

龙头或乘小微东风，业绩腾飞有望持续

投资要点

- **事件:** 近期，我们对航天信息进行了调研。公司是金税产业龙头，占据了近 70% 的市场份额。公司未来将调整产业结构，形成金税、金融科技和物联网三驾马车齐头并进的产业格局。2017 年一季度公司实现营收 54.87 亿，同比增长 32.71%；实现归属上市公司股东净利润 3.96 亿元，同比增长 7.33%。由于营改增已近尾声，我们预测今年金税盘销量与去年略减，预计在 330 万套左右。
- **调价或成放量讯号，小微落地概率提升。** 发改委今年 7 月 4 日下发增值税税控系统产品及服务的调价通知，公司主营产品金税盘零售价和设备服务费均有不同幅度下调。短期来看，公司预计此次价格调整将影响 17 年营业收入约 4 亿元，我们预测对公司 2017 年总营收的影响在 1.6% 以内。长期来看，调价政策或是国家为 2018 年起征点以下的小规模纳税人入增值税体系保驾护航，此次调价或成国税局为 2018 年起征点以下的小规模纳税人接入增值税税控设备的明显信号。小微企业一旦接入，税控行业将迎来新一轮的增量爆发。
- **电子发票强强联手，领跑市场公司忙卡位。** 公司与京东合作密切，2016 年共同设立大象慧云公司，在电子发票领域融合公司的技术优势和京东的运营经验。大象慧云拥有腾讯、金蝶、大账房、优识云创等有力的合作伙伴，目前已加入微信电子发票解决方案。公司电子发票已率先覆盖全国 36 个省直辖市，开出电子发票超 11 亿，服务企业达 1000 万户，市占率高达 70%，多点卡位成绩显著。
- **内生外延齐发力，物联网+金融支付蒸蒸日上。** 公司在物联网产业内生专注研发，拥有 RFID 实验室和博士后流动站，在 RFID 领域综合实力强劲。同时公司在金融支付行业进行外延密集布局，先后收购金融 IC 卡和 POS 机领域公司，16 年并购德利多富 WINCOR 公司的中国业务，金融科技产业链布局基本完成。16 年公司金融支付业务规模和用户覆盖都有显著提升，呈现蓬勃发展的态势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 15.04%，归母净利润年复合增速为 15.77%，EPS 分别为 0.88 元、1.10 元、1.28 元，对应的 PE 分别为 21 倍、17 倍、14 倍。我们给予公司 2017 年 25 倍 PE，对应目标价为 22 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 起征点以下的小规模纳税人纳入增值税系统或延迟或推行受阻；电子发票落地或不达预期；并购企业业绩实现或不及承诺，后续业务或推进乏力。

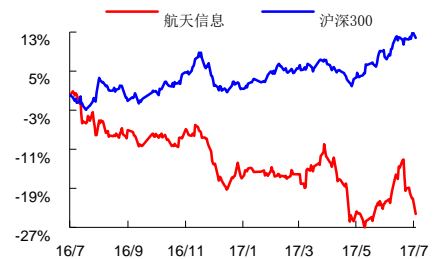
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	25613.78	29872.67	34874.67	38992.40
增长率	14.43%	16.63%	16.74%	11.81%
归属母公司净利润 (百万元)	1535.94	1639.98	2039.84	2383.30
增长率	-1.21%	6.77%	24.38%	16.84%
每股收益 EPS (元)	0.82	0.88	1.10	1.28
净资产收益率 ROE	20.01%	18.65%	19.24%	18.76%
PE	22	21	17	14
PB	3.11	2.71	2.25	1.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn
联系人: 常潇雅
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.63
流通 A 股(亿股)	18.47
52 周内股价区间(元)	17.9-24.81
总市值(亿元)	342.76
总资产(亿元)	186.93
每股净资产(元)	5.27

相关研究

目 录

1 公司概况：深耕金税业务的领军者.....	1
2 税控龙头将迎下降春风，电子发票联手电商巨头.....	3
2.1 营改增政策收官在即，小微或成市场新主力	3
2.2 称霸金税市场频受益，坐等小微入税大发展	5
2.3 大象起舞合作网商，电票布局日臻完善	6
3 RFID 成关键，物联网大有可为.....	8
4 外延布局完毕，金融支付多点发力增幅明显	8
5 盈利预测与估值.....	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司业务框架.....	1
图 2：航天信息营业收入（亿元）及增速.....	2
图 3：航天信息归母净利润（亿元）及增速.....	2
图 4：公司 2016 年营业收入结构情况.....	2
图 5：公司 2016 年毛利润结构情况.....	2
图 6：航天信息毛利率（%）.....	3
图 7：公司税控设备用户数.....	3
图 8：营改增政策给税控设备市场用户数产生的增量.....	4
图 9：公司税控业务营业收入及增速.....	5
图 10：公司金税盘与金税卡销量总和及产销率.....	5

表 目 录

表 1：增值税税控系统产品及维护服务价格调价明细.....	4
表 2：历史上三次降价降标降税政策都是用户放量的前兆.....	4
表 3：公司 51 发票平台的卓越性能.....	7
表 4：分业务收入及毛利率.....	9
附表：财务预测与估值.....	11

1 公司概况：深耕金税业务的领军者

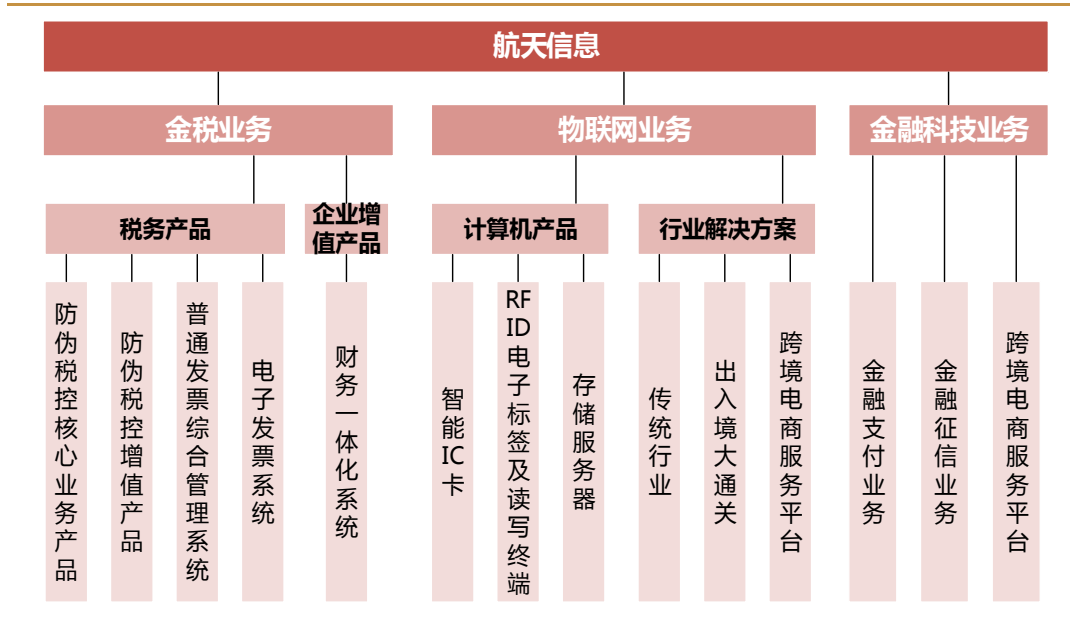
航天信息股份有限公司（以下简称航天信息）是由中国航天科工集团公司控股、以信息安全为核心技术的 IT 行业高新技术国有上市公司，于 2000 年成立，2003 年在主板市场成功上市，是中国 IT 行业最具影响力的上市公司之一。

2017 年 6 月 21 日 MSCI 官方宣布：2018 年 6 月起，MSCI 新兴市场指数及 MSCI 全球指数将正式纳入中国 A 股。其中计算机行业包含航天信息在内，仅 8 支股票纳入。从纳入 MSCI 的 222 支股票来看，市值中位数超过 500 亿，大部分股票是大盘蓝筹股，具有高股息率、分红稳定、估值与业绩匹配等特点。市场预期计算机行业相关优质个股被纳入 MSCI 指数，有望受到全球资本的重点关注。

公司主营业务包括三大产业板块：金税及企业市场业务、物联网技术及应用业务、金融科技及服务业务。公司是国家“金税工程”、“金卡工程”和“金盾工程”的主要承担者之一。

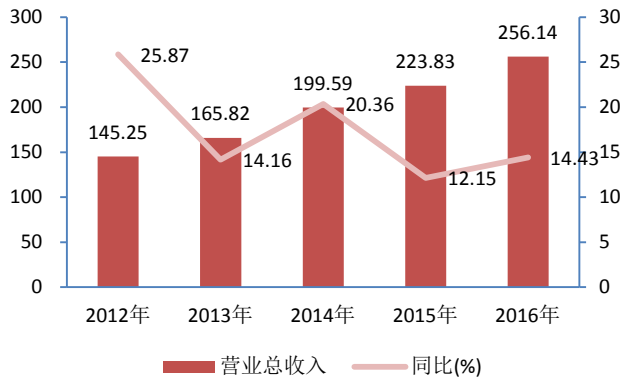
- 金税及企业市场业务：公司在“金税工程”增值税防伪税控系统 & 增值税系统升级版的建设工作中，发展了公司的金税业务，如防伪税控核心业务产品、防伪税控增值产品、普通发票综合管理系统、电子发票系统等税务领域产品；同时开展了财务一体化系统等企业增值产品。
- 物联网技术及应用业务：公司在“金卡工程”和“金盾工程”建设中，主要进行智能 IC 卡、RFID 电子标签及其读写终端、存储服务器等硬件产品的研发，同时提供了针对公安、交通、粮食、电子政务、食品药品监管、出入境大通关、跨境电商服务平台等行业解决方案。
- 金融科技及服务业务：主要包括金融支付业务、金融征信业务和其他金融解决方案服务。

图 1：公司业务框架

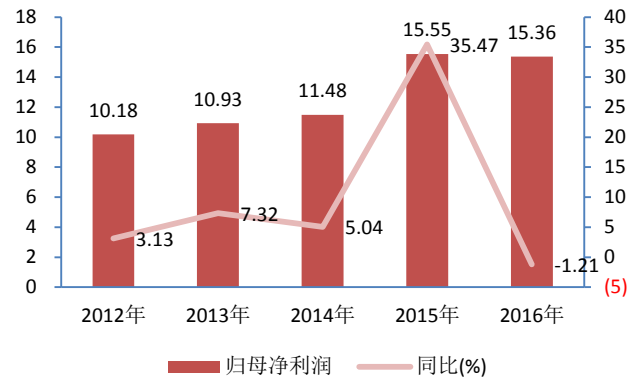


数据来源：公司公告、西南证券整理

公司作为“金税工程”的承担者和国家许可的防伪税控设备提供商，在金税建设和营改增政策中持续受益。2012-2016年这5年的公司营收年复合增长率达到15%，归母净利润的年复合增长率约11%。

图2：航天信息营业收入（亿元）及增速


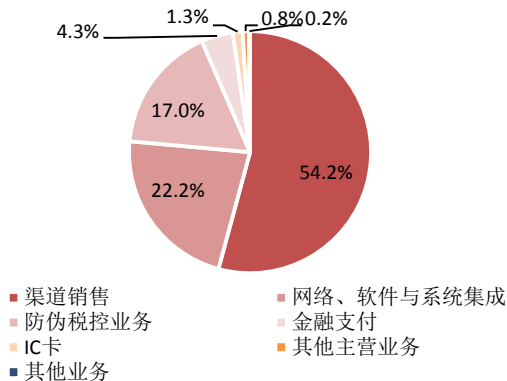
数据来源：公司公告、西南证券整理

图3：航天信息归母净利润（亿元）及增速


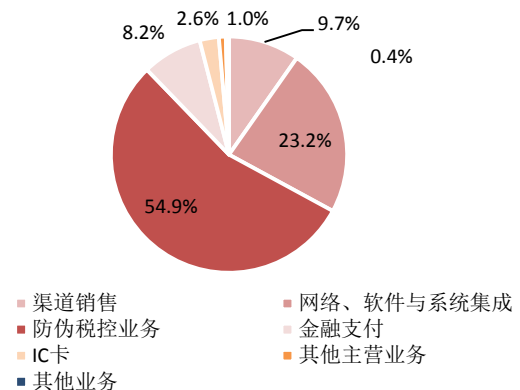
数据来源：公司公告、西南证券整理

从2016年的公司收入构成来看，公司的渠道销售业务占比最高，在2016年营收中占比超半，该项业务是公司充分利用上百家分子公司和万余员工这一覆盖全国的销售服务体系，代理分销非专用电脑、打印机及其他电子设备。公司的网络、软件与系统集成业务居次，贡献了22.2%的收入。公司防伪税控业务收入占比17%，2016年防伪税控业务收入43.61亿元，同比下降7.96%，主要系2015年增值税防伪税控系统及相关设备销量激增，2016年恢复常态，销量有所减少所致。金融电子支付业务收入占比4.3%，2016年实现收入10.89亿元，同比增长124.96%，主要得益于公司加快金融科技产业链布局，银行POS机具、收单支付业务规模扩大，以及通过新并购航信德利信息系统（上海）有限公司，进一步增强金融电子支付业务实力。

从毛利润贡献来看，公司毛利润最大贡献来源是金税业务，贡献率高达54.9%。其次是网络、软件与系统集成业务，贡献了23.2%的毛利润。公司收入贡献最高的渠道销售业务毛利润贡献排第三，由于行业竞争激烈，毛利率依然维持在较低水平，在总体毛利润中仅贡献了9.7个百分点。接下来的金融支付业务、IC卡业务分别贡献了8.2%和2.6%。

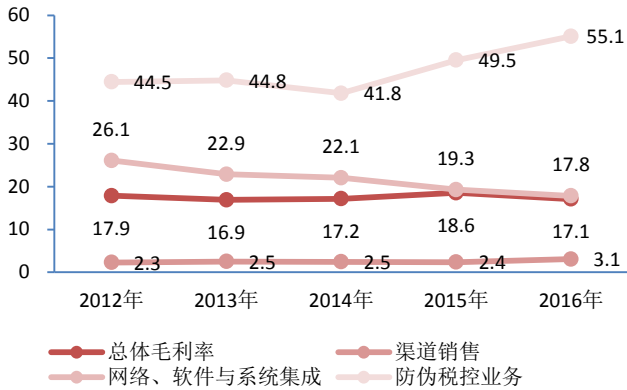
图4：公司2016年营业收入结构情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

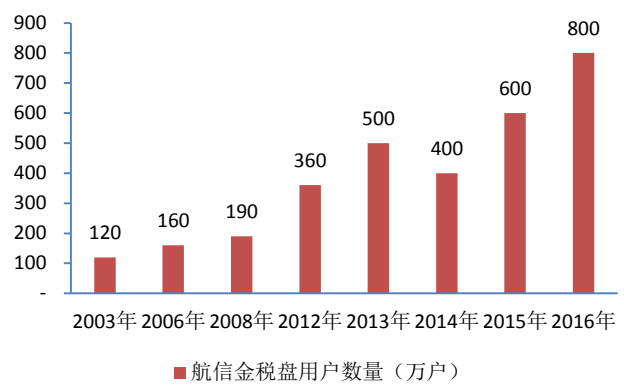
图5：公司2016年毛利润结构情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

2016年，防伪税控业务加大降本增效，在价格上比上年优势明显，因此在收入整体降低的情况下，毛利率比上年提高5.25个百分点；由于行业内竞争激烈，网络、软件与系统集成业务毛利率略微下滑1.5个百分点，变动较小；公司进行渠道资源整合，提高议价能力，渠道销售毛利率提升至3.07%，较上年提升0.69个百分点。整体毛利率减少1.35个百分点。

图6：航天信息毛利率 (%)


数据来源：公司年报，西南证券整理

图7：公司税控设备用户数


数据来源：公司年报，西南证券整理

2017年第一季度，公司实现营收54.87亿，同比增长32.71%，主要系公司利用自身覆盖全国的服务体系，加强体系融合、渠道资源整合，使渠道销售和系统集成业务收入增加所致；实现归母净利润3.96亿，同比增长7.33%，主要系公司营业规模扩大所致。

2 税控龙头将迎阵阵春风，电子发票联手电商巨头

2.1 营改增政策收官在即，小微或成市场新主力

税控设备是税务部门强制要求企业公司安装的，专门用来监督企业公司的、用于发票开具、领取、作废时使用的嵌入式产品，同时可以有效监督企业公司申报纳税情况。税控设备体系下有两种设备，分别是金税盘和税控盘。公司目前销售的金税盘产品是税务部门指定的开具增值税发票的两款必备设备之一，税控盘则是总参三部旗下、以旋极信息为代表公司的产品，目前的税控设备市场基本呈现航信的金税盘和旋极的税控盘双足鼎立的局面。

营业税改增值税政策是近年来税控行业的有力驱动因素。营改增政策给税控设备行业和公司带来了多方面的显著利好。

- 2015年国税局推行“卡改盘”。金税盘的唯一供应商是航天信息，升级政策推动公司老用户更新盘，金税盘销量显著激增。
- 2012年启动的营改增政策将大量营业税纳税人带入增值税系统，增值税税控设备市场扩容明显。2016年营改增进入收尾阶段，由试点城市推广至全国，由部分行业推广至所有，政府预计纳入增值税的新增用户高达1100万户，迎来了营改增用户的最大放量，其中包括四大行业约300万的一般纳税人用户。截止2016年年底，税控设备的用户存量已达1200万户。
- 起征点以下小规模纳税人免征期即将结束，2018年2000余万户小微企业，有望接入防伪税控系统。

图 8：营改增政策给税控设备市场用户数产生的增量


数据来源：公司公告、政府统计数据、西南证券整理

国家发改委7月4日印发通知，从8月1日起，下调增值税税控系统产品及服务费。政策对金税盘和税控盘的零售单价下调力度大，调整价约是原价的41%，而年服务费的下调力度相对较小，调整价是原价的85%。

表 1：增值税税控系统产品及维护服务价格调价明细

调价事项	具体项目	原价	降价后价格
一、降低税控系统产品价格	USB 金税盘零售价格	490 元/个	200 元/个
	TCG-01 税控盘	490 元/个	200 元/个
	TCG-02 报税盘	230 元/个	100 元/个
二、降低维护服务价格	第一套设备技术服务费	330 元/户/年	280 元/户/年
	第二套设备技术服务费	从第二套起减半收取技术服务费用	

数据来源：国家发改委官网、西南证券整理

小规模纳税人免税期限将至，鉴于历史经验——2015年8月财政部发布的《关于继续执行小微企业增值税和营业税政策的通知》，小规模纳税人是继续延期享受免税政策，还是按照《通知》规定——于2018年纳入税控系统，将于近期内给出政策指导。同时，鉴于历史上三次利好纳税人的降价降标降税政策公布后，都伴随着税控市场的用户大规模放量（如表2所示），此次调价或成国税局为2018年起征点以下的小规模纳税人接入增值税税控设备的明显信号。2000万户小微企业一旦接入，税控行业将迎来新一轮的增量爆发。

表 2：历史上三次降价降标降税政策都是用户放量的前兆

时间	政策	政策内容	对税控市场的影响
2006年	“一机多票”规定	加强对普通发票的管理，在不增加一般纳税人负担的前提下，对防伪税控系统功能进行拓展，像专用发票一样，将一般纳税人开具普通发票纳入防伪税控系统管理。	降标和管理办法的推进意味着国家希望把更多的企业纳入到一般纳税人来管理，此政策后续产生近160万户一般纳税人的用户增量。
2009年	增值税改革	将小规模纳税人税率调至3%，同时调低小规模纳税人认定标准为工业企业年销售额50万，商业销售额80万。	此举给航天信息带来约50%的用户超额增长。
2013年	营改增政策开始推行	以前缴纳营业税的应税项目改成缴纳增值税，增值税只对产品或者服务的增值部分纳税，减少了重复纳税的环节，减税力度显著。	2012-2016年，营改增政策平均每年给航天信息带来110万的用户增量。

数据来源：西南证券整理

2.2 称霸金税市场频受益，坐等小微入税大发展

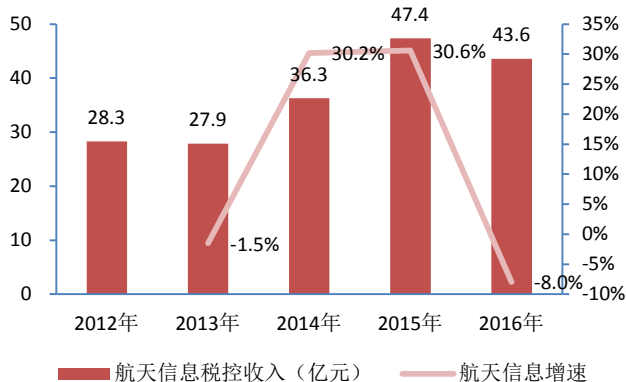
作为我国税务信息化领域的龙头企业，公司是国家“金税工程”的主要承担者之一，承建了增值税防伪税控系统和增值税系统升级版的建设。公司从成立之初即从事“增值税防伪税控系统”的研发、生产、销售和服务工作，已形成了硬件产品研发生产--核心芯片设计--应用软件开发--系统集成服务--产品销售--用户服务的完整产业链结构。公司在金税领域的主要产品包括防伪税控核心业务产品、防伪税控增值产品、普通发票综合管理系统、电子发票系统等约百种系统解决方案及软硬件产品。公司税控产业中的主打产品金税盘由国家统一定价，公司负责面向全国的销售组织工作，并按照国家规定每年度向用户收取设备服务费。

从用户增速角度来看，如图 7 所示，2012 年营改增政策执行之前，公司税控设备用户保持每年 30-40 万户的增长。2012 年营改增政策的颁布和试点的逐渐推广，公司用户基数出现了爆发式增长，年增量高达百余万。随着 2014 年营改增大幕的正式拉开，市场存量用户得到进一步的爆发增长。然而公司金税盘用户在 2014 年当年出现下滑，是由于 2014 年 9 月金税盘、税控盘两套税控系统打通，总参产品侵占市场所致。经过 2014 年的行业洗牌，公司税控业务迅速企稳，并保持高速增长，2014-2016 年，均维持每年 200 万户左右的增速，截止 2016 年底，公司在税控领域拥有的用户资源已经超过 800 万户，总体市场占有率达近 70%，在一般纳税人部分市占率高达 80%。

从营收增速角度来看。2015 年升级版增值税系统的全国推广带动金税盘老客户集体升级系统，金税盘年销量大幅度提升至 634.3 万个（与用户口径不一致，是由于企业用户普遍存在一户多盘的现象），税控业务收入增速维持在 30.6%。2016 年公司金税盘销售恢复常态，公司金税盘实现销售 332.58 万个，同比下降 48.00%，由于纳税用户的逐渐消化，以及公司用户基数逐年扩大，驱动公司税控业务的增长因素由新用户的设备购置费用逐渐转为年服务费收入的提升，因此相对 2015 年高企的税控收入，2016 年税控收入只略微下跌，增速为-8%。

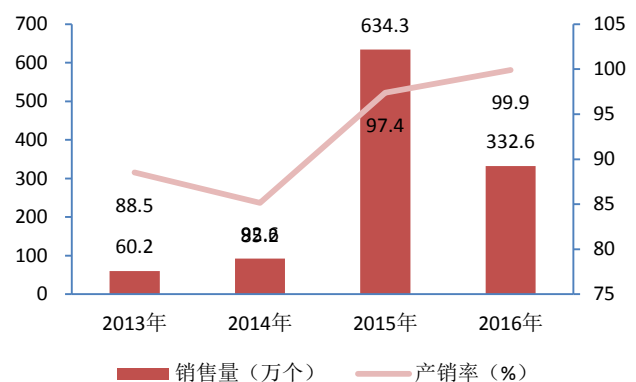
公司防伪税控产品始终采用以销定产的方式，在产销率方面，2016 年，公司增值税防伪税控金税盘产销率为 99.92%，同比小幅上升。2013-2016 年的平均产销率达到了 92.8%，维持在十分良好的水平。

图 9：公司税控业务营业收入及增速



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 10：公司金税盘与金税卡销量总和及产销率



数据来源：公司公告、西南证券整理

我们将航信每年的税控营收分为三个部分。（为简化预测，在此假设每个用户都只拥有 1 套税控设备。）

- 1) 第一部分税控营收：上年底公司存量用户中，今年不更新金税盘的用户，今年缴纳年服务费 280 元。
- 2) 第二部分税控营收：上年底公司存量用户中，今年更新金税盘的用户，今年一次性缴纳年服务费 280 元+金税盘更新价 230 元。
- 3) 第三部分税控营收：该年新增用户来源分为自然增长的用户和政策驱动进入市场的用户，今年一次性缴纳的年服务费 280 元+金税盘零售价 200 元。

2016 年底，航信的用户存量为 800 万户。公司今年上半年预计涿州生产总基地的金税盘产量是 160 万套，由于季节性，上半年产量一般比下半年小，我们保守估计公司今年的金税盘产量为 330 万套，2013-2016 年平均年产销率 92.8%，保守假设 17 年产销率为 90%，航信今年销量为 297 万套。由于一户多套以及纳税用户的更新（倒闭与创建）等原因，年销量略大于年用户增量，因此假设航信 2017 年新增用户为 200 万户。2017 年底航信的用户存量预计为 1000 万户左右。

一般税控设备的使用年限为 3-5 年，假设金税盘更换周期为 5 年，由于 2015 年才实行“卡换盘”政策，因此预计 2018 年内有换盘需求的用户占比较小，暂且忽略。由于公司服务费续费率一般在 85%-90%之间，保守假设 2018 年续费率为 85%，则税控营收的第一部分是 24 亿元；第二部分收入暂且忽略。

2018 年 1 月 1 日，按照政策要求，起征点以下的小规模纳税人纳入税控市场。政府预计该部分小规模纳税人共 2000 余万户。鉴于仍存在纳税政策延期执行的风险，我们分情景进行预测。

- A. 如果政策 18 年初顺利实施，假设 2018 年 2000 万户的小规模纳税人只放量二分之一，则 2018 年政策驱动市场增量用户为 1000 万户。同时每年市场自然增长 200 万户，则 2018 年市场增长 1200 万户，按照公司 2/3 的市场份额计算，公司 2018 年可增长 800 万户，第三部分税控营收为 38.4 亿元。三部分营收加总后，我们预计航信 2018 年的税控部分营收为 62.4 亿元，相比 2016 年税控部分 43.6 亿元的营收，将增长约 43.1%，2016-2018 年的年复合增长率为 19.6%。
- B. 如果政策延后实施，则市场用户增量只有自然增长的 200 万户。按照公司 2/3 的市场份额计算，公司 2018 年可增长 133.3 万户，第三部分税控营收为 6.4 亿元。三部分营收加总后，我们预计航信 2018 年的税控部分营收为 30.4 亿元，相比 2016 年税控部分 43.6 亿元的营收，将下降约 30%。

按照以往政策颁布时点估计，如国家有延后纳税意向，则政策应于近几月颁布。而 7 月初税控设备调价政策的颁布，为 2018 年小规模纳税人纳税政策的落地保驾护航的可能性较大，因此我们认为 2018 年纳税政策落地是大概率事件。同时由于假设中一户 1 套的假设，低于历史均值，因此公司未来两年的业绩情况将好于预测。

2.3 大象起舞合作网商，电票布局日臻完善

增值税电子普通发票（以下简称电子发票），是指通过增值税发票系统升级版开具、上传，通过电子发票服务平台查询、下载的电子增值税普通发票。2015 年下半年，电子发票配套政策逐渐落地，国税总局发布公告 2015 年 84 号文，正式规定电子发票从试点到全国推

广，并明确电子发票的法律效力、基本用途和基本使用规定等与税务机关监制的增值税普通发票相同。

2016 年是电子发票的爆发元年，推行电子发票被明确写入国家“十三五”规划纲要。2016 年 4 月 1 日起，联通、电信、移动在宁波试点电子发票，并预计今年年中左右三家运营商全国上线，届时运营商不再提供纸质发票。

目前国税总局要求税务系统实现“一个系统两个覆盖”，“一个系统”，即增值税发票系统升级版：“两个覆盖”，即覆盖所有增值税纳税人（包括一般纳税人、小规模纳税人），覆盖所有发票（包括增值税专用发票和普通发票）。纳税人通过金税盘或税控盘的单机版或服务器版开具电子发票。电子发票适合电商、电信、快递、公用事业、商场超市等行业，解决了物流、存储负担，显著提升了财务效率。

目前公司电子发票的盈利模式有两种：向大企业销售服务器版税控开票系统和针对大体量企业，如京东等电商，提供定制化解决方案。未来市场期望以单张电子发票收费为主流盈利模式，目前仍处于免费开具电子发票卡位阶段。

作为我国首批电子发票项目的承建商与研制单位，公司的电子发票解决方案已规模使用，航天信息电子发票已率先覆盖全国的 36 个省直辖市，服务企业开出电子发票超过 11 亿份。服务企业达 1000 万户，市占率高达 70%，在服务商中位列第一。2016 年，公司完成了安徽、江西、山西等省及宁波等 14 个地区的电子税务局建设，市场占有率超过 30%。

航天信息电子发票云服务平台——51 发票平台，基于“全国平台+省级平台”两级模式，为企业提供统一的电子发票开具、查询、下载、交付等服务。公司已经成功为京东商城、一号店、天猫超市、苏宁、华为、中国移动、中国银联等知名企业客户提供电子发票服务。

表 3：公司 51 发票平台的卓越性能

性能	数据	性能	数据
支持企业用户数	300 万户	年开票处理能力	10 亿张以上
峰值发票处理能力	5000 张/分钟	发票查验峰值处理能力	10000 张/分钟
单个电子发票 PDF 文件	小于 120KB	电子发票的 WEB 网页响应时间	30 秒以内

数据来源：公司官网、西南证券整理

2016 年，公司与京东集团共同出资成立大象慧云信息技术有限公司，公司持有大象慧云 42% 的股权。大象慧云依托于航天信息在电子发票及发票管理全业务解决方案的技术优势，以及京东集团在电子发票应用领域及大数据方面成熟的运营经验，立足于全国的大中小企业和个人消费者，从电子发票增值业务、电子发票业务拓展、“互联网+税务大数据”创新服务这三个方面进行深度的开拓。同时大象慧云拥有腾讯、金蝶、大账房、优识云创等有力的合作伙伴，公司将以 51 电子发票服务平台为基础，形成自有手机 APP、第三方应用、标准 API 或 SDK、客户端 C/S、网页 B/S 五大产品线，实现与金蝶、用友、大账房等的服务对接，从而推出完整高效的电子发票增值服务流程。目前大象慧云已加入微信电子发票解决方案，借助微信的平台，势必会加速税务大数据的发展与应用。

2017 年，宁波成为国家税务总局推行商超领域电子发票的试点地区之一，三江购物俱乐部有限公司（以下简称为三江购物）被选为试点企业。2 月 23 日，通过税企互动，三江购物联合公司顺利解决了预付卡销售不再开具发票的自动判断等技术难题，全国首个超市电子发票平台成功上线。在电子发票领导者航天信息的带动下，电子发票在越来越多的行业得以落地应用。

3 RFID 成关键，物联网大有可为

RFID 即射频识别，俗称电子标签，是一种非接触式的自动识别技术，是物联网产业中较为成熟的技术。根据国际物促会数据，国内 RFID 产业的市场规模 2015 年已达到 389.5 亿元，预计 2016 年将达 542.7 亿元，增速高达 39.33%，有很广阔的上升空间。

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，涉及公安、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。

公司作为国内物联网及智能卡和 RFID 领域综合实力最强的企业之一，相继实施了国家、省部级多个千万级大型集成项目，连续十年荣获“年度 RFID 世界行业年度评选”大奖。2016 年，确立了体系化发展的整体思路。航天信息生产基地位于河北涿州，占地约 260 亩，厂房使用面积 17000 余平方米，生产基地现有员工 500 余人，拥有 RFID 电子标签生产线、接触卡生产线、非接触卡生产线、个人化生产线、电装生产线及终端机具生产线。公司成立了射频技术研究所，拥有 RFID 分析实验室和 RFID 终端系统模拟实验室，设有 RFID 博士后流动站，设有国家级专家队伍，目前正承担国家重大技术课题。2016 年，航天信息进一步加强了物联网、智能卡、RFID 射频识别领域的产品研发力度，特别是在大型智能化设备的整体技术上实现了突破，打破了对国外技术的依赖。

4 外延布局完毕，金融支付多点发力增幅明显

根据中国人民银行发布的数据，2016 年，全国共办理非现金支付业务 1,251.11 亿笔，金额 3,687.24 万亿元，同比分别增长 32.6%和 6.9%。2016 年，非银行支付机构累计发生网络支付业务 1,639.02 亿笔，金额 99.27 万亿元，同比分别增长 99.53%和 100.65%。总体看，2016 年，我国非现金支付业务继续保持增长态势，非银机构的网络支付业务则实现了快速增长。

公司金融电子支付及服务业务主要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。2014 年初，公司收购了金融 IC 卡领域的深圳德诚信用咭制造有限公司和 POS 领域的北京捷文科技股份有限公司，开始金融支付的初步布局。2016 年公司成功并购德利多富 WINCOR 公司的中国业务，金融科技产业链布局基本完成。2016 年公司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。

金融电子支付业务规模和覆盖区域持续扩大。截止 2016 年底，公司累计服务商户约 42 万户，累计服务 POS 终端总数约 50 万台。2016 年，公司实现金融 IC 卡销量 5,954 万张，同比增长 170.64%。公司代理收单业务覆盖 34 个省、自治区、直辖市等，较 2015 年增加 12 个，覆盖率大幅提升。同时，2016 年公司新增 POS 专业化服务用户约 22.4 万户。

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 一般纳税人保持每年 200-300 万户的自然增长, 同时, 国内起征点以下的小规模纳税人纳入增值税系统政策 18 年顺利落地;

假设 2: 与京东合作的电子发票业务进展顺利;

假设 3: 渠道分销业务的毛利不低于 3%。

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
渠道销售	收入	13,886.6	16,664.0	19,163.6	20,888.3
	增速	35.4%	20.0%	15.0%	9.0%
	毛利率	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
网络、软件与系统集成	收入	5,694.6	5,979.3	6,577.2	7,235.0
	增速	1.8%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%
增值税防伪税控系统及相关设备	收入	4,360.9	4,666.2	5,739.4	6,313.3
	增速	-8.0%	7.0%	23.0%	10.0%
	毛利率	55.1%	50.0%	50.0%	50.0%
金融支付	收入	1,089.1	1,960.3	2,744.4	3,842.2
	增速	125.0%	80.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	33.1%	36.0%	36.0%	36.0%
IC 卡	收入	330.5	347.1	364.4	382.6
	增速	2.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	34.7%	35.0%	40.0%	40.0%
其他主营业务	收入	214.0	214.0	235.4	270.7
	增速	-76.5%	0.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	19.4%	28.0%	28.0%	28.0%
其他业务	收入	38.1	41.9	50.3	60.3
	增速	-52.2%	10.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	49.0%	66.0%	66.0%	66.0%
合计	收入	25613.78	29872.67	34874.67	38992.4
	增速	14.43%	16.63%	16.74%	11.81%
	毛利率	17.1%	16.2%	16.9%	17.3%

数据来源: 公司公告、西南证券

预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 15.04%, 归母净利润年复合增速为 15.77%, EPS 分别为 0.88 元、1.10 元、1.28 元, 对应的 PE 分别为 21 倍、17 倍、14 倍。考虑到公司是国内金税系统龙头, 是金税业务的直接受益标的, 但是由于公司金税业务市场占比较大, 目前已经处于稳定期, 因此给予公司 2017 年 25 倍 PE, 对应目标价为 22 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

6 风险提示

- 起征点以下的小规模纳税人纳入增值税系统或政策延迟或推行受阻；
- 并购企业业绩实现或不及承诺，后续业务或推进乏力；
- 电子发票落地或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25613.78	29872.67	34874.67	38992.40	净利润	2208.96	2358.59	2933.65	3427.62
营业成本	21233.25	25031.99	28994.17	32234.07	折旧与摊销	180.39	139.73	139.73	139.73
营业税金及附加	85.15	99.31	115.93	129.62	财务费用	7.94	8.52	-13.19	-47.33
销售费用	527.43	615.12	718.12	802.91	资产减值损失	36.15	35.00	35.00	35.00
管理费用	1167.25	1427.14	1661.88	1846.15	经营营运资本变动	1274.64	-342.24	141.93	128.82
财务费用	7.94	8.52	-13.19	-47.33	其他	-721.74	-64.75	-38.42	-47.19
资产减值损失	36.15	35.00	35.00	35.00	经营活动现金流净额	2986.34	2134.85	3198.70	3636.64
投资收益	14.73	10.00	10.00	10.00	资本支出	-616.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1804.09	-90.00	-90.00	-90.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2420.77	-90.00	-90.00	-90.00
营业利润	2571.35	2665.59	3372.75	4001.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	199.05	241.06	247.60	237.33	长期借款	-42.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2770.40	2906.65	3620.35	4239.30	股权融资	924.20	0.00	0.00	0.00
所得税	561.44	548.06	686.70	811.68	支付股利	-470.94	-307.19	-328.00	-407.97
净利润	2208.96	2358.59	2933.65	3427.62	其他	-1463.00	-484.41	23.19	57.33
少数股东损益	673.02	718.61	893.82	1044.32	筹资活动现金流净额	-1051.74	-791.59	-304.80	-350.64
归属母公司股东净利润	1535.94	1639.98	2039.84	2383.30	现金流量净额	-486.78	1253.25	2803.90	3196.01
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	8613.33	9866.59	12670.49	15866.49	成长能力				
应收和预付款项	2592.65	3038.42	3544.10	3952.17	销售收入增长率	14.43%	16.63%	16.74%	11.81%
存货	997.90	1210.18	1404.42	1570.83	营业利润增长率	15.13%	3.67%	26.53%	18.66%
其他流动资产	98.22	114.55	133.74	149.53	净利润增长率	3.24%	6.77%	24.38%	16.84%
长期股权投资	25.99	25.99	25.99	25.99	EBITDA 增长率	15.66%	1.96%	24.36%	17.01%
投资性房地产	258.74	258.74	258.74	258.74	获利能力				
固定资产和在建工程	1146.31	1071.78	997.25	922.73	毛利率	17.10%	16.20%	16.86%	17.33%
无形资产和开发支出	1213.00	1150.97	1088.95	1026.92	三费率	6.65%	6.87%	6.79%	6.67%
其他非流动资产	2812.98	2909.80	3006.63	3103.46	净利率	8.62%	7.90%	8.41%	8.79%
资产总计	17759.11	19647.02	23130.30	26876.84	ROE	20.01%	18.65%	19.24%	18.76%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.44%	12.00%	12.68%	12.75%
应付和预收款项	3983.92	4196.04	4959.08	5590.45	ROIC	49.66%	49.73%	56.88%	64.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.77%	9.42%	10.03%	10.50%
其他负债	2737.51	2805.64	2920.23	3015.75	营运能力				
负债合计	6721.44	7001.68	7879.30	8606.19	总资产周转率	1.59	1.60	1.63	1.56
股本	1846.81	1862.85	1862.85	1862.85	固定资产周转率	25.23	30.87	39.05	47.63
资本公积	216.12	200.08	200.08	200.08	应收账款周转率	19.97	20.32	20.37	19.92
留存收益	6688.24	8021.04	9732.88	11708.21	存货周转率	22.80	21.35	21.18	20.77
归属母公司股东权益	9194.92	10083.97	11795.81	13771.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.09%	—	—	—
少数股东权益	1842.76	2561.37	3455.19	4499.51	资本结构				
股东权益合计	11037.68	12645.34	15250.99	18270.65	资产负债率	37.85%	35.64%	34.06%	32.02%
负债和股东权益合计	17759.11	19647.02	23130.30	26876.84	带息债务/总负债	30.95%	29.71%	26.40%	24.17%
					流动比率	2.68	2.93	3.10	3.34
					速动比率	2.46	2.68	2.86	3.10
					股利支付率	30.66%	18.73%	16.08%	17.12%
					每股指标				
					每股收益	0.82	0.88	1.10	1.28
					每股净资产	5.93	6.79	8.19	9.81
					每股经营现金	1.60	1.15	1.72	1.95
					每股股利	0.25	0.16	0.18	0.22
业绩和估值指标									
EBITDA	2759.68	2813.84	3499.28	4094.37					
PE	22.32	20.90	16.80	14.38					
PB	3.11	2.71	2.25	1.88					
PS	1.34	1.15	0.98	0.88					
EV/EBITDA	8.67	8.11	5.70	4.06					
股息率	1.37%	0.90%	0.96%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn