

# 中国软件（600536）

## 重要股东增持彰显信心，打造自主可控软件标杆

### 买入（首次覆盖）

2016年8月23日

首席证券分析师 郝彪

执业资格证书号码：S0600516030001

[haob@dwzq.com.cn](mailto:haob@dwzq.com.cn)

研究助理 陈晨

[chenchen@dwzq.com.cn](mailto:chenchen@dwzq.com.cn)

盈利及估值重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,630	4,511	5,585	6,941
同比(+/-%)	12.3%	24.2%	23.8%	24.3%
净利润(百万元)	59.09	93.29	120.88	149.78
同比(+/-%)	76.2%	57.9%	29.6%	23.9%
毛利率(%)	36.3%	36.4%	36.4%	36.3%
净资产收益率(%)	3.0%	4.7%	6.0%	7.3%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.19	0.24	0.30
P/E	251	159	123	99
P/B	8	7	7	7

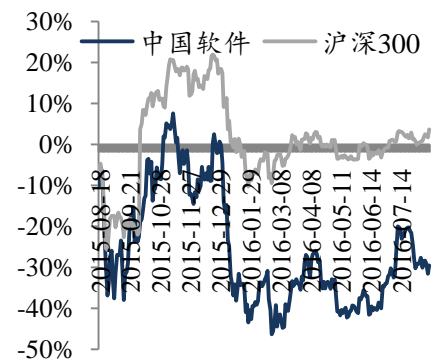
#### 事件:

截止 2016 年 8 月 17 日，公司信息披露人文细棠先生通过增持公司股票 2630.95 万股，占公司股本总数的 5.32%。

#### 投资要点

- 重要股东大额增持彰显公司发展信心：**本次进行增持行动的文细棠先生为公司的信息披露义务人，增持规模超 5% 彰显股东对于公司发展的巨大信心。持续看好公司在未来自主可控领域的操作系统、数据库等子行业中的龙头地位。
- 自主可控支持政策持续推进，进展屡超预期：**1、今年 4 月 19 日，习近平总书记在网信工作座谈会上发表讲话，要求全面完成网络安全检查，摸清家底，认清风险，找出漏洞，通报结果，督促整改；2、7 月 8 日网安小组通过网信办网站发文，要求今年 12 月底前完成信息安全基础设施检查，本次检查在力度、范围、时间节点三方面均超市场预期。行业范围覆盖党政军系统、事业单位及八大行业，国产替代明年有望放量。3、8 月，国务院出台“十三五”国家科技创新规划，突出自主可控 CPU 及操作系统等核心技术，再次推进自主可控领域进程。4、8 月 15 日，一篇《中国发展关键核心技术的指导方针——解读习主席 2013 年 12 月 20 日的批示》首次对外公布了习近平 2013 年 12 月 20 日《在中国工程院一份建议上的批示》。批示重点强调对计算机操作系统等信息化核心技术和信息基础设施的自主研发和政策资源支持。
- 国产替代空间超万亿，公司受益显著：**目前考虑党政军和八大重要行业的换机需求，基础软硬件空间将达到万亿以上。在 intel 体系下，平均水平下 PC 终端和服务器占产业链 30%-35%，软件占比 35%-40%；网络设备占比 5%；系统集成占比 8%-10%；5%-8% 的服务费及未来运维费。不同行业间存在差异，比如教育行业硬件占比 50% 以上。目前国产操作系统比 windows 便宜很多，所以未来飞腾-麒麟体系下软件占比可能会相对降低，硬件整机占比会相对更高，预计未来中国软件所处的环节将能够在总市场空间占到 30% 左右的水平。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	27.55
一年最低价/最高价	19.07/41.47
市净率	15.0
流通 A 股市值(百万元)	13353.8

#### 基础数据

每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	45.19
总股本(百万股)	494.56
流通 A 股(百万股)	484.71

- **公司已形成完整的软件产品生态圈，打造自主可控软件国家队：**CEC 旗下的飞腾 1500A 芯片是 2015 年发布的基于 ARM 架构的完全自主可控国产芯片，与上一代国产芯片相比，性能提升数倍。目前飞腾 1500A 芯片在专业性能测试中与 X86 架构下的英特尔酷睿 i5 评分相差无几，能够满足除办公外多种需求，具备国产替代条件。而 CEC 集团是目前国内唯一一家能够实现芯片、整机、操作系统全套自主可控的集团。中国软件作为 CEC 集团旗下的软件平台，产品涵盖麒麟操作系统、达梦数据库、中软防水坝系列安防产品等全生态产品。公司致力于为基于国产替代的硬件产品提供完善的软件生态体系，后续受益空间确定。
- **Win10 无缘政府采购，操作系统与数据库国产化预期进展顺利：**习近平主席“1220 批示”近期解密，批示中重点强调对计算机操作系统等信息化核心技术和信息基础设施的自主研发和政策资源支持，已造势近一年的“中国政府定制版 Win 10”宣布夭折，政府采购部门将 Win10 与 Win8 同等对待，不列入政府采购目录，也没有另行发布通知。此举意味着在操作系统层面上的国产替代将会进一步推进。目前国内的操作系统市场上，微软仍然占据绝对龙头地位，我国的主要国产操作系统有中标麒麟（中国软件旗下）、中科红旗、中科方德、凝思、拓林思等，目前中标麒麟已经在部分品牌电脑中实现预装，预计随着 Win10 折戟，未来党政军系统操作系统的国产替代将会进一步推进。而在中国的数据库市场，2015 年 Oracle 的份额高达 56%，远超排在第二的 IBM（15.9%），微软份额排行第三为 9.5%，SAP 以 8.5% 排行第四，数据库市场国内厂商难以立足，过度依赖进口的现象突出。但在党政军系统，中国软件控股的武汉达梦数据库已经在电网、军工等重点项目中实现了产品应用范围的扩大和性能的进一步提升，未来随着关键领域基础软硬件的逐步国产化实现，数据库领域将具备实现大规模替代的能力。
- **公司具备特一级系统集成资质，金税三期巩固税务龙头商地位：**公司是首批通过国家计算机信息系统集成一级资质认证的厂商，在轨交、税务、医疗、海关等多个行业均具有重要的信息化业务部署，承担国家重大工程项目。其中，公司目前是税务系统工程项目的支柱型供应商，随着金税三期的投入进入尾声和上线运行，公司的龙头地位得以稳固，未来税务业务将进入良性发展和稳定收获期。
- **投资建议：**我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 9330/12090/14980 万元，EPS 分别为 0.19/0.24 元/0.30 元，现价对应 PE 分别为 145/114/92 倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**自主可控进展低于预期。

	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>4409.3</b>	<b>4339.0</b>	<b>4969.5</b>	<b>5841.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>3630.4</b>	<b>4510.6</b>	<b>5584.9</b>	<b>6940.8</b>
现金	2068.5	1500.0	1500.0	1500.0	营业成本	2291.5	2847.0	3525.9	4384.3
应收款项	1314.9	1570.1	1921.0	2401.7	营业税金及附加	19.8	22.6	27.9	34.7
存货	763.4	953.2	1150.0	1449.0	营业费用	211.4	261.6	321.1	395.6
其他	262.4	315.7	398.5	490.5	管理费用	1181.2	1408.3	1713.3	2092.2
<b>非流动资产</b>	<b>1113.7</b>	<b>1141.9</b>	<b>1108.8</b>	<b>1052.5</b>	财务费用	13.7	21.3	17.1	23.7
长期股权投资	95.7	95.7	95.7	95.7	投资净收益	33.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	612.1	650.3	627.1	580.7	其他	-26.8	-30.0	-30.0	-30.0
无形资产	298.8	288.8	278.9	268.9	<b>营业利润</b>	<b>-80.3</b>	<b>-80.1</b>	<b>-50.6</b>	<b>-19.8</b>
其他	107.1	107.1	107.1	107.1	营业外净收支	190.4	180.0	180.0	180.0
<b>资产总计</b>	<b>5523.0</b>	<b>5480.9</b>	<b>6078.2</b>	<b>6893.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>110.1</b>	<b>99.9</b>	<b>129.4</b>	<b>160.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>2448.0</b>	<b>2367.2</b>	<b>2920.4</b>	<b>3685.8</b>	所得税费用	7.4	6.6	8.5	10.4
短期借款	547.3	347.8	380.6	561.0	少数股东损益	43.6	0.0	0.0	0.0
应付账款	1171.7	1322.6	1651.4	2045.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>59.1</b>	<b>93.3</b>	<b>120.9</b>	<b>149.8</b>
其他	729.0	696.8	888.4	1079.7	EBIT	-41.3	-18.8	6.5	43.9
<b>非流动负债</b>	<b>261.5</b>	<b>281.5</b>	<b>301.5</b>	<b>321.5</b>	EBITDA	48.9	50.8	80.0	120.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	261.5	281.5	301.5	321.5	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2709.5</b>	<b>2648.8</b>	<b>3221.9</b>	<b>4007.3</b>	摊薄每股收益(元)	0.12	0.19	0.24	0.30
少数股东权益	836.5	836.5	836.5	836.5	每股净资产(元)	4.00	4.03	4.08	4.14
归属母公司股东权益	1977.0	1995.6	2019.8	2049.8	发行在外股份(百万股)	494.6	495.0	495.0	495.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5523.0</b>	<b>5480.9</b>	<b>6078.2</b>	<b>6893.6</b>	ROIC(%)	-1.3%	-0.6%	0.2%	1.3%
					ROE(%)	3.0%	4.7%	6.0%	7.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	36.3%	36.4%	36.4%	36.3%
经营活动现金流	422.1	-217.1	144.2	-0.6	EBIT Margin(%)	-1.1%	-0.4%	0.1%	0.6%
投资活动现金流	136.8	-77.3	-80.3	-59.9	销售净利率(%)	1.6%	2.1%	2.2%	2.2%
筹资活动现金流	80.5	-274.2	-63.8	60.6	资产负债率(%)	49.1%	48.3%	53.0%	58.1%
现金净增加额	640.5	-568.5	-0.0	0.0	收入增长率(%)	12.3%	24.2%	23.8%	24.3%
企业自由现金流	152.6	-446.7	-91.0	-209.3	净利润增长率(%)	76.2%	57.9%	29.6%	23.9%

资料来源: Wind 资讯, 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。

### 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个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。



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.gsjq.com.cn>