

证券研究报告—动态报告

信息技术

软件与服务

中国软件(600536)

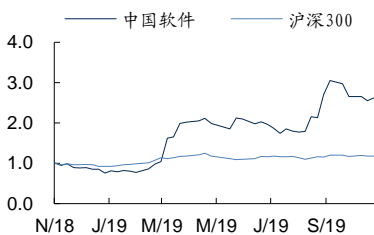
增持

2019年三季度点评

(维持评级)

2019年10月30日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	495/495
总市值/流通(百万元)	35,134/35,134
上证综指/深圳成指	2,954/9,746
12个月最高/最低(元)	92.07/20.08

相关研究报告:

《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

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: 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

电话: 0755-81982908
 E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519050001

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期, 国产操作系统销售出色

● 三季度业绩符合预期, 政府一般性 IT 投资增速放缓影响公司业绩

2019 前三季度公司实现营收 31.46 亿元 (+23.81%), 归母净利润-2.45 亿元 (+3.38%), 扣非归母净利润-2.53 亿元(-0.17%); Q3 单季公司实现营收 10.81 亿元 (+6.98%), 归母净利润-3,648.17 万元 (-178.46%), 扣非归母净利润-3,683.64 万元 (-140.30%)。公司三季度收入增速放缓, 利润金额略有下降, 预计主要原因是政府一般性信息化业务受投资增速影响而出现下降。

● 国产操作系统销售业绩出色, 体现在少数股东损益项目中

前三季度公司少数股东损益总额为-3,351.39 万元, 相比去年同期增加 5,731.39 万元, 相比中报同比增加 4,407.55 万元, 同比减亏幅度进一步扩大。三季度少数股东损益增长的原因与中报类似, 主要源于非全资的控股子公司(中标软件、天津麒麟)国产操作系统销售业务增长迅速, 业绩同比增加较多。

● 毛利率相对稳定, 费用情况改善, 研发持续高投入

前三季度毛利率保持相对稳定, 同比下降 2.79pp, 系行业解决方案业务结转因素导致。费用率有所下降, 其中研发投入持续快速增长, 前三季度研发费用达到 8.59 亿元, 计算机行业内研发投入领先, 比上年同期增加 19.23%。

● 经营性现金流同比改善

2019 年前三季度销售收到现金增长较快。2019 年前三季度销售收到的现金 36.49 亿元 (+40.00%), 相对销售额的销售现金含量 115.99%; 经营性现金流量净额-5.80 亿元 (+7.94%)。公司销售收到的现金增速高于收入增速, 经营性现金流情况有所改善。

● 风险提示: 驻场人员增加或影响费用; 项目验收或不及预期。

● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。

考虑到三季度公司收入增速放缓, 我们将 2019-2021 年盈利预测由归母净利润 2.92/5.40/8.55 亿元下调到 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 172/67/43X。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。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,943	4,613	5,776	8,515	11,525
(+/-%)	9.1%	-6.7%	25.2%	47.4%	35.3%
净利润(百万元)	75	111	204	523	810
(+/-%)	-26.8%	47.9%	83.9%	156.7%	54.8%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.22	0.41	1.06	1.64
EBIT Margin	0.0%	23.0%	4.8%	7.8%	8.8%
净资产收益率(ROE)	3.6%	5.0%	8.8%	20.1%	26.5%
市盈率(PE)	469.1	317.1	172.4	67.2	43.4
EV/EBITDA	309.9	32.8	111.8	54.0	37.8
市净率(PB)	16.7	16.00	15.21	13.50	11.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司财务分析

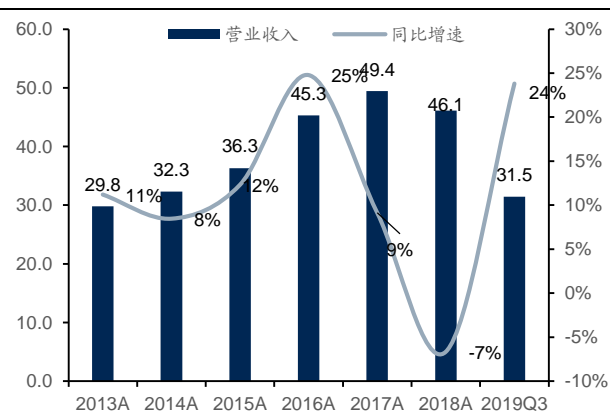
报告期内控股子公司国产操作系统销售业绩出色，预计政府一般性信息化投资增速放缓影响公司业绩。2019 前三季度公司实现营收 31.46 亿元 (+23.81%)，归母净利润-2.45 亿元 (+3.38%)，扣非归母净利润-2.53 亿元 (-0.17%)；Q3 单季公司实现营收 10.81 亿元 (+6.98%)，归母净利润-3,648.17 万元 (-178.46%)，扣非归母净利润-3,683.64 万元 (-140.30%)。公司三季度收入增速放缓，利润金额略有下降，预计主要原因是政府一般性信息化业务受投资增速影响而出现下降。前三季度公司少数股东损益总额为-3,351.39 万元，相比去年同期增加 5,731.39 万元，相比中报同比增加 4,407.55 万元，同比减亏幅度进一步扩大。三季度少数股东损益增长的原因与中报类似，主要源于非全资的控股子公司（中标软件、天津麒麟）国产操作系统销售业务增长迅速，业绩同比增加较多。

表 1：中国软件主要参控股子公司 2019 年中报业绩情况

被参控股公司	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技术有限公司	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技术有限公司	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%

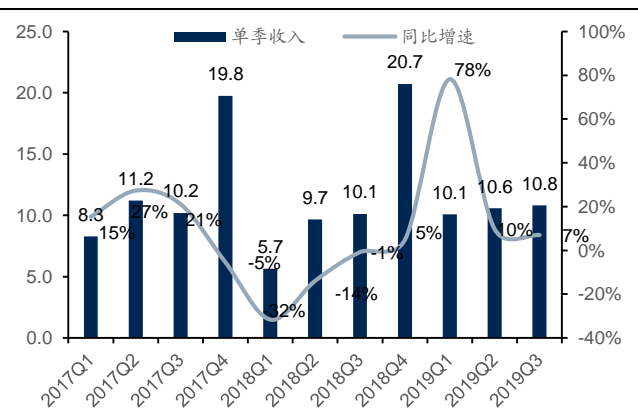
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 1：中国软件营业收入及增速（单位：亿元、%）



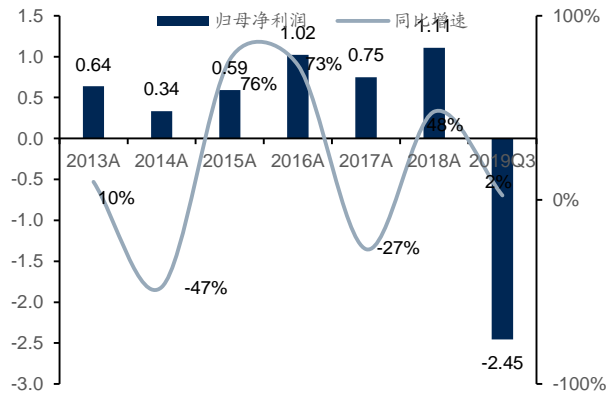
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中国软件单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



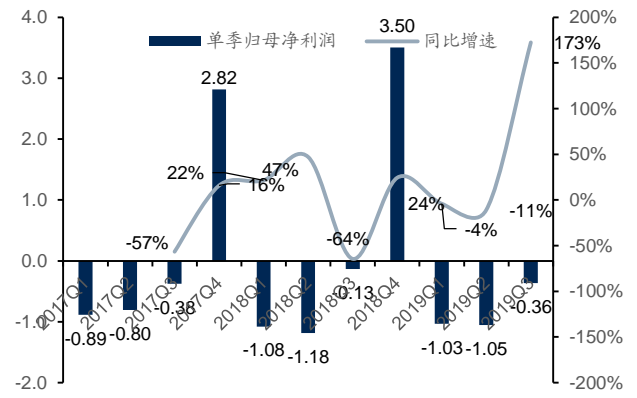
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中国软件归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

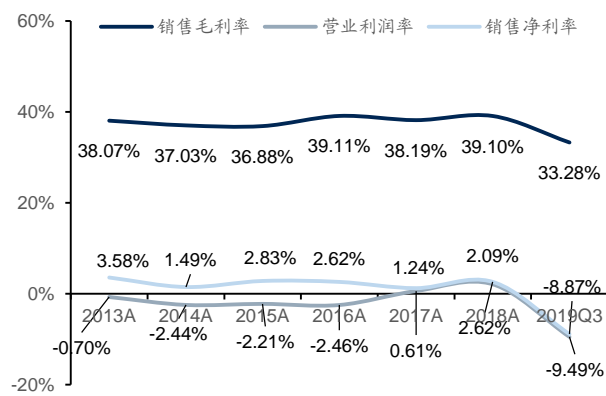
图 4：中国软件单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

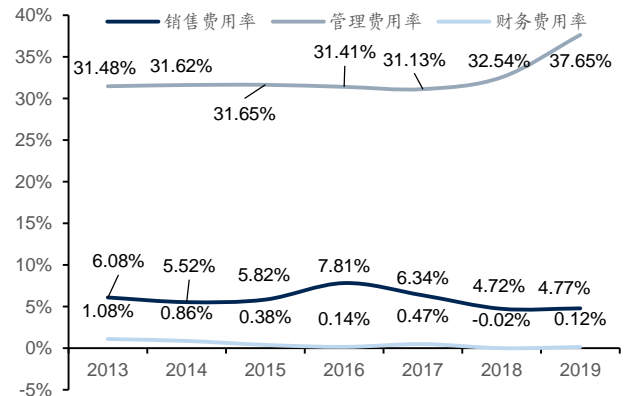
毛利率下降系行业解决方案业务结转因素导致，研发投入持续增长。2019 年前三季度毛利率和费用率均有所下降。2019 年前三季度销售毛利率 33.28%，同比下降 2.79pp。公司自主软件产品毛利率仍在上升，毛利率下降的主要原因是本期行业解决方案业务按进度确认销售收入配比结转成本较多。销售费用率 4.77% (-1.43pp)，管理费用率 10.35% (-3.27pp)，研发费用率 27.30% (-1.05pp)，财务费用率 0.12% (+0.20pp)。费用率合计 42.54%，同比下降 5.55pp。其中第三季度财务费用较上年同期增加了 586.77 万元，主要是由于本期银行借款利息支出较多。公司费用率得到良好控制的同时，研发投入依旧保持高增长。公司今年前三季度研发费用达到 8.59 亿元，计算机行业内研发投入领先，比上年同期增加 19.23%。

图 5：中国软件毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

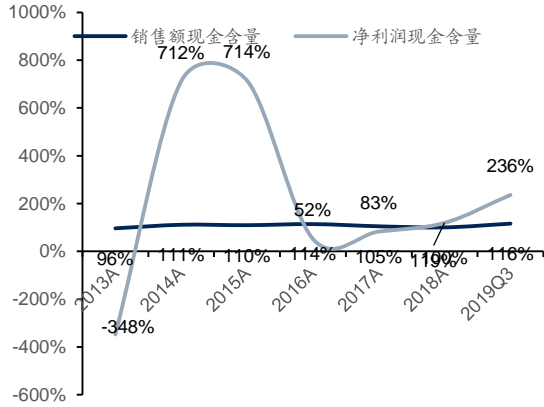
图 6：中国软件三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

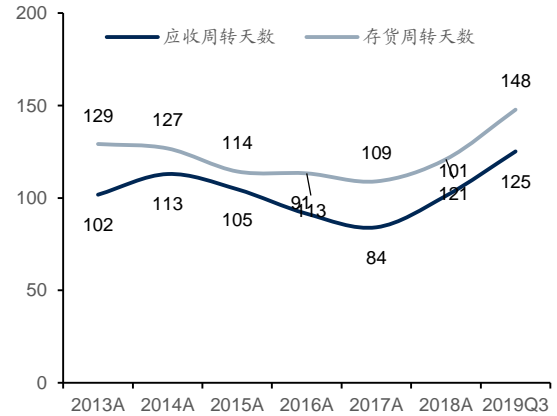
经营性现金流改善，应收及存货周转率平稳。2019 年前三季度销售收到现金增长较快。2019 年前三季度销售收到的现金 36.49 亿元 (+40.00%)，相对销售总额的销售现金含量 115.99%；经营性现金流量净额 -5.80 亿元 (+7.94%)。公司销售收到的现金增速高于收入增速，经营性现金流情况有所改善。2019 年前三季度应收账款周转 125 天，同比减少 1 天；存货周转 148 天，同比增加 5 天。

图 7: 中国软件经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 中国软件主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。考虑到三季度公司收入增速放缓, 我们将 2019-2021 年盈利预测由归母净利润 2.92/5.40/8.55 亿元下调到 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 172/67/43X。公司国产基础软件龙头地位稳固, 自主可控领军企业拐点将至, 维持“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 191029	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600536	中国软件	71.04	351.34	0.2	0.6	1.1	1.7	317.1	172.4	67.2	43.4	5.2	3.31	增持
600588	用友网络	30.50	758.27	0.3	0.5	0.7	1.0	95.3	61.0	41.8	30.5	9.9	2.34	买入
603039	泛微网络	64.78	98.23	1.2	1.0	1.3	1.6	55.8	65.6	51.5	41.2	17.4	1.81	增持
300624	万兴科技	72.90	59.36	1.0	1.3	1.6	2.0	71.5	58.3	46.7	36.8	18.3	2.85	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测和整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1537	1595	1512	1513	营业收入	4613	5776	8515	11525
应收款项	1701	2130	3139	4249	营业成本	2810	3420	4789	6371
存货净额	1010	1234	1735	2315	营业税金及附加	32	40	59	79
其他流动资产	212	265	391	529	销售费用	218	272	402	544
流动资产合计	4460	5222	6777	8605	管理费用	494	1765	2598	3513
固定资产	501	485	465	439	财务费用	(1)	(11)	(12)	(13)
无形资产及其他	224	217	209	201	投资收益	29	10	10	10
投资性房地产	114	114	114	114	资产减值及公允价值变动	(84)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	392	455	517	580	其他收入	(909)	0	0	0
资产总计	5690	6492	8082	9939	营业利润	97	249	640	991
短期借款及交易性金融负债	334	300	300	200	营业外净收支	25	0	0	0
应付款项	1806	2206	3102	4139	利润总额	122	249	640	991
其他流动负债	568	895	1281	1719	所得税费用	1	25	64	99
流动负债合计	2709	3400	4683	6058	少数股东损益	10	21	53	82
长期借款及应付债券	260	260	260	260	归属于母公司净利润	111	204	523	810
其他长期负债	135	120	105	90					
长期负债合计	395	380	365	350	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3104	3780	5048	6407	净利润	111	204	523	810
少数股东权益	391	402	432	477	资产减值准备	22	(4)	(5)	(5)
股东权益	2196	2310	2602	3055	折旧摊销	105	70	75	81
负债和股东权益总计	5690	6492	8082	9939	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
					经营活动现金流	170	336	303	613
					资本开支	54	(92)	(92)	(92)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(9)	(155)	(155)	(155)
					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)
					融资活动现金流	(303)	(124)	(231)	(457)
					现金净变动	(141)	58	(82)	1
					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

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
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	317.1	172.4	67.2	43.4
P/B	16.0	15.2	13.5	11.5
EV/EBITDA	32.8	111.8	54.0	37.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 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 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，并向客户发布的行为。

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