

航天信息

电子发票业务前景光明，防伪税控业务经营向好

国务院发文推动电子发票推广

11月16日国务院办公厅发布关于促进内贸流通健康发展的若干意见提出要“加快推进电子发票应用，完善电子会计凭证报销，登记入账及归档保管等配套措施”。我们认为在政府的推动下2015年电子发票的商业模式将逐步清晰，电子发票会计凭证报销的完善将推动电子发票业务的快速落地。航天信息在电子发票领域优势地位明显，我们认为将最为受益于这一行业趋势。

防伪税控业务：预计经营向好，销量稳步提升

我们认为公司产品价格下降之后销量将会显著上升，营改增客户的放量将支撑公司未来2年的客户增长，我们预计2015年产品销售能够完全弥补降价带来的收入损失。我们认为有限的竞争会推动行业的发展，航天信息在增值税防伪税控和营改增市场的竞争优势地位很难被竞争对手撼动。

看好公司的企业平台价值，新增长点有望不断出现

我们认为公司依靠防伪税控业务积累的500多万企业客户具备非常明显的价值。航天信息能够通过税务数据、电子发票数据、财务数据进行大数据分析，提供如征信、线下支付等增值业务，我们认为航天信息未来1-2年新的盈利模式和增长点将不断出现。

估值：维持“买入”评级，上调目标价至30元

我们上调公司2014-16年盈利预测至1.28元/1.69元/2.00元，分别上调3.7%，0.7%和1.8%。根据瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC=8.7%），上调目标价至30元（原28.3元），对应2015年18倍PE，维持买入评级。

Equities

中国

计算机业

12个月评级 **买入**
 保持不变

12个月目标价 **Rmb30.00**
 之前: Rmb28.30

股价 **Rmb25.53**
路透代码: 600271.SS **彭博代码** 600271 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb25.65-17.51

市值 Rmb23.6十亿/US\$3.85十亿

已发行股本 923百万 (ORDA)

流通股比例 49%

日均成交量(千股) 17,756

日均成交额(Rmb 百万) Rmb428.2

普通股股东权益 (12/14E) Rmb6.60十亿

市净率 (12/14E) 3.6x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	1.23	1.28	3.69	1.41
12/15E	1.68	1.69	0.67	1.62
12/16E	1.97	2.00	1.76	1.96

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	11,540	14,525	16,582	18,731	21,345	24,313	26,879	29,504
息税前利润(UBS)	1,359	1,414	1,591	1,624	2,246	2,675	3,021	3,392
净利润 (UBS)	987	1,018	1,093	1,182	1,560	1,847	2,080	2,330
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.07	1.10	1.18	1.28	1.69	2.00	2.25	2.52
每股股息 (Rmb)	0.42	0.43	0.60	0.84	1.00	1.13	1.26	1.40
现金 / (净债务)	4,246	4,637	5,141	5,819	6,834	8,170	9,552	11,137
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	11.8	9.7	9.6	8.7	10.5	11.0	11.2	11.5
ROIC (EBIT) (%)	142.9	129.3	108.6	86.8	102.7	110.0	111.5	110.8
EV/EBITDA(core)x	13.9	8.2	6.5	10.5	7.5	6.1	5.2	4.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	23.9	15.9	13.8	19.9	15.1	12.8	11.3	10.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.7	6.5	6.8	5.0	7.4	9.3	9.9	11.3
净股息收益率(%)	1.6	2.5	3.7	3.3	3.9	4.4	4.9	5.5

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据2014年11月19日19时26分的股价(Rmb25.53)得出。

投资主题

航天信息

投资理由

航天信息是国有综合性软硬件一体化及 IT 解决方案提供商，公司的产品和服务覆盖全国约 500 万家企业客户。我们认为公司未来将受益于：（1）非税业务如金融支付和物联网业务的快速增长；（2）增值税防伪业务降价落地，2015 年开始恢复性增长；（3）并购战略逐步展开。我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 1.28 元、1.69 元和 2.00 元，根据瑞银 VCAM 贴现模型（WACC=8.7%），得到公司目标价 30.00 元，给予“买入”评级。我们 2014 年的 EPS 预测较市场低 7.3%，因为我们认为产品降价将给公司 14 年利润带来负面影响。我们 15-16 年盈利预测较市场高 5.8%/6.4%，因为我们认为营改增将使得公司的收入增速提升。

乐观情景

假设 2014 年公司防伪税控业务收入高于我们基准预期，同比上升 3.3%，则我们估算公司 2014 年 EPS 将上调至 1.32 元，较基准假设下高 3%，对应每股估值为 31.5 元。

悲观情景

假设 2014 年公司防伪税控业务收入下滑超过我们预期，同比下降 4.7%，则我们估算公司 2014 年 EPS 将下降至 1.24 元，较我们的基准假设低 3%，对应每股估值为 29.3 元。

近期催化剂

正面催化剂：

- （1）若电子发票试点范围扩大；
- （2）若营改增行业范围进一步扩大；
- （3）若营改增强制标准降低；
- （4）若签订大额系统集成订单；
- （5）若金融支付领域重要并购。

负面催化剂：

营改增新用户数或低于预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb30.00

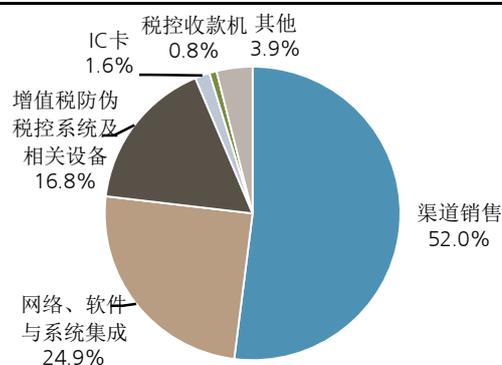
公司简介

公司成立于 2000 年，主营增值税防伪税控系统、税控收款机、IC 卡、财税软件、系统集成与渠道销售等业务，涉及税务、公安、交通、邮电、金融、保险、电信及城市公用事业等多个行业，承担了“金税工程”、“金卡工程”、“金盾工程”等国家重点工程。

行业展望

2013 年中国软件和信息技术服务业整体收入 3.06 万亿，同比增长 23.4%。我们预计行业 2013-2016 年收入的复合增速将达到 24%。大数据、云计算、移动计算等新技术成为未来推动行业发展的主要动力。

图表 1：2013 产品收入构成



来源：公司数据

图表 2：公司各产品毛利（百万元人民币）

（人民币 百万）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
渠道销售	179	216	244	270	295
网络/软件/集成	788	945	1,144	1,495	1,853
增值税防伪税控	1,258	1,249	1,252	1,318	1,476
IC 卡	109	108	116	218	301
税控收款机	67	71	56	56	56
其它	194	212	157	425	425
合计	2,594	2,801	2,970	3,783	4,407

来源：公司数据，瑞银证券估算

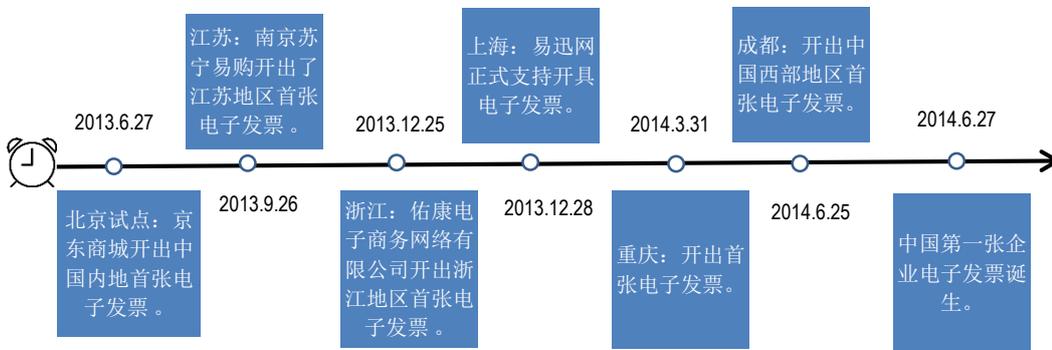
电子发票业务：

目前，我国电子发票目前正处于试点阶段，我们预计 2015 年电子发票将加快推广并且开始探索盈利模式，电子发票市场启动在即。

11 月 16 日国务院办公厅发布关于促进内贸流通健康发展的若干意见提出要“加快推进电子发票应用，完善电子会计凭证报销，登记入账及归档保管等配套措施”。我们认为在政府的推动下 2015 年电子发票的商业模式将逐步清晰，电子发票会计凭证报销的完善将推动电子发票业务的快速落地。航天信息在电子发票领域优势地位明显，在电子发票的试点阶段，航天信息拿下的试点城市是最多的，我们认为公司将最为受益于这一行业趋势。

2013 年 6 月 27 日，北京开始施行中国首个电子发票应用试点，并由东港股份联合京东商城开出我国第一张电子发票，标志着我国电子发票市场正式开启。在接下来的一年多的时间里，电子发票的发展速度超出市场预期。2013 年 12 月 25 日，国家发布《关于推广电子发票应用试点若干事项的公告》，肯定了北京电子发票应用试点实施的良好效果，决定在 2014 年进行应用试点到额推广。2014 年 2 月 24 日，四部委联合发布《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》，决定将电子发票的应用试点推广至上海市、重庆市、青岛市、深圳市、南京市、成都市、杭州市。在这一阶段的电子发票都是个人发票，无法实现报销，而这也成为电子发票进一步推广的一个制约因素。我们认为随着国务院促进内贸流通健康发展若干意见的提出，未来阻碍电子发票快速推广的障碍可能会消除。

图表 1: 中国电子发票推进进度



来源: 艾瑞咨询

图表 2: 中国电子发票发展大事件

时间	事件
2009.9	中国第一张网络发票在东莞地税局开出，其特点为：在线开具，相关数据、内容仍然为纸质发票形式。
2012.5	重庆、南京、杭州、深圳、青岛获批成为电子发票试点企业。
2012.7	国税总局发布《网络发票管理办法（征求意见稿）》，积极推广网络发票，并力争在 3 年内推广到全国。

2013.3	国家税务总局新出台《网络发票管理办法》4月1日起可试行电子发票，京东商城、一号店、易迅网、东方购物成为首批使用商家。
2013.6	北京试点启动：第1阶段是向个人消费者开具，第2阶段是向企业（单位）开具。
2013.6	中国第一张电子发票在北京由京东商城开出。
2013.12	上海试点启动：自营商品和个人消费可开具电子发票，暂不能成为企业报销凭证。
2013.12	《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》宣布将建立完善电子会计档案管理的相关制度，研究形成电子发票相关标准规范。
2014.1	保险业开出首张税务认证电子发票在太平洋人寿开出，是地税系统在金融保险行业签出的第一张可报销电子发票。
2014.1	自贸区7大涉税新政公布，将先行推广电子发票：将在自贸区电子商务平台企业中先行推广电子发票。
2014.6	中国开出第一张企业电子发票。

来源: 青岛市电子发票平台

中国电子发票规模：渗透率2%左右，未来空间很大

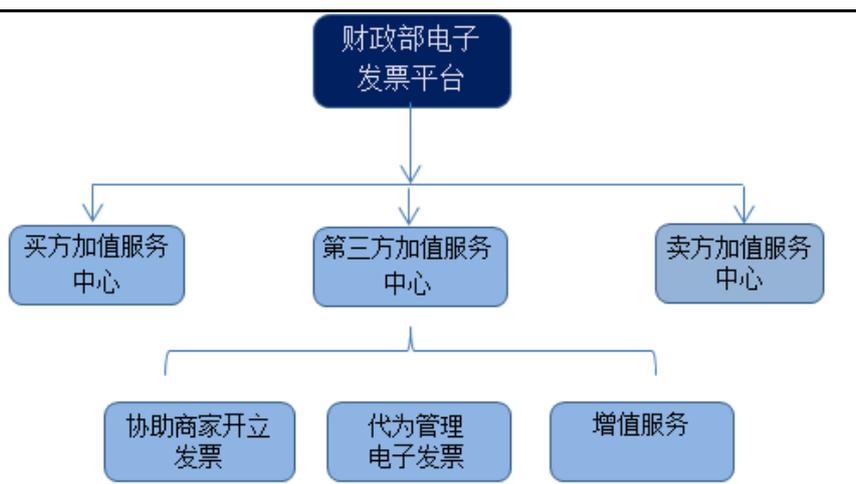
公开数据显示，现在全国每天开出的电子发票的数量共计400万份，据此估计的话2014年全国电子发票的数量大概在14.6亿张左右。根据国家税务总局征管科技司的数据，2012年全国普通发票的印制数量大概为400亿张，每年的增速在15%左右，我们预计2014年全国的普通发票的数量大概为690亿张。由此，目前我国电子发票的渗透率大概为2.1%。从电子发票发展较早的欧洲市场来看，目前，欧洲电子发票的平均渗透率大概在18%，其中发展较早的B2B/B2G/G2B市场电子发票的渗透率为20%，推广较晚的B2C市场电子发票的渗透率为13%。即使与全球的电子发票渗透率来比较的话，我国的电子发票的渗透率仍然是比较低的，2013年全球电子发票的渗透率大概在5%以上。未来我国电子发票成长空间很大。

电子发票业务的商业模式

台湾电子发票市场

我们认为中国的电子发票商业模式可能会采取台湾模式。在台湾地区，卖方、买方和独立第三方电子发票增值服务中心成为电子发票三种主要的运营模式。第三方的增值服务的内容主要包括电子发票的开具、打印、查询、作废以及基本资料维护等。

图表 6: 台湾电子发票运营的三种模式



来源: 瑞银证券

我们判断未来航天信息电子发票的商业模式可能有三类：（1）按开票张数收费；（2）按照用户数收费；（3）按照平台资源使用量收费。航天信息作为财政部电子发票平台的主要建设方和开票中心的承建方和运营方，我们预计收入将由两部分构成：（1）系统建设费用；（2）平台运营费用分成。在电子发票收费模式还未完全确定之前，我们的盈利预测暂时没有考虑电子发票业务的利润贡献。

防伪税控业务：稳步增长

我们对公司未来两年的税控设备销售量的预测比较乐观。我们认为在营改增的推动之下，航天信息的税控用户还会获得较快的增长。我们认为公司产品价格下降之后销量将会显著上升，营改增客户的放量将支撑公司未来 2 年的客户增长，我们预计 2015 年产品销售能够完全弥补降价带来的收入损失。服务收入受到产品降价的影响较小，我们认为增长速度将显著提升。我们对航天信息增值税防伪税控业务的收入预测如下：

图表 7: 航天信息增值税防伪税控业务收入预测

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
专用设备销售收入合计 (百万元)	675	921	893	923	947
增值税专用设备销量 (万台)	49.50	52.87	56.46	58.72	59.89
增速	10.0%	6.8%	6.8%	4.0%	2.0%
单价 (元)	1,000	720	720	720	720
合计 (百万元)	495	381	407	423	431
营改增专用设备销量 (万台)	25	75	68	69.53	71.61
增速	100.0%	200.0%	-10.0%	3.0%	3.0%
单价 (元)	720	720	720	720	720
-合计 (百万元)	180	540	486	501	516
服务收入合计 (百万元)	1,405	1,270	1,612	1,739	1,970
用户数 (万户)	475	602	726	855	986
收费用户渗透率	80%	57%	60%	55%	54%
服务费单价 (元)	370	370	370	370	370
配套产品收入 (百万元)	704	739	776	791	807
税控防伪业务总收入 (百万元)	2,783	2,930	3,281	3,454	3,724
同比增长	-0.1%	5.3%	12.0%	5.3%	7.8%

来源: 瑞银证券估算

关于竞争:

在营改增市场上, 总参目前主要还是交通运输行业的客户, 航天信息覆盖现代服务业, 邮政和电信行业。我们认为即使未来互联互通之后完全放开竞争, 对航天信息的负面影响也比较有限, 原因是: (1) 营改增扩容势必带来大量的增值税防伪用户, 市场增量明显; (2) 总参系统中的公司相对规模都较小, 而且按照区域划分, 航信在每个区域市场依然只面临一家竞争对手。航天信息有比较明显的先入优势和服务优势。

估值和盈利预测

我们认为 2014 年将是公司业绩的拐点, 2015 年开始公司将进入新的增长阶段。我们判断公司的金融支付业务、电子发票业务和物联网业务将相继发力, 推动公司业绩增速提升。

我们上调公司 2014-2016 年的 EPS 预测至 1.28 元/1.69 元/2.00 元, 分别上调 3.7%, 0.7% 和 1.8%。根据瑞银 VCAM 模型, 采用贴现现金流方法得出公司目标价为 30 元。维持“买入”评级。

图表 8: 航天信息 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	1,624	2,246	2,675	3,021	3,392	2,974	2,904	2,815	2,704	2,574
折旧及摊销*	197	267	356	432	498	558	584	610	636	662
资本支出	(498)	(564)	(640)	(705)	(771)	(744)	(746)	(746)	(742)	(735)
运营资本变动	(130)	(171)	(133)	(115)	(117)	(48)	(63)	(62)	(61)	(59)
所得税(营运)	(244)	(337)	(401)	(453)	(509)	(446)	(436)	(422)	(406)	(386)
其他	(64)	(78)	(89)	(77)	(79)	(44)	(44)	(44)	(43)	(42)
自由现金流	885	1,363	1,768	2,103	2,413	2,250	2,200	2,151	2,089	2,012
增长		54.0%	29.8%	18.9%	14.8%	-6.8%	-2.2%	-2.2%	-2.9%	-3.7%

估值	
明计现金流现值	18,189
期末价值(第20年)现值	4,183
企业价值	22,372
占永续价值百分比	19%
联营公司及其他	30
-少数股东权益	1,099
现金盈余**	5,187
-债务***	0
权益价值	26,490
已发行股数 [m]	923.4
每股权益价值 (Rmb/股)	28.70
权益成本	8.7%
股息收益率	4.0%
1年期目标价 (Rmb/股)	30.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	4.0%	3.0%	1.5%
息税前利润率	7.0%	4.5%	4.0%
资本支出/销售收入	2.0%	1.0%	1.0%
投资资本回报率	38.5%	28.9%	68.5%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	12.3x	8.9x	9.2x
企业价值 / 息税前利润	13.8x	10.0x	10.3x
自由现金流收益率	4.0%	6.1%	5.8%
市盈率(现值)	22.4x	17.0x	17.5x
市盈率(目标)	23.4x	17.8x	18.3x

加权平均资本成本	
无风险利	4.16%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.91
债务/权益比	0.1%
边际税率	25.0%
权益成本	8.7%
债务成本	5.9%
WACC	8.7%

期末假设值	
VCH(年数)	20
对应的自由现金流增长	-1.6%
回报率增幅	--
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.8x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

航天信息 (600271.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	11,540	14,525	16,582	18,731	13.0	21,345	14.0	24,313	26,879	29,504
毛利	2,477	2,594	2,801	2,970	6.0	3,783	27.4	4,407	4,949	5,503
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,458	1,515	1,692	1,821	7.7	2,513	38.0	3,031	3,453	3,890
折旧和摊销	(99)	(101)	(101)	(197)	95.4	(267)	35.9	(356)	(432)	(498)
息税前利润(UBS)	1,359	1,414	1,591	1,624	2.1	2,246	38.3	2,675	3,021	3,392
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	83	143	139	181	30.1	145	-19.6	155	162	169
净利息	53	43	58	49	-15.5	57	15.4	68	80	93
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,495	1,600	1,788	1,854	3.7	2,448	32.0	2,897	3,262	3,654
税项	(214)	(236)	(295)	(278)	5.7	(367)	-32.0	(435)	(489)	(548)
税后利润	1,282	1,364	1,493	1,576	5.6	2,081	32.0	2,463	2,773	3,106
优先股股息及少数股权	(295)	(346)	(401)	(394)	1.6	(520)	-32.0	(616)	(693)	(777)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	987	1,018	1,093	1,182	8.2	1,560	32.0	1,847	2,080	2,330
净利润(UBS)	987	1,018	1,093	1,182	8.2	1,560	32.0	1,847	2,080	2,330
税率(%)	14.3	14.7	16.5	15.0	-9.1	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	1.07	1.10	1.18	1.28	8.2	1.69	32.0	2.00	2.25	2.52
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.07	1.10	1.18	1.28	8.2	1.69	32.0	2.00	2.25	2.52
每股收益(UBS, 基本)	1.07	1.10	1.18	1.28	8.2	1.69	32.0	2.00	2.25	2.52
每股股息净值(Rmb)	0.42	0.43	0.60	0.84	40.8	1.00	18.4	1.13	1.26	1.40
每股账面价值	4.91	5.56	6.47	7.15	10.5	7.99	11.8	8.99	10.12	11.38
平均股数(稀释后)	923.40	923.40	923.40	923.40	0.0	923.40	0.0	923.40	923.40	923.40
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	4,246	4,637	5,141	5,819	13.2	6,834	17.4	8,170	9,552	11,137
其他流动资产	1,731	2,159	2,749	3,115	13.3	3,383	8.6	3,644	4,021	4,406
流动资产总额	5,977	6,796	7,891	8,934	13.2	10,217	14.4	11,814	13,573	15,543
有形固定资产净值	718	789	890	1,098	23.4	1,292	17.7	1,469	1,636	1,806
无形固定资产净值	136	176	207	300	44.9	403	34.3	509	615	719
投资/其他资产	140	160	174	174	0.0	174	0.0	174	174	174
总资产	6,972	7,920	9,161	10,505	14.7	12,085	15.0	13,966	15,997	18,241
应付账款和其他短期负债	1,655	1,936	2,224	2,544	14.4	2,826	11.1	3,168	3,466	3,769
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	1,655	1,936	2,224	2,544	14.4	2,826	11.1	3,168	3,466	3,769
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	49	51	31	34	9.0	31	-8.3	31	31	31
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	1,704	1,987	2,256	2,578	14.3	2,858	10.9	3,199	3,498	3,800
普通股股东权益	4,538	5,135	5,972	6,600	10.5	7,381	11.8	8,304	9,344	10,509
少数股东权益	730	798	933	1,327	42.2	1,847	39.2	2,463	3,156	3,932
负债和权益总计	6,972	7,920	9,161	10,505	14.7	12,085	15.0	13,966	15,997	18,241
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	987	1,018	1,093	1,182	8.2	1,560	32.0	1,847	2,080	2,330
折旧和摊销	99	101	101	197	95.4	267	35.9	356	432	498
营运资本变动净值	(167)	(265)	0	(180)	-	(222)	-22.7	(185)	(157)	(163)
其他营业性现金流	275	364	0	482	-	696	44.2	814	692	763
经营性现金流	1,195	1,218	1,193	1,681	40.9	2,302	37.0	2,832	3,047	3,428
有形资本支出	(83)	(173)	(170)	(498)	-192.4	(564)	-13.3	(640)	(705)	(771)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	3	4	2	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(3)	19	(131)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(83)	(149)	(300)	(498)	-66.1	(564)	-13.3	(640)	(705)	(771)
已付股息	(369)	(388)	(397)	(554)	-39.5	(780)	-40.8	(924)	(1,040)	(1,165)
股份发行/回购	1	9	15	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1)	(41)	(1)	49	-	57	15.44	68	80	93
债务及优先股变化	(8)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(378)	(420)	(382)	(505)	-32.1	(723)	-43.3	(856)	(960)	(1,072)
现金流量中现金的增加/(减少)	734	648	511	678	32.6	1,014	49.6	1,336	1,382	1,585
外汇/非现金项目	(233)	(258)	(7)	0	100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	501	391	504	678	34.4	1,014	49.6	1,336	1,382	1,585

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

航天信息 (600271.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	23.9	15.9	13.8	19.9	15.1	12.8	11.3	10.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	23.9	15.9	13.8	19.9	15.1	12.8	11.3	10.1
股价/每股现金收益	21.7	14.4	12.6	17.1	12.9	10.7	9.4	8.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.7	6.5	6.8	5.0	7.4	9.3	9.9	11.3
净股息收益率(%)	1.6	2.5	3.7	3.3	3.9	4.4	4.9	5.5
市净率	5.2	3.1	2.5	3.6	3.2	2.8	2.5	2.2
企业价值/营业收入(核心)	1.8	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	13.9	8.2	6.5	10.5	7.5	6.1	5.2	4.4
企业价值/息税前利润(核心)	14.9	8.8	6.9	11.8	8.4	6.9	5.9	5.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	14.2	8.5	6.6	10.9	7.7	6.3	5.3	4.5
企业价值/运营投入资本	NM	NM	7.5	NM	8.6	7.6	6.6	5.6
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	23,588	16,157	15,029	23,574	23,574	23,574	23,574	23,574
净债务 (现金)	(3,992)	(4,442)	(4,889)	(5,480)	(6,327)	(7,502)	(8,861)	(10,344)
少数股东权益	701	770	865	1,130	1,587	2,463	3,156	3,932
养老金拨备/其他	49	50	41	33	33	31	31	31
企业价值总额	20,347	12,536	11,046	19,256	18,867	18,566	17,900	17,194
非核心资产	(65)	(65)	(64)	(64)	(64)	(64)	(64)	(64)
核心企业价值	20,282	12,471	10,983	19,193	18,803	18,502	17,837	17,130
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	22.1	25.9	14.2	13.0	14.0	13.9	10.6	9.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	10.0	3.9	11.6	7.7	38.0	20.6	13.9	12.7
息税前利润(UBS)	8.8	4.1	12.5	2.1	38.3	19.1	12.9	12.3
每股收益(UBS 稀释后)	8.7	3.1	7.3	8.2	32.0	18.4	12.6	12.0
每股股息净值	5.0	2.4	39.5	40.8	18.4	12.6	12.0	11.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	21.5	17.9	16.9	15.9	17.7	18.1	18.4	18.7
息税折旧摊销前利润率	12.6	10.4	10.2	9.7	11.8	12.5	12.8	13.2
息税前利润率	11.8	9.7	9.6	8.7	10.5	11.0	11.2	11.5
净利 (UBS) 率	8.6	7.0	6.6	6.3	7.3	7.6	7.7	7.9
ROIC (EBIT)	142.9	129.3	108.6	86.8	102.7	110.0	111.5	110.8
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	73.8	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	22.9	21.0	19.7	18.8	22.3	23.6	23.6	23.5
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.9)	(3.1)	(3.0)	(3.2)	(2.7)	(2.7)	(2.8)	(2.9)
净债务/总权益 %	(80.6)	(78.2)	(74.5)	(73.4)	(74.1)	(75.9)	(76.4)	(77.1)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM							
净债务/企业价值	(20.9)	(37.2)	(46.8)	(30.3)	(36.3)	(44.2)	(53.6)	(65.0)
资本支出 / 折旧 %	102.0	NM						
资本支出/营业收入(%)	0.7	1.2	1.0	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
息税前利润/净利息	NM							
股息保障倍数 (UBS)	2.5	2.6	2.0	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
股息支付率 (UBS) %	39.3	39.0	50.7	66.0	59.2	56.3	56.0	55.5
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	11,540	14,525	16,582	18,731	21,345	24,313	26,879	29,504
总计	11,540	14,525	16,582	18,731	21,345	24,313	26,879	29,504
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,359	1,414	1,591	1,624	2,246	2,675	3,021	3,392
总计	1,359	1,414	1,591	1,624	2,246	2,675	3,021	3,392

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+17.5%
预测股息收益率	3.3%
预测股票回报率	+20.8%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+11.6%

风险声明

宏观经济下滑可能影响公司防伪税控企业客户的增长速度；营改增进度如果慢于预期可能影响公司未来的业绩增长。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）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直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：周中。

涉及报告中提及的公司的披露

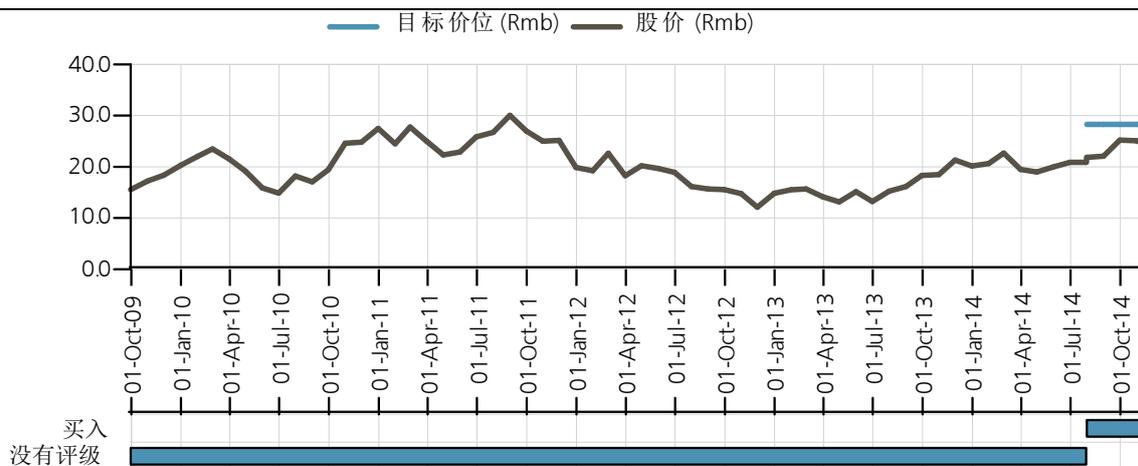
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
航天信息	600271.SS	买入	不适用	Rmb24.35	2014 年 11 月 18 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

航天信息 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 18 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在下述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条的规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。