



买入 **28%** ↑
目标价格:人民币 25.82

600271.CH

价格:人民币 20.24

目标价格基础:27倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

航天信息

低估值“中白马”稀缺标的

航天信息是国内税控行业龙头企业,预计 2017 年将拥有千万客户,17-19 年税控业务为公司分别贡献 50.6、50.7、55.9 亿元收入,电子发票等“互联网+税务”业务推进顺利,流量与数据变现呼之欲出。金融科技、物联网业务加快步伐,与税控业务构成“一体两翼”发展格局,共同推动公司发展。我们对其给予买入的首次评级,目标价格 25.82 元。

支撑评级的要点

- 税控行业绝对龙头,千万客户带来稳定现金流。公司在 2016 年企业用户数量达到 800 万,2016 年启动的建筑、房地产、金融、生活服务四大行业营改增,预计 2017 年贡献 200 万净新增用户,2017-2019 年税控业务收入分别为 50.6、50.7、55.9 亿元。
- 聚焦金融科技,大力拓展互联网金融业务。持续推进各类自主品牌 POS 终端和金融 IC 卡在国有大型银行和城商行等金融机构的入围和落地;积极布局支付业务,大力拓展互联网金融业务,重点研发整合多种支付通道、跨界融合的聚合支付产品。
- 物联网产品与商业模式落地加快。公司凭借“金卡”、“金盾”工程等进入物联网领域,目前已有智能交通、电子政务、应急管理、物流追述、身份识别、云计算与大数据、公共安全大数据解决方案等应用落地,发展前景可期。
- 按照我们预测,公司 2017 年每股收益为 0.96 元,对应市盈率 21 倍,和计算机板块所有股票 2017 年一致预期市盈率对比,公司 2017 年市盈率排位 8/168,估值低具有较高安全边际;公司目前市值 377 亿元,属于“中型白马”,流动性好;16 年及 17 年 Q1 公司营收均出现了不同程度同比改善,我们认为其将成为市场风格切换背景下股价反弹的排头兵。

评级面临的主要风险

- 营改增新增客户低于预期;税控业务单价下降;金融科技及物联网业务推进不及预期。

估值

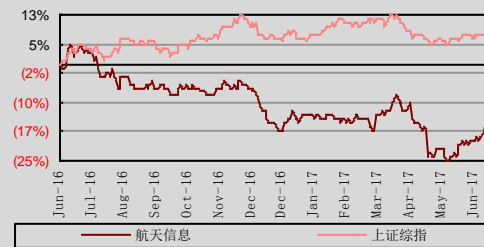
- 我们预计 2017-2019 年每股收益分别为 0.96 元、1.13 元和 1.39 元,同比增速 15%、18%和 23%。首次评级买入,基于 27 倍 2017 年市盈率,目标价 25.82 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	22,383	25,614	29,795	34,108	40,036
变动(%)	12	14	16	14	17
净利润(人民币 百万)	1,555	1,536	1,766	2,080	2,560
全面摊薄每股收益(人民币)	1.684	0.832	0.956	1.126	1.386
变动(%)	35.5	(50.6)	15.0	17.8	23.1
全面摊薄市盈率(倍)	12.0	24.3	21.2	18.0	14.6
价格/每股现金流量(倍)	7.4	12.5	12.0	11.3	10.6
每股现金流量(人民币)	2.72	1.62	1.69	1.78	1.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.1	10.7	8.8	6.8	4.9
每股股息(人民币)	0.510	0.252	0.287	0.338	0.416
股息率(%)	2.5	1.2	1.4	1.7	2.1

资料来源:公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.4	12.5	(1.2)	(14.7)
相对上证指数	(1.4)	9.9	1.1	(24.9)

发行股数(百万)	1,863
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	37,379
3个月日均交易额(人民币 百万)	206
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
中国航天科工集团公司	40

资料来源:公司数据,聚源及中银证券
以 2017 年 6 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机:计算机应用

吴砚靖

(8610)66229335

yanjing.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070003

目录

公司概况.....	4
航天系 IT 企业，国内税务信息化龙头.....	4
营收增速同比改善.....	4
一体两翼，三大板块协同拉动业务发展	5
税控行业基础设施布局完成，流量&数据变现呼之欲出	7
营改增基本完成，预计 2017 年产生千万线下存量客户	7
“互联网+税务”贡献线上增量客户，是实现 B2B2C 重要入口 7	
金融科技：POS 终端与税控业务协同效应明显，产业布局开辟增长新通道	9
金融科技产业链布局基本完成.....	9
POS 终端市场空间仍然较大，收单服务前景广阔.....	9
物联网：政府及公共服务业务优先发展，物联网加快落地	13
享受 RFID 产业扩张红利	14
物联网产品及业务多样化，紧抓政府及公共服务业务.....	16
盈利预测及估值	17
研究报告中所提及的有关上市公司.....	20

图表目录

图表 1. 航天信息股东结构 (2017Q1)	4
图表 2. 2007-2016 年报营收及同比增长.....	5
图表 3. 2008-2017 一季报营收及同比增长	5
图表 4. 航天信息“一体两翼”三大业务板块	6
图表 5. 营改增主要进程	7
图表 6. 中国电子商务交易额.....	7
图表 7. 电子发票盈利模式.....	8
图表 8. 公司金融科技产业链业务结构完善	9
图表 9. 银行卡跨行支付系统联网商户增长迅速.....	10
图表 10. 联网 POS 机增速有所放缓.....	10
图表 11. 中国每台 POS 机对应的银行卡数量不断下降但仍处于高位	10
图表 12. 公司 POS 终端产品种类丰富.....	11
图表 13. 银行卡发卡数量稳定增长.....	11
图表 14. 人均持卡量稳健上升, 银行卡渗透率保持稳定.....	11
图表 15. 移动 MIS-POS 系统实现支付场景移动化	12
图表 16. 银行监督稽核系统实现事后监督与风险预警一体化.....	12
图表 17. 物联网行业应用	13
图表 18. 2011 年-2020 年国内物联网市场规模及增速	13
图表 19. 中国物联网政策发布时间轴	14
图表 20. RFID 原理图.....	14
图表 21. 2015 年国内 RFID 应用领域市场份额.....	15
图表 22. RFID 市场规模及增速.....	15
图表 23. 公司物联网及解决方案在不同领域产品示意图.....	16
图表 24. 航天信息相关领域业务进展情况.....	16
图表 25. 税控业务客户测算.....	17
图表 26. 公司分产品收入预测.....	17
图表 27. 计算机板块动态市盈率.....	17
图表 28. 计算机板块市值前十公司动态市盈率	18
图表 29. 航天信息 PE-Band	18

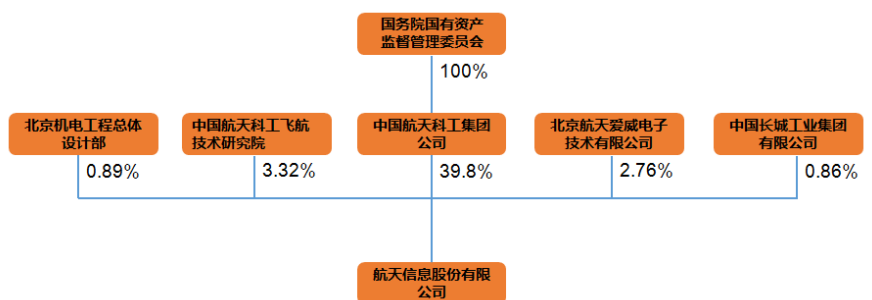
公司概况

航天系 IT 企业，国内税务信息化龙头

航天信息成立于 2000 年，总部位于北京，于 2003 年 7 月 11 日在 A 股市场成功挂牌上市，其第一大股东是中国航天科工集团公司，目前持股 39.8%。公司作为一家以信息安全为核心技术的 IT 行业高新技术国有上市公司，主营业务包括税控、金融科技、物联网这三大板块，涉及税务、公安、交通、邮电、金融、保险、电信及城市公用事业多个领域。经过十余年的发展，航天信息已建立了覆盖全国的销售渠道和服务体系，在全国 31 个省、市、自治区和 5 个计划单列市建立了近 40 家省级服务单位、200 余家地市级服务单位、400 余家基层服务网点。

公司是内税控行业龙头企业，目前市占率 70%-80%，另外的市场份额则由总参谋部第三师授权的企业旋极信息、恒宝股份、许继信息、握奇智能、天喻信息所占有，我们对航天信息未来保持目前市场份额持乐观态度。

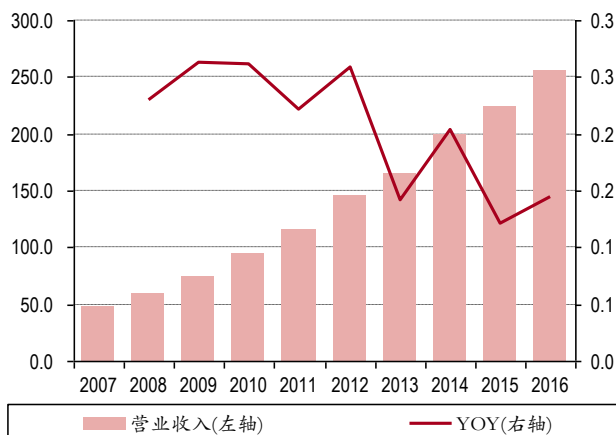
图表 1. 航天信息股东结构 (2017Q1)



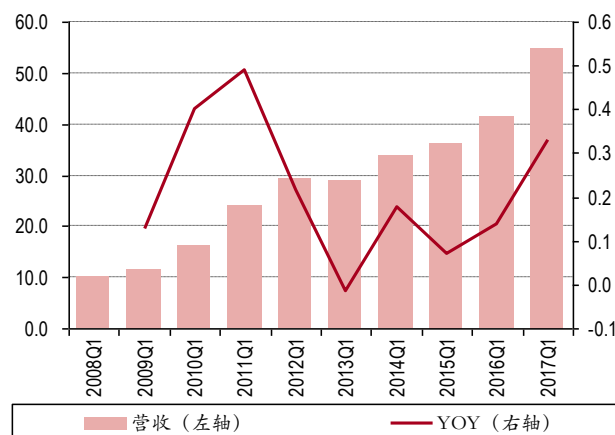
资料来源：万得，中银证券

营收增速同比改善

公司 2007-2016 年营收复合增长率 20%，从年报来看，2015 年营收增长率达到历史低点 12%，2016 年营业收入触底回升，营收增长率达到 14%。从一季报同比来看，2017 年 1 季度营收大幅增长，增速同比达到 33%，为近 5 年最高。

图表 2. 2007-2016 年报营收及同比增长


资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2008-2017 一季报营收及同比增长


资料来源：万得，中银证券

一体两翼，三大板块协同拉动业务发展

公司目前涉足金税、金融科技、物联网这三大板块。其中，金税板块占据了毛利的半壁江山，2016年金税板块毛利24亿元，占总毛利的55%。

金税板块：公司是国家“金税工程”的主要承担者之一，承建了增值税防伪税控系统和增值税系统升级版的建设任务，目前开发了多种税务领域相关产品，同时，开展了财税管理软件等企业财税信息化业务、IT服务等企业增值业务。金税板块目前是公司的一体，为公司贡献稳定的现金流。

金融科技板块：公司于2014年开始进入，以金融支付核心技术及金融POS、金融IC卡等关键产品为基础，主要涉及收单解决方案及运营、自助服务解决方案及运营相关业务。金融科技板块是公司业绩腾飞的两翼之一，虽然目前收入贡献还不大（占总营收4.3%），但毛利率高（平均35%），毛利贡献8.2%，未来，金融科技板块将是公司重点发展方向，将为公司贡献较大业绩弹性。

物联网板块：主要为公司承担的国家“金卡工程”、“金盾工程”业务及其他物联网相关业务，其中包括公安、交通、粮食、电子政务、食品药品监管、出入境大通关、跨境电商服务平台等行业解决方案，以及智能IC卡、RFID电子标签及其读写终端、存储服务器等的研发、生产、销售和技术服务。物联网板块作为公司另一翼，也是有潜力产生业绩增量的板块。

未来，公司仍将实施一体两翼战略，以金税板块为一体，贡献稳定业绩，以金融科技和物联网板块为两翼，努力拓展盈利模式，寻找新的业绩增长点。

图表 4. 航天信息“一体两翼”三大业务板块



资料来源：中银证券

税控行业基础设施布局完成，流量&数据变现呼之欲出

营改增基本完成，预计 2017 年产生千万线下存量客户

我国营改增工作从 2012 年初在全国开始推开，先后经历了三个阶段。2016 年 5 月，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业 4 大行业最后一批纳入进入营改增试点，当年净新增约 200 万企业用户，预计 17 年补足 16 年低于预期的 200 万企业缺口，至此，营业税所催生的软硬件基础设施铺设基本完成，之后企业存量将达到 1,000 万，为流量和数据变现奠定了用户基础。

图表 5. 营改增主要进程

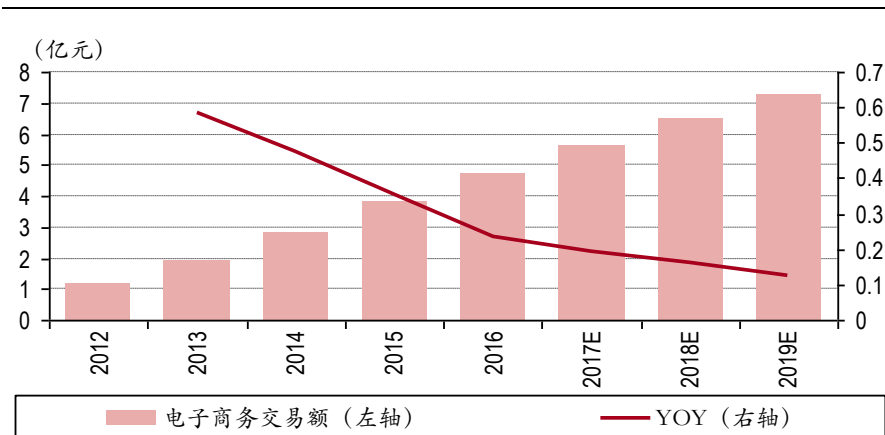
阶段	时间	进程
第一阶段：部分行业，部分地区	2012 年 1 月 1 日	率先在上海实施了交通运输业和部分现代服务业营改增试点
	2012 年 9 月 1 日至 2012 年 12 月 1 日	营改增试点由上海市分 4 批次扩大至北京、江苏、安徽、福建、广东、天津、浙江、湖北 8 省（市）
第二阶段：部分行业，全国范围	2013 年 8 月 1 日	营改增试点推向全国，同时将广播影视服务纳入试点范围
	2014 年 1 月 1 日	铁路运输业和邮政业在全国范围实施营改增试点
	2014 年 6 月 1 日	电信业在全国范围实施营改增试点
第三阶段：所有行业	2016 年 5 月 1 日	将试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围，确保所有行业税负只减不增

资料来源：网络资料，中银证券

“互联网+税务”贡献线上增量客户，是实现 B2B2C 重要入口

电子商务发展催生电子发票业务。随着我国电子商务的快速发展，越来越多消费者倾向于在网络电商平台而不是线下实体店购物，电子商务催生了众多网店，促成了大量线上交易。根据艾瑞咨询统计，2016 年中国网络购物市场交易规模 4.7 万亿元，同比增长 23.7%，占 GDP 比重达到 6.3%。

图表 6. 中国电子商务交易额



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

电子商务的迅猛发展使电子发票变成了迫切需求。对企业，发行电子发票将大幅节省企业在发票上的成本，节约发票印制成本，而且不包括企业发票管理间接成本；同时电子发票系统可以与企业内部的 ERP、CRM、SCS 等系统相结合，发票资料全面电子化并集中处理，有助于企业本身的账务处理。对政府，电子发票的推出是国家规范电子商务纳税的必然方式，并且有利于国家对网络交易的监管。

2016 年，公司的电子发票解决方案，连续中标京东、苏宁、中国移动等龙头企业并已规模使用，累计开票达 6.6 亿张，纸质、电子发票一体化方案先后中标中石化、国美电器，成为相关领域龙头企业一致的选择。电子发票业务为公司带来了线上增量业务需求。

此外，电子发票作为商业流通的重要一环和载体，打通了 B2B2C 的通道，作为第三方服务平台的运营商不仅成为线上（乃至线下）交易的重要入口，还将获取大量的企业经营与消费者购物的实时动态数据，其战略价值远远大于短期盈利考量。

图表 7. 电子发票盈利模式



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

推进电子税务局等新业务。2016 年公司在国内完成了 14 个省市地区的电子税务局建设，市场占有率超过 30%，企业所得税综合管理系统、自助办税终端、国地税代开业务等取得良好效果，涉税大数据应用逐渐产品化，承担总局电税大数据分析等平台建设，为今后的大数据分析平台上线创造了有利条件。

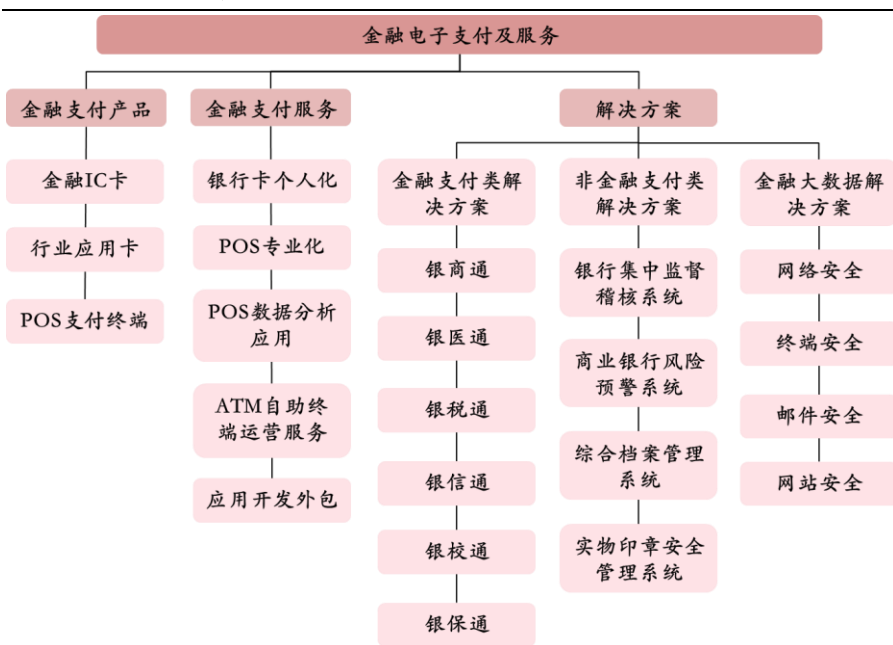
积极拓展企业应用。公司延伸产品线产业链，云代帐、云记账、云 ERP、企业纳税风险评估、企业办公网上商城等众多特色产品及服务拓展延伸了产品线结构，涉企增值业务未来将具有广大的企业应用市场，成为金税产业新的增长点。

金融科技：POS 终端与税控业务协同效应明显，产业布局开辟增长新通道

金融科技产业链布局基本完成

公司于 2012 年制定进军金融科技产业的战略，2013 年底以 5.15 亿元收购北京捷文 60% 股权和深圳德诚 56% 股权，借此快速切入金融支付终端和金融 IC 卡领域，在此基础上，公司开拓收单解决方案、自助服务解决方案及运营相关业务。2016 年公司成功并购德利多富 WINCOR 公司的中国业务，并举办航天信息与德利多富合资合作新闻发布会，合资公司的成立标志着公司金融科技产业链布局基本完成。

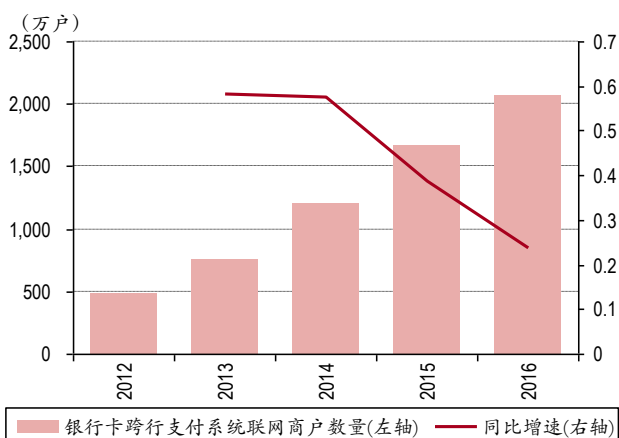
图表 8. 公司金融科技产业链业务结构完善



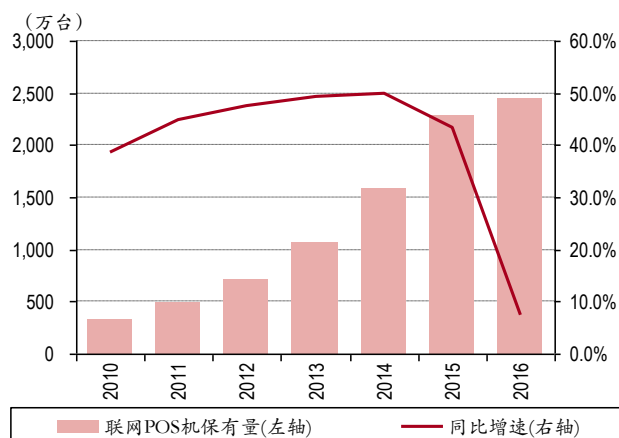
资料来源：公司官网，中银证券

POS 终端市场空间仍然较大，收单服务前景广阔

POS 终端市场增速有所放缓。截至 2016 年末，我国银行卡跨行支付系统联网商户达到 2067 万户，同比增长 23.8%，近五年 CAGR 高达 43.8%。截至 2016 年末，我国联网 POS 机保有量达到 2,453 万台，同比增长 7.5%，增速有所放缓，近 5 年 CAGR 达到 36.3%，2011 年-2015 年连续五年都保持 40% 以上的同比增速。

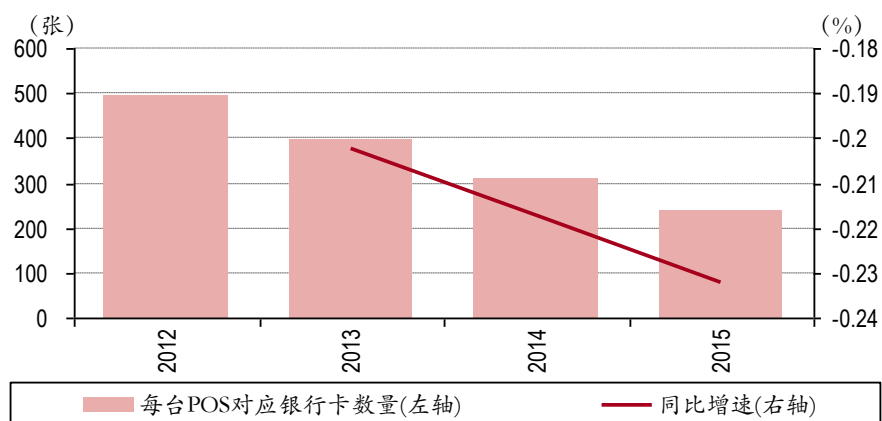
图表 9. 银行卡跨行支付系统联网商户增长迅速


资料来源：中国产业信息网，中银证券

图表 10. 联网 POS 机增速有所放缓


资料来源：中国产业信息网，中银证券

对标成熟市场未来仍有较大空间。 对标欧美等发达国家的 POS 机的渗透率，国内 POS 机市场的发展空间仍然很大。近 5 年 POS 机数量增速远远高于银行卡发卡量的增速，但是相比于欧美成熟市场的数据来说，每台 POS 机对应的银行卡数量仍处于高位。截至 2015 年年末，我国每台 POS 机对应的银行卡数量为 238 张，而欧美等发达国家相应数据约为 85 张，两者之间差距明显，中国 POS 机市场仍有两倍以上增长空间。

图表 11. 中国每台 POS 机对应的银行卡数量不断下降但仍处于高位


资料来源：中国产业信息网，中银证券

POS 终端业务有望成为业绩增长新动力。 公司 POS 支付终端机具产品包括金融 POS、IC 卡机具、密码键盘以及个人支付终端等多个种类。相关产品用过中国银联、PBOC、VISA、MASTERCARD 等国内外权威认证，涵盖金融电子支付的各个场景和环节。自主品牌 POS 终端继 2015 年入围工商银行后，2016 年成功入围中国银行、建设银行和交通银行等国有银行，全年实现自主品牌 POS 销售 28 万台，创历史新高。自主品牌 POS 入围多家城商行等金融机构和第三方支付机构。

图表 12. 公司 POS 终端产品种类丰富

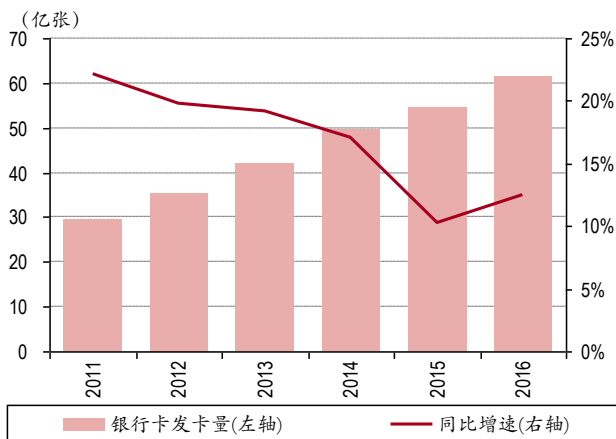


资料来源：公司官网，中银证券

收单服务延伸产业链，打开新增长点。截至 2016 年年末，全国银行卡发卡数量约为 61.2 亿张，同比增长 12.5%，增长速度仍然处于较高水平。全国人均持有银行卡 4.62 张，较上年末增长 15.8%；人均持有信用卡 0.32 张，较上年末增长 10.3%。银行卡发卡量以及人均持卡数量的稳步增长，保障了银行卡的电子支付收单服务在未来将保持较好的发展趋势。

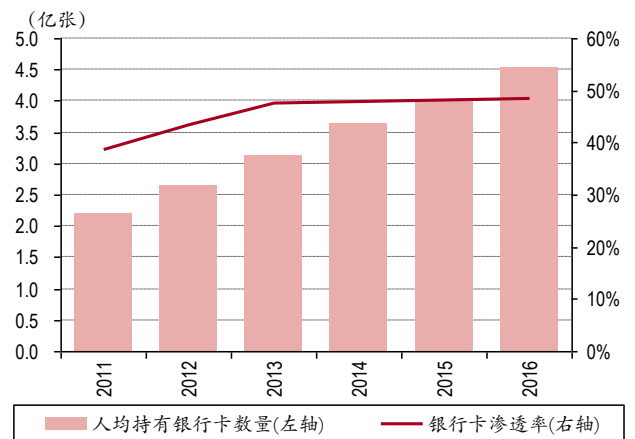
2016 年公司加大收单支付等多项金融业务推广力度，新增 POS 收单业务及专业化服务终端数量 20 万台。完成支付运营管理平台的优化迭代开发，新增了微信支付、支付宝等通道接口，在多个地区开展了试点推广。公司推出 A90 智能 POS 等新产品，为收单及专业化服务业务提供了有力的技术支撑和产品保障。收单服务延伸 POS 终端业务产业链，有望打开新增长点。

图表 13. 银行卡发卡数量稳定增长



资料来源：中国产业信息网，中银证券

图表 14. 人均持卡量稳健上升，银行卡渗透率保持稳定



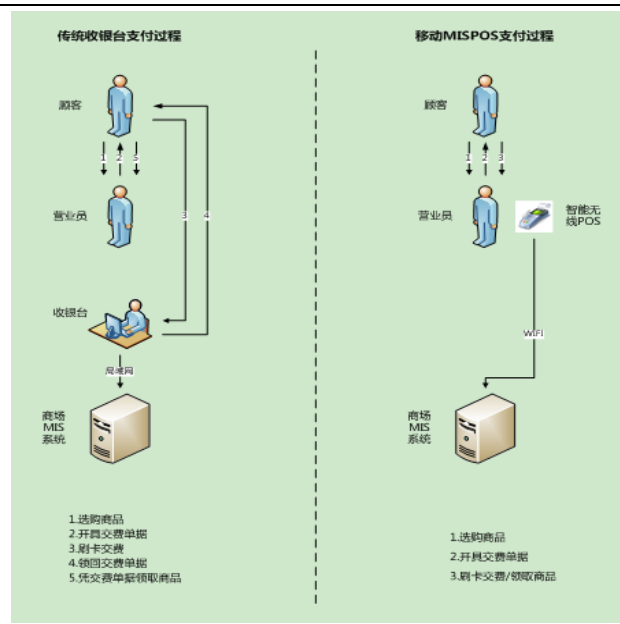
资料来源：中国产业信息网，中银证券

金融科技由产品拓展升级为服务，增加未来想象力

公司基于自己掌握的 CRM 数据、防伪税控发票数据、电子发票数据、企业税务申报信息等数据以及积累的相关技术，在金融科技领域将业务由产品拓展升级到金融服务领域。公司金融服务类业务分为金融支付类行业解决方案、金融支付服务、金融支付类行业解决方案以及金融大数据解决方案。

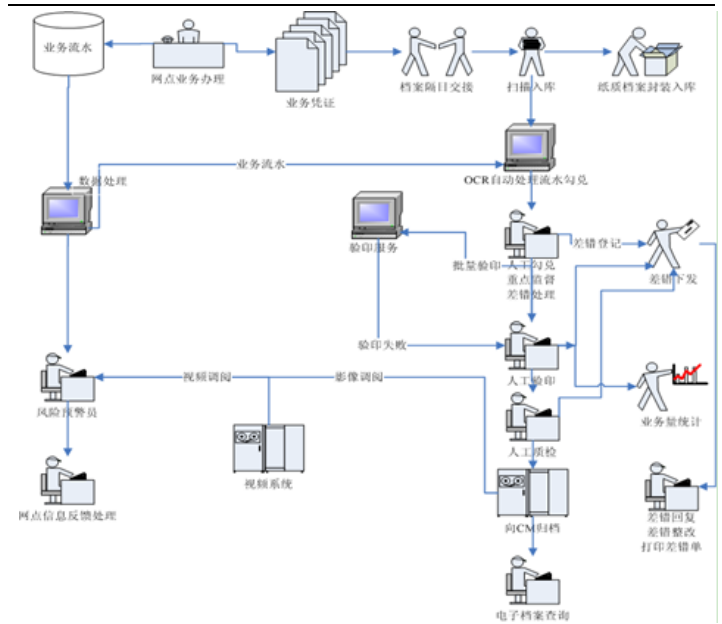
银商通 MIS-POS 系统实现银行卡支付流程与商场收银流程完美融合, 还可以提供基于 WEB 展现技术的数据监控、交易信息统计等功能, 已经应用于物美、万达、华润万家等大型商场和超市。公司进一步开发出移动 MIS 系统, 实现支付场景移动化, 目前正与百盛集团合作在全国 35 个城市的 55 家分店全面推广该解决方案。银行集中监督稽核系统利用信息化技术完成凭证的电子化存储和凭证要素自动提取, 并引入商业智能技术高效分析, 实现事后监督与风险预警一体化。公司金融大数据解决方案是基于税务数据的企业征信方案, 能较好的反映企业信用水平。

图表 15. 移动 MIS-POS 系统实现支付场景移动化



资料来源: 公司官网, 中银证券

图表 16. 银行监督稽核系统实现事后监督与风险预警一体化



资料来源: 公司官网, 中银证券

物联网：政府及公共服务业务优先发展，物联网加快落地

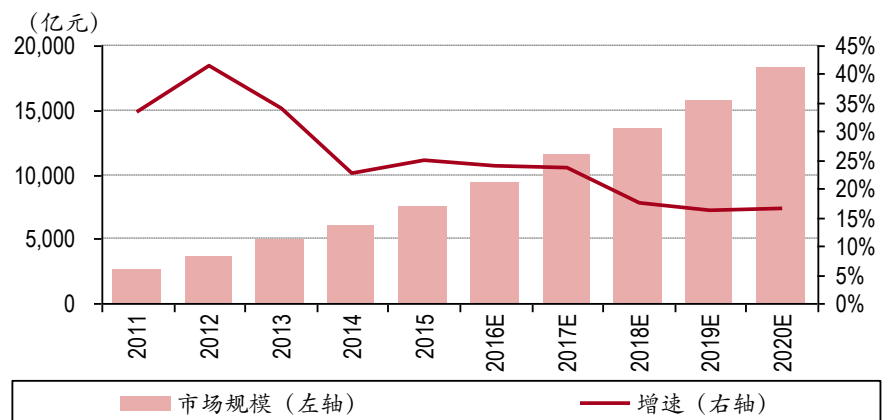
物联网是指物物相连的网络，由芯片、传感器等硬件和相关软件整合而成。它是新一代信息技术的高度集成和网络应用，推动了新一轮产业革命。目前智能化大趋势带动国内物联网产业迅猛发展，已经深入各行各业，融入居民生活的各个方面。未来物联网的需求将呈现爆发式增长，2015年国内物联网市场规模达到7,500亿元，预计到2020年国内物联网市场将达到18,300亿元，市场空间巨大。

图表 17. 物联网行业应用



资料来源：公开资料，中银证券

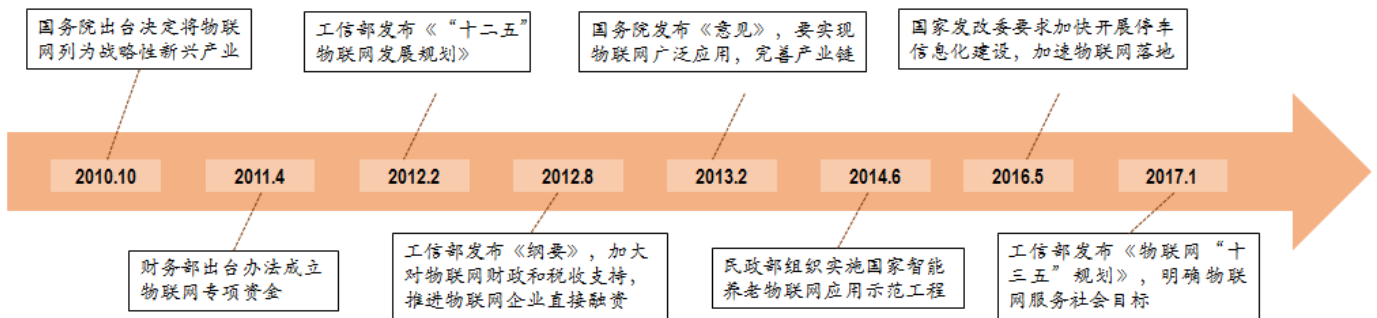
图表 18. 2011年-2020年国内物联网市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，中银证券

在国家一系列的政策推动下，国内物联网市场规模快速扩张，一些物联网项目也陆续落地。政府对物联网行业的大力支持增加了政府及公共服务业的物联网业务的优先落地的可能性。航天信息具备国企背景，且作为电子政务领域的前列企业，后续也将在政府及公共服务业领域获益。

图表 19. 中国物联网政策发布时间轴

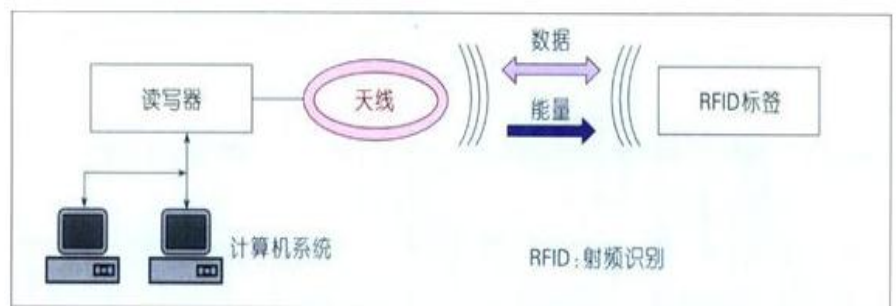


资料来源：网络资料，中银证券

享受 RFID 产业扩张红利

RFID 技术是实现物联网应用的重要技术。它是物联网重要的通信技术，又称无线射频识别，通过无线电讯号识别特定目标并读写相关数据，而无需识别系统与特定目标之间建立机械或光学接触，可作为各个物体的身份凭证，是物联网中每个物体进行识别、通信、互联的基础。

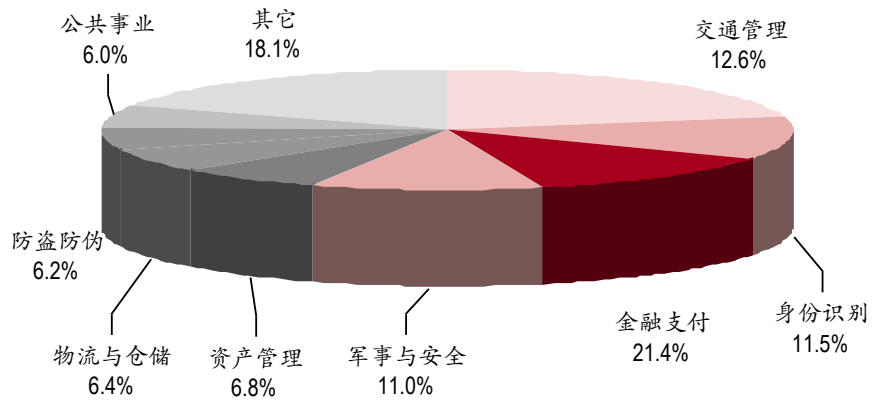
图表 20. RFID 原理图



资料来源：公开资料，中银证券

RFID 应用较为广泛，遍及各行各业。目前国内 RFID 应用最大的领域分别为金融支付、交通管理、身份识别和军事安全，各占比 21.4%、12.6%、11.5%和 11%。此外，还包括资产管理、物流仓储、防盗防伪和公共事业等等领域。交通领域主要用在高速 ETC，出租车管理，公交车枢纽管理，铁路识别等方向。身份识别领域主要应用在电子护照、身份证和学生证等各种电子证件。军事领域主要用在枪支、弹药、物资、人员、卡车等识别与追踪等。物流仓储领域主要用在物流过程中的货物追踪，信息自动采集，仓储应用和港口应用，快递等方面。防盗防伪领域主要在贵重物品（烟酒和药品等）的防伪。

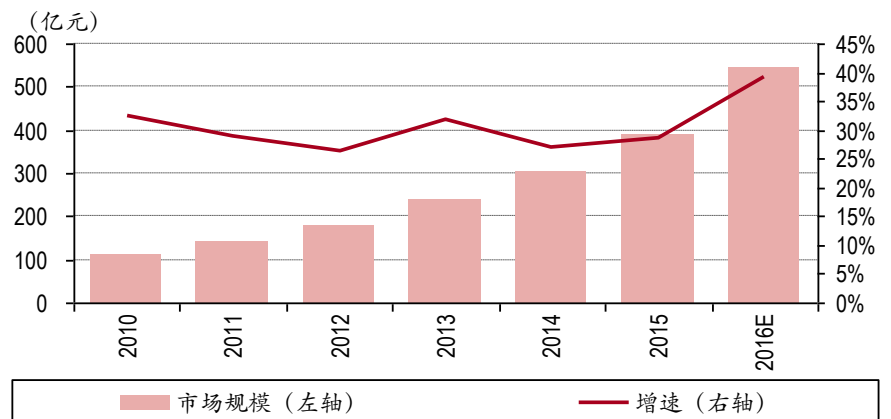
图表 21. 2015 年国内 RFID 应用领域市场份额



资料来源：国际物促会，中银证券

RFID 作为物联网的基础应用，其行业规模也随之迎来了快速的增长。全球 RFID 产业市场规模早已超过百亿美元，并以年均超过 20% 的速度持续增长。国内 RFID 产业市场规模 2015 年达到 389.5 亿元，2016 年估计为 542.7 亿元，同比增长 39.33%，增速迅猛。可见，未来 RFID 增长空间广阔。

图表 22. RFID 市场规模及增速



资料来源：国际物促会，中国产业信息网，中银证券

航天信息在“第三届中国物联网 RFID 发展年会”上获得中国物联网 RFID2010 年度评选的“RFID 领先企业奖”、“RFID 市场开拓奖”、“电子标签优秀企业奖”和“RFID 优秀应用成果奖”等大奖，足证公司在国内 RFID 领域的独特优势，随着 RFID 行业的不断扩张，公司将伴随享受较高的利润增长空间。

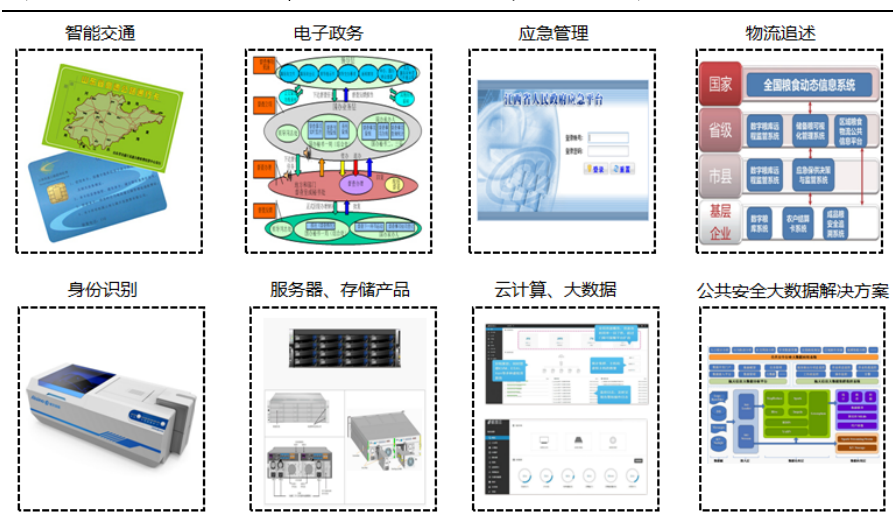
目前航天信息相关 RFID 产业服务主要为读写器制造、电子标签及相关平台服务等，位于 RFID 产业链中的中下游。目前国内市场尚处于产品推广期，还未进入成熟阶段，RFID 产业增长空间仍然巨大。另一方面，虽然目前国内从事 RFID 标签企业不少，但基本只在各个细分领域内占有优势。而航天信息在电子政务方面的前列优势保证了其领先地位。航天信息在 RFID 产业的规模效应收益和“累积效应”形成的高附加值优势仍存。另一方面，航天信息已将战略方向由“产品+服务”逐渐向“运营+服务+产品”过渡，因此，我们认为无论在当前产品推广期还是在未来产品市场饱和后以运营为主时期，公司都可享受整个产业增长带来的红利。

物联网产品及业务多样化，紧抓政府及公共服务业务

在物联网业务方面，公司主要承担了国家“金卡工程”、“金盾工程”业务及其他物联网相关业务，包括公安、交通、粮食、电子政务、食品药品监管、出入境大通关、跨境电商服务平台等行业解决方案，以及智能 IC 卡、RFID 电子标签及其读写终端、存储服务器等的研发、生产、销售和技术服务。

公司物联网产品及相关解决方案包括服务器存储产品、智能交通业务、电子政务业务、应急管理业务、物流追溯业务、身份识别业务、公共安全业务、云计算和大数据和公共安全大数据解决方案等。

图表 23. 公司物联网及解决方案在不同领域产品示意图



资料来源：公司官网，中银证券

公司业务当前主要集中在电子政务领域，受益于公司国企背景身份。具体领域发展情况如下：

图表 24. 航天信息相关领域业务进展情况

业务领域	业务进展
电子政务	一期试点项目成为示范工程，成功中标二期项目；先后中标国家档案馆、新闻总署、外交部、文化部、广西壮族自治区等一批项目
出入境大通关业务	全国统一出入境业务系统在浙江成功试点；大陆证、台胞证系统上线运行；24小时出入境业务自助办理大厅实现多省运行；公安部出入境管理局生物识别系统、海关总署关锁、北京海关航空旅客智能通关系统成功实施
粮食业务	建设数字粮库 400 余座、服务 2000 余座，新签合同 2.3 亿元；中标中储粮“一卡通”项目，业务覆盖 15 个省
智慧食药监业务	内蒙食药监系统成功上线；成功中标湖南省食品药品安全信息中心综合信息平台建设项目
交通业务	中标四川、浙江等高速公路收费项目，项目合同金额超 2000 万；中标公安部无锡电子车标密钥系统及河南省公安厅执法综管平台项目；与河北正定县就机动车电子标识技术应用签署了战略合作协议

资料来源：公司资料，中银证券

盈利预测及估值

税控业务：2016 年底公司有存量客户 600 万，考虑到 2016 年营改增未达预期，部分业绩滞后到 2017 年，预计 2017 年有 200 万净新增客户（200 万营改增新增+100 万自然新增-100 万自然淘汰），2018-2019 年平均每年 150 万净新增客户（200 万自然新增-50 万自然淘汰）。按照所有客户每年 330 元服务费，新增客户额外 490 设备费，6% 左右其他配套收入来计算，2017 年-2019 年公司税控业务的收入将分别为 50.6、50.7、55.9 亿元。

其他业务：预计渠道收入保持 10% 复合增长率，系统集成中包含物联网业务，我们预计收入能有 30% 复合增长率，金融支付近几年快速爆发，预计 2017-2019 年收入有 30%-40% 的增速。

图表 25. 税控业务客户测算

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年初		600	800	1000	1150
新增（营改增+自然新增）		300	300	200	200
淘汰（自然淘汰）		100	100	50	50
年末	600	800	1000	1150	1300

资料来源：中银证券

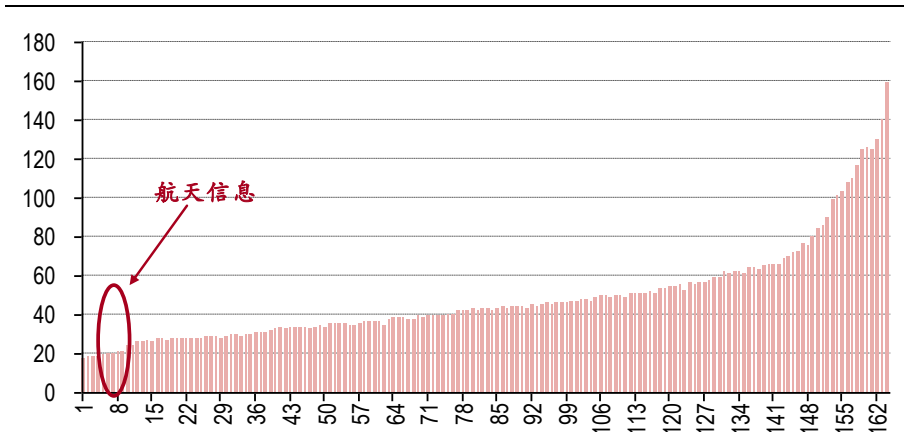
图表 26. 公司分产品收入预测

（单位：百万元）	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,582	19,959	22,383	25,614	29,795	34,108	40,036
渠道销售	8,621	9,830	10,257	13,887	15,275	16,803	18,483
网络、软件与系统集成	4,126	4,924	5,592	5,695	7,403	9,624	12,511
税控系统及设备	2,787	3,628	4,738	4,361	5,060	5,065	5,591
金融支付		535	484	1,089	1,416	1,911	2,676
其他	1,049	1,042	1,313	583	641	705	776

资料来源：万得，中银证券

按照我们预测，公司 2017 年每股收益为 0.96 元，对应市盈率 21 倍，计算机板块其余公司市盈率按照万得一预期取值，目前公司市盈率排倒数第 8/168 位。在计算机板块市值前十的公司中，2017 年市盈率排倒数第三低位。

图表 27. 计算机板块动态市盈率



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 计算机板块市值前十公司动态市盈率

公司名称	市值 (亿元)	2017 年市盈率
海康威视	2,880	30
大华股份	645	27
紫光股份	579	43
东方财富	506	50
科大讯飞	461	75
同方股份	419	20
航天信息	363	21
东华软件	329	21
同花顺	328	23
网宿科技	285	17

资料来源: 万得, 中银证券

图表 29. 航天信息 PE-Band



资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	22,383	25,614	29,795	34,108	40,036
销售成本	(18,332)	(21,318)	(24,921)	(28,357)	(33,105)
经营费用	(1,692)	(1,570)	(1,840)	(2,178)	(2,512)
息税折旧前利润	2,359	2,726	3,034	3,573	4,418
折旧及摊销	(147)	(161)	(178)	(185)	(189)
经营利润(息税前利润)	2,211	2,565	2,857	3,388	4,229
净利息收入/(费用)	11	(8)	16	17	24
其他收益/(损失)	346	214	228	263	235
税前利润	2,569	2,770	3,100	3,668	4,487
所得税	(429)	(561)	(578)	(697)	(830)
少数股东权益	585	673	757	891	1,097
净利润	1,555	1,536	1,766	2,080	2,560
核心净利润	2,780	2,922	3,320	3,910	4,795
每股收益(人民币)	1.684	0.832	0.956	1.126	1.386
核心每股收益(人民币)	3.011	1.582	1.798	2.117	2.597
每股股息(人民币)	0.510	0.252	0.287	0.338	0.416
收入增长(%)	12	14	16	14	17
息税前利润增长(%)	18	16	11	19	25
息税折旧前利润增长(%)	19	16	11	18	24
每股收益增长(%)	35	(51)	15	18	23
核心每股收益增长(%)	25	(47)	14	18	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	2,569	2,770	3,100	3,668	4,487
折旧与摊销	147	161	178	185	189
净利息费用	(11)	8	(16)	(17)	(24)
运营资本变动	(51)	789	(1,043)	622	136
税金	156	112	(578)	(697)	(830)
其他经营现金流	(298)	(854)	1,479	(465)	(434)
经营活动产生的现金流	2,512	2,986	3,121	3,296	3,526
购买固定资产净值	(8)	230	90	40	70
投资减少/增加	11	(440)	10	12	12
其他投资现金流	(247)	(2,210)	54	(85)	(145)
投资活动产生的现金流	(245)	(2,421)	154	(33)	(63)
净增权益	(471)	(466)	(530)	(624)	(768)
净增债务	0	0	(28)	5	6
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,816	(613)	(510)	(92)	(184)
融资活动产生的现金流	1,345	(1,052)	(1,015)	(608)	(724)
现金变动	3,612	(486)	2,260	2,655	2,738
期初现金	5,488	9,100	8,613	10,873	13,528
公司自由现金流	2,267	566	3,275	3,263	3,463
权益自由现金流	2,256	574	3,231	3,250	3,446

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	9,117	8,712	10,919	13,581	16,332
应收帐款	1,559	1,845	2,095	2,406	2,877
库存	767	998	1,042	1,232	1,331
其他流动资产	939	748	1,250	1,023	1,632
流动资产总计	12,382	12,302	15,306	18,242	22,172
固定资产	1,043	1,146	1,101	990	907
无形资产	297	527	485	451	415
其他长期资产	462	2,829	1,222	1,512	1,866
长期资产总计	1,803	4,501	2,808	2,953	3,187
总资产	14,492	17,759	18,810	21,880	26,043
应付帐款	892	1,680	1,421	1,496	2,276
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,906	2,907	2,669	3,336	3,816
流动负债总计	2,797	4,587	4,090	4,831	6,093
长期借款	2,037	2,080	2,050	2,042	2,057
其他长期负债	80	54	84	73	70
股本	923	1,847	1,847	1,847	1,847
储备	6,762	6,904	8,141	9,596	11,388
股东权益	7,685	8,751	9,987	11,443	13,235
少数股东权益	1,446	1,843	2,600	3,491	4,588
总负债及权益	14,492	17,759	18,810	21,880	26,043
每股帐面价值(人民币)	8.32	4.74	5.41	6.20	7.17
每股有形资产(人民币)	8.00	4.45	5.15	5.95	6.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.81)	(4.66)	(5.89)	(7.32)	(8.81)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.5	10.6	10.2	10.5	11.0
息税前利润率(%)	9.9	10.0	9.6	9.9	10.6
税前利润率(%)	11.5	10.8	10.4	10.8	11.2
净利率(%)	6.9	6.0	5.9	6.1	6.4
流动性					
流动比率(倍)	4.4	2.7	3.7	3.8	3.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	323.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.2	2.5	3.5	3.5	3.4
估值					
市盈率(倍)	12.0	24.3	21.2	18.0	14.6
核心业务市盈率(倍)	6.7	12.8	11.3	9.6	7.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.5	16.2	14.2	12.1	9.9
市净率(倍)	2.4	4.3	3.7	3.3	2.8
价格/现金流(倍)	7.4	12.5	12.0	11.3	10.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.1	10.7	8.8	6.8	4.9
周转率					
存货周转天数	17.3	15.1	14.9	14.6	14.1
应收帐款周转天数	23.9	24.2	24.1	24.1	24.1
应付帐款周转天数	14.8	18.3	19.0	15.6	17.2
回报率					
股息支付率(%)	30.3	30.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	21.6	18.7	18.8	19.4	20.7
资产收益率(%)	14.7	12.7	12.7	13.5	14.4
已运用资本收益率(%)	4.0	3.2	3.2	3.3	3.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

航天信息 (600271.CH/人民币 20.24, 买入)

以2017年6月26日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371