

白马插上数据翅膀，普惠金融业务崛起、再造新蓝筹

公司深度研究

田杰华(分析师)

tianjehua@xsdzq.cn

证书编号: S0280517050001

湛普江(联系人)

chenpujiang@xsdzq.cn

证书编号: S0280117120014

刘航(联系人)

liuhang1@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020016

● 国内税控龙头，“千万用户+海量数据”奠定核心竞争力

航天信息是国内税控领域龙头企业，在一般纳税人市场占比超过 80%，积累企业客户数已超千万。近年来，公司业务结构逐步优化，金税业务、金融科技与服务、物联网三大板块齐头并进。公司多年深耕税控系统，具有千万级用户积累、海量税务数据沉淀。尽管 2017 年 8 月 1 日起实行的税控产品和服务费用降价政策对公司有一定影响，公司 2017 年仍然实现了 16.17% 的营收增速，会员制推广、客户增长利于长期成长。

● 普惠金融领军企业，海量税控数据助力信贷业务崛起

我国中小企业从商业银行的融资与需求严重失衡，融资难仍是中小企业的一大痛点，同时，近两年普惠金融相关政策密集出台。政策与需求叠加，普惠金融崛起正当时。航天信息的信贷业务主要依托爱信诺征信和诺诺金服，爱信诺征信专业从事大数据企业征信业务，诺诺金服为企业提供低成本、高效率的信贷产品。公司千万企业税务数据构筑护城河，2017 年助贷规模突破 80 亿元，未来有望保持快速增长趋势。

● 牵手巨头，电子发票打开成长空间

公司的电子发票业务先发优势明显，2017 年，51 发票平台注册用户已超过 50 万户，电子发票开票张数超过 13 亿份，稳居市场前列。另外公司联手京东，创立大象慧云，巩固电子发票业务市场优势地位。受益于低成本以及方便快捷的优势，电子发票有望加速推广，成长空间已打开。

● 物联网时代，RFID 有望形成新的增长极

物联网是继通信网络之后又一个万亿级市场，RFID 市场空间广阔。公司承担了国家“金卡工程”、“金盾工程”，依托智能卡和 RFID 积累的技术打造政务、公安、交通、海关、跨境电商等物联网解决方案。

● 投资建议：

预计公司 2018-2020 年净利润分别为 16.47、20.77、26.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.88、1.11 和 1.40 元，维持“推荐”评级。

● 风险提示：信贷业务增速不及预期、政策风险、新业务拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25614	29,754	33,524	39,213	46,174
增长率(%)	14.4	16.2	12.7	17.0	17.8
净利润(百万元)	1535.9	1,557	1,647	2,077	2,613
增长率(%)	-1.2	1.3	5.8	26.1	25.8
毛利率(%)	17.1	16.0	16.0	16.7	17.5
净利率(%)	6.0	5.2	4.9	5.3	5.7
ROE(%)	20.0	19.8	17.3	18.8	20.1
EPS(摊薄/元)	0.82	0.84	0.88	1.11	1.40
P/E(倍)	32.10	31.7	29.9	23.7	18.9
P/B(倍)	5.63	5.0	4.6	4.1	3.6

推荐(维持评级)

市场数据

时间 2018.05.17

收盘价(元):	24.45
一年最低/最高(元):	17.6/27.73
总股本(亿股):	18.63
总市值(亿元):	455.47
流通股本(亿股):	18.47
流通市值(亿元):	451.55
近 3 月换手率:	103.11%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.05	32.37	19.39
绝对	-3.97	29.78	32.71

相关报告

《营改增影响消除，税控业务重回增长》
2017-08-18

投资要件

关键假设

1. 2018 年税控产品新增用户数为 300 万;
2. 诺诺金服助贷业务顺利推进;
3. 税控产品和服务价格短期内没有突变。

我们区别于市场的观点

1. 近两年普惠金融相关政策密集出台，中小企业融资需求巨大，政策与需求叠加，普惠金融崛起正当时。公司是普惠金融领军企业，海量税控数据助力信贷业务崛起。
2. 税控产品和服务降价对公司收入和利润影响有限，公司大力开拓业务市场，并积极推进会员制，提升存量客户服务费用，抵消调价影响。
3. 受益于低成本以及方便快捷的优势，电子发票有望加速推广，公司在电子发票领域先发优势明显，稳居市场前列，成长空间已打开。

股价上涨的催化因素

1. 国家普惠金融政策超预期;
2. 诺诺金服助贷规模超预期;
3. 会员制业务推广超预期。

估值与投资建议

预计公司 2018-2020 年净利润分别为 16.47、20.77、26.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.88、1.11 和 1.40 元，维持“推荐”评级。

投资风险

信贷业务增速不及预期、政策风险、新业务拓展不及预期

目 录

1、国内税控龙头，“千万用户+海量数据”奠定核心竞争力	4
1.1、深耕税控业务，千万级用户积累、海量税务大数据沉淀	4
1.2、税控设备调价影响有限，会员制推广、客户增长利于长期成长	5
2、普惠金融领军企业，海量税控数据助力信贷业务崛起	6
2.1、政策与需求叠加，普惠金融崛起正当时	6
2.2、爱信诺征信+诺诺金融支撑信贷业务发展	7
2.3、千万企业税务数据构筑护城河，助贷规模有望快速增长	11
3、牵手巨头，电子发票打开成长空间	12
3.1、受益政策推动，电子发票是未来发展趋势	12
3.2、低成本+方便快捷，电子发票有望加速推广	13
3.3、电子发票先发优势明显，稳居市场前列	14
4、物联网时代，RFID 有望形成新的增长极	15
4.1、物联网时代，RFID 空间广阔	15
4.2、物联网业务多行业渗透	16
附：财务预测摘要	17

图表目录

图 1：2017 年报航天信息营收结构图	4
图 2：2017 年报航天信息毛利结构图	5
图 3：航天信息营业收入（百万）及增速（%）	6
图 4：航天信息净利润（百万）及增速（%）	6
图 5：航天信息分业务类别营业收入（百万）	6
图 6：航天信息分业务类别毛利率（%）	6
图 7：诺诺金服的业务机制	10
图 8：诺诺金服的商业模式	10
图 9：合作银行	10
图 10：诺诺金服助贷特点	11
图 11：诺诺金服助贷规模	12
图 12：电子发票解决方案	12
图 13：电子商务规模	13
图 14：51 发票典型客户	14
图 15：大象慧云报销解决方案	15
图 16：大象慧云发票流转解决方案	15
图 17：RFID 市场规模	16
表 1：三大主业	4
表 2：航天信息税控设备价格变动说明	5
表 3：有关普惠金融的国家相关政策	7
表 4：诺诺金服机构拓展时间表	9
表 5：诺诺金服的信贷融资产品	11
表 6：电子发票相关政策	13

1、国内税控龙头，“千万用户+海量数据”奠定核心竞争力

1.1、深耕税控业务，千万级用户积累、海量税务大数据沉淀

公司是税控业务领域龙头，金税及企业市场业务、金融电子支付及服务业务、物联网技术及应用业务等三大业务并进。航天信息股份有限公司是由中国航天科工集团有限公司控股、以信息安全为核心技术的 IT 行业高新技术国有上市公司。面对国家信息化建设的发展机遇，航天信息积极贯彻集团公司“大防务、大安全”的发展理念，依托航天的技术优势、人才优势和组织大型工程的丰富经验，重点聚焦 IT 民用领域，业务领域涉及政府及行业信息化。作为税务信息化领域龙头，公司参与了全部三期“金税工程”。另外，公司还参与了“金卡工程”和“金盾工程”布局物联网领域，借助公司智能卡和 RFID 积累的技术打造政务、公安、交通、海关、跨境电商等物联网解决方案。公司近两年扩展了金融科技业务，通过外延获得银联外包收单资质，成功拓展第三大主业。

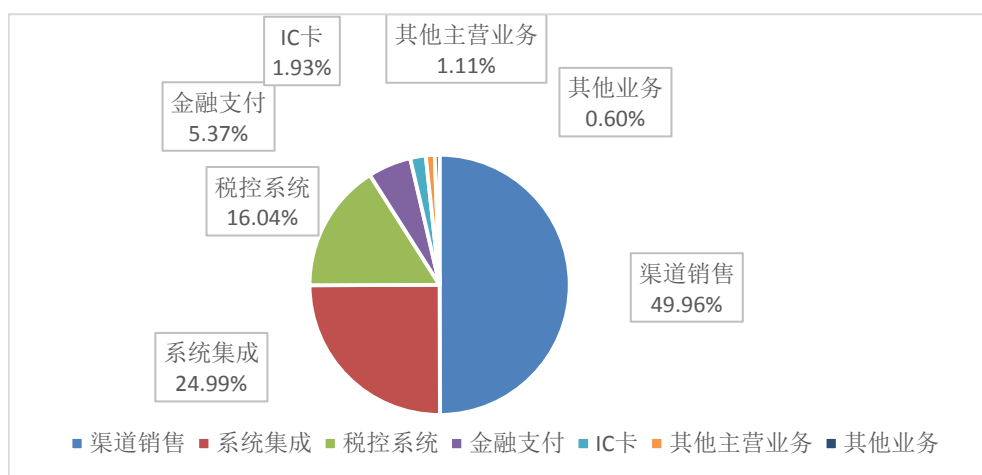
表1：三大主业

主业	细分
金税与企业市场产业	税控产品（增值税发票系统、终端产品）
	税控信息化
	管理软件业务
	财税相关服务（财税能力提升服务、企业增值服务）
	网络发票、电子发票
物联网技术及应用	各行业解决方案（交通、政务、应急、物流、身份识别、公共安全）
	云计算、大数据产品
	服务器、存储产品
金融科技	金融支付服务
	金融支付产品
	支付类解决方案

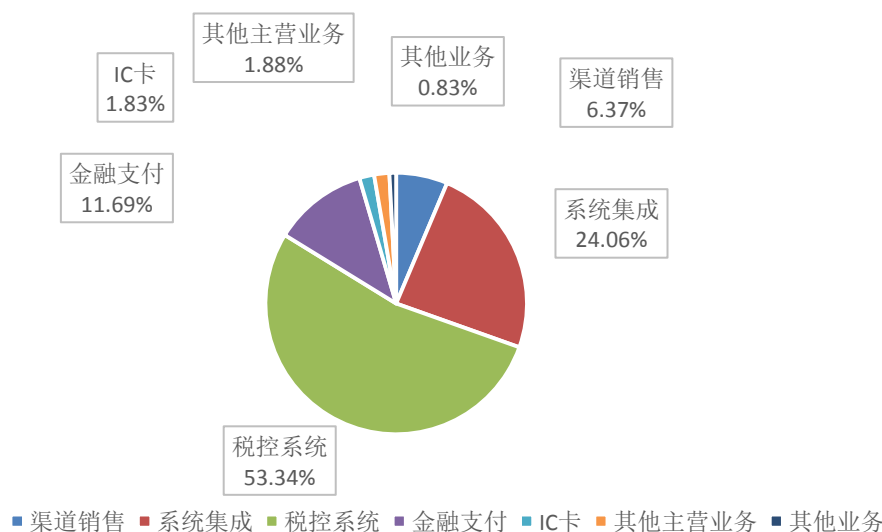
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

据 2017 年年报数据显示，营收占比前三的业务分别为渠道销售、系统集成以及税控系统。公司的税控系统销售网络遍布全国。公司利用销售网络代理分销非专用计算机、打印机及其他电子设备，从而完成了营收占比最大的渠道销售业务。

图1：2017 年航天信息营收结构图



资料来源：wind、新时代证券研究所

图2： 2017 年报航天信息毛利结构图

资料来源：wind、新时代证券研究所

公司多年深耕税控系统，具有千万级用户积累、海量税务数据沉淀。(1)据公司2017年年报数据，公司税控用户规模已达到1100万左右，覆盖的用户包括一般纳税人的大中型企业和小规模纳税人的中小微企业，为信贷业务积累了良好的客户基础。(2)公司拥有千万企业用户的税控数据，政府对于企业税务的监管以及强制的每月报税，使得税务数据是衡量企业经营状况的相对真实有效的数据资源。海量税控数据再加上电子发票平台数据，形成了信贷业务稀缺资源。

1.2、税控设备调价影响有限，会员制推广、客户增长利于长期成长

2017年7月4日晚间，发改委公告了降低税控系统产品价格及维护服务价格的文件。自2017年8月1日起，将增值税防伪税控系统专用设备中的USB金税盘零售价格由每个490元降为200元，报税盘零售价格由每个230元降为100元；货物运输业增值税专用发票、机动车销售统一发票和公路、内河货物运输业发票税控系统专用设备中的TCG-01税控盘零售价格由每个490元降为200元，TCG-02报税盘零售价格由每个230元降为100元。从事增值税税控系统技术维护服务的有关单位（以下简称“有关技术服务单位”），向使用税控系统产品的纳税人提供技术维护服务收取的费用，由每户每年每套330元降为280元；对使用两套及以上税控系统产品的，从第二套起减半收取技术维护服务费用。

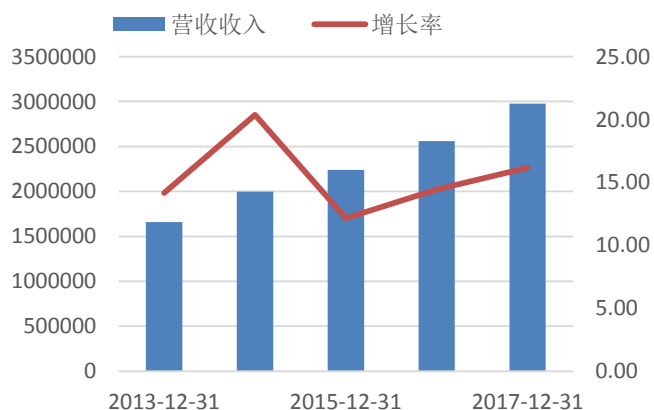
表2： 航天信息税控设备价格变动说明

时间	金税盘	报税盘	服务费
变动前	490	230	330
变动后	200	100	280
单用户损失	290	130	50

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

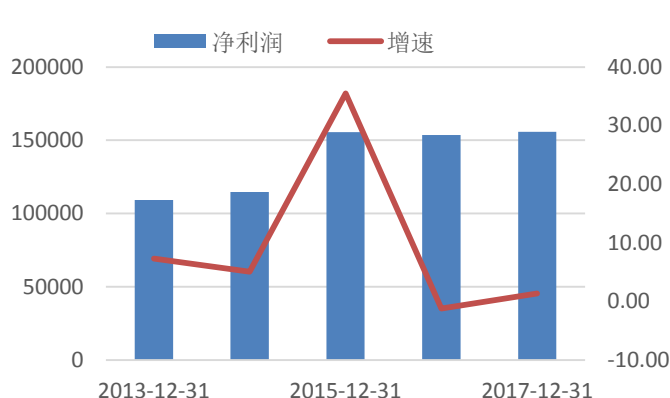
税控设备调价影响有限，会员制推广、客户增长利于长期成长。根据公司 2017 年年报，公司实现营收 297.54 亿，同比增长 16.17%，调价对公司营收增长影响有限。公司在 2017 年加强组织策划，全力开拓业务市场，使得公司在一般纳税人市场占比超过 80%，截至 2017 年底公司累计税控产品用户数量已超过 1000 万户。为满足千万企业用户需求，公司全面推广会员制业务，以整合升级公司涉税涉企业务，充分利用合作伙伴各类资源，为会员企业提供高水平增值服务，实现政策性收费向市场化收费转型，对公司业务长期成长有利。

图3： 航天信息营业收入（百万）及增速（%）



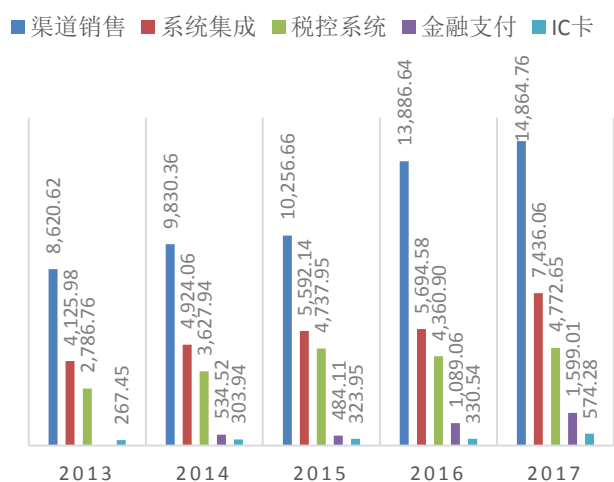
资料来源：wind、新时代证券研究所

图4： 航天信息净利润（百万）及增速（%）



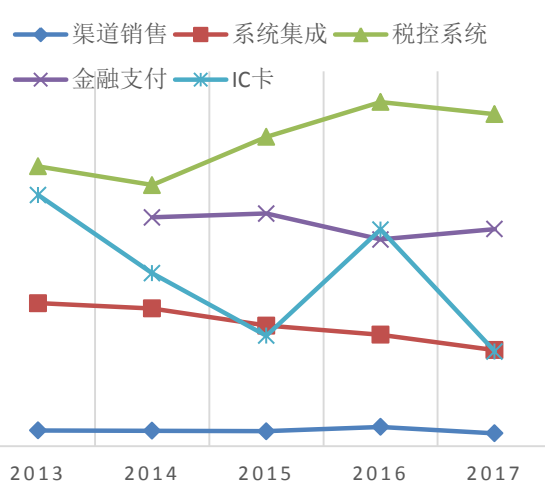
资料来源：wind、新时代证券研究所

图5： 航天信息分业务类别营业收入（百万）



资料来源：wind、新时代证券研究所

图6： 航天信息分业务类别毛利率（%）



资料来源：wind、新时代证券研究所

2、普惠金融领军企业，海量税控数据助力信贷业务崛起

2.1、政策与需求叠加，普惠金融崛起正当时

政策密集出台，普惠金融迎来发展期。2016 年 1 月 15 日，国务院印发《推进普惠金融发展规划（2016-2020 年）》，随后，有关普惠金融的国家相关政策不断推

出，可以看出国家大力发展普惠金融的力度及决心。

表3：有关普惠金融的国家相关政策

发布时间	相关政策
2016 年 1 月 15 日	国务院印发《推进普惠金融发展规划（2016-2020 年）》
2016 年 2 月 6 日	银监会印发《关于 2016 年推进普惠金融发展工作的指导意见》
2017 年 5 月 26 日	银监会官网发布《大中型商业银行设立普惠金融事业部实施方案》
2017 年 9 月	人民银行发布《关于对普惠金融实施定向降准的通知》
2018 年 3 月	发布 2018 年《政府工作报告》

资料来源：政府网站、新时代证券研究所

融资难是中小企业的一大痛点，融资需求提升推动普惠金融的发展。据中国中小企业协会会长李子彬介绍，2016 年我国中小企业对 GDP 贡献额超 60%，中小企业已成为我国 GDP 的主力军。然而据博思数据发布的《2017-2022 年中国小微金融行业市场运营状况分析与投资建议分析报告》显示，2016 年 6 月末，中小企业贷款余额占企业贷款余额的 30.7%，可见我国中小企业融资现状与融资需求严重不匹配。融资难仍是中小企业的一大痛点，普惠金融迎来发展良机。

中小企业企业融资难最核心原因是银行与中小企业之间缺乏信用机制。目前，商业银行仍是中小企业主要融资渠道。就中小企业本身而言，与大型企业相比，资本金严重不足，资产负债率很高，并且财务制度不健全。就银行而言，出于对资产质量和风险收益的考虑，实行抵押担保制度，但通常抵押条件过于苛刻，贷款程序复杂，对于员工的信贷考核也偏重于不良率。这就导致，银行很难了解中小企业的信用状况，而中小企业目前只能获得小部分的信贷支持，剩下的部分只能依靠中小金融机构或者高成本违法的民间贷款等方式去满足资金需求，阻碍了中小企业的发展。

2.2、爱信诺征信+诺诺金融支撑信贷业务发展

要解决中小企业融资难问题，归根结底是解决两个问题：（1）解决企业征信问题；（2）降低融资成本、提高融资效率的问题。航天信息的信贷业务主要依托爱信诺征信和诺诺金服解决这两个核心问题，未来发展空间巨大。

爱信诺征信专业从事大数据企业征信业务。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。

爱信诺的主要业务包括商业信用服务、信贷信用服务、公共信用服务和信用关联业务。

（1）商业信用服务，主要产品有：

- **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。
- **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：

- **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。
- **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：

- **爱信指数：**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。
- **爱信中心：**爱信诺征信与地方政府合作，规划在京津冀、长三角、

成渝等经济规划区建设产融结合、行业分析、研发创新三大区域特色征信研究应用中心，立足当地、辐射周边、面向全国。

- **爱信智库：**社会运行数据分析中心以实现航天信息征信产业社会服务为目标，是征信公司积极参与社会信用体系建设的工程，开展面向社会数据的采集、处理、交易、分析及社会化服务。

(4) **信用关联业务：**主要是数据应用服务，主要包括跨境电商大数据分析、垂直电商系统以及中小企业融资服务。

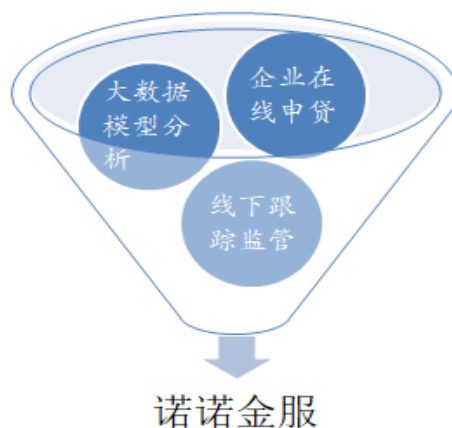
诺诺金服通过大数据中心为企业和银行构建融资的“桥梁”，形成低成本、高效率的放贷。诺诺金服是浙江爱信诺航天信息有限公司下属的一个创新性中小微企业金融服务平台。诺诺金服定位于向企业提供综合性融资理财服务的互联网金融平台，挖掘利用财税和供应链等大数据，通过与银行等金融机构的紧密合作，向中小微企业提供融资理财服务，助力中小微企业持续高速的发展，实现银企互利共赢。平台依托航天信息近二十年的企业信息服务基础，通过汇集企业大数据并进行模型化的分析，帮企业海量匹配合适的融资产品。

表4： 诺诺金服机构拓展时间表

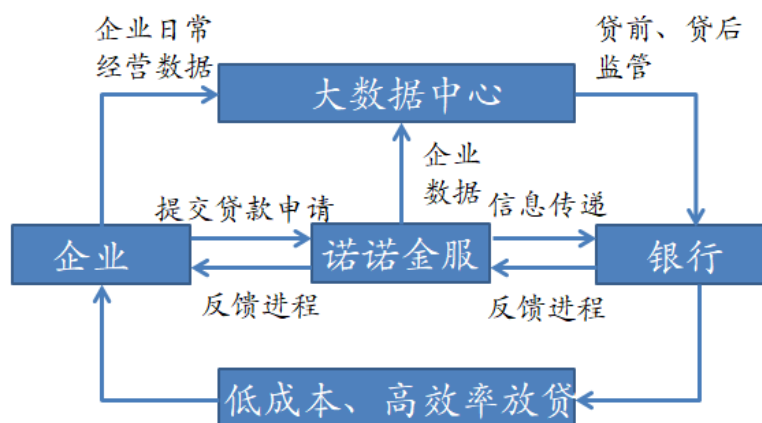
时间	事件
2015 年 5 月	诺诺金服上线
2016 年 10 月	与天翼征信签订战略合作协议
2016 年 11 月	与广发银行杭州分行签订合作协议
2016 年 12 月	与邮储银行签订合作协议
2016 年 12 月	与同花顺签订基金合作协议
2017 年 1 月	与深圳前海征信签订战略合作协议
2017 年 2 月	与浦发银行签订合作协议
2017 年 4 月	与兴业银行青岛分行开展业务合作
2017 年 5 月	与芝麻信用签订业务合作协议
2017 年 6 月	与上海遇志投资管理有限公司战略合作

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

诺诺金服的业务机制为通过企业在线申贷、大数据模型分析、线下跟踪监管三位一体。以企业纳税、开票等经营性信息为授信依据，利用大数据技术实现全线上小微企业信用贷款，申请审批全流程线上，并可随借、随用、随还。真正实现普惠金融，助力小微企业，实现银税互动。

图7： 诺诺金服的业务机制

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图8： 诺诺金服的商业模式

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

目前，诺诺金服已经与多家银行建立合作关系。诺诺金服已经覆盖多家银行的信贷产品，包括邮储银行、浦发银行、招商银行、兴业银行、平安银行、广发银行等。

图9： 合作银行

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

诺诺金服产品特点：低门槛、纯信用、高效率、成功率高、方便快捷。诺诺金服专业面向中小微企业定制产品、无手续费；能够实现纯信用贷款，降低企业负担；效率高，能够实现两日响应，三日放款；海量银行融资产品，全方位匹配企业需求；在线建档，一档多投，贷款流程方便快捷。

图10： 诺诺金服助贷特点



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

诺诺金服产品多样化：包括特色融资产品，比如与浦发银行合作的银税贷、与瀚华金控合作的金税贷等；同时也包括与多家银行合作的十余款常规信贷产品。

表5： 诺诺金服的信贷融资产品

产品名称	合作银行及企业
银税贷	浦发银行
金税贷	瀚华金控
税贷通	中国邮政储蓄银行
生意兴	南京银行
闪电贷	招商银行
兴时贷	兴业银行
大数贷	平安银行
广发贷	广发银行
企商贷	海宁农村商业银行
票贷通	北京银行
微贷卡	杭州银行
橙e贷贷平安卡	平安银行
橙e商超医疗贷	平安银行
银票通	平安银行

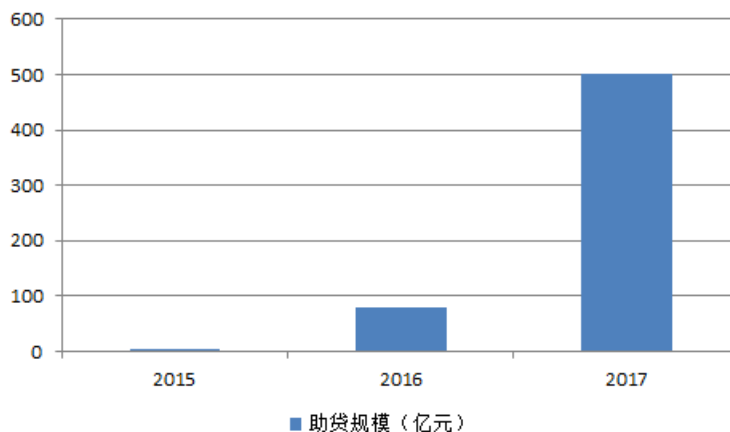
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2.3、千万企业税务数据构筑护城河，助贷规模有望快速增长

公司以千万企业的税务数据为发展基础，助贷规模有望快速增长。公司在一般纳税人市场占比超过 80%，截至 2017 年底公司累计税控产品用户数量已超过 1000 万户。公司 2017 年实现安徽等 12 个省市电子税局、税务大数据分析系统中标和推广上线，初步完成抢占局端市场的战略布局。这些税务数据构筑了公司信贷业务的

护城河。2017 年帮助金融机构向小微企业发放贷款规模突破 80 亿元，诺诺金服的助贷规模有望保持快速增长趋势。

图 11: 诺诺金服助贷规模



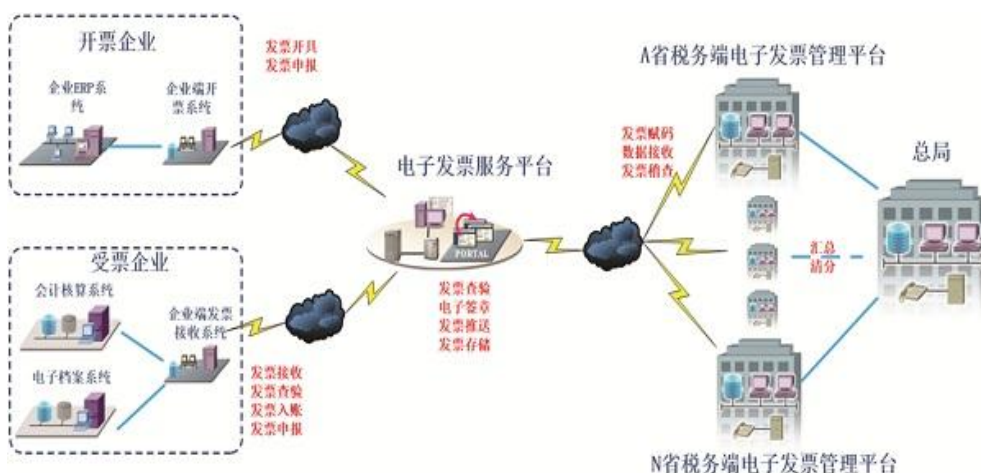
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3、牵手巨头，电子发票打开成长空间

3.1、受益政策推动，电子发票是未来发展趋势

电子发票采用统一的版式、规则、防伪技术，并附有税务机关、纳税人的电子签章。企业可在线领购、在线开具、查验、接收入账等。电子发票系统实现发票的网络化、电子化、无纸化管理，简化了税收工作的环节，大大降低和节约印制、管理成本，可以为国家节约大量的人力、物力、财力，降低征纳双方成本。目前公司为特大型企业、大型企业、大中型企业、中小型企业、小微型企业等类型企业（电商企业或实体企业）提供针对性电子发票解决方案。公司以电子发票开具为基础，通过电子发票服务平台，实现开票方、受票方、税务机关和其他相关机构、部门的发票信息传递。

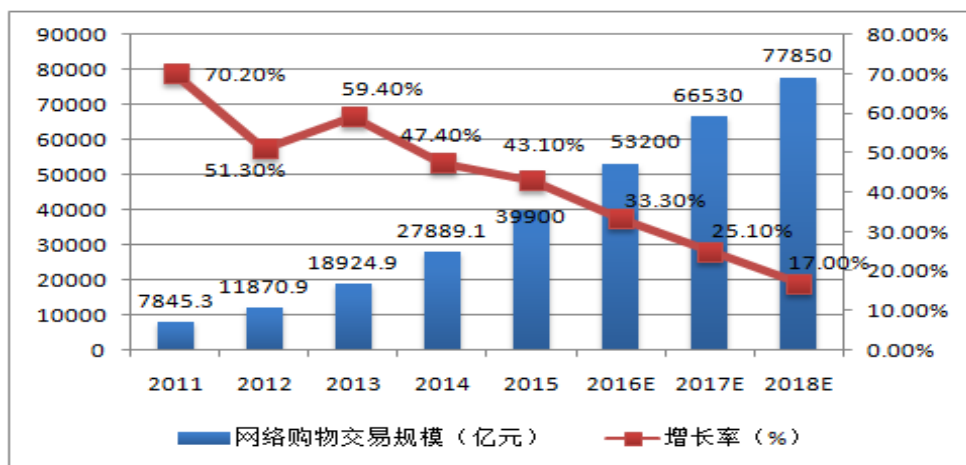
图 12: 电子发票解决方案



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

我国电子商务行业发展迅速。据智研咨询数据，2015 年中国网络购物市场交易规模达到惊人的 3.99 万亿，增长 43.10%，维持在非常高的增长水平。随着移动购物市场的快速推进、电商企业向三四线城市和农村市场扩张以及电商国际化市场的开拓，中国的网络购物市场仍将保持快速增长。

图13: 电子商务规模



资料来源：智研咨询、新时代证券研究所

发票是网络购物痛点。网络购物存在不少的问题，最为突出而普遍的就是开发票难，这不仅造成巨额税收流失，也给消费者维权带来证据障碍，同时还给电子商务市场提出了监管难题。开发票难的原因有很多种，在成本上说，网购的利润本来就比实体店低，所以为了加大利润，商家故意不开发票，或者对要开发票的买家另加税费。其次，网购中时常出现的假发票事件，这无疑让消费者网购增加了维权难的风险。

政策推动电子发票发展。为了促进电商企业的规范化经营，为了实现全方位的监管纳税人，国家推动电子发票的发展。从长远看，电子发票有利于加快简化发票的流转、贮存、查验、比对，提升节能减排效益，降低纳税人成本，强化税务发票管理，为网络发票的电子形态或无纸化提供了广阔的发展前景。近几年，国家连续推出多个政策文件，致力于“互联网+税务”的推广，目标是实现全国范围内电子发票的推广。

表6: 电子发票相关政策

时间	政策或事件
2013年4月1日	《网络发票管理办法》施行
2013年6月27日	北京开展电子发票应用试点
2015年5月7日	国务院《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，指出“逐步推行电子发票和电子会计档案，完善相关技术标准和规章制度”
2015年8月1日	在北京、上海、浙江和深圳开展增值税发票系统升级版电子发票试运行工作
2015年9月28日	国税局印发《“互联网+税务”行动计划》
2015年11月26日	国税局《关于推行通过增值税电子发票系统开具的增值税电子普通发票有关问题的公告》
2017年3月21日	国税局《关于进一步做好增值税电子普通发票推行工作的指导意见》

资料来源：国家税务总局官网、新时代证券研究所

3.2、低成本+方便快捷，电子发票有望加速推广

对企业端，能够有效减少人工成本和耗材成本。(1) 相对于纸质发票而言，由于电子发票便于自动归集、自动验证以及自动分类，能够极大地提高财务人员工作

效率。使用电子发票解决系统之后，企业端可以减少财务人员的数量，降低人工成本。（2）由于电子发票无需打印设备，减少打印耗材成本；发送方面，可以通过网络传输，可以节省发票相关的物流费用（快递费）。

对员工而言，使用方便快捷，节约时间成本。企业使用电子发票之后，员工报销时不用花时间“贴票”，也不会因为收到假发票而花时间维权。

对相关政府部门而言，极大节省资源。使用电子发票后，能够方便监管纳税人，同时征税成本也能大幅度降低。

3.3、电子发票先发优势明显，稳居市场前列

电子发票解决方案提供商的潜在盈利模式比较清晰的：（1）开票服务费、相关企业的接口服务费或者 ERP 软件的授权费用；（2）当管理电子发票的 APP 客户量足够大之后，可以通过广告、商业推广等方式实现收入；（3）针对大型企业，可以提供定制化解决方案，从而收取相关费用；（4）由于电子发票平台会存储企业的核心数据，如果国家授权，这些核心数据的价值也将十分珍贵，例如可以建立类似于“企查查”的权威征信查询平台。

立足先发优势，电子发票优势取得领先。电子发票市场，公司电子发票已率先覆盖全国。2017 年，公司 51 发票平台注册用户已超过 50 万户，电子发票开票张数超过 13 亿份，稳居市场前列；顺利完成国家税务总局关于企业二维码名片的规范制定及发票助手的研发工作；51 发票省平台已在多个省份部署应用，京东、阿里等大型电商企业分平台进入稳定推广期，中国移动电子发票系统全面实施完成，国美电器、中石化电子发票系统正逐步实施落地，继续巩固了电子发票行业大客户市场的优势地位。

图 14： 51 发票典型客户



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

联手巨头，创立互联网税务科技公司。2016 年 3 月 25 日，公司联手电子商务巨头京东集团，创立了大象慧云。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。大象慧云依托航天信息在电子发票及发票管理全业务解决方案的技术优势，以及京东集团在电子发票应用领域及大数据方面成熟的运营经验，强强联合，资源共享，目标共担，为打造集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，帮助各类客户实现安全、便捷、稳定、积极的税务信息化服务。

图15: 大象慧云报销解决方案



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

图16: 大象慧云发票流转解决方案



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

4、物联网时代，RFID 有望形成新的增长极

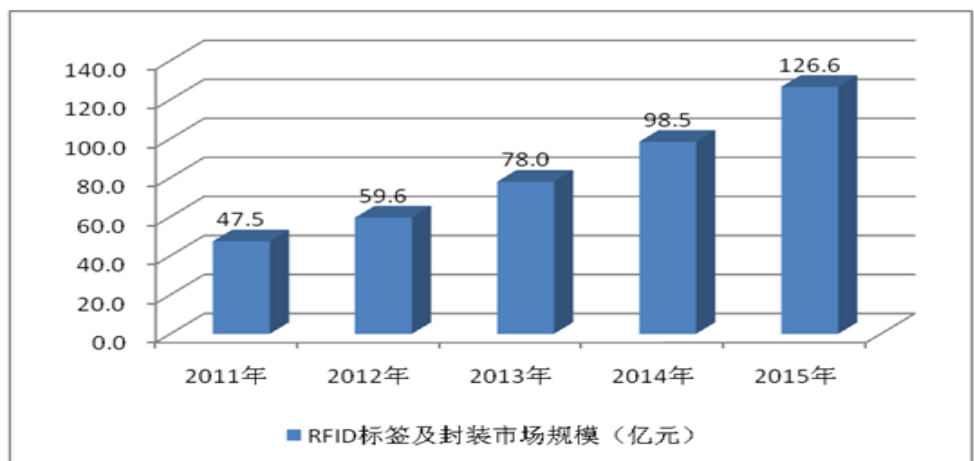
4.1、物联网时代，RFID 空间广阔

物联网是继通信网络之后，又一个万亿级市场。物联网通过智能感知、识别技术与普适计算等通信感知技术，广泛应用于网络的融合中，也因此被称为继计算机、互联网之后世界信息产业发展的第三次浪潮。据工信部数据，中国物联网产业规模从2009年的1700亿元跃升到2016年的9300亿元，预计到2020年产业规模将会超过1.5万亿元。在万物互联的智能时代，物联网市场规模会持续超预期，发展空间巨大。

感知是物联网应用的基础。物联网架构可分为三层: 感知层、网络层和应用层。感知层由各种传感器构成，包括温湿度传感器、二维码标签、RFID 标签和读写器、摄像头、红外线、GPS 等感知终端。感知层是物联网识别物体、采集信息的来源。

RFID (Radio Frequency Identification) 即射频识别技术，又称无线射频识别，可通过无线电讯号识别特定目标并读写相关数据，而无需识别系统与特定目标之间建立机械或光学接触，是一种非接触式的自动识别通讯技术。由耦合元件及芯片组成，每个 RFID 标签具有唯一的电子编码，附着在物体上标识目标对象，俗称电子标签或智能标签。RFID 的工作原理是: 标签进入磁场后，接收解读器发出的射频信号，凭借感应电流所获得的能量发送出存储在芯片中的产品信息 (无源标签或被动标签)，或者主动发送某一频率的信号 (有源标签或主动标签); 解读器读取信息并解码后，送至中央信息系统进行有关数据处理。

RFID 行业应用广，发展速度快。RFID 技术已经广泛地应用在制造过程控制和管理，交通运输管理，工农业产品追溯管理，零售业物流配送，电子口岸及检验检疫管理，大型活动，军事，应急物资和图书档案管理领域并已逐步形成规模化应用。据产业信息网数据，2014 年 RFID 标签及封装市场规模为 598.5 亿元，2015 年产业规模增长至 126.6 亿元，占 RFID 产业总量的 32.5%，随着物联网的全面爆发，RFID 产业的增速有望进一步提高。

图17: RFID 市场规模

资料来源：产业信息网、新时代证券研究所

4.2、物联网业务多行业渗透

电子政务领域，在相关自主安全可控信息化建设项目中取得新进展。公司中标的相关政府自主全可控信息化建设项目较好的完成了项目实施运行工作，取得良好示范效应。上半年共签订了几十项涉及自主全可控的信息化建设项目，为公司大力拓展自主安全可控产业发展奠定了良好基础。

公安业务领域，开拓身份识别业务。中标苏州市居住证制作定点供应商项目，成为居住证业务领域继内蒙、福建之后的又一个重要项目；内蒙居住证制证系统已正式试运行，进展顺利；身份证自助申请终端在安徽省率先上线，获得业界好评和媒体关注；“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，完成项目终验，2017年7月1日系统在全国上线，为后续的身份证自助设备推广、身份证“互联网+”应用等增值业务提供了坚实保障。

出入境领域，积极开展全国出入境信息管理系统在 14 个省的推广。出入境自助通道设备先后中标珲春、深圳边检总站、厦门同益边检总站等项目，其中深圳边检总站项目是我国出入境自助通关建设历史上通道数量最多，规模最大的项目，实现了公司在出入境管理信息化领域的新突破；公司承建的电子往来台湾通行证项目已全面启用。

智慧粮食业务领域，粮食信息化取得新进展。中标辽宁省“省级储备粮承储企业智能化升级改造项目”，完成国家粮食局项目动态信息系统项目终验准备，粮储云平台正在全国推广；完成四川省省级平台可行性方案设计，推进大数据和云方案对接；积极参与辽宁阜新、鞍山、葫芦岛以及大连地市的粮库智能化升级项目的调研和论证，为后续项目开展奠定了基础。

开拓新领域，涉足食药监业务。内蒙食药监系统上半年已完成部署并正式投入使用，公司还与辽宁省、山西省食药监局签署战略合作协议；湖南省食药监平台上线试运行；积极拓展天津、贵州、江苏、广西等省市的食药监信息化建设项目。“智慧食药监综合监管大数据服务平台”荣获首届中国电子信息行业优秀创新成果“盘古奖”，有效提升了公司在食药监行业的影响力。食药监大数据项目在千余申报项目中脱颖而出，入围发改委国家大数据发展重大工程项目名单。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	12302	15662	17861	20244	23758	营业收入	25614	29754	33524	39213	46174
现金	8613	10026	11245	13271	15515	营业成本	21233	24998	28159	32666	38084
应收账款	1367	1380	1715	1906	2358	营业税金及附加	85	93	123	143	159
其他应收款	232	223	290	310	396	营业费用	527	672	771	902	1062
预付账款	748	665	927	936	1257	管理费用	1167	1199	1676	1961	2309
存货	998	981	1248	1338	1677	财务费用	8	1	-73	-107	-143
其他流动资产	344	2387	2436	2483	2555	资产减值损失	36	84	0	0	0
非流动资产	5457	3839	4040	4310	4580	公允价值变动收益	0	141	0	0	0
长期投资	26	54	83	113	143	投资净收益	15	47	19	23	26
固定资产	1005	973	1070	1229	1407	营业利润	2571	3044	2887	3670	4729
无形资产	527	798	842	891	936	营业外收入	203	50	125	125	126
其他非流动资产	3900	2014	2045	2077	2094	营业外支出	4	12	12	16	11
资产总计	17759	19501	21902	24554	28338	利润总额	2770	3082	2998	3780	4844
流动负债	4587	4949	6106	6921	7955	所得税	561	644	600	756	983
短期借款	0	19	19	19	19	净利润	2209	2438	2398	3024	3861
应付账款	1669	1514	2071	2087	2761	少数股东损益	673	882	751	947	1248
其他流动负债	2918	3417	4016	4815	5175	归属母公司净利润	1536	1557	1647	2077	2613
非流动负债	2135	2265	1893	1550	1199	EBITDA	2830	3150	2944	3688	4719
长期借款	2080	2200	1828	1485	1134	EPS(元)	0.82	0.84	0.88	1.11	1.40
其他非流动负债	54	65	65	65	65	主要财务比率					
负债合计	6721	7215	7999	8471	9154	成长能力					
少数股东权益	1843	2035	2786	3733	4981	营业收入(%)	14.4	16.2	12.7	17.0	17.8
股本	1847	1863	1863	1863	1863	营业利润(%)	15.1	18.4	-5.2	27.1	28.8
资本公积	216	378	378	378	378	归属于母公司净利润(%)	(1.2)	1.3	5.8	26.1	25.8
留存收益	6688	7779	9210	11093	13425	获利能力					
归属母公司股东权益	9195	10252	11116	12350	14203	毛利率(%)	17.1	16.0	16.0	16.7	17.5
负债和股东权益	17759	19501	21902	24554	28338	净利率(%)	6.0	5.2	4.9	5.3	5.7
现金流量表(百万元)						ROE(%)	20.0	19.8	17.3	18.8	20.1
经营活动现金流	2986	3032	2224	3544	3685	ROIC(%)	18.6	18.5	16.3	19.3	22.3
净利润	2209	2438	2398	3024	3861	偿债能力					
折旧摊销	180	222	198	220	263	资产负债率(%)	37.8	37.0	36.5	34.5	32.3
财务费用	8	1	-73	-107	-143	净负债比率(%)	-58.8	(63.5)	(64.3)	(70.1)	-72.2
投资损失	-15	-47	-19	-23	-26	流动比率	2.7	3.2	2.9	2.9	3.0
营运资金变动	559	298	-279	430	-270	速动比率	2.5	3.0	2.7	2.7	2.8
其他经营现金流	45	119	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-2421	-557	-380	-468	-507	总资产周转率	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
资本支出	399	625	172	240	240	应收账款周转率	20.0	21.7	21.7	21.7	21.7
长期投资	-2112	-39	-29	-31	-30	应付账款周转率	16.9	15.7	15.7	15.7	15.7
其他投资现金流	-4133	28	-237	-258	-298	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-1052	-1054	-624	-1051	-934	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.84	0.88	1.11	1.40
短期借款	0	19	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	1.63	1.19	1.90	1.98
长期借款	43	120	-372	-343	(350)	每股净资产(最新摊薄)	4.70	5.27	5.73	6.39	7.39
普通股增加	923	16	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	1	162	0	0	0	P/E	32.10	31.68	29.94	23.75	18.87
其他筹资现金流	-2019	-1371	-252	-707	-584	P/B	5.63	5.03	4.62	4.14	3.58
现金净增加额	-487	1412	1220	2025	2244	EV/EBITDA	15.80	13.2	14.0	10.8	8.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

田杰华，复旦大学电子工程系本科、硕士。曾先后任职于交通银行总行、中国银河证券投资研究总部。2017年加入新时代证券研究所。2016年新财富最佳分析师计算机第7名团队核心成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>