

“互联网+税务”方兴未艾,电子发票龙头起航

2016年4月21日

投资要点

- ❖ **政策护航微信助推,行业发展势不可挡。**随着电商快速发展,电子发票应运而生(纸发票综合成本0.5-1元 VS 无纸化后边际成本极低)。行业在“互联网+税务”政策春风下迎来黄金发展期,最新“十三五规划”更明确提出要推行电子发票。经2015年电子发票可入账、可报销等政策突破后,在“税控盘+第三方服务平台”模式下,国家实现信息化控税,同时企业级财务应用场景初步成形(出票/归档/报销)。3月底拥有7亿活跃用户的微信推出电子发票解决方案打造C端生活应用场景,有望极大提升电子发票使用率和线下渗透率;5月“营改增”全面推进,行业爆发在即。
- ❖ **商业模式逐渐明朗,未来千亿市场空间可期。**目前电子发票主要针对增值税普通发票。在营改增全面落实后,中性情形下我们估算2017年国内大陆增值税电子普票开票量可达552亿张,假设出票/归档/报销收费0.2元/张,则基础服务行业价值超百亿元。除基础服务外,电子发票平台作为SAAS级平台,未来大量B/C端对接平台将带来数据红利,精准营销、征信及消费信贷等衍生商业模式可期。参考中国台湾经验(附加价值为基础价值6.7倍),未来大陆电子发票衍生商业市场价值可能为千亿级别。此外,中长期如果增值税专用发票无纸化政策放开,则行业空间有望成倍增长。
- ❖ **行业格局:三杰引领行业发展,跑马圈地抢占市场。**当前电子发票服务市场(尤指增值税国税层面)三杰引领全国跑马圈地:1.航信:“51发票”发展迅速,携手京东成立“大象慧云”;2.百望:“E发票”在金融/通信行业优势显著;3.东港:“瑞宏网”地推速度快,重点发力中小微企业市场。国内电子发票由国税总局规管,自上而下统筹,自下而上落地。大基调是严格监管下,相对灵活地引入市场机制,注入活力。我们判断未来行业将保持较高集中度。在国税层面试点的先行者,有望快速抢占份额,享受卡位优势;而处于地税层面、业务扩展能力较弱的平台将面临压力。
- ❖ **风险因素。**电子发票线下推广使用及渗透率提升速度不及预期;商业模式落地不及预期;互联网龙头因流量优势挤占第三方平台利润等。
- ❖ **行业评级及投资策略。**电子发票在以流转税为主的我国战略意义重大。于国家而言,通过信息化监管加强税控,保障税务安全;于企业而言,能节省成本,提升供应链效率,享受衍生服务。**考虑到行业符合“互联网+税务”国家战略,空间大、发展快,5月全面营改增带来催化,首次给予行业“强于大市”评级。**我们判断未来行业格局相对趋于集中,龙头应具备如下素质:1.优秀的业务根基(信息技术、税务财务经验);2.相关政府部门(如省一级国税)认可,获业务资质;3.客户认可,抢占市占率(营销和服务)。投资标的上,我们重点推荐航天信息和东港股份。

重点推荐公司盈利预测与估值

公司名称	股价	EPS			PE			PB	评级
		15A	16E	17E	15A	16E	17E		
航天信息	57.66	1.68	2.30	2.77	34	25	21	5.7	买入
东港股份	29.06	0.59	0.80	1.02	49	36	28	5.9	买入

资料来源:中信量化投资分析系统

注:股价为2016年4月20日收盘价



强于大市 (首次)

中信证券研究部

鄢鹏

电话: 021-20262135

邮件: yanpeng@citics.com

执业证书编号: S1010514080001

鞠兴海

电话: 021-20262106

邮件: juxh@citics.com

执业证书编号: S1010510120059

联系人: 张若海

电话: 021-20262114

邮件: zhangruohai@citics.com

目录

投资聚焦	1
创新之处	1
风险因素	1
电子发票：税控新时代，发展正当时	1
电子发票有望迎来黄金发展期	1
电子发票财税、生活应用场景具雏形，渗透率料加速提升	4
行业空间：基础服务百亿级别，衍生业务千亿市场	7
电子发票基础服务市场空间分析	7
电子发票衍生服务市场前景展望	8
中长期看进项端政策改革，更大量级空间值得期待	11
行业格局：三杰引领行业发展，跑马圈地抢占市场	12
航信：“51 发票”发展迅速，携手京东成立“大象慧云”	12
百望：“百旺+E 发票”，发力金融、通信行业	13
东港：“瑞宏网”速度快、卡位准、地推能力强	14
风险因素	16
行业评级及投资策略	16
首次给予电子发票行业“强于大市”评级	16
投资策略：看好根基好、技术硬、客户广的电子发票龙头	16
重点推荐公司分析	18
航天信息：税务“金花”持续爆发，金融+数字发票想象空间巨大	18
东港股份：票证无纸化先行者，信息化税控弄潮儿	19

插图目录

图 1: 中国电商市场规模及增速 (万亿)	2
图 2: 中国网络购物市场规模及增速 (万亿)	2
图 3: 个人网店及使用第三方电商平台中小企业数量 (万家)	2
图 4: 欧洲发票开具方成本构成 (单位: 欧元)	3
图 5: 欧洲发票接收方成本构成 (单位: 欧元)	3
图 6: “税控盘+电子发票第三方服务平台”在国家税务及企业财务方面的应用场景成形	5
图 7: 微信电子发票整体解决方案流程演示	6
图 8: 微信 C 端电子发票生活应用场景流程演示	6
图 9: 微信月活跃用户量持续增长 (百万)	7
图 10: 微信用户手机流量分布中公众号排第二	7
图 11: 中国台湾电子发票增值服务体系	9
图 12: 中国台湾地区电子发票数量快速增长	9
图 13: 中国台湾电子发票经济效益分析	9
图 14: 中国台湾电子发票综合产值拆分 (单位: 亿新台币)	10
图 15: 中国台湾电子发票综合产值比例	10
图 16: 美国 TradeShift 电子发票平台盈利模式	11
图 17: 航天信息增值税系统和技术服务覆盖省份	12
图 18: 航天信息增值税系统和技术服务覆盖城市	12
图 19: 51 发票 Web 端查询及开具功能入口	13
图 20: 51 发票微信公众号 C 端服务	13
图 21: E 发票平台 Web 界面展示	14
图 22: 瑞宏网 Web 端快速查验功能入口	14
图 23: 瑞宏网微信公众号 C 端服务	14

表格目录

表 1: 电子发票出现前发展三阶段	2
表 2: 我国电子发票行业重要政策及事项梳理	3
表 3: 我国电子发票行业相关政策	4
表 4: 电子发票使用场景主要参与方构成	5
表 5: 微信电子发票解决方案 C 端消费体验提升	7
表 6: 2017 年我国增值税电子普通发票开票需求测算逻辑	8
表 7: 增值税电子普票基础类服务市场收入规模灵敏度分析	8
表 8: 中国台湾电子发票价值服务中心	8
表 9: 欧美发票网络运营商的模式梳理	10
表 10: 51 发票网产品特点及业务开展情况	13
表 11: 大象慧云简介	13
表 12: 百望旗下第三方平台“E 发票”简介	14
表 13: 瑞宏网发展历程及重要事件梳理	15

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 14: 瑞宏网产品特点及业务开展情况.....	15
表 15: 信息技术能力、政府合作关系、客户获得能力三维度选股.....	17
表 16: 重点推荐公司盈利预测与估值.....	17
表 17: 航天信息盈利预测与估值表.....	18
表 18: 东港股份盈利预测与估值表.....	19

请务必阅读正文之后的免责条款部分

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

投资聚焦

创新之处

1. 资本市场对于电子发票行业空间、商业价值认识仍较模糊，我们对电子发票市场价值进行了较为详细的定量测算。我们提出在“营改增”落地后，2017年增值税普票发生量与社消总额存在对应关系，据此推算2017年电子发票开票需求有望超500亿张，开票、归档、报销等基础服务市场价值百亿级规模，衍生服务市场价值或达千亿级规模。我们亦就电子发票渗透率等关键假设对结果进行了灵敏度分析。

2. 详细梳理了目前国内电子发票服务市场先锋（航信、百望、东港）的业务开展情况，认为行业主旋律是在政府相关部门严格监管下，相对灵活地引入市场机制，注入活力，因此我们判断未来行业将保持较高集中度。在国税层面试点的先行者，有望通过跑马圈地抢占份额，享受卡位优势。

风险因素

1. 行业风险：

- 1) 政策放开及推广力度不及预期；
- 2) 电子发票线下推广使用及渗透率提升速度不及预期；
- 3) 收费难以推行，商业模式落地不及预期；

2. 公司风险：

- 1) 互联网龙头因流量优势挤占第三方平台利润；
- 2) 第三方平台圈地及客户拓展进度不及预期等。

电子发票：税控新时代，发展正当时

电子发票有望迎来黄金发展期

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》第十五章加快财税体制改革，第三节改革和完善税费制度，明确提出“深化国税、地税征管体制改革，完善税收征管方式，提高税收征管效能。推行电子发票。”电子发票正式成为下个五年国家重点推行项目，并随着使用场景的逐步完善，以及今年营改增的全面推进（电子发票目前主要应用于增值税），有望迈入快速发展应用阶段。

电子发票前时代：税收体制改革促进税控信息化，奠定良好基础

电子发票出现前，发票的发展经历了随税收体制改革及税控技术手段进步的演进过程。1994年，国家对税收制度进行了重大改革，建立了以增值税为主体的流转税制度。由于监控手段不完善，市场存在偷税、漏税现象，主要手段为伪造、倒卖、虚开增值税专用发票等。1994年2月1日，国家决定引入高科技技术，加强对增值税的监控管理，实施“金税”工程。伴随金税工程三期的建设，发票行业也经历了从传统发票税→控打印发票→网络发票的发展三阶段。

表 1：电子发票出现前发展三阶段

阶段	时间	详情
传统发票阶段	1994 年-1998 年	金税工程一期启动，增值税交叉稽核系统、防伪税控系统在全国范围内进行推广使用，采取方式为企业提供增值税专用发票，有税务机关组织手工录入的方式进行数据采集，此时增值税专用发票主要采用人工手写的传统发票。
税控机打发票阶段	1998 年-2008 年	由于人工采集数据的效率低，错误率高，金税工程二期开始实施，开始运用网络进行增值税征管，手写增值税专用发票逐渐退出历史舞台，税控机打增值税专用发票推出，其以纸质为载体，但发票金额等涉税信息是用“税控盘”、“金税盘”等专用软硬件打印，再通过“报税盘”等加密税控装置传递汇总。
网络发票阶段	2008 年-	金税工程三期正式启动，建立了统一国地税征管应用系统版本、统一全国征管数据标准、口径、统一的网络发票系统，实现全国征管数据应用大集中，由此进入网络发票阶段，其为税控发票的升级版，实行双轨制，涉税信息一方面随纸质发票流转，另一方面通过互联网进行传递，实现了一定程度的信息化，但仍离不开纸质票据。

资料来源：财政部，国家税务总局，中信证券研究部总结

电商发展推动电子发票诞生，信息化控税带来发展需求

中国电子商务正经历高速增长，据艾瑞咨询数据显示，中国电商市场规模由 2009 年的 3.60 万亿元增长到 2015 年的 22.30 万亿元，CAGR 约 26%；网络市场规模由 2009 年的 0.26 万亿元增长到 2015 年的 3.99 万亿元，CAGR 约 64%。电子商务采用线上即时交易，具有实时快速、跨地域等特性，现有网络发票系统下，其离不开纸质票据、较弱的实时性等弱点暴露出来。

图 1：中国电商市场规模及增速（万亿）

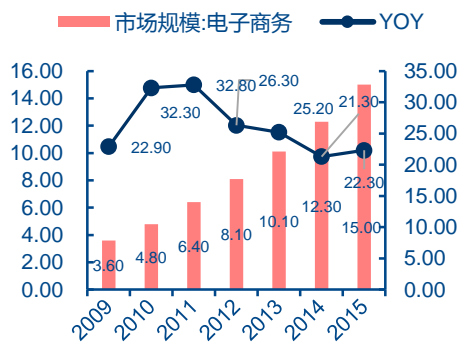
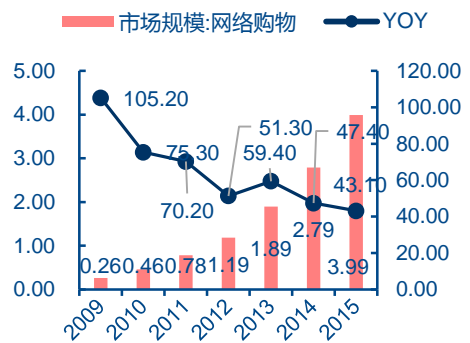


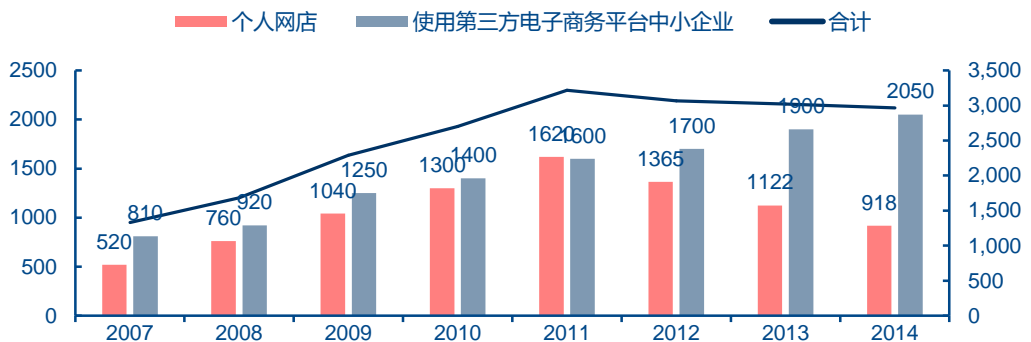
图 2：中国网络购物市场规模及增速（万亿）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 3：个人网店及使用第三方电商平台中小企业数量（万家）

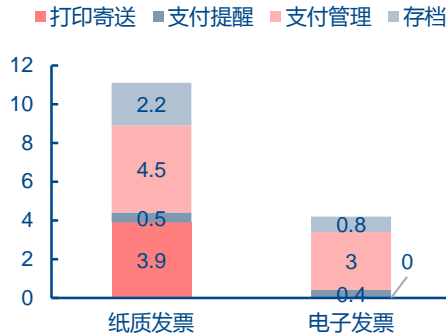


资料来源：wind，中信证券研究部

电子发票无纸化特性，具有节约成本的优势。据 Billentis 数据显示，其在欧洲电子发票相较于纸质发票可为发票开具方和接收方分别节省 50% 的成本。在中国，传统发票包含造

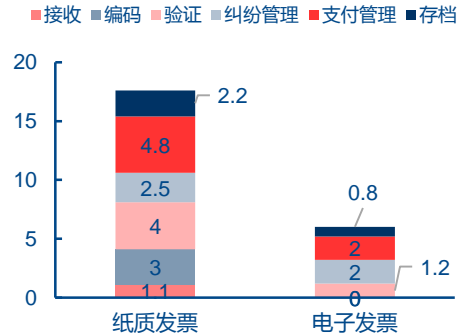
纸印刷成本，加上仓储、人员、物流等因素，纸质发票的平均综合成本可能在 0.5~1.0 元；而在平台系统搭建完成后，电子发票边际成本非常低，成本优势明显。同时，电子发票直接通过线上电子平台联系买方和卖方用户的特性，能满足高速发展电子商务的需求，具有利于用户存储、可即时线上跨地域办理、提高办税效率等优势，而实时交互性又能满足税务监控系统获取完整、及时交易数据的需求，且无法篡改和复制，自动防伪，较传统纸质发票将显著利于税收监管，提高税管水平。在此历史背景下，2013 年 6 月，中国内地第一张电子发票在北京京东商城开出。

图 4：欧洲发票开具方成本构成（单位：欧元）



资料来源：Billentis，中信证券研究部

图 5：欧洲发票接收方成本构成（单位：欧元）



资料来源：Billentis，中信证券研究部

表 2：我国电子发票行业重要政策及事项梳理

时间	政策/事项	具体内容
2012 年 5 月	发改委发布《关于组织开展国家电子商务示范城市电子商务试点专项的通知》	重点支持税务部门确定的服务机构和电子商务企业。重庆、南京、杭州、深圳、青岛获批成为电子发票的试点城市。
2013 年 2 月	国税总局正式公布《网络发票管理办法》	该办法要求规范并推广网络发票，省以上税务机关在确保网络发票电子信息正确生成、可靠存储、等条件的情况下，可以试行电子发票。
2013 年 6 月	北京市电子发票试点启动	北京市联合京东商城完成电子发票首单试点并取得成功。
2013 年 7 月	海尔商城与青岛市电子发票服务平台完成对接	作为传统家电企业中试水电子发票的第一家，海尔商城也成为全国首批开通电子发票的品牌电商。
2013 年 9 月	南京苏宁易购电子发票平台正式上线	仅限南京市范围内的国税普通发票，电子发票开具后可作为电子商务交易数据化管理凭证和消费者网络购物在线交易电子凭证。
2013 年 10 月	北京市商务委联合北京市国税、地税、工商等局发布《关于扩大电子发票应用试点范围若干事项的公告》	增加北京京东世纪信息技术有限公司为北京市电子发票应用试点企业；商品品类由此前的图书音像类商品扩大至各类自营商品；授权瑞宏网提供电子发票的查询验证服务。
2013 年 12 月	发改委、财政部、国税总局、国家档案局发布《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》	在北京、上海、重庆、青岛、深圳、南京、成都、杭州等国家电子商务示范城市组织开展电子发票及电子会计档案政策试点工作，试点企业包括：由京东、海尔、苏宁、中国电信、中国联通、中国人保财险
2013 年 12 月	上海市开展电子发票应用试点	京东商城华东总部、1 号店、易迅网、东方购物，四家试点企业在其自营电子商务平台面向个人销售商品时可开具电子发票。
2014 年 3 月	重庆市电子发票整合服务平台正式启动	该平台现已推出网络发票开票手机客户端、网络发票查验手机客户端、金税通网络发票 PC 客户端。
2014 年 5 月	发改委发布《关于同意中国电信、中国联通、中国人保财险开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的复函》	以东港&人保为例，人保财险依托已有的会计核算系统，完善电子会计档案管理系统，接收东港股份等开具的电子发票，开展电子发票查询审核工作，依据电子发票进行会计核算等工作。
2014 年 6 月	首张对公司报销的电子发票	京东与北京市国税局电子发票服务平台、人保财险公司正式对接，成功开具中国首张对公司报销电子发票。
2014 年 9 月	广州开出第一批电子发票	航天信息股份有限公司是本次电子发票系统的承建单位，首批试点企业是：广州晶东贸易有限公司（京东广州分公司）和广州唯品会信息科技有限公司等。消费者在网购时可以通过手机、邮箱和税局官网等获取电子发票。
2014 年 12 月	深圳试点电子发票	纳入本市首批试点电子发票的电子商务企业为：深圳市盐田港股份有限公司、深圳市华为终端销售有限公司、深圳市优购科技有限公司，以及其他企业 5 家

2014年12月	北京市国家税务局、地方税务局和工商局联合发布：《关于进一步推广电子发票应用试点若干事项的公告》	电子发票试点范围进一步扩大至大型零售、电信和金融保险等行业。
2015年5月	国务院发布《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	（工商总局、质检总局等部门按职责分工分别负责）逐步推行电子发票和电子会计档案，完善相关技术标准和规章制度。
2015年7月	国税总局颁布《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》、《增值税发票系统升级版与电子发票对接技术方案》	不改变现有电子发票服务平台和纳税人（主要是电商企业）端 ERP 系统的格局和使用，仅对发票开具部分做接口对接，引入第三方平台负责电子发票相关业务
2015年9月	国务院发布《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》	加快推广使用电子发票，支持四众平台企业和采用众包模式的中小微企业及个体经营者按规定开具电子发票，并允许将电子发票作为报销凭证。
2016年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》确定推行电子发票	深化国税、地税征管体制改革，完善税收征管方式，提高税收征管效能。推行电子发票。
2016年3月	微信的电子发票解决方案	实现电子发票线上即时归集报销，打通消费者与企业之间联系最为繁琐的一环，基本完善了电子发票的完整使用场景。

资料来源：财政部，国税总局及地方国税等，中信证券研究部整理

电子发票财税、生活应用场景具雏形，渗透率料加速提升

政策打破电子发票应用场景壁垒，“税控盘+第三方平台”基础模式成形

2012年5月，发改委批准重庆、南京、杭州、深圳、青岛等5个城市开展电子发票试点以来，电子发票相关政策密集出台，**彰显国家推广电子发票业务，推进“互联网+税务”战略部署的决心。**

根据现行《会计档案管理办法》规定，会计档案必须为纸质的，即电子发票尚不能入账，这一法规极大地影响了电子发票的推广进程。而在2015年5月发布的《会计档案管理办法（征求意见稿）》中已作出部分调整，**允许满足条件的会计资料仅以电子形式归档保存。**2015年7月，国家税务总局正式颁布《国家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》，决定自8月1日起，在北京、上海、浙江和深圳开展增值税发票系统升级版电子发票试运行工作，并在全国范围内逐步推广升级版电子发票。**同期公布的《增值税发票系统升级版与电子发票对接技术方案》中指出：不改变现有电子发票服务平台和纳税人（主要是电商企业）端 ERP 系统的格局和使用，仅对发票开具部分做接口对接。由此，引入第三方平台负责电子发票相关业务的模式基本确定。**2015年9月，国务院发布《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》，指出要加快推广使用电子发票，支持四众平台企业和采用众包模式的中小微企业及个体经营者按规定开具电子发票，**并允许将电子发票作为报销凭证。**

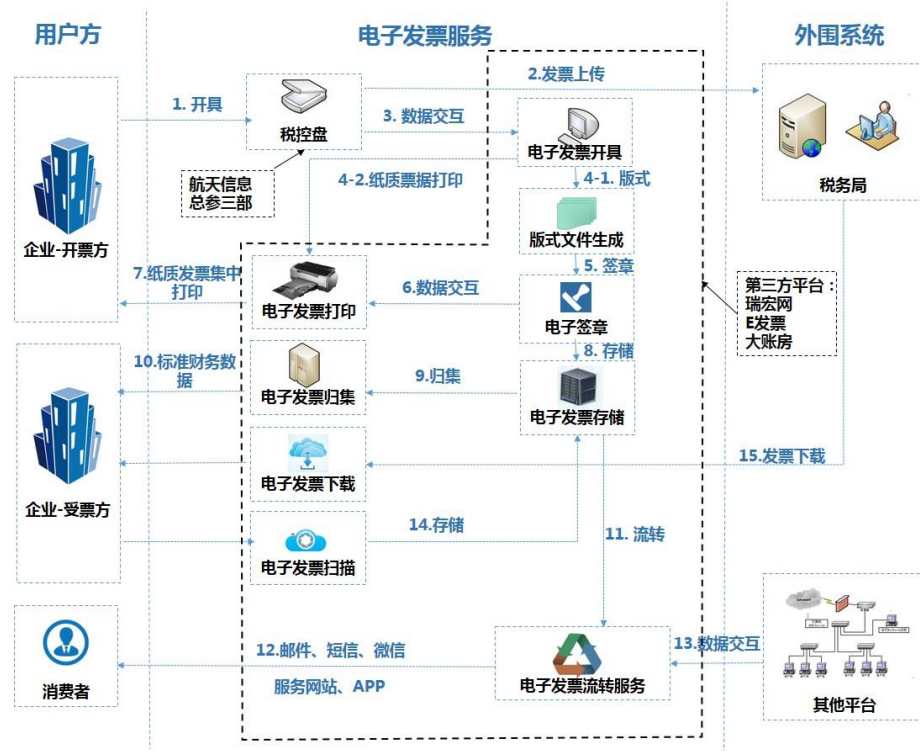
表 3：我国电子发票行业相关政策

时间	政策	意义
2015年5月	《会计档案管理办法（征求意见稿）》	允许满足条件的会计资料仅以电子形式归档保存，电子发票可入账存储
2015年7月	《国家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》、《增值税发票系统升级版与电子发票对接技术方案》	继续推行第三方平台，出票等基础服务获认可
2015年9月	《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》	允许将电子发票作为报销凭证

资料来源：财政部，国税总局及地方国税，中信证券研究部整理

经过上述关键政策点的突破，**电子发票企业级基础财务应用已经得以合法实施（无纸化的出票、归档、报销）。坚持以“税控盘”为基础实现税务信息化，以“第三方服务平台”为基础实现财务信息化，“互联网+税务”在“税控盘+第三方平台”模式下应用场景初步成形，我们将其总结为下图：**

图 6：“税控盘+电子发票第三方服务平台”在国家税务及企业财务方面的应用场景成形



资料来源：中信证券研究部总结并绘制

目前，电子发票的税务、财务场景主要由用户方、电子发票服务（税控盘+第三方平台）、外围系统三部分组成，其中电子发票平台已显示出其 **SaaS 级平台特性**。完成一笔交易的完整过程如下：企业开票方将交易信息数据传输到电子发票平台；电子发票平台接收数据，开具电子发票并签章，发送电子发票给企业受票方或消费者，并存储交易及发票数据；外围系统税务局可以通过电子发票平台获得交易主体信息、交易信息，进行税控，其平台也可通过电子平台收集数据，进行大数据分析。

表 4：电子发票使用场景主要参与方构成

项目	具体组成
用户方	主要由企业开票方、企业受票方、消费者组成。
电子发票第三方平台	具有 SAAS 级平台的特性，为用户方提供线上电子发票开具（版式文件生成、电子签章）、流转、存储、对接企业财务入账、报销等服务，并为其交易数据进行收集、传输给外围系统。
外围系统	主要由税务管控部门、其他平台等组成。

资料来源：中信证券研究部整理

微信解决方案完善生活应用场景，电子发票渗透率有望加速提升

微信的电子发票方案实现电子发票线上即时归集报销，打通消费者与企业之间联系最为繁琐的一环，完善了电子发票在生活中的完整应用场景。2016 年 3 月 31 日，微信正式发布通过微信卡包、企业号探索实现电子发票归集报销的可行解决方案。微信电子发票解决方案利用前端的扫一扫、卡包功能实现电子发票的便利收纳、归集，而且通过后端的企业号，用户可以直接勾选卡包中的电子发票，一键生成报销单，流转至企业端财务报销系统进行报销。整个闭环流程打通了移动电商、支付等环节，省去了打印版式文件、贴票的传统票务过程，使整个电子发票 C 端生活场景彻底脱离纸质，效率提高。

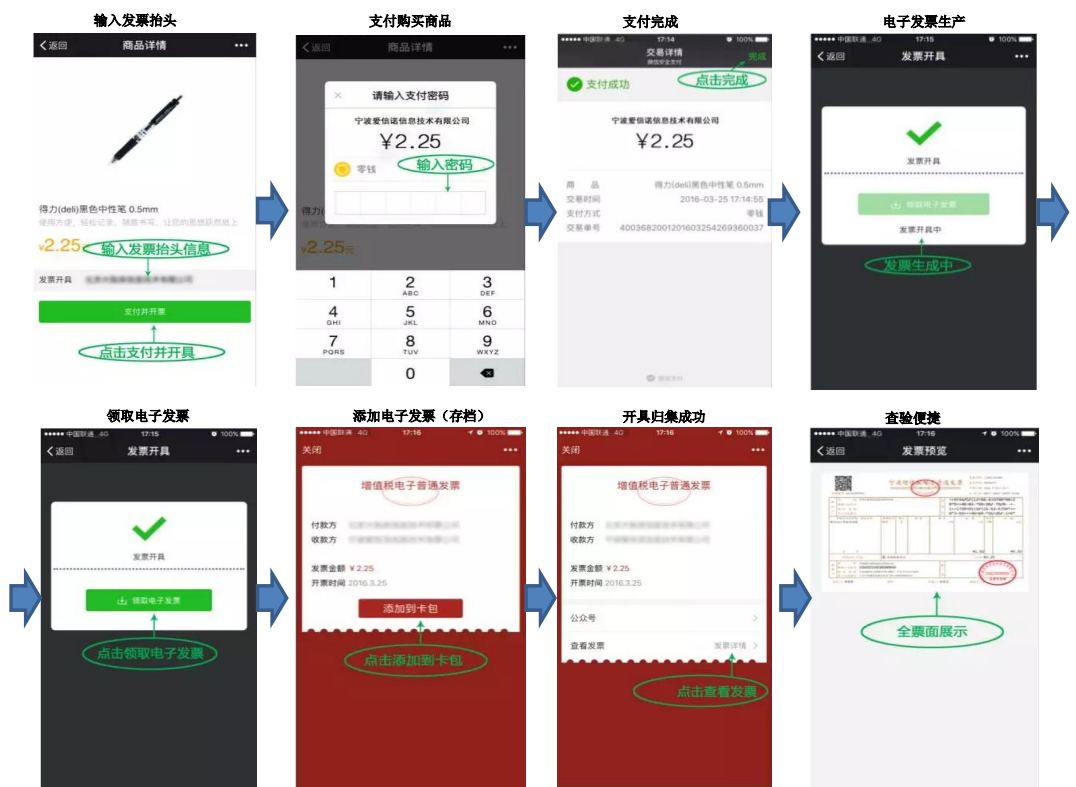
图 7：微信电子发票整体解决方案流程演示



资料来源：腾讯网，中信证券研究部

如图 8 所示，试想这样的生活场景：我们通过微信移动支付购买商品，同时即完成开票，自动归集到云端，随时可查看和验证；同时数据已通过协议接口传输至公司后台财务系统，完成了报销。省时省力的体验，可谓让人振奋。

图 8：微信 C 端电子发票生活应用场景流程演示



资料来源：腾讯网，中信证券研究部

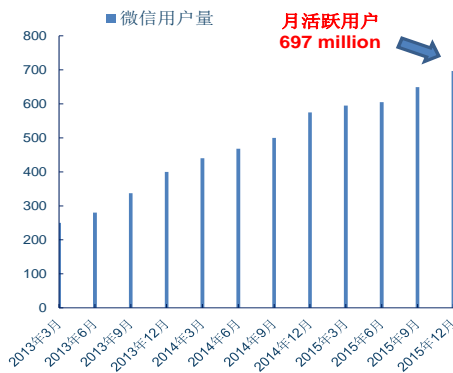
表 5: 微信电子发票解决方案 C 端消费体验提升

功能	C 端消费体验提升
支付即完成出票	省却手写抬头, 等待开票的时间成本; 省却物流等待时间成本
出票自动归集	自动存储, 省却发票归集整理的繁琐工作
可查验	保证交易真实性和可塑性
自动报销	省却填写粘贴报销单等繁琐事宜, 缩短报销时间

资料来源: 中信证券研究部总结

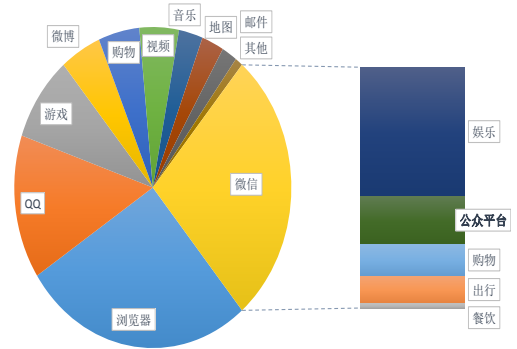
微信扮演的主要角色如我们在图 6 中提到的“电子发票流转服务”, 基于微信作为入口和平台连接整个电子发票服务应用场景的各方: 开票企业、电子发票第三方服务平台、消费者、受票企业。微信目前活跃用户数约 7 亿, 具备巨大的自然流量优势, 我们认为微信向各服务商和用户开放接口, 打造闭环式解决方案, 极大地利于提升消费者和企业使用电子发票服务的认知。正如目前越来越多的移动互联网商业项目倾向于在微信上创建企业公众号而非自建 APP, 电子发票服务商和微信平台对接后, 能以更好的终端体验无缝对接现代消费生活场景, 提升自身知名度和市占率。而对于行业整体而言, 电子发票渗透率有望进入加速通道。

图 9: 微信月活跃用户量持续增长 (百万)



资料来源: 腾讯年报, 中信证券研究部

图 10: 微信用户手机流量分布中公众号排第二



资料来源: 《2015 年微信平台数据研究报告》(腾讯), 中信证券研究部

行业空间: 基础服务百亿级别, 衍生业务千亿市场

电子发票基础服务市场空间分析

预计 2017 年电子发票开票需求望超 500 亿张, 仅基础服务市场达 100-200 亿元

2016 年 1 月, 为深化财税体制改革, 国务院决定 2016 年 5 月 1 日起将“营改增”全面推开, 增值税发票将全面代替普通发票 (营业税项)。其中增值税普通发票 (对应开票方的销项), 是最终的消费环节, 不会再有增值环节。因此, 随着全面营改增后, 我们认为增值税普通发票的开票量应该和社消零售总额 (商品和服务) 对应。而目前来看, 电子发票主要针对增值税普通发票, 可用于抵扣的流转环节产生的增值税专用发票仍必须为纸质。因此我们测算的是增值税电子普票的开票需求。

首先估算电子发票开票需求。根据广州税务局电子发票试点数据, 自 2014 年 9 月至 2015 年 9 月, 试点企业京东商城、唯品会、中国移动线上端共开出 4131 万张电子发票, 对应的开票金额为 132.75 亿元, 大致可认为单张票对应的消费金额约 321 元。若我们假设线上/下单张票对应的消费额为 300/200 元, 则到 2017 年全面“营改增”之后, 由线上/下产生的

增值税普票需求为 122/1638 亿张；再根据不同的渗透率，我们估计 2017 年国内增值税电子普票开票量可达 552 亿张。

表 6：2017 年我国增值税电子普通发票开票需求测算逻辑

	社消总额	线上终端消费	线下终端消费	合计
终端消费额（亿元）	364125	36582	327543	
换算比例假设：单张票对应消费额（元）		300	200	
发票总发生额（亿张）		122	1638	
电子发票渗透率		50%	30%	
增值税电子普票（亿张）		61	491	552
增值税纸质普票（亿张）		61	1146	

关键假设：1. 假设社消未来两年保持 10% 稳定增长，网销 2016-2017 年增速为 40%/30%；2. 考虑到线上比价优势，我们假设线上单张消费额高于线下；3. 线上电子发票渗透率更高，但线下营改增后可能一步到位启用电子发票，假设线上/下渗透率 50%/30%。

资料来源：中信证券研究部假设并预测

目前第三方服务平台为开票企业提供的基础业务服务为开具、归集及报销等，后续摇奖、广告、精准营销、大数据征信及消费信贷等衍生服务有望逐步落地。我们假设 2017 年业内就基础服务实行收费，假设按照“开票+归集、存储”平均 0.1~0.15 元/张，与企业财务系统对接实现“报销”平均 0.1~0.15 元/张，则仅算增值税电子普票基础类服务市场便有望突破百亿元。

表 7：增值税电子普票基础类服务市场收入规模灵敏度分析

		基础项目收费（元/张）				
		0.15	0.20	0.25	0.30	0.35
线下增值税电子普票渗透率	20%	58	78	97	117	136
	25%	71	94	118	141	165
	30%	83	110	138	166	193
	35%	95	127	159	190	222
	40%	107	143	179	215	251

资料来源：中信证券研究部预测

注：敏感性分析中数值为基础类服务总收入，单位为亿元；敏感性分析的两个变量是线下电子发票渗透率和基础项目收费金额。

电子发票衍生服务市场前景展望

中国台湾模式借鉴：“统一平台+增值服务中心”

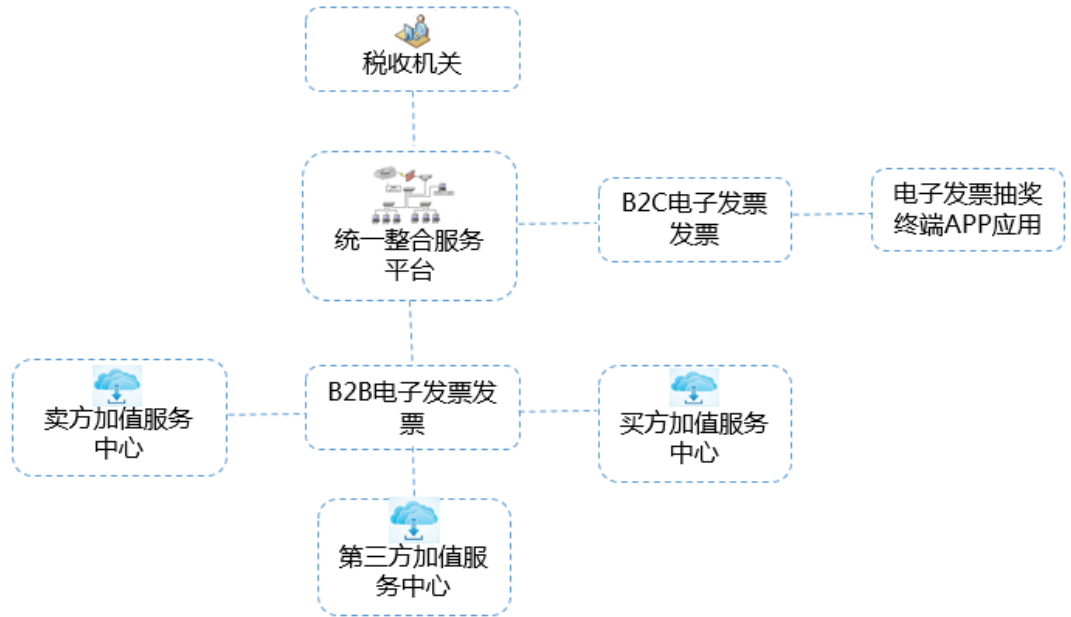
台湾的电子发票模式为“统一平台+增值服务中心模式”，台湾“财政部”提供统一的“电子发票整合服务平台”，提供 B2C、B2B 电子发票基本处理功能，即提供 Web 界面和数据交换等不同应用界面，具有发票存证、税收服务、资料交换、数据统计分析等职能。增值服务中心分买方、卖方、第三方增值服务中心，提供发票开立、发票接收、发票作废、发票查询、信息汇集、连线整合服务平台等功能，且提供附加价值服务，如代理记账、银行融资、B2B 多元交付等附加功能。

表 8：中国台湾电子发票价值服务中心

项目	具体功能
卖方增值中心	卖方企业建立卖方增值服务中心，开具电子发票，汇集销售发票信息
买方增值中心	买方企业建立买方增值服务中心，建立、收集并汇总采购发票信息
第三方增值中心	第三方价值服务中心为买卖双方提供发票开立、发票接收、发票作废、发票查询、信息汇集、连线整合服务平台等功能，还提供代理记账、银行融资、B2B 多元交付等附加功能

资料来源：台湾“财政部”，中信证券研究部整理

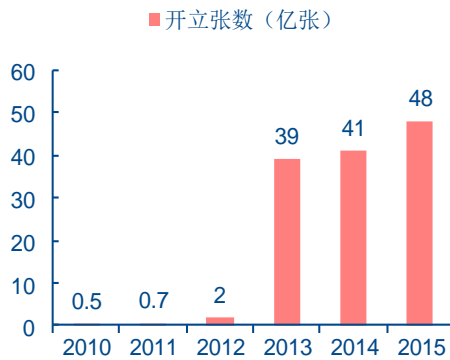
图 11：中国台湾电子发票增值服务体系



资料来源：中信证券研究部整理

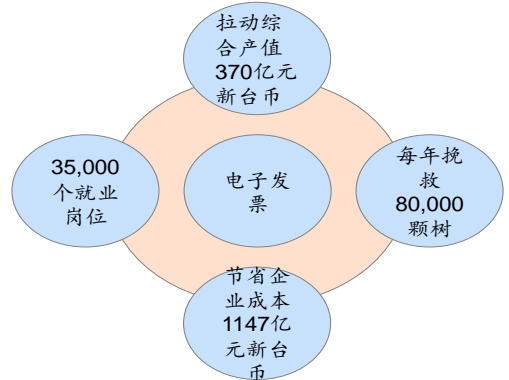
根据台湾“财政部”财政资讯中心电子发票推广组 2014 年研究成果显示，台湾地区发票发生额约 80 亿张，电子发票渗透率约 50%。在全面实施无纸化的情形下，行业综合总产值望达到 369 亿新台币，其中增值服务产值达 321 亿新台币，增值服务：基础服务=6.69，按照 0.2 的汇率换算，每张发票对应的基础价值为 0.12 元，增值服务为 0.80 元。

图 12：中国台湾地区电子发票数量快速增长



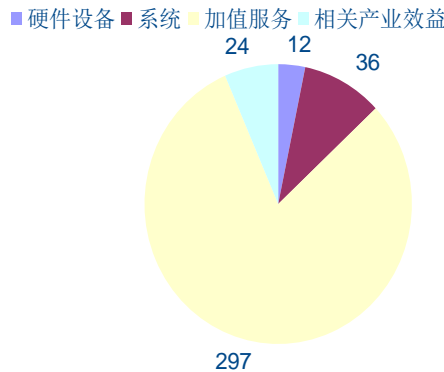
资料来源：台湾“财政部”财政资讯中心，中信证券研究部

图 13：中国台湾电子发票经济效益分析



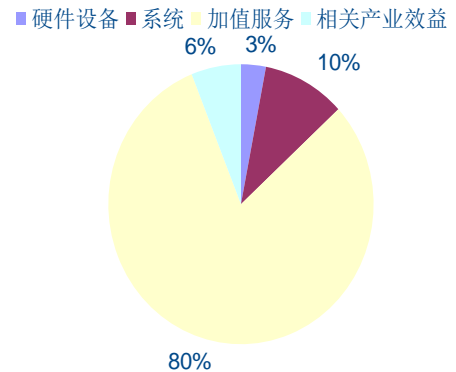
资料来源：台湾“财政部”财政资讯中心，中信证券研究部

图 14：中国台湾电子发票综合产值拆分（单位：亿新台币）



资料来源：台湾“财政部”财政资讯中心，中信证券研究部

图 15：中国台湾电子发票综合产值比例



资料来源：台湾“财政部”财政资讯中心，中信证券研究部

欧美模式借鉴：SAAS 级平台模式

欧美盈利模式分供应商 **direct** 模式、买方 **direct** 模式、第三方外包模式。第三方外包包括：外包直接模型（使用软件）和第三方发票平台。其中较为典型的第三方发票平台公司是 **Tradeshift**。

Tradeshift：为各公司提供 SAAS 级第三方电子发票服务平台，为各公司提供基于远程存储系统的 ERP 管理系统，从而建立起联系各个公司的远程 SAAS 级第三方平台，同时满足税务部门的税务监控。平台针对不同公司提供多项增值服务，可为各企业搭建第三方快速交易平台等，更提供多项基于平台流量和数据的增值服务。

盈利方式主要有以下几个方面：1. 基础收费：初期提供免费的基本功能，平台搭建完成后定期收取费用；2. 增值服务费：将软件及服务进行分级管理，通过提供一些高附加值服务收取额外费用，通过对交易的大数据分析，向商家出售分析数据并获得收益；3. 平台收益提成：基于免费的电子发票平台和商业网络制定商业标准，开发者免费在这个平台上开发 APP（例如信用评级应用、付款应用），但是平台对 APP 的收益提成。

表 9：欧美发票网络运营商的模式梳理

模式	模式简述	谁提供电子发票
供应商 direct 模式	供应商直接通过 email、SMS 或者在其门户网站上提供电子发票	卖方
买方 direct 模式	买方将供应商 PDF、EDI 等格式的发票作为数据流导入自己的 AP 系统 较小的供应商可以在买方（webEDI）企业发票门户网站模板获得发票数据密钥，数据再被导入 AP 系统	买方
外包直接模型（使用软件）	Biller 和 buyer 使用专门研发的软件，并为使用这个软件支付一个固定的整合费用以及一个计件/计时费用	第三方（软件开发商）
电子发票网络模型	由电子发票网络运营商来处理双方发票的传递	第三方（电子发票网络运营商）
综合发票管理模型	对于一些留存纸制发票的企业，电子发票网络运营商先通过计算完成纸制发票转化为电子发票，最终使双方能够实现交换的是 100% 电子发票	第三方（电子发票网络运营商）

资料来源：中信证券研究部整理

图 16: 美国 TradeShift 电子发票平台盈利模式



资料来源：中信证券研究部整理

平台属性尽享数据红利，附加服务价值极具想象空间

结合中国台湾、欧美的模式，从电子发票完整使用场景看，电子发票平台作为用户方与外围系统之间发票开具的重要联系端，更实时收集、存储了各类交易数据，其将是整个产业链盈利挖掘的重点。电子发票平台作为 SAAS 级平台，未来大量企业系统对接平台将带来大量的涉及广泛行业的数据以及终端消费者的用户肖像，基于衍生业务的衍生商业模式可期。例如，目前电子发票以 ToC 为主，可积累个人用户消费数据，为精准营销、征信及个人消费信贷（补充风险定价模型中部分参数）等衍生服务提供支持。

参考中国台湾市场，电子发票附加服务价值约为基础价值的 7 倍。在简化模型下，若按照我们推算的大陆增值税电子普票市场基础价值 150 亿元为基准，大陆衍生服务市场价值望超 1000 亿元。

中长期看进项端政策改革，更大量级空间值得期待

根据上述逻辑，我们再看目前增值税电子普票行业空间时需跟踪两点：1. 营改增落地过程中企业端（尤其是线下为主的服务业）对电子发票的使用程度（渗透率），这决定初步的基础服务市场规模；2. 当电子发票平台整体形成规模、覆盖面足够广、数据积累到位时，衍生服务落地及变现的力度。

除此之外，我们认为也应该关注进项端税务政策发展：增值税专用发票目前必须是纸质，中长期看是否也获准推行无纸化。当然由于进项端涉及抵税，税务总局对此监管必定非常审慎，改革过程预计较为缓慢。但未来如果放开，整个供应链及服务链中流转环节所能产生的票量可能是增值税普票所对应的终端单个环节的数倍，行业空间将急速扩容。

行业格局：三杰引领行业发展，跑马圈地抢占市场

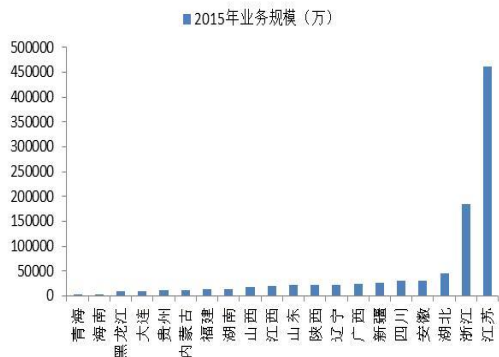
国内电子发票服务行业日新月异。如前图 8 所示，在整个互联网税务、财务生态圈中，电子发票服务环节主要由“税控盘+第三方平台”实现。由于税控系统涉及国家税收安全，高度机密性决定了其垄断性质，目前仅有航天信息和百旺金赋（总参三部）两家公司为主供应商，而电子发票第三方平台因为面向企业级及 C 端提供服务，存在市场化的内在需求，机制上较为灵活，政府相关部门在严格监管下引入市场力量，如东港股份等民营企业获准参与第三方平台的推广。

就电子发票服务市场（尤指增值税国税）而言，当前可以总结为航信（51 发票）、百望（E 发票）、东港（瑞宏网）TOP3 领先的全国跑马圈地阶段。此外，亦存在数家其他区域型第三方平台玩家（主要涉及地税/通用发票），如重庆远见（官网 www.02312366.cn）、浙江浙科（官网 www.fp4008.cn）等。

航信：“51 发票”发展迅速，携手京东成立“大象慧云”

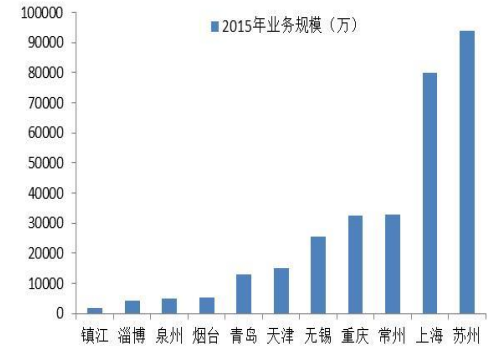
航天信息作为国家“金税工程”绝对龙头，在税控系统供应市场上拥有垄断地位。“营改增”实施后，其提供的“金税盘”及系统可能被更多企业采购，航信市占率或超 70%；从业务覆盖范围来看也非常广，拥有 40 家省级服务单位、200 余家地市级服务单位、400 余家基层服务网点。这为其推行电子发票第三方服务平台奠定了良好基础：**1. 拥有众多企业尤其是大型企业级客户，客户资源可对接；2. 国企背景，和各省级国税保持良好的合作关系，便于获得业务资质。**

图 17：航天信息增值税系统和技术服务覆盖省份



资料来源：航天信息年报，中信证券研究部 注：图中业务规模指增值税系统和技术服务收入

图 18：航天信息增值税系统和技术服务覆盖城市



资料来源：航天信息年报，中信证券研究部 注：图中业务规模指增值税系统和技术服务收入

目前航信旗下电子发票第三方服务平台为 51 发票（官网 www.51fapiao.cn），试点区域扩张至北京、上海、成都、武汉、广州、吉林等，解决方案已覆盖电商行业、运营商行业、商业零售行业等线上/下行业，企业级合作案例覆盖太平洋保险、美的、联想、天猫、京东、苏宁易购等各行业龙头，发展迅速。

图 19: 51 发票 Web 端查询及开具功能入口



资料来源: www.51fapiao.cn, 中信证券研究部

图 20: 51 发票微信公众号 C 端服务



资料来源: 微信, 中信证券研究部

表 10: 51 发票网产品特点及业务开展情况

特性	具体详情
服务内容	严格按照国税总局要求, 与增值税发票系统升级电子发票系统对接, 为销售方、购买方提供开具、存储、存证、推送、报销入账等相关服务器, 为企业和社会公众提供电子发票相关的开具、存储、签章、查验、下载等服务。
覆盖地区	北京、上海、成都、武汉、广州、吉林等。
覆盖行业	电商行业、运营商行业、传统行业、商业零售行业等。
合作客户	太平洋保险、美的、联想、天猫、京东、苏宁易购、1 号店、亚马逊、丽人购、中酒网等。

资料来源: www.51fapiao.cn, 中信证券研究部

为进一步提升公司在电子发票市场的影响力和服务能力, 航信联手京东成立专门公司“大象慧云”: 集电子发票增值服务、涉税数据开发与应用、税务信息化业务及“互联网+税务”为一体的创新型互联网科技公司。航信电子发票业务或进入加速通道。

表 11: 大象慧云简介

特点	详情
注册资本	5000 万元
股东结构	航天信息 42%/京东 38%/股权激励持股平台 20%
合作伙伴	腾讯 (引流; C)、金蝶 (财务 ERP 系统; 大 B)、大帐房 (财务 SAAS; 小 B)、优识云创 (移动端代理)
服务定位	基础服务 开具、交付、管理、报销
	增值服务 摇奖、广告
	更多衍生服务 投资指数、行业指数、数据罗盘、供应链金融、精准营销、用户画像、企业画像

资料来源: 大象慧云发布会, 中信证券研究部

百望: “百旺+E 发票”, 发力金融、通信行业

“百望”是国家信息安全工程技术研究中心承接国家税务总局“营改增”税制改革项目的对外统一品牌, 旗下包括“百旺金赋”、“百望股份”, 其均为旋极信息子公司。“百旺金赋”是目前防伪税控系统市场的另一家寡头, 其税控盘为金税盘重要补充。

在现有税控系统主业的基础上, 2015 年“百望股份”成立“E 发票”电子发票服务平台 (官网 www.efapiao.com), 百望系也正式建立起“税控+第三方平台”的电子发票发展模式, 为企业和消费者提供电子发票的开具、流转、存储和收票归集一站式服务。目前 E 发票主要客户已经包括多家大型金融机构及行业龙头, 在金融及通信行业的客户优势明显。随着营改增的落实, 金融、通信等服务领域由于需求庞大, 可能为电子发票带来巨大增量市场。例如中国移动约 7 亿用户, 假设每人每年 12 张发票, 电子发票渗透率 20%, 则每年将产生 17 亿张电子发票。

表 12: 百望旗下第三方平台“E 发票”简介

成立时间	主营业务	主要客户
2015 年 5 月	1. 为大型企业客户提供“营改增”税控专用设备、税控系统税控一体化解决方案；2. 为中小微企业提供移动开票产品及解决方案；3. 第三方电子发票服务平台业务	中国工商银行、中国农业银行、交通银行、锦州银行、浙商银行、华商银行、招商信诺、中国铁路总公司、中国电信、中国移动、中国联通等

资料来源: www.efapiao.com, 中信证券研究部整理

图 21: E 发票平台 Web 界面展示



资料来源: www.efapiao.com, 中信证券研究部

东港：“瑞宏网”速度快、卡位准、地推能力强

东港股份作为传统纸质票据印刷民企龙头，对票证无纸化传统产业变革的把握极具前瞻性，并下了很大决心。其旗下平台“瑞宏网”早在 2013 年便推出，并为北京京东开具国内首张增值税电子普票。在随后的发展中，瑞宏网又享有多个业内第一：第一张电信行业电子发票、第一张保险行业电子发票、第一张可入账报销的电子发票，成为重要政策试点企业和行业标杆。诸多成绩体现了瑞宏网的“快、准”。

图 22: 瑞宏网 Web 端快速查验功能入口



资料来源: www.e-inv.cn, 中信证券研究部

图 23: 瑞宏网微信公众号 C 端服务



资料来源: 微信, 中信证券研究部

表 13: 瑞宏网发展历程及重要事件梳理

时间	重要进展概述
2013年6月27日	中国内地第一张电子发票在北京京东诞生, 由瑞宏网开出
2015年4月8日	瑞宏网为中国电信股份有限公司北京分公司开出我国内地电信行业第一张电子发票
2014年6月27日	中国人民财产保险股份有限公司成功接收瑞宏网开出的国内第一张以电子化方式入账的电子发票, 有效解决了电子发票入账的难题
2014年12月30日	瑞宏网为中国人寿保险股份有限公司开出金融保险行业的第一张电子发票
2015年7月31日	瑞宏网开出国内第一张升级版电子发票
2015年8月3日	瑞宏网开出的电子发票份数达到1亿份
2015年12月18日	厦门市电子发票综合服务平台由清华大学电子商务交易技术国家工程实验室和瑞宏网合作完成
2016年3月30日	瑞宏网电子发票查询嵌入支付宝“城市服务”功能

资料来源: www.e-inv.cn, 中信证券研究部整理

目前, 瑞宏网已经相继在北京、厦门、山东、山西、青岛、天津、上海、广西等省市试点, 覆盖电商、公用事业、金融保险、通信、商超、快递等线上/下行业。目前拥有企业级客户数百家, 包括京东、小米、快乐购、国美在线、人保财险等大型客户, 以及众多中小微企业(公司当然也需要为客户采购和配备金税/税控盘以搭建完整的信息化的财税服务); 已经在所覆盖各领域累计开具近3亿张电子发票, 单从开票量口径测算市占率已过半。如果说航信、百望因其天然体制属性, 在获取大企业客户方面具备优势; 东港则可能在中小微企业中树立了自己的领先地位。作为民企, 激励机制到位, 优秀的地推能力已经持续得到验证。

表 14: 瑞宏网产品特点及业务开展情况

性质	具体详情
技术架构	已在全国设立北京、上海、广州、青岛、济南、成都六个大型研发中心, 36个服务网点, 基于安全云架构设计、面向全国“主站+分站”模式、数据本地化
覆盖行业	覆盖电商、公用事业、金融保险、通信、商超、快递等行业, 范围广泛, 行业应用经验丰富
合作客户	中国电信、人保财险、国美在线、小米科技、酒仙网、锤子科技、中国人寿、乐视商城等
试点省/城市	北京、厦门、山东、山西、青岛、天津、上海、广西等
平台服务能力	电子发票管理平台 主要为税务机关提供对电子发票的管理和为社会公众提供发票查验的功能: 电子发票资格认定、电子发票配号发放、电子发票模版设置、电子发票开具功能锁定、电子发票开具功能重新启用、电子发票数据采集、电子发票验旧和电子发票查验。
	电子发票应用平台 主要为电子商务交易系统进行发票开具提供服务: 发票开具、红字发票开具、发票作废、发票补打、二维码解析和发票查验。
	电子发票前置服务平台 主要作为税务机关与电子商务公司之间的一个数据传输服务平台, 获取电子发票管理平台的电子发票管理数据, 并响应电子发票应用平台的发票开具请求: 发票开具数据采集、发票作废数据采集、红字发票开具数据采集、发票补打数据采集、二维码解析数据、电子发票自动配号申请以及接收电子发票管理平台的电子发票管理数据。

资料来源: www.e-inv.cn, 中信证券研究部整理

综上所述, 国内电子发票市场由国家税务总局规管, 自上而下统筹, 自下而上落地。落地入口是增值税普票, 落地对象是重要的省/市、标志性行业/企业, 落地推行方是以航信、百望、东港等为代表的电子发票国企、民企龙头。大基调是在严格监管下, 相对灵活地引入市场机制, 注入活力, 因此我们判断未来行业将保持较高集中度。在国税层面试点的先行者, 有望通过跑马圈地抢占份额, 享受卡位优势; 而处于地税层面、业务扩展能力较弱的平台, 可能面临压力。

风险因素

1. 行业风险:

- 1) 政策放开及推广力度不及预期;
- 2) 电子发票线下推广使用及渗透率提升速度不及预期;
- 3) 收费难以推行, 商业模式落地不及预期;

2. 公司风险:

- 1) 互联网龙头因流量优势挤占第三方平台利润;
- 2) 第三方平台圈地及客户拓展进度不及预期等。

行业评级及投资策略

首次给予电子发票行业“强于大市”评级

电子发票在以流转税为主的我国战略意义重大。于国家而言,通过信息化监管加强税控,保障税务安全,杜绝以票控税时期虚假开票等;于企业而言,能节省纸张印务、仓储物流等成本,提升供应链效率,衍生基于大数据的企业级服务等。政策方面春风不断,2015年8月国税总局主导北、上、浙、深4省市进行增值税发票系统升级版电子发票试点,2015年底开始在全国全面推广,而今年5月开始全面的营改增预计将极大加速电子发票渗透率的提升。据最新报道“十三五”规划中,在“提高税收征管效能”后增加“推广电子发票”,后续政策催化持续可期。

根据我们的测算,预计2017年电子发票(增值税普票)开票需求有望超500亿张,仅基础服务市场规模可达100~200亿元。参考中国台湾的经验,基于数据红利所挖掘的衍生服务价值可能更是千亿级市场。中长期看,增值税专用发票如果也获准推行无纸化,则数倍空间可期。考虑到行业符合“互联网+税务”国家战略发展方向,快速成长空间巨大,首次给予“强于大市”评级。

投资策略:看好根基好、技术硬、客户广的电子发票龙头

正如我们在行业格局中提到的,电子发票行业日新月异,税务总局自上而下统筹,自下而上一定程度上引入良性竞争机制,当前由航信、百望和东港等先锋企业领头进行跑马圈地,加速试点并扩大覆盖面。我们判断未来行业格局预计相对趋于集中,龙头应具备以下素质:1. 优秀的业务根基(信息技术水平、税务财务业务经验);2. 获得相关政府部门(如省一级国税)认可,获得业务资质;3. 获得客户认可,抢占市占率(营销和服务)。投资标的上,我们重点推荐航天信息和东港股份。

表 15：信息技术能力、政府合作关系、客户获得能力三维度选股

公司	优秀的业务基础 IT 技术能力	税务行业经验	与相关政府部门保持良好 合作关系	较强的营销、客户获取能力
航天信息	公司资质齐全，拥有信息产业部计算机信息系统集成一级资质，涉密计算机信息系统集成甲级资质等。	公司拥有丰富的大型金融税务工程组织经验，已参与“金税工程”、“金卡工程”等国家大型信息化工程的实施和建设。已逐步完成税控系统的升级建设，处于全国领先地位。防伪税控系统于 2007 年拓展至增值税普通发票，2010 年完成金税卡等产品研发和兼容个体工商户防伪税控系统全国推广，2012 年 12 个省市“营改增”工作，成功拓展至小规模纳税人，2013 年完成其余省份的实施推广工作。	国企背景。继国家“金盾工程”这一重大合作协议之后，公司又成为国家“金税工程”的主要参与和推动者，承建了增值税防伪税控系统和增值税系统升级版的建设。	公司在涉税领域已积累用户几百万户，包括为大型企业提供金税盘。目前电子发票业务已在北京，上海，成都、广州、武汉、吉林和吉林等省市完成了部署，微税平台在 20 个省市实施了推广，金融支付产业中收单业务专业化服务已经覆盖 30 个省市。与太平洋保险、美的、联想、天猫、京东、苏宁易购、1 号店、亚马逊、丽人购、中酒网等建立客户合作关系。“大象慧云”料将进一步夯实公司的营销能力。
东港股份	浪潮股东背景，技术支持有保障。2014 年公司与浪潮信息在北京设立系统集成有限公司（公司占 51% 股权），利于提高公司在系统集成及数据类业务方面的研发能力。	国内最大规模的传统税务票据印刷企业之一，在北京、上海、济南建有六个生产基地，客户覆盖银行（人行，建行，中行等总行），保险（中国人寿），财政等等，已取得 22 家省部级单位 31 项票据印刷业务定点资格。	公司与国税总局及省级国税建立起良好的合作关系：如在 2013 年已与国家税务总局签订增值税发票合同，并在 2016 年初获得北京国税局 2,988 万元的电子档案存储订单。瑞宏网能持续异地扩张亦能充分地侧面证明。	公司持续在北京、上海、天津、山东等地进行布局，先后与京东、国美、支付宝、证通股份有限公司等签订电子发票项目技术服务合同，充分利用各平台的客户流量优势。在中小客户方面资源拓展能力强，已拥有上百家企业级客户。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部整理

表 16：重点推荐公司盈利预测与估值

公司名称	代码	股价	EPS					PE			PB	评级		
			2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E			2017E	2018E
航天信息	600271	57.66	1.24	1.68	2.30	2.77	3.02	47	34	25	21	19	5.7	买入
东港股份	002117	29.06	0.46	0.59	0.80	1.02	1.29	63	49	36	28	23	5.9	买入

资料来源：中信量化投资分析系统 注：股价为 2016 年 4 月 20 日收盘价

重点推荐公司分析

航天信息：税务“金花”持续爆发，金融+数字发票想象空间巨大

税务“金花”持续盛开，主业增速持续可期。公司在涉税领域已积累用户几百万户，增值税纳税人整体市场占有率超过 70%。公司是国家“金税工程”、“金卡工程”、“金盾工程”的重要承建机构。2016 年，房地产、建筑安装、金融保险、生活服务业等 4 个行业将迎来“营改增”的全面升级。公司凭借数十年的全国网络渠道建设、及与大型 B 端平台（京东等）的战略合作布局，税务主业将有望保持 30%以上的高增长。

金融支付业务蓄势待发。公司以金融支付核心技术及金融 POS、金融 IC 卡等关键产品为基础，主要涉及收单解决方案及运营、自助服务解决方案及运营相关业务。随着公司产品的持续输出，公司金融支付业务逐步形成了新的“运营+服务+产品”商业模式。自有 Aisino 品牌的普通 POS 成功入围工行采购清单，收单业务开始落地，金融业务整体爆发有望来临。

物联网业务技术优势明确，行业地位持续提升。2015 年，公司物联网行业在电子政务方面获得多项全国首发认可，如黑龙江跨境电子商务公共服务平台、内蒙古综合服务和食品药品监管平台、与香港出入境管制系统项目的建设均获得标志性的效果。2016 年，公司有望完成华资软件与航天金盾的收购工作，通过整合，公司将在公安、人社和医疗行业获得更强的终端产品设计能力。

风险因素。税务政策不利变化；电子发票平台竞争加剧；系统安全风险等。

盈利预测、估值及投资评级。公司经营稳健，在“税务+金融+物联网”三驾马车的拉动下，有望在“十三五”打造千亿巨型产业航母。在不考虑公司近期增发增发的情况下，给予 2016-2018 年 EPS 预测 2.30/2.77/3.02 元，对应 PE 为 25/21/19 倍。采用分部估值，主业方面，考虑到公司整体收入近 30%的增长预期，给予 30 倍目标估值；对于潜在的电子发票业务，整体市场预计在“十三五末”冲击千亿，考虑到公司可能过半的市场占比和明确的先发优势，在爆发黎明期，给予 100 亿元的目标估值。综合看，公司目标估值 736 亿元，对应目标价 79.70 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：航天信息盈利预测与估值表

项目/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19,959	22,383	25,045	28,353	31,548
增长率 YoY %	20.4	12.1	11.9	13.2	11.3
净利润(百万元)	1,148	1,555	2,120	2,558	2,786
增长率 YoY%	5.0	35.5	36.4	20.7	8.9
每股收益(元)	1.24	1.68	2.30	2.77	3.02
净资产收益率%	22.2	24.2	27.4	26.4	22.8
P/E	47	34	25	21	19
P/B	8.3	6.8	5.7	4.6	3.9

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 4 月 20 日收盘价

东港股份：票证无纸化先行者，信息化税控弄潮儿

传统商业票据印刷龙头，主业稳健增长。公司 2015 年实现营业收入/归母净利润为 12.6/2.2 亿元，分别同比增长 13.1%/28.1%，扣非后归属母公司净利同比增长 28.1%，延续较快增长势头。收入端看，传统票证、数据产品等业务保持双位数稳健增长，IC 卡类产品开始发力（全年销售贡献超 1 亿元）；在毛利率保持稳健的基础上（综合毛利率 39.9%，受新产品开工率影响同比略低 0.8pcts），加强费用控制（销售/管理费用率同比下降 0.84/1.01pcts），盈利能力稳步提升。

电子发票迎黄金发展期，瑞宏网扩张正当时。电子发票在以流转税为主的我国战略意义重大。于国家而言，通过信息化监管加强税控，保障税务安全，杜绝以票控税时期虚假开票等；于企业而言，能节省纸张印务仓储物流等成本，提升供应链效率，衍生基于大数据的企业级服务等。公司旗下平台“瑞宏网”相继在北京/上海/青岛/厦门/天津/济南等城市试点，为电商/电信/保险/公共事业等线上/下重磅级客户开具电子发票。目前拥有企业级用户数百家，累计开具近 3 亿张电子发票，先发优势显著。公司多年提供高质量的综合商业印务，拥有众多企业级用户，与大型银行等国家级金融机构、财政等政府部门保持多年业务合作和良好关系，资源可无缝对接。浪潮的股东背景为公司提供强有力的信息技术保障。此外，公司作为机制灵活的民营企业，具备较强的营销、服务等地推能力，这在金税盘与第三方服务平台圈地的行业初期尤为重要。前期的员工持股、电子发票业务负责人进入董事会，均体现了公司做强业务的决心。

风险因素。电子发票政策推进不达预期；平台竞争加剧；系统安全风险等。

盈利预测、估值及投资评级。公司票据及衍生业务利基厚实，增长稳健。电子发票市场空间广阔，瑞宏网第三方服务平台不断扩大覆盖范围，夯实行业地位。公司前期获政府招标切入数字化存储及信息管理领域，拓宽盈利来源。此外，亦积极布局彩票产业，控股子公司东港彩意研发的电脑彩票与即开型彩票自助销售一体机在国内率先试点运营，效果良好；与山东福彩中心合作研发了多种彩票投注游戏，体育赛事大年里彩票行业预期升温，公司亦将受益。维持公司 2016-2018 年 EPS 预测 0.80/1.02/1.29 元，给予 2016 年整体 50 倍 PE，对应目标价 40.00 元，维持“买入”评级。

表 18：东港股份盈利预测与估值表

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,111	1,256	1,436	1,796	2,172
增长率 YoY%	35.9	13.1	14.3	25.1	20.9
净利润（百万元）	169	216	290	369	471
增长率 YoY%	63.9	28.1	34.2	27.3	27.5
每股收益 EPS（基本）（元）	0.46	0.59	0.80	1.02	1.29
净资产收益率 ROE%	12.32	14.51	17.36	19.49	21.59
PE	63	49	36	28	23
PB	6	7	6	6	5

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 4 月 20 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。