

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 20.80

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

电话:

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

联系人: 陈倩卉

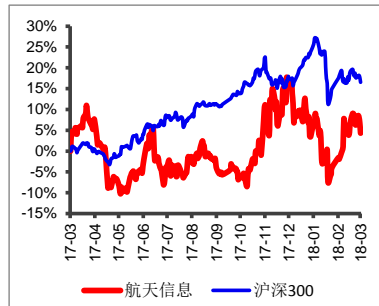
电话:

Email: chenqh@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	1862.85
流通股本(百万股)	1846.81
市价(元)	20.80
市值(百万元)	38747.28
流通市值(百万元)	38413.65

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25613.78	29754.49	33834.75	39677.64	47802.35
增长率 yoy%	14.43%	16.17%	13.71%	17.27%	20.48%
净利润	1537.49	1407.43	1621.81	1916.51	2388.63
增长率 yoy%	-1.11%	-8.46%	15.23%	18.17%	24.63%
每股收益(元)	0.83	0.76	0.87	1.03	1.28
每股现金流量	1.62	1.63	1.34	2.10	2.51
净资产收益率	17.57%	14.05%	14.93%	15.00%	15.75%
P/E	23.96	28.51	23.89	20.22	16.22
PEG	-	-	1.57	1.11	0.66
P/B	4.21	4.00	3.57	3.03	2.56

备注:

### 投资要点

- **收入端持续稳健增长, 业绩基本符合预期。**公司发布 2017 年报, 报告期内, 公司共实现营业收入 297.54 亿, 同比增长 16.16%; 实现利润总额 30.82 亿元, 同比增长 11.26%; 实现归属于母公司股东净利润 15.57 亿元, 同比增长 1.37%, 公司业绩表现整体符合市场预期。
- **全面拓展涉税业务新盈利增长点, 政策不利影响短期获有力消除。**2017 年, 公司涉税业务实现营收 47.73 亿元, 较去年同期增加 4.17 亿, 毛利率由 55.10% 降低至 53.16%。一方面, 受到 2017 年 7 月出台的防伪税控专用设备及服务降费政策的不利影响, 公司毛利下降约 4 亿元; 但另一方面, 公司全力开拓市场, 累计推广户数已达 1,100 万户, 并全力拓展涉税业务新的盈利增长点。报告期内, 公司的电子发票服务、会员制服务、自助办税终端销售与服务、金融机具与税控系统联动营销服务等新业务持续发力, 有效抵消了政策的负面影响, 2017 年公司涉税业务整体继续保持稳健增长。
- **调价政策或伴随征税范围扩大, 公司税控业务长期增长空间有望打开。**对于此次政策调价, 我们认为: 1) 随着 2017 年营改增实行已逐步进入收尾阶段, 市场增量客户相比存量客户已占比较小。此次降费中, 对产品零售价格影响更大(490 元降至 200 元), 而对服务费等影响相对较小(330 元降至 280 元), 因此我们认为政策调价对于公司未来利润影响有限, 且将逐步减弱; 2) 根据历史情况, 历次税控系统价格下调(2006 年/2009 年/2014 年)均伴随着用户量扩张的政策, 此次降价目的也为快速扩大用户量。目前, 近 2000 万户起征点以下小规模企业尚未纳入税控市场。未来随着税基的扩大, 公司税控业务长期增长空间有望被打开; 3) 公司下游中大型企业客户较多, 服务费收缴比率高, 客户基础优势明显, 目前公司积极实现由政策收费向商业服务收费模式的转变, 未来持续增加的涉税增值服务也有望不断挖掘存量客户价值。
- **金融科技及物联网业务持续突破, 未来有望成为公司业绩成长的新亮点。**
  - **金融科技业务进展顺利, 信用信贷等新业务发展迅猛。**2017 年金融支付业务实现营收 15.99 亿元, 同比大幅增长 46.82%。主要原因在于: 一方面, 公司收购的大型金融机具制造商航信德利实现全年合并报表, 贡献收入增长约 5 亿元; 另一方面, 公司开展诺诺金融服务、征信大数据服务、自助银行及零售等新业务模式, 实现约 1 亿以上的销售毛利。目前, 公司与银行业等金融机构积极合作, 凭借自身在税控领域积累的大量企业经营与消费者动态数据, 公司将逐步在金融领域实现从“产品+服务”到“运营+服务+产品”的商业模式过渡, 未来通过征信等新业务有望逐步实现

数据价值的变现。

- **重大项目取得新成效，物联网业务发展迈上新台阶。**报告期内，公司物联网业务取得了一系列重大进展：1) 公司的智慧食药监系统在内蒙获得全面推广应用，接入用户超过 8 万户，且目前公司已与辽宁省、山西省、湖南省食药监局签署了合作协议；2) 安全可靠电子公文在已开标项目中实现了超过三分之一的中标率，同时电子政务内网全年共落地 27 个项目，中标电子政务内网顶层互联互通项目，公司行业领军地位进一步确立；3) “三项制度”系统作为公安部第一个全国性的居民身份证应用系统，实现全国上线；4) 新出入境综合管理信息系统在全国 31 个省份成功上线，市场份额稳居全国第一。未来，随着公司物联网业务持续快速发展，其有望成为公司业务发展的新亮点。
- **管理费用率持续下滑，销售费用及财务费用维持稳定。**费用端方面，2017 年公司管理费用率约为 4%，较去年持续下滑。同时，销售费用和财务费用基本维持稳定。研发支出方面，公司 2017 年全年为 5.7 亿元，较去年仅增加 4.39%。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2018~2020 年实现归母净利润分别为 16.22 亿元、19.17 亿元、23.89 亿元，同比增长 15.23%、18.17%和 24.63%，EPS 分别为 0.87 元、1.03 元和 1.28 元，当前股价对应的 PE 分别为 24X、20X 和 16X。给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**税控业务发展情况不及预期、新业务板块发展不及预期

图表 1: 公司盈利预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业总收入</b>	<b>22,383</b>	<b>25,614</b>	<b>29,754</b>	<b>33,835</b>	<b>39,678</b>	<b>47,802</b>
增长率	12.15%	14.4%	16.2%	13.7%	17.3%	20.5%
营业成本	-18,232	-21,233	-24,998	-28,501	-33,298	-39,867
%销售收入	81.5%	82.9%	84.0%	84.2%	83.9%	83.4%
毛利	4,151	4,381	4,756	5,334	6,380	7,935
%销售收入	18.5%	17.1%	16.0%	15.8%	16.1%	16.6%
营业税金及附加	-100	-85	-93	-105	-123	-153
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-563	-527	-672	-812	-972	-1,195
%销售收入	2.5%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
管理费用	-1,152	-1,167	-1,199	-1,421	-1,587	-1,912
%销售收入	5.1%	4.6%	4.0%	4.2%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	2,336	2,601	2,792	2,996	3,698	4,675
%销售收入	10.4%	10.2%	9.4%	8.9%	9.3%	9.8%
财务费用	11	-8	-1	395	492	626
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-1.2%	-1.2%	-1.3%
资产减值损失	-125	-36	-84	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	141	0	0	0
投资收益	11	15	47	30	33	34
%税前利润	0.4%	0.5%	1.6%	0.8%	0.8%	0.6%
营业利润	2,233	2,571	2,895	3,421	4,223	5,336
营业利润率	10.0%	10.0%	9.7%	10.1%	10.6%	11.2%
营业外收支	335	201	38	142	117	112
税前利润	<b>2,569</b>	<b>2,772</b>	<b>2,933</b>	<b>3,562</b>	<b>4,340</b>	<b>5,448</b>
利润率	11.5%	10.8%	9.9%	10.5%	10.9%	11.4%
所得税	-429	-561	-644	-731	-909	-1,142
所得税率	16.7%	20.3%	21.9%	20.5%	20.9%	21.0%
净利润	2,140	2,211	2,289	2,832	3,431	4,306
少数股东损益	585	673	882	1,210	1,515	1,917
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,555</b>	<b>1,537</b>	<b>1,407</b>	<b>1,622</b>	<b>1,917</b>	<b>2,389</b>
净利率	6.9%	6.0%	4.7%	4.8%	4.8%	5.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,100	8,613	10,026	12,558	15,583	20,214
应收账款	1,559	1,845	1,864	2,199	2,571	3,083
存货	767	998	981	1,185	1,362	1,631
其他流动资产	956	846	2,792	3,085	3,177	3,379
流动资产	12,382	12,302	15,662	19,027	22,694	28,307
%总资产	85.4%	69.3%	80.3%	83.6%	85.7%	88.3%
长期投资	338	522	575	575	575	575
固定资产	1,043	1,146	1,088	964	838	705
%总资产	7.2%	6.5%	5.6%	4.2%	3.2%	2.2%
无形资产	554	1,245	1,512	1,536	1,701	1,805
非流动资产	2,110	5,457	3,839	3,739	3,777	3,749
%总资产	14.6%	30.7%	19.7%	16.4%	14.3%	11.7%
<b>资产总计</b>	<b>14,492</b>	<b>17,759</b>	<b>19,501</b>	<b>22,766</b>	<b>26,471</b>	<b>32,056</b>
短期借款	0	42	19	0	0	0
应付款项	2,467	3,950	4,293	4,688	5,605	6,728
其他流动负债	330	594	637	1,477	834	991
流动负债	2,797	4,587	4,949	6,165	6,439	7,719
长期贷款	42	0	42	42	42	42
其他长期负债	1,999	2,082	2,181	2,181	2,181	2,181
<b>负债</b>	<b>4,838</b>	<b>6,669</b>	<b>7,173</b>	<b>8,388</b>	<b>8,662</b>	<b>9,942</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,685</b>	<b>8,751</b>	<b>10,020</b>	<b>10,860</b>	<b>12,776</b>	<b>15,165</b>
少数股东权益	1,446	1,843	2,035	3,245	4,759	6,676
<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,492</b>	<b>17,759</b>	<b>19,501</b>	<b>22,766</b>	<b>26,471</b>	<b>32,056</b>

比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	1.684	0.833	0.756	0.871	1.029	1.282
每股净资产(元)	8.323	4.739	5.379	5.830	6.858	8.141
每股经营现金净流(元)	2.720	1.617	1.627	1.343	2.101	2.515
每股股利(元)	0.000	0.000	0.420	0.420	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.23%	17.57%	14.05%	14.93%	15.00%	15.75%
总资产收益率	11.13%	8.91%	7.32%	7.21%	7.32%	7.52%
投入资本收益率	112.41%	57.91%	131.78%	206.86%	187.66%	299.84%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	12.15%	14.43%	16.17%	13.71%	17.27%	20.48%
EBIT增长率	19.74%	11.32%	7.36%	7.30%	23.42%	26.44%
净利润增长率	35.47%	-1.11%	-8.46%	15.23%	18.17%	24.63%
总资产增长率	32.76%	23.57%	11.38%	16.74%	16.27%	21.10%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	17.7	18.3	16.9	17.5	17.4	17.3
存货周转天数	17.4	15.2	14.4	15.2	14.9	14.9
应付账款周转天数	16.7	21.7	23.2	21.6	22.2	22.2
固定资产周转天数	16.2	14.5	12.1	9.8	7.1	4.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-77.35%	-61.27%	-81.68%	-87.91%	-87.96%	-91.82%
EBIT利息保障倍数	-209.3	327.6	3,400.6	-7.6	-7.5	-7.5
资产负债率	34.63%	38.63%	37.30%	37.29%	33.07%	31.28%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,140	2,209	2,438	2,832	3,431	4,306
少数股东损益	0	0	0	1,210	1,515	1,917
非现金支出	289	217	306	210	218	228
非经营收益	-61	2	-49	-171	-150	-146
营运资金变动	145	559	337	-369	415	297
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,512</b>	<b>2,986</b>	<b>3,032</b>	<b>3,711</b>	<b>5,428</b>	<b>6,602</b>
资本开支	247	388	581	-32	140	88
投资	-6	-2,278	-35	0	0	0
其他	9	245	59	30	33	34
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-245</b>	<b>-2,421</b>	<b>-557</b>	<b>62</b>	<b>-107</b>	<b>-53</b>
股权募资	8	18	277	0	0	0
债权募资	2,388	-67	19	-19	0	0
其他	-1,050	-1,004	-1,358	-11	-782	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,345</b>	<b>-1,052</b>	<b>-1,062</b>	<b>-30</b>	<b>-782</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3,612</b>	<b>-487</b>	<b>1,412</b>	<b>3,743</b>	<b>4,539</b>	<b>6,548</b>

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。