

证券研究报告—动态报告

信息技术

航天信息(600271)

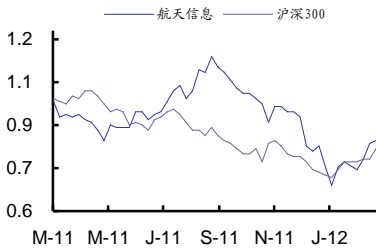
推荐

IT 硬件与设备

合理估值: 29 元 昨收盘: 22.47 元 (维持评级)

2012年02月28日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	923/923
总市值/流通(百万元)	20,749/20,749
上证综指/深圳成指	2,440/10,124
12个月最高/最低(元)	31.20/18.01

相关研究报告:

《航天信息-600271-金税业务增势良好, 新兴业务惊喜可期》——2010-09-28
《航天信息调研报告》——2008-11-20

证券分析师: 段迎晟

电话: 0755-82130761
E-MAIL: duanyingsheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120014

联系人: 高耀华

电话: 0755-88005321
E-MAIL: gaoyhua@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

增值税改革拓宽市场, 非税控业务推动增长

● 防伪税控系统仍保持较好增长, 增值税改革扩大市场空间

公司的防伪税控系统业务仍然保持较好的增长, 过去3年税控系统销量的CAGR超过15%。目前营业税向增值税转型的改革已经在上海试点, “十二五”期间将推向全国, 增值税改革将较大程度拓展公司的市场空间。

● 巨大的营销网络为业务多元化打下基础, 非税控业务保持较快增长

公司拥有下沉到县级、遍布全国的营销网络, 巨大的营销网络为公司拓展非税控业务打下基础。目前, 公司的非税控业务保持较快增长。

渠道销售保持较快增速, 依靠规模效应降低公司整体期间费用率; 公司具备系统集成一级资质, 金盾、金卡、华迪、金税等子公司及联营企业具备较强的系统集成能力, 有能力持续承接大型系统集成项目并实现增长。

公司在电子政务、公安系统等领域的软件收入也实现较快增长, 其中面向企业的ERP管理软件有基础版、标准版(A3、A6、A8)等满足不同需求的产品, 金税接口以及同税务系统的集成是其特有优势。

● 物联网、金融支付等新型业务拥有巨大的市场潜力

公司在IC卡领域经营多年, 在身份证、居住证、地铁票、高铁票、停车收费系统等领域有成熟的应用。随着公司行业及应用积累的增加, 将从标签制造商转向系统方案解决商。公司IC卡业务近两年不仅实现收入的高速增长, 而且毛利率大幅提高。公司在物联网、金融支付等领域拥有巨大的市场潜力。

● 风险提示

如果政策下调公司税控系统及服务的价格, 则对公司业绩影响较大。

● 增长可持续, 维持“推荐”评级

公司的防伪税控业务增长可持续, 软件和系统集成等非税控业务增长较快推动业绩, 物联网等新兴业务存在巨大的市场潜力, 来自于集团的新任董事长有望加集团信息化资产注入上市公司的进度。预计11/12/13年EPS 1.07/1.31/1.58元, 同比增长9%/22%/20%, 对应当前股价(22.47元)11-13年PE分别是21X、17X和14X; 公司有超过30亿现金, 现金占市值15%以上。基于公司可持续的增长和较低的估值, 维持公司“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7,491	9,451	11,637	14,824	18,660
(+/-%)	26.3%	26.2%	23.1%	27.4%	25.9%
净利润(百万元)	610	908	992	1213	1459
(+/-%)	10.3%	48.7%	9.2%	22.3%	20.3%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.98	1.07	1.31	1.58
EBITMargin	0.1%	0.1%	11.9%	11.4%	11.0%
净资产收益率(ROE)	17.6%	11.6%	21.2%	22.9%	24.2%
市盈率(PE)	41.6	22.85	20.9	17.1	14.2
EV/EBITDA	1.54	1.29	15.4	13.0	11.1
市净率(PB)	2.82	4.95	4.43	3.92	3.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

防伪税控系统仍保持较好增长

防伪税控系统仍保持较快增长

预计公司的增值税专用发票防伪税控卡 11 年销量约为 56 万套，过去 3 年复合增长率约达到 15%；其中 11 年的税控系统销量较 10 年增长约 7.7%，考虑 10 年约有 8 万套强制认定，所以防伪税控系统 11 年仍然保持较快增长。

考虑到国家以降低中小企业税负为目标的税制改革，未来增值税一般纳税人范围有望持续扩大，未来的增值税税制改革对公司都有正面的影响。

11 年 3Q 业绩下滑是一次性因素

公司 11 年前 3 季度实现净利润 7.45 亿，同比增长 1.2%；3 季度单季度实现净利润 2.08 亿元，较 10 年 3 季度的 3.26 亿元同比下降 36.1%。

公司单季度出现业绩下降有几个影响因素，但基本是一次性的：

➢ 11 年的增值税退税暂时没有返还，公司 10 年中报披露增值税退税为 2504 万元，预计前三季度至少为 3000 万，而 11 年则完全没有确认，预计增值税返还将在 12 年 1 季度确认；

➢ 防伪税控系统培训费用取消，由于培训费用自 2 季度取消，11 年培训收入全年受影响预计在 8000 万以上，而在现有渠道上培训的成本和费用极低，所以绝大部分都会体现到净利润；

➢ 10 年由于强制认定，税控系统的销售基数较高。由于 08 年底的增值税暂行条例将一般纳税人标准降低，09、10 年相继认定了较大数量的增值税一般纳税人，估计强制认定给公司 10 年带来的销量约有 8 万套左右，所以在 10 年高增长的基础上 11 年增速下降。

考虑到增值税退税将在后面的报表确认，而培训费用取消等因素是一次性因素，12 年以后对公司业绩的影响将减少，而公司的防伪税控系统销量仍保持了较快的增速，公司的传统业务仍保持可持续的增长。

增值税改革推向全国，长远看对公司意义较大

增值税改革已在上海实施，“十二五”期间将推向全国

经国务院批准，上海市从 2012 年 1 月 1 日起，在交通运输业和部分现代服务业中正式启动营业税转增值税改革试点。增值税改革的目的是，为了扶持现代服务业，而改革将直接增加航天信息的客户范围。

继上海市之后，北京市的“营业税改增值税”试点据媒体报道也已获批，并于 7 月 1 日起正式实施；此外，江苏、浙江、安徽、天津、深圳等地也在开始申请试点，预计“十二五”期间将推向全国。

试点对公司短期业绩贡献有限，长远看拓宽公司市场

由于短期内仅是个别省市的试点，而且在试点起初公司提供的税控系统收费较少，试点的税制改革对公司短期业绩贡献有限。

从长远来看，增值税改革将较大程度拓宽公司的市场。公司目前的增值税一般纳税人存量客户约有 300 万；改革带来的客户数量将在 100 万户以上。

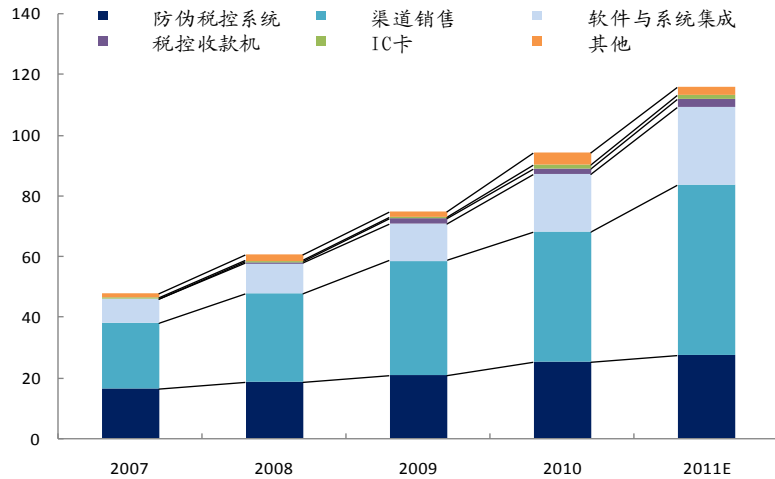
从目前上海的试点来看，市场将由总参和航天信息 2 家公司寡占，预计未来的新增市场结构也类似。

立足遍布全国的营销网络，非税控业务推动公司增长

软件和系统集成业务保持增长，金税集成是管理软件特色

在公司的收入结构中，非税控业务增长相对更快，软件和系统集成业务是公司增长的业务亮点，08年以来，软件收入实现了超过 25% 的复合增长率。

图 1：公司收入结构变化趋势（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

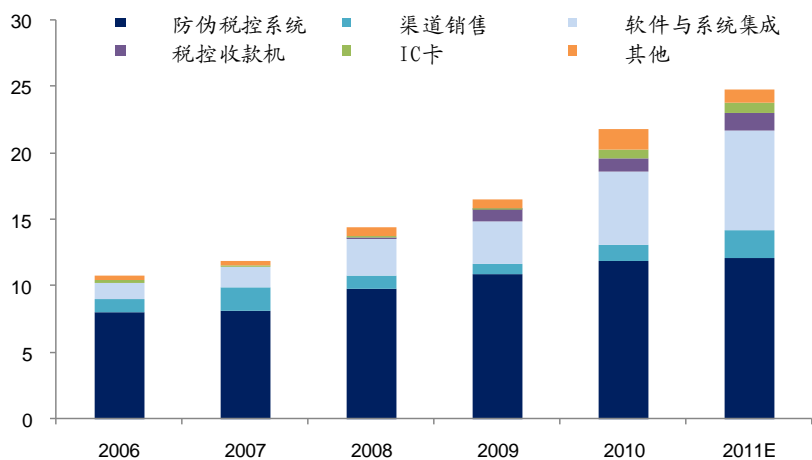
公司具备系统集成一级资质，子公司华迪、金盾以及联营企业金税公司都有很强的系统集成能力，公司有能力承接大型的系统集成项目，拓展非税控业务。

公司自 08 年自主开发管理软件并推向市场以来，实现了较快的增长；ERP 产品通过 A3、A6、A8 布局不同层次的客户，强大的金税系统集成是其管理软件的优势。

通过全国性的营销网络推广渠道销售，深入至县级的渠道是特有优势

公司开展防伪税控业务建立了深入到县级的营销网络，公司利用遍布全国的渠道，从 05 年开始进入分销业务，至 11 年约保持了 35% 复合增长率。

图 2：公司业务的毛利占比及变化趋势（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

虽然分销业务的毛利率只有 2%-5%，并且有一定波动；但是公司固有的期间费用

比较稳定，所以分销业务的增加将降低整体的费用率，增加公司的净利润。

从利润结构来看，虽然公司的税控收款机和 IC 卡业务目前收入占比仍较低，但是由于利润率比较高而且增速较快，这 2 部分新业务的毛利占比已接近 10%，成为推动公司增长的重要业务。

税控收款机和 IC 卡利润占比提升，前景广阔

税控收款机和开票器仍在起步阶段，市场广阔

相对于公司的防伪税控系统仅用于增值税一般纳税人；税控收款机可适用于营业税纳税人以及增值税小规模纳税人，市场空间非常大。

由于税控收款机业务推广仍在初期，目前全国各地政府都在先后进行招标，在已招标的项目中，公司的税控收款机中标量保持领先。该市场是充分竞争市场，其他竞争厂商包括浪潮齐鲁软件、青岛海信、深圳桑达、北京四通等；航天信息凭借在税务市场多年的积累、遍布全国的营销服务网络、先发的技术优势，在税控收款机的市场上仍保持领先。

由于网络开票的模式推广，公司同样开发并推出了网络开票器，开票器虽然单价较低，但是市场增长更快。

IC 从标签制造拓展到系统解决方案，布局未来海量的物联网市场

公司在 IC 卡领域经营多年并且有成熟的应用，包括地铁票、高铁票、身份证、居住证、高速公路停车收费系统等市场。

公司在标签制造上已经具备较强实力，现在逐渐拓展行业应用解决方案，从标签制造商拓展为 IC 卡应用的系统集成商。

公司已经成功拓展了一些行业方案，包括北京市烟花追溯系统、物流行业追溯方案等；10 年和 11 年上半年，公司的 IC 卡业务分别增长 288% 和 584%，实现了高速增长；而毛利率也提高到 10 年 46.2%、11 年上半年 58.7%。

在未来的未来发展中，IC 卡业务将占据重要地位，无论是物联网应用、还是金融支付的产品与方案，都将获的巨大的增长。

集团层面的领导上任有望加快公司资产注入的进度

2011 年 9 月公司原董事长刘振南先生辞职后，现任董事长于斌先生继任。于斌先生任中国航天科工集团公司总经理助理；由于于斌先生同时担任集团的领导，于斌先生的上任有望加快集团将相关信息化业务注入上市公司的进度。

税控业务持续增长，物联网等新兴业务潜力巨大，资产注入预期增加，维持“推荐”评级

公司的防伪税控业务增长可持续，营业税向增值税转型的改革全国推广将扩大公司市场规模；而税控收款机的推广也将为公司贡献业绩。

公司利用遍布全国的营销网络实现多元化业务，短期内渠道分销将贡献部分利润。公司具备一级系统集成资质，而且相关子公司及联营企业有能力承接大型的系统集成项目；公司的软件业务保持较快增长，金税、金盾、金卡有面向政府部门的信息化解方案。公司的管理软件保持较快增长，金税接口以及同税务系统的集成是特有的优势。

物联网及金融支付等新兴业务对公司的利润占比逐步提高,保持高速增长态势,公司的技术实力、先发优势、营销网络将有助于新兴业务未来的爆发。

公司新任董事长上任将有望加快集团信息化相关资产注入上市公司的预期。

我们预计 11-13 年公司 EPS 为 1.07/1.31/1.58, 同比分别增长 9.2%、22.3%和 20.3%, 对应当前股价 (22.58 元) 11-13 年的 PE 分别是 21 倍、17 倍和 14 倍。公司防伪税控业务增长可持续, 软件及系统集成业务快速增长, 而物联网等新兴业务有巨大潜力; 目前公司估值较低, 而且 30 多亿的现金占公司市值 15%以上; 基于公司的可持续增长和低估值, 维持公司“推荐”评级。

表1: 航天信息分产品预测

(单位: 百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
防伪税控系统	1873.52	2075.48	2508.52	2716.48	3317.00	4063.60
增长率	14.13%	10.78%	20.86%	8.29%	22.11%	22.51%
毛利率	52.39%	52.75%	47.49%	44.50%	44.10%	44.00%
其中: 防伪税控卡				784	980	1218
培训费				56	0	0
服务费				1116	1340	1620
配套设备				760	987	1201
防伪税控盘				0	10	25
渠道销售	2,904.11	3,769.37	4286.30	5619.40	7,305.22	9,350.68
增长率	35.72%	29.79%	13.71%	31.10%	30.00%	28.00%
毛利率	3.65%	2.10%	2.89%	3.8%	3%	3%
软件及系统集成	800.75	1,223.96	1885.11	2575.98	3,305.07	4,158.34
增长率	0.99%	52.85%	54.02%	36.65%	28.30%	25.82%
毛利率	28.78%	25.57%	29.30%	29.00%	30.00%	29.80%
税控收款机		174.10	196.97	254.78	333.00	433.00
增长率			13.14%	29.35%	30.70%	30.03%
毛利率		57.99%	46.18%	55.00%	53.00%	52.00%
IC卡	39.59	28.70	111.48	143.69	215.54	280.20
增长率	-8.11%	-27.52%	288.44%	28.90%	50.00%	30.00%
毛利率	25.44%	6.76%	46.18%	50.00%	45.00%	43.00%
其他	246.99	185.48	399.44	248.20	248.20	248.20
增长率	61.19%	-24.90%	115.35%	-37.86%	0.00%	0.00%
毛利率	26.87%	36.15%	39.25%	40.00%	35.00%	35.00%
合计	5,864.96	7,457.09	9,387.82	11,558.53	14,724.03	18,534.02
增长率	22.94%	27.15%	25.89%	23.12%	27.39%	25.88%
毛利率	23.8%	22.2%	23.1%	21.5%	20.6%	20.2%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所预测

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3745	4397	5103	6026	营业收入	9451	11637	14824	18660
应收款项	706	861	1097	1380	营业成本	7208	9139	11769	14894
存货净额	670	778	1004	1271	营业税金及附加	97	116	148	187
其他流动资产	216	268	341	429	销售费用	249	256	326	411
流动资产合计	5338	6304	7544	9107	管理费用	607	738	895	1125
固定资产	800	880	975	1027	财务费用	(30)	(102)	(119)	(139)
无形资产及其他	105	100	96	92	投资收益	9	0	0	0
投资性房地产	191	191	191	191	资产减值及公允价值变动	(42)	(25)	(30)	(30)
长期股权投资	66	66	66	66	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6499	7541	8871	10483	营业利润	1287	1463	1774	2153
短期借款及交易性金融负债	8	0	0	0	营业外净收支	104	20	40	30
应付款项	489	628	809	1025	利润总额	1391	1483	1814	2183
其他流动负债	1091	1371	1759	2227	所得税费用	231	223	272	327
流动负债合计	1588	1999	2568	3252	少数股东损益	252	269	329	396
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	908	992	1213	1459
其他长期负债	49	49	39	39					
长期负债合计	49	49	39	39	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1637	2048	2608	3291	净利润	908	992	1213	1459
少数股东权益	673	807	972	1170	资产减值准备	13	3	3	3
股东权益	4189	4685	5292	6022	折旧摊销	77	95	107	120
负债和股东权益总计	6499	7541	8871	10483	公允价值变动损失	42	25	30	30
					财务费用	(30)	(102)	(119)	(139)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(162)	108	29	47
每股收益	0.98	1.07	1.31	1.58	其它	127	131	162	195
每股红利	0.44	0.54	0.66	0.79	经营活动现金流	1005	1354	1543	1854
每股净资产	4.54	5.07	5.73	6.52	资本开支	(137)	(199)	(231)	(201)
ROIC	25%	37%	92%	109%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	22%	21%	23%	24%	投资活动现金流	(130)	(199)	(231)	(201)
毛利率	24%	21%	21%	20%	权益性融资	19	0	0	0
EBIT Margin	14%	12%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	13%	12%	12%	支付股利、利息	(404)	(496)	(606)	(730)
收入增长	26%	23%	27%	26%	其它融资现金流	419	(8)	0	0
净利润增长率	49%	9%	22%	20%	融资活动现金流	(371)	(504)	(606)	(730)
资产负债率	36%	38%	40%	43%	现金净变动	505	651	706	924
息率	1.9%	2.4%	2.9%	3.5%	货币资金的期初余额	3241	3745	4397	5103
P/E	22.9	20.9	17.1	14.2	货币资金的期末余额	3745	4397	5103	6026
P/B	5.0	4.4	3.9	3.4	企业自由现金流	855	1183	1338	1703
EV/EBITDA	16.4	15.4	13.0	11.1	权益自由现金流	1274	1261	1438	1821

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	技术分析	
		赵婧	021-60875168	闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	区瑞明	0755-82130678
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	黄道立	0755-82133397
岳鑫	0755-82130432			方焱	0755-82130648
周俊	0755-82136085				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
常伟	0755-82131528			秦波	010-66026317
机械		基础化工及石化		医药	
陈玲	0755-82130646	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
杨森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘勍	0755-82133400
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	0755-82133920
电力及公共事业		非银行金融		轻工	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565
		田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706
		童成墩	0755-82130513		
家电		建筑工程及建材		计算机及电子元器件	
王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390	段迎晟	0755-82130761
		刘萍	0755-82130678	高耀华	0755-88005321
		马彦	010-88005304	欧阳仕华	0755-82151833
纺织服装		食品饮料		新兴产业	
方军平	021-60933158	黄茂	0755-82138922	陈健	010-88005308
旅游		数量化投资产品		量化投资策略	
曾光	0755-82150809	焦健	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
钟潇	0755-82132098	周琦	0755-82133568	郑云	021-60875163
		邓岳	0755-82150533	毛甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
量化交易策略与技术		基金评价与研究			
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339		
黄志文	0755-82133928	康亢	010-66026337		
秦国文	0755-82133528	李腾	010-88005310		
张璐楠	0755-82130833-1379	刘洋	0755-82150566		
		潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		

国信证券机构销售团队

TITLE