



## 中国：软件

## 投资建议：

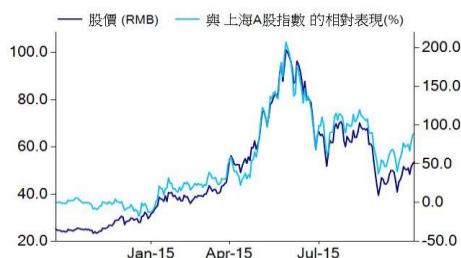
买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅: **41.6%**日期 **2015/09/29**

收盘价	RMB52.96
十二个月目标价	RMB75.00
前次目标价	RMB100.00
上海A股指数	3,182.1

公司简介：航天信息为中国系统整合与软件服务供货商，并销售电子/电信/税务相关设备。

## 股价相对上海A股指数表现



市值	<b>RMB49,577.4 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB1,069.9 百万元</b>
总股本数(百万股)	<b>923.4</b>
流通A股股数比例	<b>100.0%</b>
自由流通股数比例	<b>52.8%</b>
大股东: 持股比率	<b>中国航天科工集团, 40.2%</b>
净负债比率	<b>(70.5%)</b>
每股净值(2015F)	<b>RMB8.13</b>
市净率(2015F)	<b>6.51 倍</b>

## 简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	16,582	19,959	22,740	26,269
营业利润 **	1,621	1,951	2,562	3,137
税后净利润 *	1,093	1,148	1,620	2,000
每股收益(元)	1.18	1.24	1.75	2.17
每股收益年增长率(%)	7.3	5.0	41.1	23.5
每股股利(元)	0.60	0.63	0.89	1.10
市盈率(倍)	44.8	42.6	30.2	24.4
股利收益率(%)	1.1	1.2	1.7	2.1
净资产收益率(%)	16.5	15.2	19.2	21.4

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

## 信息更新：

- ▶ 航天信息设立子公司，征信事业变现再迈进一步。
- ▶ 航天信息透过收购浙江航天电子信息产业有限公司取得第三方支付牌照。

## 本中心观点：

- ▶ 本中心看好航天信息的数据服务与互联网金融题材，并预期近期征信领域的进展可望带动股价突出表现。
- ▶ 本中心认为近期因A股整体市场波动引起的股价修正应已过度反应。

航天信息 (**600271 CH**)

## 互联网银行业务策略得宜

**重申买入，目标价调降至人民币 75 元：**9月 29 日航天信息针对征信与金融支付事业发布多项公告。本中心持续看好公司的数据服务与互联网金融题材，预期近期征信领域的进展可望带动股价突出表现。自本中心 3 月 20 日发布报告、预期大数据题材带动投资价值提升以来，航天信息的股价走势超越上证指数 24%。本中心认为近期因 A 股整体市场波动引起的股价修正应已过度反应，建议投资人于目前价位买入该股。

- ▶ **征信事业变现迈进一大步：**航天信息公告设立爱信诺征信有限公司，未来将侧重于企业征信业务。如先前的[深度报告](#)所述，航天信息在新兴的征信产业具备竞争力，主要因公司：1) 拥有独特且极具价值的中小企业税务数据库；2) 与银行关系紧密；3) 征信平台取得进展。设立子公司后，本中心认为航天信息将取得企业征信牌照，数据服务事业短时间将能变现。
- ▶ **透过并购取得第三方支付牌照：**航天信息公告将收购浙江航天电子信息产业有限公司 51% 股权，以获得第三方支付牌照。近期航天信息亦开发在线平台「航天财信」，并引进天弘基金管理公司策略联盟，为企业客户提供现金管理服务。本中心认为航天信息收购第三方支付牌照之举，有利于其深度挖掘其广大中小企业客户的客户数据库，透过提供企业支付、征信、现金管理等服务，可望进一步强化其互联网银行事业的多元布局与发展。
- ▶ **目标价自人民币 100 元调降至 75 元，**以反映较高的加权平均资金成本假设值，但 2015/16/17 年每股收益估值维持不变(参见第 2 至第 4 页)。

## 报告分析师:

苏 育慧

+86 2 3518 7963

claire.su@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

陈 瑛琰

+86 2 3518 7922

tiffany.sw.chen@yuanta.com

## 分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

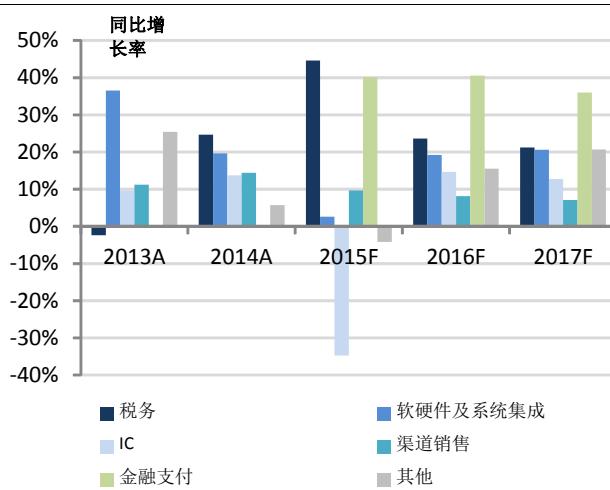
# 调整盈利预估与估值

## 盈利预估维持不变

本中心 2015/16/17 年预估每股收益维持不变，系因本中心既有模型已反映航天信息金融支付业务强劲盈利增长潜力，并已于先前报告中指出。我们估计金融支付业务营收将于 2015/16/17 年分别同比增长 40%/41%/36%，并分别贡献当年度总营收的 3.3%/4.0%/4.7%。

再考虑税务业务与软件/系统整合业务的稳健增长，我们预估 2015/16/17 年总营收将同比增长 14%/16%/15%。考虑同期间毛利率可望扩张，本中心 2015/16/17 年预估每股收益分别为人民币 1.75/2.17/2.71 元，隐含同比增长率 41%/24%/25%。

图 1：航天信息各项业务同比增长率



资料来源：公司资料、元大

图 2：航天信息营收分布



资料来源：公司资料、元大

图 3：航天信息 - 季度与年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2014A	2Q2014A	3Q2014A	4Q2014A	FY2014A	1Q2015A	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F
营业收入	3,392	4,723	5,260	6,584	19,959	3,629	5,625	5,857	7,628	22,740
销货成本	(2,714)	(3,843)	(4,482)	(5,565)	(16,604)	(2,862)	(4,507)	(4,899)	(6,313)	(18,427)
营业毛利	678	879	778	1,020	3,355	767	1,118	958	1,315	4,159
营业费用	(253)	(284)	(318)	(548)	(1,404)	(303)	(366)	(340)	(587)	(1,596)
营业利润	425	595	460	471	1,951	464	752	619	727	2,562
业外利益	24	(3)	49	41	111	54	80	14	14	161
税前净利润	449	592	509	512	2,062	518	832	633	741	2,724
少数股东权益	(99)	(139)	(149)	(138)	(524)	(110)	(189)	(144)	(161)	(603)
所得税费用	(74)	(97)	(89)	(130)	(390)	(90)	(145)	(111)	(156)	(501)
归属母公司税后净利润	275	357	271	245	1,148	319	498	378	425	1,620
稀释每股收益(人民币)	0.30	0.39	0.29	0.27	1.24	0.35	0.54	0.41	0.46	1.75
加权平均股数	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
<b>重要比率 (%)</b>										
营业毛利率	20.0%	18.6%	14.8%	15.5%	16.8%	21.1%	19.9%	16.4%	17.2%	18.3%
营业利润率	12.5%	12.6%	8.7%	7.2%	9.8%	12.8%	13.4%	10.6%	9.5%	11.3%
税前净利润率	13.2%	12.5%	9.7%	7.8%	10.3%	14.3%	14.8%	10.8%	9.7%	12.0%
有效所得税率	16.6%	16.4%	17.5%	25.3%	18.9%	17.3%	17.4%	17.5%	21.0%	18.4%
<b>季增率(%)</b>										
营业收入	(41.8%)	39.2%	11.4%	25.2%	20.4%	(44.9%)	55.0%	4.1%	30.2%	13.9%
营业利润	23.9%	40.0%	(22.8%)	2.6%	20.3%	(1.5%)	61.9%	(17.7%)	17.6%	31.3%
税后净利润	10.4%	29.5%	(24.1%)	(9.5%)	5.0%	30.2%	56.1%	(24.0%)	12.2%	41.1%
稀释每股收益	10.39%	29.50%	(24.12%)	(9.55%)	5.04%	30.24%	56.14%	(24.00%)	12.22%	41.13%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大投顾汇整之历史数据

## 估值方式

本中心目标价人民币 75 元，系根据现金流量折现法与预期市盈率估值法推估，取平均值而得，隐含 2015/16/17 年预估市盈率 43/35/28 倍。

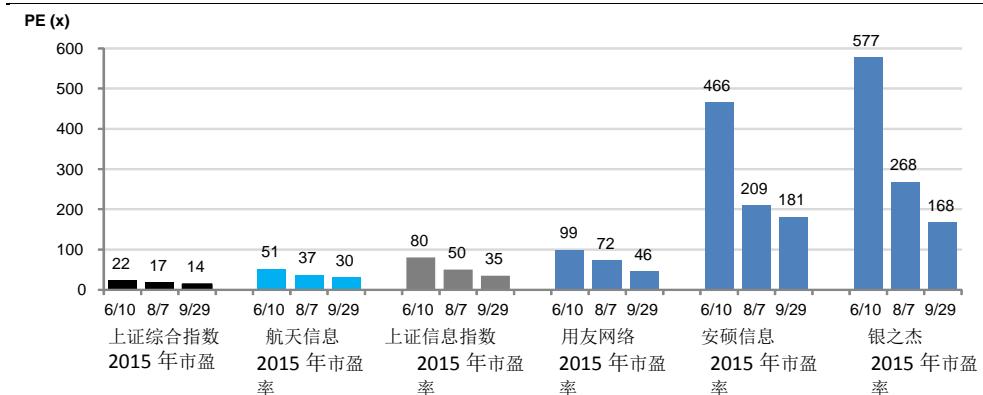
图 4：估值与目标价调整

	现金流量折现估值法目标价	市盈率估值法目标价	权重相等之最终目标价
前次	123	78	100
本次	97	53	75
差异	-21%	-33%	-25%

资料来源：公司资料

► **市盈率估值：**我们以目标市盈率 30 倍乘上本中心 2015 年预估每股收益，得出市盈率目标价每股人民币 53 元。我们将目标市盈率从先前的 45 倍下调至 30 倍，以反映市场因忧虑政府管制趋严，导致中国软件产业整体估值降低。本中心新目标市盈率倍数 30 倍，较上证信息指数折价 14%；上证信息指数市盈率估值已由六月中高点 80 倍，降至目前的 35 倍（参见图 5）。本中心给予航天信息 14% 的折价，系因其增长较缓的渠道销售业务占公司营收的 48%。我们认为由航天信息 2014–17 年预估每股收益年复合增长率 30% 看来，给予目标倍数 30 倍系属合理。

图 5：中国软件产业投资价值已自六月中高点下修



资料来源：WIND、Bloomberg、元大

► **现金流量折现估值法：**本中心现金流量折现估值模型所推算出的目标价为每股人民币 97 元，隐含 2015/16 年预估市盈率 55/45 倍。主要估值参数包括：1) 股权 beta 值 0.89，系取 Bloomberg 推算的两年航天信息 beta 值而得；2) 无风险利率 3.0%，相当于中国 10 年期国债殖利率；3) 中国股票市场风险溢酬 9.0%，与 Bloomberg 数据相当；4) 长期负债比 0.4%，相当于三年平均长期负债比；5) 加权平均资金成本 11.0% (Bloomberg 推算之加权平均资金成本为 10.9%)；及 6) 终期增长率 5%。

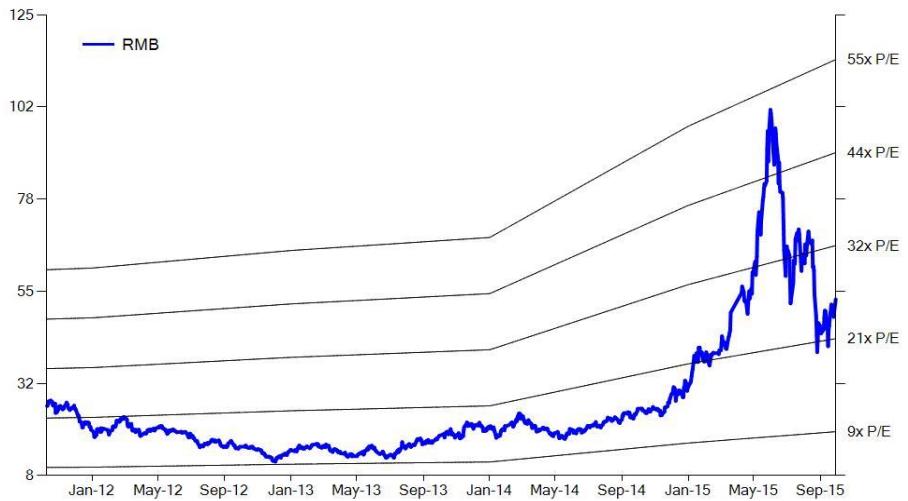
本中心将加权平均资金成本由 9.8% 上调至 11.0%，主要系因 1) Bloomberg beta 值提高(由 8 月初的 0.8 提高至目前的 0.89)，系因航天这样的高市盈率个股在市场波动时，股价反应更大；2) 中国股票市场风险溢酬由 4 月的 8.5% 提高至目前的 9.0%，以反映中国股市历经 6 月至 8 月的大幅下挫后，A 股整体市场波动性提高。考虑加权平均资金成本由 9.8% 上调至 11.0%，本中心现金流量折现目标价由人民币 123 元下修至 97 元。现金流量折现估值法细节请见图 6。

**图 6：航天信息 - 现金流量折现法**

现金流量折现 (人民币百万)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 & beyond
营业收入	22,740	26,269	30,281	34,521	38,910	43,357	47,754	51,984	55,920	59,435	62,406
税前息前折旧摊销前净利	2,710	3,284	4,105	4,927	5,806	6,719	7,631	8,503	9,292	9,956	11,049
税后营业净利	2,209	2,739	3,428	3,994	4,708	5,448	6,187	6,894	7,534	8,072	8,959
自由现金流量	2,094	2,407	3,278	3,894	4,608	5,348	6,087	6,794	7,434	7,972	139,989
自由现金流量现值	2,094	2,169	2,661	2,849	3,038	3,176	3,258	3,277	3,231	3,122	60,834
终期价值											139,989
公司股权价值											89,708
现金流量折现法目标价(人民币)											97
市盈率目标价 (人民币)											53
<b>目标</b>											<b>75</b>
<hr/>											
<b>加权平均资金成</b>											
无风险利率											3.0%
股权风险溢价											9.0%
股权 beta 值											0.89
权益资金成本											11.0%
负债成本(税前)											4.1%
边际税率											19%
目标负债比											0.4%
<b>加权平均资金成</b>											<b>11.0%</b>

资料来源：元大

图 7：航天信息 - 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 8：航天信息 - 12 个月预期股价净值比区间图



资料来源：公司资料、元大

### 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	4,637	5,141	5,488	6,295	7,962
存货	792	760	970	949	1,256
应收帐款及票据	813	820	1,134	1,092	1,479
其他流动资产	693	1,171	1,112	1,489	1,516
<b>流动资产</b>	<b>6,934</b>	<b>7,892</b>	<b>8,704</b>	<b>9,826</b>	<b>12,213</b>
长期投资	206	199	194	209	1,717
固定资产	789	890	1,089	1,063	1,020
什项资产	270	317	651	651	651
<b>其他资产</b>	<b>1,265</b>	<b>1,406</b>	<b>1,934</b>	<b>1,923</b>	<b>3,388</b>
<b>资产总额</b>	<b>8,199</b>	<b>9,298</b>	<b>10,638</b>	<b>11,749</b>	<b>15,600</b>
应付帐款及票据	707	935	919	1,139	1,225
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	1,230	1,212	1,511	1,591	1,992
<b>流动负债</b>	<b>1,936</b>	<b>2,147</b>	<b>2,430</b>	<b>2,729</b>	<b>3,217</b>
长期借款	0	0	42	54	2,432
其他负债及准备	51	109	117	117	117
<b>长期负债</b>	<b>51</b>	<b>109</b>	<b>159</b>	<b>172</b>	<b>2,549</b>
<b>负债总额</b>	<b>1,987</b>	<b>2,255</b>	<b>2,589</b>	<b>2,901</b>	<b>5,766</b>
股本	923	923	923	923	923
资本公积	206	206	215	215	215
保留盈余	4,285	4,980	5,574	6,372	7,359
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>归属母公司之权益</b>	<b>5,414</b>	<b>6,110</b>	<b>6,712</b>	<b>7,511</b>	<b>8,498</b>
<b>少数股权</b>	<b>798</b>	<b>933</b>	<b>1,337</b>	<b>1,337</b>	<b>1,337</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>6,212</b>	<b>7,043</b>	<b>8,049</b>	<b>8,848</b>	<b>9,834</b>

资料来源：公司资料、元大

### 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	14,525	16,582	19,959	22,740	26,269
销货成本	(12,049)	(13,862)	(16,604)	(18,427)	(21,169)
<b>营业毛利</b>	<b>2,476</b>	<b>2,720</b>	<b>3,355</b>	<b>4,159</b>	<b>4,916</b>
营业费用	(1,035)	(1,099)	(1,404)	(1,596)	(1,779)
<b>营业利润</b>	<b>1,442</b>	<b>1,621</b>	<b>1,951</b>	<b>2,562</b>	<b>3,137</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(43)	(58)	(65)	(49)	(72)
利息收入净额	(43)	(58)	(65)	(49)	(72)
投资利益(损失)净额	11	13	5	15	8
其他业外收入(支出)净额	191	213	171	196	232
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,600	1,788	2,062	2,724	3,305
所得税费用	(236)	(295)	(390)	(501)	(545)
少数股权净利	(346)	(401)	(524)	(603)	(759)
归属母公司之净利	1,018	1,093	1,148	1,620	2,000
税前息前折旧摊销前净利	1,542	1,722	2,083	2,710	3,284
每股收益 (RMB)	1.10	1.18	1.24	1.75	2.17
每股收益 - 调整员工分红 (RMB)	1.10	1.18	1.24	1.75	2.166

资料来源：公司资料、元大

### 主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	25.9	14.2	20.4	13.9	15.5
营业利润	5.6	12.5	20.3	31.3	22.4
税前息前折旧摊销前净	5.4	11.6	21.0	30.1	21.2
税后净利润	3.1	7.3	5.0	41.1	23.5
每股收益	3.13	7.32	5.04	41.13	23.50
<b>盈利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	17.0	16.4	16.8	18.3	18.7
营业利润率	9.9	9.8	9.8	11.3	11.9
税前息前	10.6	10.4	10.4	11.9	12.5
折旧摊销前净利率	7.0	6.6	5.7	7.1	7.6
资产报酬率	17.7	17.1	16.8	19.9	20.2
净资产收益率	17.4	16.5	15.2	19.2	21.4
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	0.0	0.0	0.5	0.6	24.7
净现金(负债)权益比(%)	74.6	73.0	68.2	71.1	81.0
利息保障倍数(倍)	38.0	31.6	32.7	56.5	46.9
利息及短期债	38.0	31.6	32.7	56.5	46.9
现金流量对利息保障倍数(倍)	28.8	22.9	24.9	47.7	37.0
现金流量对利息及短期债保障倍数(倍)	28.8	22.9	24.9	47.7	37.0
流动比率 (倍)	3.6	3.7	3.6	3.6	3.8
速动比率 (倍)	3.2	3.3	3.2	3.3	3.4
净负债 (RMB 百万元)	(4,637)	(5,141)	(5,446)	(6,240)	(5,530)
每股净值 (RMB)	5.86	6.62	7.27	8.13	9.20
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	48.0	44.8	42.6	30.2	24.4
股价自由现金流量比	46.2	44.1	50.9	22.0	46.0
市净率	9.0	8.0	7.3	6.5	5.8
股价税前息前折旧摊销前净利比	31.7	28.4	23.5	18.0	14.9
股价营收比	3.4	2.9	2.5	2.2	1.9

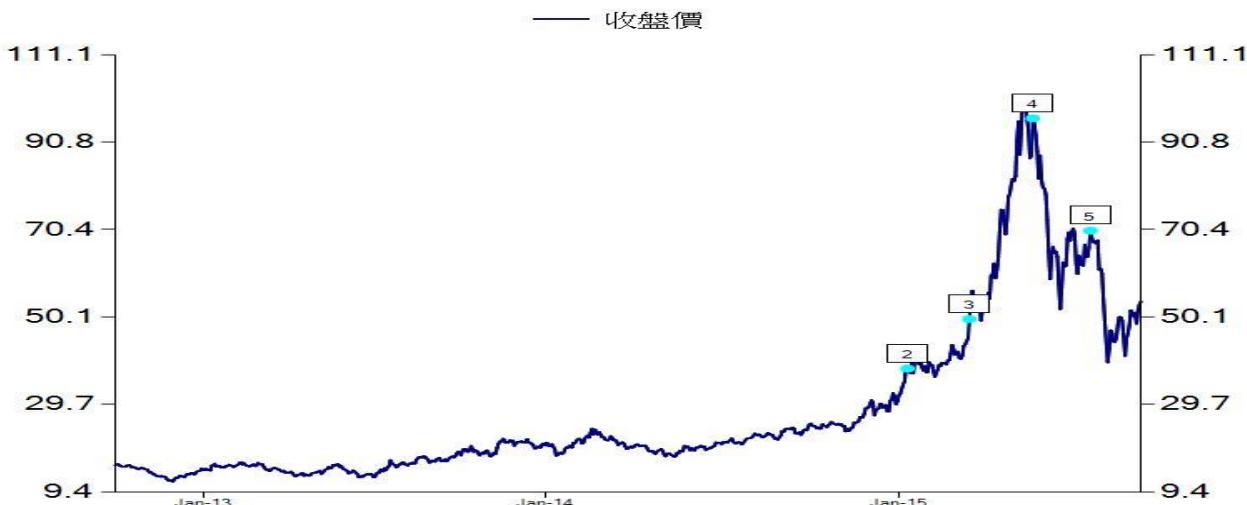
资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 航天信息 (600271 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/10/26	24.88	30.00	30.00	买入	苏育慧
2	2015/01/13	38.65	45.00	45.00	买入	苏育慧
3	2015/03/20	45.08	60.00	60.00	买入	苏育慧
4	2015/06/10	87.55	130.00	130.00	买入	苏育慧
5	2015/08/10	66.45	100.00	100.00	买入	苏育慧

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计：	417	100%

资料来源: 元大投顾

### 投资评级说明

**买入:** 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业:** 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业:** 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出:** 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中:** 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级:** 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之內容取材自本公司认可之資料來源，但并不保证其完整性或正确性。報告內容并非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本報告仅提供一般信息，文中所載信息或任何意見，并不构成任何买卖證券或其他投資目標之要約或要約之引誘。報告數據之刊發仅供客戶一般傳閱用途，并非意欲提供專屬之投資建議，亦无考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。对于投資本報告所討論或建議之任何證券、投資目標，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否适合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對數據之准确性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告并非（且不应解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為于該管轄區內從事證券經紀或交易之游說。

元大研究報告于美國僅发送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 號及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發布，在香港則由元大證券(香港)有限公司發布。元大證券(香港)系獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細數據之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本報告所載證券詳細數據之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大證券(香港)有限公司  
香港夏憲道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼