

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

中国软件(600536)

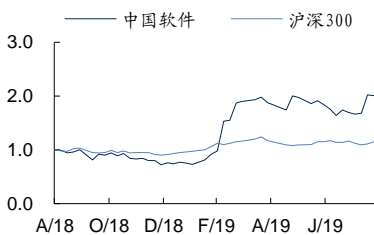
增持

2019年半年报点评

(维持评级)

2019年08月29日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	495/495
总市值/流通(百万元)	29,397/29,397
上证综指/深圳成指	2,902/9,443
12个月最高/最低(元)	66.12/20.08

相关研究报告:

《中国软件-600536-重大事件快评:生态再添一员,安全可控领军企业进入快速发展期》——2019-06-11
《中软国际或将9月份确定战略投资者》——2005-09-23

证券分析师:熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

证券分析师:于威业

电话: 0755-81982908
E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

OS+集成爆发式增长,谱写国产化英雄赞歌

● OS+集成业务仍超市场预期,不受市场验收延后影响

2019H1 公司实现营收 20.65 亿元 (+34.91%), 归母净利润-2.09 亿元, 上年同期为-2.24 亿元, 扣非归母净利润-2.16 亿元, 上年同期为-2.37 亿元。公司 OS、集成业务超出市场预期。中标软件、天津麒麟两家操作系统公司收入和利润同比爆发式增长, 中标软件营收同比增长 340.87% 达到 0.79 亿元, 天津麒麟营收同比增长 153.01% 达到 0.38 亿元, 此外集成业务子公司中软系统收入营收同比增长 447.04% 达到 4.16 亿元。从公司整体自主软件产品角度, 实现营收 2.38 亿元, 同比增长 33.14%, 平均毛利率 66.15%, 同比增加 4.10PP。

● 中央会议重提“自主可控”, 继续坚定自主可控行业发展决心

据新华网报道, 习近平 8 月 26 日下午主持召开中央财经委员会第五次会议, 研究推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局问题、提升产业基础能力和产业链水平问题。会议提出: “要充分发挥集中力量办大事的制度优势和超大规模的市场优势”、“以自主可控、安全高效为目标”、“打好产业基础高级化、产业链现代化的攻坚战”。本次中央会议重提“自主可控”, 继续坚定自主可控行业发展决心。当下约 2500 万台 PC、服务器的党政替代市场有望全面开启。

● OS 生态壁垒高筑, 龙头地位稳固

生态决定操作系统真正的竞争力, 优秀的产品需要优秀的生态才能真正打下市场。而生态的建立也绝非一蹴而就, 产品适配需要经历较长时间的研发与实践, 并产生较强的生态粘性。自主可控市场经历长时间的实验试点阶段, 中国软件始终深度参与。而自主可控规模化采购市场从 2015 年正式启动以来, 公司作为核心 OS 厂商, 市场占有率持续领跑市场。中国软件已与其他核心生态伙伴建立紧密联系, 共同把握自主可控行业发展大机遇。

● 风险提示: 驻场人员增加或影响费用; 项目验收或不及预期。

● 投资建议: 维持“增持”评级。

预测 2019-2021 年公司归母净利润 2.92/5.40/8.55 亿元, 同比增速 27%/23%/23%; 摊薄 EPS 为 0.59/1.09/1.73 元, 对应当前股价 PE 为 106/57/36X。公司国产基础软件龙头地位稳固, 自主可控领军企业拐点将至, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,943	4,613	7,539	10,254	13,428
(+/-%)	9.1%	-6.7%	63.4%	36.0%	31.0%
净利润(百万元)	75	111	292	540	855
(+/-%)	-26.8%	47.9%	163.2%	85.3%	58.3%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.22	0.59	1.09	1.73
EBIT Margin	0.0%	23.0%	4.9%	6.6%	7.9%
净资产收益率(ROE)	3.6%	5.0%	12.4%	20.3%	27.2%
市盈率(PE)	412.3	278.7	105.9	57.1	36.1
EV/EBITDA	275.1	29.2	81.1	49.1	33.5
市净率(PB)	14.7	14.06	13.09	11.60	9.84

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

主要子公司业绩爆发式增长，自主可控软件+集成业绩开始兑现

两家操作系统公司收入和利润同比增幅较大，主要是国产操作系统业务增长迅速所致。中标软件营业收入同比增长 340.87%，营业利润同比增加 6705.19 万元，净利润同比增加 6818.48 万元；天津麒麟营业收入同比增长 153.01%，营业利润同比增加 2069.13 万元，净利润同比增长 1419.36%。

集成业务子公司收入爆发式增长。子公司中软系统，主营业务为政府、企业信息化建设的系统集成、软件开发、信息安全及相关业务，营业收入同比增长 447.04%，同比增幅较大，主要是高新业务和自主安全项目收入增长较多所致。

此外，智慧城市应用及相应服务运营子公司中软服务，收入同比高速增长，增速为 267.19%，其主要业务重点是围绕智慧城市建设项目，建设并完善以城市云计算数据资源中心为代表的城市智能化基础设施，通过建立智慧城市 IT 运营服务平台，承载各类智慧应用，构建全方位服务体系，面向不同的城市，提供符合当地需求的智慧应用及相应服务运营。

表 1：中国软件主要参控股子公司 2019 年中报业绩情况

被参控公司	参控关系	直接持股比例	2018H1		2019H1		收入增速
			营业收入	净利润	营业收入	净利润	
中标软件有限公司	子公司	50.00	1,794.64	-3,575.69	7,912.11	3,242.79	340.87%
天津麒麟信息技术有限公司	子公司	40.00	1,496.22	159.38	3,785.62	2,421.56	153.01%
中软信息系统工程有限公司	子公司	65.30	7,608.72	-8,089.13	41,622.61	-7,548.61	447.04%
中软信息服务有限公司	子公司	98.75	1,321.19	-785.11	4,851.25	945.64	267.19%
上海中软计算机系统工程股份有限公司	子公司	70.00	1,926.43	-661.62	3,610.14	70.33	87.40%
大连中软软件有限公司	子公司	80.00	3,303.98	35.67	4,721.09	118.39	42.89%
北京中软万维网络技术有限公司	子公司	70.00	10,381.81	-1,504.26	12,060.67	-3,686.69	16.17%
北京中软融鑫计算机系统工程股份有限公司	子公司	59.09	6,674.06	-3,820.41	7,228.47	-1,598.43	8.31%
长城计算机软件与系统有限公司	子公司	100.00	59,906.66	2,362.60	60,152.52	779.19	0.41%
广州中软信息技术有限公司	子公司	70.25	8,717.74	-1,085.91	8,347.06	-2,021.69	-4.25%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

自主可控行业再获中央重提，华为加入生态更多在于合作而非竞争

中央会议重提“自主可控”，继续坚定自主可控行业发展决心。据新华网报道，习近平 8 月 26 日下午主持召开中央财经委员会第五次会议。会议指出，我国制造业规模居全球首位，是全世界唯一拥有全部工业门类的国家。要充分发挥集中力量办大事的制度优势和超大规模的市场优势，以夯实产业基础能力为根本，以自主可控、安全高效为目标，以企业和企业家为主体，以政策协同为保障，坚持应用牵引、问题导向，坚持政府引导和市场机制相结合，坚持独立自主和开放合作相促进，打好产业基础高级化、产业链现代化的攻坚战。习主席此前曾在 2018 年 5 月 28 日中国科学院第十九次院士大会、中国工程院第十四次院士大会上发表重要讲话：“要以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新为突破口，敢于走前人没走过的路，努力实现关键核心技术自主可控，把创新主动权、发展主动权牢牢掌握在自己手中。”本次中央会议重提

“自主可控”，继续坚定自主可控行业发展决心。

华为鸿蒙 OS 与国产 PC、服务操作系统厂商主要是合作关系，生态发展利好产业链。华为在 8 月 9 日举行的 2019 华为开发者大会上，正式推出了 Harmony（鸿蒙）OS，将会率先部署在智慧大屏、车机、穿戴等智能终端上，随时有可能应用于手机，并预计未来会有越来越多的智能设备使用开源的鸿蒙 OS，2020 年推出 2.0 版本用于 PC 操作系统等。我们认为华为鸿蒙主要面向消费级场景，与国产 PC、服务操作系统厂商主要是合作关系，此外，华为自主可控产业生态合作伙伴涉及较为广泛，鸿蒙 OS 的推出有望拉动生态发展，利好产业链核心公司。

站在计算机行业的角度，我们认为在 PC 操作系统市场华为有望逐步成为消费级场景的主流厂商之一，而在服务器操作系统市场，华为或与银河麒麟持续合作。

首先，华为鸿蒙 OS 目前涉及的应用场景以消费类场景为主，并未涉及上市公司主要参与的党政军市场。在党政军市场更多的是生态合作关系。

其次，在服务器 OS 系统方面，银河麒麟是上市公司中国软件的控股子公司天津麒麟旗下的国产操作系统品牌。2014 年天津麒麟成立，产品体系和技术路线上与中国软件另一家控股子公司中标软件（中标麒麟 OS）处于一种特殊的竞合关系，天津麒麟为了体现国防科大的技术传承和规避潜在的法律风险，恢复使用“银河麒麟”品牌。天津麒麟是中国电子信息产业集团、国防科技大学、天津市滨海新区联合发起成立的国有控股企业。银河麒麟操作系统也称为麒麟操作系统，起源于国防科技大学，是在“863 计划”和核高基科技重大专项支持下，研制而成的国内安全等级最高的操作系统。中国电子 2017 年底在世界互联网大会正式发布“PK 体系”，即是指银河麒麟操作系统与飞腾处理器的组合，是“Wintel”组合的最强挑战者。银河麒麟品牌在中国电子及国家政策支持下，已历经数十年的发展，在 PC、服务器领域国产操作系统市占率第一，生态构建较为完善。目前华为鲲鹏系列服务器与银河麒麟合作紧密，未来趋势有望延续。

最后，在 PC OS 系统方面，目前也是银河麒麟、中标麒麟占据国产化市场的主要份额。但根据华为时间表，2020 年即将推出 PC OS 系统。我们预计华为有望主要面向 2B、2C 市场进行推广，逐步成为消费级场景的主流厂商之一。

中国软件 OS 生态构建领先，谱写国产 OS 英雄赞歌

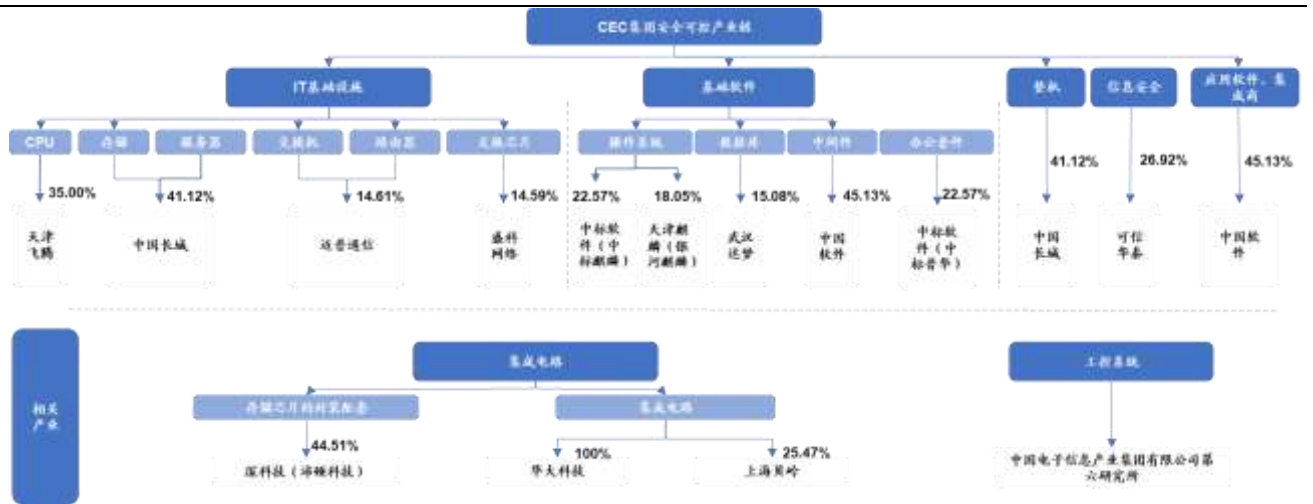
生态决定操作系统真正的竞争力，优秀的产品需要优秀的生态才能够真正打下市场。类比国内 PC、服务器操作系统市场，历经数十年发展，PC、服务器端的国产操作系统在 Linux 系统上的定制开发已趋于成熟，在技术和体验方面，已经与国外产品水平相当，但关键差距在于生态构建。目前中国主流国产操作系统是基于 Linux 开源系统的定制开发，历经数十年的发展，技术和体验的差距已不明显。中国工程院院士倪光南曾在接受《人民邮电》报记者采访时表示，“实际上，国产桌面操作系统在技术和体验方面，已经与国外产品水平相当，目前与国外的差距主要体现在生态系统方面。”倪院士一针见血的支指出，目前国产操作系统的核心应用瓶颈在于软件生态。这个软件生态即包括中间件、数据库、办公软件等基础软件，也包括聊天工具、娱乐工具等应用软件。围绕国产操作系统的生态构建成为当下要务。

生态的建立绝非一蹴而就，产品适配需要经历较长时间，并产生生态粘性。芯片、存储、整机等硬件厂商，中间件、数据库等基础软件厂商，以及应用软件及业务系统厂商均需要与 OS 厂商进行深度适配，涉及各个厂商之间大量的研发与实践工作。

中国软件长期深度参与自主可控进程，生态伙伴合作紧密。自主可控市场长时间的实验试点阶段，中国软件始终深度参与。而自主可控规模化采购市场从 2015 年正式启动以来，公司作为核心 OS 厂商，市占率持续领跑市场。中国软件已与其他核心生态伙伴建立紧密联系，共同把握自主可控行业发展大机遇。

实控人中国电子信息产业集团有限公司（CEC）是唯一一家拥有从芯片、操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统的自主可控全产业链企业，形成从安全咨询、系统集成、安全运维全生命周期的信息安全服务体系，拥有自主可控产业链联动和生态支撑的独特优势。

图 1：CEC 集团安全可控产业链布局



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

中国软件拥有完整的从操作系统、数据库等基础软件、中间件、安全产品到应用系统的业务链条，覆盖税务、党政、交通、知识产权、金融、能源等国民经济重要领域，服务上万家客户群体，拥有品牌、自主可控、资质、控股股东支持等核心优势。其中，公司旗下的中标麒麟操作系统连续 7 年位列国内 Linux 操作系统市场占有率第一；银河麒麟作为 CEC 集团“PK”体系的关键组成部分，呈应用崛起之势；武汉达梦作为国产数据库第一梯队厂商地位稳固。由于国产操作系统生态构建上与国外厂商尚存差距，以及国产数据库与国外数据库产品相比在稳定性和效率方面亦存在差距，目前在商业市场较难快速拓展，故政府和重点行业市场成为培育国产基础软件产品的温床。在已有的竞争格局下，已形成规模化应用、具备广泛案例和较强股东背景的厂商有望持续受益，行业集中度或有望持续提高。具体子公司情况如下：

表 2：中国软件主要参控股子公司及主营业务

序号	被参控公司	参控关系	持股比例%	主营业务
1	中标软件有限公司	子公司	50.00	操作系统的研发与产业化推广
2	天津麒麟信息技术有限公司	子公司	40.00	操作系统技术的研究、产品开发及产业化推广
3	武汉达梦数据库有限公司	联营企业	33.42	专业从事数据库管理系统与数据分析软件的研发、销售和服务
4	中软信息系统工程有限公司	子公司	65.30	政府、企业信息化建设的系统集成、软件开发、信息安全及相关业务
5	长城计算机软件与系统有限公司	子公司	100.00	行业应用、系统集成、咨询服务、大数据、能源管控、云服务等，面向诸多行业提供大型信息系统解决方案
6	中软信息服务有限公司	子公司	98.75	智慧应用及相应服务运营
7	广州中软信息技术有限公司	子公司	70.25	电力、税务、政府及大型企业等行业和领域的信息化应用开发及专业技术服务
8	南京中软软件与技术服务有限公司	子公司	70.00	税务行业的信息化服务
9	大连中软软件有限公司	子公司	80.00	软件外包及服务业务
10	上海中软计算机系统有限公司	子公司	70.00	系统集成、软件开发及技术服务，主要从事税务、财政软件开发
11	杭州中软安人网络通信股份有限公司	联营企业	39.75	专注于呼叫中心开发、集成、运维服务
12	中国计算机软件与技术服务(香港)有限公司	子公司	100.00	计算机软件的开发、生产、销售的业务
13	北京中软万维网络技术有限公司	子公司	70.00	轨道交通、证券、保险、基金等行业应用软件开发和系统集成服务
14	北京中软融鑫计算机系统工程有限公司	子公司	59.09	金融领域软件开发和咨询服务
15	中软智通(唐山)科技有限公司	子公司	60.00	城市综合信息化应用平台的开发及运营服务
16	艾弗世(苏州)专用设备股份有限公司	子公司	63.00	研发、生产、销售面向 IC 卡及电子标签设备、自动售票设备和出入口控制设备的核心部件

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中标软件：2003 年成立，是国内较早的国产操作系统厂商。2010 年 12 月“中标 Linux”操作系统和国防科大研制的“银河麒麟”操作系统进行品牌整合，共同推出了“中标麒麟”操作系统品牌。2016 年初，民营资本一兰科技购入中标软件 50% 的股份，从而使中标软件成为国有和民营资本各占一半的状态。根据赛迪顾问统计，自 2011 年至 2017 年，中标麒麟操作系统已连续七年位列国内 Linux 操作系统市场占有率第一。

天津麒麟：2014 年天津麒麟成立，产品体系和技术路线上与中标软件处于一种特殊的竞合关系，天津麒麟为了体现国防科大的技术传承和规避潜在的法律风险，恢复使用“银河麒麟”品牌。

天津麒麟是中国电子信息产业集团、国防科技大学、天津市滨海新区联合发起成立的国有控股企业。银河麒麟操作系统也称为麒麟操作系统，起源于国防科

技大学，是在“863 计划”和核高基科技重大专项支持下，研制而成的国内安全等级最高的操作系统。中国电子 2017 年底在世界互联网大会正式发布“PK 体系”，即是指银河麒麟操作系统与飞腾处理器的组合，是“Wintel”组合的最强挑战者。

除了应用于桌面、服务器的“银河麒麟”操作系统，天津麒麟公司旗下的“麒麟云”为用户提供安全、弹性、高可用、高性能的公有云/私有云解决方案。2016 年 6 月，以中国工程院倪光南院士、国防科大廖湘科院士为首的天津麒麟院士工作站正式挂牌成立。天津麒麟公司旗下的“银河麒麟”在操作系统的安全性和可靠性上具有优势，不仅支持国际主流的 X86CPU，也支持飞腾系列 ARM64 架构服务器的操作系统。

图 2：中标麒麟生态合作伙伴



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 3：银河麒麟生态合作伙伴



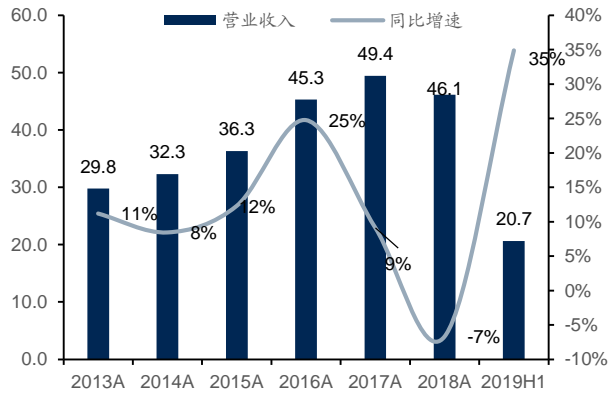
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司财务分析

自主软件产品高速增长，业绩开始兑现。2019H1 公司实现营收 20.65 亿元 (+34.91%)，归母净利润-2.09 亿元，上年同期为-2.24 亿元，扣非归母净利润-2.16 亿元，上年同期为-2.37 亿元。公司业绩符合市场预期。报告期内，自主软件产品实现营业收入 2.38 亿元，同比增加 33.14%，平均毛利率 66.15%，同比增加 4.10 个百分点，主要包括以操作系统为代表的基础软件产品，以中软防水坝为代表的的核心安全产品，以数字调度系统、通信动力及环境监控系统、铁路隧道应急系统为代表的铁路专用产品等。行业解决方案实现营业收入 12.20 亿元，同比增加 45.39%，平均毛利率 11.11%，同比减少 3.17 个百分点，主要包括电子政务、知识产权、现代数字城市、轨道交通等国民经济重要行业的信

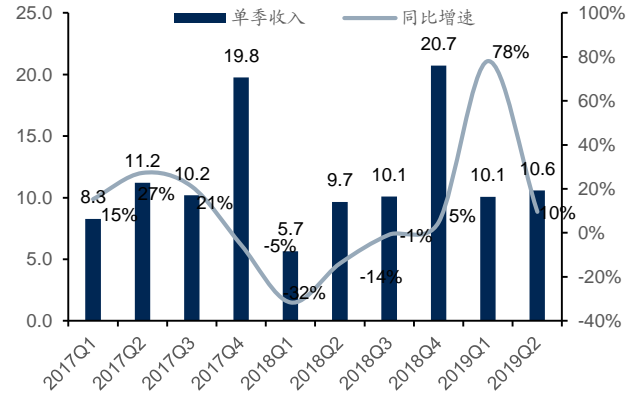
息系统集成、国产软硬件产品改造升级、以及以 oracle 和 SAP 为代表的国外软件产品分销等业务。服务化业务实现营业收入 5.89 亿元，同比增加 18.65%，平均毛利率 60.74%，同比减少 4.27 个百分点，主要包括税务行业的信息系统运维、党建云等业务。

图 4：中国软件营业收入及增速（单位：亿元、%）



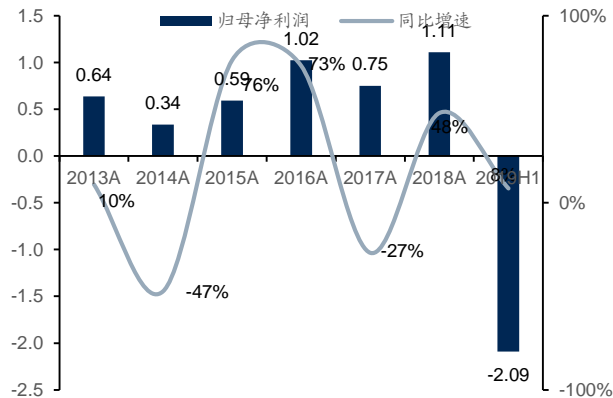
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：中国软件单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



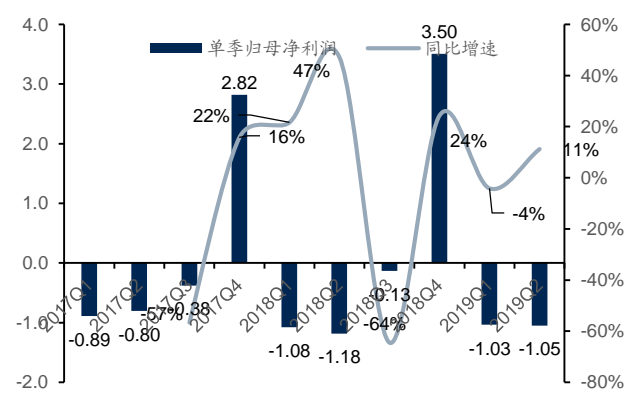
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：中国软件归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

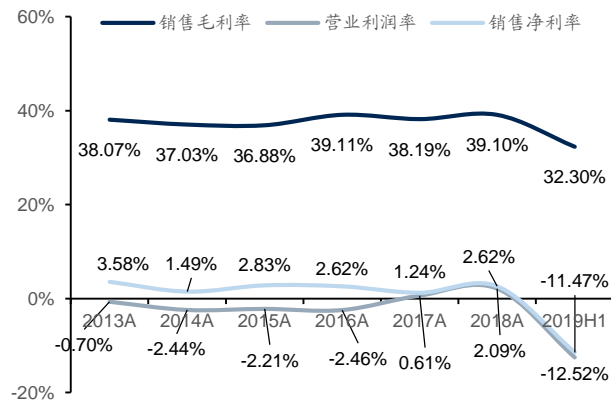
图 7：中国软件单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

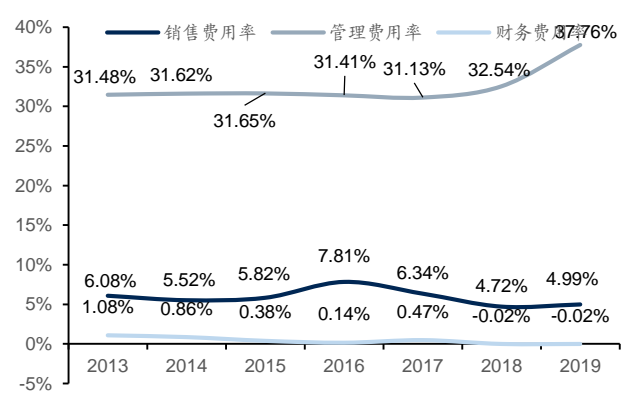
毛利率下降系行业解决方案业务结转因素导致，研发投入持续增长。2019H1 销售毛利率 32.30%，同比下降 4.81pp。自主软件产品毛利率仍在上升，毛利率下降的主要原因是本期行业解决方案业务按进度确认销售收入配比结转成本较多。销售费用率 4.99% (-2.02pp)，管理费用率 37.76% (-9.75pp)，财务费用率 -0.02% (+0.19pp)。三项费用率合计 42.73%，同下降 11.58pp。公司费用率得到良好控制的同时，研发投入依旧保持高增长，报告期内研发投入 5.64 亿元，同比增长 21.10%。

图 8: 中国软件毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

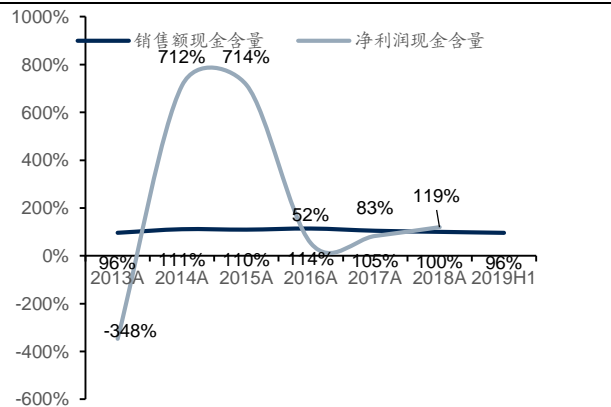
图 9: 中国软件三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

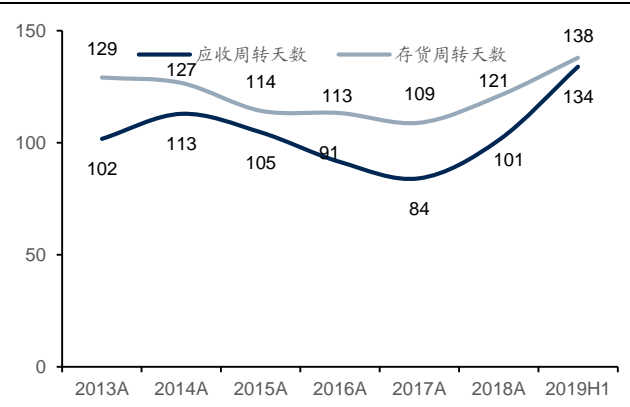
经营性现金流改善, 应收及存货周转率提升。2019H1 销售收到的现金 19.87 亿元 (+36.93%), 相对销售额的销售现金含量 96.21%; 经营性现金流量净额 -5.60 亿元, 上年同期仅为 -6.39 亿元。公司销售收到的现金增速高于收入增速, 经营性现金流情况有所改善。2019 年 H1 应收账款周转 134 天, 同比缩短 7 天; 存货周转 138 天, 同比缩短 20 天。

图 10: 中国软件经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 中国软件主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“增持”评级。预测 2019-2021 年公司归母净利润 2.92/5.40/8.55 亿元, 同比增速 27%/23%/23%; 摊薄 EPS 为 0.59/1.09/1.73 元, 对应当前股价 PE 为 106/57/36X。公司国产基础软件龙头地位稳固, 自主可控领军企业拐点将至, 维持“增持”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190828	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级	
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E				
600536	中国软件	62.44	308.81	0.2	0.6	1.1	1.7	278.7	105.9	57.1	36.1	5.2	1.70	增持
600588	用友网络	32.90	817.94	0.3	0.5	0.7	1.0	102.8	65.8	45.1	32.9	9.9	2.67	买入
603039	泛微网络	64.50	97.86	1.2	1.0	1.3	1.6	55.6	64.2	49.5	39.1	17.4	1.67	增持
300624	万兴科技	54.80	44.62	1.0	1.3	1.6	2.0	53.7	43.8	35.1	27.7	18.3	2.09	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1537	1420	1359	1335	营业收入	4613	7539	10254	13428
应收款项	1701	2779	3781	4951	营业成本	2810	4261	5657	7275
存货净额	1010	1543	2054	2647	营业税金及附加	32	52	71	92
其他流动资产	212	346	470	616	销售费用	218	452	615	806
流动资产合计	4460	6089	7664	9549	管理费用	494	2406	3238	4197
固定资产	501	502	499	490	财务费用	(1)	(9)	(7)	(9)
无形资产及其他	224	217	209	201	投资收益	29	10	10	10
投资性房地产	114	114	114	114	资产减值及公允价值变动	(84)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	392	455	517	580	其他收入	(909)	0	0	0
资产总计	5690	7375	9003	10934	营业利润	97	357	661	1046
短期借款及交易性金融负债	334	300	300	200	营业外净收支	25	0	0	0
应付款项	1806	2759	3673	4734	利润总额	122	357	661	1046
其他流动负债	568	1170	1567	2026	所得税费用	1	36	66	105
流动负债合计	2709	4230	5540	6960	少数股东损益	10	29	55	86
长期借款及应付债券	260	260	260	260	归属于母公司净利润	111	292	540	855
其他长期负债	135	120	105	90					
长期负债合计	395	380	365	350	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3104	4609	5905	7309	净利润	111	292	540	855
少数股东权益	391	407	438	486	资产减值准备	22	(1)	(2)	(2)
股东权益	2196	2359	2661	3139	折旧摊销	105	70	75	81
负债和股东权益总计	5690	7375	9003	10934	公允价值变动损失	84	30	30	30
					财务费用	(1)	(9)	(7)	(9)
					营运资本变动	(135)	(207)	(344)	(407)
					其它	(16)	17	33	50
					经营活动现金流	170	201	332	608
					资本开支	54	(92)	(92)	(92)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(9)	(155)	(155)	(155)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(90)	0	0	0
					支付股利、利息	(49)	(129)	(238)	(377)
					其它融资现金流	(25)	(34)	0	(100)
					融资活动现金流	(303)	(163)	(238)	(477)
					现金净变动	(141)	(117)	(61)	(24)
					货币资金的期初余额	1678	1537	1420	1359
					货币资金的期末余额	1537	1420	1359	1335
					企业自由现金流	1077	102	245	534
					权益自由现金流	962	76	252	442

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.22	0.59	1.09	1.73
每股红利	0.10	0.26	0.48	0.76
每股净资产	4.44	4.77	5.38	6.35
ROIC	39%	15%	32%	42%
ROE	5%	12%	20%	27%
毛利率	39%	43%	45%	46%
EBIT Margin	23%	5%	7%	8%
EBITDA Margin	25%	6%	7%	8%
收入增长	-7%	63%	36%	31%
净利润增长率	48%	163%	85%	58%
资产负债率	61%	68%	70%	71%
息率	0.2%	0.4%	0.8%	1.2%
P/E	278.7	105.9	57.1	36.1
P/B	14.1	13.1	11.6	9.8
EV/EBITDA	29.2	81.1	49.1	33.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032