

互联网战略投资者加持，大象慧云助力金融业务

投资要点

- 事件:** 航天信息董事会发布公告，经过董事会投资表决，同意子公司大象慧云通过产权交易所公开挂牌，以增资扩股的方式引入投资者的议案。
- 电子发票强强联合，大象起舞领跑市场:** 2015年下半年，电子发票配套政策逐渐落地。作为国家首批电子发票项目的承销商和研制单位，公司的电子发票解决方案覆盖全国36个省直辖市，服务企业1000万户，市占率高达70%，开出电子发票数量超过11亿份，服务商中位列第一。公司与京东集团共同出资成立大象慧云，同时拥有腾讯、金蝶、大账房、优识云创等有力合作伙伴，同时已经加入微信电子发票解决方案。
- 互联网战略投资者加持，电子发票布局日臻完善:** 据公司公告，大象慧云通过在产权交易所公开挂牌的方式征集一名具有互联网资源的外部投资者，以推动大象慧云电子发票及其增值业务在互联网领域的发展，并将按照每1元注册资本不低于3.97元的增资价格引入投资者，增资金额不低于3502.94万元，增资后外部投资者将持有大象慧云15%的股权，航信对其持股比例将由42%降至35.07%，仍为控股股东。
- 金融支付+电子发票，打造支付生态闭环:** 近年来，公司在金融支付领域进行密集外延布局，先后收购金融IC卡和POS机领域公司，16年并购德利多富WINCOR公司中国业务，金融科技产业链布局初步完成。金融电子支付及服务业务以POS机、IC卡等产品为基础，覆盖收单解决方案、自助服务解决方案等业务。税控盘业务把控千万级企业财税入口，同时大象慧云借由互联网企业平台资源，有望进一步整合C端数据及入口，支付体系趋于闭环。随着数据量的不断积累和大数据相关技术的不断深化，公司有望借由现有支付体系，衍生出新的业务，进一步强化现有体系。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2017-2019年营业收入年复合增速为11%，归母净利润年复合增速为7.42%，EPS分别为0.86元、0.88元、1.02元，对应的PE分别为27倍、27倍和23倍。据发改委要求，自今年8月1日起，税控盘单价下调59%、服务费下调15%，将直接影响公司未来几年的利润收入，考虑到税控业务是公司的主营业务，因此对公司未来几年的盈利预期做出调整，维持“增持”评级。
- 风险提示:** 电子发票平台落地或不达预期；并购企业业绩实现或不及承诺，后续业务或推进乏力；行业政策风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	25613.78	28749.64	31950.17	35031.53
增长率	14.43%	12.24%	11.13%	9.64%
归属母公司净利润(百万元)	1535.94	1599.37	1638.77	1903.60
增长率	-1.21%	4.13%	2.46%	16.16%
每股收益EPS(元)	0.82	0.86	0.88	1.02
净资产收益率ROE	20.01%	18.27%	16.12%	16.07%
PE	28	27	27	23
PB	3.95	3.46	2.98	2.56

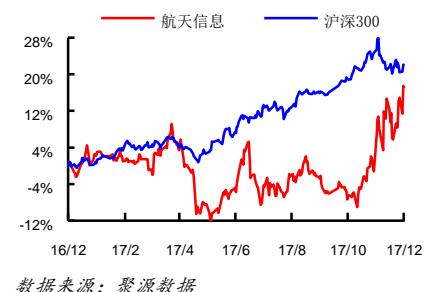
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongl@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	18.63
流通A股(亿股)	18.47
52周内股价区间(元)	17.9-23.48
总市值(亿元)	435.53
总资产(亿元)	191.07
每股净资产(元)	5.30

相关研究

- 航天信息(600271):龙头或乘小微东风，业绩腾飞有望持续 (2017-07-18)

关键假设：

- 假设 1：新接入纳税用户保持稳定增长，新增用户量未来三年保持 30%以上增速；
 假设 2：公司在税控业务方面保持稳定增长，公司增量用户占市场总增量比例不低于 2/3；
 假设 3：大象慧云业务进展顺利；
 假设 4：渠道分销业务的毛利不低于 3%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年主要业务收入成本如下表所示：

分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
渠道销售	收入	13886.6	15414.2	16339.0	17156.0
	增速	35.4%	11.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
网络、软件与系统集成	收入	5694.6	5979.3	6577.2	7235.0
	增速	1.8%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%
增值税防伪税控系统 及相关设备	收入	4360.9	4578.9	5036.8	5540.5
	增速	-8.0%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	55.1%	50.0%	40.0%	40.0%
金融支付	收入	1089.1	1960.3	2940.5	3822.6
	增速	125.0%	80.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	33.1%	30.0%	30.0%	30.0%
IC 卡	收入	330.5	347.1	364.4	382.6
	增速	2.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	34.7%	30.0%	30.0%	30.0%
其他主营业务	收入	214.0	428.0	641.9	834.5
	增速	-76.5%	100.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	19.4%	30.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	38.1	41.9	50.3	60.3
	增速	-52.2%	10.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	49.0%	66.0%	66.0%	66.0%
全部业务	收入	25613.78	28749.6	31950.2	35031.5
	增速	14.43%	12.2%	11.1%	9.6%
	毛利率	17.1%	16.3%	15.6%	16.2%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 11%，归母净利润年复合增速为 7.42%，EPS 分别为 0.86 元、0.88 元、1.02 元，对应的 PE 分别为 27 倍、27 倍和 23 倍。据发改委要求，自今年 8 月 1 日起，税控盘单价下调 59%、服务费下调 15%，将直接影响公司未来几年的利润收入，考虑到税控业务是公司的主营业务，因此对公司未来几年的盈利预期做出调整，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25613.78	28749.64	31950.17	35031.53	净利润	2208.96	2300.18	2356.85	2737.72
营业成本	21233.25	24057.81	26963.62	29346.01	折旧与摊销	180.39	139.73	139.73	139.73
营业税金及附加	85.15	95.57	106.21	116.46	财务费用	7.94	12.16	13.99	15.39
销售费用	527.43	592.00	657.90	721.35	资产减值损失	36.15	35.00	35.00	35.00
管理费用	1167.25	1373.49	1522.52	1658.62	经营营运资本变动	1274.64	-358.97	115.63	105.85
财务费用	7.94	12.16	13.99	15.39	其他	-721.74	-64.75	-38.42	-47.19
资产减值损失	36.15	35.00	35.00	35.00	经营活动现金流净额	2986.34	2063.35	2622.78	2986.49
投资收益	14.73	10.00	10.00	10.00	资本支出	-616.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1804.09	-90.00	-90.00	-90.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2420.77	-90.00	-90.00	-90.00
营业利润	2571.35	2593.61	2660.93	3148.70	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	199.05	241.06	247.60	237.33	长期借款	-42.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2770.40	2834.67	2908.53	3386.03	股权融资	924.20	0.00	0.00	0.00
所得税	561.44	534.49	551.68	648.31	支付股利	-470.94	-307.19	-319.87	-327.75
净利润	2208.96	2300.18	2356.85	2737.72	其他	-1463.00	-488.05	-3.99	-5.39
少数股东损益	673.02	700.81	718.08	834.12	筹资活动现金流净额	-1051.74	-795.24	-323.86	-333.15
归属母公司股东净利润	1535.94	1599.37	1638.77	1903.60	现金流量净额	-486.78	1178.11	2208.92	2563.34
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	8613.33	9791.45	12000.36	14563.71	成长能力				
应收和预付款项	2592.65	2923.02	3261.02	3564.31	销售收入增长率	14.43%	12.24%	11.13%	9.64%
存货	997.90	1160.81	1301.50	1424.45	营业利润增长率	15.13%	0.87%	2.60%	18.33%
其他流动资产	98.22	110.25	122.52	134.34	净利润增长率	3.24%	4.13%	2.46%	16.16%
长期股权投资	25.99	25.99	25.99	25.99	EBITDA 增长率	15.66%	-0.51%	2.52%	17.38%
投资性房地产	258.74	258.74	258.74	258.74	获利能力				
固定资产和在建工程	1146.31	1071.78	997.25	922.73	毛利率	17.10%	16.32%	15.61%	16.23%
无形资产和开发支出	1213.00	1150.97	1088.95	1026.92	三费率	6.65%	6.88%	6.87%	6.84%
其他非流动资产	2812.98	2909.80	3006.63	3103.46	净利率	8.62%	8.00%	7.38%	7.82%
资产总计	17759.11	19402.80	22062.96	25024.63	ROE	20.01%	18.27%	16.12%	16.07%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.44%	11.85%	10.68%	10.94%
应付和预收款项	3983.92	4035.95	4572.44	5051.25	ROIC	49.66%	49.00%	46.98%	54.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.77%	9.55%	8.81%	9.43%
其他负债	2737.51	2779.93	2866.63	2939.51	营运能力				
负债合计	6721.44	6815.88	7439.06	7990.76	总资产周转率	1.59	1.55	1.54	1.49
股本	1846.81	1862.85	1862.85	1862.85	固定资产周转率	25.23	29.71	35.77	42.80
资本公积	216.12	200.08	200.08	200.08	应收账款周转率	19.97	19.95	19.91	19.73
留存收益	6688.24	7980.42	9299.32	10875.16	存货周转率	22.80	20.96	20.85	20.56
归属母公司股东权益	9194.92	10043.35	11362.25	12938.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.09%	—	—	—
少数股东权益	1842.76	2543.57	3261.65	4095.77	资本结构				
股东权益合计	11037.68	12586.92	14623.90	17033.86	资产负债率	37.85%	35.13%	33.72%	31.93%
负债和股东权益合计	17759.11	19402.80	22062.96	25024.63	带息债务/总负债	30.95%	30.52%	27.97%	26.03%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	2.68	2.99	3.16	3.38
EBITDA	2759.68	2745.50	2814.64	3303.82	速动比率	2.46	2.75	2.91	3.13
PE	28.36	27.23	26.58	22.88	股利支付率	30.66%	19.21%	19.52%	17.22%
PB	3.95	3.46	2.98	2.56	每股指标				
PS	1.70	1.51	1.36	1.24	每股收益	0.82	0.86	0.88	1.02
EV/EBITDA	12.01	11.72	10.61	8.24	每股净资产	5.93	6.76	7.85	9.14
股息率	1.08%	0.71%	0.73%	0.75%	每股经营现金	1.60	1.11	1.41	1.60
					每股股利	0.25	0.16	0.17	0.18

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn