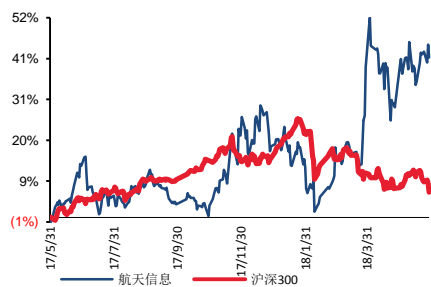


信息技术 技术硬件与设备

以税控业务为基，实现信贷、征信大数据、增值服务多元变现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,863/1,847
总市值/流通(百万元)	47,950/47,537
12 个月最高/最低(元)	27.61/17.98

相关研究报告:

航天信息(600271)《营收持续增长，金融业务快速发展》--2018/03/24
 航天信息(600271)《营收同比稳定增长，三大产业增长稳健》--2017/08/20

证券分析师: 王文龙

电话: 021-61376587

E-MAIL: wangwenlong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517080001

以税控业务为基，夯实服务收费能力和培育会员制模式潜力：公司作为国家“金税工程”的主要参与主体，承担了“金税工程”的增值税防伪税控系统和增值税系统升级的建设工作。公司在税务领域开发了上百种解决方案和软硬件产品。公司在涉税领域的市场占有率达到 70%，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，形成公司宝贵的客户资源，为公司后续增值服务的开展提供了基础保障，会员制服务顺利推广验证。

诺诺金服成为公司成熟流量变现通道：公司做为平台接入多个资金方在扩张方面受限小，银行做为直接放贷方区别于传统小贷公司，最大程度规避风险。公司在放贷过程中不涉及自有资金放贷，担任中间商和征信服务平台的角色，通过征信后台和银行系统对接，帮助银行、金控等放贷方基于企业法人的税务信息、持续性开票行为等多维数据形成的结果向法人发放贷款额度和确定利率水平。同时，公司在涉税领域的的数据能力遥遥领先，金税三期工程的实施，税务数据集中到国税总局，极大地提高了获取成本，增加了税务信息征信壁垒。

传统业务稳健发展，为创新业务夯实基础：公司 2018 年一季报反映较为良性，公司税控收入受到的影响，已通过金融电子支付和物联网技术应用业务弥补。公司收入来源中，渠道销售占比高达 50%，网络、软件和系统集成占到 25%，税控系统和设备占到 16%，金融支付占到 5%。未来随着信贷业务、云税平台、增值服务等高毛利业务的逐步开展，公司的收入和毛利结构会更加匹配。预计公司 2018 年、2019 年的 EPS 分别为 0.87 元和 1.01 元。基于以上判断，给予“买入”评级。

风险提示：传统金融机具需求端进一步恶化的风险；会员制推进进展不及预期；由于银行监管趋严，放款速度放慢，导致诺诺金服放款放量速度不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	29754	33183	37571	43186
(+/-%)	16.16	11.52	13.22	14.95
净利润(百万元)	1557	1628	1883	2390
(+/-%)	1.34	4.62	15.64	26.89
摊薄每股收益(元)	0.84	0.87	1.01	1.28
市盈率(PE)	25.64	30.87	26.70	21.04

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

投资要点	4
税控业务护城河高筑，信贷转型成亮点.....	5
(一) 诺诺金服成为公司又一成熟流量变现通道	5
(二) 信贷业务快速增长以税务领域长期保持龙头地位为基础.....	11
传统业务板块进入稳健发展阶段，为创新业务夯实基础.....	14
(一) 综合情况：公司发展进入成熟阶段	14
(二) 业务子板块：多头齐进，推进“互联网+税务+金融”融合	15
盈利预测及投资建议	18
风险提示	19

图表目录

图表 1: 诺诺金服商业模式图	5
图表 2: 银行提供的中小微企业贷款产品比较	6
图表 3: 涉税贷款产品比较	6
图表 4: 诺诺金服信用贷产品类型整理	8
图表 5: 航天信息金融大数据解决方案总体框架	9
图表 6: 国内征信平台对比	10
图表 7: 航天信息三大主营业务	11
图表 8: 金税工程阶段进程表	12
图表 9: 税控系统价格下调情况	13
图表 10: 2012-2017 航天信息营业收入情况	14
图表 11: 2012-2017 航天信息归母净利润情况	14
图表 12: 2017 航天信息各产品收入占比 (%)	15
图表 13: 2017 航天信息各产品毛利占比 (%)	15
图表 14: 电子发票系统结构	16
图表 15: 诺诺服务提供的企业服务项目	16
图表 16: 航天信息公共安全大数据解决方案总体框架图	17

投资要点

以税控业务为基，夯实服务收费能力和培育会员制模式潜力

公司作为国家“金税工程”的主要参与主体，承担了“金税工程”的增值税防伪税控系统和增值税系统升级的建设工作。公司在税务领域开发了上百种解决方案和软硬件产品，包括防伪税控核心业务产品、防伪税控增值产品、普通发票综合管理系统、电子发票系统等。公司在涉税领域的市场占有率达到70%，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，形成公司宝贵的客户资源，为公司后续增值服务的开展提供了基础保障，会员制服务顺利推广验证。

诺诺金服成为公司成熟流量变现通道

公司做为中间平台角色，接入多个资金方在扩张方面受限小，银行做为直接放贷方区别于传统小贷公司，最大程度规避风险。公司在放贷过程中不涉及自有资金放贷，担任中间商和征信服务平台的角色，通过征信后台和银行系统对接，帮助银行、金控等放贷方基于企业法人的税务信息、持续性开票行为等多维数据形成的结果向法人发放贷款额度和确定利率水平。同时，公司在涉税领域的的数据能力遥遥领先，金税三期工程的实施，税务数据集中到国税总局，极大地提高了获取成本，增加了税务信息征信壁垒。

传统业务稳健发展，为创新业务夯实基础

受税控系统产品和服务降价影响，公司2017年营收增长16%，净利润同比增加1.3%，增速放缓。但2018年一季报反映较为良性，公司税控收入受到的影响，已通过金融电子支付和物联网技术应用业务弥补。公司收入来源中，渠道销售占比高达50%，网络、软件和系统集成占到25%，税控系统和设备占到16%，金融支付占到5%。未来随着信贷业务、云税平台、增值服务等高毛利业务的逐步开展，公司的收入和毛利结构会更加匹配。

税控业务护城河高筑，信贷转型成亮点

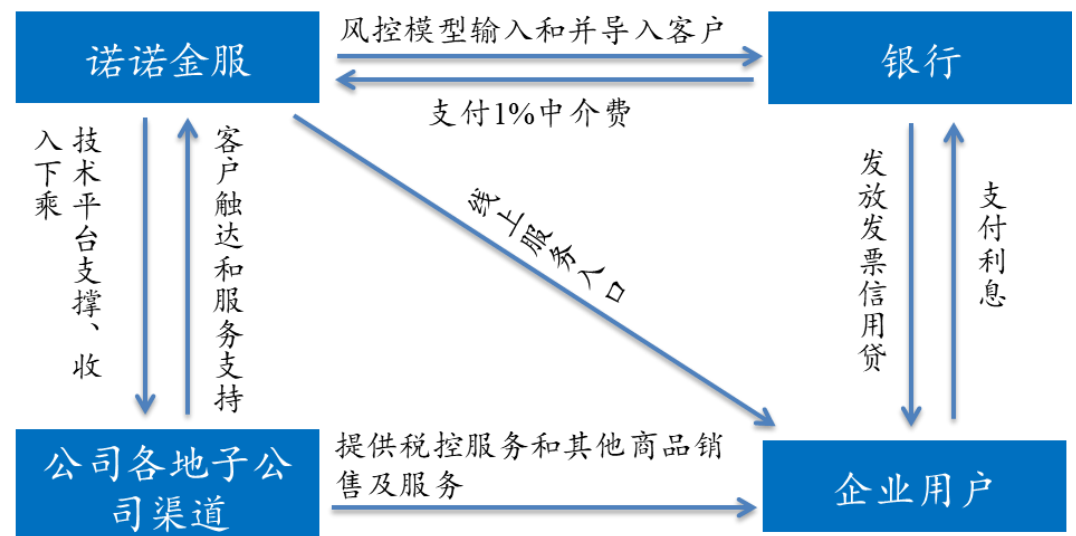
(一) 诺诺金服成为公司又一成熟流量变现通道

公司自2015年创新性建立中小微企业金融服务平台，即诺诺金服。诺诺金服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。

扮演中间平台角色，接入多个资金方扩张限制小，最大程度规避风险。公司在放贷过程中不涉及自有资金放贷，担任中间商和征信服务平台的角色，通过征信后台和银行系统对接，帮助银行、金控等放贷方基于企业法人的税务信息、持续性开票行为等多维数据形成的结果向法人发放贷款额度和确定利率水平。

在金融加速去杠杆和严监管的背景下，自有资金放贷机构在放贷规模受到较大限制，同时面临融资成本上升问题，服务于中小企业融资方式（主要是小额贷款公司、网贷平台、保理业务）出现萎缩，诺诺金服在这方面受限较小。

图表 1：诺诺金服商业模式图



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

相较于银行提供的其他贷款，税务贷易于申请，贷款速度较快。目前市场上银行提供的中小微企业贷款产品中，税务贷不需要资产抵押，凭借真实可靠的涉税数据可以即时贷款到账，诺诺金服和浦发银行合作的银税贷最快可以达到10秒申请，5秒审批，1分钟贷款到账的极高速度。

图表 2: 银行提供的中小微企业贷款产品比较

产品成名	放贷要求	放贷额度	利率水平	放贷效率
抵押贷	需要抵押物	千万级, 高	低, 有抵押物	低, 需要较长时间资产审核
流水贷	收单流水为授信依据	百万级, 较低	较高	较快, 需要授权流水信息
科技贷	科技领先、成长型高的企业	百万级, 中等	较低, 政府共担风险	低, 需要审核资质
税务贷	银行接入国税查询企业纳税信息	百万级, 较低	较高	较快, 与当地国税合作, 接入获取信息
	第三方平台提供纳税征信信息	百万级, 较低	较高	快, 直接依据开票信息, 很高的即时性

资料来源: 公开资料, 太平洋证券整理

诺诺金服税务贷产品快速复制性强。相比于其他涉税贷款产品, 诺诺金服的税务贷依靠的是自家开票信息所提供的纳税和交易数据, 其他平台则需要与当地国税局进行合作来获取税务信息, 因此浦发银行诺诺银税贷实现了广泛性布局, 领先于其他税务贷平台, 随着征信模型的不断优化, 未来可快速复制到其他银行的税务贷产品合作上。

图表 3: 涉税贷款产品比较

贷款平台	放贷机构	最高额度	年化利率	征信主要依据	合作模式
微众银税	苏州银行	100 万	7.3% 起	税务部门提供的的涉税数据	区域性合作, 限江苏、深圳、杭州
V 金融	宁波银行	500 万	7%起	出口企业出口及出口退税大数据	区域性合作, 限浙江、江苏、深圳的出口企业
云诺 (航信云南)	浦发银行昆明分行	——	9.8% 起	纳税信息	与云南国税局合作
线上银税互动平台 (首例建行和湖南国税直接合作)	建设银行湖南分行	200 万	——	湖南省国税局提供的企业纳税信息	与湖南省国税局合作
诺诺金服	浦发银行	100 万	11.76%起	诺诺金服上的真实企业税务开票信息 企业自己提供纳	全国性合作

资料来源: 各公司官网, 太平洋证券整理

资金端供给不断扩张，需求端存量市场巨大。

- 资金端：以浦发银行为例，2017年5-9月，浦发银行诺诺银税贷已累计发放贷款超过25亿元，服务小微企业超过7500户（数据来源：浦发银行官网），粗略估计2017年浦发银行诺诺银税贷实现40多亿的授信额度，2017年浦发银行企业贷款1.8万亿（数据来源：公司年报），按20%的小微企业贷款目标粗略估计2017年浦发银行总放贷规模超过3000亿元。而诺诺金服平台上已合作金融机构有十余家，授信额度持续增长空间巨大。
- 需求端：小微企业贷款需求不断上升，根据银保监会数据，截至2018年一季度末，全国小微企业贷款余额31.76万亿元，较2017年末增加1.02万亿元，小微企业贷款户数1545万户。

图表 4: 诺诺金服信用贷产品类型整理

合作机构	产品名称	最高限额	月化利率	还款期限	放款对象	年度经营数据要求	年度经营记录要求
浦发银行	银税贷	100 万	0.98% 起	12 个月	小微企业	>50 万	1 年以上
	金税贷	1000 万	0.90% 起	4-12 个月	小微企业、个体工商户	经营正常且无不良信用记录	
瀚华金控	金税贷 (即时贷)	100 万	1.50% 起	3 个月	企业	100-1000 万	2 年及以上
	金税贷 (成长贷)	100 万	0.85% 起	12 个月			
中国邮政储蓄银行	税贷通	300 万	0.80% 起	12 个月	中小企业	>10 万	2 年以上
	税贷通	300 万	0.90% 起	12 个月	一般纳税人	>300 万	2 年及以上
南京银行	生意兴	100 万	1.00% 起	12 个月	个体企业主	经营情况良好	
招商银行	闪电贷	50 万	1.20% 起	12 个月	企业	在工商、税务、法院、质检等相关部门的记录中, 无实质性不良信息记录	
兴业银行	兴时贷	50 万	0.88% 起	6 个月	中小企业	>200 万	1 年及以上
广发银行	广发贷	100 万	0.70% 起	6 个月	企业	>300 万	——
海宁农商银行	企商贷	100 万	0.90% 起	12 个月	企业	>50 万	2 年及以上
平安银行	发票贷	50 万	10.00% 起	36 个月	小微企业	最近 12 个月不存在连续 3 个月经营数据为 0 的情况 (不含本月)	2 年以上
	大数贷	300 万	1.00% 起	3 个月	中小企业	——	2 年及以上
	橙 e 贷贷平安卡	100 万	1.20% 起	12 个月	非传统制造行业企业或个体工商户	>500 万	3 年及以上
	橙 e 商超医疗贷	1000 万	1.00% 起	12 个月	商超及医疗行业供应商	>300 万	3 年以上
北京银行	银票通	10000 万	0.30% 起	6 个月	企业	——	
	票贷通	50 万	0.80% 起	12 个月	业务高速增长, 回款良好的企业	经营情况良好	

资料来源: 诺诺金服官网, 太平洋证券整理

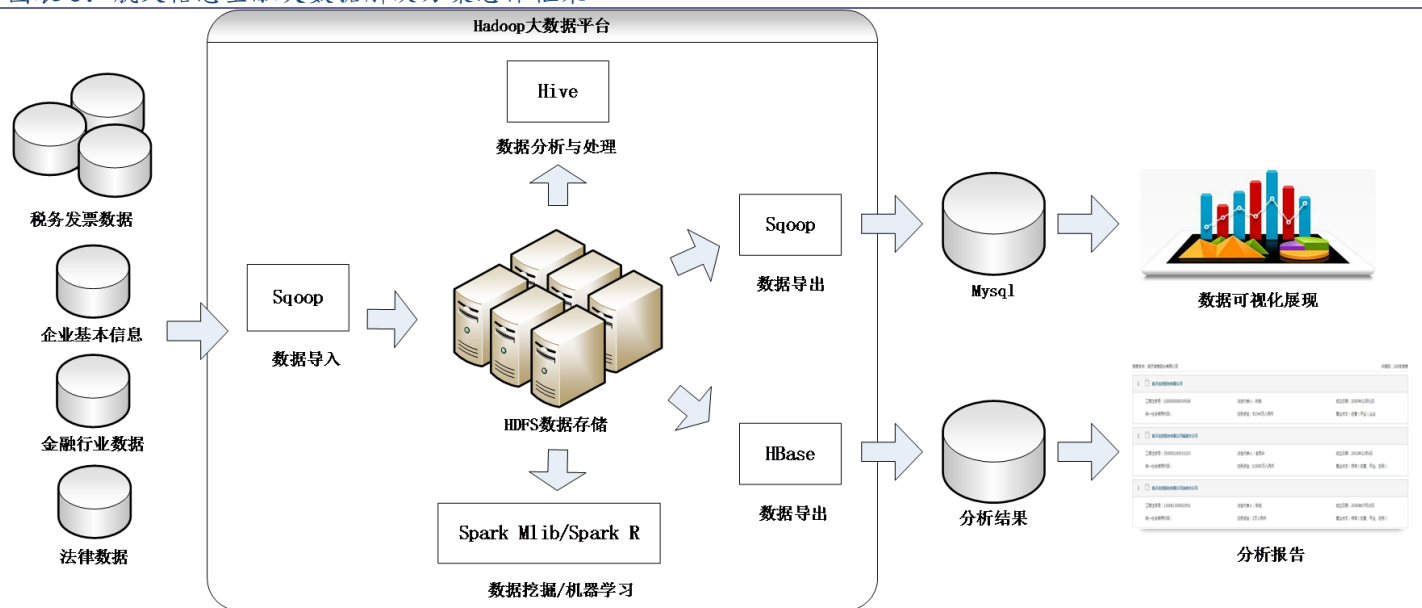
2018年预计可实现5亿收入。诺诺金服从2015年开始试点, 所获授信额度从2016

年的20亿增长到2017年的80亿，诺诺金服从中收取约1%的服务费。假设2018年公司实现300亿的放贷规模，按照一定比例收取服务费，诺诺金服2018年即可实现规模性营收。

公司税控数据体量大。根据公司年报数据，公司目前拥有超千万企业的税控数据，是2015年年初用户数量的2.5倍，伴随着用户数量的高度增长，税控数据实现几何式增加，并且根据增值税数据可统计公司的盈利信息，根据发票交易数据可以了解公司的核心竞争力和发展情况，扩充了数据维度和体量。

税务数据获取成本高，用做征信可靠性高。目前小微企业发票分为三类，增值税专用发票、增值税普票和国税普票，随着金税三期工程的实施，税务数据集中到国税总局，极大地提高了获取成本，增加了税务信息征信壁垒，公司可以利用自身税控系统优势，低成本获取税务数据。税务数据造假成本高，在征信上具备真实、可靠、及时的优势。

图表 5：航天信息金融大数据解决方案总体框架



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

“线上平台+线下服务”模式，实现贷款全流程风险监控。公司利用线上诺诺金服平台提供融资业务，同时构建线下服务团队，依托企业税务、工商、司法等多维度大数据资源实现贷前、贷中、贷后的线下服务和风险把控。公司推出的“爱税融银税互动信用融资平台”已开通17个站点，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。

图表 6: 国内征信平台对比

股东	征信平台	数据对比	信贷对比
中诚信集团	中诚信征信	长期评级实践积累的客户数据库等,拥有千万级的企业信息数据,但数据深和更新速度较慢	——
平安集团	前海征信	覆盖全金融产品线,丰富的金融大数据和专业的金融风险管理,在中大型企业征信上具备优势	小额贷款主要面向个人
蚂蚁金服	芝麻信用	数据源庞大:阿里平台下的电商数据、交易数据和互联网金融数据等,数据处理和分析技术能力比较强	以自有资金加杠杆放贷,监管趋严去杠杆加速,放贷成规模受限、放贷成本上升
腾讯	腾讯征信	数据来自 QQ 和微信用户、财付通、用户上传和京东等第三方合作平台,社交数据占比高	资金来源于微众银行放款
拉卡拉	考拉征信	数据来自拉卡拉集团旗下的金融业务、银联等合作机构和公共机构,相较其他大数据征信平台,数据来源偏窄	以自由资金放贷
航天信息	爱信诺	拥有 3000 万余户企业信用数据,覆盖了大多数在册企业,利用税控、电子发票实时采集数据,确保信用数据的实时性和准确性	不直接放贷、扮演贷款中介的角色,按 1%或以上收取服务费

资料来源:各平台官网,太平洋证券整理

(二) 信贷业务快速增长以税务领域长期保持龙头地位为基础

航天信息成立于2000年，由中国航天科工集团有限公司控股，目前主营业务包括三大业务板块，分别是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。

公司拥有多项认证资质，通过了ISO9000质量管理体系认证、ISO14000环境体系认证、CMMI5级评估等，具备计算机系统集成一级资质、安全技术防范一级资质、专项工程设计甲级资质以及国家密码产品开发生产许可资质等，承担了“金税工程”、“金盾工程”、“金卡工程”等国家重点工程，是国家大型信息化工程和电子政务领域的主力军。

图表 7：航天信息三大主营业务



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司深耕税务信息化领域，税务领域存在较强壁垒。公司作为国家“金税工程”的主要参与主体，承担了“金税工程”的增值税防伪税控系统和增值税系统升级的建设工作。公司在税务领域开发了上百种解决方案和软硬件产品，包括防伪税控核心业务产品、防伪税控增值产品、普通发票综合管理系统、电子发票系统等。公司在涉税领域的市场占有率达到70%，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（数据来源：公司年报），形成公司宝贵的客户资源，为公司后续增值服务的开展提供了基础保障。

图表 8： 金税工程阶段进程表



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

税控产品单价下调，会员制为大势所趋。2017年7月，国家发改委发布《关于降低增值税税控系统产品及维护服务价格等有关问题的通知》，对公司税控系统收入产生了一定影响。公司在2016年拥有800多万家客户，2017年客户超千万，从税控产品来看，假设公司2017年新增客户为300万家，通常来讲企业注册高峰期在3-6月，价格调整发生在8月份，估计影响当期收入2.5亿左右，2017年客户总数为1100万家，技术维护服务降价幅度较小，估计影响当期收入1.5亿，综合来看本次价格调整对公司当年收入的影响大约在4亿左右。预计后续2-3年价格不会再次发生较大调整，公司为在防伪税控专用设备及服务费降价的情况下，积极应对，全面推广会员制业务，为会员企业提供增值服务，实现政策性收费向市场性收费的转变，会员制将有望逐渐对冲收费减半的影响。

图表 9：税控系统价格下调情况

产品/服务	原价格 (元/单件)	现价格 (元/单件)	降价幅度
金税盘	490	200	290/59%
TCG-01 税控盘	490	200	290/59%
TCG-02 报税盘	230	100	130/57%
技术维护服务 (一套税控产品)	330	280	50/15%
技术维护服务 (两套及以上)	330	第二套起减半, 140	190/58%

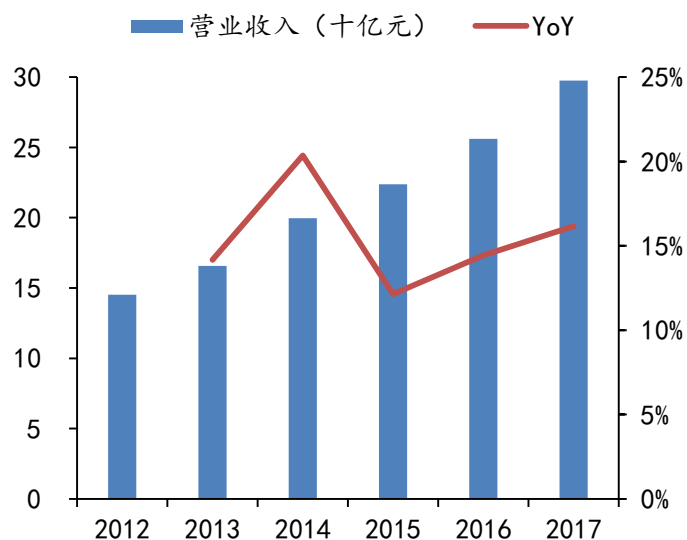
资料来源：发改委，太平洋证券整理

传统业务板块进入稳健发展阶段，为创新业务夯实基础

(一) 综合情况：公司发展进入成熟阶段

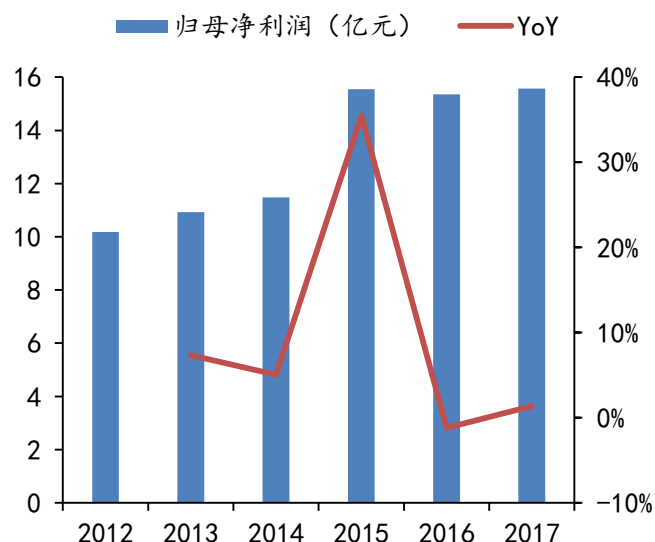
公司2017年实现297.5亿元的营收，同比增长16%，实现归属于上市公司股东的净利润15.6亿元，同比增加1.3%。受税控系统产品和服务降价影响，公司税控收入受到影响，公司通过金融电子支付和物联网技术应用业务弥补了税控业务所受影响，因此收入端仍保持较平稳的增长，但是受成本和销售费用率上升的影响，公司的净利润增长缓慢。

图表 10：2012-2017 航天信息营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

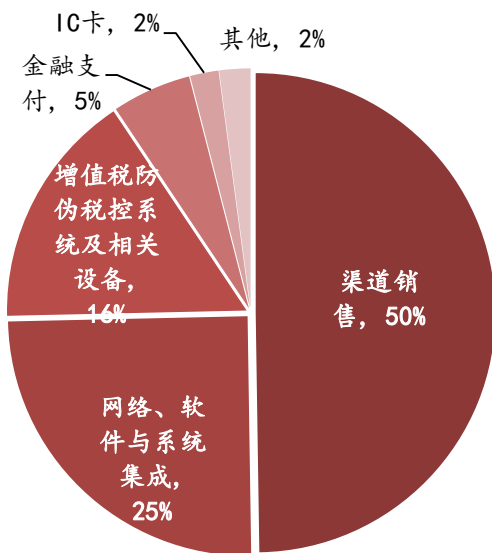
图表 11：2012-2017 航天信息归母净利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

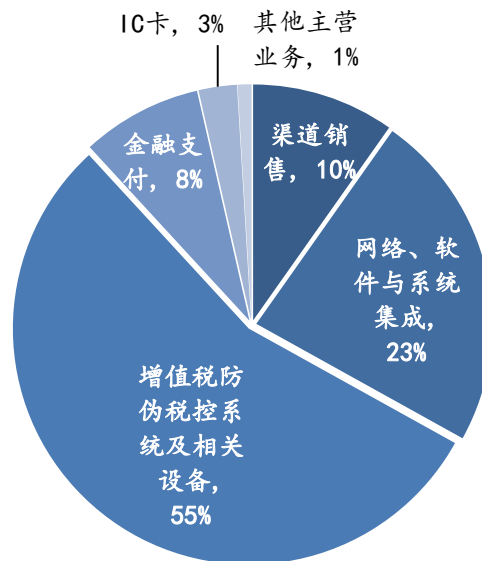
公司收入来源中，渠道销售占比高达50%，网络、软件和系统集成占到25%，税控系统和设备占到16%，金融支付占到5%。毛利贡献来看，税控系统和设备贡献了55%的毛利，网络、软件和系统集成毛利贡献度为23%，收入占比最高的渠道销售仅占10%，金融支付的毛利占比达到8%。未来随着信贷业务、云税平台、增值服务等高毛利业务的逐步开展，公司的收入和毛利结构会更加匹配。

图表 12：2017 航天信息各产品收入占比 (%)



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 13：2017 航天信息各产品毛利占比 (%)



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

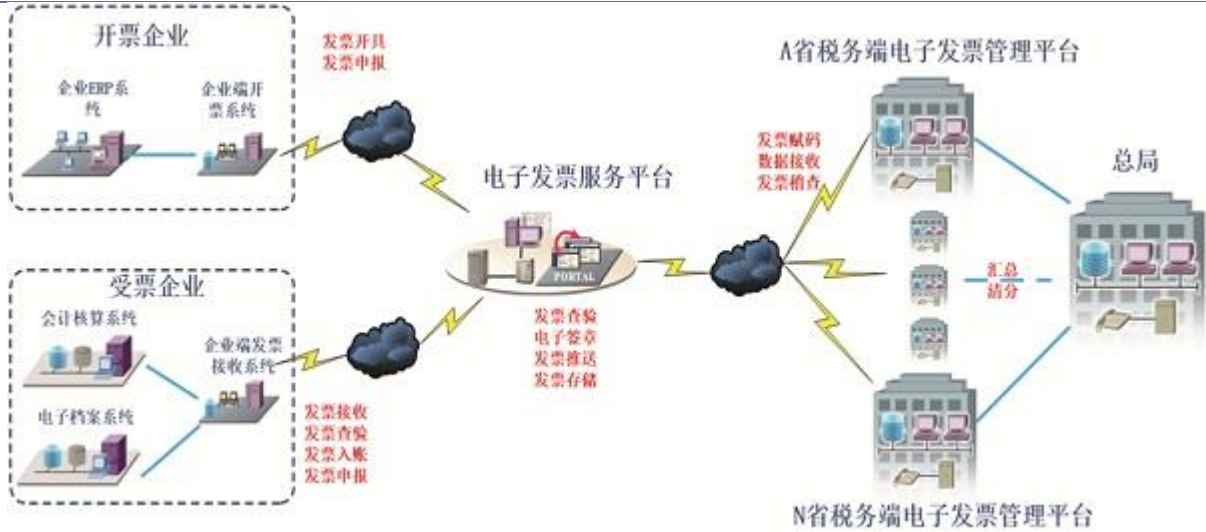
(二) 业务子板块：多头齐进，推进“互联网+税务+金融”融合

1)、金税及企业服务业务：依托庞大客户资源，加快产品、业务模式创新

公司电子发票业务推广顺利，京东自营电子发票运营、卷式增值税发票管理系统、微信开票系统等电子发票应用产品完成功能开发并在多地上线，纸电一体化发票解决方案已在亚马逊、一号店、新美大等大型互联网企业成功上线，“我的发票”作为电子发票消费者用户端产品线应用，平台用户数量持续增加。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。

积极开拓税务局端市场，全年中标安徽等12个省市的电子税局、税务大数据分析系统，大力推广云税智能终端，实现全国国税系统全覆盖，湖北等省国地联办系统推广应用，以及银行、邮政、石油、酒店等多个行业领域推广应用，全年销售云税终端超万台。积极推出国内领先的行业应用解决方案，在中石油、中石化、国美电器等大项目的竞争中取得成功实施。

图表 14：电子发票系统结构



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

2)、金融支付业务：金融服务及征信服务成为增长动力

2017年公司金融支付业务实现15.99亿元收入，同期增长46.82%。传统的POS机、ATM、CRS等金融机具，销售数量和金额均出现较大下滑，造成整体毛利率降低6.02%。公司新开展诺诺金融服务、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。

图表 15：诺诺服务提供的企业服务项目



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

3)、物联网技术及应用业务：积极探索，市场地位加强

智慧食药监系统：实现内蒙地区的全面推广，接入超8万用户，跟进湖南等14个省市食药监项目，与辽宁省、山西省食药监局签署了战略合作协议。

安全可靠电子公文和电子政务内网项目：安全可靠电子公文在已开标项目中实现了三分之一以上的中标率，安徽项目成为二期试点中首个完成验收的全省级项目，获得用

户的高度评价。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，进一步确立了公司的行业领军地位。

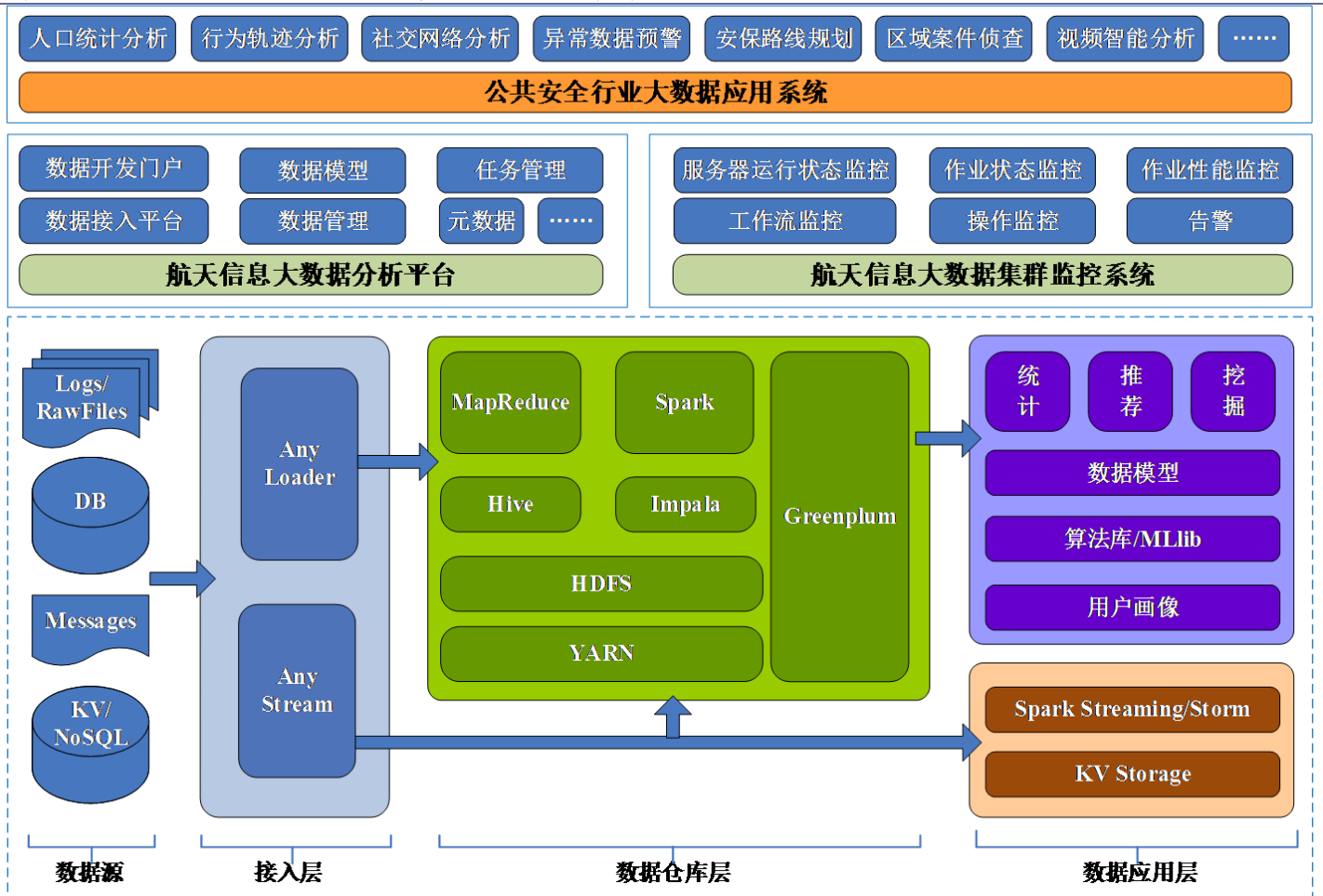
“三项制度”系统：作为公安部第一个全国性的居民身份证应用系统，实现全国上线。身份证自助设备在湖南、湖北、安徽、北京等7个省市完成试点推广联调。居住证业务连续中标吉林二期，江苏四期、广东等项目，巩固了行业领先地位。

新出入境综合管理信息系统：在全国31个省份成功上线，出入境自助设备新增云南等五省落地实施，市场份额稳居全国第一。

粮食信息化领域：承担了国家粮食局“中储粮代储资格认定项目”和国家粮食局平台2个国拨子项目，粮食业务在已落地14个省份，2017年新增辽宁等三省。

公司计划到2020年，实现金融与物联网产业板块利润贡献率超过60%。

图表 16：航天信息公共安全大数据解决方案总体框架图



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

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板块为增值税防伪税控系统、金融支付业务、系统集成及渠道销售。公司长期保持税控业务龙头地位，在技术、研发、人才、产业链、产品质量等方面积累深厚，虽然遇到降价，但依靠推广电子发票服务、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，有效抵消了增值税防伪税控设备和服务费降价的不利影响。金融支付业务，诺诺金服和征信大数据服务开展顺利。渠道销售和系统集成保持稳健的成长性。随着公司会员制、电子发票服务、诺诺金服等新业务模式的不断推演，公司的产品销售呈现稳健增长的态势。我们预计2018年-2020年营业收入增长分别为11.52%、13.22%和14.95%。

假设条件2（毛利率）：由于去年开始税控系统和运维服务降价、传统金融机具量价齐跌、集成和分销市场竞争激烈，对公司毛利率有所影响。但从整体上看，公司通过增值服务和诺诺金服等业务做到了良好的对冲，毛利率企稳，公司业务未来具有稳定性和可持续性。我们预计公司2018年-2020年毛利率分别为15.94%、15.83%和15.76%。

假设条件3（费用率）：公司2018年-2020年销售费用占营业收入比率分别为2.1%、2.1%、2.1%，管理费用占营业收入比率分别为3.7%、3.3%、3.0%。

根据上述假设，预计2018、2019、2020年EPS分别为0.87元、1.01元和1.28元。

风险提示

传统金融机具需求端进一步恶化的风险；会员制推进进展不及预期；由于银行监管趋严，放款速度放慢，导致诺诺金服贷款放量速度不及预期的风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	8613	10026	12711	15466	18644	营业收入	25614	29754	33183	37571	43186
应收和预付款项	2115	2046	2419	2674	3107	营业成本	21233	24998	27893	31622	36381
存货	998	981	1122	1266	1459	营业税金及附加	85	93	103	113	130
其他流动资产	576	2610	2695	2761	2859	销售费用	527	672	680	770	885
流动资产合计	12302	15662	18948	22166	26068	管理费用	1167	1199	1228	1240	1296
长期股权投资	26	54	54	54	54	财务费用	8	1	0	0	0
投资性房地产	259	284	284	284	284	资产减值损失	36	84	0	0	0
固定资产	1005	973	824	672	527	投资收益	15	47	36	39	38
在建工程	141	115	115	115	115	公允价值变动	0	141	0	0	0
无形资产开发支出	527	798	953	1104	1239	营业利润	2571	3044	3315	3866	4533
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	199	38	92	74	80
其他非流动资产	5457	3839	3846	3845	3835	利润总额	2770	3082	3407	3940	4613
资产总计	17759	19501	22794	26011	29903	所得税	561	644	688	796	932
短期借款	0	19	19	19	19	净利润	2209	2438	2719	3144	3681
应付和预收款项	3397	3479	3943	4476	5143	少数股东损益	673	882	1090	1261	1292
长期借款	0	42	42	42	42	归母股东净利润	1536	1557	1628	1883	2390
其他负债	3325	3674	4462	4714	4958						
负债合计	6721	7215	8466	9251	10162						
股本	1847	1863	1863	1863	1863						
资本公积	216	378	378	378	378						
留存收益	6688	7779	8731	9902	11591						
归母公司股东权益	9195	10252	11203	12374	14064						
少数股东权益	1843	2035	3125	4386	5677						
股东权益合计	11038	12286	14328	16760	19741						
负债和股东权益	17759	19501	22794	26011	29903						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	2986	3032	2783	3539	3991	毛利率	17.10%	15.99%	15.94%	15.83%	15.76%
投资性现金流	-2421	-557	-87	-107	-101	销售净利率	6.00%	5.23%	4.91%	5.01%	5.53%
融资性现金流	-1052	-1054	-11	-677	-712	销售收入增长率	14.43%	16.17%	11.52%	13.22%	14.95%
现金增加额	-1	-8	0	0	0	EBIT 增长率	8.63%	10.96%	10.51%	15.64%	17.09%
						净利润增长率	-1.21%	1.34%	4.62%	15.64%	26.89%
						ROE	16.70%	15.18%	14.54%	15.22%	16.99%
						ROA	8.65%	7.98%	7.14%	7.24%	7.99%
						ROIC	55.04%	129.37%	218.92%	342.34%	510.16%
						EPS (X)	0.83	0.84	0.87	1.01	1.28
						PE (X)	24.04	25.64	30.87	26.70	21.04
						PB (X)	4.01	3.91	4.49	4.06	3.58
						PS (X)	1.44	1.35	1.52	1.34	1.16
						EV/EBITDA (X)	10.26	9.78	11.01	8.90	6.99

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	liyew@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	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



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。