

中国软件 (600536.SH)

评估方式超预期，合并预示安可强力推进

事件：2019年12月2日，公司与子公司中标软件、天津麒麟及两公司的其他各方股东签署投资意向协议书，各股东以各自在中标软件和天津麒麟的出资，按照相应净资产评估值作价，出资设立新公司，原各股东成为新公司的股东，中标软件和天津麒麟成为新公司的全资子公司。

净资产评估出资，中国软件或占新公司47%股权。公司与子公司中标软件、天津麒麟及其他各方股东以各自在中标软件和天津麒麟的出资，按照相应净资产评估值作价。其中截止2019年9月30日，中标软件净资产规模为2.23亿元，中国软件持股比例为50%；天津麒麟净资产规模0.82亿元，中国软件持股比例为40%，按照中国软件的净资产占比计算，中国软件或将持有新公司47%的股权，成为新公司的控股股东。

新公司将打造统一品牌操作系统，彰显中电子安可重视度。新公司将专注于国产操作系统的研发、销售、服务等相关业务，使用统一的自主品牌，国有控股和上市公司子公司定位不变，同时中标软件和天津麒麟成为新公司的全资子公司。新公司的成立将有利于中标麒麟与银河麒麟的资源整合，在技术、销售与适配等多方面发挥协同效应，扩大麒麟生态的丰富性与影响力。同时也彰显了中国电子集团对于安可产业化的重视，打造国产自主可控软硬件体系。

操作系统产品将保持加速增长态势，高利润率随产业化进程延续。截止2019Q3中标麒麟实现收入1.10亿元，净利润0.44亿元，净利率40%，2019H1实现收入7912万元，实现净利润3243万元，净利率为41%；银河麒麟2019Q3实现收入0.52亿元，净利润0.19亿元，净利率36.54%，2019H1实现收入3786万元，实现净利润2422万元，净利率为63.97%。我们认为，随着安可产业化的推进，操作系统产品将维持加速增长态势，同时合并协同效应将逐步凸显，产品成熟度不断提高，高利润率还将延续。

维持“买入”评级。根据公司年报披露经营计划，我们预计公司2019-2021年收入分别为60.81/75.76/93.84亿，归母净利润分别为2.76/5.68/9.56亿，EBITDA分别为4.67/8.89/14.15亿。我们采用EV/(ebitda+研发费用)估值法，考虑到操作系统适配与生态的大量研发需要，假设公司2018-2020年研发投入复合增长率为21%，2020年研发费用达到14.72个亿，维持“买入”评级。

风险提示：国产化技术迭代进程低于预期；政府对自主可控产品的投资不及预期；关键假设可能存在误差风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,943	4,613	6,081	7,576	9,384
增长率yoy(%)	9.1	-6.7	31.8	24.6	23.9
归母净利润(百万元)	75	111	276	568	956
增长率yoy(%)	-26.8	47.9	149.4	105.6	68.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.15	0.22	0.56	1.15	1.93
净资产收益率(%)	2.4	4.7	10.4	17.7	22.9
P/E(倍)	359.9	243.2	97.5	47.4	28.2
P/B(倍)	12.79	12.27	10.90	8.86	6.74

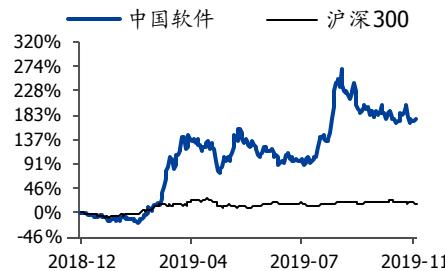
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
最新收盘价	68.83
总市值(百万元)	34,040.76
总股本(百万股)	494.56
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	10.74

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 安鹏

执业证书编号: S0680519030002

邮箱: anpeng@gszq.com

相关研究

1、《中国软件 (600536.SH): 现金流加速增长，安全可控产业趋势成必然》2019-10-29

2、《中国软件 (600536.SH): 中标麒麟和华为桌面云联合解决方案发布，国产化生态加速完善》2019-09-21

3、《中国软件 (600536.SH): 联合中国电子成立合资公司，加码“飞腾+麒麟”体系生态圈》2019-09-09



财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4075	4460	3870	4722	4873	营业收入	4943	4613	6081	7576	9384
现金	1678	1537	1446	1574	1099	营业成本	3055	2810	3473	4025	4595
应收账款	1122	1470	1023	1353	1636	营业税金及附加	35	32	38	44	66
其他应收款	135	0	0	0	0	营业费用	313	218	272	332	398
预付账款	197	201	242	255	305	管理费用	1539	494	1889	2362	2952
存货	877	1010	917	1256	1526	财务费用	23	-1	24	28	35
其他流动资产	66	242	243	285	307	资产减值损失	62	84	61	91	141
非流动资产	1196	1231	1333	1359	1393	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	329	392	380	359	322	投资净收益	-3	29	-4	-11	-27
固定投资	543	498	610	700	807	营业利润	30	97	321	685	1170
无形资产	214	224	234	194	154	营业外收入	42	28	30	36	40
其他非流动资产	110	116	108	107	111	营业外支出	1	3	2	3	3
资产总计	5271	5690	5203	6082	6266	利润总额	71	122	349	718	1207
流动负债	2248	2709	1972	2283	1477	所得税	10	1	48	98	165
短期借款	269	244	394	909	244	净利润	61	121	301	620	1042
应付账款	1271	0	737	748	228	少数股东收益	-13	10	25	52	87
其他流动负债	708	2465	840	626	1005	归属母公司净利润	75	111	276	568	956
非流动负债	500	395	343	291	239	EBITDA	187	219	467	889	1415
长期借款	350	260	208	156	104	EPS(元/股)	0.15	0.22	0.56	1.15	1.93
其他非流动负债	150	135	135	135							
负债合计	2748	3104	2314	2574	1716						
少数股东权益	417	391	416	467	554						
股本	495	495	495	495	495						
资本公积	976	976	976	976	976						
留存收益	674	762	1063	1683	2725						
归属母公司股东收益	2107	2196	2473	3041	3996						
负债和股东权益	5271	5690	5203	6082	6266						
现金流表(百万元)											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	62	132	85	-153	474	成长能力					
净利润	61	121	301	620	1042	营业收入(%)	9.1	-6.7	31.8	24.6	23.9
折旧摊销	127	111	107	117	137	营业利润(%)	127.2	219.5	232.1	113.4	70.9
财务费用	23	-1	24	28	35	归属母公司净利润(%)	-26.8	47.9	149.4	105.6	68.2
投资损失	3	-29	4	11	27	盈利能力					
营运资金变动	-201	-163	-351	-928	-766	毛利率(%)	38.2	39.1	42.9	46.9	51.0
其他经营现金流	48	93	0	0	0	净利率(%)	1.5	2.4	4.5	7.5	10.2
投资活动净现金流	-303	-185	-212	-155	-197	ROE(%)	2.4	4.7	10.4	17.7	22.9
资本支出	111	72	114	48	71	ROIC(%)	1.8	3.7	9.5	15.5	24.4
长期投资	-15	-22	12	0	37	偿债能力					
其他投资现金流	-208	-135	-86	-107	-89	资产负债率(%)	52.1	54.5	44.5	42.3	27.4
筹资活动净现金流	-75	-92	-114	-80	-87	净负债比率(%)	-42.0	-36.5	-27.4	-13.0	-15.4
短期借款	-127	-25	0	0	0	流动比率	1.8	1.6	2.0	2.1	3.3
长期借款	80	-90	-52	-52	-52	速动比率	1.4	1.3	1.5	1.5	2.3
普通股增加	0	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	0	-0	0	0	0	总资产周转率	0.9	0.8	1.1	1.3	1.5
其他筹资现金流	-29	22	-62	-28	-35	应收账款周转率	4.3	3.6	4.9	6.4	6.3
现金净增加额	-317	-144	-241	-387	190	应付账款周转率	2.5	4.4	9.4	5.4	9.4
						每股指标(元/股)					
						每股收益(最新摊薄)	0.15	0.22	0.56	1.15	1.93
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.13	0.17	-0.31	0.96
						每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.44	5.00	6.15	8.08
						估值指标(倍)					
						P/E	359.9	243.2	97.5	47.4	28.2
						P/B	12.8	12.3	10.9	8.9	6.7
						EV/EBITDA	141.33	121.4	57.2	30.5	19.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com