证券研究报告

计算机

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

航天信息

600271.SH

买入 （维持）

巨龙生双翼，会员和信创业务齐飞

2020 年 02 月 23 日

市场数据

市场数据日期	2020-02-21
收盘价（元）	24.20
总股本（百万股）	1863
流通股本(百万股)	1853
总市值（百万元）	45073
流通市值(百万元)	44838
净资产（百万元）	13750
总资产（百万元）	22804
每股净资产（元）	5.97

相关报告

分析师:
蒋佳霖
jiangjialin@xyzq.com.cn
S0190515050002

吴鸣远
wumingyuan@xyzq.com.cn
S0190519080001

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	27940	23077	27008	31277
收入同比(%)	-6.10%	-17.41%	17.04%	15.81%
归属母公司净利润（百万）	1618	1694	2007	2331
净利润同比(%)	3.95%	4.69%	18.46%	16.19%
毛利率(%)	20.4%	25.2%	25.8%	26.4%
净利润率(%)	5.8%	7.3%	7.4%	7.5%
净资产收益率（%）	14.6%	13.9%	14.9%	15.5%
每股收益(元)	0.87	0.91	1.08	1.25
每股经营现金流(元)	1.07	1.73	1.69	2.03

投资要点

- **税控龙头，会员制、信创业务双擎驱动。**航天信息是税控系统龙头央企，背靠航天科工，主营业务包括分销与集成、税控设备、金融科技等，2018 年收入规模 279 亿元、归母利润 16.2 亿元。2019 年，公司战略调整主营业务，进行业务结构升级，聚焦财税增值服务、信创两大创新业务板块。同时，公司积极进行员工激励，激活对核心骨干及企业活力，夯实长期健康发展基础。

- **夯实税控基础，打造会员助贷服务平台。**公司防伪税控领域累计企业用户超过 1330 万，为开展增值服务奠定深厚的客户基础。2018 年，试点推出会员增值服务，为客户提供统一云服务入口，截至年末，公司会员数突破 230 万户，实现营收近 7 亿元。与此同时，公司积极与银行与金融机构共同开展征信助贷业务，2018 年放贷规模 170 亿，同比增长 112.5%；未来有望持续实现高增，成为公司主要业绩增长点。

- **布局网信业务，加强公司信创产业地位。**2018 年，公司收购航天网安 65% 股权，加强公司在咨询、集成、适配与运维业务竞争优势。航天信息曾获中国系统集成特一级资质，在信创产业具有巨大资源优势，此次收购，加强公司在内网信创领域突破，有效协同互补产品能力，提高公司利润水平。

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-2021 年净利润分别为 16.94/20.07/23.31 亿元，EPS 分别为 0.91/1.08/1.25 元，对应 2 月 21 日收盘价 PE 为 26.61/22.46/19.33x，给予“买入”评级。

风险提示：防伪税控业务政策性调价风险、征信助贷领域银行与金融业监管、信创产业推进过程可能不达预期

目 录

一、防伪税控龙头，会员制、信创双擎驱动 ..... - 4 -
1.1、背靠央企，税控、信创国家级主力 ..... - 4 -
1.2、税控为基，夯实税务系统龙头地位 ..... - 6 -
1.3、转型升级，会员与信创成为双引擎 ..... - 9 -
二、固本培元，金税产业价值链稳步提升 ..... - 11 -
2.1、企业基数扩容，维持税控龙头地位 ..... - 11 -
2.2、深耕电子发票，打开广阔市场前景 ..... - 14 -
2.3、加速平台发展，创新会员增值服务 ..... - 17 -
2.4、积淀企业用户，政策推进征信发展 ..... - 19 -
三、收购航天网安，信创产业打开新局面 ..... - 23 -
3.1、信息安全挑战，信创产业迎来良机 ..... - 23 -
3.2、收购航天网安，开启信创产业布局 ..... - 25 -
四、盈利预测与投资建议 ..... - 27 -
五、风险提示 ..... - 28 -

图 1、航天信息发展历程 ..... - 4 -
图 2、航天信息股权结构 ..... - 4 -
图 3、公司 2014-2019Q3 营业收入结构 ..... - 5 -
图 4、增值税发票系统 ..... - 8 -
图 5、电子发票样张 ..... - 9 -
图 6、诺诺会员登录界面 ..... - 10 -
图 7、2015-2019H1 防伪税控系统及相关设备营业收入 ..... - 13 -
图 8、我国近三年新登记市场主体数 ..... - 13 -
图 9、电子发票开票流程 ..... - 14 -
图 10、2016-2021E 年我国电子发票产业发展趋势 ..... - 15 -
图 11、航天信息 51 发票产品框架 ..... - 15 -
图 12、51 发票主要客户 ..... - 16 -
图 13、税务发票助手，51 发票微信公众号 ..... - 16 -
图 14、诺诺发票服务流程 ..... - 17 -
图 15、航天信息诺诺金服平台服务 ..... - 18 -
图 16、会员增值服务规模与营业收入 ..... - 19 -
图 17、主要金融机构小微企业贷款余额 ..... - 20 -
图 18、普惠金融型小微企业贷款余额 ..... - 20 -
图 19、爱信诺企业征信产品与服务 ..... - 21 -
图 20、助贷业务放贷规模及预测 ..... - 22 -
图 21、信创产业规模 ..... - 23 -
图 22、信创产业市场演进 ..... - 24 -
图 23、信创产业链生态图 ..... - 24 -
图 24、航天网安系统产品线 ..... - 25 -
图 25、航天网安与航天信息股权结构 ..... - 26 -
图 26、航天网安 2016-2022E 年营业收入与净利润 ..... - 26 -

表 1、航天信息部分重要行业资质目录 ..... - 5 -
表 2、2019 年上半年公司主营业务收入占比 ..... - 6 -
表 3、航天信息股权激励解锁条件 ..... - 6 -
表 4、航天信息主营业务一览 ..... - 7 -
表 5、金税工程各阶段核心系统与开发公司 ..... - 11 -
表 6、防伪税控政策与产品价格变化表 ..... - 12 -
表 7、防伪税控产品价格变化表 ..... - 12 -
表 8、诺诺网财税服务平台功能主体 ..... - 17 -
表 9、公司盈利预测假设 ..... - 27 -

报告正文

一、防伪税控龙头，会员制、信创双擎驱动

1.1、背靠央企，税控、信创国家级主力

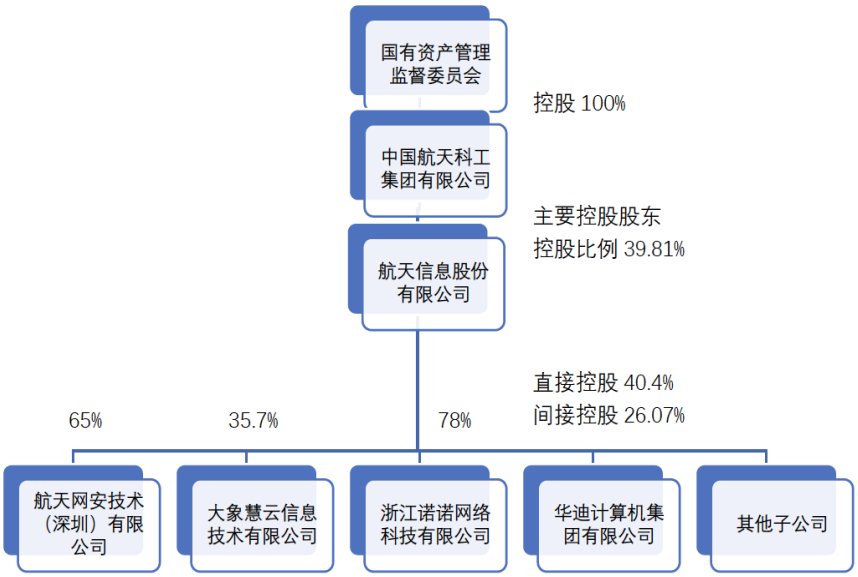
航天信息股份有限公司（以下简称“航天信息”或“公司”）成立于 2000 年，是由中国航天科工集团有限公司控股的 IT 行业高新技术国有公司，于 2003 年在上交所挂牌上市。公司具备计算机系统集成一级资质、安全技术防范一级资质、专项工程设计甲级资质以及国家密码产品开发生产许可等资质，承担了“金税工程”、“金盾工程”、“金卡工程”等国家重点工程建设。

图 1、航天信息发展历程

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

背靠航天科工，坐拥完备金融行业资质。控股股东航天科工，是国资委全资控股集团，截至 2019 年半年报，航天科工持有公司 39.81%股权。航天信息旗下拥有上百家分子公司，包括财税平台公司诺诺网络、大象慧云、爱信诺征信以及信创公司航天网安与华迪计算机等，具备 CMMI5 级、商密和集成等资质。

图 2、航天信息股权结构



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、航天信息部分重要行业资质目录

序号	类型	资质/认证名称
1	软件开发	通过 CMM 5 级评估
2	系统集成	国家信创计算机信息系统集成重点企业
3	系统集成	信息产业部计算机系统集成一级资质
4	系统集成	一体机节能产品认证证书
5	财税系统	税务、公安、能源、数字城市等“系统集成服务专家”
6	财税系统	税控收款机、税控收款机、IC 卡及读写机生产许可证
7	涉密领域	国家商用密码产品定点生产销售单位证书
8	电子政务	公安部全国第二代居民身份证定点生产单位
9	通信资质	中国移动通信 SIM 卡授权供应商和无线增值服务商
10	经贸出口	中国外贸企业信用体系指定示范单位
11	金融资质	民生银行 AAA 信用等级
12	金融资质	中关村企业 ZCAA 信用等级
13	电子政务	国家劳动和社会保障部“社会保障（个人）卡”COS 认证企业、指定生产单位
14	电子政务	国际制卡商协会（ICMA）会员

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

调结构，坚持高质量发展之路。公司目前的业务主要包括渠道销售、增值税防伪税控系统及相关设备、软硬件集成、金融支付、IC 卡等。自 2016 年起，公司不断降低毛利率相对较低的渠道销售收入占比，提升具有较高毛利率水平的增值税防伪税控系统业务，渠道销售收入从 54.22%下降至 43.73%，而防伪税控系统则由 17.03%提升至 24.93%。综合毛利率方面，也由 2016 年 17.10%提升至 2019Q3 的 22.47%，公司产品竞争力不断提升。

图 3、公司 2014-2019Q3 营业收入结构

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2019 年上半年公司主营业务收入占比

业务名称	收入（亿）	成本（亿）	占比	毛利率
增值税防伪税控系统及相关设备	29.70	14.10	24.95%	52.51%
IC 卡	0.94	0. 4	0.79%	21.67%
网络、软件与系统集成	27.96	22.43	23.49%	19.77%
渠道销售	52.10	50.98	43.77%	2.15%
金融支付	6.32	4.82	5.31%	23.69%
其他	2.01	1.41	1.69%	29.97%
合计	119.03	94.48	100.00%	20.62%

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

扎根税控业务，积极转型平台增值服务。2005 年，公司正式成立防伪税控一机多票项目，并于 2006 年 6 月中旬正式由国税总局在全国范围内推广；2015 年，公司推出助贷业务，正式切入金融服务行业，同时，积极布局电子发票系统，并藉由此开展助贷业务；2017 年，公司推出会员制业务，大力拓展财税增值服务领域，从硬件销售向软件平台转型；2018 年，收购航天网安，布局信创产业链，加强公司在云计算和区块链研发投入，有望成为公司业绩新增长点。

股权激励核心骨干，助力转型积极性。2016 年 12 月 27 日，公司对 540 名核心管理、业务及技术骨干进行股权激励，授予 1603.99 万股限制性股票，占比 0.86%，授予价格 13.47 元/股。激励计划锁定期 2 年，分 36/48/60 个月分别解锁 40%/30%/30%，以业绩目标激活企业活力。

表 3、航天信息股权激励解锁条件

期数	时间	业绩要求		
一期	2019 年 3 月	以 2013-15 年营收平均值为基数	2017 年收入复合增速不低于 20%	ROE>=12.75%
二期	2020 年 3 月		2018 年收入复合增速不低于 20%	ROE>=13%
三期	2020 年 3 月		2019 年收入复合增速不低于 20%	ROE>=13.25%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、税控为基，夯实税务系统龙头地位

2017 年以来，在国家政策性降价及金融监管趋严等背景下，公司积极调整传统业务，进行产业升级和结构优化。2019 年上半年，公司完成组织架构调整，将金税及企业、金融科技和物联网产业三大业务板块调整为金税产业、金融科技产业、智慧产业和网信产业四大板块，加大研发投入，培育信创产业链。商业模式上，公司从传统“产品+服务”过渡到“运营+产品+服务”模式，并利用广泛的客户基础打造基于公司税控业务的系列生态生态环境，提升会员转化率与用户 ARPU 值。

表 4、航天信息主营业务一览

主营业务	产品服务	描述	核心产品
金税产业	增值税发票系统	增值税发票系统是金税工程的重要组成部分。系统运用安全密码算法以及加解密技术和电子黑匣子存储技术，提供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、自助报税机、纳税申报软件
	网络发票	网络发票系统解决方案，实现了普通发票网络开具、查询验证等业务，为税务机关和纳税人提供便捷、高效的服务。	
	电子发票	发票的电子化表示。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。	
	大企业税务管理信息化	在企业内网实现信息管理系统内部多点并行开具发票；接收、存储、查验、入账、管理、查询等服务，同时提供增值服务。	
	终端产品	满足税局和企业多方位的业务需求。	税务专用终端（税控收款机、网络开票机、智能开票机等）、Aisino 打印机
	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认证培训、职称培训、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、实训认证课程等
	企业增值服务	提供 IT 设备延保、网络在线服务，企业财税咨询、筹划，微博、微信、网站建设等服务，为企业发展在财税专业和自媒体建设、IT 设备运维等方面提供支持	IT 增值相关服务，新财力会员业务，Aisino 在线服务平台
金融科技服务业务	金融支付类解决方案	金融支付设备与收银机物理对接、线下渠道与收银系统软件对接，实现支付流程与收银流程结合，并实现支付场景移动化	银商通：MIS-POS 系统、移动 MIS 系统、储值卡系统，银医通系统、银税通系统、银校通系统、银保通系统、银信通系统
	非金融支付类解决方案	事后监督、风险预警等解决方案	银行集中监督稽核系统，商业银行风险预警系统，综合档案管理系统，实物印章安全管理系统
	金融支付服务	POS 机、银行卡等相关服务	银行卡个人化服务，POS 专业化服务，POS 数据分析应用，ATM 自助终端运营服务，应用开发外包服务
	金融支付产品	银联、VISA、MasterCard 卡	金融 IC 卡，应用卡，POS 支付终端机具
智慧业务	智能交通	提供高速公路收费系统、管理系统解决方案	高速公路 MTC 人工收费管理系统，高速公路 ETC 不停车收费管理系统，多义性路径识别管理系统
	电子政务	依托内网、专网，根据安全保密管理需求提供解决方案	督查管理系统，风险管理信息系统，电子政务内网信息安全支撑平台
	应急管理	预防和应对自然灾害、事故灾难、公共卫生事件和社会安全事件，减少突发公共事件造成的损失	华迪综合应急平台
	物流追溯	主要应用物联网技术、自动化技术、智能图像技术等提供粮食流通、食品药品监管解决方案	基于物联网的粮食流通管理解决方案，食品药品安全监管系统
	身份识别	信创、分布式信息管理服务系统解决方案	居住证信息管理及公共服务平台，出入境管理系统
	公共安全	实现对旅馆（含留宿洗浴场所、酒店式公寓及日租房）的治安信息化管理	旅馆业治安管理信息系统
	云计算大数据	大数据分析的数据导入、数据存储、数据分析和分析结果可视化	大数据分析平台
网信业务	计算机网络系统咨询	计算机集成业务实施前的评估与咨询	
	设计	集成设计	
	系统集成及核心软硬件	信创产品软硬件集成业务	
	运维服务	信创后续产品性能维护	

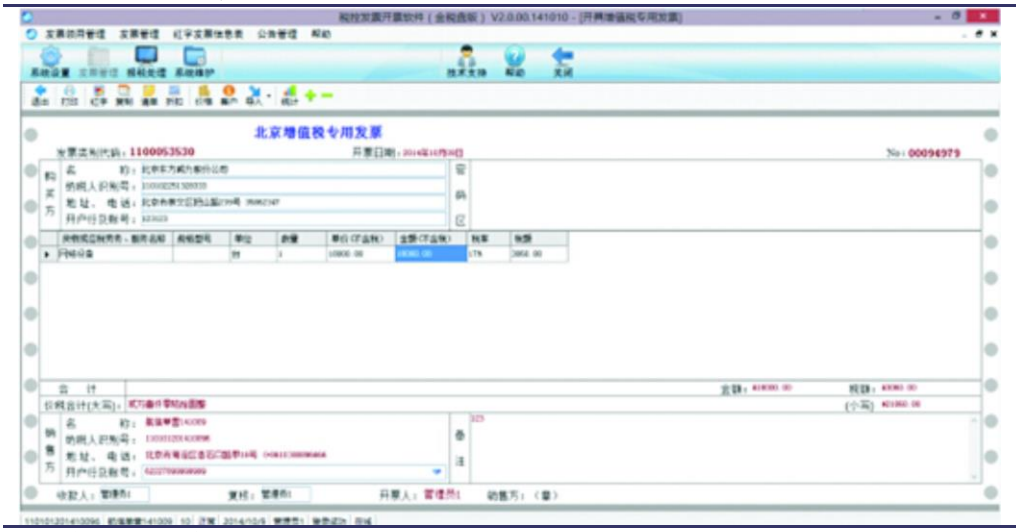
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

防伪税控为基，拓展金税系统增值服务。公司是防伪税控系统行业龙头，一直作为国家“金税工程”的主要承担者之一从事税务领域产品研发，目前在税务领域已经拥有企业数超过 1330 万，在一般纳税人市场占比超过 80%，处于行业领军地位。2019 年上半年，公司完成组织结构进一步优化，将税务领域系列产品纳入金税产业板块，包括增值税发票系统、企业（会员）增值产品、普通/电子发票系统、终端产品等。

1、 增值税发票系统

系统是金税工程的重要组成部分，通过运用安全密码算法以及加解密技术和电子黑匣子存储技术，为企业提供增值税发票系统的解决方案。核心产品包括金税盘和报税盘，是税控专用设备，用于发票防伪、税源控制和税务系统身份认证；具备发票开具、领购、安全存储、管理、身份认证和抄报税等功能。

图 4、增值税发票系统



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2、 电子发票业务

2012 年，公司开始进行电子发票研究，并开具了国内第一张电子发票，率先实现电子发票全国覆盖，一直是电子发票领域龙头企业。通过旗下第三方电子发票服务平台 51 发票，航天信息为企业搭建的全国性发票服务平台，并依托大数据、云计算和区块链等技术手段，为企业提供一体化电子发票管理、进销项发票管理、非税票据电子化等方面的解决方案。

商业模式上，电子发票系统主要提供基础服务和增值服务两大类服务。由于国税局要求第三方电子发票平台为企业提供免费基础服务，因此，平台更多地通过提供 SaaS 增值服务进行盈利，开展征信与助贷业务等。

图 5、电子发票样张

上海市国家税务局电子发票

发票联

发票代码 131001370051

发票号码 00000001

开票日期：2013-12-28　　行业分类：商业

付款单位（个人）名称：个人

付款方识别号（证件号）：

防伪码：1179B 71611 42EE6 64297

品名规格	计量单位	数量	单价	金额
苹果（APPLE）iPhone 5s 16G版 3G 手机（金色）WCDMA/GSM		1	4988.00	4988.00
苹果（APPLE）iPhone 5s 16G版 3G 手机（银色）WCDMA/GSM		1	4898.00	4898.00

合计人民币（大写）：玖仟捌佰捌拾陆元整　　（小写）：¥ 9886.00

备注：

收款单位（个人）名称：上海酉迈贸易有限公司

收款方识别号（证件号）：310114666025597

网络订单号：94293

开票员：京东商城

上海酉迈贸易有限公司 310114666025597 发票专用章

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年上半年，公司新增电子发票用户超过 40 万户，51 平台企业端系统打通了 13 个省市增值税一般纳税人申报接口、6 个省市增值税小规模企业申报接口，完成财税增值业务最后环节。

3、 企业增值（会员）服务

2018 年，公司以财税服务能力和资源为基础，推出 SaaS 平台“新财力会员”服务，从软硬件系统销售转型提供增值服务，包括针对财税人员以服务产品、会员活动，消费团购等服务。截止 2018 年底，累计会员突破 230 万户，转换率高达 17.29%，实现营收近 7 亿元。

1.3、转型升级，会员与信创成为双引擎

作为金税工程主要参与者，航天信息过去 20 年深耕国家税务系统软件硬建设、信息化业务。随着国家对全国中小企业减费降税政策的不断推出与计算机上云进程不断推进，公司主营防伪税控业务不断受到税控盘与服务费降价压力，在响应政策性降价背景与趋势下，公司积极主动转型，大力发展会员增值服务、征信与信创产业。

2019 年上半年，公司完成组织结构进一步优化，分设金税、金融科技、物联网与（新设）网信产业板块，会员制与信创产业战略地位逐渐凸显，有望成为公司未来业绩增长新的双引擎。

1、 会员制为抓手，加速金税产业转型

截至 2018 年度， 公司拥有企业用户体量超过 1330 万，2016 至 2017 年，公司立

足于千万税控用户，以票、财、税业务为粘性，免费试点增值服务上云业务、为企业涉税用户提供一站式税务入口平台，为公司业务转型打开新局面，成为金税产业核心增长点。

2018 年，正式推出会员制业务，当年累计转化会员用户超过 230 万，转化率高达 17.29%，实现营业收入接近 7 亿元。未来，随着涉及用户基数的不断扩大、转化率与 ARPU 值提升，公司会员制业务成为公司金税核心增长点。

图 6、诺诺会员登录界面

资料来源：诺诺网，兴业证券经济与金融研究院整理

2、 收购航天网安，布局信创产业链

2018 年，公司以自有资金 5.82 亿，收购航天网安 65% 股权，进一步完善公司在信创产业领域产品布局，加大信创产业投入。航天网安在电子政务和信创领域具有一定的核心技术优势。2018 年，航天网安实现净利润 6358 万元，预计 2019 至 2022 年实现净利润分别为 0.8 亿、1.03 亿、1.25 亿和 1.4 亿，复合增速超过 20%。

航天网安技术（深圳）有限公司由专注电子政务二十余年的解决方案及服务集成商—“上海维豪”与“航天信息”在 2014 年合资创立而成；致力于为电子政务行业提供“安全可信、可管可控、互联互通”的标准化软硬件产品。公司产品线非常丰富，包括但不仅限于网关软件瑞信接入认证/访问控制网关软件、瑞信电子文档安全管理软件、瑞信电子文档信息服务系统、印章、交换服务器等，为母公司航天信息切入网络安全细分领域提供了支撑，与传统集成业务形成有效的互补作用。

二、固本培元，金税产业价值链稳步提升

航天信息是国家“金税工程”的主要承担者之一，进行“增值税防伪税控开票子系统”与“防伪税控认证子系统”开发与相关系统升级工作。业务包含防伪税控系统设备销售及服务、普通发票、电子发票（51 电子发票）管理系统，财税管理软件及会员制服务等增值业务。根据公司公告，金税盘在一般纳税人方面市占率达 80%，中小企业纳税人市占率处领先地位。截至 2018 年底，公司税控产品用户累计超过 1330 万，继续维持税控领域龙头地位。

2.1、企业基数扩容，维持税控龙头地位

1994 年我国金税工程办公室组织实施了以建设 50 个城市为试点的增值税计算机交叉稽核系统，即金税一期工程；1998 年金税工程进入二期阶段，2001 年 7 月 1 日增值税防伪税控发票开票、认证、交叉稽核、协查四个子系统在全国全面开通，航天信息承接系统的开发研制，并作为税控收款机国家标准工作组成员，参与讨论了税控收款机国家标准的制定。自金税一期工程起，公司即在防伪税控领域深耕，至今已二十余年。

表 5、金税工程各阶段核心系统与开发公司

阶段	核心系统	承包开发公司
金税工程一期（1994-1996）	增值税计算机交叉稽核系统	航天信息
金税工程二期（1998-2003）	增值税防伪税控开票子系统	航天信息
	防伪税控认证子系统	航天信息
	增值税计算机稽核	长城软件
	发票协查信息管理子系统	长城软件
金税工程三期（2005-至今）	核心征管及应用总集成	中国软件
	个人税收管理系统	税友集团
	网络发票管理	浪潮软件

资料来源：国家税务总局，兴业证券经济与金融研究院整理

防伪税控业务遭遇政策性调价，扩增企业成稳定器。金税工程三期以来，防伪税控系统产品经历多次政策性降价，最新一次系公司主动调整价格。2019 年 12 月末，青岛航天信息公告，对增值税税控系统专用设备进一步降价降价，决定自 2020 年 1 月 1 日起，金税盘零售价格由每个 200 元降为 160 元，报税盘零售价格由每个 100 元降为 60 元；技术维护费 280 元/套/年维持不变，对使用两套及以上增值税税控系统的，从第二套起减半收取技术维护费；税控设备费用和服务费全额抵减政策维持不变。

表 6、防伪税控政策与产品价格变化表

时间	发放部门	文件	调价详情
2009	发改委	《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 元降低为 370 元
2011	发改委	《关于治理和规范企业纳税环节相关收费问题的通知》	禁止增值税防伪税控系统专用设备生产或服务单位向初始用户收取培训费、证书费、换证费等相关收费；取消新疆地区技术服务单位向用户收取的网点建设费
2011	财政部 国税总局	《营业税改征增值税试点方案》	先期选择经济辐射效应明显、改革示范作用较强的地区开展试点，试点地区先在交通运输业、部分现代服务业等生产性服务业开展试点，逐步推广至其他行业。
2012	发改委	《关于完善增值税税控系统有关收费政策的通知》	严格核定金税盘和税控盘零售价格为 490 元/个，报税盘为 230 元/个；严格核定税控盘技术维护费每户每年每套 330 元，使用两套税控盘产品以上的从第二套起减半收取技术维护费
2014	财政部 国税总局	《关于将电信业纳入营业税改征增值税试点的通知》	电信业纳入营业税改征增值税（营改增）试点
2015	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》	加快推进“营改增”，逐步将旅游电子商务、生活服务类电子商务等相关行业纳入“营改增”范围
2015	国务院	《批转发展改革委关于 2015 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》	力争全面完成营改增，将营改增范围扩大到建筑业、房地产业、金融业和生活服务业等领域
2017	改革委 工信部 财政部 人民银行	《关于做好 2017 年降成本重点工作的通知》	落实和完善全面推开营改增试点政策。简化增值税税率结构，由四档税率简并至三档
2017	发改委	《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》	金税盘和税控盘零售价格由 490 元降为 200 元，报税盘零售价格由 230 元/个降为 100 元/个；税控系统产品技术维护费由每户每年每套 330 元降为 280 元，使用两套税控产品以上的从第二套起减半收取技术维护费
2019	青岛航天信息有限公司	《增值税税控系统专用设备降价通知》	金税盘零售价格由 200 元/个降为 160 元/个，报税盘零售价格由 100 元/个降为 60 元/个；技术维护费 280 元/套/年维持不变，两套税控系统的从第二套起减半收取技术维护费

资料来源：国家发展和改革委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、防伪税控产品价格变化表

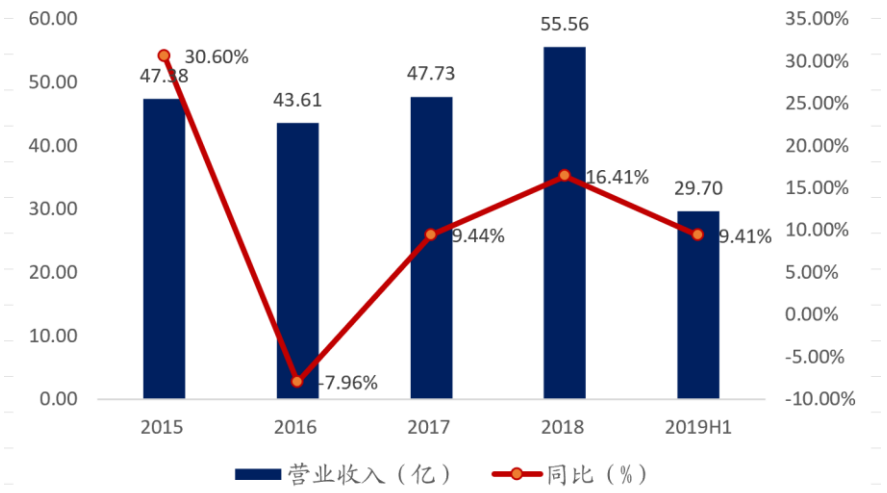
产品/服务名	–	2017 年 8 月 1 日	2020 年 1 月 1 日
金税盘/元	490	200	160
报税盘/元	230	100	60
技术维护费	330	280	280/二套减半

资料来源：国家发展和改革委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

在收入端：尽管 2017 年以来发改委多次调价，金税盘单价从 490 元降至现在的 160 元，报税盘由 230 元降至目前 60 元，技术维护费从每年 330 元降至 280 元，但公司在防伪税控系统业务收入仍实现稳健的复合增长。**主要原因：**一方面是公

司享受政策带来的行业壁垒。当前，税控系统中主要通行产品有航天信息旗下金税盘与百望旗下税控盘，公司在在一般纳税人方面市占率达 80%，占主导地位；另一方面，也与公司转型增值服务，“营改增”带来的服务企业渗透率提升和全国市场主体数量扩容密切相关。

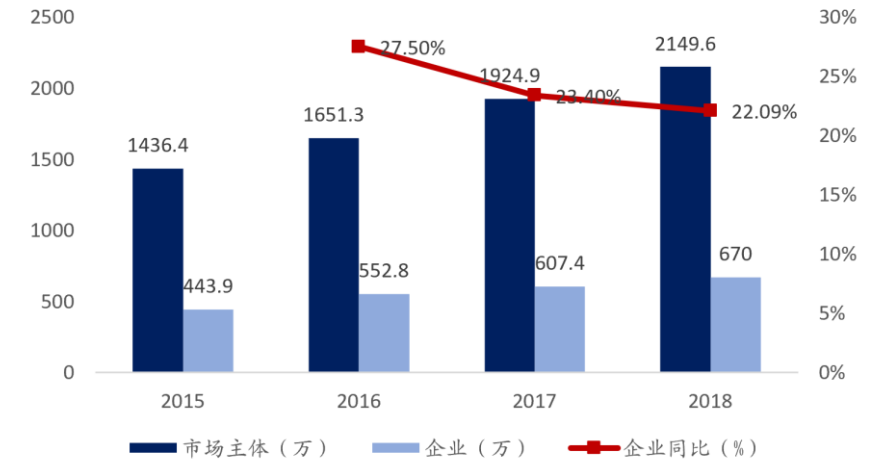
图 7、2015-2019H1 防伪税控系统及相关设备营业收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

企业扩容，扩大税控及增值服务分母。根据国家市场监督管理总局信息，2018 年全国企业数量约 3500 万户，其中， 2016 至 2018 年，我国新登记市场主体数分别为 1651.3、1929.4 和 2149.6 万户，新增企业数量分别为 552.8、607.4 和 670.0 万户，企业新增同比 2017 年增长 22.09%。

图 8、我国近三年新登记市场主体数



资料来源：国家市场监督管理总局，兴业证券经济与金融研究院整理

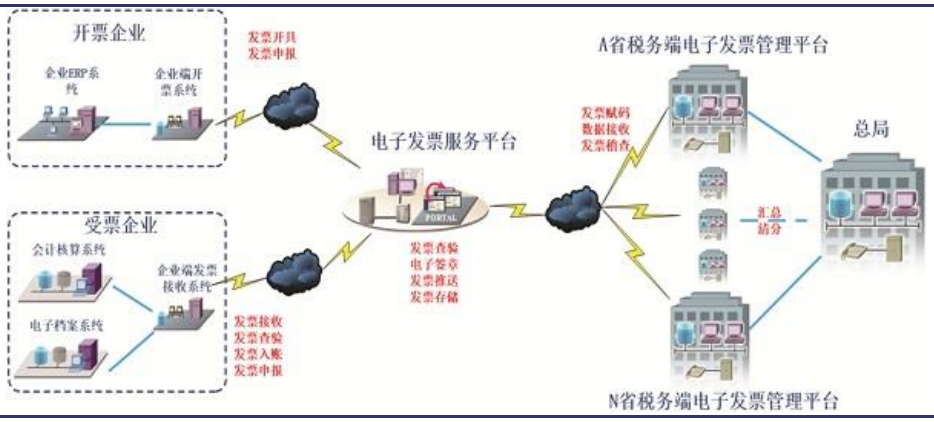
截至 2019 年上半年，航天信息新增各类税控用户超过 160 万户，企业基数不断增加，推广各类金税智能终端自助设备 5500 余台，金税产业税控核心产品不断完善优化。

2.2、深耕电子发票，打开广阔市场前景

根据《经济日报》统计，2019 年 1 月 17 日，电子发票开具份数首次超过纸质发票。2 月 20 日《国家税务总局关于 2019 年开展“便民办税春风行动”的意见》发布，其中第 18 条提到“加大电子发票推广力度，在税控开票软件中增加电子发票开具功能，开展税务机关网上代开增值税电子普通发票试点”，完成时限在 2019 年 9 月底前。

电子发票市场规模同传统发票一样依托于中国企业数量整体规模，且在中小规模纳税人方面覆盖率预计较传统发票更广。同时电子发票对传统发票有替代性，但两者的开具都需要防伪税控机及相应软件服务。电子发票平台用户一般倾向于选择原开票系统供应商，航天信息龙头地位令其在电子发票领域具备先发优势。

图 9、电子发票开票流程

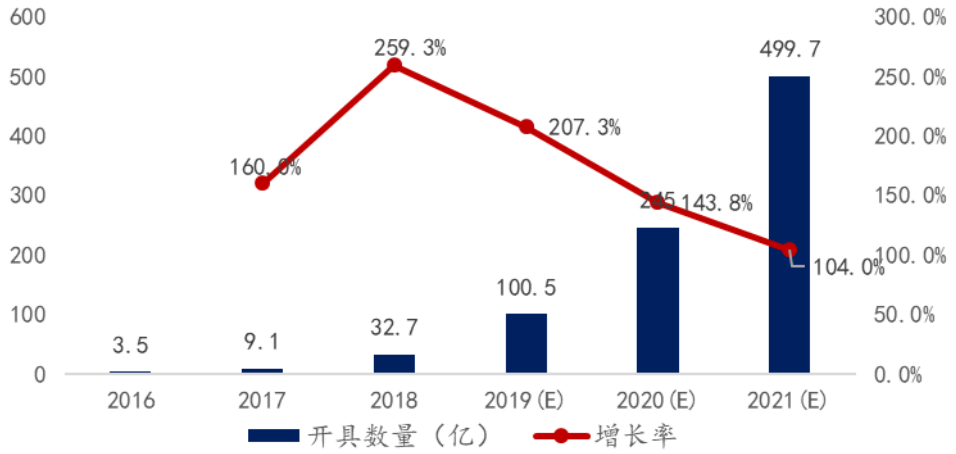


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

承建首张电子发票，行业持续维护高景气度。2014 年 9 月广州开出第一批电子发票，航天信息即为此次电子发票系统承建单位。近年来，公司借助金税盘及税务系统优势，不断拓展金税产业链，抢占电子发票市场。

根据艾媒咨询数量：2018 年，我国电子发票开票 32.7 亿张，同毕增长 259.3%；预计未来几年电子发票市场将迎来蓬勃发展的阶段，至 2021 年，电子发票市场将接近 500 亿大关，在 2019 年的基础之上再翻两翻。

图 10、2016-2021E 年我国电子发票产业发展趋势

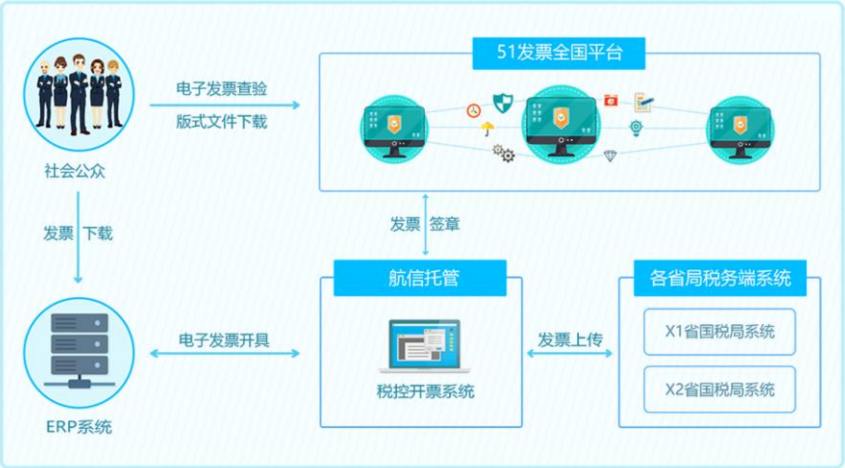


资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

推出免费基础服务，51 发票多渠道覆盖票务系统。公司推出的 51 发票平台为用户免费提供板式文件生成、打印、交付等基础服务，其余为增值服务，是国内最早从事电子发票服务的第三方服务平台之一，实现从开具、流转到报销入账的全生命周期管理，面向用户提供便捷高效的场景化电子发票服务。

产品方面：51 发票平台提供四种开票方式。除单机开票需要金税盘支持，开具纸质发票之外，三种方式包括托管开票、扫码开票和扫码领票，都通过电子发票为企业中大小企业及消费者服务。消费者方面，51 发票平台已经通过扫码服务与阿里、京东、中国移动等进行合作，并将其覆盖领域拓展至餐饮、公共事业、酒店、商超等多个行业。

图 11、航天信息 51 发票产品框架



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年上半年，公司新增电子发票用户超过 40 万户，51 平台企业端系统打通了 13 个省市增值税一般纳税人申报接口、6 个省市增值税小规模企业申报接口，完

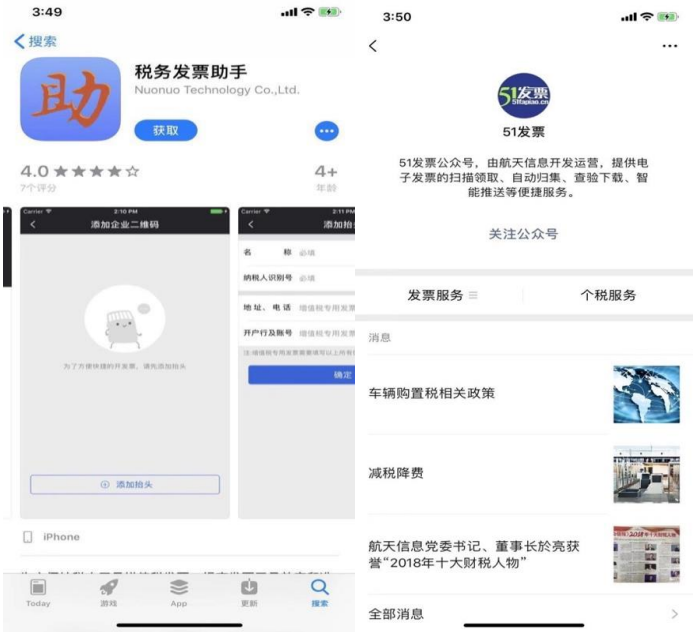
成财税增值业务的最后环节。财政电子票据业务在浙江省成功中标，车购税项目在贵州、福建实现落地；大客户业务中标招商局、万科物业等多个集团型项目。

图 12、51 发票主要客户

资料来源：51 发票官网，兴业证券经济与金融研究院整理

51 发票平台在提供免费基础服务范畴外，还提供了企业增值服务，包括 51 云开票、财税咨询系统、财税培训等一系列财税相关的增量内容。其中，财税培训产业在院校影响力大幅提升，全年实现收入超过 1 亿元，保持了良好增长态势。

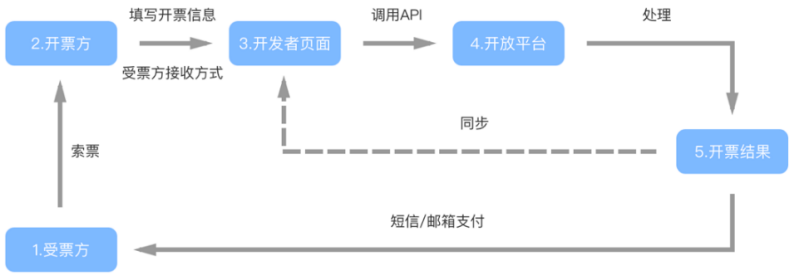
图 13、税务发票助手，51 发票微信公众号



资料来源：Appstore，微信，兴业证券经济与金融研究院整理

诺诺开票平台，普惠中小微企业票务系统 。除 51 发票平台外，公司旗下诺诺网也提供一站式发票服务。诺诺发票主要服务对象是开票量较少、开票场景单一的中小微企业。而另一产品极速开票则同时兼容航天信息金税盘和百旺金赋税控盘，达到全覆盖，不受单一税控产品的局限。小微企业市场规模方面，全国小微企业数量（除个体工商户）约占企业总数 75%-80%，将个体工商户计入则可达 99%，平台覆盖面存在很大的增长空间。

图 14、诺诺发票服务流程



资料来源：诺诺网官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、加速平台发展，创新会员增值服务

诺诺网络是航天信息控股互联网平台公司，是 “金税工程”的参与者与推动者，20 多年来专注财税等相关业务服务，积累了大量用户资源和服务经验。平台围绕用户财务、税务、供应链等领域，聚集第三方专业服务，为各方提供全面综合的服务，业务涵盖诺诺服务、诺诺商城等互联网平台。

业务转型，会员增值服务打造业绩长期增长模式。会员服务是公司基于原有防伪税控业务推出的税务增值服务，承担主体为诺诺网络。2016 至 2017 年开始试点，2018 年推广，截至 2018 年末，公司防伪税控设备累计企业用户超过 1330 万户，累计会员突破 230 万户，转换率高达 17.29%，实现营收近 7 亿元。

会员增值服务是公司从一次性销售转变成长期服务提供的重要拐点。诺诺服务平台以公司多年经营的财税服务为基础，以云记账、云代账、极速开票和机构代开等为核心，结合移动互联网等工具，为用户提供线上线下相结合的 020 模式的财税平台服务。

表 8、诺诺网财税服务平台功能主体

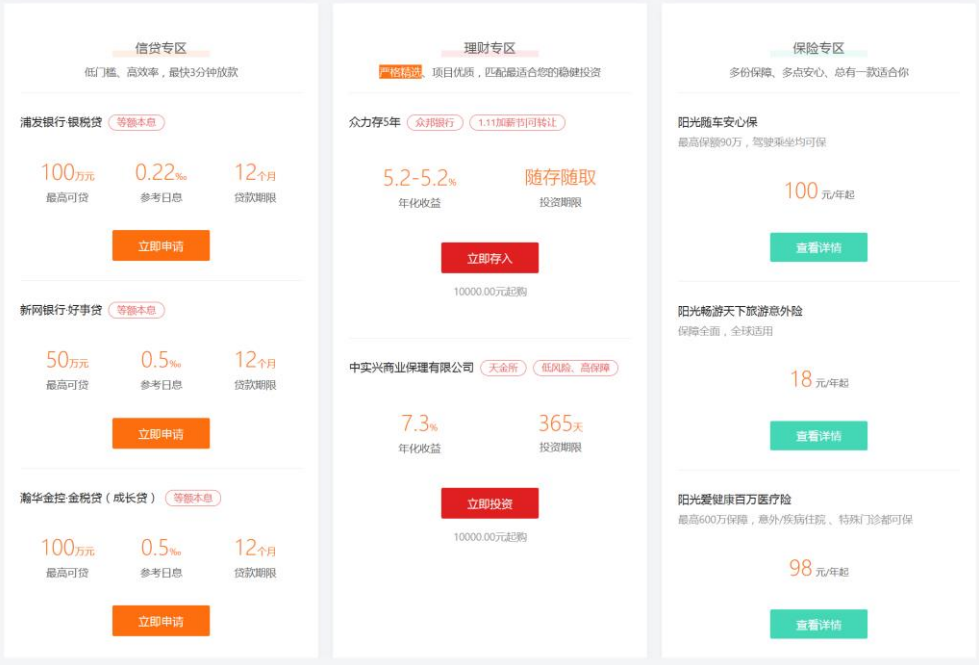
平台服务	产品	主要内容
票务	诺诺机票 极速开票 智能编码	为企业提供多种全新开票方式，实现更便捷、更智能的一站式发票解决方案
财税	诺诺云记账 诺诺云代账 智汇算	为财税服务机构提供一站式解决方案集中管理客户及员工、记账开票税务工具高效易用
金服	贷款 投资 保险	集合融资、保险、财富管理等多元业务，打造一体化企业金融定制服务，国内首家数据场景服务商，“场景+数据+金融”多维服务创新模式
商城	办公设备和用品	以办公设备和用品为主，发挥遍布全国的服务体系优势，为用户提供“产品+技术+服务”的一体化办公解决方案

资料来源：诺诺网，兴业证券经济与金融研究院整理

增值诺诺金服，提供贷款保理业务。作为央企背景金融服务，诺诺金服平台为企业提供融资、保险、财富管理等多元金融业务，打造一体化金融助贷定制服务。2017年，诺诺金服助贷服务平台上线，主要经营小额信贷为主的普惠金融服务业务，并致力于向农企信贷、商户信贷领域的延伸，探索发展商业保理等场景化融资业务。

诺诺助贷业务模式通过“贷款银行+助贷机构”这一合作关系为微小业务和低收入人群提供小额融资服务。该模式赋予小额信贷机构作为贷款银行的“助贷机构”职能，借鉴了国际上让代理机构承担“第一信贷损失”经验，运用了证券化理论中的风险分层原理，有效地构建了贷款银行和助贷机构合作的激励约束机制和风险防控机制。

图 15、航天信息诺诺金服平台服务



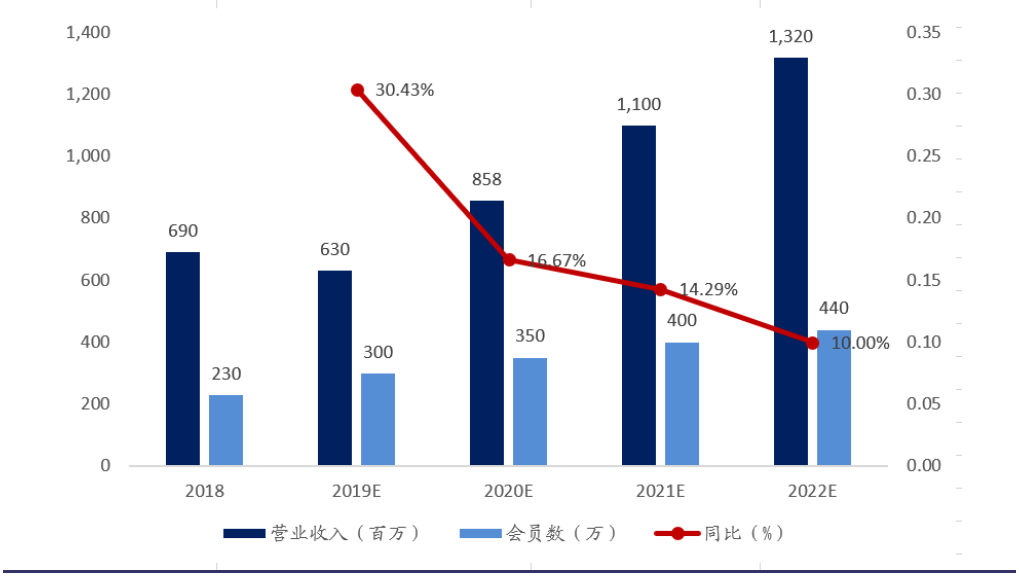
资料来源：诺诺网，兴业证券经济与金融研究院整理

当前，公司与浦发银行、招商银行、工商银行等 10 余家全国性商业银行和非银机构合作推广信贷产品近二十项；各地子公司也与 30 余家地方性银行、小贷公司等金融机构积极展开区域性合作，对公司助贷业务开展的信贷产品体系形成有效补充。截至 2018 年末，公司全年共帮助 5 万户企业获得贷款授信，帮助 4 万余户企业实现成功放款，实现放贷规模约 170 亿元，同比翻倍，随着诺诺平台不断完善与发展，公司助贷与征信业务有望继续维持快速发展。

2019 年预计公司会员数增速可达 30%，相应总量突破 300 万户，由于受到政策影响，公司企业增值服务受到一定影响，全年收入预计较为平衡。随着公司税控业务继续由传统软硬件系统向增值服务转型，以及整个产业生态的不断完善布局和

客户积累，会员业务将逐渐恢复增长成为公司业绩的重要贡献点之一，用户 ARPU 值仍有提升空间。

图 16、会员增值服务规模与营业收入



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

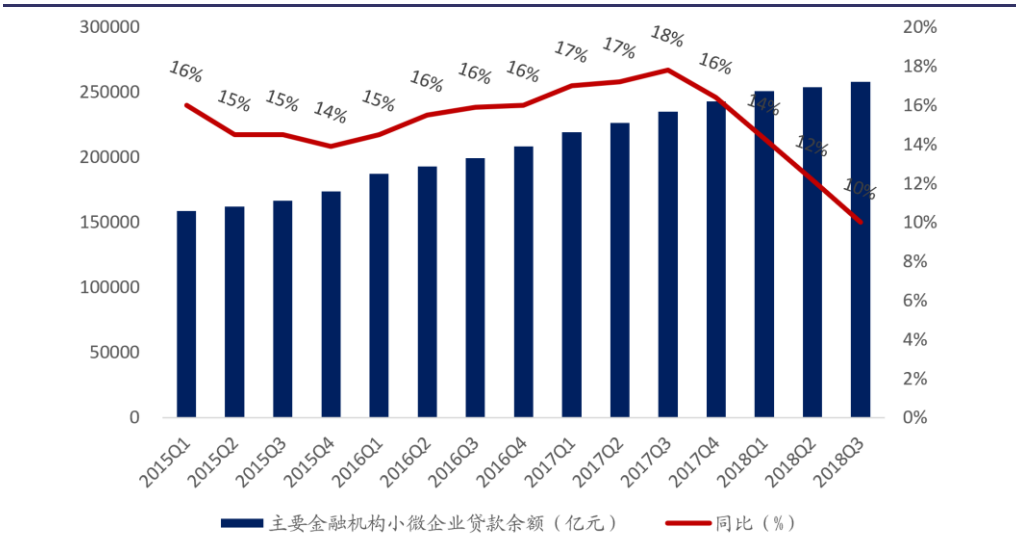
业务平台化转型，增值征信业务持续发力。2019 年上半年，公司金融产业板块围绕企业财税、金融、企业协同等场景，积极整合资源，着力打造基于互联网的企业财税金融 SaaS 服务平台，实现品牌、入口与管理的统一；助贷业务方面，公司持续强化与金融机构合作，引进多家商业银行贷款产品，授信额超过百万的微众银行企业贷已在 15 个城市开展试点工作。此外，公司拥有收单等多项行业资质以及数十项金融支付产品认证和专利，为银行及上下游厂商提供 POS 终端、IC 卡互联网支付终端、金融自助设备等多款成熟硬件产品。

2.4、积淀企业用户，政策推进征信发展

根据 2019 年人大常委会执法检查组调查数据，中小企业、小微企业贷款余额占比从 2017 年的 33.22%、18.04%下降到 2018 年的 32.04%和 17.92%。整体经济形势下，中小企业、小微企业的贷款难度进一步增加。在国家普惠金融的政策背景下，助贷模式是解决这一困难的良策，而企业征信，则是助贷业务重要的环节。

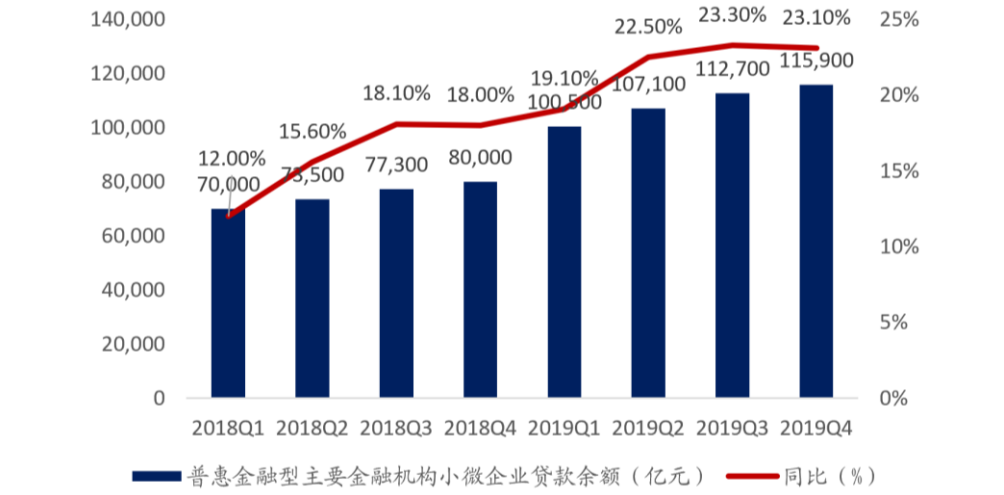
强化征信服务，爱信诺为公司助贷业务提供支撑。爱信诺征信成立于 2015 年 11 月，航天信息全资子公司，是一家专业从事大数据企业征信业务的互联网公司，也是首批在央行备案征信机构和发改委公布的首批信用修复机构。公司通过大数据、机器学习算法和区块链等技术，面向公共信用、信贷信用、商务信用和数字招采领域，为社会征信同业提供权威的第三方企业征信服务。

图 17、主要金融机构小微企业贷款余额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、普惠金融型小微企业贷款余额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

基于广泛税务信息，开拓企业征信业务。爱信诺为企业用户、金融机构、政府及采购人提供商业信用、金融信用、公共信用及数字采招等专业大数据企业征信产品服务，公司优势在于企业的财税业务数据与客户规模。

一方面，企业税务数据可以反映企业的经营状况，根据近年来开具的平均有效增值税金额数据作为贷款征信基准，根据贷款银行相应风险需求推荐相应借款人实现有效放贷。基于税务数据，该征信数据可以加入更多信用因子，如金融、政务、公安等数据综合考量企业征信，通过诺诺网大数据中心解决企业信息不对称与贷中监管问题，使贷款配置更加合理，提高贷款效率。

另一方面，公司原有税务服务客户群体数量大，会员增值服务平台接口与助贷业

务互通。诺诺服务账户同时可支持企业在诺诺金服申请贷款。诺诺服务所针对服务对象为中小、小微企业，与诺诺金服的服务对象高度契合，数据同平台共享，处理效率高。从诺诺金服入口进入的企业也有使用诺诺服务的转化可能性，反哺公司的会员制服务，各项业务相辅相成，高度结合。

图 19、爱信诺企业征信产品与服务

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

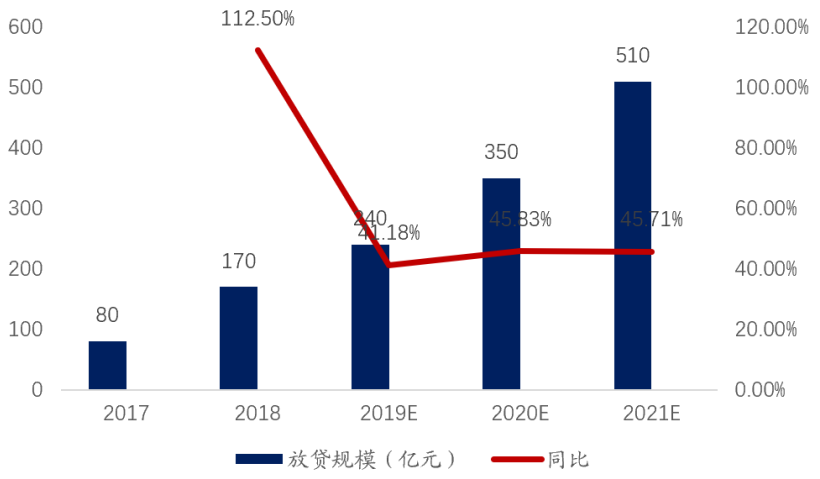
巩固税控龙头地位，丰富多种助贷形式。发票贷市场方面，公司是增值税防伪税控领域龙头，发票贷业务与公司传统业务高度协同，且主要竞争对手，如百旺金赋，暂无进入市场趋势，预计未来一段时期内助贷业务将成为公司的竞争优势。除为银行提供第三方助贷业务收取费用的盈利模式外，企业端收费也是一种可行的收入变现模式。服务类业务性质毛利较公司传统业务更高，对企业整体盈利能力有大的提升。

2017 年公司助贷业务放贷额超 80 亿元，2018 年达 170 亿元。考虑到普惠金融政策和金融监管收紧的大环境，预计 2019 年放贷规模可达 240 亿。市场估算，诺诺金服目前推出的 16 款贷款产品的总额度在 50-300 万之间，考虑贷款期限后（50 万贷款额期限为 6 个月），每年贷款额为 100-600 万。客户规模取公司整体防伪税控业务客户数量与会员服务客户数量两种测算方式：

1. 基于公司防伪税控业务整体数字以预估 10% 客户转化率计算，客户规模可达 133 万左右，整体放贷规模则相应达 13300 亿至 79800 亿。
2. 基于公司会员制服务客户数字，2018 年公司会员制客户超过 230 万户，由于客户群体与诺诺金服目标人群高度契合，假设其中 50% 客户有贷款需求，即 115 万客户，则整体放贷规模达 11500 亿至 69000 亿元。

参考贷款额度下限，则整体助贷业务市场规模天花板预计为 11500 亿元。目前公司 2018 年达到 170 亿放贷规模，还存在很大市场增长空间。按一般市场助贷服务费率，假设 1% 计算，该块业务 2019 年新增收入将超过 0.7 亿元。整体而言，未来助贷业务将为公司带来 100 亿以上的收入空间及更高毛利率。助贷业务的蓬勃发展也将反哺公司传统涉税业务，实现公司的企业增值服务价值链提升。

图 20、助贷业务放贷规模及预测



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

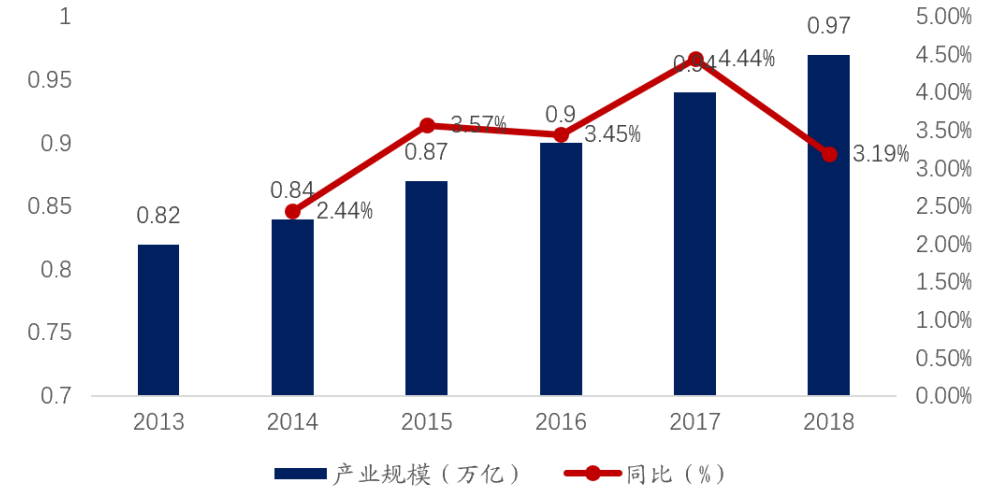
三、收购航天网安，信创产业打开新局面

3.1、信息安全挑战，信创产业迎来良机

目前，信息安全面临巨大的挑战，信创产业迎来发展良机。据《今日俄罗斯》于2020年2月11日报道，《华盛顿邮报》和德国公共广播公司通过联合调查，从上世纪70年代开始，美国中央情报局（CIA）和德国联邦情报局秘密收购了瑞士一家加密公司（Crypto AG），利用其设备窃听了全球120个国家。此前，于2013年，美国前CIA探员斯诺登即披露了美国NSA和FBI的秘密监控项目“棱镜计划”，全世界都为之震惊，包括微软、雅虎、谷歌、苹果等在内的9家国际网络巨头皆参与其中。以上事件说明，网络空间安全需求在当前国际形势下迫在眉睫。动荡的国际环境之下，我国信创产业需求迫切。据估计，2018年整体信创产业规模达0.97万亿元，考虑到日益严峻的宏观形势，未来信创产业需求将加速发展。背靠航天科工集团，公司国企背景与过硬技术将助力信创领域布局。

国产软硬积累多年，信创产业链迎来加速发展时期。根据观研天下测算，2018年我国信创产业市场规模达到0.97万亿元，同比增长3.2%左右，近几年产业维持缓慢稳定增长，随着信创产业化推广的不断演进，市场容量将逐渐扩大。2019年以来，党政军市场快速放量；经过技术和产品的不断完善迭代，以及诸如华为等更多IT巨头的加入，对产品和技术相对较高的八大行业市场将逐渐打开，带来产业链更大的市场机会；未来，在国产基础软硬件产品的性价比具备一定的全球竞争力之后，海量消费市场将带来广阔的发展空间。

图21、信创产业规模

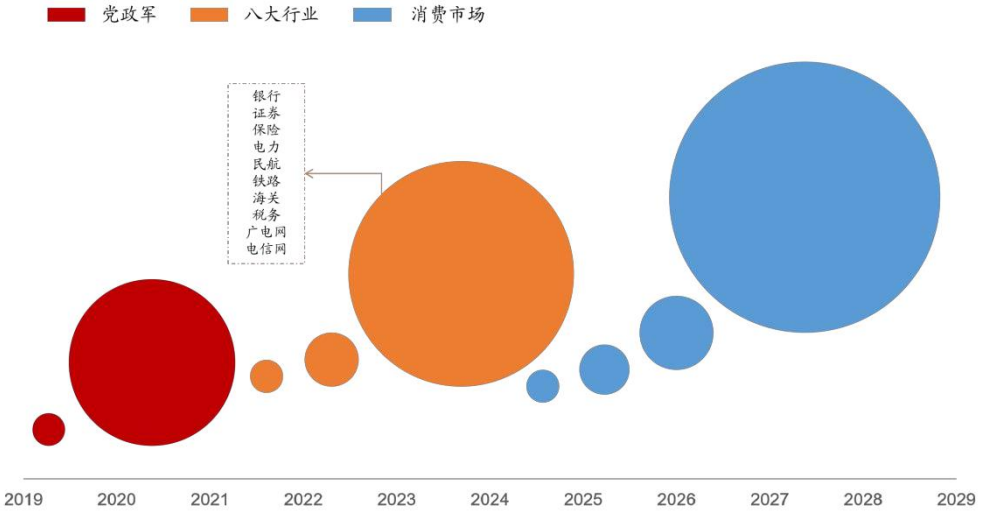


资料来源：观研天下，兴业证券经济与金融研究院整理

仅以国有单位为例：目前，根据国家统计局的数据，截止到2017年末，中国的国有单位就业人员数量为6063.8万人，假设国产基础软硬件产品的性价比具备一定的全球竞争力，单独考虑PC单款产品，若人均一台PC、分三年折旧、每台

价值 6000 元，每年潜在的市场空间为 1200 亿左右。再考虑到配套的相关软硬件产品的市场价值，则整体的市场潜力将更为可观。

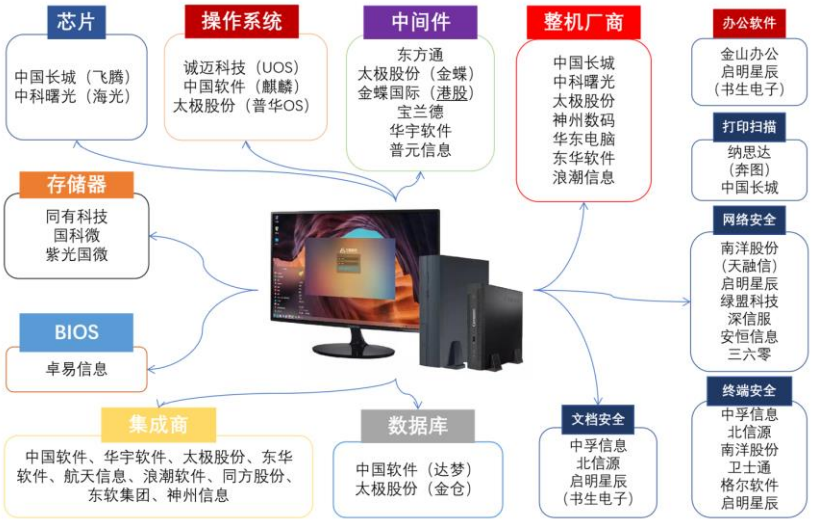
图 22、信创产业市场演进



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从硬件到软件的信创蝶变。为保证信息安全，就必须实现信息全产业链的一个安全与创新业务，从底层硬件到上层软件核心领域全部自主信创的产品更新。这其中，硬件部分包括芯片、存储器、打印机、整机与集成业务等；软件包括操作系、数据库与办公软件等。集成业务在产业链中扮演着“最后一公里”的作用，具备规模大，毛利率较低等特点，航天信息背靠航天科工，是国内集成龙头企业之一，具备一定竞争优势。

图 23、信创产业链生态图



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院

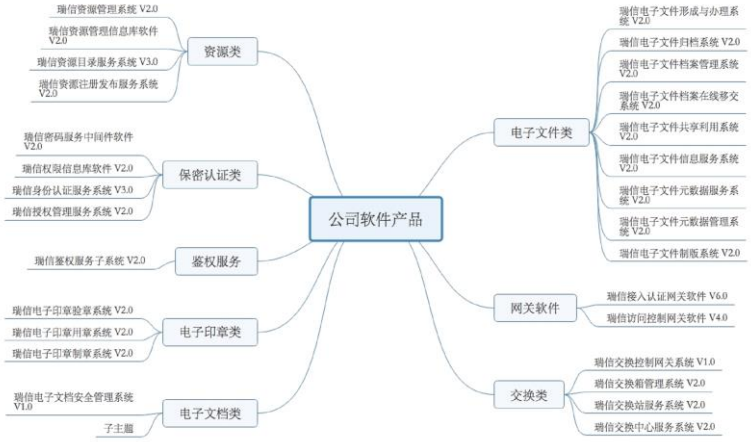
3.2、收购航天网安，开启信创产业布局

2018 年，公司以自有资金 5.82 亿，收购航天网安 65% 股权，进一步完善公司在信创领域产品布局，加大信创产业投入，有效提地升公司竞争优势，改善公司在信创领域系统集成业务的成本结构。

航天网安，电子政务内网系统龙头

航天网安技术(深圳)有限公司，是电子政务集成商上海维豪与航天信息 2014 年合资创立而成，为政府部门提供电子政务 “安全可信、可管可控、互联互通”的标准化内网安全产品。公司产品线非常丰富，包括但不仅限于网关软件瑞信接入认证/访问控制网关软件、瑞信电子文档安全管理软件、瑞信电子文档信息服务系统、印章、交换服务器等，为母公司航天信息切入网络安全细分领域提供了支撑，与传统集成业务形成有效的互补作用。

图 24、航天网安系统产品线

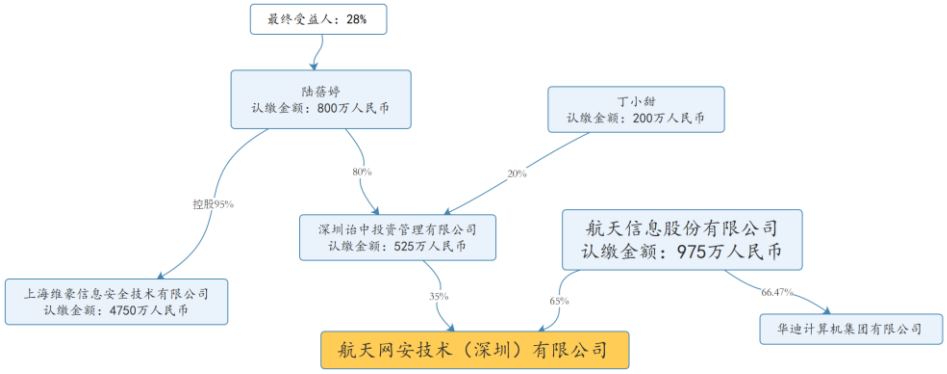


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司是目前国内唯一一家能够全面提供电子政务信任与交换产品的企业，在国家电子政务系统信创应用前期试点中占 50%的份额，主要产品包括软件、硬件和服务，其中，硬件与服务产品与软件产品收入呈线性关系，2018 年分别收入占软件比重 17.86%、13.25%左右。

模式上：公司与国内几大集成商签订了合作协议，集成商中软件部分产品由航天网安完成并计入收入，包括上海维豪与华迪计算机。2016 至 2018 年，上海维豪签订合同额超 3.6 亿；其中软件部分为 1.26 亿，2018 年确认软件收入约 3500 万元。同时，公司与华迪计算机签订合作协议，实现 2018 年软件收入约 5000 万元。

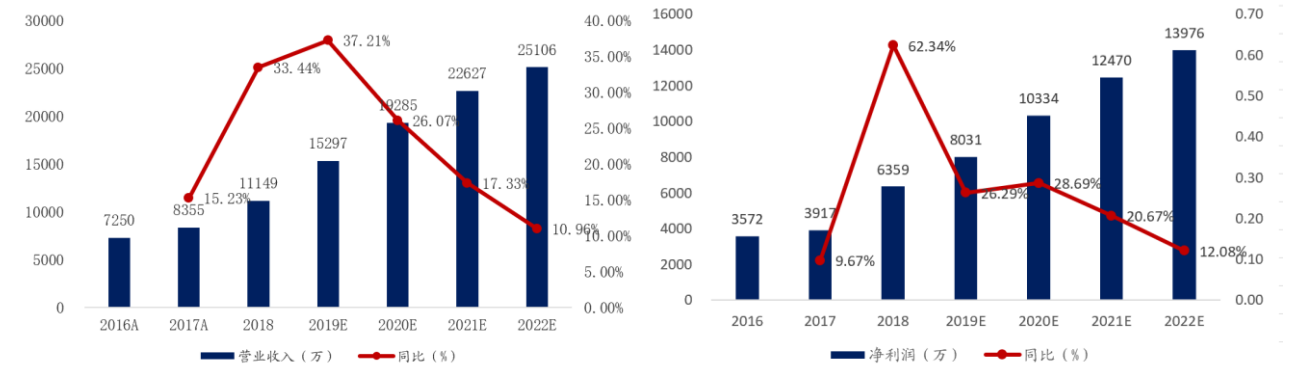
图 25、航天网安与航天信息股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年上半年，公司实现营业收入 7543 万，净利润 3596 万元，利润率高到 47.67%。预计 2019 至 2022 年实现净利润分别为 0.8 亿、1.03 亿、1.25 亿和 1.4 亿，复合增速超过 20%。

图 26、航天网安 2016-2022E 年营业收入与净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

通过对航天网安的收购，加强完善了公司在信创产业链领域对内网产品的布局，有效提升了公司在集成业务板块的营利质量。未来，航天网安将与华迪计算机集团等公司集成业务板块形成联动，进一步巩固航天信息在信创产业链中集成业务的龙头地位。

2019 年上半年，公司新中标 25 个试点项目，已累计中标信创产业领域内 63 个试点项目，中标率在行业内稳居第一。按照自主信创业务的发展规划，上半年公司积极推进各行业自主信创业务的咨询设计，已完成对多个行业的应用调研。进一步拓展公司信任交换产品的市场应用，在国资委、最高检、最高法等多个新建项目中，均选用了公司信任交换产品。

四、盈利预测与投资建议

综合来看，公司原有防伪税控设备业务市占率稳定，尽管政策性降价与监管趋严对公司业务产生了一定影响，但是新增用户数量稳定增加。电子发票、助贷与会员制业务有望成为新的业绩增长点，公司在防伪税控业务良好的客户群体基础上，优化升级增值服务业务，不断完善税控金融产业，用户 ARPU 值与毛利率仍有提高空间。

此外，公司积极布局网信业务，发力信创产业，加大研发投入，随着国产软硬件替换的不断推进，公司将直接受益于行业发展带来的边际变化，看好公司在信创网信领域的布局与发展。

表 9、公司盈利预测假设

		2018	2019E	2020E	2021E
渠道销售	主营业务收入（亿）	125.98	77.86	78.64	79.41
	同比增长率%	-15.25%	-38.20%	1.01%	0.97%
	毛利率%	3.29%	3.15%	3.18%	3.20%
增值税防伪税控系统及相关设备	主营业务收入（亿）	55.56	59.58	66.49	73.67
	同比增长率%	16.41%	7.24%	11.60%	10.79%
	毛利率%	55.47%	53.37%	52.81%	53.09%
网络、软件与系统集成	主营业务收入（亿）	72.57	65.67	94.53	126.27
	同比增长率%	-2.41%	-9.51%	43.95%	33.58%
	毛利率%	18.95%	22.60%	23.17%	23.27%
金融支付	主营业务收入（亿）	17.62	19.44	21.61	24.02
	同比增长率%	10.20%	10.31%	11.20%	11.11%
	毛利率%	36.58%	36.28%	37.10%	37.87%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

基于对公司增值税防伪税控系统/会员服务业务、金融支付/助贷业务与网络、软件与系统集成/信创业务假设，预测公司 2019-2021 年净利润分别为 16.94/20.07 /23.31 亿元，EPS 分别为 0.91/1.08/1.25 元，对应 2 月 21 日收盘价 PE 为 26.61/22.46/19.33x，给予“买入”评级。

五、风险提示

1、防伪税控业务政策性调价风险
2、征信助贷领域银行与金融业监管风险
3、信创产业推进过程可能不达预期

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	16144	17455	20096	23237
现金	9694	12350	14539	17101
应收账款	1687	1211	1444	1667
其他应收款	254	218	247	282
预付账款	708	679	739	783
存货	1093	797	890	1044
其他流动资产	2708	2200	2237	2361
非流动资产	5319	5312	5532	5750
长期投资	188	87	95	101
固定资产	1219	1121	999	864
无形资产	1192	1504	1831	2150
其他非流动资产	2720	2599	2607	2634
资产总计	21463	22767	25628	28987
流动负债	5525	4880	5315	5811
短期借款	0	4	5	5
应付账款	1554	1178	1353	1570
其他流动负债	3971	3699	3957	4236
非流动负债	2326	2267	2274	2273
长期借款	42	50	52	54
其他非流动负债	2284	2216	2222	2219
负债合计	7851	7147	7589	8084
少数股东权益	2497	3424	4554	5904
股本	1863	1863	1863	1863
资本公积	401	401	401	401
留存收益	8615	9489	10778	12292
归属母公司股东权益	11115	12196	13485	14999
负债和股东权益	21463	22767	25628	28987

现金流量表 单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1990	3223	3151	3773
净利润	2772	2621	3137	3681
折旧摊销	267	241	250	253
财务费用	27	75	99	128
投资损失	-309	-120	-81	-65
营运资金变动	-1187	855	-107	-126
其他经营现金流	420	-450	-147	-98
投资活动现金流	-929	157	-160	-271
资本支出	945	0	0	0
长期投资	145	-185	22	14
其他投资现金流	161	-28	-137	-257
筹资活动现金流	-1482	-724	-802	-941
短期借款	-19	4	1	1
长期借款	0	8	2	2
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	22	0	0	0
其他筹资现金流	-1484	-736	-804	-944
现金净增加额	-413	2656	2189	2562

利润表 单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	27940	23077	27008	31277
营业成本	22235	17259	20037	23032
营业税金及附加	106	85	99	110
营业费用	708	600	689	766
管理费用	1008	1615	1512	1658
财务费用	27	75	99	128
资产减值损失	71	79	79	70
公允价值变动收益	-348	402	203	150
投资净收益	309	120	81	65
营业利润	3400	3171	3848	4522
营业外收入	8	87	48	48
营业外支出	56	27	29	30
利润总额	3352	3231	3868	4540
所得税	579	610	731	859
净利润	2772	2621	3137	3681
少数股东损益	1154	927	1131	1349
归属母公司净利润	1618	1694	2007	2331
EBITDA	3693	3487	4197	4903
EPS（元）	0.87	0.91	1.08	1.25

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-6.1%	-17.4%	17.0%	15.8%
营业利润	11.7%	-6.7%	21.4%	17.5%
归属于母公司净利润	3.9%	4.7%	18.5%	16.2%
获利能力				
毛利率 (%)	20.4%	25.2%	25.8%	26.4%
净利率 (%)	5.8%	7.3%	7.4%	7.5%
ROE(%)	14.6%	13.9%	14.9%	15.5%
ROIC(%)	94.2%	109.0%	120.0%	128.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.6%	31.4%	29.6%	27.9%
净负债比率 (%)	0.53%	0.76%	0.75%	0.74%
流动比率	2.92	3.58	3.78	4.00
速动比率	2.71	3.40	3.60	3.81
营运能力				
总资产周转率	1.36	1.04	1.12	1.15
应收账款周转率	16	14	18	18
应付账款周转率	14.50	12.64	15.84	15.76
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.91	1.08	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.73	1.69	2.03
每股净资产(最新摊薄)	5.97	6.55	7.24	8.05
估值比率				
P/E	27.86	26.61	22.46	19.33
P/B	4.06	3.70	3.34	3.00
EV/EBITDA	10	11	9	8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn