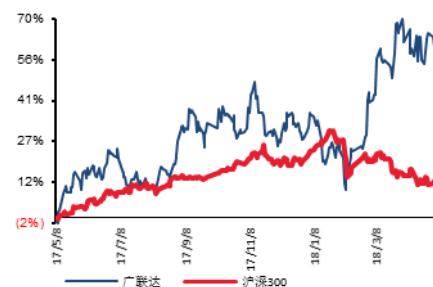




信息技术 软件与服务

布局军工民用双市场，军民融合共成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,166/681
总市值/流通(百万元)	18,315/10,692
12个月最高/最低(元)	19.21/13.00

相关研究报告：

证券分析师：朱悦如

E-MAIL: zhuyr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010004

证券分析师：徐中华

电话：010-88321611

E-MAIL: xuzh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517070001

报告摘要

军工装备健康管理业务潜力巨大：公司积极布局新一代装备健康管理产品体系研制及服务平台建设工作，以公司自主知识产权为核心，通过对关键技术的研究，提供覆盖装备设计、制造、维护全生命周期的健康管理产品体系的技术平台和产品平台，包括硬件体系、软件体系、系统级测试性验证、综合保障产品，为车载、机载、舰载、大型复杂设备的不同型号装备快速地提供系列装备健康管理产品与服务。

智慧城市业务快速增长：2016年，通过收购泰豪智能100%股权，切入智慧城市领域。2017年，公司重点围绕新型智慧城市建设开展业务布局，业务覆盖智慧城市顶层规划，智慧物业、智慧金融、智慧能源、智慧交通、智慧建筑及节能、油气站信息化等领域。未来公司将以物联网、云计算、大数据等新一代信息技术为依托，实现对城市运行情况的全面感知，挖掘数据在城市规划、建设和运营过程中的价值，打造新型智慧城市智能设备与信息服务平台系列产品。

税控业务维持稳定，增值业务是未来的潜在增长点：在传统税控业务方面，虽然调价降低了一次性销售税控盘硬件的利润，但服务费的利润相对稳定；且随着客户量的积累服务费占税控业务收入的比重逐渐增加。未来将着重于增值服务，形成产品+技术服务+数据服务的产业链，在提供涉税软件、企业及个人税务申报服务等传统税控产品的同时推出多元化税务产品，并提供面向企业、税务部门和第三方的数据增值服务，最终形成以税控为入口的 ToG+B+C 的数据服务平台。

投资建议：我们预计公司2018年、2019年的EPS分别为0.57元和0.75元。基于以上判断，给予“买入”评级。

风险提示：军工订单落地具有不确定性，税控市场推进具有不确定性，智慧城市项目落地具有不确定性等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3297	3981	4999	6213
(+/-%)	50.64	20.74	25.58	24.29
净利润(百万元)	389	672	875	1115
(+/-%)	3.18	72.60	30.17	27.50
摊薄每股收益(元)	0.34	0.57	0.75	0.95
市盈率(PE)	43.19	28.56	21.94	17.21

资料来源：Wind, 太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

军工业务布局多年，爆发在即	4
(一) 公司是嵌入式测试领军企业	4
(二) 装备健康管理系统、时空大数据市场逐步成熟	9
(三) 军改逐步完成，公司军工业务迎来爆发增长	14
收购泰豪智能布局智慧城市，有望保持快速增长	17
税控业务平稳增长、税控增值业务前景可期	18
(一) 税控盘业务总体保持平稳	18
(二) 完成税务信息化业务整合，增值业务成长可期	20
盈利预测及投资建议	23
风险提示	24

图表目录

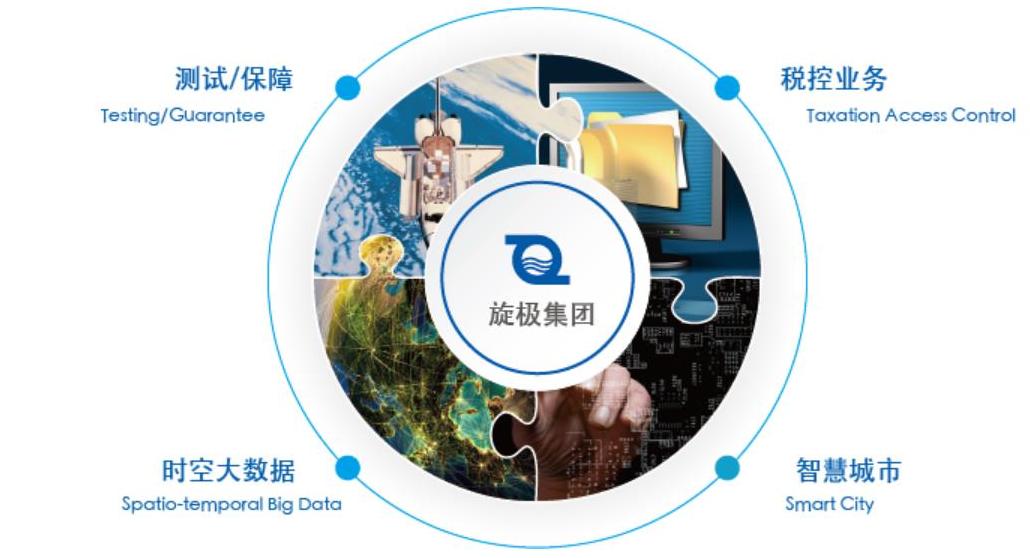
图表 1: 公司业务布局	4
图表 2: 嵌入式系统结构	5
图表 3: 嵌入式系统产品分类	5
图表 4: FIREBLADE 结构	6
图表 5: ICEBLADE 结构	7
图表 6: 西安西谷主要客户为军用和高校	8
图表 7: 西安西谷营业收入维持较快增长	8
图表 8: 西安西谷净利润维持较快增长	8
图表 9: PHM 基本构成	9
图表 10: F35 PHM 应用架构	10
图表 11: PHM 模型	11
图表 12: 公司开展的相关研发项目	11
图表 13: 时空大数据维度	12
图表 14: 时空大数据维度	12
图表 15: 时空大数据在智慧城市中应用	13
图表 16: 时空大数据产品分类	14
图表 17: 信息化下的一体化作战	15
图表 18: 2011-2018 国防预算变化	15
图表 19: 国防信息化支出预测	16
图表 20: 我国企业端税控系统市场份额	18
图表 21: 公司税控盘产品	19
图表 22: 税务信息化产品营业收入（亿元）及增长率	19
图表 23: 2013-2017 税务信息化产品毛利率持续提升	20
图表 24: “互联网+纳税”新型服务	21

军工业务布局多年，爆发在即

公司成立于1997年11月，是国内领先的嵌入式系统整体解决方案服务商。公司自成立以来，一直专注于从事嵌入式产品的相关业务，包括研发、测试、生产、销售及技术服务。公司主营业务发展经历了从国防军工领域向民用领域拓展的历程。自成立早期，便涉足军工领域的嵌入式系统测试业务，积累了丰富的技术储备、行业经验，塑造了品牌影响力。而后公司依托自己在军工领域积累的技术优势，将业务进一步拓展到民用领域，取得良好的成效，对公司经营业绩的快速稳定发展提供了足够的推动力。

2015年公司收购了向国防军工客户提供电子元器件测试、筛选及可靠性保证相关服务的西安西谷100%股权，进一步强化测试领域优势；2016年公司收购国内智慧城市顶层设计、实施和运营的领先企业泰豪智能100%股权，切入智慧城市领域。

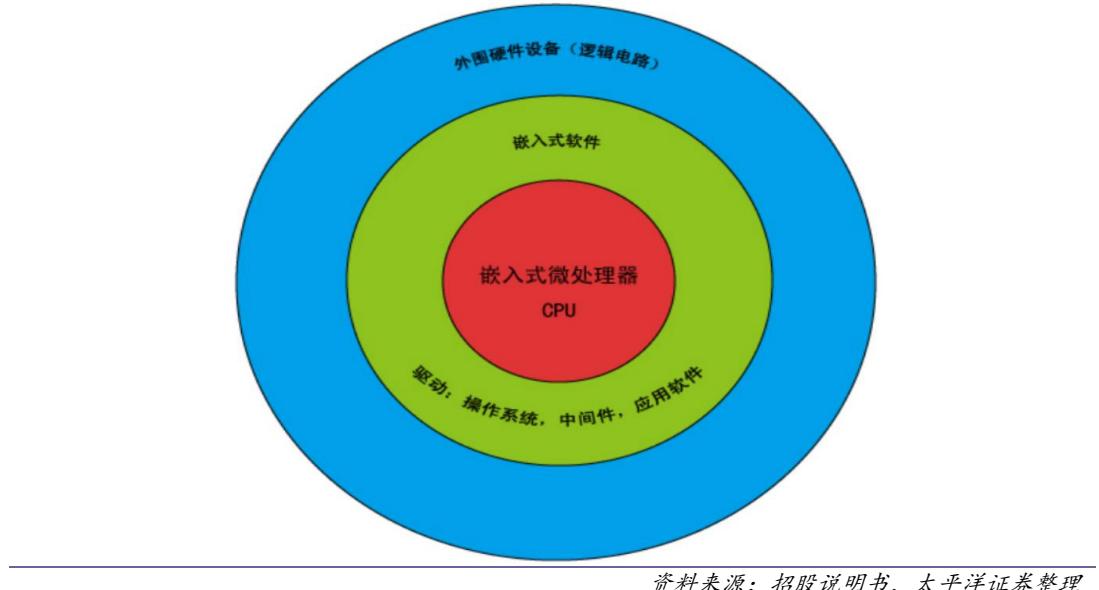
图表 1：公司业务布局



(一) 公司是嵌入式测试领军企业

嵌入式系统测试是指通过构建一个系统环境对嵌入式系统进行的测试，包括对构成嵌入式系统一部分的软件、硬件和整个系统的测试。由于嵌入式系统应用的广泛性，嵌入式系统测试广泛应用于国防、工业及其他人类生产生活的各个方面。

图表 2：嵌入式系统结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司具备提供多项嵌入式系统测试和服务的能力，是目前国内少数能够同时提供包括正向测试、逆向测试（故障注入测试）的嵌入式系统测试产品和技术服务的提供商。

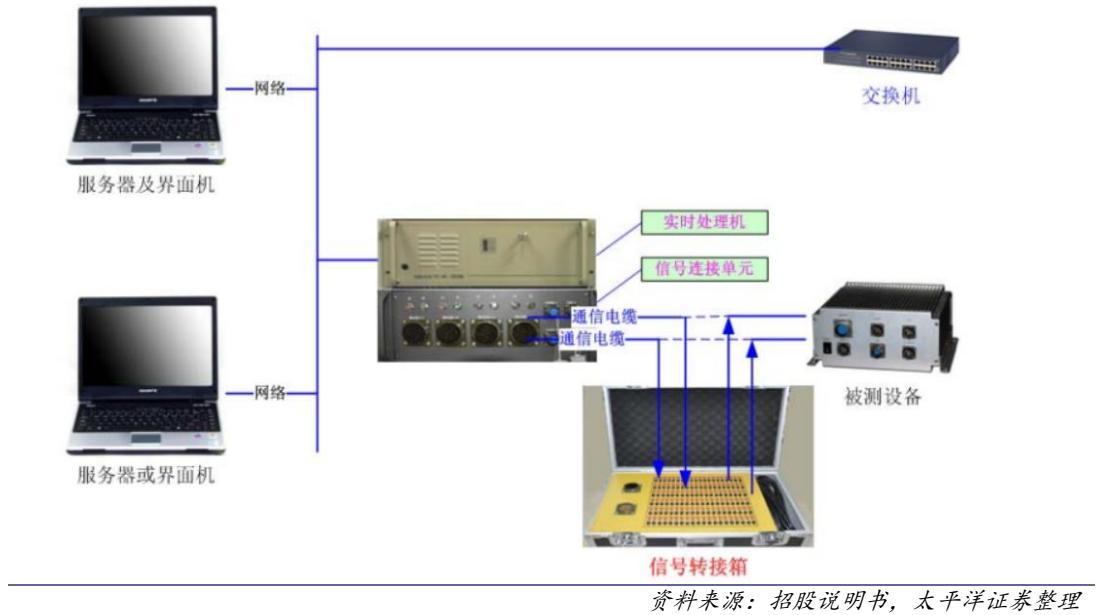
图表 3：嵌入式系统产品分类

业务	产品及服务			应用行业市场	用途	业务形式
嵌入式系统测试产品及技术服务	嵌入式系统综合测试产品	嵌入式系统级测试产品 FireBlade V2.0; 嵌入式软件目标码测试工具 V1.2; AFDX 航空总线测试产品 WFDX100;	国防军工领域	对嵌入式系统进行测试	在公司已有的标准化产品上根据用户的需求进行定制开发，最终以出售产品的方式（包括自产产品及外购配件）提供给客户	
	嵌入式系统测试产品	IceBlade-1553B V1.0; IceBlade-RS232 V1.0; IceBlade-RS485 V1.0; IceBlade-RS422 V1.0; IceBlade-ARIN C429 V1.0; IceBlade-AD/D A V1.0; IceBlade-隔离	国防军工领域	通过外部接口对被测试嵌入式系统注入多种故障模式，检验被测系统的可靠性和容错能力		

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

FireBlade是公司提供的最重要的嵌入式系统综合测试产品。其系统基于面向设备的思想，提出了虚拟设备的概念，用户可以根据自身需求来自定义设计和数据处理流程，同时设计结果可以以虚拟设备描述文件的形式保存。

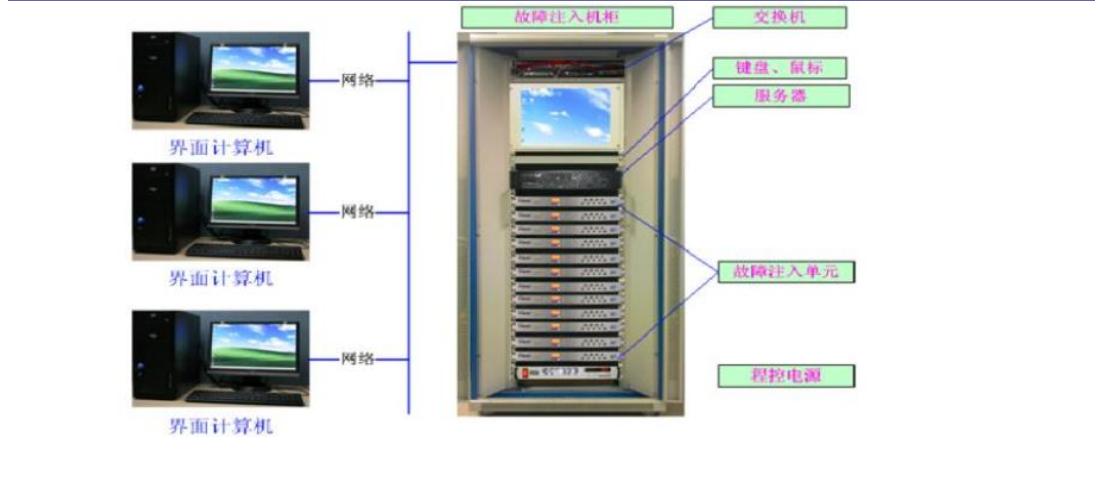
图表 4: fireblade 结构



故障注入是对系统性能评价的重要手段，通过对系统人为注入故障后来观测系统反应，从而获得对目标系统可靠性和容错性的评测结果。由于军工领域，尤其是航空航天这种对系统安全性、可靠性为第一目标的行业中，故障注入测试的重要性不言而喻。为此，公司研发了IceBlade这套对通讯链路进行系统级故障注入的设备。

IceBlade 适用于航天、航空、军事等领域的几乎所有通讯接口，已经支持包括：MIL-STD-1553B、RS232、RS422、RS485、隔离 I/O、模拟信号、ARINC429等协议/电气规范的检测和故障注入，此外还包括电源的检测和故障注入。同时支持多种故障模式，包括：物理层故障注入、电气层故障注入、协议层故障注入、应用层故障注入等。在完全不被感知的情况下，IceBlade 实现对被测系统的检测和故障注入功能。

图表 5: iceblade 结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

收购西安西谷，强化测试领域优势

2015年，公司通过发行股份及支付现金方式收购西安西谷 100%股权。西安西谷微电子有限责任公司成立于2000年12月，是一家独立于承制方和使用方的第三方电子元器件测试、筛选、DPA、失效分析、环境试验、质量保证及可靠性试验技术发展及相关技术服务的民营军工元器件检测龙头机构。

西安西谷拥有一支多年专业从事电子元器件检验检测研究的技术团队，已累计完成集成电路测试程序2.7万余种，获得知识产权70余项，承担国家、省、市重点科技研发项目10余项。其客户群覆盖全国29个省市1000余家军工企事业单位和科研院所。面向军工行业，加强军民资源优化整合；面向地方高等院校，加强产学研合作。

西安西谷拥有一批多年从事集成电路测试的专业技术队伍和先进的测试筛选设备。多年来，获得软件著作权和专利70多项；承担国家、省、市级科技研发项目13项，累计开发测试程序3万余种。已获得总装军用、国家和国防认可实验室资质，成为陆航装备元器件标准件检验中心，军工集团和国家多个重点武器装备工程/型号指定元器件检验站。业务覆盖航空、航天、电子、船舶、核工业等多个领域。

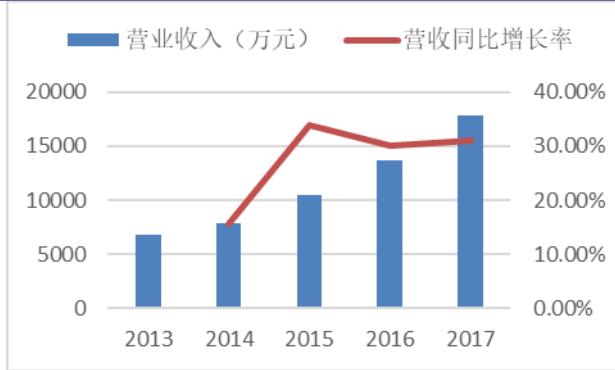
图表 6：西安西谷主要客户为军用和高校



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

西安西谷军工电子元器件测试收入与利润保持稳步增长。近五年来，其营收与净利润保持稳步增长，尤其在并购完成后业务整合顺利，军用电子元器件测试、筛选及可靠性保证相关服务业务迎来大幅增长，顺利完成并购时的业绩承诺。

图表7：西安西谷营业收入维持较快增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表8：西安西谷净利润维持较快增长



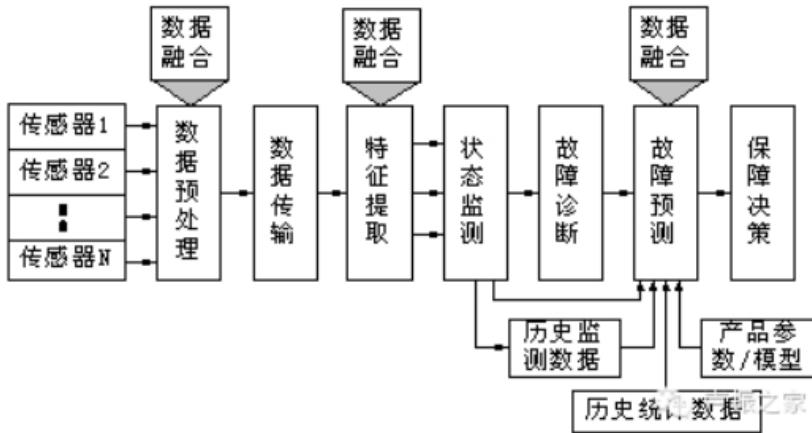
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 装备健康管理系统、时空大数据市场逐步成熟

装备健康管理系统（PHM）是一种新的装备维保管理模式和手段，通过分析装备健康状态的影响因素，紧密结合状态监测、维修、使用和环境等信息，对装备健康状态进行评估、预测和管理，并基于装备的健康状态合理选择维保策略。随着武器装备的不断更新，高科技的不断注入，装备复杂程度越来越高，对装备可靠性、维修与保障的要求也越来越高，维修费用在全寿命周期费用中所占的比重越来越大。因此，人们越来越关注装备全生命周期的健康状况，越来越关注装备维修方式从计划性刚性过程向高度适应变化的柔性过程的转化。

PHM技术在国外已经得到广泛应用，被认为是一项能显著降低使用和保障费用，并能同时提高装备安全性和装备可用度的综合技术。美国联合攻击机采用故障预测与健康管理后，其保障设备减少了50%，维护人员减少20%-40%，架次生成率增加了25%。

图表 9：PHM 基本构成



PHM系统的基本组成 资料来源：声振之家，太平洋证券整理

从20世纪70年代起，故障诊断、故障预测、CBM、发动机监控、健康管理等系统逐渐在工程项目中探索应用。在30年的发展过程中，电子产品机上测试（BIT）、发动机健康监控（EHM）、结构件健康监控（SHM）、齿轮箱、液压系统健康监控等具体领域问题的PHM技术得到了发展，出现了健康与使用监控系统（HUMS）、集成状态评估系统（ICAS）、装备诊断与预测工具（ADAPT）集成应用平台，故障诊断、使用监测与维修保障系统相互关联变得愈来愈重要。工程实践表明，PHM技术可以降低维修保障费用、提高战备完好率和任务成功率，体现在：通过减少备件、保障设备、维修人力等保障资源需求，降低维修保

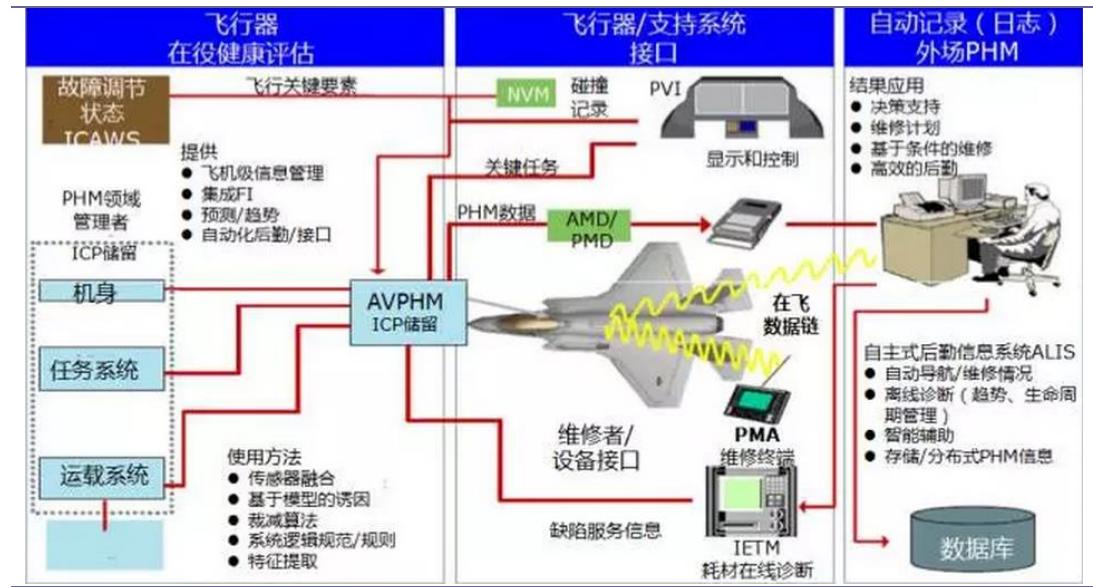
障费用；通过减少维修，特别是计划外维修次数，缩短维修时间，提高战备完好率；通过健康感知，减少任务过程中故障引起的风险，提高任务成功率。

PHM系统一般应具备故障检测、故障隔离、增强的诊断、性能检测（监测）、故障预测、健康管理、部件寿命追踪等能力，通过联合分布式信息系统（JDIS）与自主保障系统交联。F35联合攻击战斗机（JSF）的PHM系统分为机上与地面监控管理两方面。机上部分，包括推进系统、任务系统等若干个区域管理者（AM），完成子系统、部件性能检测，增强的故障诊断，实现关键系统与部件的故障预测等任务。例如，推进系统区域管理者（AM）就集成了吸入碎片监控（IDMS）、发动机微粒监控（EDMS）、涡流叶片监控（ECBS）、滑油微粒监控（ODM）等功能。

PHM涉及的部分分析模型和关键技术点

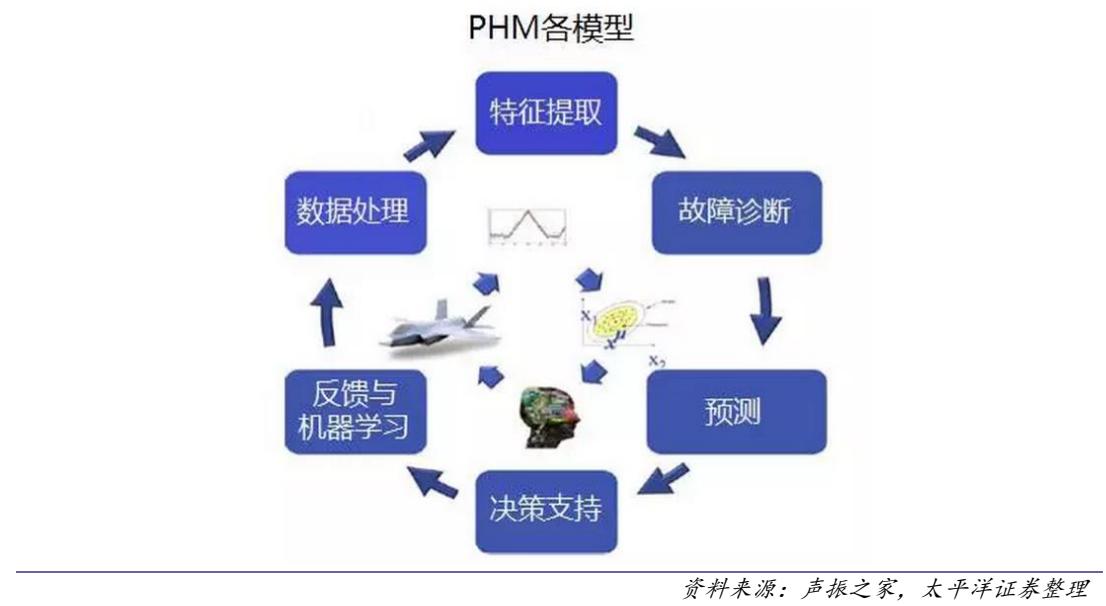
PHM强调装备管理中的状态感知、数据监控与分析，监控设备健康状况、故障频发区域与周期，预测故障的发生，从而大幅度提高运维效率。大多数故障诊断与故障预测工具都具有领域相关的特点。如图1的F35PHM应用架构，涉及诸多分析模型和关键技术。

图表 10：F35 PHM 应用架构



资料来源：声振之家，太平洋证券整理

图表 11：PHM 模型



在装备健康管理体系建设方面，公司积极布局新一代装备健康管理产品体系研制及服务平台建设工作，加大投入，以公司自主知识产权为核心，通过对关键技术的研究，提供覆盖装备设计、制造、维护全生命周期的健康管理产品体系的技术平台和产品平台，包括硬件体系、软件体系、系统级测试性验证、综合保障产品，为车载、机载、舰载、大型复杂设备的不同型号装备快速地提供系列装备健康管理产品与服务。2017年公司新一代装备健康管理产品体系研制及服务平台建设项目拟投资总额3.9亿元，累计已投入6478.85万元。

图表 12：公司开展的相关研发项目

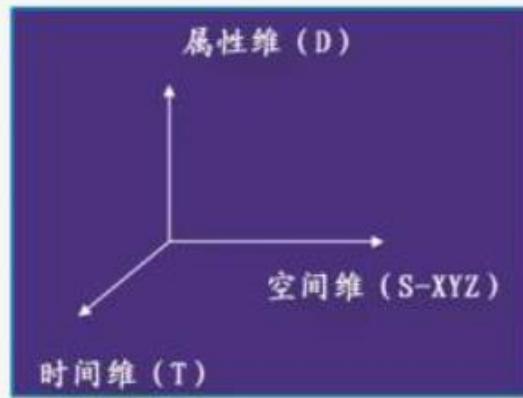
序号	项目	进展	拟达到目标
1	面向智慧城市领域的装备健康智能运营中心	国内领先	开发阶段
2	装备健康管理-装备测试性仿真及验证系统	国内领先	升级阶段
3	装备健康管理-小型化通用 ATE 自动测试设备	国际先进	集成测试阶段

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

时空大数据指同时具有时间和空间维度的数据，现实世界中的数据超过80%与地理位置有关。时空大数据包括时间、空间、专题属性三维信息，是现实地理世界空间结构与

空间关系各要素的数据集的“总和”。

图表 13：时空大数据维度



资料来源：《“互联网+”时空大数据与“GIS”的演进发展》，太平洋证券整理

时空大数据应用前景十分广阔。在国防领域，整体态势感知是现代化国防的关键，具有整体获取特性的遥感大数据在国防上意义重大；在气象领域，空间信息是气象预测的基础，能融合时空大数据的气象大数据将为大气环境监测、农业灾害监测提供强有力的支撑；在交通领域，融合了地理位置信息、空间信息的时空大数据将是应急处置的重要决策依据，可以提高应急交通指挥决策的科学性。

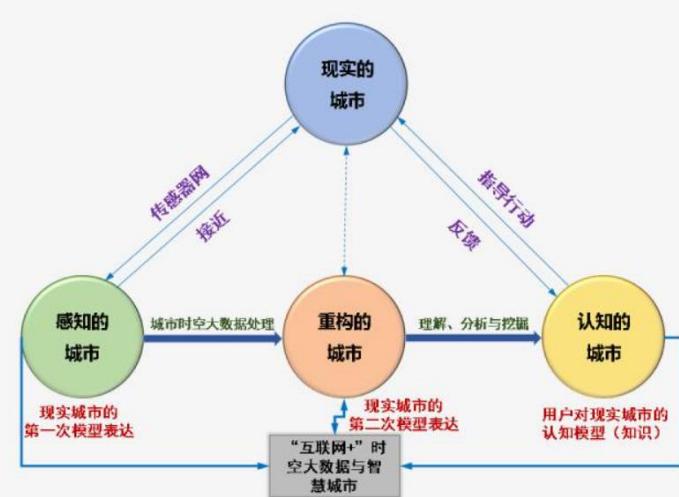
图表 14：时空大数据维度



资料来源：《“互联网+”时空大数据与“GIS”的演进发展》，太平洋证券整理

时空大数据可以和智慧城市形成紧密结合。如今中国已经从地大物博的增量式发展转向存量式发展，政府必须对所有在时间和空间中冲撞和演变的数据信息进行更为精细化的管理，也就意味着和GIS的融合已成定势。在《智慧城市时空大数据与云平台建设技术大纲（2017版）》中，明确：“时空基础设施作为智慧城市的重要组成，既是智慧城市不可或缺的、基础性的信息资源，又是其他信息交换共享与协同应用的载体，为其他信息在三维空间和时间交织构成的四维环境中提供时空基础，实现基于统一时空基础下的规划、布局、分析和决策。”

图表 15：时空大数据在智慧城市中应用



资料来源：《“互联网+”时空大数据与“GIS”的演进发展》，太平洋证券整理

2016年，公司使用自有资金3060万元与北京众合高科信息技术有限公司湖南上荣信息技术有限公司，共同投资成立北京旋极伏羲大数据技术有限公司，公司持股51%，2016年11月旋极伏羲原股东安游将其持有的9%的股份无偿转让给公司，公司持股份额增至60%。

旋极伏羲利用全球领先的GeoSOT全球剖分网格编码技术，实现对陆、海、空、天等地球空间多域数据的高效组织、管理和应用，已为军事、测绘、导航、气象、海洋、遥感、减灾、公安等不同行业和部门提供了大数据应用一体化解决方案。旋极伏羲目前已成功研制基于全球时空剖分的大数据应用系列软件产品——iWhere大数据网格化管理服务平台，形成iWhere 3D、iWhereServer、iWhereLink、iWhereVideo等系列产品，完成了对时空大数据工具产品和服务平台等完备产品链条的构建。

图表 16：时空大数据产品分类

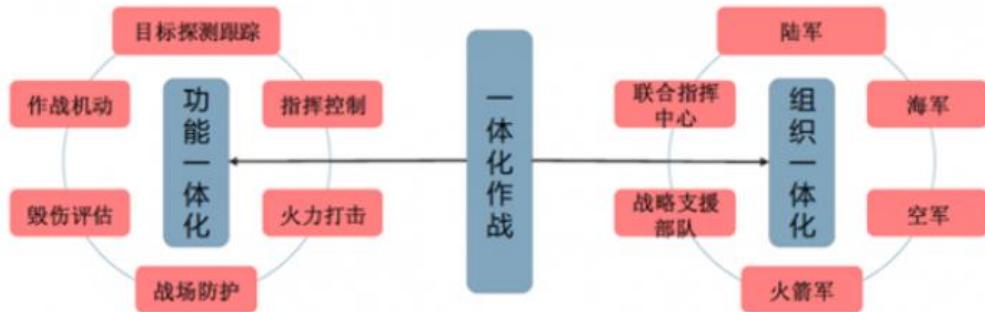
时空大数据网格化管理服务平台 软件系列——iWhereLink	iWhereLink 多源数据整合软件，意在通过使用多源异构的数据整合方案，接入、整合政府和企事业单位的各种内部应用数据，在此基础上搭建一套支撑其他应用的、统一的、可靠的数据管理系统，使管理者能从庞大的数据库中甄别出与业务相关的数据信息，并结合数据可视化技术、部分网格编码技术，为用户提供高效的查询、统计、分析等服务。
时空大数据网格化管理服务平台 软件系列——iWhereServer	iWhereServer 时空大数据服务软件，提供地理信息数据的管理和发布服务功能，支持各种矢量栅格数据源，支持自定义数据源，支持上百种投影模式，支持多种地图输出格式，以 WEB 服务为基础，实现一套数据、一个服务、多个用户的地理信息应用与管理，以北斗网格编码为基础，提供剖分网格服务，能够无缝融合到原有地理信息系统中。
时空大数据网格化管理服务平台 软件系列——iWhereVideo	iWhereVideo 视频大数据网格化管理软件，通过时空网格一体化编码模型对视频内容进行统一编码、管理、整合、挖掘和应用，打造出一个基于时空网格视频数据应用的视频大数据平台，实现对视频的网格化管理及对突发事件的应急联动指挥。
时空大数据网格化管理服务平台 软件系列——iWhereGlobal	iWhereGlobal 真三维数据球软件，是一个交互式真三维环境软件系统产品。以地理空间剖分网格编码框架为支撑，叠加航空影像、卫星数据、数字高程模型、电磁场数据以及它的二维和三维信息源，快速创建一个交互式真三维环境场景，可实现对空天地海多源数据的有效组织、管理和调度，具有仿真计算与表达一体化能力。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(三) 军改逐步完成，公司军工业务迎来爆发增长

当前，世界新军事革命迅猛发展，战争形态加速向信息化战争演变，一体化联合作战成为基本作战形式。与之相适应，军队的规模结构和力量编成发生新的变化，科技因素影响越来越大，精干化、一体化、小型化、模块化、多能化等特征越来越突出。在此背景下，军事力量改革启动，推动我军由数量规模型向质量效能型、由人力密集型向科技密集型转变，其战略重点还转移到了以信息为基础的联合作战以及对技术的强调上。我们认为随着军改的逐渐完成，军队订单将迎来快速复苏，公司相关业务有望快速增长。

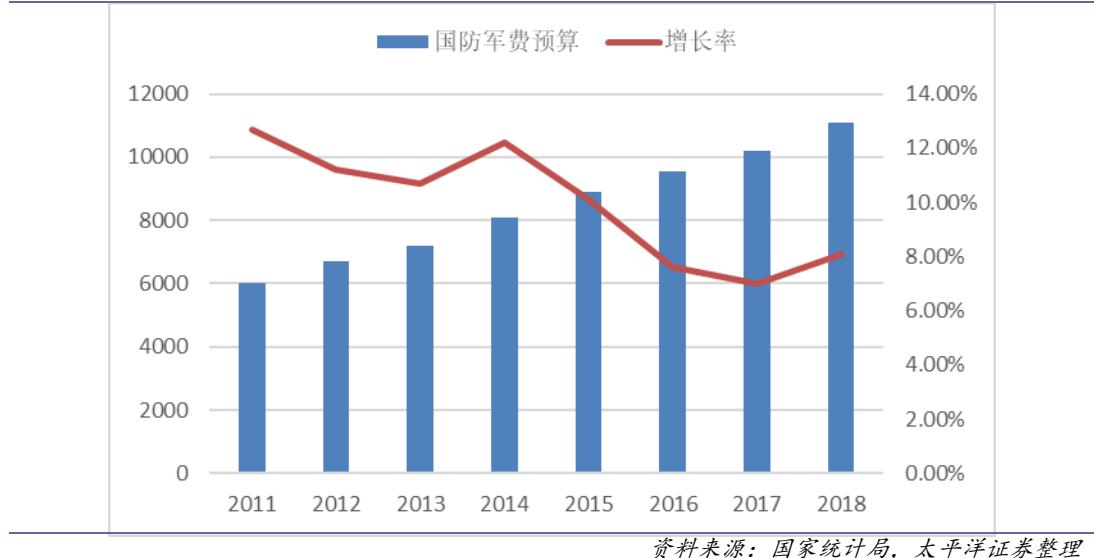
图表 17：信息化下的一体化作战



资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

中国的国防预算在2011年开始突破1000亿美元，之后保持一个稳定增长态势，已发布的2018年预算达到11070亿元，复合增长率达9.12%。虽然中国的军费整体开支总量已经居世界第二，但在GDP中的占比仅为1.3%，相较各个主要大国这个比例还非常低，在世界形势日趋复杂的情况下还有很大的增长空间。

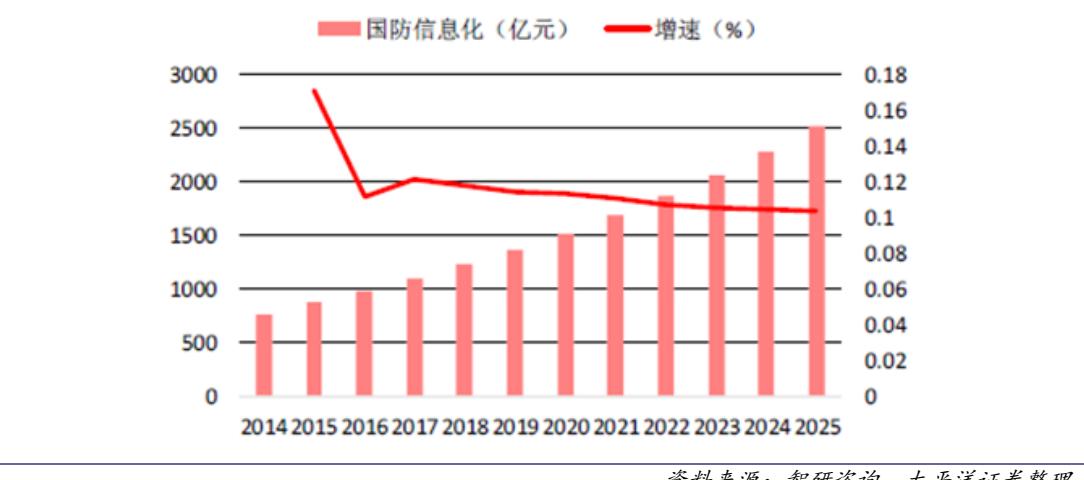
图表 18：2011-2018 国防预算变化



另一方面，中国国防信息化建设处在持续加速的状态。2014年中国国防装备领域投

入约2586亿元，其中国防信息化开支约750亿元，；2015年国防装备总支出约2927亿元，其中国防信息化开支约878亿元，同比增长17%，占比为30%。据预测，2025年中国国防信息化开支将增长至2513亿元，年复合增长率11.6%，占2025年国防装备费用（6284亿元）比例达到40%。未来10年国防信息化总规模有望达到1.66万亿元。

图表 19：国防信息化支出预测



资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

整体来看，公司的嵌入式系统测试、元器件测试和PHM业务都是围绕国防信息化领域提供产品和服务，其中嵌入式系统测试和元器件测试是公司较为成熟的模块，已深耕行业多年，作为产业龙头形成了自己的竞争优势，能为公司提供稳定的收入。而装备健康管理体系产品是公司在原有的检测业务优势基础上的新业务布局，也是国内切入该领域较早的公司。

收购泰豪智能布局智慧城市，有望保持快速增长

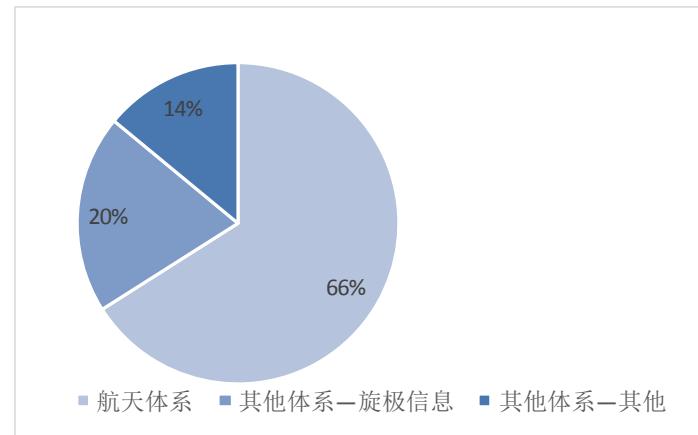
2016年，旋极信息购买了泰豪智能100%股权，切入智慧城市领域。泰豪是国内领先的智慧城市解决方案商，公司整合十余年技术优势，在智慧城市顶层设计、智慧城市投资、建设、运营领域取得了丰硕成果，成为智慧城市关键技术北京国际科技合作基地、博士后科研工作站、专利试点先进单位。应用“智慧城市运营大数据平台”，将大数据科研技术转化为应用场景，形成“1+2+N”的核心产品体系，通过一个万物互联的物联网“时空大数据”基础应用平台，两项核心大数据支撑技术（大数据AI智能分析技术、大数据异构分阶建模技术），N个大数据智慧应用解决方案，落地实施了湘潭新型智慧城市、新余市能源与环境监测管理中心、石家庄市工业节能减排监测管理平台设计等多项国家新型智慧城市、节能减排财政政策综合示范城市建设典型示范项目。

2017年，公司重点围绕新型智慧城市建设开展业务布局，业务主要覆盖智慧城市顶层规划，智慧物业、智慧金融、智慧能源、智慧交通、智慧建筑及节能、油气站信息化等领域。公司全资子公司泰豪智能中标湖南湘潭PPP智慧城市建设项目完成合同签订，项目进展顺利；同时，泰豪智能中标的10余个标杆项目，提高了企业的品牌价值及行业影响力，为未来业务发展打下坚实的基础。另外，公司全资子公司中软金卡完成多项加油系统新产品的研发。未来，公司将以物联网、云计算、大数据等新一代信息技术为依托，结合公司在智慧城市建设领域的丰富工程实践经验，实现对城市运行情况的全面感知，并通过大数据分析等技术手段挖掘数据在城市规划、建设和运营过程中的价值，打造新型智慧城市智能设备与信息服务平台系列产品。

税控业务平稳增长、税控增值业务前景可期

目前我国的企业端税控系统有两大体系：航天科工体系，市场份额约 2/3，主要公司是航天信息；其他体系市场份额为 1/3，其中旋极信息占 60%左右，整体的 20%左右。也就是说旋极信息是我国企业端税控系统的第二大提供商。

图表 20：我国企业端税控系统市场份额



资料来源：旋极信息年报，航天信息年报，太平洋研究院整理

(一) 税控盘业务总体保持平稳

旋极信息传统税控盘业务的收入模式为：一次性销售税控盘、报税盘收取的硬件费及每年的服务费。

根据国税总局发布的《关于推行增值税发票系统升级版有关问题的公告》，自 2015 年 1 月 1 日起，在全国范围面向新认定的增值税一般纳税人和新办的小规模纳税人推行增值税发票系统升级版，企业在使用专用设备时自愿选择使用税控盘（旋极信息提供）或金税盘（航天信息提供）产品，公司抓住了“营改增”及“互通互联”的机会，税控盘销量激增，税控盘业务在 2014-2016 年实现了爆发式增长。

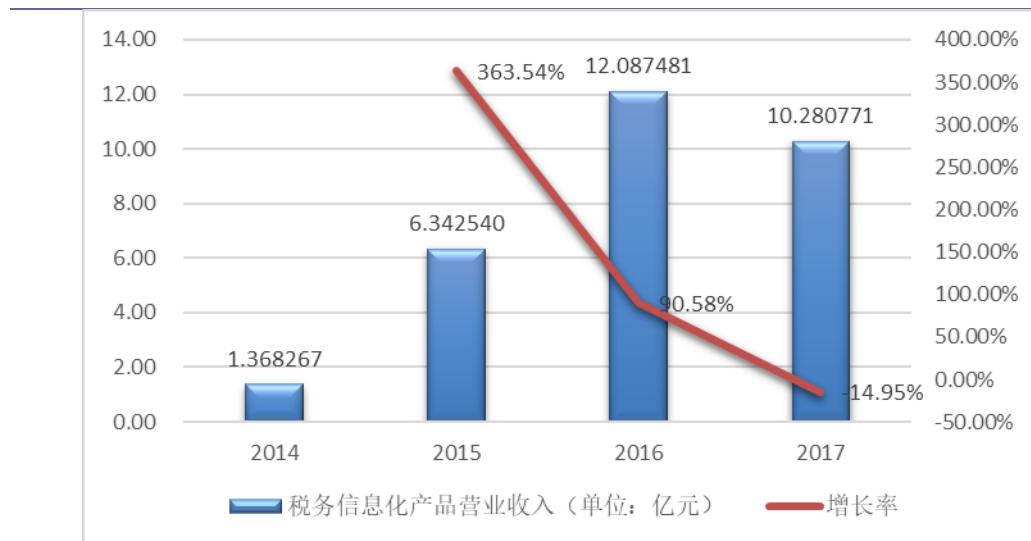
2017 年，随着“营改增”完成，税控盘销量增长放缓，同时，根据国家发改委相关政策，自 2017 年 8 月 1 日起，下调了税控产品销售价格及服务费收取价格，税控盘零售价格由每个 490 元降为 200 元，技术维护服务收取的费用，由每户每年每套 330 元降为 280 元；对使用两套及以上税控系统产品的，从第二套起减半收取技术维护服务费用；受增量放缓、单价下调两方面因素的影响，公司 2017 年税控盘业务进入平稳发展阶段。

图表 21：公司税控盘产品



资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

图表 22：税务信息化产品营业收入（亿元）及增长率

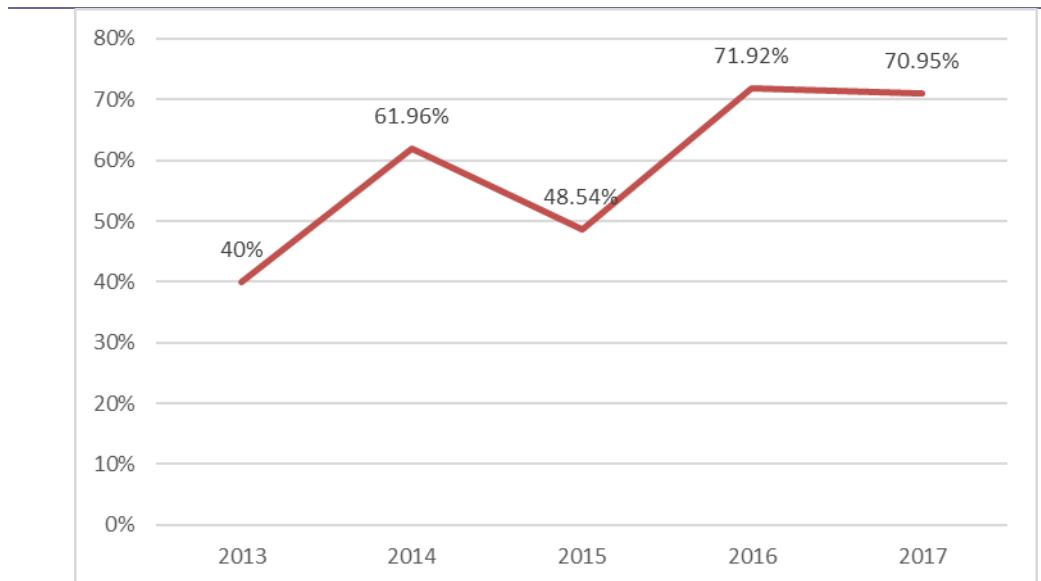


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

从利润的角度来看，调价对税控盘业务的影响并不明显。主要原因在于，虽然调价降低了一次性销售税控盘硬件的利润，但服务费的利润相对稳定；且随着客户量的积累服务费占税控业务收入的比重逐渐增加，2017 年服务费占比超过 2016 年，且全年服务费收入超过税控盘销售收入。根据 2017 年年报，公司“税务信息化产品及服务”毛利率

仅下跌 0.97 个百分点。

图表 23：2013-2017 税务信息化产品毛利率持续提升



资料来源：旋极信息年报，太平洋证券整理

(二) 完成税务信息化业务整合，增值业务成长可期

公司 5 月 22 日发布公告称，随着“营改增”税制改革的逐步结束，行业的新增客户量进入平稳增长期。税务信息化行业面临市场环境、政策环境不断调整的挑战和机遇，行业已经逐步进入了以如何以税务信息化为基础为客户提供良好的增值服务的发展阶段。在此背景下，本公司、许继信息、恒宝股份、握奇数据、天喻信息及百望股份等拟以百望金赋为平台共同搭建全国性的税务信息化管理平台。为了提高管理效率，公司在搭建全国税务信息化管理平台前，和许继信息协商调整了各地税控销售服务公司股权。在和许继信息的本次交易完成后，公司将控制北京、浙江、天津、内蒙古、山西、吉林、江西、福建、厦门、海南、宁波、西藏、云南等地区的税务信息化销售服务公司。未来公司及相关各厂商将在国家信息安全工程技术研究中心的指导下，以百望金赋为平台共同搭建全国性的税务信息化管理平台，对各厂商实施统一管理，为增值业务的快速发展夯实基础。

由于本次税务信息化业务整合，公司合并报表范围将新增内蒙古百旺；北京百旺合并比例将由 51% 变更为 100%；而百望金赋、广东百望、广西百旺、重庆

百望、甘肃百旺、新疆百旺及上海百旺 7 家公司将不在合并报表范围，因此合并的营业收入会有较大幅度的下降，但由于公司税务信息化的主要来源北京百旺的股权比例升至 100%，因此我们判断对公司的归母净利润影响有限。

公司在金融税务领域行业目标是成为金融税务智能服务领导者。将着重于增值服务，形成产品+技术服务+数据服务的产业链，在提供涉税软件、企业及个人税务申报服务等传统税控产品的同时推出多元化税务产品，并提供面向企业、税务部门和第三方的数据增值服务，最终形成以税控为入口的 ToG+B+C 的数据服务平台。

公司税务信息化业务发展进入新的阶段，未来的业务重点将是起征点以下数千万企业客户的市场化推广和后续增值服务模式的探索，在进一步稳固并拓展现有税务信息化业务的同时，积极拓展增值服务领域，通过产品给纳税人带来更多的附加价值。目前公司正在研发各类增值服务产品。

“互联网+税务”是税务信息化发展的大势所趋，纳税户将可以通过互联网享有标准的套餐式税务服务，包括适合不同企业情况的开票能力服务、自动财税报表联动网上报送服务等。税务信息化的发展就是通过信息化手段配合国税总局简化办税、强化服务的“放管服”要求，通过网上办税、互联网税务等为纳税户提供更好的服务，为税务部门工作提供便利从而达到更高的效率。公司开发的电子发票平台已在银行保险等金融机构中取得良好口碑；税控盒子、智能 POS 等产品正在推广中，情况良好。

图表 24：“互联网+纳税”新型服务



资料来源：百望金融官网，太平洋证券整理

公司拥有多年的税务信息化产品研发技术，能支持在线变更等需求，符合税务互联网化的趋势，产品具有更强的竞争力。并且公司经过多年的技术储备，云票平台对接税控盘、税控服务器、云票打印机、税控盒子等税控专用设备，可以为不同情况的企业提供适合的开票能力服务、在线抄报等网上办税服务。伴随着国税地税征管体制改革，将省级和省级以下国税、地税机构合并，税务信息化市场将进一步扩大。

盈利预测及投资建议

假设条件1（收入预测）：公司从事的主要业务为军工信息化、税务相关业务以及智慧城市相关业务。经过多年的经营探索，在技术、研发、人才、产业链、产品质量等方面积累了宝贵的经验，2017年营业收入增长为50.64%。随着公司军工业务加速，公司业务发展良好。考虑到税务信息化业务整合的影响，我们预计2018年-2020年营业收入增长分别为20.74%、25.58%和24.29%。

假设条件2（毛利率）：由于公司处于转型过程中，公司产品的销售收入和毛利率年度间存在一定波动，但从整体上看，公司业务未来具有稳定性和可持续性，毛利率能基本保持稳定。我们预计公司2018年-2020年毛利率分别为44.03%、44.51%、44.84%。

假设条件3（费用率）：公司2018年-2020年三费合计占营业收入比率分别为23.49%、22.94%和22.49%。

根据上述假设，预计2018、2019、2020年EPS分别为0.57元、0.75元和0.95元。

风险提示

军工订单落地具有不确定性，税控市场推进具有不确定性，智慧城市项目落地具有不确定性等。

资产负债表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2481	3064	3358	4194	5213
应收和预付款项	794	957	1018	1301	1601
存货	536	640	773	908	1155
其他流动资产	233	247	321	375	459
流动资产合计	4045	4908	5469	6778	8428
长期股权投资	295	320	320	320	320
投资性房地产	2	5	5	5	5
固定资产	316	391	425	453	473
在建工程	40	2	1	-1	-15
无形资产开发支出	106	140	159	162	171
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2830	2980	3032	3060	3076
资产总计	6875	7887	8502	9838	11504
短期借款	202	151	151	151	151
应付和预收款项	1016	1421	1227	1553	1921
长期借款	73	78	78	78	78
其他负债	452	778	963	1137	1344
负债合计	1743	2428	2419	2919	3495
股本	1150	1172	1172	1172	1172
资本公积	3093	3334	3334	3334	3334
留存收益	627	937	1526	2318	3350
归母公司股东权益	4833	5204	5793	6584	7617
少数股东权益	299	255	290	335	392
股东权益合计	5132	5459	6082	6919	8009
负债和股东权益	6875	7887	8502	9838	11504

现金流量表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	583	666	365	980	1149
投资性现金流	77	-117	-67	-56	-43
融资性现金流	1242	25	-5	-87	-87
现金增加额	2	-2	0	0	0

利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2189	3297	3981	4999	6213
营业成本	890	1910	2228	2774	3427
营业税金及附加	14	16	19	24	30
销售费用	228	280	299	362	435
管理费用	369	531	617	760	932
财务费用	8	-25	-11	-12	-16
资产减值损失	27	24	27	31	42
投资收益	15	37	37	37	37
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	668	635	838	1096	1400
其他非经营损益	51	-4	23	25	30
利润总额	719	631	861	1121	1430
所得税	119	120	155	202	257
净利润	600	511	706	920	1172
少数股东损益	223	121	34	45	57
归母股东净利润	377	389	672	875	1115

预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	59.35%	42.08%	44.03%	44.51%	44.84%
销售净利率	17.24%	11.81%	16.88%	17.50%	17.95%
销售收入增长率	123.27%	50.64%	20.74%	25.58%	24.29%
EBIT增长率	354.69%	-16.60%	40.30%	30.38%	27.43%
净利润增长率	265.67%	3.18%	72.60%	30.17%	27.50%
ROE	7.81%	7.48%	11.60%	13.28%	14.64%
ROA	5.49%	4.94%	7.90%	8.89%	9.69%
ROIC	24.32%	22.35%	27.63%	36.03%	44.66%
EPS(X)	0.37	0.34	0.57	0.75	0.95
PE(X)	51.88	43.19	28.56	21.94	17.21
PB(X)	4.60	3.30	3.31	2.91	2.52
PS(X)	10.16	5.20	4.82	3.84	3.09
EV/EBITDA(X)	26.24	21.12	17.45	12.77	9.47

资料来源：WIND, 太平洋证券



投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于—5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于—5%与—15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。