

航天信息(600271)/计算机
信贷征信：此时非彼时
评级：买入(维持)

市场价格：25.29

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

Email: xiecs@r.qlzq.com.cn

联系人：陈倩卉

Email: chenqh@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25,613.8	29,754.5	35,798.3	43,557.9	53,117.7
增长率 yoy%	14.4%	16.2%	20.3%	21.7%	21.9%
净利润(百万元)	1,535.9	1,556.6	1,843.5	2,296.9	2,940.5
增长率 yoy%	-1.2%	1.3%	18.4%	24.6%	28.0%
每股收益(元)	0.82	0.84	0.99	1.23	1.58
每股现金流量	-0.26	0.76	0.01	3.62	1.34
净资产收益率	16.7%	15.2%	16.1%	17.2%	18.4%
P/E	30.7	30.3	25.6	20.5	16.0
PEG	2.0	1.4	3.3	1.3	0.7
P/B	5.1	4.6	4.1	3.5	3.0

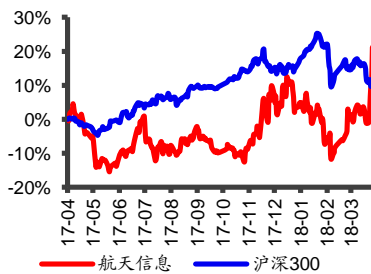
备注：

投资要点

- 被忽视的金融服务商：信贷业务快速增长。**市场对航天信息的印象，大多数还是停留在税控设备提供商的角色。但自2015年以来，航天信息一直在金融科技领域布局，包括支付解决方案以及基于税务数据的征信业务。2017年，航信结合自身资源以及数据获取和分析优势，在信贷信用领域，推出“爱税融银税互动信用融资平台”，目前该平台已开通17个站点。借助全国销售服务网络的体系优势，航信信贷业务成长迅速，2017年帮助金融机构向小微企业发放贷款规模突破80亿元，同比增长了10倍左右。
- 信贷业务支撑主体：爱信诺征信+诺诺网+大象慧云。**支撑公司信贷业务大数据的平台包括：爱信诺征信公司、诺诺网、大象慧云。(1)爱信诺征信。2015年11月正式成立，定位于从事大数据企业征信业务的互联网公司。业务包括：商业信用服务+信贷信用服务+公共信用服务+信用关联服务。(2)诺诺网。围绕用户财务、税务、金融、供应链等领域，融合社会化资源，聚集第三方专业服务，搭建桥梁，为平台各方提供全面综合的服务。诺诺网涵盖诺诺服务、诺诺商城、诺诺金服等互联网平台。(3)大象慧云。2016年航天信息及京东共同出资成立大象慧云，打造税务大数据开发与应用、税务信息化业务及“互联网+税务”三位一体的一站式服务模式。
- 信贷平台：爱税融平台+诺诺金服。**(1)爱税融银税互动信用融资平台。爱税融平台是爱信诺征信公司旗下的银税信用融资平台，由航信服务单位独立运营。该平台汇集各类银行信用贷款产品，在银税互动框架协议下，利用税务数据为企业增信，辅助企业高效快捷申办融资。“爱税融银税互动信用融资平台”已开通17个站点。合作的银行包括：中国邮政储蓄银行、华夏银行、郑州银行、邢台银行、光大银行、乌鲁木齐银行、恒丰银行等。(2)诺诺金服。该平台于2015年5月上线，定位于为企业提供综合性融资理财服务的互联网金融平台。目前已经与多家银行开展合作，信贷产品达十余款。
- 信贷业务：此时非彼时。**航信基于税控数据的征信业务自2015年就开始筹划开展。但是，我们认为，此时的信贷业务与彼时(2015年)的信贷业务存在较大的差别。其中非常关键的一点是，在2015-2017年三年中，航信在原来金税盘用户基础上，又铺设了600-700万套税控设备，税控用户规模达到了1100多万。这个税控用户规模是2015年年初的2.5倍左右。表面上我们看到的是用户数的快速增长，其背后更重要的是税控数据的几何倍增。另外，在合作银行数量、信贷平台数量以及信贷产品方面，此时更优于彼时。
- 盈利预测与投资建议。**我们认为，航天信息信贷业务快速发展的基础条件已经具备，包括千万级别的税控用户规模，海量的税控和电子发票数据，信贷平台的流量用户和多样化的产品，以及不断增加的合作金融机构。信贷业务的快速发展有望推动公司作为金融服务商角色的确立，奠定公司未来业绩基础。我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为18.43亿元/22.97亿元/29.40亿元，EPS分别为0.99元/1.23元/1.58元，目前股价对应的PE分别为26倍、21倍、16倍。维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**信贷业务发展低于预期的风险；税控业务受降价影响超过预期的风险；税控业务市场份额下降的风险。

基本状况

总股本(百万股)	1847
流通股本(百万股)	1863
市价(元)	25.29
市值(亿元)	471
流通市值(亿元)	471

股价与行业-市场走势对比

相关报告

内容目录

1、航信信息：信贷业务快速增长	- 4 -
1.1 被忽略的金融服务商.....	- 4 -
1.2 关注信用信贷业务.....	- 5 -
2、信贷业务支撑主体：爱信诺+诺诺+大象慧云	- 5 -
2.1 爱信诺征信.....	- 5 -
2.2 诺诺网.....	- 7 -
2.3 大象慧云.....	- 9 -
3、航信信贷平台解析	- 10 -
3.1 信贷平台之一：爱税融银税互动信用融资平台.....	- 10 -
3.2 信贷平台之二：诺诺金服.....	- 11 -
3、航信信贷业务高壁垒：用户规模&税控数据	- 15 -
4、信贷业务：此时非彼时	- 16 -
5、盈利预测与投资建议	- 18 -
6、风险提示	- 18 -

图表目录

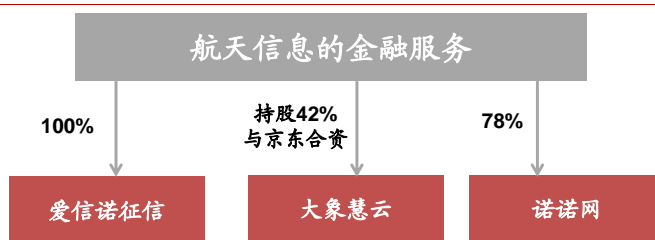
图表 1: 航天信息创新金融服务主体.....	- 4 -
图表 2: 航天信息金融服务发展逻辑.....	- 4 -
图表 3: 基于航信信贷系统的信贷规模.....	- 5 -
图表 4: 爱信诺征信报告.....	- 6 -
图表 5: 爱税融信用融资平台.....	- 7 -
图表 6: 诺诺网三大平台.....	- 8 -
图表 7: 诺诺服务内容.....	- 8 -
图表 8: 航信与京东合作成立大象慧云.....	- 9 -
图表 9: 大象慧云发挥股东双方优势.....	- 10 -
图表 10: 爱税融产品之一.....	- 10 -
图表 11: 爱税融产品之二.....	- 11 -
图表 12: 爱税融平台为产业链各方提供价值.....	- 11 -
图表 13: 诺诺金服拓展的合作金融机构.....	- 12 -
图表 14: 诺诺金服业务流程.....	- 12 -
图表 15: 诺诺金服合作的金融机构.....	- 13 -
图表 16: 诺诺金服贷款界面.....	- 13 -
图表 17: 诺诺金服热门贷款产品.....	- 13 -
图表 18: 诺诺金服贷款产品.....	- 14 -
图表 19: 诺诺金服优势.....	- 15 -
图表 20: 航信税控用户规模.....	- 15 -
图表 21: 航信征信业务优势.....	- 16 -
图表 22: 航信子公司爱信诺征信模式特点.....	- 16 -
图表 23: 信贷征信业务对比 (2015 VS 2018).....	- 17 -
图表 24: 可比公司估值表.....	- 18 -
图表 25: 公司主要财务指标.....	- 19 -

1、航信信息：信贷业务快速增长

1.1 被忽略的金融服务商

- **被忽视金融服务商。**市场对航天信息的印象，大多数还是停留在税控设备提供商的角色。但自 2015 年以来，航天信息一直在金融科技领域布局，包括支付解决方案的布局、支付牌照的获取、支付设备的提供等。同时，我们更加关注的是，航信基于自身具有的税控数据以及覆盖的上千万的企业用户，在以征信和电子发票为代表的新型金融服务领域的布局。我们认为，航天信息正逐步向基于财税数据的金融服务商转型。

图表 1：航天信息创新金融服务主体



来源：Wind、中泰证券研究所

- **航信布局金融业务的逻辑。**航信在金融科技领域不断布局，包括 2013 年分别收购支付解决方案提供商北京捷文和深圳德诚。在 2014 年公司逐步开始布局基于线上的金融服务，包括 Aisino 一站式金融服务平台上线。2015 年诺诺金服上线，2016 年航信与京东合资的大象慧云也相继落地。

图表 2：航天信息金融服务发展逻辑

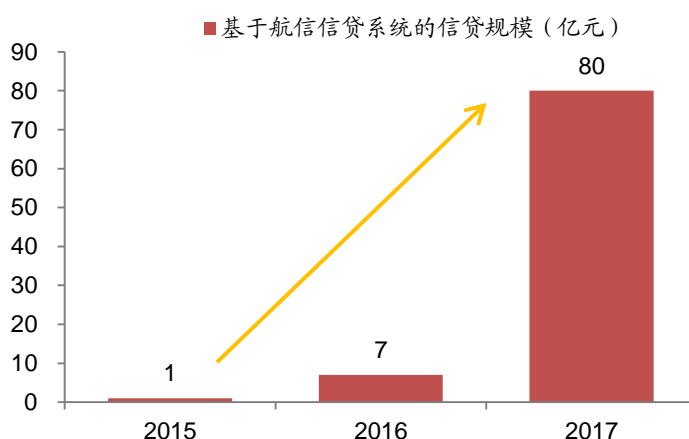


源：Wind、中泰证券研究所

1.2 关注信用信贷业务

- **信用信贷业务发展迅速。**2017 年，航信结合自身资源以及数据获取和分析优势，成功推出基于发票数据面向小微企业和金融机构的信用贷款助贷产品，通过不同维度风险控制模型的结合，有效控制风险，帮助银行打开小微企业信用贷款市场。借助全国销售服务网络的体系优势，该业务成长迅速，2017 年帮助金融机构向小微企业发放贷款规模突破 80 亿元。

图表 3：基于航信信贷系统的信贷规模



来源：公司年报、中泰证券研究所

- **信贷业务：助贷产品。**航信构建了企业征信平台，并将此作为公司各业务的基础平台，经过两年的产品研发和积累，目前公司已经在公共信用、信贷信用、商务信用等三个领域进行了布局。在信贷信用领域，推出的“爱税融银税互动信用融资平台”已开通 17 个站点。依托企业税务、工商、司法等多维度大数据资源，利用自主研发的“爱税查大数据信贷风控系统”为银行、小贷公司、互金机构、担保及再担保机构等提供信贷信用查询服务，累计查询次数已超过十万次，帮助金融机构合理评定企业信用状态，及时防范信贷风险，降低不良贷款损失，该产品在“2017 ICT 企业家大会”，荣获“2017 金融科技创新产品”。

2、信贷业务支撑主体：爱信诺+诺诺+大象慧云

2.1 爱信诺征信

- **爱信诺征信：定位于企业征信业务的互联网公司。**2015 年 9 月 30 日，公司董事会审议通过“关于投资设立爱信诺征信有限公司的议案”，公司以货币出资方式设立全资子公司“爱信诺征信有限公司，注册资本为 1 亿元，公司持股比例为 100%。该公司主要开展与企业征信相关的业务。爱信诺征信有限公司于 2015 年 11 月正式成立，定位于从事大数据企业征信业务的互联网公司。爱信诺征信有限公司基于航天信息股份有限公司十几年来从事电子政务、电子商务方面的业务资源、数据资源、渠道服务资源，综合运用大数据统计分析、关联分析和趋势分析的方法，依

托爱信诺企业征信公共服务平台，组建企业信用承诺联盟，向全社会提供公共领域、商务领域和信贷领域的信用服务，以及开展垂直电商和普惠金融等信用关联业务。

主要业务：爱信诺征信的主要业务包括四大类：商业信用服务+信贷信用服务+公共信用服务+信用关联服务。

- **(1) 商务信用服务。**具体产品包括：
 - **爱商报告：**信用报告是以爱信诺征信的税务数据为核心，工商、司法等数据为基础，通过企业信用报告查询，让金融机构实时了解被监管企业的经营状况，从而完善自身信贷监管体系，减少和规避不良贷款风险。根据用途不同，信用报告共分为信贷信用和商务信用两大类八小种，广泛服务于金融机构及各类企业。

图表 4：爱信诺征信报告



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **博士匣 APP：**博士匣是爱信诺征信将税务大数据、移动互联网技术应用到企业管理领域，推出的新一代手机 APP 应用软件，属于商务信用领域的创新产品。博士匣服务于企业法人、经营管理人员、财务人员，支持针对企业的内部管理、外部合作、资源对接三方面需求，覆盖了很多企业急需解决的移动应用场景。
 - **爱商协同：**供应链信用管理系统以爱信诺征信积累的海量企业信用数据为基础，整合包含工商、税务、司法、金融、电信、舆情、网络等多维广谱实时数据，对供应链的上下游厂商进行征信和评级，形成供应链企业信息数据库。集团各机构在筛选供应商和经销商时可以从系统中获取信用报告及其它相关信息，作为决策的参考依据。
 - **爱商令牌：**爱商令牌是爱信诺征信推出的基于税控设备的企业线上强实名认证系统，可以面向互联网平台提供企业线上实名认证服务，适用于企业远程实名注册、登录网络平台，在线授权协议合规签署，电子合同签订等应用场景。目前已在航天云网中应用，未来可推广到其他各类电商等互联网平台。
- **(2) 信贷信用服务。**信贷信用业务的产品包括：爱税融、爱税查、爱税贷等产品。

- **爱税融。**爱税融是由爱信诺征信统一承建，由航信服务单位独立运营的专业企业信用融资服务平台。平台汇集各类银行信用卡产品，在银税互动框架协议下，利用税务数据为企业增信，辅助企业高效快捷申办融资。爱信诺征信与**恒丰银行、光大银行、华夏银行等联合推出多款信用融资产品**，已经在北京、上海、江苏、山东、浙江、安徽、河南等十多个省市开展业务，总计授信金额近 10 亿元，帮助数千家企业成功申请到贷款。

图表 5：爱税融信用融资平台



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **爱税查。**爱税查是爱信诺征信推出的一款面向金融机构提供信贷信用计费查询服务的平台产品。爱信诺征信依据企业税务、工商、司法等多维数据，利用自主研发的五维信用评分模型，通过信用评价系统、信用预警服务为银行、保理、租赁、互金、小贷公司、担保及再担保等金融机构提供信贷信用查询服务，帮助金融机构合理评定企业信用状态，及时防范信贷风险，降低不良贷款损失。
- **爱税贷。**爱税贷是爱信诺征信通过数据建模、经验积累、融资服务能力呈现，为各城商行深度设计，独立自主研发的信贷信用产品。爱税贷以爱税宝授权采集企业发票信息或获取当地税务局的企业发票信息为基础，利用发票信息及其他渠道信息设置准入条件，结合评分卡和贷后管理指标等风控方案，向符合授信条件的企业、企业主发放的人民币信用授信业务，用以满足其经营周转的资金需求。
- **(3) 公共信用服务。**具体产品包括爱信指数、爱信中心、爱信智库。爱信指数是爱信诺征信利用企业征信数据库进行经济分析的系列产品，包括宏观、区域、行业、微观等不同层次的指数系列，具有基于全量数据、企业经营一手数据、强时效性等区别于传统指数的突出特点。爱信指数将表征具体经济问题的不同维度数据通过科学建模得到高度概括的指数，为政府、企业、金融机构等的科学决策提供参考依据。

2.2 诺诺网

- **诺诺网：综合金融服务平台。**诺诺网围绕用户财务、税务、金融、供应链等领域，融合社会化资源，聚集第三方专业服务，搭建桥梁，为平台各方提供全面综合的服务。诺诺网涵盖诺诺服务、诺诺商城、诺诺金服等互联网平台。2014 年 1 月 1 日，Aisino 一站式服务平台上线，是国内首个财税专业服务平台。2014 年 2 月 24 日，诺诺商城上线，开创企业办公采购 O2O 模式。2015 年 5 月 19 日，诺诺金服上线，国内首创信

贷融资模式。2015年7月，诺诺网从宁波、福建开始，陆续在全国各大城市上线。

图表 6: 诺诺网三大平台



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **诺诺服务: 财税服务平台。**诺诺服务是航信诺诺网旗下的企业服务平台，其开展的服务内容包括电子发票、极速开票、云办公、发票查验、商品编码检测、云记账、云代账、自主交费等。

图表 7: 诺诺服务内容



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **诺诺金服: 融资理财平台。**诺诺金服主要是为企业 provide 综合性融资理财服务的互联网金融平台。利用航信积累的财税和供应链等数据，通过与银行等金融机构的紧密合作，向中小微企业提供融资理财服务。

2.3 大象慧云

- **大象慧云：航信+京东，强强联合。**大象慧云是一家集税务大数据开发与应用、税务信息化业务及“互联网+税务”为一体的创新型互联网科技公司。2016年，由航天信息股份有限公司及京东集团共同出资成立。大象慧云依靠航信在电子发票和发票管理领域的技术优势，以及京东在电子发票应用领域及大数据方面的成熟运营经验，打造税务大数据开发与应用、税务信息化业务及“互联网+税务”三位一体的一站式服务模式。

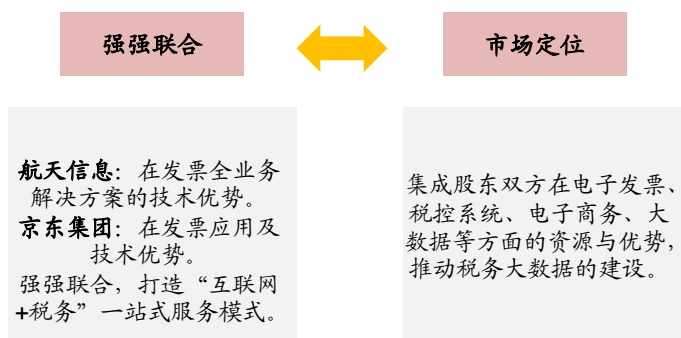
图表 8：航信与京东合作成立大象慧云



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **大象慧云：主要产品。**大象慧云的主要产品包括：
 - **我的报销。**“我的报销”是大象慧云信息技术有限公司基于在电子发票及发票管理领域的核心优势，倾心打造的一款，旨在简化员工报销过程、减轻财务人员繁琐的发票查验和防重工作、通过有效费用控制降低企业财务风险的专业报销软件产品。
 - **我的发票。**“我的发票”公众号针对 C 端用户即普通消费者，解决广大消费者发票开具难、管理难、报销难、查验难等问题，为个人提供发票增值服务，发票管理一体化服务。
 - **批量查验。**批量查验为用户提供方便的发票查验功能，通过与扫描枪相结合，可以快速的将发票信息录入客户端，扫码完毕后统一提交至后台进行发票查验。
 - **进项管理。**企业使用大象慧云进项管理系统可以对增值税专用发票的采集、签收、认证、异常监控、逾期监控等流程管理。
 - **报销管理。**企业员工在需要添加发票时可调用大象慧云报销 SDK，根据发票归集时所建立的对对应关系将自身的发票选取并推送到企业报销系统中。
 - **企业综合运营管理平台。**为用户提供便捷高效、实时可控的发票和税盘管理功能，主要包括发票管理、发票报表管理、税控设备管理及数据分析。

图表 9: 大象慧云发挥股东双方优势



来源: 公司官网、中泰证券研究所

3、航信信贷平台解析

- **航信信贷业务角色: 征信服务商。**航信在信用信贷产业链中, 主要扮演企业征信数据服务商角色。具体来讲, 即提供基于发票数据的信用贷款助贷产品, 这种助贷产品主要是以航天信息覆盖的 1000 多万企业用户以及自身拥有的发票数据优势。航信并不是信贷资金的提供方, 自己本身不开展信贷业务, 依靠自身征信数据优势对接金融机构和小微企业。

3.1 信贷平台之一: 爱税融银税互动信用融资平台

- **信贷平台之一: “爱税融银税互动信用融资平台”。**爱税融平台是爱信诺征信旗下的银税信用融资平台, 由航信服务单位独立运营。该平台汇集各类银行信用卡贷款产品, 在银税互动框架协议下, 利用税务数据为企业增信, 辅助企业高效快捷申办融资。“爱税融银税互动信用融资平台”已开通 17 个站点。合作的银行包括: 中国邮政储蓄银行、华夏银行、郑州银行、邢台银行、光大银行、乌鲁木齐银行、恒丰银行等。

图表 10: 爱税融产品之一

<div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <div>恒信票贷</div> <div style="text-align: center;"></div> <div style="text-align: center;"></div> </div> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="text-align: center;">利率 ▾ 日息低至万分...</td> <td style="text-align: center;">最高额度 ▾ 100万</td> <td style="text-align: center;">还款期限 ▾ 6个月</td> </tr> </table> <div style="text-align: center; margin-top: 10px; background-color: #ff9933; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">立即申请</div>	利率 ▾ 日息低至万分...	最高额度 ▾ 100万	还款期限 ▾ 6个月	<div style="display: flex; justify-content: space-between; align-items: center;"> <div>华夏银税贷</div> <div style="text-align: center;"></div> <div style="text-align: center;"></div> </div> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="text-align: center;">利率 ▾ 年化利率10...</td> <td style="text-align: center;">最高额度 ▾ 300万</td> <td style="text-align: center;">还款期限 ▾ 12个月</td> </tr> </table> <div style="text-align: center; margin-top: 10px; background-color: #ff9933; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">立即申请</div>	利率 ▾ 年化利率10...	最高额度 ▾ 300万	还款期限 ▾ 12个月
利率 ▾ 日息低至万分...	最高额度 ▾ 100万	还款期限 ▾ 6个月					
利率 ▾ 年化利率10...	最高额度 ▾ 300万	还款期限 ▾ 12个月					

来源: 公司官网、中泰证券研究所

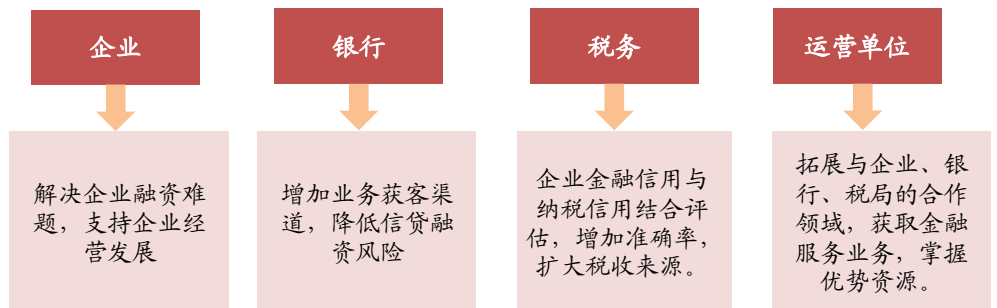
图表 11: 爱税融产品之二

热门产品 更多>			
<p>信用</p> <p>乌鲁木齐银行-爱...</p> <p>乌鲁木齐银行</p> <p>最高额度 100万 还款期限 12个月</p> <p>利率 8%-12%</p>	<p>信用</p> <p>恒信票贷</p> <p>恒丰银行</p> <p>最高额度 100万 还款期限 6个月</p> <p>利率 日息低至万分之三</p>	<p>信用</p> <p>邢台银行爱税贷</p> <p>邢台银行</p> <p>最高额度 100万 还款期限 随借随还...</p> <p>利率 1.1%-1.3% (...)</p>	<p>信用</p> <p>鄞州银行鼎力贷</p> <p>鄞州银行</p> <p>最高额度 100万 还款期限 随借随还...</p> <p>利率 1.1%-1.3% (...)</p>

来源：公司官网、中泰证券研究所

- 爱税融平台特点。**“爱税融”信用融资平台以纳税人自身的纳税信用评级和涉税信息为主要授信条件，无需抵押担保。信息查询、数据推送、产品申请均可以通过线上完成，突破了以往银税互动活动模式，融入“互联网+”的创新思维。将原有企业线下申请，银行、税务部门的往返审批流程移植线上，纳税人直接在网上提交办卡申请，系统自动审批，足不出户即可完成预授信。该平台具有成本低、效率高、安全性好的特点，可有效缓解小微企业融资难、融资贵的问题。

图表 12: 爱税融平台为产业链各方提供价值



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 爱税融：覆盖区域不断拓展。**“爱税融”信用融资平台已经在多个省市地区进行了推广，包括北京、上海、江苏、山东、浙江、安徽、河南、山西、陕西、重庆、四川等地。

3.2 信贷平台之二：诺诺金服

- 诺诺金服。**诺诺金服定位于为企业提供综合性融资理财服务的互联网金融平台，主要利用航信所积累的大量的财税数据，为中小微企业提供融资服务。诺诺金服于 2015 年 5 月上线。企业在诺诺金服注册后，可以同时与多家银行申请授信业务。航信通过与合作银行建立绿色信贷通道，可以帮助小微企业获得快速审批。同时，通过诺诺网的大数据中心，可

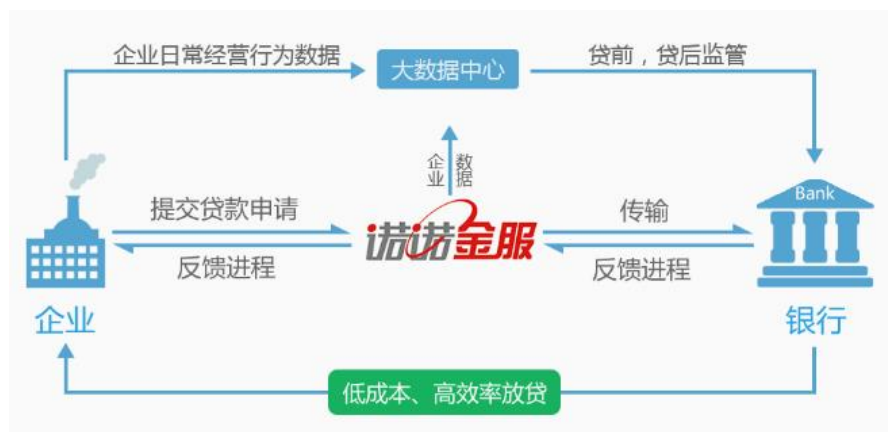
以解决企业信息不对称以及贷中监管问题，企业可以更加容易的从诺诺金服平台获得低成本的融资。

图表 13: 诺诺金服拓展的合作金融机构



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 14: 诺诺金服业务流程



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **诺诺金服已经覆盖多家银行。**诺诺金服旗下包括多家银行的信贷产品，覆盖的银行包括浦发银行、瀚华金控、中国邮政储蓄、南京银行、杭州银行、兴业银行、平安银行、广发银行、北京银行、海宁农商银行等。

图表 15: 诺诺金服合作的金融机构



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **诺诺金服产品多样。**诺诺金服平台的信贷产品更加多样丰富。一方面提供平台特色融资产品,比如与浦发银行合作的银税贷(最高限额 100 万,月化利率 0.98%起),与瀚华金控合作的金税贷(成长贷)产品(最高限额 100 万,月化利率 0.85%起)。另一方面,该平台与多家银行合作推出常规信贷产品,包括与兴业银行合作的兴时贷、与平安银行合作的大数贷、与广发银行合作的广发贷,与北京银行合作的票贷通等十余中产品。

图表 16: 诺诺金服贷款界面



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 17: 诺诺金服热门贷款产品



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 18: 诺诺金服贷款产品

合作银行	产品名	产品简介	最高限额 (万)	月化利率	还款期限 (月)
浦发银行	银税贷	浦发银行专为爱信诺航天信息--诺诺金服用户提供,以经营性信息为主要授信依据,由浦发银行放款的全线上小微企业信用贷款。	100	0.98%	12
瀚华金控	金税贷(成长贷)	瀚华金控为诺诺金服用户提供。该产品以企业法定代表人为借款主体。	100	0.85%	12
中国邮政储蓄银行	税贷通	税贷通是邮储银行面向稳定纳税的中小企业,依据近两年销售情况发放的短期流动资金贷款业务。	300	0.80%	12
南京银行	生意兴	“生意兴”是南京银行向个体企业主发放的,用于支持其生产经营的人民币贷款业务。	100	1%	12
兴业银行	兴时贷	兴时贷是兴业银行为了解决中小企业短期资金周转需求,向广大中小企业法定代表人提供的自助循环贷款。	50	0.88%	6
瀚华金控	金税贷(即时贷)	瀚华金控为诺诺金服用户提供。该产品以企业法定代表人为借款主体。	100	1.50%	3
平安银行	大数贷	大数贷是平安银行向中小企业发放的,用于支持其日常经营周转的信用贷款业务。	300	1%	3
广发银行	广发贷	为诺诺金服用户提供,该产品以企业为借款主体。	100	0.70%	6
中国邮政储蓄银行	税贷通	向符合要求的一般纳税人发放的,用于支持其日常经营周转的信用贷款业务。	300	0.90%	12
海宁农商银行	企商贷	为诺诺金服用户提供。该产品以企业法定代表人为借款主体。	100	0.90%	12
北京银行	票贷通	针对业务高速增长的中小企业发放的信用贷款。	50	0.80%	12
杭州银行	微贷卡	“易贷”系列个人经营类贷款的产品之一。以个人为借款主体,“百业易贷卡”为载体,对符合贷款条件的借款人授予一定的贷款额度。	100	1.25%	6
瀚华金控	金税贷	满足小微企业、个体工商户等小微经济体经营需要,向客户提供额度充裕、用款灵活的信用贷款产品。	1000	0.90%	4~12
平安银行	橙e贷贷平安卡	向目前主流的非传统制造行业企业或个体工商户发放的,用于其日常经营周转的人民币信用贷款。	100	1.20%	12
平安银行	橙e商超医疗贷	平安银行向商超及医疗行业供应商发放的,用于支持其日常经营周转的人民币类信用贷款业务。	1000	1%	12
平安银行	银票通	根据客户的经营数据以及票据到期日,给客户贴现的融资服务,适用于中、小生产流通企业的短期融资需求或大型企业的大宗货物卖出后的资金回流需求,能加速企业现金流转、降低融资成本。	10000	0.30%	6

来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 19: 诺诺金服优势

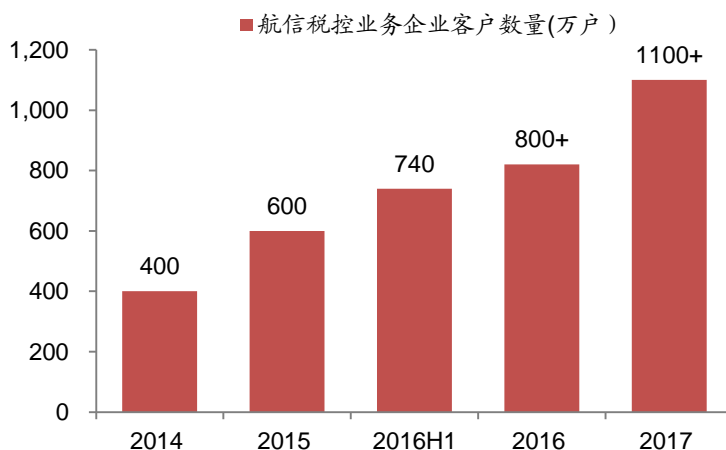


来源: 公司官网、中泰证券研究所

3、航信信贷业务高壁垒: 用户规模&税控数据

- **航信信贷业务高壁垒之一: 千万用户规模。** 航天信息一直以来都是税控信息龙头,即使在总参旗下几家公司(包括旋极信息、恒宝、天喻等)新进入到这个市场后,航天仍然保持了 70%-80% 的市场份额。而在这之前,航信几乎是税控市场的唯一供应商。国内税务制度的不断改革,促使航信用户规模不断提升。根据公司年报披露数据,公司税控用户规模从 2014 年的 400 万户左右增加至 2017 年的 1100 万左右。覆盖的用户既包括了一般纳税人的大中型企业,也包括小规模纳税人的中小微企业。这为航信信贷业务创造了大量的客户基础。

图表 20: 航信税控用户规模



来源: Wind、中泰证券研究所

- **航信信贷业务高壁垒之二: 海量税控数据。** 航信拥有 1000 多万企业用户的税控数据。拥有 3000 多万家企业的档案数据、动态交易与服务数据。同时,大象慧云可以提供大量的电子发票数据。航信的税控数据和电子发票数据特点包括:(1) 多维度,(2) 真实可靠,(3) 动态连续。

图表 21：航信征信业务优势



来源：Wind、中泰证券研究所

- **爱信诺征信业务优势。**(1) **主动式征信。**爱信诺征信有别于传统征信公司被动式征信的数据采集模式，采取主动式全面采集企业信用数据，确保信用数据的实时性和准确性。(2) **全覆盖信用调查。**爱信诺征信拥有 3000 万余户企业信用数据，覆盖了大多数在册企业，包含一般纳税人及小规模纳税人。(3) **客观、实时、连续数据采集方式。**爱信诺征信平台不定期主动采集企业静态数据及动态生产经营数据，数据真实、客观，具有实时、连续性、有说服力的特点。

图表 22：航信子公司爱信诺征信模式特点

互联网 线上征信	爱信诺征信以互联网线上为主，线下为辅的模式提供信用产品和服务。
O2O模式	爱信诺征信充分利用航信的全国渠道网络，实现线上与线下相结合的O2O服务模式。
广域	爱信诺征信平台汇集全国近千万家的企业信用数据，能够面向全国范围内的用户提供信用产品与服务。
广谱	爱信诺征信平台不仅汇集了企业的信用记录，还汇集了工商、税务、司法、金融、舆情等多维广谱数据。

来源：Wind、中泰证券研究所

4、信贷业务：此时非彼时

- **信贷征信业务：彼时（2015年）。**航信基于税控数据的征信业务自 2015 年就开始筹划开展。早在 2015 年 3 月，航信就与建行北京分分行启动战略合作，携手打造融资服务新模式，双方在税控技术产品、互联网平台产品与金融信贷产品等三个方面进行结合。2015 年航信开展该业务的背景为：(1) 银行层面：五大国有银行对小微企业的信贷支持力度比较大，但是随着 2015 年下半年金融监管收紧，几大国有银行相应的贷款额度也相应出现收紧。(2) 税控用户数：2015 年初，航信的金税盘的用户规模大概在 400 万-500 万，不到 2017 年年底 1100 万用户规模的二

分之一。(3)助贷产品和平台。2015年开展税控征信业务的子公司爱信诺征信刚开始成立,平台认知度和用户粘性都不高,相应的助贷产品也相对单一。

- **信贷征信业务: 此时(2018)**。站在目前时点再去看航信的信贷征信业务,对比2015年情况,确实发生了比较大的变化。其中非常关键的一点是,在2015-2017年三年中,航信在原来金税盘用户基础上,又铺设了600-700万套税控设备,税控用户规模达到了1100多万。这个税控用户规模是2015年年初的2.5倍。表面上我们看到的用户数的快速增长和累计,实际上不只是潜在信贷用户规模的增长,更重要的是税控数据的几何倍增,400万用户的税控数据与1100万用户的税控数据,对于征信而言,其实现的价值和对信贷企业的评估质量都不在同一个量级上。除此之外,我们也看到,航信的信贷平台、产品、合作的金融机构也更加多样和丰富。(1)合作银行方面,目前包括浦发银行、瀚华金控、中国邮政储蓄、南京银行、杭州银行、兴业银行、平安银行、广发银行、北京银行、海宁农商银行等10家金融机构。(2)信贷平台方面,拥有爱信诺征信子公司(包括爱税融银税信用融资平台、爱税查等)和诺诺网络(包括诺诺金服)等。(3)信贷产品方面,目前爱税融银税信用融资平台和诺诺金服两个平台的信贷产品数量多达20余款。

图表 23: 信贷征信业务对比 (2015 VS 2018)

	彼时 (2015 年)	此时 (2018 年)
税控用户规模	400 万户	1100+ 万户
合作金融机构	建行等几家少数国有大行	浦发、平安、南京等 10 余家股份制银行和农商行
信贷平台	无	爱信诺征信、诺诺网、大象慧云等提供征信、电子发票等多种服务。
平台用户	较少	较多且具有粘性
信贷产品	单一	20 余款信贷产品,针对不同规模企业提供多样化产品
征信数据	有限	征信数据几何倍增长

来源: 公司官网、中泰证券研究所

5、盈利预测与投资建议

- 我们认为，航天信息信贷业务快速发展的基础条件已经具备，包括千万级别的税控用户规模，海量的税控和电子发票数据，信贷平台的流量用户和多样化的产品，以及不断增加的合作金融机构。信贷业务的快速发展有望推动公司作为金融服务商角色的确立，奠定公司未来业绩增长基础。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 18.43 亿元/22.97 亿元/29.40 亿元，EPS 分别为 0.99 元/1.23 元/1.58 元，目前股价对应的 PE 分别为 26 倍、21 倍、16 倍。维持“买入”评级。

图表 24：可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿 元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(16-19E) (%)	PEG
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
旋极信息	300324.SZ	19.12	224.1	0.44	0.66	0.88	43.1	29.1	21.6	40.0%	1.08
东华软件	002065.SZ	8.30	260.6	0.42	0.42	0.49	19.9	19.7	17.1	19.2%	1.04
航天发展	000547.SZ	10.65	152.3	0.21	0.26	0.31	50.7	40.8	34.8	21.4%	2.36
东软集团	600718.SH	14.49	180.1	0.38	0.52	0.66	38.4	28.0	22.0	32.2%	1.19
平均				0.36	0.46	0.58	38.0	29.4	23.9	28.2%	1.42
航天信息	600271.SH	25.29	471.1	0.84	0.99	1.23	30.3	25.6	20.5	21.5%	1.41

来源：Wind、中泰证券研究所，股价为 2018 年 3 月 30 日收盘价

6、风险提示

信贷业务发展低于预期的风险；税控业务受降价影响超过预期的风险；税控业务市场份额下降的风险。

图表 25: 公司主要财务指标

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	29,754.5	35,798.3	43,557.9	53,117.7	净利润	2,438.4	1,843.5	2,296.9	2,940.5
减:营业成本	24,998.2	29,611.8	35,652.1	43,107.6	加:折旧和摊销	221.9	214.9	214.9	214.9
营业税费	93.2	130.6	146.7	179.7	资产减值准备	83.7	-	-	-
销售费用	671.8	772.7	1,223.1	1,584.6	公允价值变动损失	-140.6	-720.3	-660.2	-660.2
管理费用	1,199.3	1,429.8	1,747.7	2,126.4	财务费用	63.2	-126.4	-78.6	-40.2
财务费用	0.8	-126.4	-78.6	-40.2	投资收益	-46.6	-24.0	-28.4	-33.0
资产减值损失	83.7	81.5	67.1	77.4	少数股东损益	881.8	840.8	1,113.5	1,473.3
加:公允价值变动收益	140.6	-720.3	-660.2	-660.2	营运资金的变动	2,242.6	-2,874.7	2,819.7	-2,429.9
投资和汇兑收益	46.6	24.0	28.4	33.0	经营活动产生现金流量	3,031.6	-846.3	5,677.8	1,465.5
营业利润	3,043.9	3,202.0	4,168.0	5,455.0	投资活动产生现金流量	-557.4	1,527.1	1,307.1	1,360.3
加:营业外净收支	38.2	190.9	142.7	123.9	融资活动产生现金流量	-1,054.2	-665.8	-236.0	-328.7
利润总额	3,082.0	3,392.9	4,310.7	5,578.9	现金净流量	1,412.3	12.4	6,745.2	2,492.4
减:所得税	643.7	708.6	900.3	1,165.1					
净利润	1,556.6	1,843.5	2,296.9	2,940.5					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	10,025.6	10,040.6	16,789.4	19,286.5	成长性				
交易性金融资产	2,040.6	1,320.3	660.2	-	营业收入增长率	16.2%	20.3%	21.7%	21.9%
应收账款	1,603.8	2,498.6	2,444.4	3,499.9	营业利润增长率	18.4%	5.2%	30.2%	30.9%
应收票据	260.2	271.8	403.9	434.9	净利润增长率	1.3%	18.4%	24.6%	28.0%
预付账款	665.4	1,646.3	897.4	2,061.9	EBITDA增长率	12.9%	6.3%	30.8%	30.8%
存货	981.0	1,561.5	1,387.6	2,172.3	EBIT增长率	12.3%	6.2%	33.0%	32.4%
其他流动资产	85.8	66.9	83.6	78.8	净资产增长率	11.3%	16.4%	21.4%	23.3%
可供出售金融资产	237.4	174.9	216.6	209.6	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	16.0%	17.3%	18.1%	18.8%
长期股权投资	53.7	53.7	53.7	53.7	营业利润率	10.2%	8.9%	9.6%	10.3%
投资性房地产	284.2	284.2	284.2	284.2	净利润率	5.2%	5.1%	5.3%	5.5%
固定资产	973.1	836.1	699.1	562.1	EBITDA/营业收入	10.4%	9.2%	9.9%	10.6%
在建工程	115.3	115.3	115.3	115.3	EBIT/营业收入	9.7%	8.6%	9.4%	10.2%
无形资产	798.1	720.2	642.4	564.5	运营效率				
其他非流动资产	1,376.8	1,820.0	2,131.3	1,764.9	固定资产周转天数	12	9	6	4
资产总额	19,501.1	21,410.6	26,809.1	31,088.6	流动资产周转天数	169	166	166	170
短期债务	19.1	-	-	-	应收账款周转天数	19	21	20	20
应付账款	2,242.0	2,126.5	3,571.5	3,405.0	存货周转天数	12	13	12	12
应付票据	85.4	52.2	77.7	96.8	总资产周转天数	225	206	199	196
其他流动负债	2,602.9	2,783.4	3,623.0	3,995.3	投资资本周转天数	16	23	15	9
长期借款	42.0	-	-	-	投资回报率				
其他非流动负债	2,223.1	2,144.2	2,167.4	2,178.2	ROE	15.2%	16.1%	17.2%	18.4%
负债总额	7,214.6	7,106.3	9,439.6	9,675.4	ROA	12.5%	12.5%	12.7%	14.2%
少数股东权益	2,034.8	2,875.5	3,989.1	5,462.3	ROIC	163.3%	198.2%	94.0%	4348.8%
股本	1,862.9	1,862.9	1,862.9	1,862.9	费用率				
留存收益	8,157.3	9,565.9	11,517.6	14,088.0	销售费用率	2.3%	2.2%	2.8%	3.0%
股东权益	12,286.5	14,304.2	17,369.5	21,413.2	管理费用率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
负债和股东权益合计	19,501.1	21,410.6	26,809.1	31,088.6	财务费用率	0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
					三费/营业收入	6.3%	5.8%	6.6%	6.9%

来源: Wind、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。