

航天信息 (600271)

证券研究报告

2018 年 06 月 14 日

税控领域龙头企业，助力金融业务加速成长

税控领域龙头企业，丰富客户资源铸就核心竞争力

目前公司增值税税控系统业务占整体营收虽然只有约 20%，仅次于渠道销售和系统集成，但却是公司毛利的首要贡献因素。截止至 2017 年底，公司税控设备用户数超过 1000 万，公司产品市场占比约为 80%。另一方面，公司销售渠道和体系覆盖全国，企业资质完备，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。与此同时，公司长期经营积累了千万级别用户规模，庞大税控数据为后续增值服务奠定坚实基础。

供应链金融加速发展，公司打造金融平台卡位精准

融资难是当前我国中小企业面临的典型问题之一，需求缺口十分明显。中国中小企业协会数据统计显示，至 2017 年 9 月我国中小企业约为 2400 万户，其中约 700 万户在各级商业银行里有贷款余额，无法从商业银行获得贷款的中小微企业约有 1700 万户。针对中小企业融资难的迫切问题，近年来多项扶持政策纷纷出台。

公司提前布局企业征信业务，打造“财税数据-征信-信贷”完整闭环，财务数据依托公司增值税税控系统和电子发票业务获取；征信依托爱信诺征信公司；信贷依托诺诺金服和“爱税贷”及“爱税融”实现海量数据变现。公司在信用信贷产业链中属于企业征信数据服务商，主要依托于其所覆盖的千万级别企业用户以及自身所拥有的发票数据优势，旗下爱税融、诺诺和大象慧云三大平台为之奠定了坚实基础。

税控业务 18 年有望触底，金融业务将迎来业绩放量

从公司历年防伪税控收入来看，每次降价周期均伴随国家增值税推广政策，降价有利于新客户的拓展，有助于提升税控设备的渗透率，由此服务费用不降反升。我们认为，降价对税控业务 18 年影响更大，但是会员制服务有望形成对冲，整体有望 18 年触底，19 年开始回升。金融业务空间大，未来几年有望迎来业绩放量。2020 年客户渗透率有望达 5%，放贷额有望达 1650 亿元，对应最低服务费用约为 16.5 亿元，费率上行后服务费收入有望超过 40 亿。考虑业务极强的规模效应，对利润增厚将非常明显。

给予“买入”评级。公司作为拥有千万规模企业用户的普惠金融领军企业，多年以来积累了丰富的客户资源与税控数据，在目前供应链金融呈加速的行业背景下，公司打造的互联网金融平台有望为未来业绩放量奠定坚实基础，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.87/1.02/1.23 元，给予 2018 年 40 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：税控政策调控风险，金融助贷业务推进不及预期

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	25.97 元
目标价格	34.80 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,862.85
流通 A 股股本(百万股)	1,846.81
A 股总市值(百万元)	48,378.26
流通 A 股市值(百万元)	47,961.71
每股净资产(元)	5.56
资产负债率(%)	36.23
一年内最高/最低(元)	27.73/17.99

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25,613.78	29,754.49	33,400.05	38,310.05	44,720.06
增长率(%)	14.43	16.17	12.25	14.70	16.73
EBITDA(百万元)	2,740.53	3,095.00	3,254.75	3,802.25	4,578.86
净利润(百万元)	1,535.94	1,556.57	1,614.48	1,892.74	2,287.69
增长率(%)	(1.21)	1.34	3.72	17.24	20.87
EPS(元/股)	0.82	0.84	0.87	1.02	1.23
市盈率(P/E)	31.50	31.08	29.97	25.56	21.15
市净率(P/B)	5.26	4.72	4.16	3.58	3.06
市销率(P/S)	1.89	1.63	1.45	1.26	1.08
EV/EBITDA	10.63	10.05	12.38	9.02	7.53

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 税控领域龙头企业，丰富客户资源铸就核心竞争力	4
2. 供应链金融加速发展，公司打造金融平台卡位精准	6
2.1. 我国中小企业融资需求缺口巨大，政策扶持力度加强	6
2.2. 三位一体，提前布局中小微企业金融服务	7
2.3. 金融业务加速发展，三大平台提供有力支撑	9
3. 税控业务 18 年有望触底，金融业务将迎来业绩放量	10
4. 盈利预测及估值	12
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：公司主营业务框架	4
图 2：公司的金税盘和保税盘产品	4
图 3：2017 年公司营收结构	4
图 4：2017 年公司毛利结构	4
图 5：公司增值税电子发票全国占有率约 80%	5
图 6：公司在全国各地机构分布示意图	5
图 7：2015-2017 年公司企业用户数量统计（单位：万）	6
图 8：公司税务行业大数据解决方案总体框架	6
图 9：2017 年我国中小企业融资需求状况统计	6
图 10：2016-2022 年中国电子发票收入预测（单位：亿元）	8
图 11：公司电子发票解决方案覆盖范围广泛	8
图 12：爱信诺征信报告样板	8
图 13：“诺诺网”旗下三大平台	8
图 14：“爱税融”信用融资平台	8
图 15：“爱税融”融资产品示意图	9
图 16：诺诺金服业务流程	9
图 17：公司与京东共同设立“大象慧云”	10
图 18：2012-2018Q1 公司营收及增速统计（单位：亿元）	10
图 19：2012-2018Q1 公司净利润及增速统计（单位：亿元）	10
图 20：诺诺金服放款额超过 80 亿	11
图 21：公司收入拆分（单位：百万）	12
图 22：可比公司估值	13

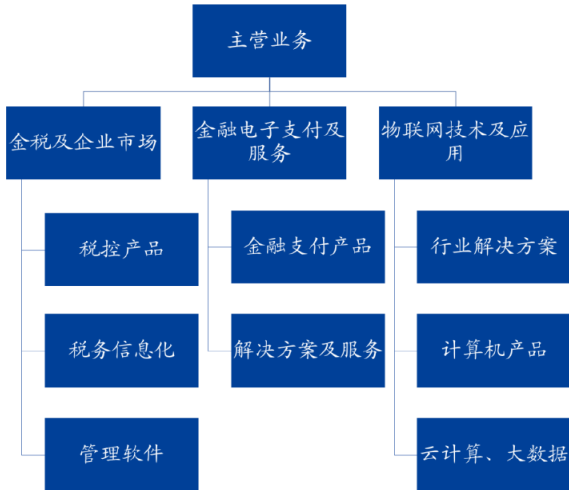
表 1：增值税税控系统服务商为双寡头竞争格局	4
表 2：近年来普惠金融相关扶持政策及事件	7

表 3：历史税控产品及服务费用调价政策统计11

1. 税控领域龙头企业，丰富客户资源铸就核心竞争力

聚焦增值税防伪税控系统业务，在税控领域市占率领先。目前公司增值税税控系统业务占比整体营收虽然只有约 20%，仅次于渠道销售和系统集成，但却是公司毛利的首要贡献因素。截止至 2017 年底，公司税控设备用户数超过 1000 万，公司产品在 market 占比约为 80%。

图 1：公司主营业务框架



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司的金税盘和保税盘产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

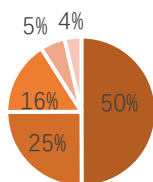
表 1：增值税税控系统服务商为双寡头竞争格局

税控设备	服务商
增值税发票管理新系统金税盘（白盘）	北京航天金税技术有限公司 北京爱信诺航天科技有限公司
增值税发票管理新系统税控盘（黑盘）	北京百旺金赋科技有限公司 北京安平泰道科技发展有限公司 北京海康立方信息技术有限公司
非升级版税控收款机	北京中联网信技术有限公司 北京中兴通软件科技股份有限公司 北京航天金税技术有限公司
北京国税办税软件	北京中联恒利科技有限公司
网上办税服务厅	北京中联恒利科技有限公司
网上纳税申报系统 2.0	北京中联恒利科技有限公司 北京中兴通软件科技股份有限公司

资料来源：北京国税，天风证券研究所

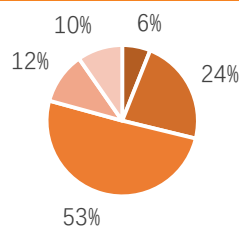
图 3：2017 年公司营收结构

图 4：2017 年公司毛利结构



- 渠道销售
- 网络、软件与系统集成
- 税控系统及相关设备
- 金融支付
- 其他

资料来源：2017 年年报，天风证券研究所



- 渠道销售
- 网络、软件与系统集成
- 税控系统及相关设备
- 金融支付
- 其他

资料来源：2017 年年报，天风证券研究所

图 5：公司增值税电子发票全国占有率约 80%



资料来源：《财经时代》，天风证券研究所

销售渠道和体系覆盖全国，企业资质完备。经过十余年的发展，公司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。航天信息拥有自己的核心技术和创新团队，通过了 ISO9000 质量管理体系认证、ISO14000 环境体系认证、CMMI5 级评估等，具备计算机系统集成一级资质、安全技术防范一级资质、专项工程设计甲级资质以及国家密码产品开发生产许可资质等，承担了“金税工程”、“金盾工程”、“金卡工程”等国家重点工程，是国家大型信息化工程和电子政务领域的主力军。

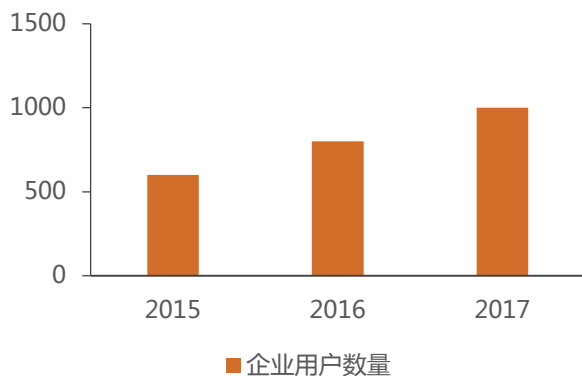
图 6：公司在全国各地机构分布示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

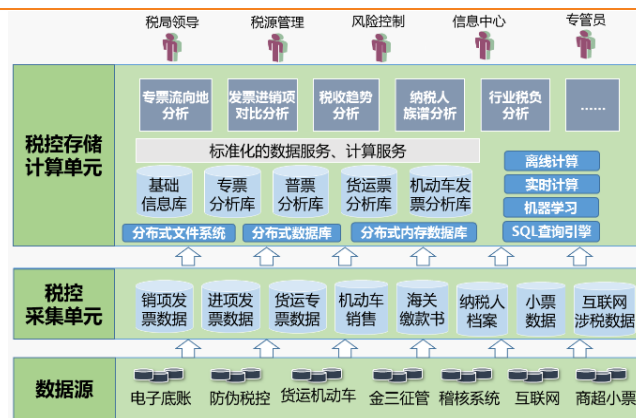
积累千万级别用户规模，庞大税控数据为后续增值服务奠定坚实基础。随着“营改增”于 2013 年在全国普及推广，交通运输、电信业、建筑业、房地产也、金融业以及生活服务业也在近年来逐步纳入体系，相应增值税纳税群体数量规模得以大幅提升。与此同时，公司税控业务企业用户数量也迎来快速增长，在 2015 至 2017 年期间，其数量由 600 万增长至超过 1000 万，庞大的用户规模及相应的税控数据为公司拓展销售渠道和增值服务提供了卡位和先发优势。

图 7：2015-2017 年公司企业用户数量统计（单位：万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司税务行业大数据解决方案总体框架



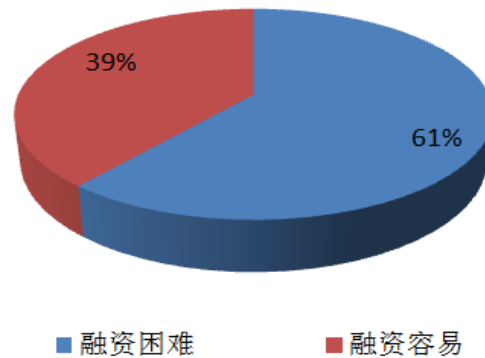
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 供应链金融加速发展，公司打造金融平台卡位精准

2.1. 我国中小企业融资需求缺口巨大，政策扶持力度加强

融资难是当前我国中小企业面临的典型问题之一，需求缺口十分明显。中国中小企业协会数据统计显示，至 2017 年 9 月我国中小企业约为 2400 万户，其中约 700 万户在各级商业银行里有贷款余额，无法从商业银行获得贷款的中小微企业约有 1700 万户。财科院问卷调查显示，61%的企业认为融资困难，中小企业融资成本比大型企业平均高出 1.5%。与资金雄厚的大型企业相比，中小企业无论在融资渠道、融资成本还是信贷支持方面，长期处于劣势地位，整体融资需求缺口巨大。

图 9：2017 年我国中小企业融资需求状况统计



资料来源：财科院，天风证券研究所

中小企业融资难问题迫在眉睫，当前普惠金融政策力度加强。针对中小企业融资难的迫切问题，近年来多项扶持政策纷纷出台，其中在十九大报告中就明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力”的总体要求，有关部委在《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》中指出，到 2020 年基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系，培育约 100 家全球供应链领先企业。普惠金融相关政策在 2018 年扶持力度明显加强，在 3 月《政府工作报告》强调改革完善金融服务体系后，国务院常务会议决定设立国家融资担保基金，其首期募资不低于 600 亿元，今后三年累计可支持相关担保贷款有望达 5000 亿元。

表 2：近年来普惠金融相关扶持政策及事件

时间	相关文件及事件
2013 年 8 月	《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》
2014 年 5 月	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（新国九条）
2017 年 9 月	《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》
2017 年 10 月	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》
2018 年 3 月	国务院常务会议决定设立国家融资担保基金，其首期募资不低于 600 亿元，今后三年累计可支持相关担保贷款有望达 5000 亿元

资料来源：新华社，天风证券研究所

2.2. 三位一体，提前布局中小微企业金融服务

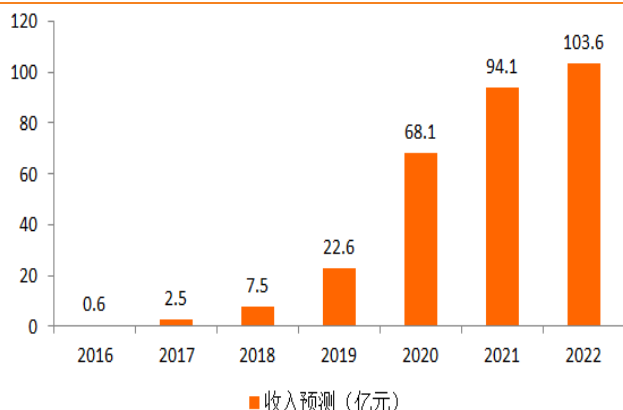
提前布局企业征信业务，打造“财税数据-征信-信贷”完整闭环。公司于 2015 年布局企业征信业务（爱信诺），以诺诺金服为重要财税数据变现入口。2015 年 11 月公司设立全资子公司爱信诺征信公司，目前已形成“爱税融”（与各大商业银行合作为中小企业提供信用融资）、“爱税查”（为银行、小贷公司等提供企业征信报告，一旦授信成功，被授信企业需向爱信诺支付征信服务费）、“爱税贷”（与城商行、农商行合作推出信用贷产品）三大产品线，2015 年 5 月诺诺金服正式上线，2017 年 12 月公司对“诺诺服务”、“诺诺金服”以及“诺诺商城”进行打包整合，设立“诺诺网络”，从而在互联网金融业务上形成“财税数据-征信-信贷”完整闭环，具体体现为：

1) 财务数据依托公司增值税税控系统和电子发票业务获取；

电子发票未来市场空间广阔，公司业务进入推广期。电子发票的使用群体主要是在线网购平台（京东、淘宝等），《第 41 次中国互联网络发展状况统计报告》数据显示，截至 2017 年 12 月，我国网民规模达 7.72 亿，全年共计新增网民 4074 万人，增长率为 5.6%。按每月人均购物 1 次计算，网络购物电子发票年开票次数在 92 亿次以上，而综合通讯运营商、银联等大规模票据商家规模，电子发票年均开票次数可达到百亿次以上。公司在 2017 年便开始涉足起征点以下的客户，一方面向其他企业提供发票从而使更多企业进入公司生态，另一方面公司为企业提供电子发票开具通道，不断强化用户体验，电子发票解决方案覆盖

全国。根据 2017 年报显示，2017 年，公司 51 发票平台注册用户已超过 50 万户，电子发票开票张数超过 13 亿份，稳居市场前列。

图 10：2016-2022 年中国电子发票收入预测（单位：亿元）



资料来源：中国互联网信息中心，天风证券研究所

图 11：公司电子发票解决方案覆盖范围广泛



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2) 征信依托爱信诺征信公司；

聚焦企业征信业务，定位于从事大数据企业征信业务的互联网公司。爱信诺征信基于航天信息多年来在电子政务、电子商务方面所积累的业务资源、数据资源、渠道服务资源，依托企业征信公共服务平台，组建企业信用承诺联盟，向全社会提供公共领域、商务领域和信贷领域的信用服务，以及开展垂直电商和普惠金融等信用关联业务。其主体业务主要包括：**商业信用服务、信贷信用服务、公共信用服务、信用关联服务。**

图 12：爱信诺征信报告样板



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3) 信贷依托诺诺金服和“爱税贷”及“爱税融”实现海量数据变现。

诺诺金服打造融资理财平台，“爱税贷”与“爱税融”助力信贷信用服务。作为公司重点打造的互联网金融平台之一，诺诺金服主要为企业提供综合性融资理财服务，该平台充分利用公司长期积累的财税和供应链等数据，通过与金融机构的紧密合作，向中小微企业提供融资理财服务。“爱税贷”与“爱税融”则由爱信诺征信统一搭建，其中前者是公司独立自主研发的信贷信用产品，向符合授信条件的企业提供授信业务，后者是公司独立运营的专业企业信用融资服务平台，在该平台下汇集各类银行信用贷款产品。

图 13：“诺诺网”旗下三大平台

图 14：“爱税融”信用融资平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3. 金融业务加速发展，三大平台提供有力支撑

公司在信用信贷产业链中属于企业征信数据服务商，即基于发票数据的信用贷款提供助贷产品，主要依托于其所覆盖的千万级别企业用户以及自身所拥有的发票数据优势，旗下三大平台功不可没：

1) 爱税融银税互动信用融资平台

该平台由公司独立运营，汇集各类银行信用贷款产品，在银税互动框架协议下，利用税务数据辅助企业高效申办融资，目前该平台已开通 17 个网点，合作银行包括：华夏银行、光大银行、中国邮政储蓄银行、乌鲁木齐银行、恒丰银行、郑州银行等。由于该平台能够为产业链中各方（企业、银行、税务、运营单位）提供有效服务，还具有低成本、高效率、高安全性等特点，目前已在全国多个省市地区进行推广。

图 15：“爱税融”融资产品示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2) 诺诺金服

该平台基于公司所积累的大量财税数据，为中小微企业提供综合性融资理财服务。企业在诺诺金服注册后，可以同时与多家银行申请授信业务，而公司与合作银行建立绿色信贷通道能够帮助小微企业获得快速审批。目前该平台旗下涵盖多家银行信贷产品，包括浦发银行、平安银行、兴业银行、广发银行、南京银行等。

图 16：诺诺金服业务流程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3) 大象慧云

于 2016 年由公司与京东集团共同出资成立，该平台依托公司在电子发票和发票管理领域的技术优势，同时借助京东在大数据应用领域的运营经验，打造税务大数据开发与应用、税务信息化业务以及“互联网+税务”三位一体的一站式服务模式。其主要产品模块有：批量查验、进项管理、报销管理、企业综合运营管理等。

图 17：公司与京东共同设立“大象慧云”



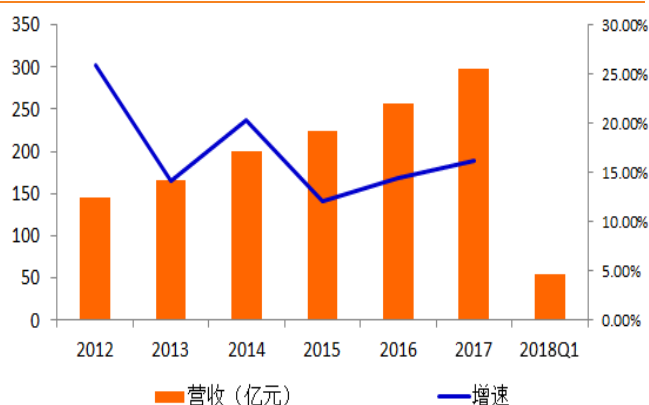
资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 税控业务 18 年有望触底，金融业务将迎来业绩放量

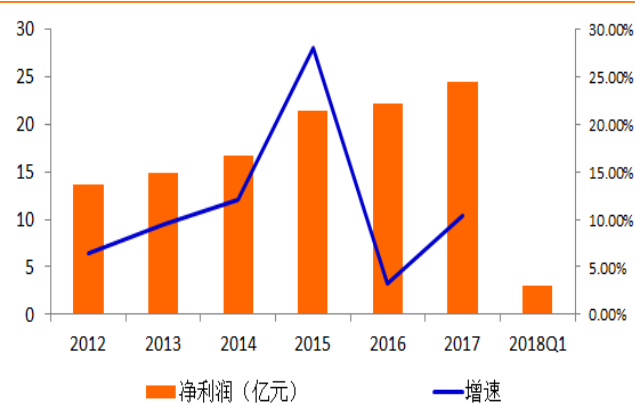
近年来公司业绩平稳增长，税控系统成为重要支撑。面对国家信息化建设的发展机遇，公司积极贯彻集团公司“大防务、大安全”的发展理念，依托航天的技术优势、人才优势和组织大型工程的丰富经验，重点聚焦 IT 民用领域，业务领域涉及政府及行业信息化，重点发展税务、政务、公安、交通、金融、广电、教育等行业的信息化市场，并积极拓展企业的信息化市场。在 2012-2018Q1 期间，公司营收和净利润规模均呈现平稳增长态势，其中，增值税防伪税控系统是对公司业绩贡献力度最大，2017 年，该业务平均毛利占比约为 53%，而系统集成业务毛利占比约为 24%，金融支付业务毛利则占比约为 12%。

图 18：2012-2018Q1 公司营收及增速统计（单位：亿元）

图 19：2012-2018Q1 公司净利润及增速统计（单位：亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

会员制服务对冲税控产品及服务费降价影响，18 年公司业绩有望触底。发改委在 2017 年 7 月发布《关于降低增值税税控系统产品及维护服务价格等有关问题的通知》，明确降低税控系统产品和服务费价格，即税控系统专用设备中 USB 金税盘零售价格由 490 元/个将至 200 元/个，报税盘零售价格由 230 元/个降至 100 元/个，服务费由每户每年每套 330 元降至 280 元。从历年防伪税控相关收入来看，每次降价周期均伴随国家增值税推广政策，在降价的同时有利于新客户的拓展，从而有助于提升税控设备的渗透率，由此服务费用不降反升。公司 2017 年年报数据显示，税控产品降价政策对公司相关设备销售影响约为 4 亿元，毛利率波动约为 2%。我们预计，降价对税控业务 18 年影响更大，但是会员制服务有望形成对冲，整体有望 18 年触底，19 年开始回升。

表 3：历史税控产品及服务费用调价政策统计

年份	降价相关文件
2009	《国家发展改革委关于降低增值税专用发票和防伪税控系统技术维护价格的通知》
2012	《国家发展改革委关于完善增值税税控系统收费政策的通知》
2014	《国家税务总局关于推行增值税发票系统升级版有关问题的通知》
2015	《国家税务总局关于全面推行增值税发票系统升级版有关问题的通知》 《国家税务总局关于合理安排有序推行增值税发票系统升级版有关问题的通知》
2017	《国家发展改革委关于降低增值税税控系统产品及维护服务价格等有关问题的通知》

资料来源: 国家发改委网站, 天风证券研究所

金融业务空间大，未来几年有望迎来业绩放量。公司 2017 年年报数据显示，当前客户数量超过 1000 万，诺诺金服官网显示现阶段放款额已超过 80 亿元。未来业务空间巨大，按照诺诺金服面向银行服务费最低为 1% 计算，假设公司业务快速推进 2020 年客户渗透率达 5% (按照平均每个商户 33 万贷款额测算，目前渗透率仅为千分之 2.4)，放贷额有望达 1650 亿元，对应相关服务费用约为 16.5 亿元。与此同时，我们预计服务费率存在上行空间，假设费率达到 2.5%，对应服务费收入有望超过 40 亿。考虑业务极强的规模效应，对上市公司的利润增厚将非常明显。

图 20：诺诺金服放款额超过 80 亿



资料来源: 诺诺金服官网, 天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们预计公司传统业务平稳增长, 税控业务 18 年触底, 19 年回升, 金融业务有望高速增长, 具体预测如下:

图 21: 公司收入拆分 (单位: 百万)

	2017	2018E	2019E	2020E
渠道销售				
收入	14865	16600	19500	22600
增长	7.0%	11.7%	17.5%	15.9%
占比	49.96%	49.70%	50.90%	50.54%
成本	14562	16260	19032	21922
毛利	303	340	468	678
毛利率	2.04%	2.05%	2.40%	3.0%
网络、软件与系统集成				
收入	7436	9000	10200	12500
增长	30.6%	21.0%	13.3%	22.5%
占比	24.99%	26.95%	26.62%	27.95%
成本	6292	7596	8568	10425
毛利	1144	1404	1632	2075
毛利率	15.4%	15.6%	16.0%	16.6%
税控系统及相关设备				
收入	4773	5300	6100	7100
增长	9.4%	11.0%	15.1%	16.4%
占比	16.04%	15.87%	15.92%	15.88%
成本	2236	2544	2867	3266
毛利	2537	2756	3233	3834
毛利率	53.16%	52.00%	53.0%	54.0%
金融支付				
收入	1599	1700	1810	1920

增长	46.8%	6.3%	6.5%	6.1%
占比	5.37%	5.09%	4.72%	4.29%
成本	1043	1105	1177	1248
毛利	556	595	634	672
毛利率	35%	35%	35%	35.0%
其他				
收入	1082	800	700	600
增长	85.7%	-26.1%	-12.5%	-14.3%
占比	3.6%	2.4%	1.8%	1.3%
成本	595	440	385	330
毛利	487	360	315	270
毛利率	45%	45%	45%	45%
合计				
收入	29755	33397	38162	44849
增长	29754	33400	38310	44720
成本	16.2%	12.3%	14.7%	16.7%
毛利	24997	27945	32029	37191
毛利率	4758	5455	6282	7529

资料来源：wind，天风证券研究所

公司作为拥有千万规模企业用户的普惠金融领军企业，多年以来积累了丰富的客户资源与税控数据，在目前供应链金融呈加速的行业背景下，公司打造的互联网金融平台有望为未来业绩放量奠定坚实基础，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.87/1.02/1.23 元，参考可比公司估值，2018 平均值为 44 倍，出于审慎性原则，给予公司 2018 年 40 倍 PE，目标价 34.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 22：可比公司估值

证券代码	公司名称	市值(亿元)	EPS		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E
600718.SH	东软集团	174	0.59	0.47	24	30
002065.SZ	东华软件	289	0.25	0.27	37	34
600588.SH	用友网络	452	0.42	0.59	57	40
300324.SZ	旋极信息	167	0.62	0.8	15	12
002368.SZ	太极股份	114	0.92	1.14	30	24
300226.SZ	上海钢联	90	1.11	1.37	51	41
002095.SZ	生意宝	96	0.39	1.14	98	33
平均值					44	31

资料来源：wind，天风证券研究所（数据为 2018/6/13 收盘数据，其中旋极信息为 wind 一致预期，其余为天风证券预测数据）

5. 风险提示

税控政策调控风险，金融助贷业务推进不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,613.33	10,025.61	9,442.03	16,239.27	17,704.72
应收账款	1,599.10	1,603.82	2,223.78	1,109.56	1,480.86
预付账款	747.81	665.37	1,516.17	769.04	1,784.08
存货	997.90	981.00	1,418.39	1,230.99	1,938.92
其他	343.96	2,386.59	2,343.68	2,482.42	2,467.47
流动资产合计	12,302.10	15,662.39	16,944.05	21,831.29	25,376.06
长期股权投资	25.99	53.67	53.67	53.67	53.67
固定资产	1,004.90	973.12	989.50	1,006.12	1,009.89
在建工程	141.41	115.33	105.20	111.12	96.67
无形资产	526.53	798.11	720.24	642.36	564.48
其他	3,758.18	1,898.43	2,341.66	2,652.88	2,286.54
非流动资产合计	5,457.01	3,838.66	4,210.27	4,466.15	4,011.26
资产总计	17,759.11	19,501.05	21,154.32	26,297.44	29,387.31
短期借款	0.00	19.07	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,211.86	2,242.04	1,880.60	3,238.34	2,780.68
其他	2,374.69	2,688.36	2,545.54	3,342.73	3,295.78
流动负债合计	4,586.55	4,949.47	4,426.14	6,581.07	6,076.46
长期借款	0.00	42.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2,080.39	2,158.19	2,077.84	2,105.47	2,113.84
其他	54.50	64.94	66.31	61.92	64.39
非流动负债合计	2,134.89	2,265.13	2,144.15	2,167.39	2,178.23
负债合计	6,721.44	7,214.60	6,570.30	8,748.46	8,254.69
少数股东权益	1,842.76	2,034.77	2,949.36	4,021.58	5,317.54
股本	1,846.81	1,862.85	1,862.85	1,862.85	1,862.85
资本公积	216.12	378.22	378.22	378.22	378.22
留存收益	6,904.36	8,157.32	9,771.81	11,664.55	13,952.23
其他	227.63	(146.71)	(378.22)	(378.22)	(378.22)
股东权益合计	11,037.68	12,286.45	14,584.02	17,548.98	21,132.62
负债和股东权益总	17,759.11	19,501.05	21,154.32	26,297.44	29,387.31

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,208.96	2,438.36	1,614.48	1,892.74	2,287.69
折旧摊销	180.39	221.95	131.63	135.33	138.56
财务费用	102.93	63.23	2.65	3.41	4.67
投资损失	(14.73)	(46.56)	(45.00)	(52.00)	(63.00)
营运资金变动	(1,644.52)	2,242.56	(2,826.99)	3,746.38	(2,207.94)
其它	2,153.31	(1,887.88)	914.59	1,072.22	1,295.96
经营活动现金流	2,986.34	3,031.65	(208.64)	6,798.08	1,455.93
资本支出	973.53	430.36	58.63	84.40	47.53
长期投资	0.20	27.68	0.00	0.00	0.00
其他	(3,394.51)	(1,015.45)	(73.63)	(112.40)	(34.53)
投资活动现金流	(2,420.77)	(557.41)	(15.00)	(28.00)	13.00
债权融资	2,122.54	2,219.37	2,091.92	2,124.25	2,124.82
股权融资	922.32	(24.24)	(221.83)	7.16	6.52
其他	(4,096.60)	(3,249.33)	(2,230.04)	(2,104.25)	(2,134.82)
筹资活动现金流	(1,051.74)	(1,054.21)	(359.94)	27.16	(3.48)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(486.17)	1,420.02	(583.58)	6,797.24	1,465.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,613.78	29,754.49	33,400.05	38,310.05	44,720.06
营业成本	21,233.25	24,998.19	27,944.74	32,028.54	37,191.05
营业税金及附加	85.15	93.18	104.59	119.97	140.04
营业费用	527.43	671.78	788.24	888.79	1,041.98
管理费用	1,167.25	1,199.32	1,402.80	1,570.71	1,878.24
财务费用	7.94	0.82	2.65	3.41	4.67
资产减值损失	36.15	83.66	81.55	87.12	91.44
公允价值变动收益	0.00	140.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.73	46.56	45.00	52.00	63.00
其他	(29.47)	(523.48)	(90.00)	(104.00)	(126.00)
营业利润	2,571.35	3,043.85	3,120.47	3,663.50	4,435.63
营业外收入	203.17	50.09	57.23	53.50	56.94
营业外支出	4.12	11.90	16.36	10.80	13.02
利润总额	2,770.40	3,082.03	3,161.35	3,706.20	4,479.55
所得税	561.44	643.68	632.27	741.24	895.91
净利润	2,208.96	2,438.36	2,529.08	2,964.96	3,583.64
少数股东损益	673.02	881.79	914.59	1,072.22	1,295.96
归属于母公司净利润	1,535.94	1,556.57	1,614.48	1,892.74	2,287.69
每股收益（元）	0.82	0.84	0.87	1.02	1.23

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	14.43%	16.17%	12.25%	14.70%	16.73%
营业利润	15.13%	18.38%	2.52%	17.40%	21.08%
归属于母公司净利润	-1.21%	1.34%	3.72%	17.24%	20.87%
获利能力					
毛利率	17.10%	15.99%	16.33%	16.40%	16.84%
净利率	6.00%	5.23%	4.83%	4.94%	5.12%
ROE	16.70%	15.18%	13.88%	13.99%	14.47%
ROIC	102.67%	163.29%	203.53%	82.91%	-619.79%
偿债能力					
资产负债率	37.85%	37.00%	31.06%	33.27%	28.09%
净负债率	-56.38%	-32.67%	-34.49%	-28.28%	-45.50%
流动比率	2.68	3.16	3.83	3.32	4.18
速动比率	2.46	2.97	3.51	3.13	3.86
营运能力					
应收账款周转率	16.92	18.58	17.45	22.99	34.53
存货周转率	29.02	30.07	27.84	28.92	28.22
总资产周转率	1.59	1.60	1.64	1.61	1.61
每股指标（元）					
每股收益	0.82	0.84	0.87	1.02	1.23
每股经营现金流	1.60	1.63	-0.11	3.65	0.78
每股净资产	4.94	5.50	6.25	7.26	8.49
估值比率					
市盈率	31.50	31.08	29.97	25.56	21.15
市净率	5.26	4.72	4.16	3.58	3.06
EV/EBITDA	10.63	10.05	12.38	9.02	7.53
EV/EBIT	11.29	10.74	12.90	9.35	7.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com