

2019年10月30日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

国产生态建设不断加速，业绩高增长可期 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）	317	180	44	29

事件：前三季度营收 31.46 亿元，同比增长 23.81%，归母净利润-2.45 亿元，亏损同比扩大 2.08%，扣非净利润-2.53 亿元，同比减亏 0.51%。

投资要点

■ **费用率同比下降，操作系统公司业务带动综合收益高增：**公司 Q3 实现营收 10.81 亿元，同比增长 6.98%，归母净利润-3648.17 万元，同比增加 178.46%。前三季度毛利率为 33.28%，同比减少 3.01pct。费用率方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率同比减少 1.43pct、3.27pct、1.05pct。预付账款较期初增长 70.03%（中报较年初增长 21.07%），主要系本期预付的项目货款较多所致。根据中报数据，行业解决方案实现营业收入 12.20 亿元（同比+45.39%），预付账款在三季度的高增长，显示公司正积极推进在手订单，彰显对未来业绩增长的信心。归属于少数股东的综合收益总额较上期变动较大，主要是由于非全资的控股子公司国产操作系统销售业务增长迅速，业绩同比增加较多所致。

■ **基于麒麟系统的生态建设正不断加速：**通过公司官网新闻动态，中标麒麟，已经与中兴通讯 uSmartView 云桌面、腾讯 QQ、山石网科 VPN、华为鲲鹏存储全系列产品、华为桌面云等公司完成产品兼容性认证。银河麒麟，中望 CAD、九思 OA 协同办公系统、美图秀秀、奇虎科技多款产品、紫光恒越、清华同方、苍穹地理信息平台、腾讯、华云数据、亿图软件、金山词霸等众多软硬件公司完成产品兼容性认证。此外，中标麒麟和银河麒麟也连续多年中标中央国家机关政府采购。操作系统拥有强壮健康的生态系统才能可持续发展，公司旗下的操作系统公司持续多年深耕国产系统的研发，今年操作系统和国内众多软硬件厂商正加快国产软、硬件一体化的安全生态体系建设，我们认为从国家到企业再到市场都在积极推动自主可控生态建设，预计明年国产替代有望全面铺开。

■ **自主可控放量在即，公司业绩有望高速增长：**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 300 万套的替换量，集成、操作系统、数据库分别按照 20%、40%、40% 的市场份额测算，我们预计将给公司带来约 6.4 亿元的业绩空间，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 180/44/29 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，二期试点中的国产操作系统市占率合计 80% 左右。明年党政体系自主软硬件业务开展后公司业绩将开始放量，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)	71.10
一年最低/最高价	20.08/92.07
市净率(倍)	18.26
流通 A 股市值(百万元)	35163.41

基础数据

每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	58.53
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）：营收高增长，子公司业绩印证自主可控带来的业绩高弹性》

2019-08-29

2、《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

3、《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

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	317	180	44	29
					P/B	16.01	14.92	11.21	8.16
					EV/EBITDA	159.00	118.26	35.51	23.55

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>

