

中国：软件

2015 年 10 月 1 日

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**

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。

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

简明损益表(RMB 百万)

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

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：

陈琇玟

+86 2 3518 7922

tiffany.sw.chen@yuanta.com

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)。

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。

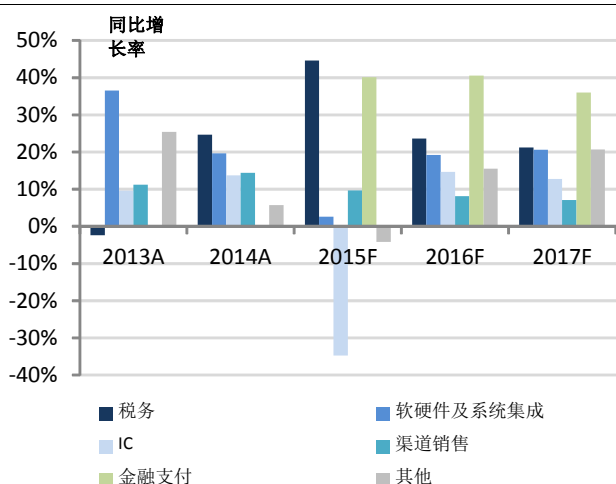
调整盈利预估与估值

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%。

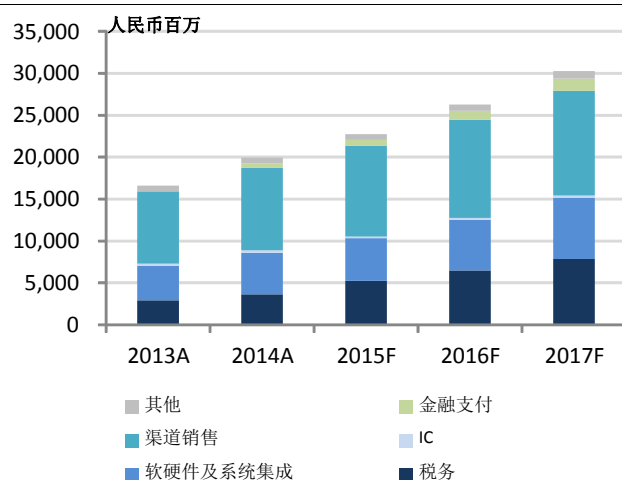
再考虑税务业务与软件/系统集成业务的稳健增长，我们预估 2015/16/17 年总营收将同比增长 14%/16%/15%。考虑同期间毛利率可望扩张，本中心 2015/16/17 年预估每股收益分别为人民币 1.75/2.17/2.71 元，隐含同比增长率 41%/24%/25%。

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
重要比率 (%)										
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%
季增率 (%)										
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。

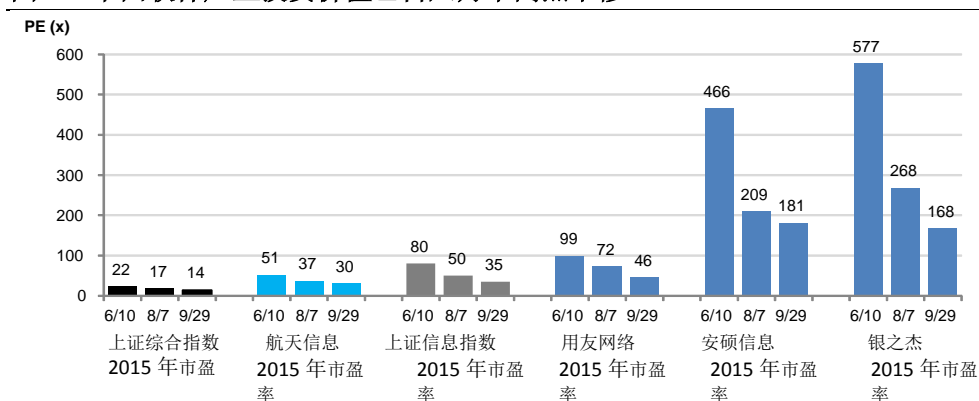
图 4：估值与目标价调整

	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价 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%。

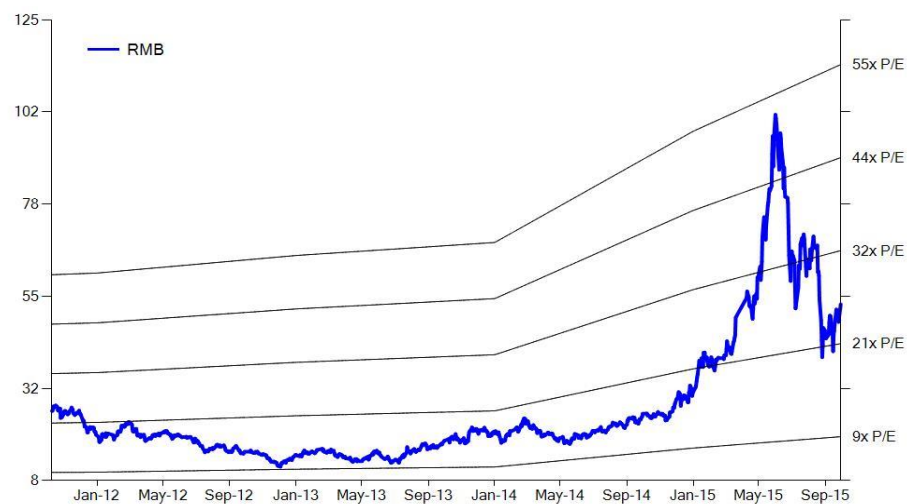
本中心将加权平均资金成本由 9.8%上调至 11.0%，主要系因 1) Bloomberg beta 值提高(由 8 月初的 0.8 提高至目前的 0.89)，系因航天这样的高市盈率个股在市场波动时，股价反应更大；2) 中国股票市场风险溢价由 4 月的 8.5% 提高至目前的 9.0%，以反映中国股市历经 6 月至 8 月的大幅下挫后，A 股整体市场波动性提高。考虑加权平均资金成本由 9.8%上调至 11.0%，本中心现金流量折现目标价由人民币 123 元下修至 97 元。现金流量折现估值法细节请见图 6。

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										
目标	75										
加权平均资金成											
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%										
加权平均资金成	11.0%										

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
流动资产	6,934	7,892	8,704	9,826	12,213
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
其他资产	1,265	1,406	1,934	1,923	3,388
资产总额	8,199	9,298	10,638	11,749	15,600
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
流动负债	1,936	2,147	2,430	2,729	3,217
长期借款	0	0	42	54	2,432
其他负债及准备	51	109	117	117	117
长期负债	51	109	159	172	2,549
负债总额	1,987	2,255	2,589	2,901	5,766
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
归属母公司之权益	5,414	6,110	6,712	7,511	8,498
少数股权	798	933	1,337	1,337	1,337
股东权益总额	6,212	7,043	8,049	8,848	9,834
资料来源：公司资料、元大					

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	1,364	1,493	1,672	2,223	2,760
折旧及摊提	101	101	132	148	148
本期营运资金变动	(211)	(243)	(182)	(16)	(232)
其他营业资产	(11)	(13)	(5)	(15)	(8)
营运活动之现金流量	1,244	1,338	1,618	2,340	2,667
资本支出	(148)	(178)	(289)	(67)	(50)
本期长期投资变动	46	19	10	0	(1,500)
其他资产变动	(82)	(70)	(377)	(54)	(54)
投资活动之现金流量	(185)	(229)	(656)	(122)	(1,604)
股本变动	(670)	(663)	(665)	(1,424)	(1,773)
本期负债变动	2	58	50	12	2,377
其他调整数	0	0	0	0	0
融资活动之现金流量	(668)	(605)	(615)	(1,412)	604
本期产生现金流量	391	504	347	807	1,667
自由现金流量	1,059	1,109	961	2,219	1,063
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)
营业毛利	2,476	2,720	3,355	4,159	4,916
营业费用	(1,035)	(1,099)	(1,404)	(1,596)	(1,779)
营业利润	1,442	1,621	1,951	2,562	3,137
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

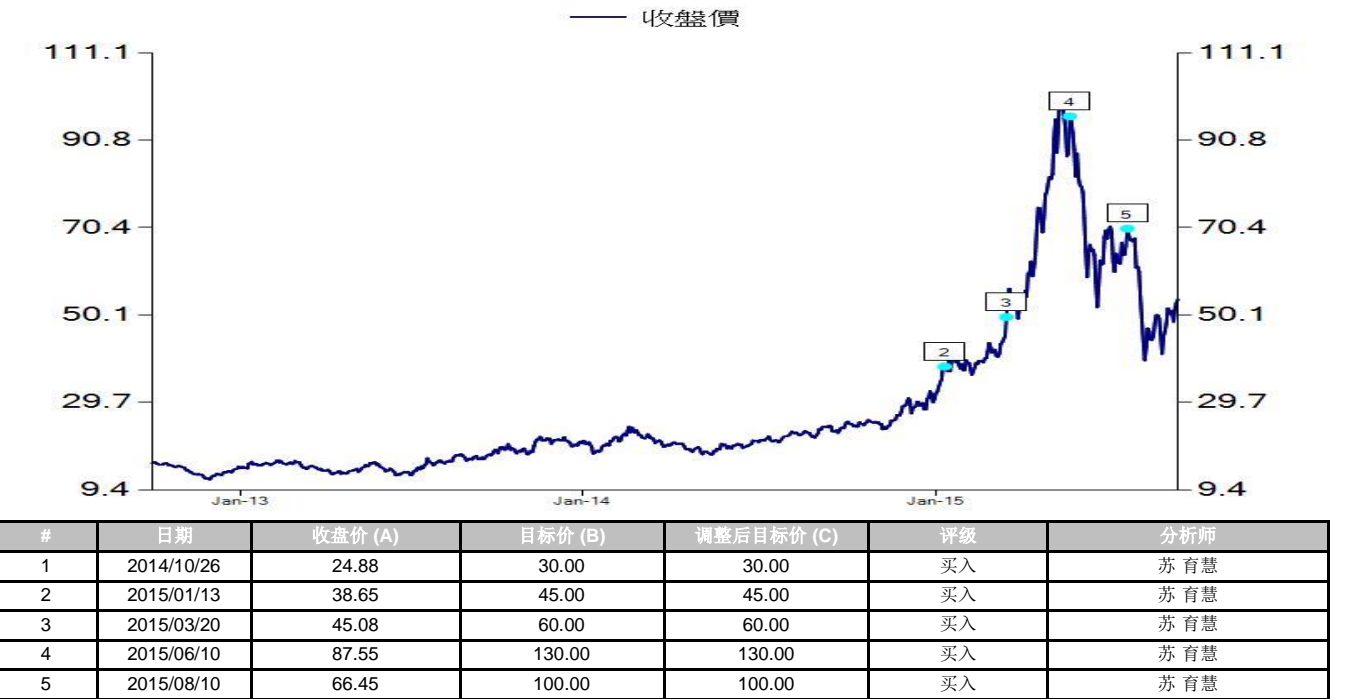
年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	25.9	14.2	20.4	13.9	15.5
营业利润	5.6	12.5	20.3	31.3	22.4
税前息前折旧摊销前净	5.4	11.6	21.0	30.1	21.2
税后净利润	3.1	7.3	5.0	41.1	23.5
每股收益	3.13	7.32	5.04	41.13	23.50
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	17.0	16.4	16.8	18.3	18.7
营业利润率	9.9	9.8	9.8	11.3	11.9
税前息前 折旧摊销前净利率	10.6	10.4	10.4	11.9	12.5
税后净利率	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
稳定/偿债能力分析					
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
评价指标 (倍)					
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



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。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，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。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼