

企业互联网时代，500万客户资源价值重构，再造新蓝筹

投资要点：

- **企业互联网风来了，白马理应飞得更高，估值有望提升**
互联网化正从“C时代”逐步过渡到“B时代”，消费互联网大局已定，企业互联网正在成为下一个蓝海市场。在这个风口，我们需要寻找未来有可能飞翔的企业，首要寻找的是具备“**用户资源+数据资源(+渠道优势)**”优势的公司，航天信息公司无疑是最具潜质的公司之一。
- **公司质地：500万税务信息化企业客户+营改增新增客户资源，基于税务及财务信息的高质量大数据资源，遍布全国的销售及服务渠道资源**
公司多年深耕防伪税控领域，积累了约500万家增值防伪税控企业级活跃用户，包括约200万财税一体化企业用户。税务数据是衡量企业经营状况的相对真实有效的数据资源。未来一旦公司商业模式升级，这些用户价值再挖掘以及数据资源利用将带来新的增长点和巨大想象空间。
- **具备B2B2C入口价值的电子发票推广加速，政策及事件性催化剂不断**
电子发票具备B2B2C入口价值，公司在试点城市及电商合作中已占先机，短期受益平台建设推广，长期看有望靠运营模式获取高附加值收益。
- **传统业务积极向好，降价影响基本消化，目前估值极低**
今年7月国家税总发布公告要求从8月1日其，增值税防伪税控系统全部使用金税盘、报税盘专用设备，等于变相降价。但营改增推进抵消影响，随着营改增范围扩大，倘若再降标，将大大推动公司传统业务增长。
- **公司背靠航天科工集团，有望受益国企改革大潮以及自主可控推进。**
- **我们预计公司14-16年EPS为1.31/1.58/1.85元，相对应PE23/19/16倍。公司站在风口极具转型升级潜力，目前估值已低，予以强烈推荐。**
- **主要风险因素**
(1) 商业模式升级受阻；(2) 经济减速，营改增扩容数量低于预期；(3) 国企改革进程慢于预期。

主要财务指标

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	14525.3	16582.5	19280.2	22643.8	25112.0
营业收入增长率	25.9%	14.2%	16.3%	17.4%	10.9%
净利润(百万元)	1018.0	1092.5	1207.0	1457.5	1708.4
净利润增长率	3.1%	7.3%	10.5%	20.8%	17.2%
EPS(元)	1.10	1.18	1.31	1.58	1.85

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

航天信息(600271.SH)

推荐 维持评级

分析师

吴砚靖

☎：(8610) 6656 8330

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513080003

沈海兵

☎：(8621) 20252609

✉：shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060002

特此鸣谢

田杰华、实习生刘建

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2014.12.25

A股收盘价(元)	30.08
A股一年内最高价(元)	31.96
A股一年内最低价(元)	17.41
上证指数	2938
市净率	3.8
总股本(亿股)	9.23
实际流通A股(亿股)	9.23
流通A股市值(亿元)	298.63

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、企业互联网时代来临，掌握企业级客户数量及大数据资源的企业，最有机会实现客户价值再挖掘以及生态系统重构，公司价值面临重估。

互联网化正从“C 时代”逐步过渡到“B 时代”，消费互联网大局已定，企业互联网正在成为下一个蓝海市场。在这个风口，我们需要寻找未来能有可能飞翔的企业，首要寻找的是具备“用户资源+数据资源(+渠道优势)”优势的公司，航天信息公司无疑是最具潜质的公司之一。公司税务信息化壁垒高，客户粘性强，有望借助税控及财务业务，打通企业互联网通道，进而占据企业互联网入口，实现企业客户价值再挖掘及生态系统重构。

公司多年深耕防伪税控领域，积累了约 500 万家增值防伪税控企业级活跃用户，包括约 200 万财税一体化企业用户。税务数据是衡量企业经营状况的相对真实有效的数据资源。在企业互联网大潮下，公司的商业模式面临升级可能，价值将重估。

2、电子发票推广是大势所趋，空间巨大，具备先发优势的企业将形成壁垒，一旦政策红利释放，将形成新的增长点，并享受未来 B2B2C 运营收益。

电子发票具备 B2B2C 入口价值，目前以城市试点及电商合作为主，电子发票平台建设提供商将占据 B-B-C 入口，通过运营模式获取高附加值收益。电子发票推广的动力：1、政府加强税控监管及服务；2、企业节约成本提高效率。推广的阻力：1、无法报销；2、全国各地标准难统一。阻力的逐步破除将成为政策催化剂，城市试点扩大以及电商的合作推广将成为事件催化剂。

3、传统业务多方面向好，防伪税控设备降价影响将基本被营改增新增客户消化，明年有望恢复较快增长。

今年 7 月国家税总发布公告要求从 8 月 1 日起，增值税防伪税控系统全部使用金税盘、报税盘专用设备。公司传统的防伪税控设备面临替换，等于变相降价。但新增营改增客户基本已经可以消化掉降价影响。明年营改增范围扩大，倘若再降标，将大大推动公司传统业务增长。

4、国企改革大背景下，公司具备改革预期，并有望推进股权激励，一旦推进将进一步释放国企活力。

我们与市场不同的观点：

市场对公司存疑点来自于以下两点：1、国企体制下商业模式升级的动力不足；2、10 亿利润规模下的增长问题。

我们认为：1、国企体制对公司模式升级创新的确构成一定阻力，但是，败也萧何成也萧何，这种体制有助于公司降低创新风险，聚焦技术创新。

从另外一个角度看，商业模式的创新容易复制，但技术创新与用户资源需要积累，短期内，公司税务信息化积累的客户粘性极高并具备很高的护城河，而长期来看在国企改革大背景下，

未来，体制之殇有望变不利为有利。

此外，公司和各大电商频频合作，一方面彰显了公司独特优势，另一方面，公司也在通过合作方式研习商业模式，为未来全面发力做充分准备。

2、公司税控业务在营改增不断推进下，有望重启增长轨道；电子发票虽然短期无法获利，但长期构成新增长点；非税业务近年比例不断提升，金融产业链不断完善，物联网大力推广，海外业务已经布局多年，未来增长潜力很大。

估值与投资建议：

公司占据 500 家优质企业客户资源及较完备的财税大数据资源，拥有遍布全国的线下营销服务网络，电子发票占据 B2B2C 入口，在企业互联网时代，将迎来价值重估。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 1.31/1.58/1.85 元，相对应仅 PE23/19/16 倍。公司站在风口极具转型升级潜力，目前估值已低，予以强烈推荐。

股价表现的催化剂：

- (1) 可转债发行公告发布；
- (2) 收并购公司完善产业链布局预期；
- (3) 商业模式升级动作；
- (4) 电子发票试点扩大；
- (5) 国企改革预期；
- (6) 营改增进一步推广或降标；
- (7) 第二批特一级资质认定通过。

主要风险因素：

- (1) 商业模式升级受阻；
- (2) 经济增长减速下，营改增扩容数量低于预期；
- (3) 国企改革进程慢于预期。

目 录

引言：企业互联网时代来临，具备丰富“客户资源+数据资源+渠道资源”的公司迎来价值重估	4
一、企业互联网风来了，白马理应飞的更高	5
（一）企业从“信息化”迈入“互联网化”阶段	5
（二）企业互联网决胜三要素：用户、数据、线下渠道	7
（三）航天信息价值重估逻辑之一：高护城河下的 500 万客户资源价值再挖掘	8
（四）航天信息价值重估逻辑之二：海量税务信息大数据资源的管理者	11
（五）航天信息价值重估逻辑之三：遍及全国庞大线下销售与服务渠道，是互联网 O2O 时代的宝贵资产	13
二、电子发票推广空间巨大，是实现 B2B2C 的重要入口	14
（一）电子发票发展已进入关键时期，各方利益驱动电子发票推广	14
（二）电子商务市场发展态势迅猛，加速电子发票的进程	15
（三）电子发票具有 B2B2C 入口价值，第三方服务平台蕴藏巨大发展空间	16
（四）航天信息在电子发票市场优势突出，未来盈利空间巨大	16
三、主营业务稳健增长，降价风险释放，营改增带来增量	18
（一）防伪税控及相关延伸产品仍是利润核心，但占比已逐年降低	18
（二）税控设备降价风险短期已低，营改增将带来增量	19
（三）自主可控背景下，公司非税业务成长性可期，金融、物联网将成为新增长点	21
四、盈利预测与投资建议	22
插图目录	25
表格目录	26

引言：企业互联网时代来临，具备丰富“客户资源+数据资源+渠道资源”的公司迎来价值重估

企业互联网时代来临，互联网模式正在从个人（C）端向企业（B）端渗透和迁移。这是时代的产物，是万物互联的必经之路，也是中国经济转型的必然选择。

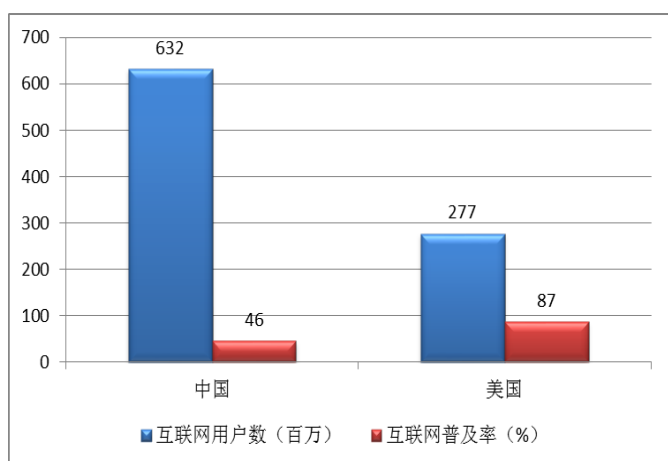
从需求端来看，传统企业面临转型压力。当前，中国传统行业正面临着巨大的压力，体现在：1、人口红利消失，低端制造向东南亚国家转移，高端制造业向发达国家回流；2、许多传统行业创新能力不足，过去粗放式发展遭遇瓶颈，环境压力增大倒逼企业转型；3、竞争加剧，供大于求，利润率低，向管理要效益；4、消费者的个性化需求日益增多，体现在小批量、多品种；5、产品生命周期越来越短；6、小微企业融资难，资金流、物流、信息流需要整合。

从供给端来看，互联网逐级渗透。从中国互联网的发展来看，到目前为止更多体现在消费者驱动的形态。随着互联网更深入地渗透各个行业，这一现象将发生改变。企业拥抱互联网技术的程度越高，它们的运营将会越高效，并最终转化为生产效率的提升。而从技术发展来看，云计算、物联网的兴起，智慧城市的大规模建设，IT 基础设施日益完善，催生新型应用层出不穷。软硬件水平及终端智能化普及，从客观上推动企业互联网有条件兴起。

麦肯锡的统计数据显示，在消费者互联网方面，中、美两国旗鼓相当，中国在电商领域甚至超过美国，如中国网购占整个零售的占比在 8%，而美国的网购占比仅 6% 左右；但在企业互联网方面，中国远远落后于美国，我国中小企业互联网渗透率才 20% 左右，美国已经接近 80%。

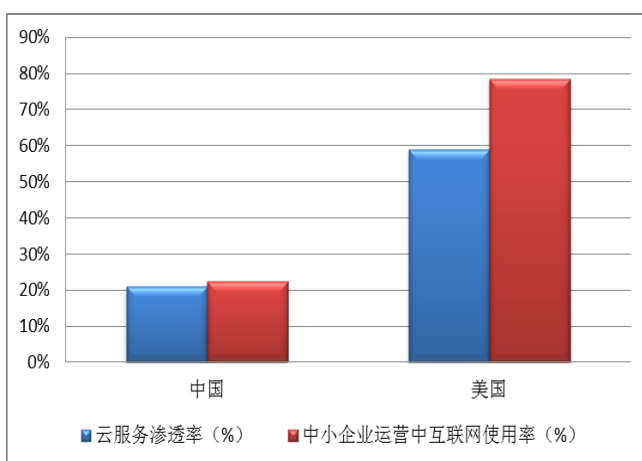
企业互联网巨大的蓝海市场吸引了各路英豪前来掘金。BAT 虎视眈眈，传统行业龙头摩拳擦掌，老牌 IT 巨头则厉兵秣马。究竟鹿死谁手？不得而知。但毕竟，风来了，我们要寻找的就是最有能力飞翔的，当然，白马，理应飞得更高！

图 1：消费互联网中美对比差距并不悬殊



资料来源：麦肯锡，中国银河证券研究部

图 2：企业互联网中美对比远远落后美国



资料来源：麦肯锡，中国银河证券研究部

一、企业互联网风来了，白马理应飞的更高

企业互联网是与个人消费互联网相对的一个提法，是指以企业运营为核心的企业互联网化。我们判断，企业互联网化已经进入爆发前夜，原因有三：

1、面向 C（个人）端的消费级互联网如火如荼，2013 年，中国的活跃智能设备总量从 3.8 亿台增至 7 亿台，目前中国的网民规模达到 6.32 亿，且在持续增长。智能终端的快速普及，促使消费级互联网加速渗透，正在重构人们的生活和娱乐方式，下一步将改变人们的工作方式；

2、国内宏观经济环境、环保压力、人力成本压力等因素倒逼企业转变增长方式，通过互联网化，提升整体核心竞争力。企业拥抱互联网技术的程度越高，它们的运营将会越高效，并最终转化为生产效率的提升；

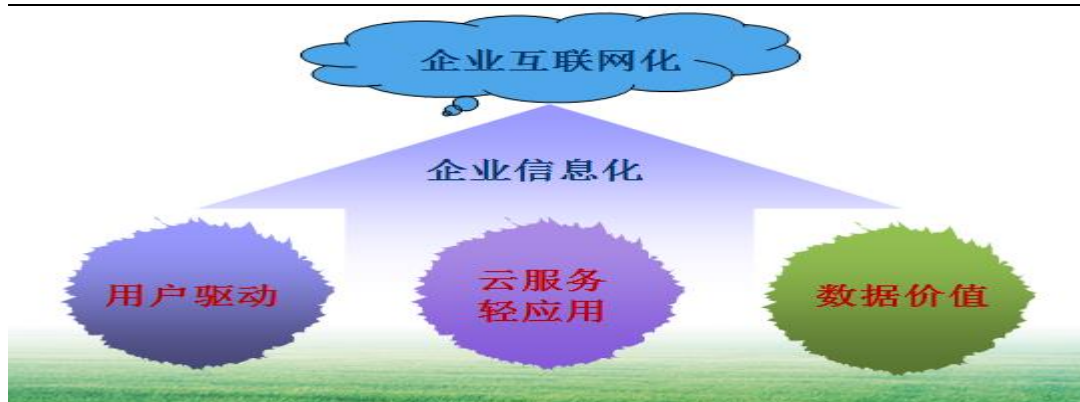
3、以 BAT 为代表的互联网巨头已经开始布局企业端，比如微信企业版已经推出；传统企业龙头通过合纵连横等方式意欲转型继续占山为王；过去企业信息化软件开发及整体解决方案提供商通过产品及模式升级，布局企业互联网，等等。各方力量，各有所长，共同推动企业互联网市场的快速发展。

（一）企业从“信息化”迈入“互联网化”阶段

随着云计算和互联网的发展，企业在业务的拓展和发展中，正逐步将内部的业务流程和外部的商务活动与互联网结合起来，从而有效提升企业整体的核心竞争力，这一趋势称为企业互联网化发展趋势。

企业信息化是软硬件结合的流程电子化，是企业自上而下主导的过程，它完成了企业第一阶段的技术部署，让技术成为驱动企业发展的动力之一，随着 IT 消费化趋势的加强，尤其是近年来两大浪潮——社交媒体和移动化袭来，这两大浪潮以自下而上的方式席卷企业生产的每个环节。企业信息化跨越到企业互联网化。

图 3：企业信息化迈入互联网化



资料来源：中国银河证券研究部

企业信息化是企业互联网化的基石。“企业信息化”到“企业互联网化”的路径大体遵循以下几条原则：平台——生态圈（O2O、C2B）——数据驱动。

企业信息化可以包括覆盖企业运营的ERP、CRM、BI等管理软件，也包括与第三方电子商务平台、社交网络连接的而实现与客户互动的企业社区与统一营销平台。构建统一的信息化平台之后，企业开始打造自己的生态圈，将产业链各个环节的合作伙伴与平台连接，形成合作机制，共同为客户提供无缝连接、高效集成的产品与服务。搭建好了平台与合作伙伴的生态圈，企业就有了O2O和C2B的基础，通过线上的统一营销平台、线下的生态圈里的合作伙伴，企业可以实现线上与线下的融合，即将自己的营销与服务等业务运营采用线下结合的方式进行。在以上基础上，企业管理者需要将数据驱动贯穿上述的整个过程。

在企业互联网时代，企业的一切都以数据来驱动。企业的运作流程实现自动化处理、部门与部门之间实现无缝协作、绩效管理与管理决策由数据决定。

图4：企业互联网化是企业信息化在新形势下的新阶段



资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

图5：2013年中国企业互联网化市场规模已逾千亿元



企业互联网化：指企业在业务的拓展和发展中，正逐步将内部的业务流程和外部的商务活动与互联网（包括移动互联网）结合起来，从而有效提升企业整体的核心竞争力，这一趋势称为企业互联网化发展趋势

图6：2012年中国企业互联网化细分行业占比



资料来源：易观国际，中国银河证券研究部

资料来源：易观国际，中国银河证券研究部

（二）企业互联网决胜三要素：用户、数据、线下渠道

企业互联网是消费互联网的延伸，二者边界并非清晰，但在客户的需求特征、消费行为等方面有明显区别。缘于此，企业互联网市场与消费互联网市场的成功要素既有相同，也有不同。

用户：我们从需求特征和消费行为两个方面来对比，发现企业互联网的几项特征：首先，企业客户离散度较低，与行业相关性强，并源自企业运营，这就决定了企业互联网化的提供商需要了解行业，并深入企业运营；其次企业互联网消费行为更加理智，需求满足具有排他性，这一特征使得企业互联网生态圈各占山头，各自为营，一旦生态圈形成粘性较强，所以用户的积累与业务切入很重要。

图 7：企业互联网化与消费互联网的区别

	企业互联网市场	个人互联网市场
需求特征	<ul style="list-style-type: none"> 离散度较低 与行业相关性强 源自企业运营 注重产品完善性 需求满足的排他性 	<ul style="list-style-type: none"> 离散度高、个性化强 羊群效应 源自24小时场景 支持创新的灰度上线 需求满足的竞争性
消费行为	<ul style="list-style-type: none"> 理智型决策 决策者≠使用者 重客户关系 服务是购买的延伸 营销1vs1&1vsN 	<ul style="list-style-type: none"> 冲动型决策 决策者≈使用者 重用户体验 一次性购买 病毒营销

资料来源：易观国际，中国银河证券研究部

图 8：企业互联网决胜三要素：用户、数据、渠道



资料来源：中国银河证券研究部

数据：消费互联网领域，掌握消费者相关数据，抽丝剥茧般的深度分析，可以挖掘出多维度的客户需求和信息，据此可以指导产品的设计、生产、销售等工作。与消费互联网类似，企业互联网领域能否拥有企业用户资源是关键。拥有大量的企业客户或营销网络，借助于大数据和互联网，可以深度挖掘企业客户在资金、物流、产品、采购等环节的特征和关键因素，据此才能洞察变革方向，捕捉商业机会，更加高效地为用户服务，提高用户粘性。

渠道：企业互联网实现规则包括 C2B、O2O 等，这就要求企业作为互联网化主体，与客户打通商业闭环，并实现线上线下的互动、协同。在消费互联网时代，许多电商通过从线上到线下增强客户体验和口碑，而在企业互联网时代，企业更多地将线下资源与优势迁至线上，实现线下到线上的逆袭。所以，拥有庞大线下服务与营销网络等渠道资源的商家，将更有优势在企业互联网时代胜出。

图 9：企业互联网化实现路径与规则



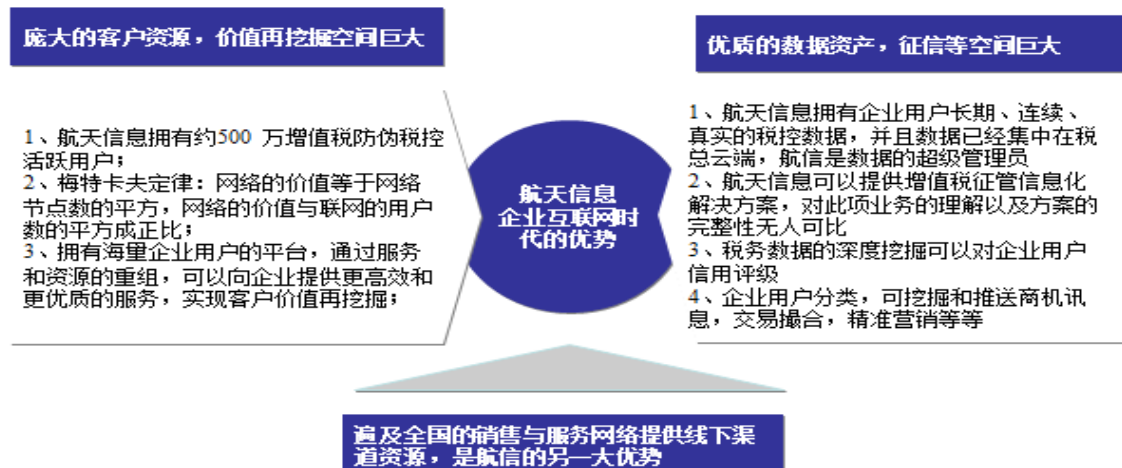
资料来源：中国银河证券研究部

（三）航天信息价值重估逻辑之一：高护城河下的 500 万客户资源价值再挖掘

航天信息公司成立于 2000 年，公司主营业务包括：增值税防伪税控系统、税收款机、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。

公司多年深耕防伪税控领域，涉税领域已积累企业用户约 500 万户，包括约 200 万财税一体化企业用户（注：200 万财税一体化企业用户中，约 100 万是通过接口软件打通财务和税务的企业用户，另外约 100 万是公司自有 Aisino ERP 用户）。在企业互联网大潮下，公司的商业模式面临升级可能，这些存量企业用户的价值面临再挖掘，航天信息公司的价值面临重估。

图 10：航天信息在企业互联网时代面临价值重估



资料来源：中国银河证券研究部

我们分析这 500 万用户中，粗略统计，包括大约 80% 的一般纳税人用户 400 万，和大约 20% 的小规模纳税人 100 万。

图 11：航天信息企业税务会计软件产品功能模块



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

企业互联网时代，不同规模类型客户、在不同阶段的价值再挖掘方式，或者说变现模式是不同的。在公司 400 万一般纳税人企业的客户中，既包括超大规模央企或地方性龙头企业，也包括众多的满足一般纳税人要求（50 万/80 万），但实际经营能力尚弱，融资需求依然旺盛的“中小型企业”。事实上，在企业互联网时代，不同规模等级的企业用户，拥抱互联网转型的需求、步伐和方式，也是不同的。而对于拥有庞大数量客户资源的公司而言，未来如果转型升级为“企业互联网解决方案提供商及生态系统运营商”，其针对不同规模类型客户、在不同阶段的价值再挖掘方式，或者说变现模式也是不尽相同的。

公司“互联网化”平台运营模式的产品——AOS 开发平台支撑公司未来向企业互联网转型。我们注意到，过往的业务中，公司已经以税务信息化为切入点，切入企业管理信息化领域，并且多年前便认识到企业管理从单一应用系统向统一的信息化平台发展是互联网时代的必然趋势。公司从 2008 年已经开始研发“互联网化”平台运营模式的、可拓展、可集成、可运行、可管理的软件开发平台——航天信息 AOS 开发平台，并基于其平台开发了多类项目和产品，有综合业务管理系统、人力资源系统、OA 办公系统、预算管理系统等，也包括 Aisino ERP 系列产品，将企业税务会计软件与业务系统无缝融合。

公司 Aisino ERP 系列产品突破税务信息局限，全面覆盖企业客户财务、供应链、生产制造、办公协同、商务智能等全业务管理，这些都是企业互联网化的基础，也是实现企业与外界互联互通、闭环经营的重要出发点与归宿。Aisino A3 是针对小微企业的管理软件，集成了业务、财务和税务应用于一体；Aisino ERP .A6 是针对中小型商贸型企业、生产型企业的企业级管理应用软件，集成了财务、税务、供应链、生产制造、办公协同、商业智能于一体，全面覆盖中小商贸企业、生产制造企业日常的业务运作和管理需求，可帮助中小微企业主立足全局视角，洞悉复杂业务，从人、事、物三个方面进行全面、实时的管控，辅助决策。Aisino ERP.A8 是专为大中型单位及集团型企业提供的全业务应用管理软件，覆盖企业战略管理、供应链管理、集团财务管理、人力资源管理、办公自动化、移动商务等管理领域，并提供

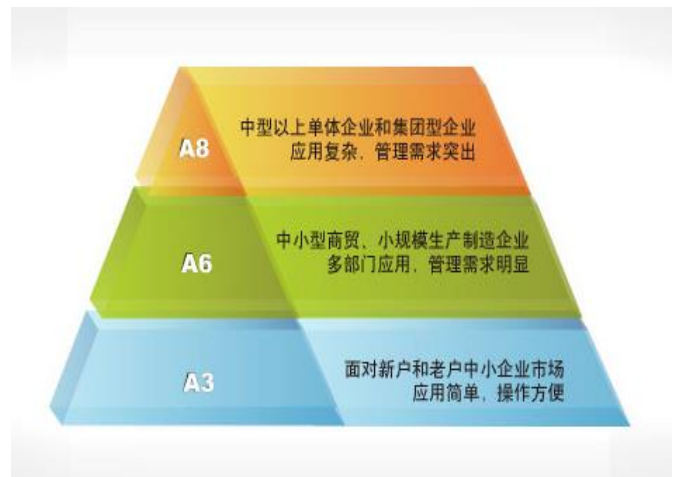
集成接口和行业插件等支持企业的行业化和个性化扩展应用。我们粗略统计目前 Aisino A3、A6、A8 系列累计企业用户大约 80 万~100 万左右。

图 12：具有“互联网化”平台运营模式的 AOS 开发平台



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

图 13：航信 Aisino A3/A6/A8 系列产品不同客户群



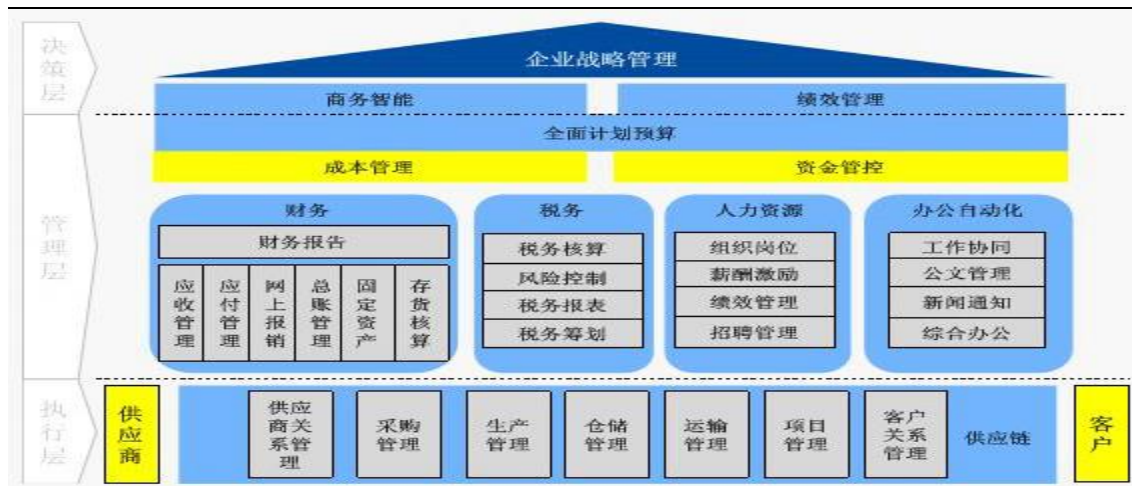
资料来源：互联网，中国银河证券研究部

表 1：航天信息以税为切入点切入企业管理各个环节

	Aisino A3	Aisino ERP .A6	Aisino ERP .A8
面向客户	小微企业	中型商贸型、生产型企业	大中型单位及集团型企业
客户数（根据企业指数分布粗略估算）	40~50 万	30~40 万	10 万左右
产品功能	集成了业务、财务和税务应用于一体	集成了财务、税务、供应链、生产制造、办公协同、商业智能于一体	全业务应用管理，覆盖企业战略管理、供应链管理、集团财务管理、人力资源管理、办公自动化、移动商务等管理领域，并提供集成接口和行业插件等支持企业的行业化和个性化扩展应用
覆盖数据	税务数据、财务数据、基本的业务数据	税务数据、财务数据、供应链数据、生产制造数据、办公数据、BI 数据等	税务数据、财务数据、集团管理数据、人力资源数据、生产制造数据、办公数据、行业数据、其他个性定制信息数据等
数据存储形式	税务信息 95% 以上在国家税务云的云端，其他信息数据部分在本地端，部分在基于航信 AOS 的平台端		

资料来源：中国银河证券研究部

图 14：过去企业信息化时代 Aisino A8 提供的企业管理功能



资料来源：中国银河证券研究部

图 15：航天信息可借助“最懂税的企业信息化”切入并升级到企业互联网领域



资料来源：中国银河证券研究部

（四）航天信息价值重估逻辑之二：海量税务信息大数据资源的管理者

消费互联网领域，掌握消费者相关数据，抽丝剥茧般的深度分析，可以挖掘出多维度的客户需求和信息，据此可以指导产品的设计、生产、销售等工作。以京东商城为例，借助于其平台庞大的客户流量，京东商城对于信息浏览、购买、购买后评价等购买行为方面积累了庞大的

数据。在手机终端方面，京东商城通过对数据进行深度挖掘，洞悉了消费者购买手机的多维度需求，据此联合多家手机厂商推出了 Jdphone。

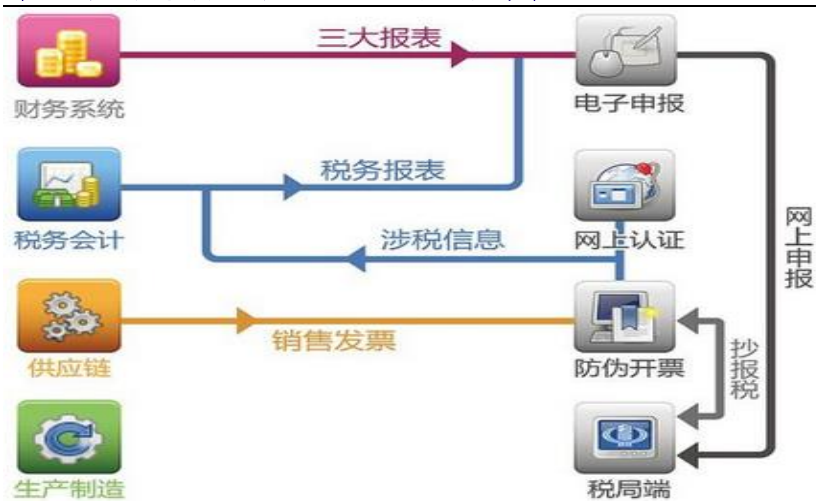
与消费互联网类似，企业互联网领域能否拥有企业用户资源是关键。拥有大量的企业客户或营销网络，借助于大数据和互联网，可以深度挖掘企业客户在资金、物流、产品、采购等环节的特征和关键因素，据此才能洞察变革方向，捕捉商业机会，更加高效地为用户服务，提高用户粘性。

对于企业互联网，互联网是基础，大数据是其核心。

公司是国内企业海量税务信息数据的超级管理员。航天信息目前拥有约 500 万增值税防伪税控活跃用户，相当于具备了一个 500 万潜在企业客户的平台。如果在该平台上启动相关应用，将会启动一个很大的市场，其潜在价值是非常巨大的。随着营改增的逐步实施，有更多的企业用户会转变为航信的用户，公司的平台的用户规模以及数据规模将会有量的飞跃。

税务数据是衡量企业经营状况的相对真实有效的数据资源，在加上企业的财务与业务数据，以及未来电子发票平台数据，公司掌握的企业互联网大数据资源是非常可观的，未来有望切入征信、咨询等领域。通过税务平台可以捕获到客户信息、经营范围、销售情况、财务状况等数据。政府对于企业税务的监管以及强制的每月报税，这使得航信通过税务平台获得的这些信息具备无可比拟的真实性和实时性。

图 16：航天信息财税一体化的工业企业数据概要图



资料来源：航天信息公司网站

近期公司和苏宁云商五大合作——电子发票、线下收单、供应链管理、消费信贷、税收筹划，一方面凸显航信的企业资源及大数据资源优势，另一方面，也暗示公司有未来向企业互联网、供应链金融等方向布局的趋势。11 月 26 日，航天信息与苏宁云商在北京正式签署战略合作协议，宣布双方将在电子发票、线下金融收单、供应链金融、消费信贷、税收筹划等业务领域展开全方位合作。

图 17：航天信息如转型企业互联网可能的变现模式

业务领域	流通环节	数据价值
<ul style="list-style-type: none"> • 服务升级 • 业务重构 • 虚拟化运营 • 生态圈打造 • O2O 	<ul style="list-style-type: none"> • 交易撮合 • 渠道一体化 • 支付闭环 	<ul style="list-style-type: none"> • 征信 • 供应链金融 • 消费信贷 • 咨询（税收筹划等） • 精准营销 • 信息服务

资料来源：航天信息公司网站

（五）航天信息价值重估逻辑之三：遍及全国庞大线下销售与服务渠道，是互联网 O2O 时代的宝贵资产

企业互联网时代有望凭借线下渠道资源优势逆袭线上。

公司拥有遍及全国的 50 家一级子公司以及数百家二、三级子公司，是公司重要的销售和服务渠道，而在企业互联网时代，庞大的线下资源更是不可多得的宝贵资产。

如前所述，企业互联网和个人（消费级）互联网不同之处在于企业客户离散度低，呈现一定的区域和产业集中特征，并且消费行为偏于理智，重视客户关系，这些都决定了，消费互联网时代的 O2O 线上优势压倒线下，而企业互联网时代线下优势有望逆袭线上。

图 18：企业互联网相较个人互联网特征不同

	企业互联网市场	个人互联网市场
需求特征	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 离散度较低 ➢ 与行业相关性强 ➢ 源自企业运营 ➢ 注重产品完善性 ➢ 需求满足的排他性 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 离散度高、个性化强 ➢ 羊群效应 ➢ 源自 24 小时场景 ➢ 支持创新的灰度上线 ➢ 需求满足的竞争性
消费行为	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 理智型决策 ➢ 决策者≠使用者 ➢ 重客户关系 ➢ 服务是购买的延伸 ➢ 营销 1vs1&1vsN 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 冲动型决策 ➢ 决策者≈使用者 ➢ 重用户体验 ➢ 一次性购买 ➢ 病毒营销

资料来源：易观智库，中国银河证券研究部

二、电子发票推广空间巨大，是实现 B2B2C 的重要入口

（一）电子发票发展已进入关键时期，各方利益驱动电子发票推广

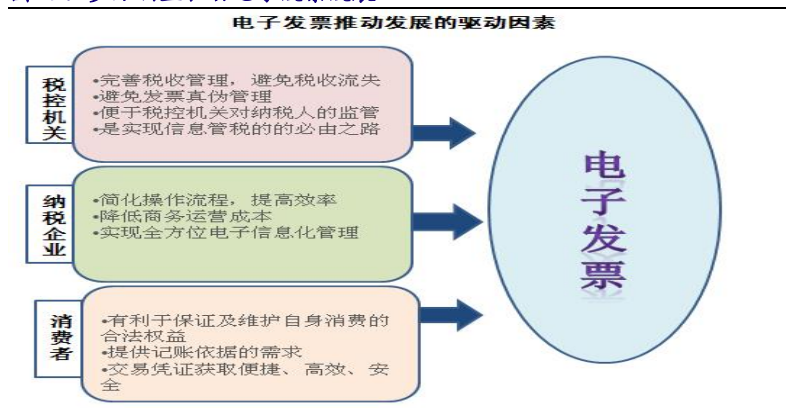
在世界信息化互联网化飞速发展的今天，电子商务已成为人们生活中不可或缺的一部分。而电子商务交易凭证——发票电子化已成为势在必行的一项利国利民工程。电子商务交易的显著特征是全球化、速度化、成本化。现有的纸质发票模式已不能跟上电子商务时代的步伐，电子商务交易发票的电子化成为时代发展的大势所趋：

首先，对国家税务机关来说。电子发票有利于完善我国税收制度，规避国家税收收入流失，电子发票管理平台承载纳税人的真实经营信息，能够从源头上规避发票真实的风险，实现税收管理从以票控税向信息管税的方式转变。电商企业开具电子发票，通过税控管理系统，可以将纳税人的数据信息真实准确的反映在税务管控平台，有利于税务机关对纳税人的监管。在现代经济突飞猛进日益发展的今天，信息管税是实现我国税收征管现代化的必由之路，电子发票作为信息管税的重要载体，能够顺应时代的发展，提高我国税收机关纳税服务管理水平，为税务机关和纳税人之间搭建良性的沟通桥梁。

其次，从企业纳税人角度来看。传统的纸质发票往往需要纳税人在企业和税务机关之间不断的进行发票的领取、管理、认证、核销、报税等重复性繁琐的工作。具有诸多例如流程繁琐、保存困难、效率底下、成本过高等弊端，已远远不能适应现代企业电子商务交易的需要。而电子发票可以从极大程度上解决上述纸质发票的问题，电子发票的便捷、快速、透明、真实等特征有利于纳税人实时操作，简化流程，节约了一定的人力物力成本，大大提升了企业的工作效率。另一方面，电子发票与企业的信息管理系统相结合，有利于企业实现全方位的信息化管理，能够从根本上实现电子商务交易的健康发展。

第三从消费者层面，电子发票能够给消费者提供真实有效的交易凭证，有利于保证和维护消费者的合法权益，为消费者提供最为便捷的交易保证体验，也是电商企业提升自身服务形象的有效途径。

图 19：多方利益驱动电子发票发展



资料来源：中国银河证券研究部

电子发票是实现电子商务全球化发展的必然趋势。互联网时代，全球电子商务迅速发展，加快了电子发票应用的进程。有关资料显示：美国、日本、欧盟等发达国家电子发票发展已经日臻成熟，正逐渐成为全球现代经济发展的主流。我国台湾省在电子发票领域的发展对我国有很大的借鉴意义，早在 2000 年台湾就开始推行电子发票，至 2012 年底，台湾全省实现电子发票，每年节省新台币达到 1000 多亿元，折合人民币 210 亿元。由此，我国电子发票的发展与应用必然成为大势所趋，这是实现我国经济发展与全球同步的时代要求，同时实现电子发票能够为企业为国家节约成本，是实现绿色经济、环保经济的重要举措，在不久的将来，必然将成为发票领域的主导地位。

（二）电子商务市场发展态势迅猛，加速电子发票的进程

随着我国互联网的发展和网民普及率的提高，我国电子商务发展如插上翅膀的雄鹰，近几年呈现迅猛的发展势头，网购已经飞入寻常百姓家，正在日常生产生活的各个层面影响着人们的生活。中国互联网信息中心《中国网络购物市场统计调查》报告数据显示，至 2013 年底，我国网络购物交易额达到 1.85 亿元，较 2012 年增长了 40.9%。2013 年度网络零售市场交易总额占到全社会消费品零售总额的 7.9%。我国正向着电子商务第一大国的步伐迈进。

图 20：中国网络购物市场高速发展



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究部

截至 2014 年 6 月，中国网民规模达 6.32 亿，较 2013 年底增加 1442 万人，互联网普及率为 46.9%。至 2013 年 12 月，我国网络购物用户规模达到 3.02 亿，较上年增加 5987 万，增长率为 24.7%，如此庞大的网民规模数量，也让我们进一步看到了网络零售市场巨大的发展潜力。截至 2014 年 6 月，我国网络购物用户规模达到 3.32 亿，较 2013 年底增加 2962 万人，半年度增长率为 9.8%。与 2013 年 12 月相比，我国网民使用网络购物的比例从 48.9% 提升至 52.5%，网络用户规模在半年时间内如此快速的增长，主要取决于网络购物信用环境健康发展，更主要取决于与电子商务企业物流速度、诚信经营、便捷服务等方面的不断提升。因此，电商企业实现发票电子化将促进电商平台和税控平台的协同发展，将极大程度提升电商用户满意服务体验。

图 21：中国网购网民数量 2013 年已经突破 3 亿



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究部

图 22：中国网民规模和互联网普及率加速发展



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究部

电子商务市场的迅猛发展，电子发票的广泛应用直接关系到政府税收监管、企业纳税人、消费者。无论政府税收监管方面，还是企业规范化运作，成本管控、保证消费者合法权益等方面都具有十分积极的推动意义。

（三）电子发票具有 B2B2C 入口价值，第三方服务平台蕴藏巨大发展空间

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。

我国电子商务市场发展日臻成熟，目前电商市场竞争格局已经形成，随着网络用户越来越多的电子交易事项，必然加速和推动电子发票的广泛应用，另一方面，政府税收方面通过推进电子发票制度能够从源头上强化电商企业的税收征管工作。因此，电子发票的广泛普及应用是时代所趋、政策所趋、各方利益所趋。

在全球互联网化发展的今天，美国、欧盟、日本等发达国家，印度、智利等发展中国家以及我国台湾地区，电子发票早已被广泛应用。另据国外有关电子发票研究机构统计预测，2013 年全球范围内约有 200 亿发票通过电子发票开出，未来一段时间内电子发票年均增速将保持在 20% 以上，蕴藏着巨大的发展空间。

（四）航天信息在电子发票市场优势突出，未来盈利空间巨大

有数据资料提供显示，全国普通发票印制量以每年 15% 的幅度增长，2012 年全国税务机关普通发票年印制量约为 400 多亿份，未来发票使用量还将有很大的增长幅度。从台湾省电子发票的情况来看，80 亿张电子发票可以拉动的产值为 350 亿新台币，折合单张发票 0.9 元人民币，若按照 2012 年我国发票印制量 400 亿份来计算，电子发票的市场规模也在为 360 亿元以上。

航天信息是我国“金税工程”等大型信息化工程的重要参与者。航天信息是我国唯一的防伪税控系统提供商，其自主研发的增值税防伪税控系统等一系列解决方案，为推进我国税务信息化进程做出了重要贡献。在用户资源方面，航天信息掌握着一般纳税人用户 500 万家，同时，航天信息是营改增的最大受益企业之一，在带来新增百万用户的同时还将增加一定的营收。预计未来的发展空间将十分广阔。

航天信息是当前承担电子发票应用试点城市建设系统最多的企业，先后参与了上海、成都、广州、青岛、南京等多个地区的电子发票试点工作，并承建了广州、上海、成都等三个城市的电商端电子发票服务平台和税务局端管理平台。同时，航天信息已搭建的电子发票服务管理云平台，未来有望在中小企业需求服务领域及大数据应用方面有所贡献。

航天信息是我国最早的电子发票项目研发单位。现阶段与京东商城、1 号店、苏宁电器等电商企业都成功开展了电子发票相关的试点工作。11 月 26 日，航天信息与苏宁电商联手开发电子发票开放的合作平台。这一战略的启动将推动双方在电子发票、线下支付收单、供应链金融、大数据资产变现等业务领域的大力发展。

根据产业信息网发布的《2012-2016 年中国发票印刷市场研究及未来发展趋势报告》，电子发票推进可能需要经历局部试点、搭建全国电子发票系统和垄断性行业全面推行等 3 个阶段，总计需要 10 年时间。

图 23：我国电子发票推进阶段预测

我国电子发票全面推进阶段预测

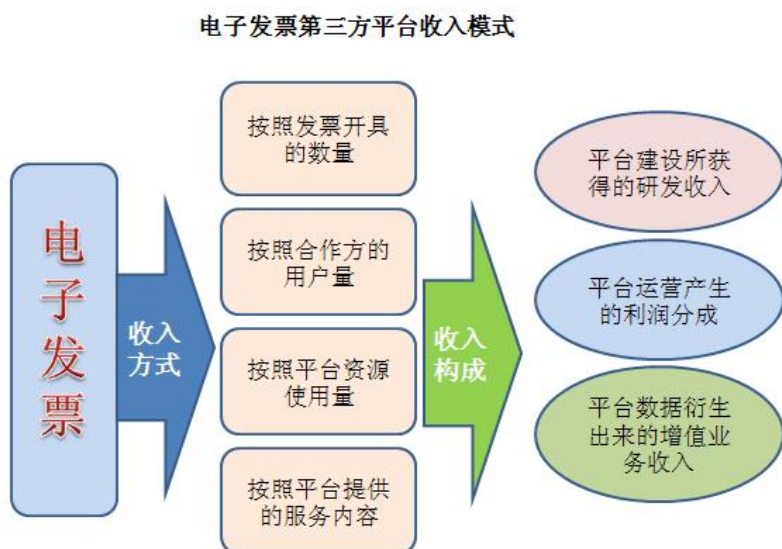
第一阶段 2013至2014年局部试点	第二阶段 2015-2017年搭建全国电子发票系统	第三阶段 2018-2023年垄断性行业全面推进
<ul style="list-style-type: none"> 针对较为发达地区重点城市，将区域性电子发票系统与电子商务交易平台对接 建立监控电子商务交易的电子发票系统 总结电子发票推进的难点和经验，为后续电子商务行业全国推广奠定基础。 	<ul style="list-style-type: none"> 搭建一个全国性的电子发票数据系统，然后通过接口与上千万家企业相联。 构建电子发票参与方的职责，指定全国性电子发票系统的开发商和区域电子发票系统开发商，重视安全问题防范，明确盈利模式。 	<ul style="list-style-type: none"> 在全国性和区域性平台都搭建完后，将迅速推广到零售、餐饮、旅游、医疗、教育、自来水、电力、电信、煤气等行业，出发点变为降低社会总成本上。

资料来源：中国银河证券研究部

从全国电子发票推广的阶段预测来看，我国目前尚处于电子发票局部试点阶段，建立区域

性的电子商务交易电子发票系统是此阶段的关键,通过区域的发展经验为电子发片全国奠定一定的基础。通过初步的试点工作,将逐步开展全国性电子发票的数据系统,提升安全问题防范,明确盈利模式是下一步的发展重点。欧美、台湾地区电子发票的发展经验为我国推广电子发票提供了有利的参考。国内电子发票体系及系统仍处于试点阶段,盈利模式和覆盖范围等仍有待明确。多方报道均显示,台湾地区与我国现阶段的税收体制十分接近,未来我国电子发票的盈利模式将极有可能是第三方电子发票服务平台的模式,通过研究国内外电子商务的特点及电子发票的发展经验,预测航天信息电子发票服务平台可以从四个方面采取收费模式。其收入所构成的比例主要展示在三个层面,如平台搭建初期政府及税收部门等多方提供的研发收入,在运营时期电子发票业务所产生的利润分成等。由于第三方电子发票服务平台掌握着大量的用户信息,未来的增值服务空间很大,通过大数据平台等增值服务,如金融服务、精准营销等方面均可带来可观的增值业务发展空间。

图 24：我国电子发票推进阶段预测



资料来源：中国银河证券研究部

三、主营业务稳健增长，降价风险释放，营改增带来增量

（一）防伪税控及相关延伸产品仍是利润核心，但占比已逐年降低

从 2013 年公司年报分析,公司的核心业务仍为增值税防伪税控系统及配套设备,占公司收入的 16.81%, 占营业毛利的 45.47%。

公司产品结构向合理化方向转变,防伪税控相关产品占收入比例从 2004 年的 75.6% 逐步下降为 2008 年的 31.9%, 一直到 2013 年的 16.81%, 其毛利率由 2004 年的 35.1% 曾经提升到 2008 年的 52.4%, 2013 年又降落到 44.81%, 但仍保持较高的毛利率水平。

过去市场对航天信息税控领域的所谓“垄断”存疑,对公司的成长性和进取心存疑,事

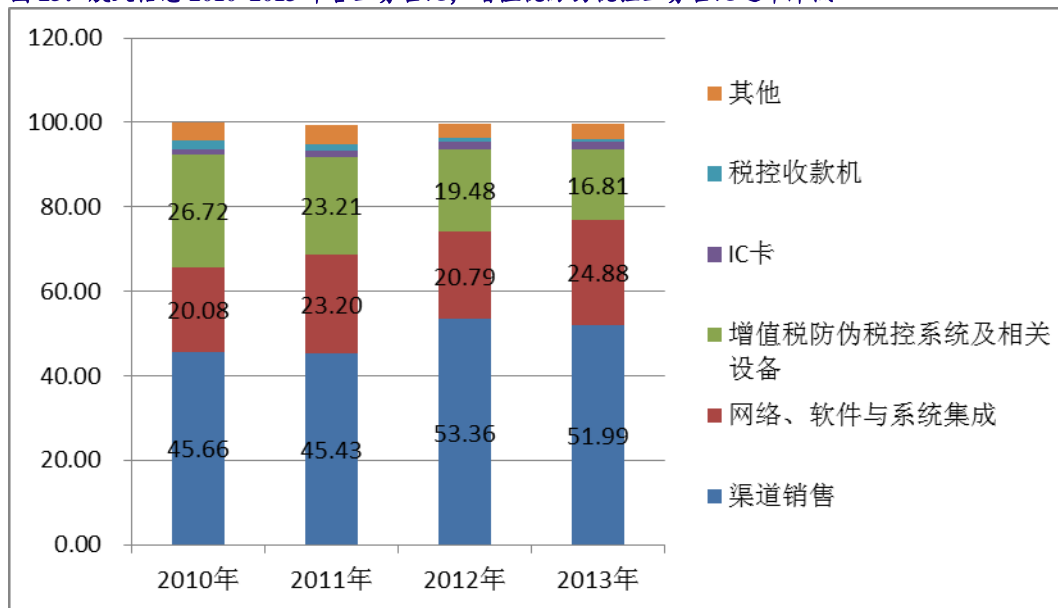
实上，公司经过多年发展，已经在非税领域取得长足发展，一方面降低了税控领域的降价风险（事实上，降价风险目前已经释放），另一方面，在非税领域的发展，为公司未来市场化竞争奠定了坚实基础。

表 2：公司分类产品收入及毛利（2013 年）

（百万元）	主营收入	占收入比例	毛利	毛利占比	毛利率
增值税防伪税控系统及配套设备	2786.76	16.81	1248.79	45.47%	44.81%
税控收款机	130.57	0.79	71.48	2.60%	54.74%
IC 卡片	267.45	1.61	107.54	3.92%	40.21%
网络、软件与系统集成	4125.98	24.88	944.7	34.40%	22.90%
渠道销售	8620.62	51.99	216.34	7.88%	2.51%
其他	582.81	3.51	157.51	5.74%	27.03%
合计	16514.19	99.59	2746.35	100.00%	16.63%

资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 25：航天信息 2010~2013 年各业务占比，增值税防伪税控业务占比逐年降低



资料来源：中国银河证券研究部

（二）税控设备降价风险短期已低，营改增将带来增量

2014 年 7 月 14 日，国家税务总局发布《国家税务总局关于停止发售金税卡、IC 卡等税控专用设备有关问题的公告》，公告要求从 8 月 1 日开始，增值税防伪税控系统全部金税盘、报税盘专用设备，停止发售金税卡、IC 卡等税控专用设备，原使用金税卡、IC 卡的纳税人并不要求立即替换，仍可继续使用金税卡和 IC 卡设备。

由于过去防伪税控设备价格 1416 元，更换新的设备价格为 720 元，等于大幅降价。根据公司年初预计，降价调整将影响公司 2014 年的收入约 1.74 亿元。这次降价之后，预计短期内，

降价风险降为极低。

我们建议，投资者需要理性看待防伪税控卡价格调整。历史上防伪税控卡价格下调都伴随着推广力度加大，因此最终结果是上市公司反而受益。从技术成本角度看，作为IT产品的防伪税控卡的成本下降，可以弥补价格下降带来的损失。

表 3：公司历史上增值税防伪税控设备价格及变动情况

(元)	价格	降价金额	降价幅度
2000 年 10 月以前	1,733		
2000 年 10 月-2006 年 7 月	1,555	178	10.30%
2006 年 8 月-2014 年 8 月	1,416	139	8.90%
2014 年 8 月-今	720	696	49.15%

资料来源：中国银河证券研究部

表 4：2014 年 8 月增值税税控设备价格调整情况

2014 年 8 月 1 日前	价格（元）	2014 年 8 月 1 日后	价格（元）
金税卡	1188	USB 金税盘	490
税控 IC 卡	79	报税盘	230
税控读卡器	149		
专用设备合计	1416	专用设备合计	720
服务费	370	服务费	330

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

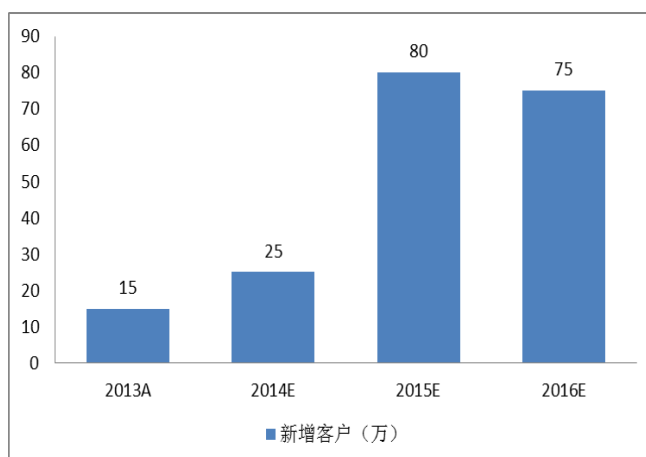
具体到 2014 年，由于新增营改增用户大约 25 万，带来收入约 1.8 亿元，基本弥补了降价对当年收入的影响。展望 2015 年，按照国家推进营改增的计划进程，2015 年将实现全覆盖，这其中包括目前尚未纳入的生活性服务业、建筑业、房地产业和金融业。生活性服务业包括餐饮业、住宿业、医疗教育、家政服务业、洗染业、美发美容业、沐浴业、人像摄影业、维修服务业和再生资源回收业等，随着这些行业的全面覆盖，增值税防伪税控的市场规模将大幅提升。

图 26：中国网购网民数量 2013 年已经突破 3 亿



资料来源：中国银河证券研究部

图 27：营改增新增客户数量预测



资料来源：中国银河证券研究部

图 28：2012~2014 年营改增推进进程

时间	试点区域	纳入营改增的行业 (红色字为新纳入的行业)
2012年1月1日	上海市	> 交通运输业(不包括铁路运输) > 部分现代服务业(包括研发和技术服务、信息技术服务、文化创意服务、物流辅助服务、有形动产租赁服务、鉴证咨询服务)
2012年9月1日	北京市	
2012年10月1日	江苏省、安徽省	
2012年11月1日	福建省、广东省	> 交通运输业(不包括铁路运输) > 部分现代服务业(包括研发和技术服务、信息技术服务、文化创意服务、物流辅助服务、有形动产租赁服务、鉴证咨询服务、 广播影视服务)
2012年12月1日	天津市、浙江省、湖北省	
2013年8月1日	全国范围内	> 交通运输业(不包括铁路运输) > 部分现代服务业(包括研发和技术服务、信息技术服务、文化创意服务、物流辅助服务、有形动产租赁服务、鉴证咨询服务、 广播影视服务)
2014年1月1日	全国范围内	> 交通运输业(包括铁路运输) > 部分现代服务业(包括研发和技术服务、信息技术服务、文化创意服务、物流辅助服务(包括收派服务)、有形动产租赁服务、鉴证咨询服务、广播影视服务) > 邮政业
2014年6月1日	全国范围内	> 交通运输业(包括铁路运输) > 部分现代服务业(包括研发和技术服务、信息技术服务、文化创意服务、物流辅助服务(包括收派服务)、有形动产租赁服务、鉴证咨询服务、广播影视服务) > 邮政业 > 电信业

资料来源：互联网

(三) 自主可控背景下，公司非税业务成长性可期，金融、物联网将成为新增长点

非税业务是公司打开成长空间的重要部分，公司已经提出“创建国际一流 IT 企业集团”的战略目标，按照转型升级战略规划，到 2020 年，公司将具备千亿元级的关联资源控制能力，实现非税业务利润贡献率超过 70%，形成金税产业、金融支付产业、物联网技术及应用产业三大支柱性产业并重的产业格局，国际化经营收入占比达到 20%，在国外多个国家或地区建立行业应用案例。

在实施中，公司推行“分业经营、板块管理、平台运作”模式，将部门架构重新划分为“3+1+1+N”，即金税、金融支付和物联网 3 个重点产业本部、1 个研究院、1 个服务平台、1 个基地和 N 个专业公司。

在自主可控以及信息化不断深入各行业的背景下，公司“国家队”的属性带来的客户资源，以及深耕多年信息化积累的行业经验，未来在非税领域将迎来较高增速的增长。

另一方面，国企改革浪潮汹涌而至，公司背靠具有军方背景的航天科工集团，在国企改革大潮下，有望注入新的活力。

四、盈利预测与投资建议

公司占据 500 家优质企业客户资源及较完备的财税大数据资源,拥有遍布全国的线下营销服务网络,电子发票占据 B2B2C 入口,在企业互联网时代,将迎来价值重估。

我们预计公司 14-16 年 EPS 为 1.31/1.58/1.85 元,相对应 PE23/19/16 倍。公司站在风口极具转型升级潜力,相较同类上市公司,目前估值已低,予以强烈推荐。

表 5: 可比上市公司估值

公司代码	上市公司	EPS				PE				总市值
		2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	
600570. SH	恒生电子	0.52	0.60	0.78	0.99	112.80	98.60	75.61	59.36	363.76
002405. SZ	四维图新	0.15	0.21	0.29	0.40	124.23	91.22	65.58	47.21	130.85
600718. SH	东软集团	0.33	0.36	0.44	0.53	50.78	47.47	38.51	31.80	207.71
002368. SZ	太极股份	0.64	0.84	1.08	1.33	72.04	55.49	43.08	34.78	132.79
000555. SZ	神州信息	0.56	0.70	1.02	1.46	75.46	61.09	41.59	29.14	187.47
002153. SZ	石基信息	1.16	1.43	1.78	2.20	63.13	51.47	41.19	33.42	222.57
600588. SH	用友软件	0.47	0.55	0.69	0.87	55.25	47.02	37.52	29.87	299.78
000977. SZ	浪潮信息	0.30	0.58	0.92	1.37	136.64	71.28	44.89	30.13	197.61
600271. SH	航天信息	1.18	1.31	1.58	1.85	26.03	23.51	19.49	16.65	298.63
002152. SZ	广电运通	0.79	0.97	1.18	1.48	28.17	22.92	18.72	14.93	198.62
002065. SZ	东华软件	0.51	0.70	0.93	1.21	37.64	27.28	20.58	15.89	291.04

股价表现的催化剂:

- (1) 可转债发行公告发布;
- (2) 收并购公司完善产业链布局预期;
- (3) 商业模式升级动作;
- (4) 电子发票试点扩大;
- (5) 国企改革预期;
- (6) 营改增进一步推广或降标;
- (7) 第二批特一级资质认定通过。

主要风险因素:

- (1) 商业模式升级受阻;
- (2) 经济增长减速下,营改增扩容数量低于预期;
- (3) 国企改革进程慢于预期。

表 6：航天信息（600271）财务报表预测（百万元）

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	4636.9	5141.4	6324.0	7639.7	9241.6	营业收入	14525.3	16582.5	19280.2	22643.8	25112.0
应收票据	124.1	136.8	159.1	186.9	207.2	营业成本	11931.3	13781.7	16330.3	18952.8	20842.9
应收账款	688.5	683.4	794.6	933.2	1034.9	营业税金及附加	117.8	80.8	93.9	110.3	122.3
预付款项	450.8	963.9	1571.8	2277.4	3053.4	销售费用	298.3	386.9	449.2	543.5	602.7
其他应收款	100.3	183.0	212.8	249.9	277.2	管理费用	736.3	711.8	877.2	1132.2	1255.6
存货	791.6	759.5	900.0	1044.5	1148.7	财务费用	-43.2	-58.4	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	136.3	1.8	-174.5	-394.4	-555.8	资产减值损失	27.3	30.4	30.4	30.4	30.4
长期股权投资	64.6	63.7	63.7	63.7	63.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	746.7	754.8	259.4	233.1	209.4	投资收益	10.7	12.6	298.0	300.6	303.1
在建工程	41.9	134.8	26.0	30.5	35.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1468.3	1661.9	1797.1	2175.2	2561.2
无形资产	150.5	192.5	28.5	19.0	9.5	营业外收支净额	131.9	126.1	154.2	181.2	200.9
长期待摊费用	25.9	23.8	6.1	4.1	2.0	税前利润	1600.2	1788.0	1951.4	2356.4	2762.1
资产总计	8199.1	9298.0	10313.9	12430.1	14869.5	减：所得税	235.7	295.0	321.9	388.7	455.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	1364.5	1493.1	1629.5	1967.6	2306.5
应付票据	97.5	330.5	391.6	454.5	499.8	归属于母公司的净利润	1018.0	1092.5	1207.0	1457.5	1708.4
应付账款	609.1	604.7	706.7	820.2	901.9	少数股东损益	346.5	400.5	422.5	510.2	598.0
预收款项	796.5	847.9	907.6	977.8	1055.7	基本每股收益	1.10	1.18	1.31	1.58	1.85
应付职工薪酬	118.8	130.3	130.3	130.3	130.3	稀释每股收益	1.10	1.18	1.31	1.58	1.85
应交税费	171.2	180.1	180.1	180.1	180.1	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他应付款	74.6	102.3	102.3	102.3	102.3	成长性					
其他流动负债	67.8	27.5	-25.4	-91.2	-139.6	营收增长率	25.9%	14.2%	16.3%	17.4%	10.9%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	5.6%	12.5%	-5.7%	24.6%	20.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	3.1%	7.3%	10.5%	20.8%	17.2%
负债合计	1987.1	2255.5	2398.7	2547.2	2680.2	盈利性					
股东权益合计	6212.0	7042.5	8125.7	9489.9	11067.6	销售毛利率	17.9%	16.9%	15.3%	16.3%	17.0%
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	销售净利率	7.0%	6.6%	6.3%	6.4%	6.8%
净利润	1364	1493	1629	1968	2306	ROE	16.4%	15.5%	14.9%	15.4%	15.4%
折旧与摊销	64	65	67	68	70	ROIC	19.79%	19.22%	15.72%	16.76%	17.27%
经营活动现金流	1156	1285	915	1050	1339	估值倍数					
投资活动现金流	26	-6	268	266	263	PE	27.9	26.0	23.6	19.5	16.6
融资活动现金流	-358	-495	0	0	0	P/S	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1
现金净变动	824	783	1183	1316	1602	P/B	4.6	4.0	3.5	3.0	2.6
期初现金余额	4246	4637	5141	6324	7640	股息收益率	1.4%	1.9%	1.9%	2.1%	2.6%
期末现金余额	5070	5420	6324	7640	9242	EV/EBITDA	16.3	14.4	14.7	11.5	9.2

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 消费互联网中美对比差距并不悬殊	4
图 2: 企业互联网中美对比远远落后美国	4
图 3: 企业信息化迈入互联网化	5
图 4: 企业互联网化是企业信息化在新形势下的新阶段	6
图 5: 2013 年中国企业互联网化市场规模已逾千亿	6
图 6: 2012 年中国企业互联网化细分行业占比	6
图 7: 企业互联网化与消费互联网的区别	7
图 8: 企业互联网决胜三要素: 用户、数据、渠道	7
图 9: 企业互联网化实现路径与规则	8
图 10: 航天信息在企业互联网时代面临价值重估	8
图 11: 航天信息企业税务会计软件产品功能模块	9
图 12: 具有“互联网化”平台运营模式的 AOS 开发平台	10
图 13: 航信 Aisino A3\A6\A8 系列产品不同客户群	10
图 14: 过去企业信息化时代 Aisino A8 提供的企业管理功能	11
图 15: 航天信息可借助“最懂税的企业信息化”切入并升级到企业互联网领域	11
图 16: 航天信息财税一体化的工业企业数据概要图	12
图 17: 航天信息如转型企业互联网可能的变现模式	13
图 18: 企业互联网相较个人互联网特征不同	13
图 19: 多方利益驱动电子发票发展	14
图 20: 中国网络购物市场高速发展	15
图 21: 中国网购网民数量 2013 年已经突破 3 亿	16
图 22: 中国网民规模和互联网普及率加速发展	16
图 23: 我国电子发票推进阶段预测	17
图 24: 我国电子发票推进阶段预测	18
图 25: 航天信息 2010~2013 年各业务占比, 增值税防伪税控业务占比逐年降低	19
图 26: 中国网购网民数量 2013 年已经突破 3 亿	20
图 27: 营改增新增客户数量预测	20
图 28: 2012~2014 年营改增推进进程	21

表 格 目 录

表 1: 航天信息以税为切入点切入企业管理各个环节	10
表 2: 公司分类产品收入及毛利 (2013 年)	19
表 3: 公司历史上增值税防伪税控设备价格及变动情况	20
表 4: 2014 年 8 月增值税税控设备价格调整情况	20
表 5: 可比上市公司估值	22
表 6: 航天信息 (600271) 财务报表预测 (百万元)	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

吴砚靖，沈海兵，计算机行业证券分析师。2 人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn