安全事故的频发，政府、社会和民众对食品安全问题的重视程度迅速提高，食品安全将成为相当长一段时间社会关注的焦点和政策治理的重点，构建食品安全体系是大势所趋、民生所需。食品溯源体系一方面可以满足消费者对于食品安全信息方面的需求，让消费者了解到食品从生产-加工-销售全过程信息，使其打消对食品安全的顾虑。另一方面可以帮助政府对突发食品危害事件进行评估，并采取相应的措施迅速地把危害控制到最小。我们预计，国家将持续出台相关政策促进食品安全溯源体系的建设。

表 3 近年来国家关于食品溯源体系建设的相关政策法规

| 实施时间   | 政策法规                        | 主要内容                                                                                                    |
|--------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2004 年 | 《食品安全管理体系要求》和《食品安全管理体系审核指南》 | 对发生紧急情况时的应急预案以及危害可追溯性记录系统、产品安全特性检验做出了明确规定。实现从牲畜出生到屠宰各环节的一体化全程监管，使动物养殖、防疫、检疫、监督有机结合，强化畜禽产品“从农场到餐桌”的全程管理。 |
| 2006 年 | 农业部“动物标识溯源系统”项目             | 对畜禽繁育、饲养、屠宰、加工、流通等环节设计                                                                                  |
| 2006 年 | 农业部“畜禽标识和养殖档案管理方            |                                                                                                         |

|        |                               |                                                                      |
|--------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
|        | 法”                            | 的有关标识和档案管理作了全面规定。                                                    |
| 2009 年 | 商务部“放心肉”服务体系建设                | 优化屠宰行业布局，建立健全监管制度、建设屠宰监管和肉品质量信息可追溯系统                                 |
| 2010 年 | 《关于进一步加强乳品质量安全工作<br>的通知》      | 要求在 2011 年年底前完成婴幼儿配方乳粉和原料乳粉电子信息追溯系统建设和相关标准、法规的制定，并逐步在乳品行业推行电子信息追溯系统。 |
| 2010 年 | 商务部《全国肉类蔬菜流通追溯体系建<br>设规范（试行）》 | 利用现代信息技术和手段，建立覆盖屠宰厂（场）、批发市场、菜市场、超市等所有流通环节的追溯子系统。                     |

资料来源：东方证券研究所整理

因食品溯源体系标准尚未建立，我们认为与政府有着良好合作的企业所用技术就很可能被立为我国行业标准，届时企业所拥有的技术标准就可使其在未来竞争中立于行业至高点，享受垄断地位，发展优势不可估量。航天信息曾经承担北京奥运会的食品安全溯源系统，对 577 家生产和物流企业、610 辆运输车辆、320 家餐厅和场馆，共计 5659 种食品及原料进行全程跟踪和追溯。加上公司的国有背景和国家对公共数据的保密要求，公司未来在食品溯源体系领域的先发优势巨大。

## 四、软件和培训产业的壮大将提升整体毛利率

### 1、软件和集成业务将是重要增长动力，有望提升整体毛利率

公司目前的软件业务包括三块，一是与税控业务相关的税控相关软件和系统集成业务，二是基于税务和财务的 ERP 软件，三是通过收购华迪软件拓展的电子政务和系统集成业务。

我们认为未来软件和集成业务的有以下几大发展动力：

（1）随着税控业务规模的不断扩大，对税控软件的需求也会同步增加。公司在税控领域的领先优势和税务领域信息化的长期经验，使得公司在税控相关软件、系统方面具有独占优势。

（2）ERP 业务发展空间广大。公司凭借在税务领域的优势从 2007 年开始涉入 ERP 软件领域，开发的 ERP 软件能够集成财务与税务，与其他 ERP 软件公司相比具有独特优势；同时现有税控系统的存量客户规模和公司的渠道优势保证了公司未来较大的 ERP 软件销售空间。

（3）公司收购的华迪软件在电子政务和军队信息化方面有经验和成功案例优势，公司明确提出未来将华迪公司建设成为国内位居前列的系统集成与解决方案提供商，成为国内电子政务领域的领导者，显然未来公司将继续拓展电子政务和军队信息化市场。

（4）未来物联网业务的发展将带动相关的软件和系统集成的发展。

我们预测最近三年公司的软件和系统集成业务将保持 30%以上的增速，从而使得软件业务在整体业务中的占比不断提高。由于软件业务的毛利率显著高于渠道销售业务，因此软件业务的快速发展有望提升公司的整体毛利率。

### 2、培训产业不断发展壮大

公司的培训业务包括两个方面：一个是防伪税控培训，另一个是市场化的财税技能和财税政策方面的培训。

防伪税控培训是产品培训，由于发改委规定从 2011 年 4 月 1 日起，取消增值税防伪税控系统培训费，禁止增值税防伪税控系统专用设备生产或服务单位向初始用户收取培训费、证书费、换证费等相关收费，因此这部分业务目前已经停止。

市场化培训由公司近期成立的培训学校负责，面向全国防伪税控用户里具体的财税从业工作者，主要培训两个方面：一是财税政策热点培训，即政策解读类，如增值税、企业所得税等的改革，公司利用占据了国家税务总局政策的先机，率先了解了情况，推出政策热点的培训内容；另一个是面向财税工作者，掌握财务管理、税务管理技能技巧方面业务，包括纳税筹划、涉税风险防范、财务管理、税务管理等等技能方面培训。市场化培训业务从 2007 年开始启动，2010 年取得近 3800 万收入，且毛利率接近 50%。

公司去年的“十二五”规划中，把培训产业作为未来 5 年重点发展的业务领域，计划到 2015 年取得 3 个亿的收入，1 个亿的利润。

## 五、盈利预测和估值

### 主要假设：

- 1、 增值税扩围改革的效果可能要 2013 年以后才能显现，2011-2013 年公司的防伪税控业务保持稳定增长，预期增值税降标的效果在 2011 和 2012 年仍然将有所体现，但将逐渐弱化，未来三年防伪税控业务增速逐渐放缓；
- 2、 芯片自给率的提升将提高防伪税控业务的毛利率，但是取消培训费收入和相关周边硬件设备销售的扩大将拉低整体业务的毛利率，我们预计两者的影响相互抵消，整体毛利率基本保持稳定；
- 3、 政策推动使得税控收款机市场从 2011 年起逐渐开始打开，近三年维持 20%以上增长；
- 4、 物联网业务保持高速增长。

**表 4 分业务收入预测**

| 业务             |     | 2010     | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|----------------|-----|----------|---------|---------|---------|
| 渠道销售           | 收入  | 4,286.30 | 5143.56 | 5863.66 | 6567.30 |
|                | 增长率 | 13.71%   | 20.00%  | 14%     | 12.00%  |
|                | 毛利率 | 2.89%    | 2.90%   | 2.90%   | 2.90%   |
| 增值税防伪税控系统及相关设备 | 收入  | 2,508.52 | 2771.91 | 3035.25 | 3308.42 |
|                | 增长率 | 20.86%   | 10.50%  | 9.50%   | 9.00%   |
|                | 毛利率 | 47.49%   | 46.00%  | 45.00%  | 45.00%  |
| 网络、软件与系统集成     | 收入  | 1,885.11 | 2676.86 | 3747.60 | 5059.26 |
|                | 增长率 | 54.02%   | 42.00%  | 40.00%  | 35.00%  |
|                | 毛利率 | 29.30%   | 29.00%  | 28.80%  | 28.60%  |
| 税控收款机          | 收入  | 196.97   | 236.36  | 288.36  | 351.80  |
|                | 增长率 | 13.14%   | 20.00%  | 22.00%  | 22.00%  |
|                | 毛利率 | 46.18%   | 42.00%  | 42.00%  | 41.50%  |
| IC 卡(物联网)      | 收入  | 111.48   | 211.81  | 360.08  | 554.52  |
|                | 增长率 | 288.43%  | 90.00%  | 70.00%  | 54.00%  |

|    |      |          |           |           |           |
|----|------|----------|-----------|-----------|-----------|
|    | 毛利率  | 66.38%   | 66.00%    | 68.00%    | 70.00%    |
| 其他 | 收入   | 399.44   | 559.22    | 754.94    | 981.42    |
|    | 增长率  | 115.35%  | 40.00%    | 35.00%    | 30.00%    |
|    | 毛利率  | 39.25%   | 40.00%    | 39.30%    | 39.20%    |
| 合计 | 收入   | 9,387.82 | 11,599.72 | 14,049.89 | 16,822.73 |
|    | 增长率  | 25.89%   | 23.56%    | 21.12%    | 19.74%    |
|    | 营业成本 | 7198.57  | 8936.44   | 10772.01  | 12777.65  |

资料来源：东方证券研究所

根据我们的预测，预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.14、1.44、1.85 元，目前价格对应 2011 年估值仅 24 倍，而可比公司的 2011 年动态估值都在 30 倍以上，给予公司 2011 年 30 倍 PE 的估值，对应目标价 34.2 元，首次给予公司买入评级。

**表 5 可比上市公司估值水平**

| 可比上市公司           | 业务            | 2011 PE |
|------------------|---------------|---------|
| 华胜天成 (600410.SH) | 硬件及系统集成       | 31.3    |
| 用友软件 (600588.SH) | ERP 软件        | 31.8    |
| 浪潮信息 (000977.SZ) | IT 解决方案，税控收款机 | 70.0    |
| 远望谷 (002161.SZ)  | RFID 射频识别     | 56.1    |
| 新大陆 (002148.SZ)  | 电子标签、税控收款机    | 47.0    |

资料来源：Wind，东方证券研究所整理

## 六、风险因素

### 1、政策风险：

公司的业务，特别是税控业务，与国家政策的关联性较强，国家政策既可以极大地推动公司业务的发展，也可能对公司业务形成巨大的挑战，如目前正在试行的网络开票，一旦方案成熟，对公司的防伪税控业务将构成严峻挑战，同时也影响在地税中应用的税控收款机。但我们认为国家税务政策的变动通常都有较长的周期，网络开票对税控系统的替代是个缓慢的市场过程，短期内不会对公司税控业务构成重大威胁。

### 2、市场风险：

公司的行业应用集成业务如金盾金卡等，基本都采取招投标的方式，存在市场竞争风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表       |       |       |       |        | 利润表       |        |        |        |        |
|-------------|-------|-------|-------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元      |       |       |       |        | 单位:百万元    |        |        |        |        |
| 会计年度        | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E  | 会计年度      | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 流动资产        | 5,338 | 6,803 | 8,546 | 11,100 | 营业收入      | 9,451  | 11,600 | 14,050 | 16,823 |
| 现金          | 3,745 | 4,686 | 6,105 | 8,167  | 营业成本      | 7,208  | 8,936  | 10,772 | 12,778 |
| 应收账款        | 468   | 581   | 711   | 842    | 营业税金及附加   | 97     | 119    | 144    | 172    |
| 其它应收款       | 77    | 147   | 162   | 181    | 营业费用      | 249    | 306    | 371    | 444    |
| 预付账款        | 208   | 306   | 333   | 400    | 管理费用      | 607    | 731    | 843    | 942    |
| 存货          | 670   | 885   | 991   | 1,210  | 财务费用      | -30    | -30    | -38    | -51    |
| 其他          | 170   | 199   | 244   | 301    | 资产减值损失    | 42     | 42     | 42     | 42     |
| 非流动资产       | 1,161 | 1,012 | 1,292 | 1,197  | 公允价值变动收益  | -      | -      | -      | -      |
| 长期投资        | 66    | 66    | 66    | 66     | 投资净收益     | 9      | -      | -      | -      |
| 固定资产        | 797   | 726   | 1,012 | 921    | 营业利润      | 1,287  | 1,495  | 1,916  | 2,495  |
| 无形资产        | 105   | 100   | 95    | 91     | 营业外收入     | 110    | 135    | 142    | 155    |
| 其他          | 193   | 120   | 119   | 119    | 营业外支出     | 7      | 15     | 22     | 28     |
| 资产总计        | 6,499 | 7,815 | 9,838 | 12,297 | 利润总额      | 1,391  | 1,615  | 2,036  | 2,622  |
| 流动负债        | 1,588 | 1,560 | 1,884 | 2,159  | 所得税       | 231    | 271    | 338    | 438    |
| 短期借款        | 8     | 4     | 6     | 5      | 净利润       | 1,160  | 1,344  | 1,698  | 2,185  |
| 应付账款        | 355   | 447   | 571   | 649    | 少数股东损益    | 252    | 293    | 369    | 476    |
| 其他          | 1,225 | 1,109 | 1,307 | 1,505  | 归属于母公司净利润 | 908    | 1,051  | 1,329  | 1,709  |
| 非流动负债       | 49    | 49    | 49    | 49     | EBITDA    | 1,335  | 1,543  | 1,964  | 2,540  |
| 长期借款        | -     | -     | -     | -      | EPS (元)   | 0.98   | 1.14   | 1.44   | 1.85   |
| 其他          | 49    | 49    | 49    | 49     | 主要财务比率    |        |        |        |        |
| 负债合计        | 1,637 | 1,609 | 1,934 | 2,208  | 会计年度      | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 少数股东权益      | 673   | 966   | 1,335 | 1,811  | 成长能力      |        |        |        |        |
| 股本          | 923   | 923   | 923   | 923    | 营业收入      | 26.2%  | 22.7%  | 21.1%  | 19.7%  |
| 资本公积        | 229   | 229   | 229   | 229    | 营业利润      | 38.6%  | 16.1%  | 28.2%  | 30.2%  |
| 留存收益        | 3,037 | 4,088 | 5,417 | 7,126  | 净利润       | 48.7%  | 15.8%  | 26.5%  | 28.6%  |
| 归属母公司股东权益合计 | 4,189 | 5,240 | 6,569 | 8,278  | 获利能力      |        |        |        |        |
| 负债和股东权益     | 6,499 | 7,815 | 9,838 | 12,297 | 毛利率       | 23.7%  | 23.0%  | 23.3%  | 24.0%  |
| 现金流量表       |       |       |       |        | 净利率       | 14.0%  | 9.6%   | 9.1%   | 9.5%   |
| 单位:百万元      |       |       |       |        | ROE       | 21.7%  | 20.1%  | 20.2%  | 20.6%  |
| 会计年度        | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E  | ROIC      | 21.5%  | 19.6%  | 19.8%  | 20.2%  |
| 经营活动现金流     | 1,098 | 915   | 1,745 | 2,012  | 偿债能力      |        |        |        |        |
| 净利润         | 1,160 | 1,344 | 1,698 | 2,185  | 资产负债率     | 25.2%  | 20.6%  | 19.7%  | 18.0%  |
| 折旧摊销        | 77    | 77    | 86    | 95     | 流动比率      | 336.2% | 436.2% | 453.5% | 514.2% |
| 财务费用        | 1     | -30   | -38   | -51    | 速动比率      | 294.0% | 379.5% | 400.9% | 458.1% |
| 投资损失        | -9    | -     | -     | -      | 营运能力      |        |        |        |        |
| 营运资金变动      | -164  | -542  | -1    | -217   | 总资产周转率    | 1.6    | 1.6    | 1.6    | 1.5    |
| 其它          | 34    | 66    | -0    | 0      | 应收账款周转率   | 22.0   | 22.1   | 21.8   | 21.7   |
| 投资活动现金流     | -207  | 7     | -367  | -0     | 应付账款周转率   | 20.5   | 22.3   | 21.2   | 20.9   |
| 资本支出        | -211  | 6     | -367  | -0     | 每股指标 (元)  |        |        |        |        |
| 长期投资        | -     | -     | -     | -      | 每股收益      | 1.0    | 1.1    | 1.4    | 1.9    |
| 其他          | 4     | 1     | -     | -      | 每股经营现金流   | 1.2    | 1.0    | 1.9    | 2.2    |
| 筹资活动现金流     | -386  | 19    | 40    | 50     | 每股净资产     | 4.5    | 5.7    | 7.1    | 9.0    |
| 短期借款        | 8     | -4    | 2     | -1     | 估值比率      |        |        |        |        |
| 长期借款        | -     | -     | -     | -      | P/E       | 27.9   | 24.1   | 19.0   | 14.8   |
| 普通股增加       | -     | -     | -     | -      | P/B       | 6.0    | 4.8    | 3.9    | 3.1    |
| 资本公积增加      | -2    | -     | -     | -      | EV/EBITDA | 16.2   | 14.0   | 11.0   | 8.5    |
| 其他          | -392  | 23    | 38    | 51     |           |        |        |        |        |
| 现金净增加额      | 505   | 941   | 1,419 | 2,061  |           |        |        |        |        |

资料来源：东方证券研究所整理

附图：相关上市公司近期资金流向



注：超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn