

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**信息技术**
**软件与服务**
**中国软件（600536）**
**重大事件快评**
**增持**

（维持评级）

2019年12月03日

# 两大 OS 子公司发起合并，强强联合增强综合竞争力

**证券分析师：熊莉**

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**

0755-81982908

yuweiye@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519050001

## 事项：

公司于12月2日公告称，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，各股东方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。

### 国信计算机观点：

- 1) 两大子公司历史渊源深厚，技术传承于国防科大，若合并顺利实施，中标麒麟、银河麒麟将合并为统一的自主品牌增强产品和渠道优势，综合竞争力再上台阶。
- 2) 合并方案以净资产为参考，据经验，假设双方以 PB 为 1 倍进行合并，推算中国软件未来有望持股合资公司 46.23% 股权。同时，天津麒麟于 2019Q4 完成股权激励，金海一号、金海二号共持股 10%，股权激励速度略超市场预期，持股比例符合市场预期。
- 3) 国产操作系统厂商呈现集中度提升趋势。此前诚迈科技与武汉深之度股东，共同成立统信软件，牵头建设统一操作系统 UOS。本次国内两大操作系统厂商合并，再度提升行业集中度。OS 作为自主可控生态适配的核心系统，集中度提升有利于减少生态适配的复杂度和工作量，创造良好生态环境，集中力量攻坚自主可控薄弱环节，有利于行业发展。
- 4) 操作系统利润高速增长，业绩弹性较大，Q3 业绩持续向好。2019H1 两家操作系统公司收入和利润同比增幅较大，中标软件营业收入同比增长 340.87%，天津麒麟营业收入同比增长 153.01%，2019 年 1-9 月相比于中报，中标软件收入环比增长 38.46%，天津麒麟收入环比增长 36.77%。

预计 2019-2021 年归母净利润为 2.04/5.23/8.10 亿元，同比增速 84%/157%/55%，摊薄 EPS 为 0.41/1.06/1.64 元，对应当前股价 PE 为 167/65/42X。公司背靠 CEC 集团国产基础软件龙头地位稳固，渠道、生态优势突出，自主可控领军企业拐点将至，维持“增持”评级。

## 评论：

### ■ 两大子公司历史渊源深厚，若顺利实施，中标麒麟、银河麒麟将合并为统一的自主品牌

两大子公司 OS 技术均传承于国防科大，且同属中国软件的控股子公司。

**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。

两大 OS 子公司经历多年发展，已成为国内桌面 OS 及服务器 OS 的领军企业，市占率领先，生态布局完善。此次强强联合，中标麒麟、银河麒麟有望合并为统一的自主品牌，增强产品和渠道优势，综合竞争力再上台阶。

图 1：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 2：银河麒麟生态合作伙伴

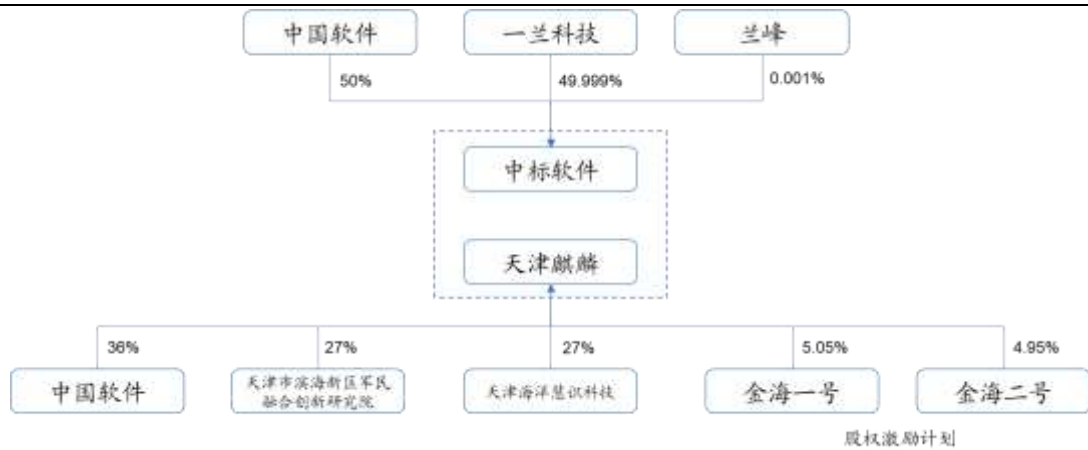


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

■ 合并方案以净资产为参考，假设双方以 PB 为 1 倍进行合并，推算中国软件未来持股合资公司 46.23% 股权

合并方案各股东方拟以各自在中标软件和天津麒麟的出资，按照净资产评估值对应的价值为对价，出资设立新公司。参考 CEC 旗下另一上市公司中国长城的吸收合并天津飞腾、郑州轨交信息技术研究院经验，以及诚迈科技与武汉深之度股东成立合资公司的经验，出资标的 PB 估值为 1 倍左右。假设双方以 PB 为 1 倍进行合并，推算中国软件未来持股合资公司 46.23% 股权。

图 3：中标软件、天津麒麟股权架构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

天津麒麟于 2019Q4 完成股权激励，金海一号、金海二号共持股 10%，股权激励速度略超市场预期，持股比例符合市场预期。

■ 公司作为 CEC 旗下软件资产整合平台地位突出，两大子公司合并符合国产操作系统集中度提升趋势

国产操作系统厂商呈现集中度提升趋势。此前诚迈科技与武汉深之度股东，共同成立统信软件，牵头建设统一操作系统 UOS。本次国内两大操作系统厂商合并，再度提升行业集中度。

OS 作为自主可控生态适配的核心系统，集中度提升有利于减少生态适配的复杂度和工作量，创造良好生态环境，集中力量攻坚自主可控薄弱环节，有利于行业发展。

■ 操作系统利润高速增长，业绩弹性较大，Q3 业绩向好

2019H1 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%。

2019 年 1-9 月相比于中报，中标软件收入环比增长 38.46%，净利润环比增长 35.65%；天津麒麟收入环比增长 36.77%，净利润环比下降 20.83%。

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

表 2：中标软件、天津麒麟近三年及一期财务情况

| 公司          | 2019 年 9 月 30 日 | 2018 年 12 月 31 日 | 2017 年 12 月 31 日 | 2016 年 12 月 31 日 |
|-------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>中标软件</b> |                 |                  |                  |                  |
| 资产总额        | 27,670.25       | 22,167.99        | 23,544.20        | 25,303.05        |
| 净资产         | 22,327.79       | 17,928.80        | 20,221.99        | 22,425.62        |
|             | 2019 年 1-9 月    | 2018 年度          | 2017 年度          | 2016 年度          |
| 营业收入        | 10,955.01       | 7,891.29         | 6,546.50         | 9,203.67         |
| 净利润         | 4,398.98        | -2,293.18        | -2,203.63        | 104.2            |
| <b>天津麒麟</b> |                 |                  |                  |                  |
| 资产总额        | 19,799.75       | 12,386.14        | 9,931.91         | 10,639.85        |
| 净资产         | 8,222.70        | 6,305.50         | 4,117.96         | 3,863.68         |
|             | 2019 年 1-9 月    | 2018 年度          | 2017 年度          | 2016 年度          |
| 营业收入        | 5,177.64        | 6,191.30         | 5,480.35         | 4,576.87         |
| 净利润         | 1,917.20        | 687.54           | 254.28           | 203.83           |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

1、本投资协议为意向性协议，尚需后续签署正式协议，履行相应决策程序后执行，存在一定的不确定性；2、党政市场采购不及预期的风险；3、安全可控产业发展不及预期的风险。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金及现金等价物         | 1537        | 1595        | 1512        | 1513        |
| 应收款项             | 1701        | 2130        | 3139        | 4249        |
| 存货净额             | 1010        | 1234        | 1735        | 2315        |
| 其他流动资产           | 212         | 265         | 391         | 529         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4460</b> | <b>5222</b> | <b>6777</b> | <b>8605</b> |
| 固定资产             | 501         | 485         | 465         | 439         |
| 无形资产及其他          | 224         | 217         | 209         | 201         |
| 投资性房地产           | 114         | 114         | 114         | 114         |
| 长期股权投资           | 392         | 455         | 517         | 580         |
| <b>资产总计</b>      | <b>5690</b> | <b>6492</b> | <b>8082</b> | <b>9939</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 334         | 300         | 300         | 200         |
| 应付款项             | 1806        | 2206        | 3102        | 4139        |
| 其他流动负债           | 568         | 895         | 1281        | 1719        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2709</b> | <b>3400</b> | <b>4683</b> | <b>6058</b> |
| 长期借款及应付债券        | 260         | 260         | 260         | 260         |
| 其他长期负债           | 135         | 120         | 105         | 90          |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>395</b>  | <b>380</b>  | <b>365</b>  | <b>350</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>3104</b> | <b>3780</b> | <b>5048</b> | <b>6407</b> |
| 少数股东权益           | 391         | 402         | 432         | 477         |
| 股东权益             | 2196        | 2310        | 2602        | 3055        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5690</b> | <b>6492</b> | <b>8082</b> | <b>9939</b> |

| 关键财务与估值指标     | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.22  | 0.41  | 1.06  | 1.64  |
| 每股红利          | 0.10  | 0.18  | 0.47  | 0.72  |
| 每股净资产         | 4.44  | 4.67  | 5.26  | 6.18  |
| ROIC          | 39%   | 12%   | 36%   | 45%   |
| ROE           | 5%    | 9%    | 20%   | 27%   |
| 毛利率           | 39%   | 41%   | 44%   | 45%   |
| EBIT Margin   | 23%   | 5%    | 8%    | 9%    |
| EBITDA Margin | 25%   | 6%    | 9%    | 10%   |
| 收入增长          | -7%   | 25%   | 47%   | 35%   |
| 净利润增长率        | 48%   | 84%   | 157%  | 55%   |
| 资产负债率         | 61%   | 64%   | 68%   | 69%   |
| 息率            | 0.1%  | 0.3%  | 0.7%  | 1.0%  |
| P/E           | 307.2 | 167.1 | 65.1  | 42.0  |
| P/B           | 15.5  | 14.7  | 13.1  | 11.1  |
| EV/EBITDA     | 31.9  | 108.6 | 52.6  | 36.8  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元)        | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>4613</b> | <b>5776</b> | <b>8515</b> | <b>11525</b> |
| 营业成本             | 2810        | 3420        | 4789        | 6371         |
| 营业税金及附加          | 32          | 40          | 59          | 79           |
| 销售费用             | 218         | 272         | 402         | 544          |
| 管理费用             | 494         | 1765        | 2598        | 3513         |
| 财务费用             | (1)         | (11)        | (12)        | (13)         |
| 投资收益             | 29          | 10          | 10          | 10           |
| 资产减值及公允价值变动      | (84)        | (50)        | (50)        | (50)         |
| 其他收入             | (909)       | 0           | 0           | 0            |
| 营业利润             | 97          | 249         | 640         | 991          |
| 营业外净收支           | 25          | 0           | 0           | 0            |
| <b>利润总额</b>      | <b>122</b>  | <b>249</b>  | <b>640</b>  | <b>991</b>   |
| 所得税费用            | 1           | 25          | 64          | 99           |
| 少数股东损益           | 10          | 21          | 53          | 82           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>111</b>  | <b>204</b>  | <b>523</b>  | <b>810</b>   |

| 现金流量表 (百万元)    | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>     | <b>111</b>   | <b>204</b>   | <b>523</b>   | <b>810</b>   |
| 资产减值准备         | 22           | (4)          | (5)          | (5)          |
| 折旧摊销           | 105          | 70           | 75           | 81           |
| 公允价值变动损失       | 84           | 50           | 50           | 50           |
| 财务费用           | (1)          | (11)         | (12)         | (13)         |
| 营运资本变动         | (135)        | 1            | (375)        | (373)        |
| 其它             | (16)         | 15           | 35           | 51           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>170</b>   | <b>336</b>   | <b>303</b>   | <b>613</b>   |
| 资本开支           | 54           | (92)         | (92)         | (92)         |
| 其它投资现金流        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(9)</b>   | <b>(155)</b> | <b>(155)</b> | <b>(155)</b> |
| 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)         | (90)         | (231)        | (357)        |
| 其它融资现金流        | (25)         | (34)         | 0            | (100)        |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(303)</b> | <b>(124)</b> | <b>(231)</b> | <b>(457)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(141)</b> | <b>58</b>    | <b>(82)</b>  | <b>1</b>     |
| 货币资金的期初余额      | 1678         | 1537         | 1595         | 1512         |
| 货币资金的期末余额      | 1537         | 1595         | 1512         | 1513         |
| 企业自由现金流        | 1077         | 229          | 210          | 531          |
| 权益自由现金流        | 962          | 205          | 220          | 443          |

## 相关研究报告

- 《中国软件-600536-2019 年三季度点评：业绩符合预期，国产操作系统销售出色》 ——2019-10-30
- 《中国软件-600536-重大事件快评：设立创新研究院，主力攻关 PK 体系生态完善》 ——2019-09-10
- 《中国软件-600536-2019 年半年报点评：OS+集成爆发式增长，谱写国产化英雄赞歌》 ——2019-08-29
- 《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

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>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<br>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

## 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