

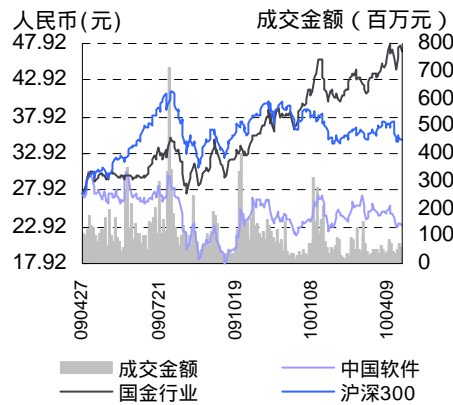
市价(人民币)：23.29元

## 业绩符合预期，Q1 收入增长态势良好

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	161.31
总市值(百万元)	5,256.41
年内股价最高最低(元)	30.50/17.92
沪深 300 指数	3172.00
上证指数	2969.50



## 相关报告

1. 《收购长城软件正式获批具有双重意义》，2010.3.22
2. 《国产软件龙头，业绩面临多重拐点》，2010.2.3

**陈运红** 分析师 SAC 执业编号：S1130208030230  
(8621)61038242  
chenyh@gjzq.com.cn

**李哲人** 联系人  
(8621)61357580  
lizheren@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.289	0.064	0.416	0.636	1.031
每股净资产(元)	3.94	4.52	5.03	5.38	6.28
每股经营性现金流(元)	0.74	0.25	-0.71	0.65	1.26
市盈率(倍)	31.22	368.06	56.04	36.64	22.59
行业优化市盈率(倍)	38.55	56.57	56.57	56.57	56.57
净利润增长率(%)	-28.01%	-68.97%	548.48%	52.92%	62.18%
净资产收益率(%)	7.34%	1.42%	8.27%	11.82%	16.41%
总股本(百万股)	161.31	225.69	225.69	225.69	225.69

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- **09 年业绩符合预期**：全年实现收入 24.29 亿，同比增长 8.39%，实现归属于股东净利润 1446.53 万，同比下降 68.97%，每股收益 0.064 元，基本符合预期。净利润大幅下降的主要原因是中软国际优先股公允价值的大幅变动和商誉减值。公司同时宣布每 10 股派发现金股利 0.2 元（含税）。
- **10 年 Q1 收入增长态势良好**：公司 10 年 Q1 实现收入 5.17 亿，同比增长 18.98%，发展态势良好。实现归属股东净利润 298 万，同比增长 9.86%。净利润增速低于收入增速是因为利润主要体现在少数股东权益上。

## 经营分析

- **09 年报业绩驱动因素分析**：公司 09 年净利润增速大幅下降的主要原因是合并报表计入了中软国际 8066.7 万的商誉减值和 4774.6 万的优先股等公允价值变动。此外公司三项费用率提高 0.14 个百分点达到 29.79%，主因业务推广和核高基项目的研发投入；
- **10 年 Q1 业绩驱动因素分析**：公司 10 年 Q1 净利润增幅低于收入增幅的主要原因是盈利集中在子公司，少数股东权益较高，此外营业成本、营业税金和销售费用都有不同程度的提高。值得一提的是公司本期承担国家项目和增值税退税较多，营业外收入同比上升 176.05%达到 2724 万，公司同时宣布 4 月已完成 400 万对武汉达梦 5.5%股权的增持。
- **扣除非经营性因素的 09 年运营表现尚佳**：我们认为扣除商誉减值和公允价值变动影响的利润数据对于评估公司的运营效率更具参考意义。这样计算公司 09 年归属股东净利润在 4000 万左右，相当于 EPS 为 0.179 元，可以看到公司 09 年实际运营表现尚佳。

## 盈利调整及投资建议

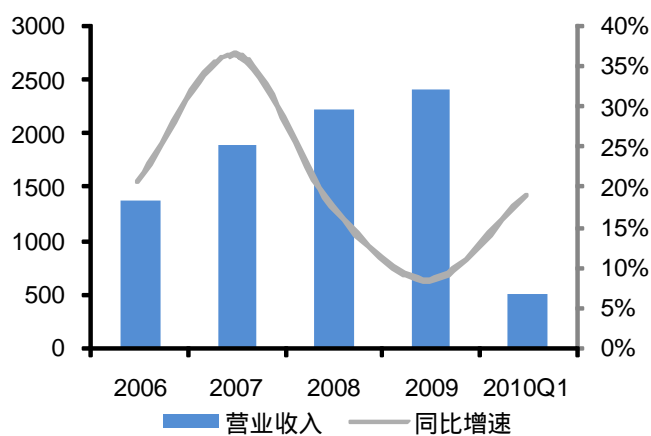
- 我们维持对公司的业绩预测，不考虑核高基项目收入，预计公司 2010-2012 年实现收入 37.03 亿、47.20 亿和 58.81 亿，分别同比增长 52.44%、27.49%和 24.58%，实现 EPS 为 0.416 元、0.636 元和 1.031 元，分别同比增长 548.48%、52.92%和 62.18%。如计入核高基项目，10-12 年 EPS 预计分别为 0.539-0.889 元、0.951-1.158 元以及 1.364-1.588 元。维持公司的买入评级。

## 09 年业绩符合预期，10Q1 收入增长态势良好

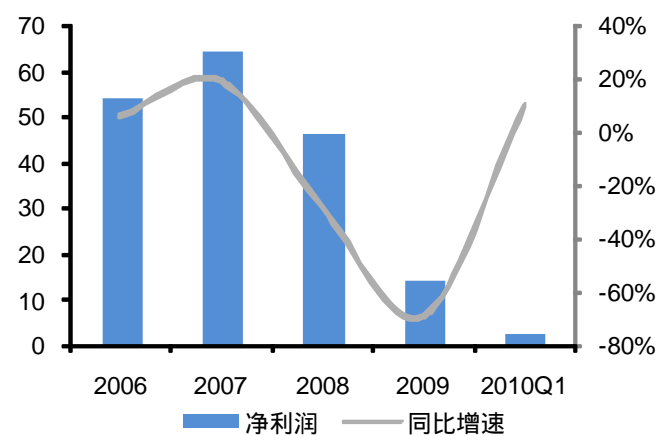
### 经营业绩回顾

- 09 年业绩符合预期：**中国软件公布 2009 年年报，实现收入 24.29 亿，同比增长 8.39%，实现归属于上市公司股东净利润 1446.53 万，同比下降 68.97%，实现每股收益为 0.064 元，符合我们之前的预期。公司净利润大幅下降的主要原因是中软国际优先股公允价值的大幅变动和商誉减值，事实上如果扣除这些非经营因素的影响，公司的 EPS 为 0.179 元，运营表现尚佳。公司同时宣布每 10 股派发现金股利 0.2 元（含税）。
- 10 年 Q1 收入增长态势良好：**公司 10 年 Q1 在未并表长城软件的情况下实现收入 5.17 亿，同比增长 18.98%，发展态势良好。实现归属股东净利润 298 万，同比增长 9.86%。净利润增速低于收入增速的主要原因是利润主要体现在子公司的少数股东权益上。

图表1：公司营业收入状况（百万元）

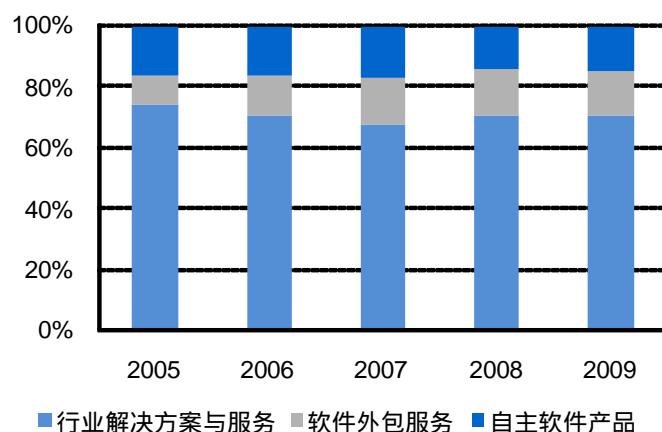


图表2：公司净利润状况（百万元）

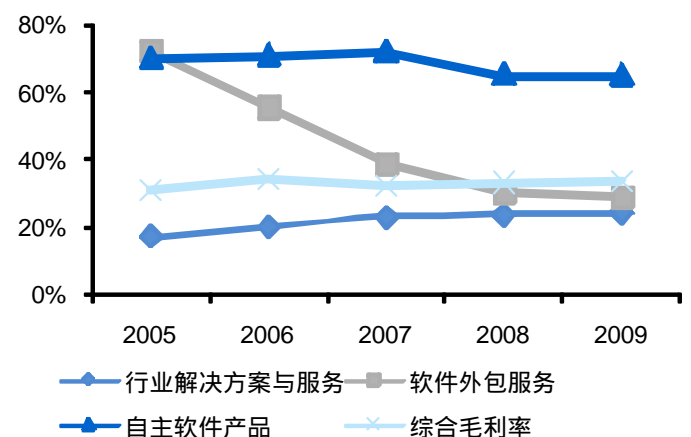


来源：公司报表，国金证券研究所

图表3：三项业务收入占比



图表4：主要业务毛利率走势



来源：公司报表，国金证券研究所

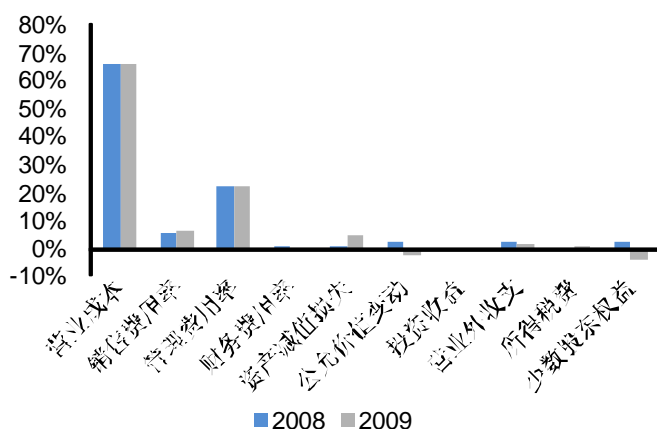
### 业绩驱动因素分析

- 09 年报业绩驱动因素分析：**公司 09 年净利润增速大幅低于收入增速的主要原因是合并报表计入了中软国际 8066.7 万的商誉减值和 4774.6 万的优

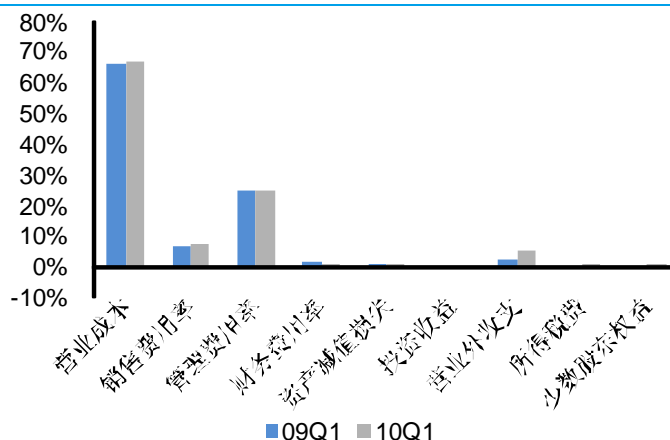
先股等公允价值变动。此外公司三项费用率提高 0.14 个百分点达到 29.79%，主因业务推广和核高基项目的研发投入

- **10 年 Q1 业绩驱动因素分析：**公司 10 年 Q1 净利润增幅低于收入增幅的主要原因是盈利集中在子公司，少数股东权益较高（10Q1 为 466 万，而去年同期为-171 万），此外营业成本、营业税金和销售费用都有不同程度的提高。值得一提的是公司本期承担国家项目和增值税退税较多，营业外收入同比上升 176.05%达到 2724 万，公司同时宣布 4 月已完成以 400 万增持武汉达梦 5.5%股权至 39.51%的交易。
- **扣除非经营性因素的 09 年业绩表现尚佳：**中国软件的净利润数据由于合并中软国际报表，很大程度上受其非经营性财务数据的影响，不能反映公司的真实运营状况，我们认为扣除商誉减值和公允价值变动影响的净利润数据对于评估公司的运营效率更具参考意义。这样计算公司 09 年归属于股东净利润应为 4000 万左右，相当于 EPS 为 0.179 元，可以看到公司 09 年实际运营表现尚佳。

图表5：09 年业绩驱动因素分析



图表6：10Q1 业绩驱动因素分析

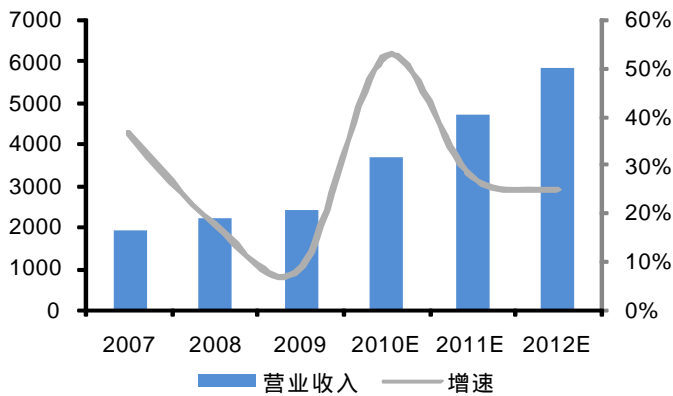


来源：公司报表，国金证券研究所

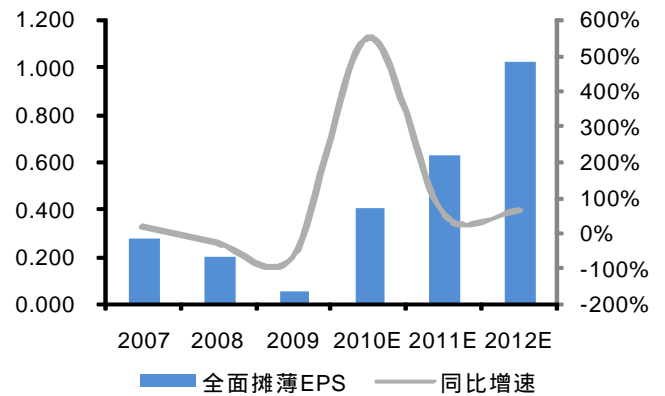
### 盈利预测及投资建议

- **盈利预测：**我们维持对公司的业绩预测，不考虑核高基项目收入，预计公司 2010-2012 年实现收入 37.03 亿、47.20 亿和 58.81 亿，分别同比增长 52.44%、27.49%和 24.58%，实现 EPS 为 0.416 元、0.636 元和 1.031 元，分别同比增长 548.48%、52.92%和 62.18%。如计入核高基项目，10-12 年 EPS 预计分别为 0.539-0.889 元、0.951-1.158 元以及 1.364-1.588 元。
- **投资建议：维持买入评级。**公司当前股价相当于不考虑核高基业绩 PE 为 10 年 55.97X-11 年 36.61X，考虑核高基业绩的平均 PE 则为 10 年 32.62X-11 年 22.09X。考虑到公司作为国产软件龙头将最大程度受益于国家科技兴国和发展战略型新兴产业思路下对基础软件业的大力扶持，我们看好公司的中长期发展，并维持对公司的买入评级。

图表7：公司营业收入预测（百万元）



图表8：公司EPS预测（元）



来源：国金证券研究所

图表9：公司业务收入预测

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>行业解决方案与服务</b>						
销售收入（百万元）	1,341.62	1,381.62	1,454.33	2,421.58	3,063.29	3,786.23
增长率（YOY）	42.23%	2.98%	5.26%	66.51%	26.50%	23.60%
毛利率	23.15%	23.77%	24.36%	24.20%	24.20%	25.00%
销售成本（百万元）	1,031.03	1,053.21	1,100.05	1,835.56	2,321.98	2,839.67
增长率（YOY）	36.97%	2.15%	4.45%	66.86%	26.50%	22.30%
毛利（百万元）	310.59	328.41	354.27	586.02	741.32	946.56
增长率（YOY）	63.00%	5.74%	7.88%	65.41%	26.50%	27.69%
占总销售额比重	70.76%	62.05%	60.27%	65.40%	64.89%	64.38%
占主营业务利润比重	50.36%	44.32%	43.73%	49.65%	49.47%	49.98%
<b>软件外包服务</b>						
销售收入（百万元）	284.28	398.48	469.70	648.19	842.65	1,061.74
增长率（YOY）	30.19%	40.17%	17.87%	38.00%	30.00%	26.00%
毛利率	38.86%	30.29%	29.10%	28.00%	27.02%	26.00%
销售成本（百万元）	173.81	277.78	333.02	466.70	614.97	785.69
增长率（YOY）	79.03%	59.82%	19.89%	40.14%	31.77%	27.76%
毛利（百万元）	110.47	120.70	136.68	181.49	227.68	276.05
增长率（YOY）	-8.91%	9.26%	13.24%	32.78%	25.45%	21.24%
占总销售额比重	14.99%	17.90%	19.46%	17.51%	17.85%	18.05%
占主营业务利润比重	17.91%	16.29%	16.87%	15.38%	15.19%	14.58%
<b>自主软件产品</b>						
销售收入（百万元）	270.10	446.41	489.07	632.86	814.49	1,032.78
增长率（YOY）	15.26%	65.28%	9.56%	29.40%	28.70%	26.80%
毛利率	72.46%	65.38%	65.25%	65.22%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	74.39	154.55	169.95	220.11	285.07	361.47
增长率（YOY）	10.14%	107.77%	9.97%	29.51%	29.51%	26.80%
毛利（百万元）	195.71	291.86	319.12	412.75	529.42	671.30
增长率（YOY）	17.33%	49.13%	9.34%	29.34%	28.27%	26.80%
占总销售额比重	14.25%	20.05%	20.27%	17.09%	17.25%	17.56%
占主营业务利润比重	31.73%	39.39%	39.39%	34.97%	35.33%	35.45%
销售总收入（百万元）	1896.00	2226.51	2413.11	3702.63	4720.44	5880.75
销售总成本（百万元）	1279.23	1485.54	1603.03	2522.36	3222.01	3986.83
毛利（百万元）	616.77	740.97	810.08	1180.27	1498.42	1893.91
平均毛利率	32.53%	33.28%	33.57%	31.88%	31.74%	32.21%

来源：国金证券研究所

图表10：三项报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,905	2,241	2,429	3,703	4,720	5,881
增长率	17.6%	8.4%	52.4%	27.5%	24.6%	
主营业务成本	-1,290	-1,494	-1,612	-2,522	-3,222	-3,987
% 销售收入	67.7%	66.7%	66.4%	68.1%	68.3%	67.8%
毛利	615	747	817	1,180	1,498	1,894
% 销售收入	32.3%	33.3%	33.6%	31.9%	31.7%	32.2%
营业税金及附加	-30	-45	-41	-56	-71	-88
% 销售收入	1.6%	2.0%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-114	-128	-161	-241	-304	-371
% 销售收入	6.0%	5.7%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%
管理费用	-399	-510	-547	-829	-1,047	-1,265
% 销售收入	21.0%	22.7%	22.5%	22.4%	22.2%	21.5%
息税前利润 (EBIT)	72	64	68	55	77	170
% 销售收入	3.8%	2.8%	2.8%	1.5%	1.6%	2.9%
财务费用	-18	-26	-16	4	13	19
% 销售收入	1.0%	1.2%	0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-15	-33	-120	-37	4	-3
公允价值变动收益	0	54	-48	-32	0	0
投资收益	11	9	10	12	14	16
% 税前利润	7.7%	7.3%	-21.2%	14.9%	7.3%	5.3%
营业利润	49	68	-105	3	108	202
营业利润率	2.6%	3.0%	n.a	0.1%	2.3%	3.4%
营业外收支	91	59	57	80	85	90
税前利润	140	127	-48	83	193	292
利润率	7.4%	5.7%	n.a	2.2%	4.1%	5.0%
所得税	-18	-12	-19	-8	-19	-29
所得税率	13.0%	9.4%	n.a	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	122	115	-67	74	173	263
少数股东损益	57	68	-82	-20	30	30
归属于母公司的净利润	65	47	14	94	143	233
净利率	3.4%	2.1%	0.6%	2.5%	3.0%	4.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	122	115	0	74	173	263
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	55	77	0	85	45	51
非经营收益	-14	-38	0	-38	-97	-106
营运资金变动	54	-35	0	-281	26	77
经营活动现金净流	217	119	0	-159	147	285
资本开支	-21	-104	-87	403	65	69
投资	-66	-76	-31	-48	-30	-30
其他	7	1	-19	-20	14	16
投资活动现金净流	-80	-180	-137	336	49	55
股权募资	65	0	412	0	-41	0
债权募资	79	14	-97	-200	-74	1
其他	-57	-48	-39	16	-9	-23
筹资活动现金净流	87	-34	277	-184	-124	-22
现金净流量	224	-94	139	-7	72	318

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	554	511	707	700	772	1,090
应收款项	705	815	871	1,504	1,840	2,201
存货	246	183	204	346	397	437
其他流动资产	76	144	120	254	292	321
流动资产	1,580	1,653	1,903	2,803	3,302	4,049
% 总资产	64.8%	63.9%	66.7%	82.0%	84.3%	86.8%
长期投资	70	73	86	134	163	193
固定资产	394	400	416	383	361	337
% 总资产	16.2%	15.5%	14.6%	11.2%	9.2%	7.2%
无形资产	386	452	436	94	89	85
非流动资产	857	935	951	613	615	617
% 总资产	35.2%	36.1%	33.3%	18.0%	15.7%	13.2%
资产总计	2,437	2,588	2,854	3,417	3,917	4,667
短期借款	289	339	249	74	0	0
应付款项	627	670	666	1,188	1,581	2,036
其他流动负债	109	109	119	264	335	397
流动负债	1,025	1,118	1,034	1,526	1,916	2,432
长期贷款	40	4	0	0	0	1
其他长期负债	168	150	193	168	168	168
负债	1,233	1,273	1,226	1,694	2,084	2,601
普通股股东权益	579	635	1,020	1,134	1,214	1,417
少数股东权益	625	681	608	588	618	648
负债股东权益合计	2,437	2,588	2,854	3,417	3,917	4,667

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.401	0.289	0.064	0.416	0.636	1.031
每股净资产	3.590	3.935	4.517	5.026	5.380	6.280
每股经营现金净流	1.348	0.740	0.252	-0.705	0.653	1.264
每股股利	0.060	0.014	0.000	0.030	0.100	0.130
回报率						
净资产收益率	11.18%	7.34%	1.42%	8.27%	11.82%	16.41%
总资产收益率	2.66%	1.80%	0.51%	2.75%	3.66%	4.98%
投入资本收益率	3.71%	3.23%	4.61%	2.50%	3.46%	6.84%
增长率						
主营业务收入增长率	36.46%	17.63%	8.39%	52.44%	27.49%	24.58%
EBIT增长率	-30.75%	-11.44%	6.49%	-19.50%	40.96%	120.53%
净利润增长率	18.90%	-28.01%	-68.97%	548.48%	52.92%	62.18%
总资产增长率	38.78%	6.20%	10.26%	19.73%	14.63%	19.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	105.4	109.0	110.0	120.0	115.0	110.0
存货周转天数	65.9	52.3	43.8	50.0	45.0	40.0
应付账款周转天数	79.9	88.3	87.9	95.0	100.0	105.0
固定资产周转天数	74.6	65.2	62.5	37.6	27.7	20.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.17%	-3.23%	-17.88%	-26.61%	-32.99%	-44.62%
EBIT利息保障倍数	3.9	2.4	4.3	-13.0	-6.0	-8.8
资产负债率	50.61%	49.17%	42.98%	49.58%	53.21%	55.74%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2010-02-03	买入	24.09	36.54 ~ 36.54
2 2010-03-22	买入	26.06	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室