



600271.SH

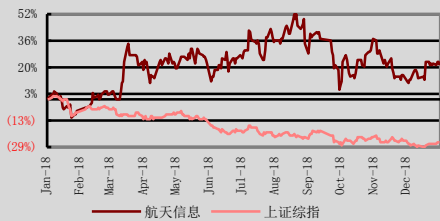
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 25.13

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.2	11.4	11.2	24.0
相对上证指数	3.9	10.6	6.8	49.3

发行股数(百万)	1,863
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	46,410
3个月日均交易额(人民币 百万)	429
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国航天科工集团有限公司	40

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机应用

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

# 航天信息

## 企业税控入口的变现出口

公司是税控信息系统龙头企业, 累计企业用户过千万, 在一般纳税人市场份额超 80%。税控设备政策性调价趋势下, 公司开启了盘活客户基础、塑造更优业务模式、寻找发展新高地的征程。成功推出包含助贷金融科技业务在内的企业会员服务, 将经营数据入口优势变现。改卖产品为卖服务, 不仅传承了先天优势, 还明显提升客户单体价值。业务属性跃升也有助于估值水平的改善。首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **深耕涉税业务 20 年, 行业地位稳固。** 公司为金税工程而成立, 作为税控系统龙头, 一般纳税人市占率超 80%。税控盘产品受政策性调价影响基本在短期内消化, 同时受政策和经济发展带动稳定, 估算 3 年内客户基数的增长应不低于 8.6-14.8% 的水平。
- **企业会员服务盘活用户基础。** 产业互联网景气度提升, 公司以企业会员服务切入, 依托千万企业用户基础, 有望获得稳定的年费收入。按现有套餐价格推算, 将新增约 30-280 亿元市场空间; 中位数 155 亿相比 2017 年公司税控产品 47 亿元收入体量存在 2 倍以上弹性。因此客户单体价值可获充分开发。
- **满足银企强需求, 助贷变现入口优势。** 小微企业存在很大的资金需求缺口, 银行在政策鼓励下也需要平衡放贷力度和坏账率等指标。公司发票贷业务能较好地掌握企业整体经营状况, 建立征信数据, 提供助贷服务, 有望为公司带来 50-100 亿元市场空间。
- **两块企业服务市场约新增 230 亿空间 (助贷业务依赖税控系统门槛, 竞争壁垒高, 短期内或由公司主导), 为公司增长提速提供了基础。**

### 评级面临的主要风险

- 会员业务不及预期; 助贷政策不及预期; 模型假设偏差。

### 估值

- 预计 2018~2020 年实现净利润 16.3 亿、20.1 亿和 24.3 亿元, EPS 为 0.88 元、1.08 元和 1.31 元, 当前股价对应 PE 为 29 倍、23 倍和 19 倍。在转型突破和政策利好下, 公司金融科技和软件服务属性快速增强, 估值与同类公司 2019 年平均约 35 倍相比显著偏低, 首次覆盖给予 **买入** 评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	25,614	29,754	33,122	37,529	42,383
变动(%)	14	16	11	13	13
净利润(人民币 百万)	1,536	1,557	1,629	2,012	2,433
全面摊薄每股收益(人民币)	0.825	0.836	0.875	1.080	1.306
变动(%)	(51.0)	1.3	4.6	23.5	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	30.5	30.1	28.7	23.3	19.2
价格/每股现金流量(倍)	15.7	15.4	(930.1)	7.9	32.2
每股现金流量(人民币)	1.60	1.63	(0.03)	3.19	0.78
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.9	12.6	11.6	8.5	6.9
每股股息(人民币)	0.250	0.420	0.324	0.401	0.485
股息率(%)	1.0	1.7	1.3	1.6	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



## 目录

<b>金税工程造就税控系统龙头 .....</b>	<b>5</b>
专注税务信息化 20 年，行业地位稳固 .....	5
税控产品政策性降价影响有限，受企业基数高增长消化.....	9
电子发票、营改增等政策带动新需求.....	12
<b>企业会员服务切入产业互联网，转型新商业模式 .....</b>	<b>17</b>
从一次性卖产品向持续卖云服务的转型 .....	17
产业互联网景气度高涨，市场空间广阔 .....	18
工业互联网协同优势 .....	19
<b>助贷业务成银企桥梁，入口优势获变现.....</b>	<b>23</b>
企业融资难困境需突破 .....	23
企业助贷变现经营数据入口优势，开启近百亿独享市场.....	24
<b>盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>27</b>
盈利预测：营收与毛利率均持续提升.....	27
投资建议：金融科技与软件服务属性遭低估 .....	28
风险提示 .....	29

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 航天信息发展历程.....	5
图表 2. 航天信息前十大股东.....	5
图表 3. 部分子公司及其业务领域.....	6
图表 4. 按产品类型的公司主营构成（单位：亿元）.....	6
图表 5. 公司主要产品与服务列表.....	7
图表 6. 公司营业总收入（亿元）.....	8
图表 7. 公司归母净利润（亿元）.....	8
图表 8. 金税工程各期情况概览.....	8
图表 9. 防伪税控系统的工作流程.....	8
图表 10. 税控盘防伪和计税工作原理.....	9
图表 11. 航天信息（左）和旋极百旺（右）的产品.....	9
图表 12. 税控产品及服务调价政策一览.....	10
图表 13. 税控盘的销售收入（亿元）及占比.....	10
图表 14. 中国企业数量高速增长.....	11
图表 15. 国务院关于鼓励“双创”的部分政策文件.....	11
图表 16. 新设企业数量与公司税控盘收入关系的几种情况.....	12
图表 17. 增值税电子发票系统实现方案.....	13
图表 18. 电子发票政策推进情况.....	13
图表 19. 电子发票行业格局演变的五个阶段.....	14
图表 20. 2016~2022 年中国电子发票开具数量预测（亿张）.....	14
图表 21. 2016~2022 年中国电子发票基础类市场规模预测（亿元）.....	15
图表 22. “51 发票”部分典型客户.....	15
图表 22. 中国营改增进程.....	16
图表 23. 诺诺网三大平台.....	17
图表 24. 诺诺服务年套餐价格.....	17
图表 25. 企业财税服务相关上市公司差异比较.....	18
图表 26. 2012~2021 年中国公有云市场规模及增速.....	18
图表 27. 2016~2022 年中国税务 IT 软件及服务市场规模及增速.....	19
图表 28. 2016~2022 年中国税务 IT 软件与服务子市场规模（百万元）.....	19
图表 29. INDICS 平台架构.....	20



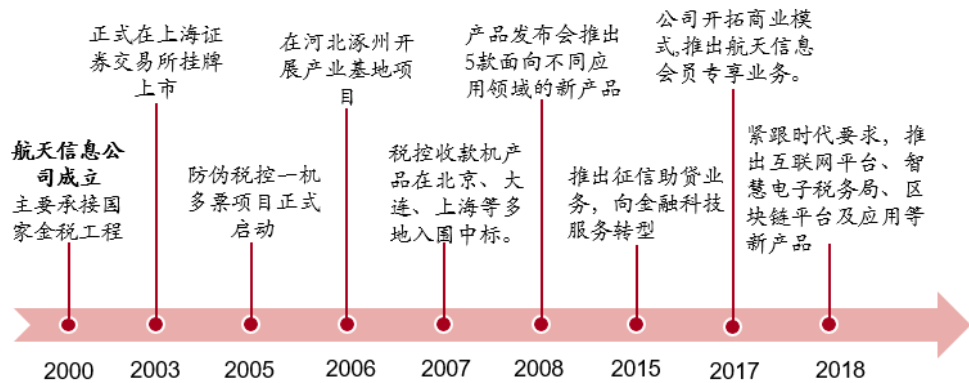
图表 30. 国家层面工业互联网部分政策.....	21
图表 31. 2015-2010 年中国工业互联网市场规模及预测(亿元).....	21
图表 32. 不同渠道贷款成本对比.....	23
图表 33. 2017 年商业银行不良贷款率分行业前十 .....	24
图表 34. 航天信息数据布局及应用 .....	24
图表 35. 诺诺金服合作机构.....	25
图表 36. 金融机构各项贷款余额 (亿元) .....	25
图表 37. 小微企业贷款余额 (亿元) 及占比.....	26
图表 38. 公司分板块拆解业务预测 .....	27
图表 39. 可比公司市盈率对比.....	28
图表 40. 公司股票 PE-Band.....	29
损益表(人民币 百万).....	30
资产负债表(人民币 百万).....	30
现金流量表(人民币 百万).....	30
主要比率 (%).....	30

## 金税工程造就税控系统龙头

### 专注税务信息化 20 年，行业地位稳固

航天信息股份有限公司（简称“航天信息”或“公司”）于 2000 年成立，于 2003 年在上交所挂牌上市。公司依托航天系统的高新技术，参与国家的防伪税控系统建设，是税控系统的龙头企业，市场占有率居于领先地位（公司年报显示在一般纳税人市场份额超 80%）。经过多年发展，公司的主营业务现已拓展至**金税、金融科技和物联网技术**三个业务板块，商业模式正积极从政策性收费向市场性收费转变，收入来源更加多元化。

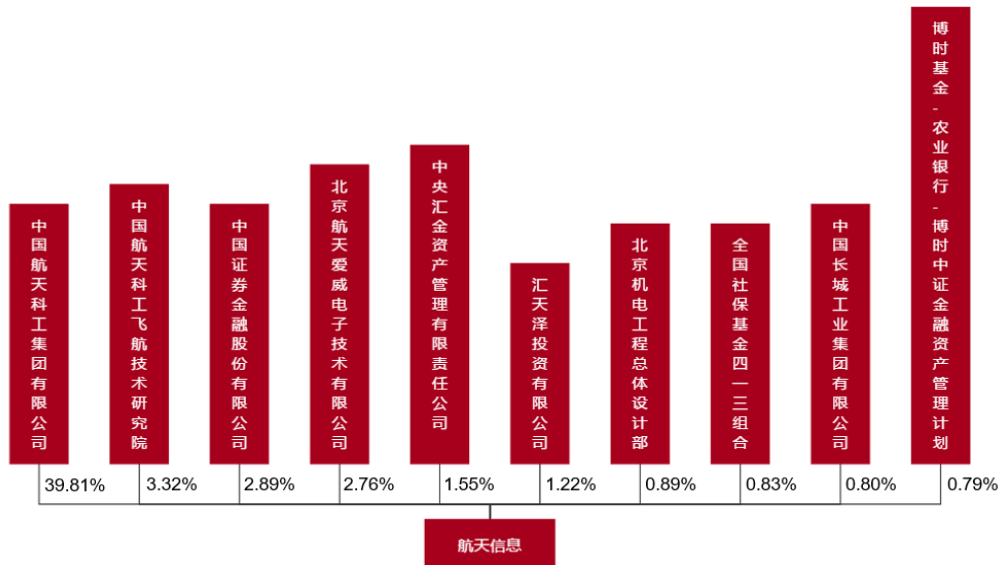
图表 1. 航天信息发展历程



资料来源：公司官网，中银国际证券

**股东情况：**2018 年三季报显示，拥有公司 1% 以上股权的机构共有 6 家，占总股本的比例共计 51.55%。其中，控股股东中国航天科工集团有限公司（国资委 100% 控股，以下简称“航天科工”）的持股比例为 39.81%。另外，飞航技术研究院是航天科工下属单位，航天爱威是航天科工下属第二研究院 706 所全资子公司。作为航天科工旗下企业，公司与集团下属兄弟企业存在天然的协同基础。

图表 2. 航天信息前十大股东



资料来源：万得，中银国际证券



**主要子公司：**根据 2018 年中报，公司现有 51 家二级子公司以及其下属 21 家三级子公司，覆盖中国内地、中国香港、美国等国家或地区，覆盖商业、服务业、制造业等多个行业。除各地负责销售税控产品和服务起家的子公司外，公司参与投资了其他不同领域的子公司。

**图表 3. 部分子公司及其业务领域**

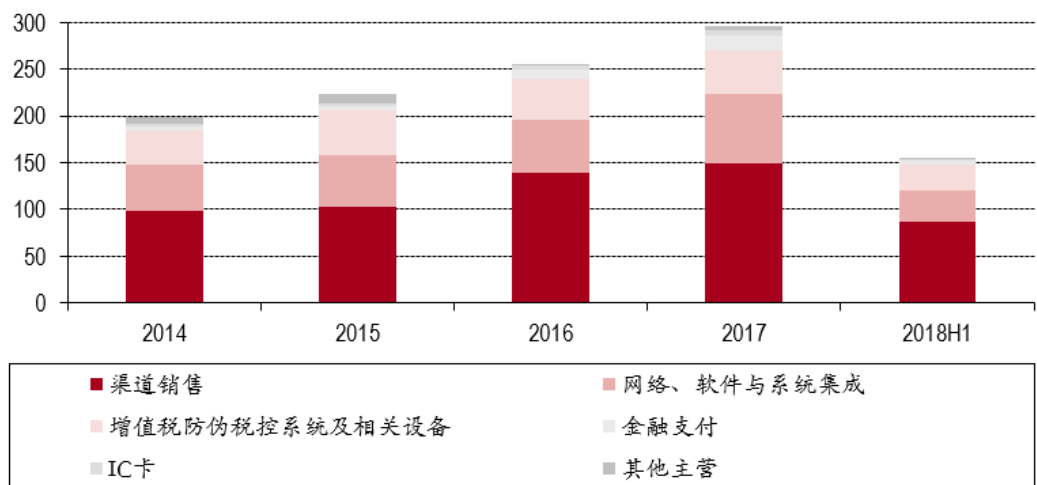
子公司名称	控股比例 (%)	主要业务领域
航信德利信息系统（上海）有限公司	51	银行和零售企业的信息技术软硬件解决方案等技术服务业务
北京捷文科技股份有限公司	60	银联卡收单外包服务
浙江诺诺网络科技有限公司	78	诺诺金服、诺诺服务及诺诺商城
深圳航信德诚科技有限公司	56	金融支付终端和金融 IC 卡相关业务
北京航天金盾科技有限公司	77.04	公安信息化解决方案提供商，公检法信息化业务
爱信诺征信有限公司	100	大数据企业征信业务
大象慧云信息技术有限公司	42	税务数据金融信息化版块，主要是电子发票业务
华迪计算机集团有限公司	40.4	电子政务信息化建设的系统集成业务
航天网安技术（深圳）有限公司	65	电子政务网络建设、信息安全

资料来源：万得，中银国际证券

**并购航天网安，完善电子政务安全领域。**2018 年 12 月 24 日公司公告，以自有资金 5.8 亿元购买航天网安 65% 的股权，成为其控股股东。航天网安是电子政务统一支撑服务平台领域的标杆企业，涉及其中的信任、交换和整合服务。按照并购预案，原股东深圳诒中为此次交易的全部业绩补偿责任承担方，2018-2020 年航天网安合并报表口径下扣非后净利润分别不低于 5600 万、8200 万元和 1.04 亿元。根据公司公告，此次收购金额对应业绩承诺期第一年的承诺净利润和业绩承诺期三年平均承诺净利润的动态市盈率分别为 16 倍和 11 倍。同时，本次交易标的已于 2018 年 12 月 24 日完成过户，航天网安 2018 年已实现净利润约为 5600 万元，对公司净利润产生积极贡献（按公司估计 2018 年 12 月纳入并表将新增当年收入约 8000 万、净利润约 5000 万元）。

**业务板块：**目前，公司的主营业务主要包括三大产业板块：金税及企业市场业务，金融科技及服务业务和物联网技术及应用业务。

**图表 4. 按产品类型的公司主营构成（单位：亿元）**



资料来源：万得，中银国际证券



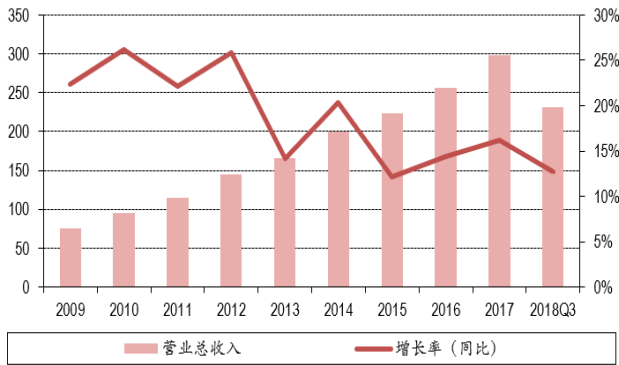
图表 5. 公司主要产品与服务列表

业务板块	模块名称	概述	核心产品
金税及企业市场	增值税发票系统	运用安全算法及存储技术, 提供完善的增值税发票系统的解决方案	金税盘、报税盘、税控发票开票软件、增值税防伪税控系统
	网络发票	普通发票网络开具、查询验证及数据深加工分析等	网络发票系统解决方案
	大企业税务管理信息化	企业内网实现信息管理系统多点并行开具发票等, 含普通发票开具、接收、查验、入账、管理等服务	增值税发票管理、普通发票管理
	企业增值服务	为企业提供 IT 设备维保、在线服务、财税咨询、筹划、微博、微信、网站建设等服务	IT 增值相关服务、新财力会员业务、Aisino 在线服务平台
	电子发票	电子发票开具	电子发票系统
	管理软件业务	中小企业管理软件领域, 包含资金流、物流、信息流、税务流合一的涉税 ERP 产品	Aisino A3、Aisino ERP A6、Aisino ERP A8
	财税能力提升服务	为企业财税人员和财税专业学生提供职业技能培训、管理能力提升培训等能力提升和技能认证服务	财税专业课程、实训认证课程、管理及其他类课程和财税互联企业管理仿真实验室
金融科技及服务	终端产品	支持二维码扫描、RFID、3/4G/WiFi 网络、语音等功能	的税务专用终端 (税控收款机、网络开票机、智能信
	金融支付产品	银联、VISA、MasterCard 等标识卡产品	金融 IC 卡
	金融支付服务	卡片个人化信息的数据采集、智能卡发卡等信息个人化服务	银行卡个人化服务
	金融支付类解决方案	银行金融设备 (POS 等) 与收银机、收单银行线下渠道与收银系统的对接	银商通: MIS-POS 系统
物联网技术及应用产业	非金融支付类解决方案	自动化监督商业银行各营业机构日常业务的复审、核对、检验, 实现分析与预警	银行集中监督稽核系统
	公共安全	旅店 (含留宿洗浴场所、酒店式公寓及日租房) 治安信息化管理	旅馆业治安管理系统
	电子政务	辅助企业围绕经营目标, 全面落实风险业务; 为领导提供关键决策; 通过合理有效的方法开展风险管理业务	全面风险管理信息系统
	应急管理	突发公共事件应急保障技术系统, 含风险分析、预测预警、动态决策等功能	华迪综合应急平台
	物流追溯	粮食出入库系统、农户结算卡系统、数字粮库系统、粮食物流监管调度系统及成品粮安全追溯系统的粮食流通管理解决方案	基于物联网的粮食流通管理解决方案
	身份识别	在互联网上运行的安全可靠、分布式的信息管理及服务系统	居住证信息管理及公共服务平台
	智能交通	为高速公路 IC 卡收费系统相关密钥解决方案及硬件产品	高速公路 MTC 人工收费管理系统
	云计算、大数据	对安全和性能要求高的企业或场景提供云主机、云存储、云桌面等服务	航天信息私有云平台
服务器、存储	基于 Intel 高性能存储处理器提供低成本、高性能的网络存储系统	Aisino 8316 系列存储系统	

资料来源: 公司官网, 中银国际证券

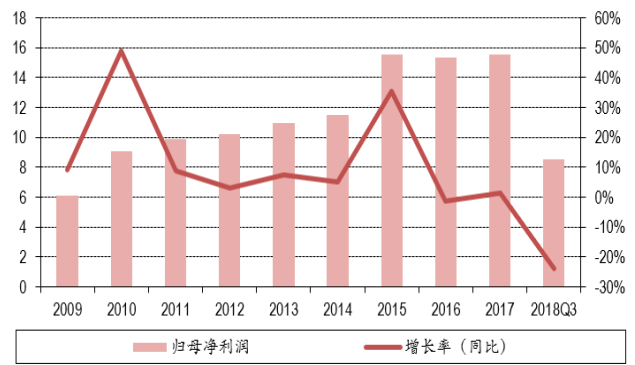
**近期业绩:** 公司 2017 年全年实现营收 297.5 亿元, 同比增长 16.2%; 实现归母净利润 15.6 亿元, 同比增长 1.4%。2018 年前三季度实现营收 231.1 亿元, 同比增长 12.8%; 实现归母净利润 8.5 亿元, 同比下降 23.9%, 原因主要包括研发投入加大及所持中油资本限制性股票公允价值下降等因素。

图表 6. 公司营业总收入 (亿元)



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 7. 公司归母净利润 (亿元)



资料来源: 万得, 中银国际证券

1994 年的税制改革确立了以增值税为主体的流转税制度。当时税务机关由于缺乏实践经验, 无法有效地监控纳税人对增值税专用发票的使用, 因而出现一些不法分子通过伪造、虚开增值税专用发票等手段进行偷税漏税。国家在这样的历史背景下开展“金税工程”, 其目的就是利用先进的计算机网络技术, 对企业纳税行为、使用增值税专用发票行为进行严密监督。

发展至今, 金税工程已经历经三期, 监管部门在全国建立起一个高效管理监督体系。该体系由一个网络、四个子系统构成。一个网络是指国家税务总局与省、地、县国家税务局四级计算机网络; 四个子系统是指增值税防伪税控开票子系统、防伪税控认证子系统、增值税稽核子系统和发票协查子系统。

图表 8. 金税工程各期情况概览

时期	工程要点	遗留问题
工程一期 (1994 年始)	增值税交叉稽核系统; 增值税防伪税控系统	人工采集数据错误率高、覆盖面窄
工程二期 (1998 年始)	增值税防伪税控开票子系统、认证系统、稽查系统	系统林立, 数据冗余, 国地税之间无法实现资源、信息共享
工程三期 (2008 年始)	建立互联网支撑下的总局、省局两级纳税服务平台; 建设网络发票系统; 统一国地税应用版本, 规范税收执法; 全员建档管理; 国地税信息交互; 财产一体化。	建设中

资料来源: 高顿财税学院, 中银国际证券

金税工程中, 采用税控系统产品对企业开票过程进行管理。税控系统产品是按照国家税务总局“税控盘技术规范”等研制而成的专用税控装置, 在发票开票软件的配合下, 作为一个硬件能够满足税务机关对发票管理的需求, 保证发票税控数据正确生成并可靠存储, 防止篡改。

图表 9. 防伪税控系统的工作流程



资料来源: 航天信息金税盘培训文件, 中银国际证券



图表 10. 税控盘防伪和计税工作原理



资料来源：航天信息金税盘培训文件，中银国际证券

税控产品是根基，市场龙头地位稳固。现在通行的税控系统产品厂商包括航天信息（产品名为“金税盘”）、旋极百旺（产品即称“税控盘”）以及两公司分别生产的报税盘（见图表 11）。其中报税盘是为了配合金税卡等旧税控专用设备的使用，其功能已被金税盘、税控盘（也俗称为“白盘”和“黑盘”）所覆盖。

受国家税务政策规范，金税盘和税控盘在功能和价格方面没有显著差异。市场份额方面，据公司 2017 年年报表述其在一般纳税人市场占有率超 80%（增值税纳税人分为一般纳税人和小规模纳税人），截至 2017 年底公司累计税控产品用户数量已超过 1000 万户。

图表 11. 航天信息（左）和旋极百旺（右）的产品



资料来源：航天信息和旋极百旺官网，中银国际证券

### 税控产品政策性降价影响有限，受企业基数高增长消化

政策性调价带来短期压力，但产品在周期内价格稳定。出于减轻企业负担、鼓励中小企业发展的目的，税控产品自问世以来经历了数次政策性降价。最近一次降价是国家发改委于 2017 年 7 月 2 日发布的《国家发展改革委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》。通知规定，自 2017 年 8 月 1 日起降低税控系统产品和维护服务的价格，税控盘的零售单价由 490 元降为 200 元，降价幅度达到 59.2%；报税盘零售单价由 230 元降至 100 元，降价幅度达到 56.5%；将技术维护服务费用由每户每年每套 330 元降为 280 元，降价幅度为 15.2%。航天信息 2017 年 7 月 6 日公告，估计本次产品价格调整将影响公司 2017 年的销售收入约 4 亿元。

按 2017 年年报中增值税防伪税控系统及相关设备收入约 47.7 亿元计算，4 亿元的影响约为 7.7%，比例较小。且调价之后，2018 年全年执行新价格，那么 2019 年及之后的业务增速将以新基数计算，不受影响。



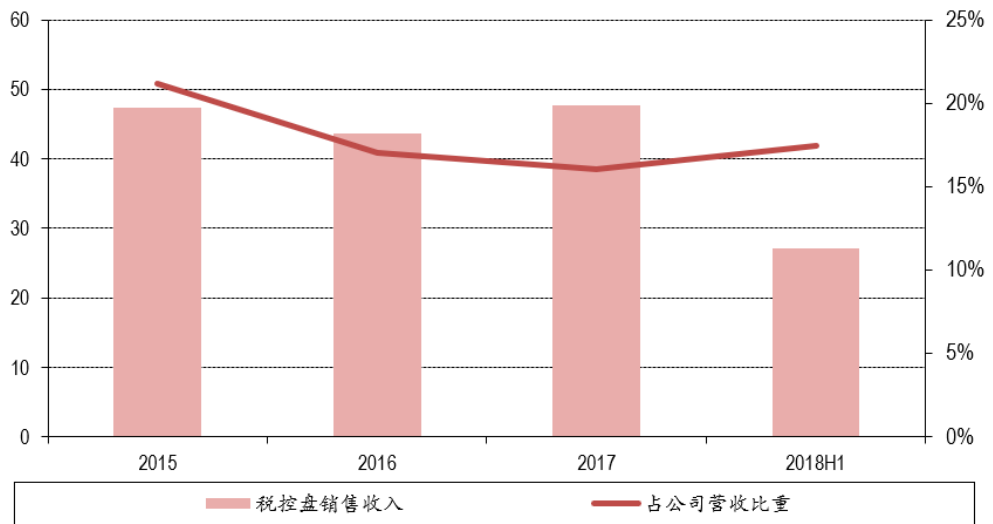
根据对以往调价事件的统计（见图表 12），我们发现税控产品政策性调价一般 3~5 年左右进行一次，因此预计此次调价后 3~5 年左右再次调价的可能性较低，产品价格在 2022 年前有望保持稳定。同时，公司的积极应对也使得 2017 年前后税控盘收入仍然平稳增长（见图表 13）。

图表 12. 税控产品及服务调价政策一览

时间	文件	调价详情
2009.6	《国家发展改革委关于降低增值税专用发票和防伪税控系统技术维护价格的通知》	专用设备技术维护中准价格由每户每年 450 元降至 370 元
2012.7	《国家发展改革委关于完善增值税税控系统严格核定金税盘和税控盘 490 元/个，报税盘 230 元/个；严有关收费政策的通知》	格核定技术服务费每户每年每套 330 元
2017.7	《国家发展改革委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》	税控盘由 490 元/个降至 220 元/个；报税盘由 230 元/个降至 100 元/个；技术服务费由每户每年每套 330 元降至 280 元。

资料来源：国家发展改革委官网，中银国际证券

图表 13. 税控盘的销售收入（亿元）及占比



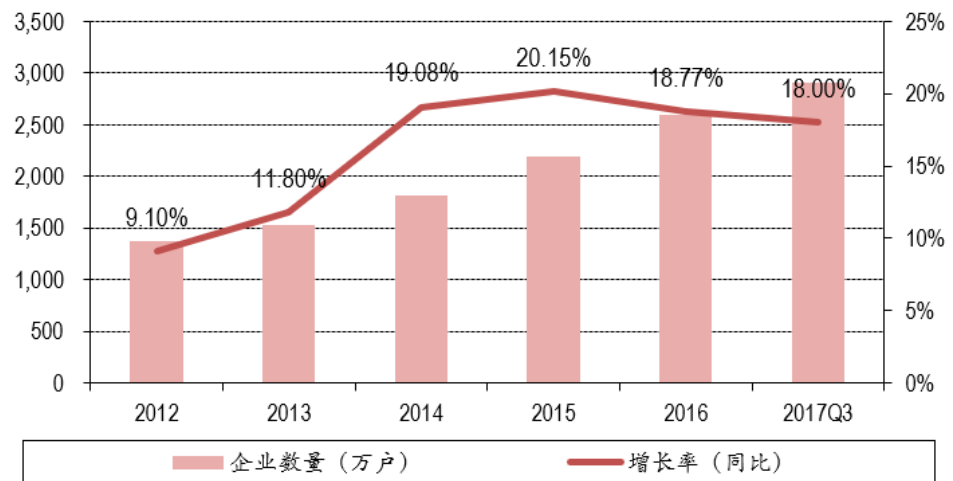
资料来源：万得，中银国际证券

注：按公司财报“增值税防伪税控系统及相关设备”口径统计，贡献毛利润主要部分

**减税降费有助于扩大用户基数，客户基数高增长。**应我国税务管控的要求，企业必须配备金税盘、税控盘等税控硬件才能开具增值税普通发票。因此企业数量是影响公司税控盘市场的重要指标。政策性调价会对公司当年对应的税控产品主营业务造成收入下降压力，但长期看，包括税控产品调价在内的为企业“减税降费”政策可助力国内创新创业高速发展，使得下游客户基数变大。

根据经济日报转引国家工商总局的数据，自 2012 年党的十八大召开之后，全国实有企业数量和注册资本（金）年平均增长率分别为 16.7% 和 27.9%。尤其是 2014 年商事制度改革以来，企业数量每年以 20% 左右的增速增长。截至 2017 年 9 月底，全国实有企业总量共 2907.2 万户，较 2012 年 9 月底增长 116.5%。持续增长的新设企业数量为公司传统税控业务的稳定扩张提供了充足的市场空间。

图表 14. 中国企业数量高速增长



资料来源：国家工商行政管理总局官网，中银国际证券

**鼓励新设企业的政策持续出台。**国家十分重视中小企业的发展，2014年提出“大众创业，万众创新”的口号更是释放出诸多利好。从注册流程简化、平台支撑和财税政策支持等方面发力，我国全面支持大众创业，新生企业如雨后春笋，连续几年保持高速增长。2018年国务院再次出台《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》，国家要将双创向更大范围、更高层次、更深程度推进，预计新设企业数量未来将会持续保持高速增长。

图表 15. 国务院关于鼓励“双创”的部分政策文件

时间	文件
2014.05	《国务院办公厅关于做好2014年全国普通高等学校毕业生就业创业工作的通知》
2015.03	《国务院办公厅关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》
2015.05	《国务院关于进一步做好新形势下就业创业工作的意见》
2015.06	《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》
2015.06	《国务院办公厅关于支持农民工等人员返乡创业的意见》
2015.09	《国务院关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》
2016.05	《国务院办公厅关于建设大众创业万众创新示范基地的实施意见》
2017.07	《国务院关于强化实施创新驱动发展战略进一步推进大众创业万众创新深入发展的意见》
2018.09	《国务院关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》

资料来源：中国政府网，中银国际证券

**新设企业数与公司客户基数（市场空间）的线性关系。**新设企业视是否需要开具增值税发票决定是否采购税控盘产品，因此并不是所有新设企业都直接为公司贡献客户基数。一般来说，小规模纳税人经营规模较小，会计核算欠完善，因此税控盘产品在该领域渗透率较低；同理，一般纳税人企业营业收入高，随着法律和税务技术的健全，税控盘在这一领域的渗透率很高。假设小规模纳税人市场渗透率为10%，一般纳税人市场渗透率约100%，我们可以大致计算一下新设企业数量对公司税控盘产品收入的线性影响（注：部分假设可能存在的偏差参见风险提示）。

(1) 按照前述2017Q3全国企业数据及公司公告数据，可计算2900万户企业中规模和一般纳税人占比约为40:60。同时假设这一比例保持稳定，每年新设企业增速保持2012~2017年水平（即16.7%）。那么意味着每年新设有约10%的小规模纳税人和6.7%的一般纳税人。两者直接为公司贡献的新增客户基数为 $(10%*10%+6.7%*100%)=7.7%$ 。

(2) 同时，销售规模超过小规模纳税人标准的，应办理一般纳税人资格登记手续。因此，假设每年有5%的小规模纳税人发展为一般纳税人，则当年新增客户基数为 $(5%*60%+7.7%)=10.7%$ 。



(3) 假设公司在一般纳税人和小规模纳税人市场份额一致, 约 80%, 则当年税控盘收入增速为  $(10.7\% \times 80\%) = 8.6\%$ 。

我们同样列举了几种不同指标下的增长情况, 如图表 16 所示。由此可见, **新增企业数量、中小企业发展情况和市占率是影响公司税控盘业务发展的重要因素**。另外, 考虑新设企业数量实际上抵消了注销企业部分, 因此实际客户基数增长有望更高。实际上, 根据 2017 年年报和 2018 年中报数据, 税控盘业务营收同比分别增长了 9.4% 和 16.1%, 与我们的分析情况基本吻合。

图表 16. 新设企业数量与公司税控盘收入关系的几种情况

估计	新设企业 增速(%)	小规模纳税人 税控盘渗透率(%)	小规模年转化为一般纳税 人比例(%)	公司综合 市占率(%)	公司税控盘 收入增速(%)
积极	20	20	10	90	14.8
中性	16.7	10	5	80	8.6
保守	5	5	2	70	2.3
<b>假设</b>					
	一般纳税人数量及增速占比(%)			40	
	小规模纳税人数量及增速占比(%)			60	
	一般纳税人税控盘渗透率(%)			100	

资料来源: 公司公告、国家工商总局, 中银国际证券

综合以上, 出于对政策催化效果和中国经济长期发展趋势的看好, 我们认为税控盘客户基数及收入将保持中性以上的增速, 即在 8.6%~14.8% 区间或更高。

## 电子发票、营改增等政策带动新需求

### 电子发票

2015 年 9 月 28 日, 国家税务局印发了《“互联网+税务”行动计划》, 推动税务信息化建设, 互联网+税务上升为国家战略。该计划重点推进包括社会协作、办税服务、发票服务、信息服务和智能应用五大板块, 为互联网+税务打了一剂强心剂, 互联网税务市场未来的发展空间十分广阔。

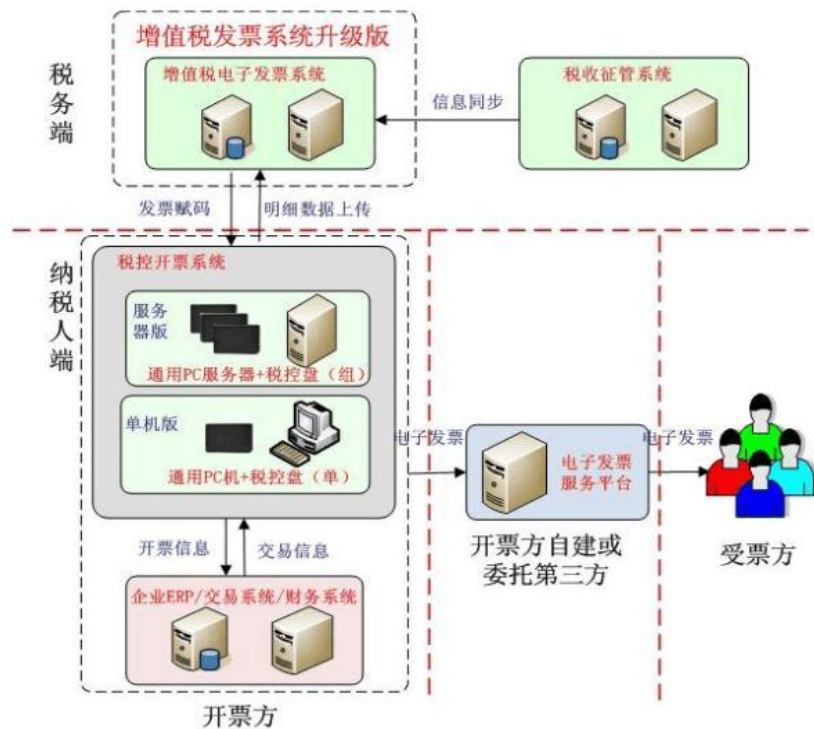
电子发票是互联网+税务的一次良好实践。电子发票是与传统纸质发票相对的一种发票形式, 其在外观、基本用途和法律效力上与普通发票别无二致。电子发票有利于企业提高开票效率, 节约印刷和管理成本, 方便企业的电子化账务处理, 有利于消费者保存和使用发票, 也有利于国家监管规范。

“利好三方”的电子发票 2013 年开始在我国受到重视。

电子发票平台的工作原理是先将业务系统数据通过标准接口通道, 传输到服务平台形成待开票数据, 然后由服务平台调用税控设备形成发票信息, 并生成发票格式文件并加盖企业电子签章。



图表 17. 增值税电子发票系统实现方案



资料来源：搜狐财经，中银国际证券

电子发票在我国发展的几个阶段：早期孕育（2012年之前）、前期试点（2013~2015年）、推广普及（2016年）、全面覆盖（2017~2020年）等。如果2020年能够完成全面覆盖，还有望在此基础上迎来更多延伸的应用需求。

- 2013年12月国家发改委办公厅等单位发布的《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》开启了我国电子发票的前期试点阶段。2013年全年共有59个省级税务部门应用并推广，共计452.6万户纳税人开具了38.3亿份电子发票，开票金额达19.6万亿元。
- 经过前期试点，2015年11月国家税务总局发布《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》，决定自2015年12月1日起在全国范围内推行电子发票。2016年是我国电子发票的普及大年。
- 2017年开始，全面推进的“营改增”扩大了增值税纳税人规模，电子发票市场进入规范统一、全面覆盖阶段。

图表 18. 电子发票政策推进情况

时间	发布单位	政策文件
2013.12	发改委等	《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》
2013.12	北京国税局等	《关于推广电子发票应用试点若干事项的公告》
2014.07	税务总局	《关于支持中国（上海）自由贸易试验区创新税收服务的通知》
2015.07	税务总局	《关于开展增值税发票系统升级版电子发票试运行工作有关问题的通知》
2015.07	税务总局	《关于发布增值税发票系统升级版与电子发票系统数据接口规范的公告》
2015.11	税务总局	《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》
2017.03	税务总局	《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》
2017.06	税务总局	《关于做好增值税电子普通发票推行所需税控设备管理工作的通知》
2018.07	税务总局	《关于增值税电子普通发票使用有关事项的公告》

资料来源：国家税务总局官网，中银国际证券



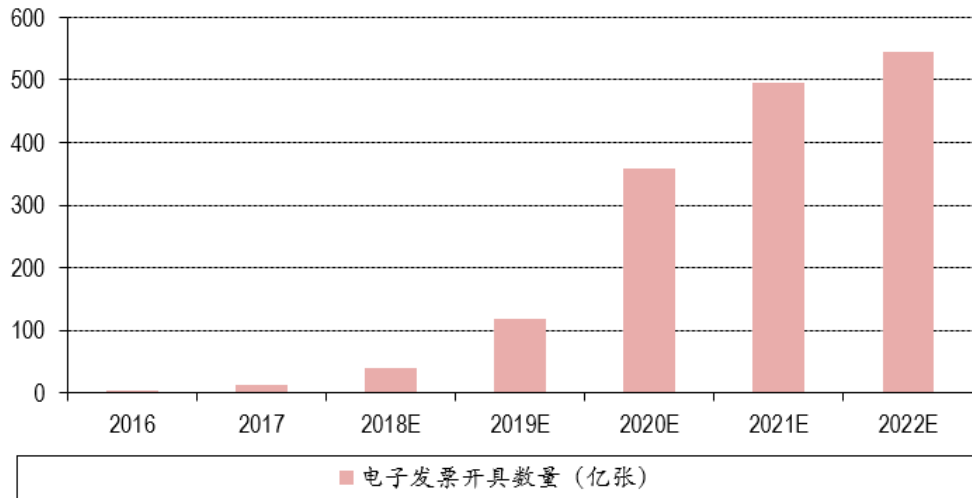
图表 19. 电子发票行业格局演变的五个阶段



资料来源：智研咨询，中银国际证券

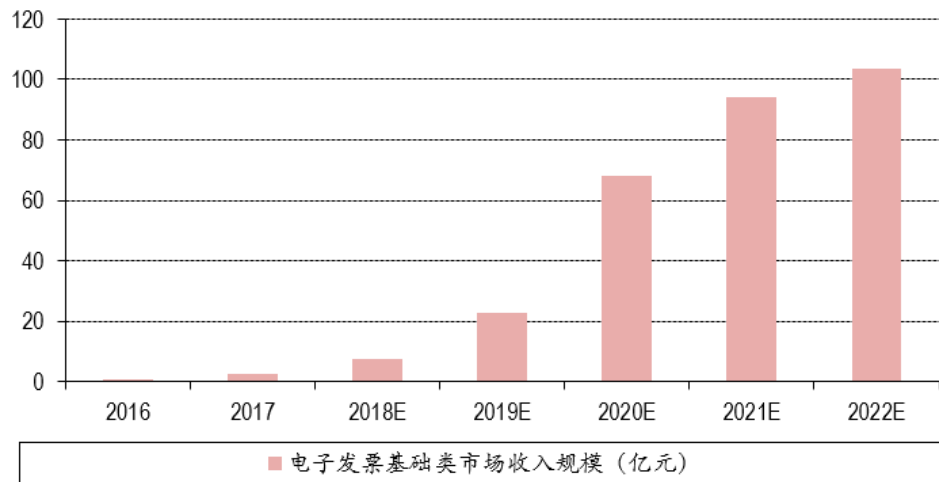
根据智研咨询的预测，我国的电子发票市场在2018年以后将迎来蓬勃发展的阶段，预计2022年中国电子发票开具数量将会达到2017年的40倍，市场规模也将在2022年超百亿元。

图表 20. 2016~2022 年中国电子发票开具数量预测（亿张）



资料来源：智研咨询，中银国际证券

图表 21. 2016~2022 年中国电子发票基础类市场规模预测 (亿元)



资料来源: 智研咨询, 中银国际证券

航天信息作为税控系统的龙头供应商, 在电子发票行业也是领跑者。航天信息创立了“51 发票”服务平台, 研发出交易即开票、云开票、单机开票、扫码开票等多个产品模式, 为电商、商超、快递物流等多行业提供了针对性的电子发票解决方案。根据公司官网信息, 目前京东、一号店等主要电商采用了公司的电子发票方案。

图表 22. “51 发票”部分典型客户



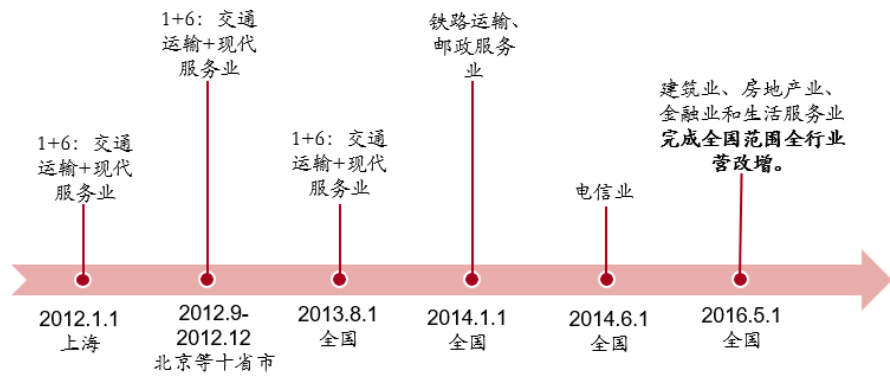
资料来源: 51 发票官网, 中银国际证券

### 营改增

自 2011 年 3 月的《“十二五”规划纲要》首次提出“营改增”方案以来, 我国在 2016 年已经完成了从试点城市到全国范围、从试点行业到全行业的营改增政策全面落地。

航天信息作为核心的税务设备供应商和系统服务商, 从营改增试点运行到全面推广过程中, 遵照国家税制改革的思路, 积极提供全面系统的解决方案, 研发出相关软硬件设施作为增值税扩围的专用设备, 为营改增提供技术支持和保障。在全面推广营改增的 2016 年, 公司先后中标中国中铁、广发银行、恒大集团和南方航空等大型客户的“营改增”项目, 全年累计为全国超过 600 万户的全国用户提供了服务, 并交付金税盘等各类防伪税控专用设备 220 万套。营改增会使市场上更多企业、企业内的更多业务纳入到增值税环节, 扩大了公司的客户群体。

图表 22. 中国营改增进程



资料来源：经济参考网，中银国际证券

通过参与营改增，公司税务设备用户在量上得到提升，用户类型上更加多元化，在提高设备销售和服务收入的同时，有助于其构建用户渠道、数据应用的战略版图，为公司业务向金融科技、物联网板块的扩张，构建企业生态圈打下坚实基础。

## 企业会员服务切入产业互联网，转型新商业模式

### 从一次性卖产品向持续卖云服务的转型

虽然税控产品端的政策性调价短期影响可以消化，但多次的调价也让公司认识到向新型业务和商业模式转型的重要性。公司的优势在于积累了大量的企业客户群体。如何将优势转化成新的业务模式是公司近年来在积极推进的方向。

2018年7月11日，航天信息在上市15周年新品发布会上正式推出了企业会员服务。公司通过整合线上互联网平台和线下销售服务团队，深度挖掘海量客户资源，为会员企业打造包含财税提升、经营助推、咨询解惑、人才培养等多方面在内的增值服务。企业会员业务已在2017年开始全面推广。

企业服务业务主要由旗下浙江诺诺网络科技有限公司的“诺诺网”品牌承担。目前包括诺诺服务、诺诺商城和诺诺金服等组成。其中诺诺服务和诺诺金服分别围绕企业财税和金融需求，将分别在本章和下一章展开讨论。本章以下的“会员服务”主要指诺诺服务平台提供的财税服务。

图表 23. 诺诺网三大平台

平台	主要业务
诺诺服务	财税服务，含云记账、云代账、极速开票、机构代开等产品
诺诺商城	办公设备和用品，提供一体化办公解决方案
诺诺金服	向企业提供综合性金融类服务的互联网金融平台

资料来源：诺诺网，中银国际证券

企业会员服务是商业模式由政策性收费向市场性收费的转变，由卖产品到卖服务的转变。公司向会员企业收取年费，即提供增值服务的服务费，相比一次性的卖产品收入，服务费持续为公司产生稳定收入。

图表 24. 诺诺服务年套餐价格

套餐	内容	价格（元）
基础会员	财税助手试用 60 天	-
I 型	进项发票认证、短信提醒、开通电子发票授权、会员服务专线、会员期刊	300
II 型/III 型	51 盒子云开票、远程协助、在线解答、上门维护、增值税防伪开票系统使用培训等	680/890
IV 型	51 盒子云开票换为票的宝	1,580
V 型	票的宝换为清单管理系统	2,800

资料来源：诺诺网，中银国际证券

注：III 型套餐内容包含 II 型套餐所有内容，信息采集自 2019 年 1 月 15 日

**企业会员服务打开公司成长天花板。**公司现有超 1000 万累积税控客户，未来若能全部转化成诺诺服务客户，按照各档套餐价格计算，将产生约 30~280 亿元市场空间。以中位数 155 亿元为基准，对比 2017 年公司税控产品 47 亿元的收入体量，存在 2 倍以上的弹性。同时，卖服务的商业模式优点明显：一方面，云服务业务毛利率更高；另一方面，一次卖产品变为多年卖服务，客户单体价值量大幅提升。

**公司的竞争优势在新领域延续。**目前和航天信息会员服务业务相似，为企业提供服务的还有金财互联、顺利办等上市公司。公司的优势在于作为承建国家金税工程的主体，行业地位相对突出，通过税控产品积累了远超其他服务商的客户池，航天系背景有助于获取准入壁垒相对较高的客户领域。

**图表 25. 企业财税服务相关上市公司差异比较**

企业	业务内容	侧重客户群
航天信息	财税提升、经营助推 (ERP、企业信用评价、融资贷款等)、财税咨询、人才培养 (财税人员培训)。	各类型企业
金财互联	财税互联网综合服务平台、财税大数据平台、云端财税专业产业园区平台 (代理记账机构、金融机构、事务所等)、一体化财税综合服务 (中小企业)	代理记账机构、金融机构、中小企业等
顺利办	创业企业孵化: 注册运营、财税服务、商标知识产权、市场营销、资金服务等	中小创新企业等

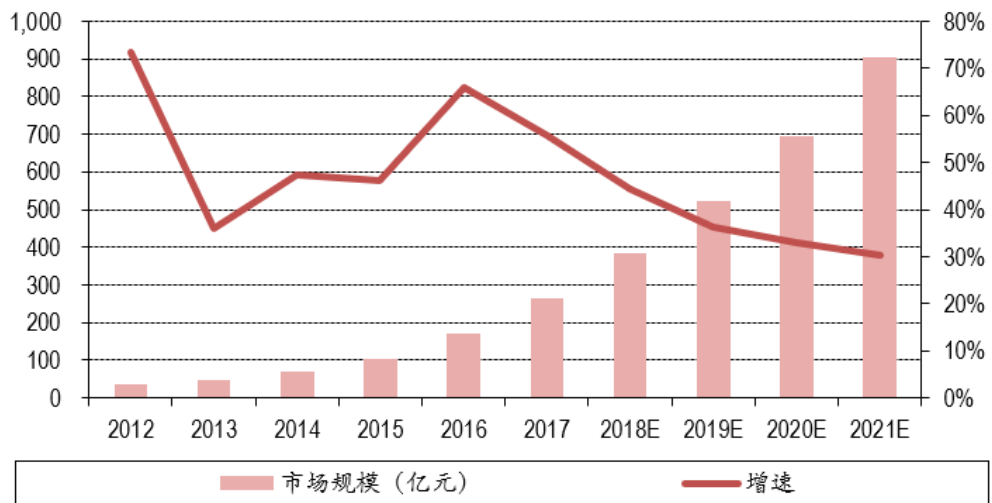
资料来源: 三家公司公告及官网, 中银国际证券

### 产业互联网景气度高涨, 市场空间广阔

2018年9月30日, 腾讯在其成立20周年之际迎来一次重要的战略升级, 由原有的七大事业群调整为六大事业群。其中新整合新成立的“云与智慧产业事业群 (CSIG)”, 表露出腾讯进军产业互联网的战略布局, 也吹响了企业服务市场景气度提升的号角。伴随着消费互联网技术渗透率趋于饱和, 产业互联网将会迎来高景气度, 为传统行业提供数字化接口将会是互联网企业接下来竞争的重点。

以公有云市场为例, 中国信息通信研究院数据显示, 2012年以来我国公有云市场规模一直以30%以上的增速增长, 预计2021年市场规模能够突破900亿。

**图表 26. 2012~2021 年中国公有云市场规模及增速**

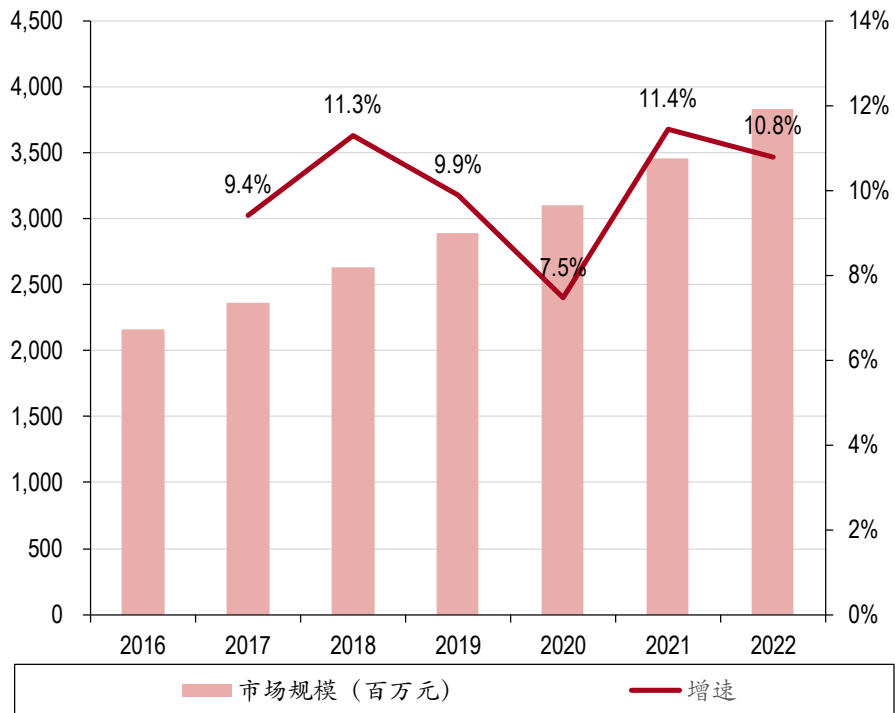


资料来源: 中国信息通信研究院, 中银国际证券

根据 IDC 的预测, 与公司业务直接相关的税务 IT 领域其软件与服务的市场规模将在 2021 年达到 38 亿元, 5 年内保持 10% 左右的速度增长。

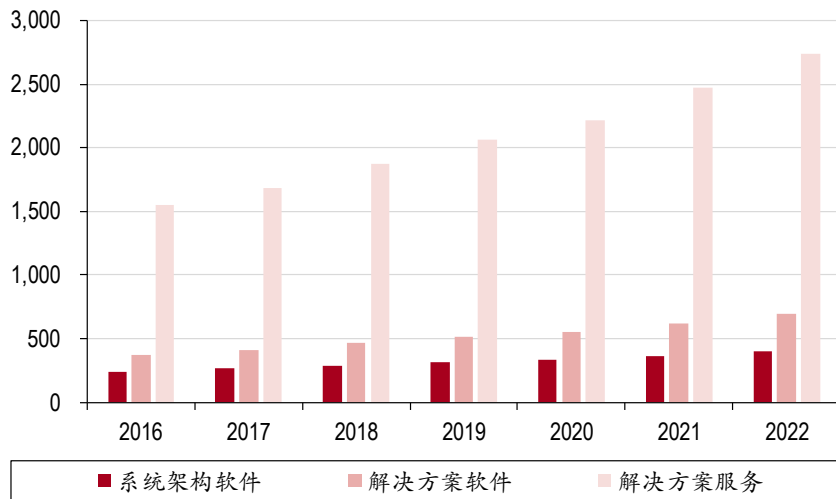


图表 27. 2016~2022 年中国税务 IT 软件及服务市场规模及增速



资料来源: IDC, 中银国际证券

图表 28. 2016~2022 年中国税务 IT 软件与服务子市场规模 (百万元)



资料来源: IDC, 中银国际证券

### 工业互联网协同优势

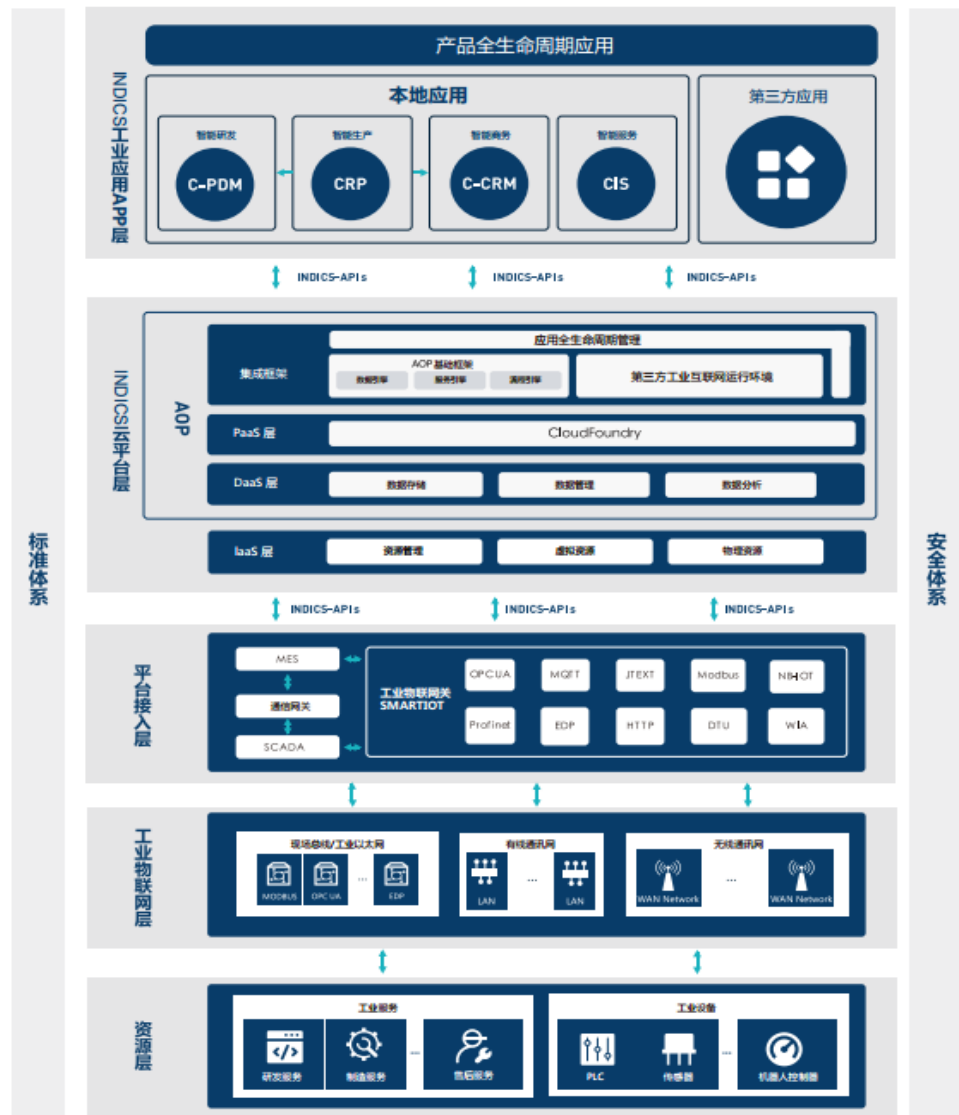
除了自身在企业客户群的积累, 公司所属航天科工集团也能为其提供充分的协同效应, 其中一个典型的是航天科工集团旗下的航天云网工业互联网平台。

航天云网成立于 2015 年 6 月 15 日, 是中国首个工业互联网公共服务平台。自成立起先后推出 INDICS 为核心的工业互联网公共服务平台和 CMSS 云制造支持系统, 成功布局云制造产业集群生态模型。

公司 2018 年 9 月在互动平台上表示少量参股航天云网公司 (持股比例不到 5%), 航天云网平台上涉及财税服务和金融服务的相关业务由公司提供服务产品和解决方案, 双方按照互联网业务模式进行合作结算。未来也会发挥各自优势, 为企业上云及工业互联网的发展提供更加完善的企业级服务。

根据航天科工官网,截至2018年12月3日,航天云网云端注册企业超268万家,平台成交金额超3000亿元。其中,INDICS国际云平台境外发布需求超过51亿美元,国际成交达10亿美元。有92万台设备接入云平台,36万台设备在线。

**图表 29. INDICS 平台架构**



资料来源: 航天云网官网, 中银国际证券

**工业互联网政策密集出台, 力度空前。**2015年国务院《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》等政策, 推动了工业互联网在国内的初步发展, 在2017年11月颁布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》, 并表示2018-2020年是我国工业互联网建设的起步阶段, 必须予以重视。工信部于2018年5月密集出台3项重要政策, 为工业互联网的发展保驾护航。政策频出的背后, 体现了工业互联网对国家经济发展的重要程度, 依托工业互联网, 能够实现制造业与互联网产业的深度融合, 促进我国产业的转型升级。各省市纷纷落实中央的相关政策, 扶持工业互联网产业在当地的发展。

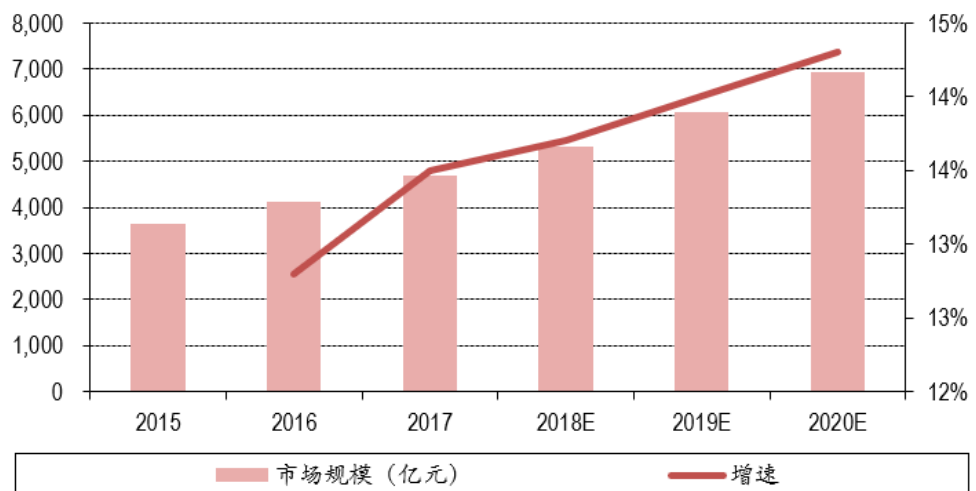
图表 30. 国家层面工业互联网部分政策

时间	发布单位	政策文件	相关内容
2015.07	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	推动互联网应用由消费领域向生产领域扩展，互联网与工业融合的广度和深度。
2016.05	国务院	《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	搭建制造企业互联网“双创”平台；鼓励互联网企业与制造企业深度合作，优势互补；支持制造企业利用互联网技术优化自身的生产、服务和创新。
2016.10	工信部	《信息化和工业化融合发展规划（2016-2020年）》	构建基于互联网的制造业“双创”体系；制造企业推广网络化生产模式，发展智能工厂、个性定制等；创新跨界融合发展模式，加快制造业智慧集群建设。
2017.01	工信部	《信息产业发展指南》	工业互联网是发展智能制造的重要基础设施，要大力发展工业互联网，包括成立工业互联网产业联盟，加快制定工业互联网标准体系，组织开展工业互联网试点示范等。
2017.11	国务院	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	实施工业互联网基础设施升级改造、平台建设及推广工程、标准研制及实验验证工程和关键技术产业化工程等，发展先进制造业，推动互联网和实体经济的深度融合。
2017.12	工信部	《工业控制系统信息安全行动计划（2018-2020年）》	提升安全防护技能，开展工业互联网安全防护技术的研究和创新；完善标准体系建设，加快工业互联网平台安全等急需先行标准的发布和应用。
2018.05	工信部	《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》	制定了提升基础设施、建设工业互联网平台、突破核心技术标准、培育新模式新业态、加强产业融合以及增强安全水平等多项具体的行动计划。
2018.05	工信部	《工业互联网专项工作组2018年工作计划》	针对工业互联网发展行动计划，专项工作组统筹规划进一步促进工业互联网发展规划的实施。
2018.05	工信部	《工业互联网APP培育工程实施方案（2018-2020年）》	基于工业互联网，培育出承载工业知识和经验，并能满足特定工业应用需要的APP。主要任务是夯实工业技术软件化基础、推动工业技术APP向平台汇聚、加快工业APP应用创新和提升工业APP发展质量。

资料来源：国务院、工信部官网，中银国际证券

根据中商产业研究院数据，工业互联网的市场规模在逐年增长，2017年达到4677亿元。随着2018年国内工业互联网产业的政策全面落地，市场规模有望继续保持较高增速，保守预计2020年会达到近7000亿元。

图表 31. 2015-2020 年中国工业互联网市场规模及预测(亿元)



资料来源：中商产业研究院，中银国际证券



2018年6月12日，工信部信管局公布了《2018年工业互联网创新发展工程拟支持项目名单》，此次工业互联网平台项目共有20个，航天云网分别进入工业互联网平台试验测试和特定区域平台试验测试两项。入选平台将会得到国家工信部、财政部的专项资金支持，在工业互联网领域取得先发优势。

在航天云网268万家注册企业中，对于云服务的接受程度相比一般企业较高，相对来说有望成为航天信息企业会员服务的优质客户，双方协同效应较好。

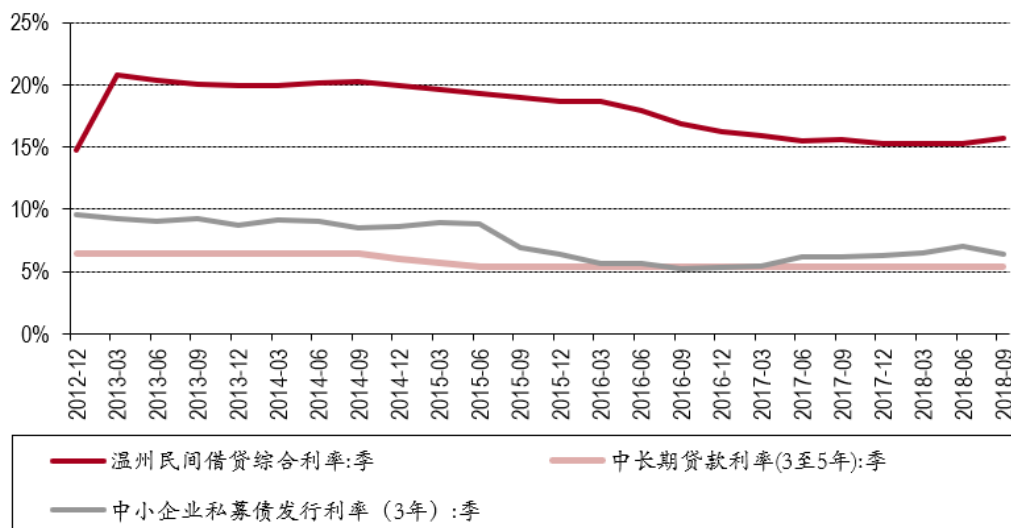
## 助贷业务成银企桥梁，入口优势获变现

### 企业融资难困境需突破

除了积累的企业客户群体大，公司的另一个优势是税控本身和企业日常经营结合紧密，也成为企业经营数据的入口。因此，诺诺金服为企业会员提供包括助贷业务在内的金融科技服务，主要解决金融机构面向中小企业发放贷款缺乏征信数据的问题。

中小企业融资的主要方式有银行贷款、发行企业债券和民间借贷等，成本由高到低排列为民间借贷、发行企业债券和银行贷款。Wind 数据显示，温州民间借贷综合利率达到了银行中长期贷款利率的三倍之多（见图表 32）。由于判断中小企业未来发展和偿债能力十分困难，银行等金融结构很难在给中小企业放贷和保持可控的坏账率之间取得平衡，因此往往简单地拒绝或收缩面向中小企业的贷款。在银行贷款和发行企业债途径申请受限的情况下，部分中小企业会采取民间借贷的方式融资。这极大地提高了融资成本，限制了中小企业的发展。

图表 32. 不同渠道贷款成本对比



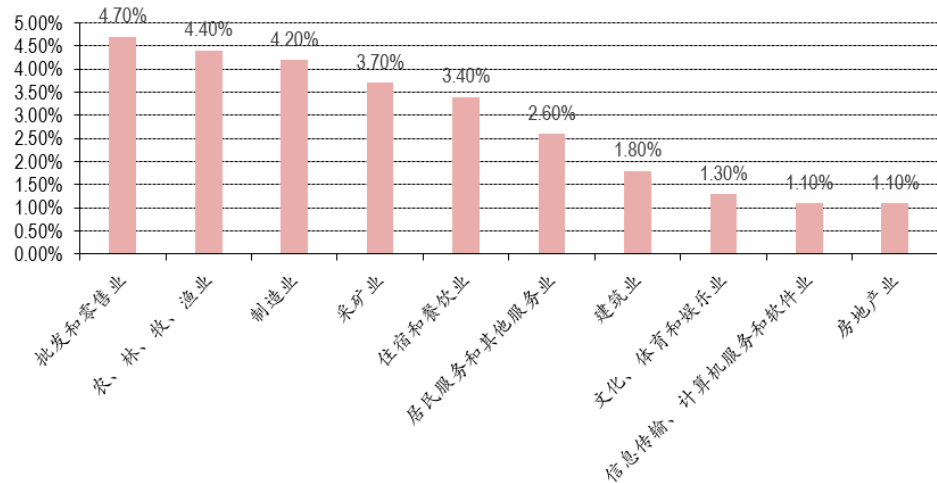
资料来源：万得，中银国际证券

面对中小企业融资难的困境，2018年11月7日银保监会主席郭树清初步提出了“一二五”的政策目标，加大对民企的资金扶持力度。“一二五”的具体政策含义就是在银行新增的企业类贷款中，出借给民营企业的比例，大型银行不得低于三分之一，中小型银行不得低于三分之二，争取三年之后所有银行不得低于50%。2018年11月9日，李克强主持召开以“为民营企业、小微企业解困”为主题的国务院常务会议，会议上又释放出降低小微企业贷款利率、将小微企业贷款业务与银行内部考核挂钩等多项具体利好。因此，银行向中小企业放贷的额度有了政策性的指导，并且预期将有大幅增长。

实际上，Wind 数据显示，2017年批发零售、农林牧渔和制造业等行业的不良贷款率达到4%以上。盲目放款产生的过高不良贷款率会影响银行的考核和效益，企业的借款偿还能力最终还是银行是否放贷的重要依据。那么，在原有征信数据不足的情况下，银行就存在借助第三方对民营企业偿债能力进行评估的需求。



图表 33. 2017 年商业银行不良贷款率分行业前十



资料来源：万得，中银国际证券

### 企业助贷变现经营数据入口优势，开启近百亿独享市场

新推“大小数据”助贷业务充分发挥了发票端入口优势。公司通过推出“小数据”助贷和“大数据”助贷两种方式为银企实现贷款业务的对接。

(1) “小数据”即“发票贷”业务，根据公司官网新闻介绍，其是近两年开具的平均有效增值税金额数据作为中小微企业的征信基准，并对接相应放款机构对借款企业发放短期流动资金贷款的协助贷款业务。发票数据的真实性可以得到保障，发票数据能反映公司的日常经营情况，是一个相对稳妥且有效的征信方式。

(2) “大数据”助贷是指在发票信息之外，结合税务、金融、政务和公安等多方数据，多维度对企业信用进行评判的协助贷款业务。

融资信贷平台作为企业与银行的融资中介，未来可以接入更多银行，而由于与原有业务形成正反馈，企业客户会形成消费粘性。助贷产品是公司数据变现的成功实践。

图表 34. 航天信息数据布局及应用



资料来源：数据猿，中银国际证券

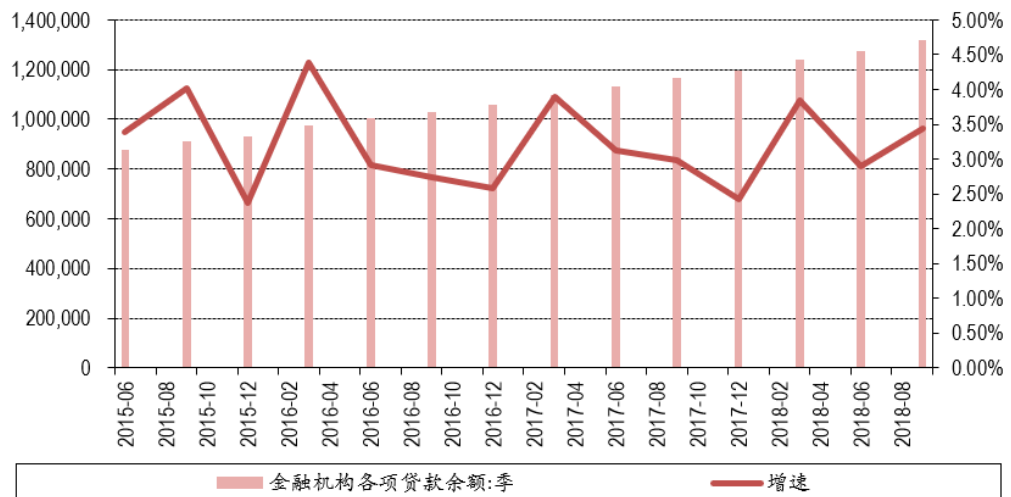
图表 35. 诺诺金服合作机构



资料来源：诺诺金服官网，中银国际证券

面向小微企业的信贷市场需求巨大。从助贷业务出发点看，主要是面向不容易直接贷款的小微企业。图表 36 显示金融机构各项贷款余额以较为稳定的增速在逐渐扩张，市场主体对贷款的需求并没有萎缩。实际上，小微企业的需求也是相应在高增长的。习近平在 2017 年 11 月 1 日召开的民营企业座谈会上强调，小微企业有着“五六七八九”的特征，即贡献 50% 以上的税收，60% 以上的 GDP，70% 以上的技术创新成果，80% 以上的城镇劳动就业和 90% 以上的企业数量。然而央行和 Wind 数据显示，小微企业贷款余额占企业贷款余额比例仅为 33%（2017 年末），在金融机构各项贷款余额中的占比约 25%（2018Q3）。这意味着过去由于种种原因，小微企业的银行贷款需求被大大压制。我们认为，近期的各项小微企业融资政策利好，会使小微企业的资金需求得到大大释放，企业信贷市场的规模会进一步扩大。

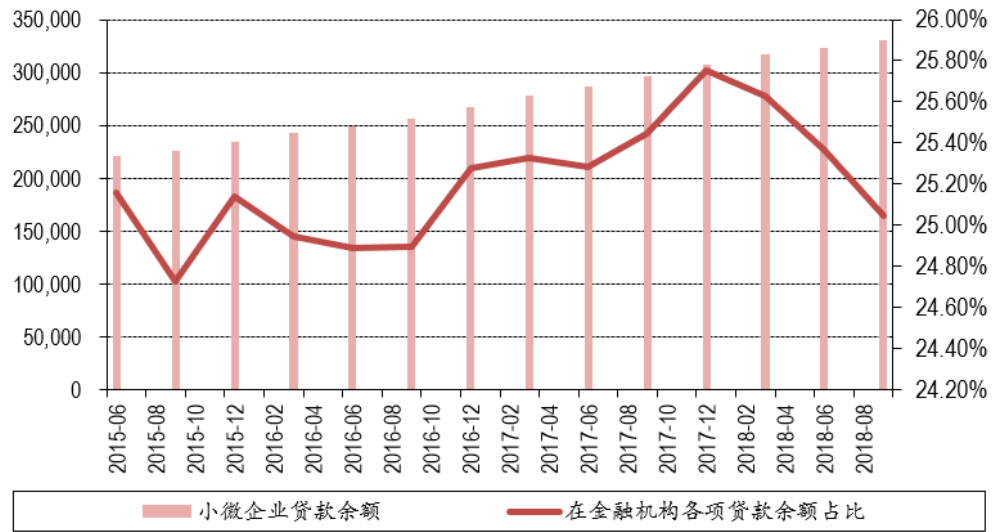
图表 36. 金融机构各项贷款余额（亿元）



资料来源：万得，中银国际证券



图表 37. 小微企业贷款余额（亿元）及占比



资料来源：万得，中银国际证券

**两种方式计算企业助贷新增市场空间。**在商业模式上，银行将为公司对接的每一笔成功放款向公司支付服务费，独立于之前的会员服务年费。因此，助贷业务的盈利模式实际上是按贷款流量收费。

我们可以从两个角度去估测新业务带来的市场空间。参考助贷通等有公开数据的平台费用数据，假设助贷服务费为1%左右。同时，考虑银行坏账率要求较高，假设助贷业务渗透率是10%。由于发票贷业务高度依赖税控盘传统市场格局，而公司在该领域市占率很高，主要竞争对手尚无进入迹象，所以短期内小微企业发票贷市场可视为由公司主导。

(1) **客户池法**：以公司现有超1000万户企业客户为基础，即100万家企业存在助贷需求。截止2019年1月18日，诺诺金服官网显示对接的22家金融机构中16家给出的额度在50~300万之间，因此假设每年每家贷款额度在100万元。计算可知整体存在1万亿元贷款需求，公司可接触到100亿收入空间。

(2) **整体增量法**：按2018年三季度银行小微企业贷款余额约为33万亿，根据Wind、产业信息网等数据，银行小微企业贷款2017~2018年期间同比增速在15%左右。基于政策鼓励等因素预计当前增速可以保持，那么2019年新增贷款额约5万亿，按渗透率计算助贷需求为5000亿，对应公司50亿收入空间。随着基数增高，2020年后的市场空间会更大。

综合以上两种方法，发票贷等在内的企业助贷业务有望为公司带来50~100亿元市场空间（落入公司收入口径）。并且由于具服务性质，因此毛利率会比公司整体毛利率高，对利润贡献更为明显。随着公司发票贷模型有效性的提升，金融机构将更倾向于与公司合作。助贷业务成功将公司发票端口优势变现，助力公司在金融科技领域的布局。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测：营收与毛利率均持续提升

对公司 2018~2020 年各项业务的收入和利润情况拆分并预测如下（助贷等业务未在原公司财报中单列，暂将其并在其他主营业务中统计）。

图表 38. 公司分板块拆解业务预测

(人民币: 百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>渠道销售</b>				
收入	14,864.76	16,797.18	18,812.84	20,694.12
YOY(%)	7.04	13.00	12.00	10.00
成本	14,561.73	16,456.20	18,427.18	20,269.89
毛利	303.03	340.98	385.66	424.23
毛利率(%)	2.04	2.03	2.05	2.05
<b>网络、软件与系统集成</b>				
收入	7,436.06	8,328.39	9,577.65	11,014.29
YOY(%)	30.58	12.00	15.00	15.00
成本	6,291.59	6,912.56	7,959.02	9,155.08
毛利	1,144.47	1,415.83	1,618.62	1,859.21
毛利率(%)	15.39	17.00	16.90	16.88
<b>增值税防伪税控系统与设备</b>				
收入	4,772.65	5,297.64	6,039.31	6,915.01
YOY(%)	9.44	11.00	14.00	14.50
成本	2,235.66	2,489.89	2,832.44	3,236.23
毛利	2,536.99	2,807.75	3,206.87	3,678.79
毛利率(%)	53.16	53.00	53.10	53.20
<b>金融支付</b>				
收入	1,599.01	1,519.06	1,488.68	1,488.68
YOY(%)	46.82	-5.00	-2.00	0.00
成本	1,043.20	984.35	960.20	955.73
毛利	555.81	534.71	528.48	532.95
毛利率(%)	34.76	35.20	35.50	35.80
<b>IC 卡</b>				
收入	574.28	344.57	310.11	294.61
YOY(%)	73.74	-40.00	-10.00	-5.00
成本	487.22	275.65	248.71	236.86
毛利	87.06	68.91	61.40	57.74
毛利率(%)	15.16	20.00	19.80	19.60
<b>其他主营业务</b>				
收入	329.94	577.40	952.70	1,524.32
YOY(%)	54.19	75.00	65.00	60.00
成本	240.59	375.31	600.20	884.11
毛利	89.35	202.09	352.50	640.22
毛利率(%)	27.08	35.00	37.00	42.00
<b>其他业务</b>				
收入	177.79	257.80	348.02	452.43
YOY(%)	367.01	45.00	35.00	30.00
成本	138.20	180.46	247.10	322.58
毛利	39.59	77.34	100.93	129.85
毛利率(%)	22.27	30.00	29.00	28.70
<b>合计</b>				
收入	29,754.49	33,122.03	37,389.73	42,011.01
YOY(%)	16.17	11.32	12.88	12.36
毛利率(%)	15.99	16.45	16.57	16.93

资料来源：万得，中银国际证券

以上拆分基于下述假设：（1）税控业务收入按前文讨论保持 10% 以上稳定增长，随着调价影响逐年消除毛利率平稳微幅上升；（2）渠道销售收入随着基数增加每年增幅略有降低，毛利率平稳；（3）网络、软件与系统集成收入随着中标项目增加稳定增长，考虑下游竞争持续毛利率略有下降；（4）金融支付和 IC 卡业务受竞争激烈影响收入端保持可控降幅，支付毛利率受项目筛选影响略有上升；（5）其他主营业务随助贷等服务类业务实现高增长，且毛利率提升。

### 投资建议：金融科技与软件服务属性遭低估

对公司估值的考虑主要基于两点：（1）在传统税务信息化和金融设备类可比公司中，公司具备显著的行业领先地位，同时行业景气度处于边际改善（政策推动、金税三期项目推进）阶段，因此应整体给予相应的溢价；（2）在商业模式上，公司从销售设备向销售服务转型，估值水平应进一步向金融科技、软件服务类可比公司看齐。由**错误!未找到引用源。**可知，公司目前估值与金融设备和税务信息化类公司接近。结合公司 PE-Band 趋势看（**错误!未找到引用源。**），2018 年年中开始公司估值水平有所提升，体现了市场对公司金融科技和软件服务属性的部分认知。但与**错误!未找到引用源。**中同类公司估值相比仍存较大空间。随着前述政策、业务布局推进等层面的进展，估值差距有望得到弥合。

图表 39. 可比公司市盈率对比

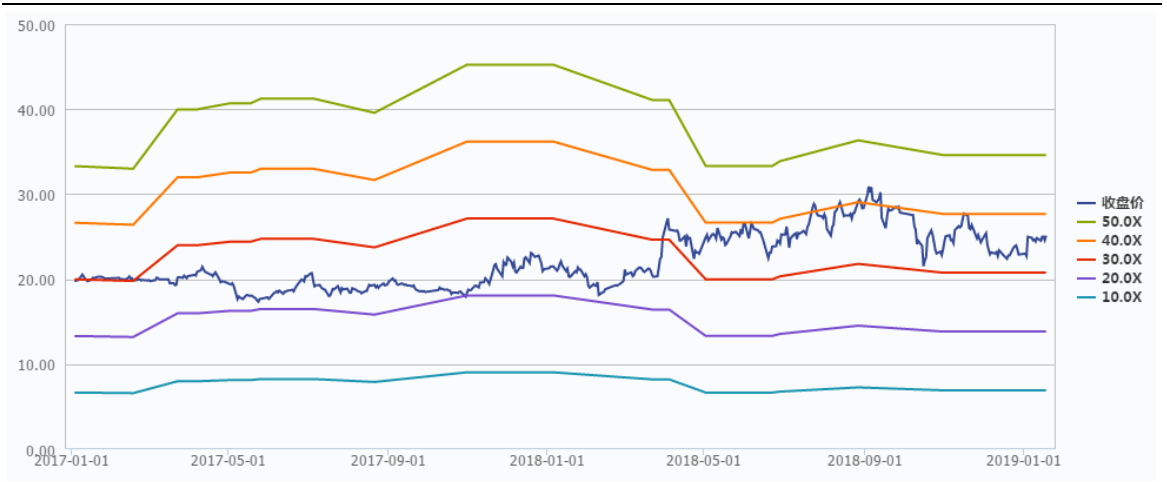
公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
<b>金融设备/税务信息化类</b>								
新北洋	002376.SZ	16.40	0.62	0.79	0.97	27	21	17
广电运通	002152.SZ	5.70	0.30	0.35	0.47	19	16	12
旋极信息*	300324.SZ	6.23	0.34	0.48	0.65	18	13	10
中国软件*	600536.SH	22.41	0.28	0.36	0.50	80	62	45
<b>平均值</b>						<b>36</b>	<b>28</b>	<b>21</b>
<b>金融科技类</b>								
长亮科技*	300348.SZ	17.19	0.41	0.57	0.84	42	30	20
金证股份*	600446.SH	11.29	0.39	0.56	0.71	29	20	16
恒生电子	600570.SH	59.56	0.94	1.32	1.77	63	45	34
<b>平均值</b>						<b>45</b>	<b>32</b>	<b>23</b>
<b>软件服务类</b>								
广联达	002410.SZ	23.00	0.48	0.61	0.76	48	38	30
石基信息	002153.SZ	26.85	0.44	0.53	0.72	62	51	37
用友网络	600588.SH	24.80	0.33	0.49	0.62	75	51	40
<b>平均值</b>						<b>62</b>	<b>46</b>	<b>36</b>
<b>综合平均值</b>								
航天信息	600271.SH	25.13	0.87	1.08	1.31	29	23	19

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止最近一个交易日，标\*股票采用 Wind 一致性预测



图表 40. 公司股票 PE-Band



资料来源：万得，中银国际证券

综合以上，预计 2018~2020 年实现净利润 16.3 亿、20.1 亿和 24.3 亿元，EPS 为 0.88 元、1.08 元和 1.31 元，当前股价对应 PE 为 29 倍、23 倍和 19 倍，首次覆盖给予买入评级。

### 风险提示

- (1) **会员业务不及预期**：在企业客户黏性、收费模式和客户接受度以及竞争格局等方面，可能出现不及预期的风险。短期内云服务收入和毛利率水平可能仍将处于“爬坡”阶段。
- (2) **助贷政策不及预期**：助贷业务商业模式比较清晰，但贷款金额受国家宏观政策影响较大，如果对中小企业的贷款政策不能放宽和落地，相关业务可能出现不及预期的风险。
- (3) **模型假设偏差**：由于部分指标缺乏公开数据，计算新设企业数量与税控主营收入时的假设可能与实际情况存在偏差。前文已经讨论了部分假设数据变化的情况，出于行文清晰的考虑，部分假设没有展开讨论，我们在此进行分析。

其中一个重要假设是公司 1000 万累积用户数（来自 2017 年年报）基本都是一般纳税人，占据市场 80% 份额。即一般纳税人整体数量 1250 万家，对应 2017 年三季度 2900 万家的比例为 40%。如果其中小规模纳税人占比较大，则对估算结果有一定影响。

**误差分析**：分析一种实际与预设差距较大的情况，即假设公司 1000 万税控盘产品累积用户中有多达 300 万是来自小规模纳税人，则计算得国内一般纳税人与小规模纳税人比例约为 30:70（一般纳税人占比下降为 30%）。其他假设不变的情况下，对应图表 16 中的中性估计，公司业务收入结果为 9.7%，与原假设下计算结果 8.6% 相比存在约 11% 的偏差。因此，我们认为，（1）前文中的假设对公司业务收入存在的偏差（如有）是朝向审慎判断方向的；（2）11% 左右的误差范围对公司价值分析来说是可接受的。



损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	25,614	29,754	33,122	37,529	42,383
销售成本	(21,318)	(25,091)	(27,774)	(31,384)	(35,179)
经营费用	(1,550)	(1,733)	(2,096)	(2,307)	(2,573)
息税折旧前利润	2,745	2,930	3,252	3,839	4,631
折旧及摊销	(180)	(222)	(261)	(272)	(290)
经营利润(息税前利润)	2,565	2,708	2,991	3,566	4,341
净利息收入/(费用)	(8)	(1)	(12)	153	191
其他收益/(损失)	214	374	230	245	262
税前利润	2,770	3,082	3,209	3,964	4,794
所得税	(561)	(644)	(658)	(813)	(983)
少数股东权益	673	882	923	1,140	1,378
净利润	1,536	1,557	1,629	2,012	2,433
核心净利润	1,576	1,565	1,632	2,015	2,436
每股收益(人民币)	0.825	0.836	0.875	1.080	1.306
核心每股收益(人民币)	0.846	0.840	0.876	1.082	1.308
每股股息(人民币)	0.250	0.420	0.324	0.401	0.485
收入增长(%)	14	16	11	13	13
息税前利润增长(%)	16	6	10	19	22
息税折旧前利润增长(%)	16	7	11	18	21
每股收益增长(%)	(51)	1	5	24	21
核心每股收益增长(%)	(51)	(1)	4	23	21

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,770	3,082	3,209	3,964	4,794
折旧与摊销	180	222	261	272	290
净利息费用	8	1	12	(153)	(191)
运营资本变动	789	281	(1,840)	2,792	(2,256)
税金	112	238	(658)	(813)	(983)
其他经营现金流	(873)	(792)	(1,035)	(130)	(200)
经营活动产生的现金流	2,986	3,032	(50)	5,933	1,454
购买固定资产净值	230	272	218	218	235
投资减少/增加	(440)	19	60	60	60
其他投资现金流	(2,210)	(848)	(437)	(435)	(471)
投资活动产生的现金流	(2,421)	(557)	(158)	(158)	(175)
净增权益	(466)	(782)	(604)	(746)	(903)
净增债务	0	19	(43)	5	(8)
支付股息	466	782	604	746	903
其他融资现金流	(1,052)	(1,073)	(846)	(595)	(711)
融资活动产生的现金流	(1,052)	(1,054)	(890)	(590)	(718)
现金变动	(486)	1,420	(1,098)	5,185	560
期初现金	9,100	8,613	10,026	8,927	14,112
公司自由现金流	566	2,474	(209)	5,775	1,278
权益自由现金流	574	2,494	(240)	5,627	1,079

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	8,613	10,026	8,927	14,112	14,672
应收帐款	1,845	1,864	2,424	2,417	2,995
库存	998	981	1,395	1,192	1,703
其他流动资产	748	665	1,495	736	1,670
流动资产总计	12,302	15,662	16,349	20,582	23,161
固定资产	1,146	1,088	995	841	704
无形资产	527	798	868	975	1,057
其他长期资产	2,829	1,001	1,465	1,792	1,438
长期资产总计	4,501	2,888	3,329	3,607	3,199
总资产	17,759	19,501	20,608	25,103	27,259
应付帐款	1,680	1,599	1,669	2,242	2,152
短期债务	0	19	2	2	2
其他流动负债	2,907	3,331	2,708	4,230	3,565
流动负债总计	4,587	4,949	4,379	6,474	5,719
长期借款	2,080	2,200	2,160	2,160	2,160
其他长期负债	54	65	66	62	64
股本	1,863	1,863	1,863	1,863	1,863
储备	6,904	8,157	9,182	10,447	11,978
股东权益	8,767	10,020	11,044	12,310	13,840
少数股东权益	1,843	2,035	2,957	4,097	5,475
总负债及权益	17,759	19,501	20,608	25,103	27,259
每股帐面价值(人民币)	4.71	5.38	5.93	6.61	7.43
每股有形资产(人民币)	4.42	4.95	5.46	6.09	6.86
每股净负债(现金)(人民币)	(4.62)	(5.35)	(4.79)	(7.57)	(7.88)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.7	9.8	9.8	10.2	10.9
息税前利润率(%)	10.0	9.1	9.0	9.5	10.2
税前利润率(%)	10.8	10.4	9.7	10.6	11.3
净利率(%)	6.0	5.2	4.9	5.4	5.7
流动性					
流动比率(倍)	2.7	3.2	3.7	3.2	4.0
利息覆盖率(倍)	323.1	3,298.7	249.3	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	3.0	3.4	3.0	3.8
估值					
市盈率(倍)	30.5	30.1	28.7	23.3	19.2
核心业务市盈率(倍)	29.7	29.9	28.7	23.2	19.2
市净率(倍)	5.3	4.7	4.2	3.8	3.4
价格/现金流(倍)	15.7	15.4	(930.1)	7.9	32.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.9	12.6	11.6	8.5	6.9
周转率					
存货周转天数	15.1	14.4	15.6	15.0	15.0
应收帐款周转天数	24.2	22.7	23.6	23.5	23.3
应付帐款周转天数	18.3	20.1	18.0	19.0	18.9
回报率					
股息支付率(%)	30.3	50.3	37.1	37.1	37.1
净资产收益率(%)	18.7	16.6	15.5	17.2	18.6
资产收益率(%)	12.7	11.5	11.9	12.4	13.2
已运用资本收益率(%)	3.2	2.9	2.7	2.9	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371