

2019年08月28日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

营收高增长，子公司业绩印证自主可控带来的业绩高弹性

买入（维持）

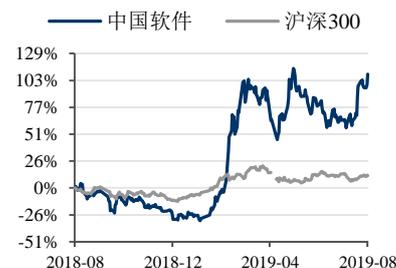
盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,613	6,030	9,042	12,294
同比（%）	-6.7%	30.7%	50.0%	36.0%
归母净利润（百万元）	111	195	806	1,203
同比（%）	47.9%	76.0%	313.2%	49.3%
每股收益（元/股）	0.22	0.39	1.63	2.43
P/E（倍）	279	158	38	26

事件：2019年中报营收20.65亿元，同比增长34.91%，归母净利润-2.09亿元，同比减亏6.85%，扣非归母净利润-2.16亿元，同比减亏9.44%。

投资要点

- **营收高增长，费用率下降明显**：2019年H1营收高增长主要系本期行业解决方案业务按进度确认销售收入较多所致。费用率方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比减少2.02pct、6.63pct、3.11pct，期间费用率下降明显。分业务看，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4.10pct。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3.17pct。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4.27pct。
- **子公司业绩印证自主可控放量带来的业绩高弹性**。公司多个控股子公司涉及自主可控及相关业务。中软系统（持股65.30%）2019H1营收41622.61万元，同比增长447.04%，主要受益于高新业务和自主安全项目收入增长较多，同时净利润同比减亏6.68%。中标软件（持股50%）2019H1营收7912.11万元，同比增长340.87%，净利润3242.79万元，实现扭亏为盈，同比增加6818.48万元。天津麒麟（持股40%）2019H1营收3785.62万元，同比增长153.01%，净利润2421.56万元，净利润同比增长1419.36%。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。同时，中标软件、天津麒麟营收分别同比增加6117.47万元、2289.4万元，同期净利润分别增加6818.48万元、2262.18万元，印证了操作系统的高净利率，在销售量增加的同时，营收几乎全部转化为净利润。因此，未来国产软硬件替换放量的时候，中标软件、天津麒麟的业绩将极具弹性。
- **自护可控放量在即，公司业绩有望高速增长**。预计明年开始，国产主机替代全面铺开。目前全国公务员人数超700万人，事业单位人员约3000万人，按照基础软硬件领域2万/台电脑测算（考虑应用层软件后可达5万/台左右），市场空间远超万亿。公司目前涉及自主可控的业务主要包括系统集成、PC和服务器操作系统（分别持中标软件50%股权、天津麒麟40%股权）、数据库（持有达梦数据库33.42%股权），假设明年400万、500万、600万套的替换量，集成、操作系统、数据库分别按照20%、80%、50%的市场份额测算，我们预计将分别给公司带来14.8亿元、18.5亿元、22.1亿元的业绩弹性，明年弹性十足。
- **盈利预测与投资评级**：预计2019-2021年EPS分别为0.39/1.63/2.43元，现价对应158/38/26倍PE。中国软件拥有中标麒麟和银河麒麟两套操作系统，前者与龙芯、海思等适配，后者与飞腾适配，在国产操作系统市场占有率合计80%左右。我们以党政军体系自主软硬件业务放量后公司的业绩弹性为参考，合理市值在500亿左右，维持“买入”评级。
- **风险提示**：政务云市场进展低于预期；自主可控市场低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	62.44
一年最低/最高价	20.08/66.12
市净率(倍)	15.73
流通A股市值(百万元)	30880.50

基础数据

每股净资产(元)	3.97
资产负债率(%)	57.81
总股本(百万股)	494.56
流通A股(百万股)	494.56

相关研究

- 1、《中国软件（600536）：操作系统不断拓展生态圈，自主产品放量在即》2019-04-29
- 2、《中国软件（600536）：自主产品放量在即，拟任董事长有望带领公司进入新篇章》2019-04-01
- 3、《中国软件（600536）：携手华为共建底层生态，安可从党政领域走向行业应用》2019-03-26

中国软件三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,460	5,612	6,942	9,697	营业收入	4,613	6,030	9,042	12,294
现金	1,537	1,366	941	1,940	减:营业成本	2,810	3,829	5,231	7,027
应收账款	1,470	1,918	3,163	3,745	营业税金及附加	32	39	62	84
存货	1,010	1,562	1,952	2,768	营业费用	218	241	316	430
其他流动资产	442	765	885	1,244	管理费用	494	1,809	2,667	3,553
非流动资产	1,231	1,387	1,722	2,010	财务费用	-1	-3	14	14
长期股权投资	392	443	492	539	资产减值损失	84	0	0	0
固定资产	498	614	907	1,180	加:投资净收益	29	14	10	12
在建工程	2	29	57	73	其他收益	0	0	0	0
无形资产	224	194	159	111	营业利润	97	189	860	1,297
其他非流动资产	114	107	107	107	加:营业外净收支	25	25	25	25
资产总计	5,690	6,998	8,664	11,707	利润总额	122	214	885	1,322
流动负债	2,709	3,873	4,683	6,455	减:所得税费用	1	2	7	10
短期借款	244	244	244	244	少数股东损益	10	18	73	109
应付账款	1,639	2,326	3,091	4,186	归属母公司净利润	111	195	806	1,203
其他流动负债	826	1,302	1,348	2,025	EBIT	108	194	873	1,301
非流动负债	395	361	363	352	EBITDA	219	295	996	1,465
长期借款	260	226	229	217					
其他非流动负债	135	135	135	135	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3,104	4,233	5,047	6,807	每股收益(元)	0.22	0.39	1.63	2.43
少数股东权益	391	408	481	591	每股净资产(元)	4.44	4.76	6.34	8.71
归属母公司股东权益	2,196	2,357	3,136	4,310	发行在外股份(百万股)	495	495	495	495
负债和股东权益	5,690	6,998	8,664	11,707	ROIC(%)	3.7%	6.4%	22.7%	25.9%
					ROE(%)	4.7%	7.7%	24.3%	26.8%
					毛利率(%)	39.1%	36.5%	42.1%	42.8%
					销售净利率(%)	2.4%	3.2%	8.9%	9.8%
					资产负债率(%)	54.5%	60.5%	58.2%	58.1%
					收入增长率(%)	-6.7%	30.7%	50.0%	36.0%
					净利润增长率(%)	47.9%	76.0%	313.2%	49.3%
					P/E	279	158	38	26
					P/B	14.06	13.10	9.85	7.17
					EV/EBITDA	139.40	103.73	31.21	20.62

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

