中国软件（600536） 计算机应用/计算机

发布时间：2019-12-03

证券研究报告 / 公司点评报告

两个“麒麟”将合并，剑指统一操作系统

买入

上次评级：买入

事件：2019 年 12 月 2 日，公司发布公告称，公司与子公司中标软件、天津麒麟及其股东签署投资意向协议书，各股东方以各自出资按照相应净资产评估值作价设立新公司，两子公司成为新公司的全资子公司。

两个“麒麟”将合并为新操作系统公司，中国软件预计将持股新操作系统公司的 46.23%。中标软件主要适配龙芯 CPU，天津麒麟主要适配飞腾 CPU，合计占据国产操作系统的主要份额。新操作公司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。

剑指统一操作系统。2019 年 5 月，中国电子集团（CEC）、武汉深之度、南京诚迈科技和中兴新支点联合签署《合作协议》共同研发统一操作系统并建立筹备组。我们认为中国软件将两个麒麟操作系统子公司合并，将聚拢集团全部操作系统人才、研发、适配和服务能力，进一步聚焦核心操作系统业务，依托其目前在操作系统领域的绝对领先市场地位，在统一操作系统的研发过程中占据领导地位。

操作系统业务保持较强盈利能力，净利润率近 40%，规模效应将带来较大业绩弹性。2019H1，中标软件实现营收 7912 万元，同增 340.87%，净利润 3243 万元，同增 6818 万元，净利率为 40.99%，首次扭亏为盈；2019Q1-Q3，实现营收 10955 万元，净利润 4399 万元，净利率为 40.15%。2019H1，天津麒麟实现营收 3786 万元，同增 153.01%，净利润为 2422 万元，同增 1419.36%，净利率为 63.97%；2019Q1-Q3，实现收入 5178 万元，净利润为 1917 万元，净利率为 37.03%。2019Q1-Q3，二者合计实现收入 16133 万元，净利润为 6316 万元，净利率为 39.15%。

中国电子 CEC 集团核心系统集成业务平台，打造完整产业链，市场份额优势显著。中国软件作为中国电子集团核心系统集成平台，打造了完整的操作系统、数据库、安全产品、应用系统和系统集成整体产业链，在党政市场的份额竞争优势明显。我们看好公司未来在系统集成领域持续获得较大订单，实现收入业绩的快速成长。

盈利预测：19-21 年，归母净利润为 2.20/8.20/12.50 亿元，EPS 为 0.44/1.66/2.53 元，当前股价对应 PE 为 155/42/27 倍，给予“买入”评级。

风险提示：竞争加剧；市场推进低于预期；激励与管理能否持续改进。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,943	4,613	7,262	20,268	30,555
(+/-)%	9.12%	-6.67%	57.41%	179.11%	50.75%
归属母公司净利润	75	111	220	820	1,250
(+/-)%	-26.79%	47.95%	98.51%	272.64%	52.47%
每股收益（元）	0.15	0.22	0.44	1.66	2.53
市盈率	109.28	93.41	154.76	41.53	27.24
市净率	3.89	4.71	14.47	11.85	9.27
净资产收益率(%)	3.56%	5.05%	9.35%	28.54%	34.04%
股息收益率(%)	0.07%	0.10%	0.29%	0.88%	1.32%
总股本（百万股）	495	495	495	495	495

股票数据	2019/12/2
6 个月目标价（元）	88.80
收盘价（元）	68.83
12 个月股价区间(元)	20.10 ~ 92.07
总市值（百万元）	34,041
总股本（百万股）	495
A 股（百万股）	495
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	11

历史收益率曲线

涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-2%	-16%	183%
相对收益	1%	-15%	163%

相关报告

《中国软件（600536）：收到现金大幅超过确认收入，长期看好麒麟 OS、达梦数据库与集成业务》--20191030

《中孚信息（300659）：拟非公开募资 7.13 亿元，构建多层次安全防护体系与监管平台》--20191202

《虹软科技（688088.SH）：视觉 AI 龙头，充分受益 5G 时代应用终端放量》--20191201

《奥飞数据(300738)：募资加码主业，投建廊坊 IDC》--20191120

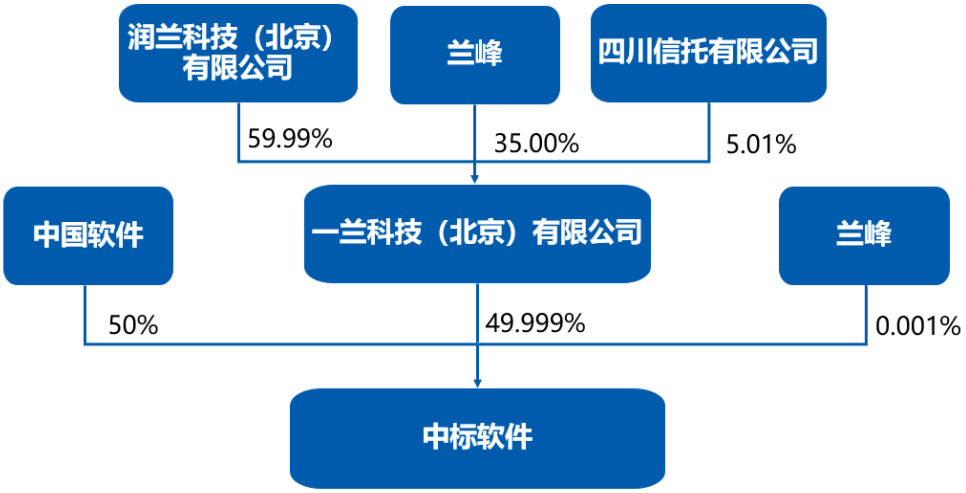
证券分析师：安永平
执业证书编号：S0550519100001
研究助理：邵珠印
执业证书编号：S0550119110012
研究助理：赵伟博
执业证书编号：S0550119110002

1. 两个“麒麟”将合并为新操作系统公司

中标软件成立于 2003 年，是国家规划布局内重点软件企业之一，获得了国防、民用两方面的相关企业与产品资质，其代表性产品中标麒麟操作系统包括桌面操作系统、服务器操作系统、安全操作系统等多类型产品，支持龙芯、飞腾等多种国产 CPU，基于 Linux 开源特性，软件生态已能满足上网、影音、办公等最重要的刚需需求。

中国软件持股 50%，兰峰持股 29.72%。中国软件、一兰科技、兰峰各持有 50%、49.999%和 0.001%的股份，但兰峰通过一兰科技（持股 35%）以及润兰科技（持股 40.8%）等间接持有中标软件 29.719%的股权，总计持有中标软件 29.72%的股权。2016 年，一兰科技和自然人兰峰（兰峰同时为一兰科技法定代表人）组成联合体，于 2016 年 1 月 21 日与中国电科旗下的普华软件、华东计算技术研究所签署产权交易合同，正式购入后者公开出售的中标软件 50%的股权。

图 1: 中标软件股权结构

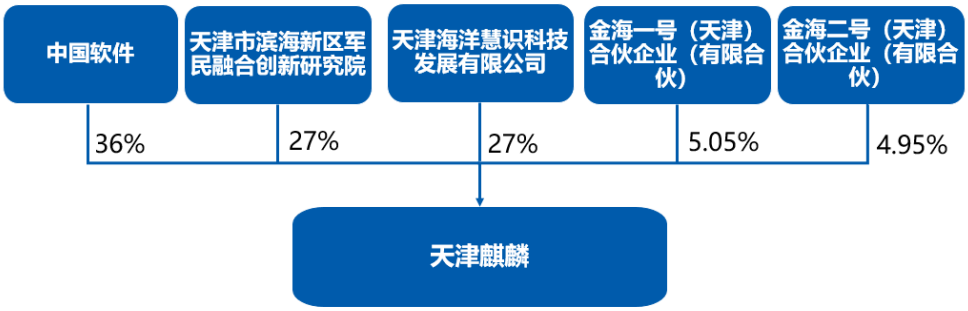


数据来源：东北证券，Wind

天津麒麟：适配飞腾，打造 PK 体系。天津麒麟成立于 2014 年 12 月 11 日，旗下的银河麒麟操作系统 V4 系列，包括桌面操作系统、服务器操作系统、麒麟云平台、麒麟云桌面等基础软件产品及衍生产品，在操作系统领域拥有核心竞争力。基于银河麒麟操作系统和飞腾 CPU 的自主安全产品及方案已经成为我国信息系统的核心技术应用。

中国软件持股 36%。股权方面，中国软件、天津市滨海新区军民融合创新研究院、天津海洋慧识科技发展有限公司分别持有公司 36%、27%和 27%的股权。

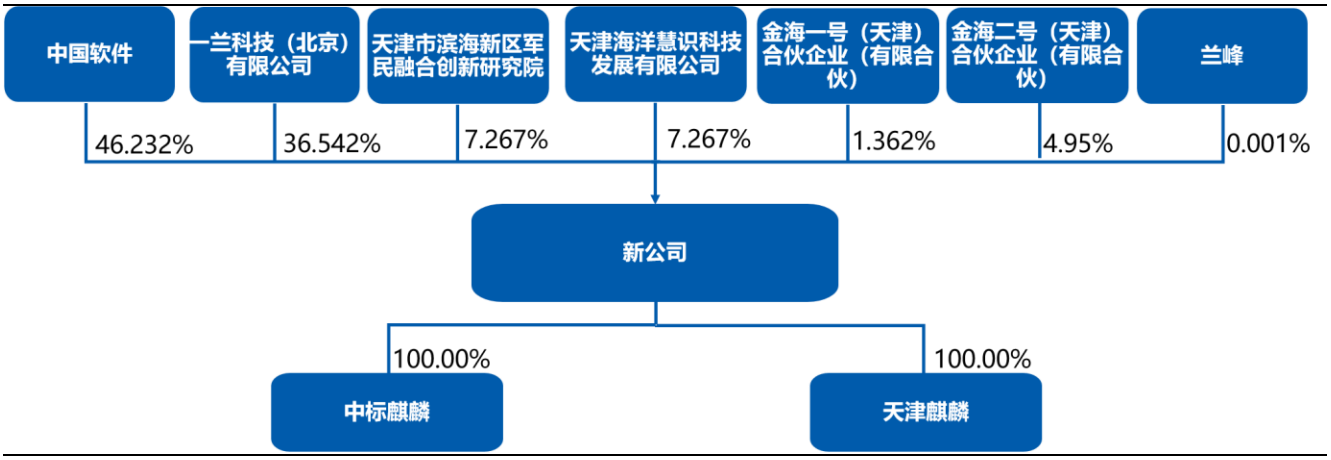
图 2: 天津麒麟股权结构



数据来源：东北证券，Wind

两个“麒麟”操作系统将合并为新操作系统公司，初步估计中国软件持股 46.23%。中国软件与其件他股东协议成立新的子公司，将旗下两操作系统子公司——中标软件与天津麒麟以净资产为估值合并成为新公司的全资子公司，截至 2019 年 9 月 30 日，中标软件和天津麒麟的净资产分别为 2.23 亿元和 0.82 亿元（均未经审计），以此为净资产评估值，则预计中国软件将持有新公司 46.23%的股权。中标软件主要适配龙芯 CPU，天津麒麟主要适配飞腾 CPU，合计占据国产操作系统的主要份额。新操作公司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。

图 3：新公司股权结构



数据来源：东北证券，Wind

2. 剑指统一操作系统

中国电子（CEC）联合深之度、南京诚迈和中兴新支点共同研发统一操作系统。2019 年 5 月，中国电子集团（CEC）、武汉深之度科技有限公司、南京诚迈科技和中兴新支点联合签署《合作协议》共同研发统一操作系统并建立筹备组；2019 年 7 月正式成立筹备组联合技术研发团队，并在北京、南京等地组织了数百人的研发团队开始研发工作。

2019 年内，统一操作系统计划联合上下游及操作系统厂商贡献代码，实现不同 CPU 平台发布内容和技术内核统一并完善国产 CPU 处理器性能。根据统一操作系统筹备组的工作安排，按照如下路线图进行发布和建设开放源码社区：1）采用开源共创社区研发模式，鼓励上下游产业链厂商和技术人员参与研发工作贡献代码，共同打造符合行业用户需求的操作系统产品。2）实现在不同 CPU 平台上统一发布渠道、统一应用商店、统一交互体验、统一内核版本、统一文档和开发接口。3）进一步完善对龙芯、申威、飞腾、海思、兆芯、海光等国产处理器的支持和性能优化。4）建设面向行业合作伙伴的开源协作开发平台和社区，面向行业核心伙伴开放操作系统源代码，并共同维护。

具体时间计划如下：

10 月 15 日发布桌面和服务器 alpha 测试版本的版本，主要面向布龙芯、华为、飞腾、兆芯、海光等厂商。该版本用户交互测试基本完成，虽然在细节处理上存在明显缺失和 Bug，但可以开展面向指定 CPU 型号的适配验证。

11 月 10 日发布针对增加对申威、海光架构支持的 Alpha2 版本，将面向安全厂商针对底层系统的安全检查以及软件应用厂商基本适配测试。

11 月 30 日合并新的功能代码，并修复 alpha 版本发现的问题。发布 beta 版本，各

软件厂商可以针对该版本进行正式适配。

12 月 15 日发布 RC 版本，代码冻结，进入正式版本发布前的 bug 修复阶段。

12 月 31 日发布 FINAL 正式版本。

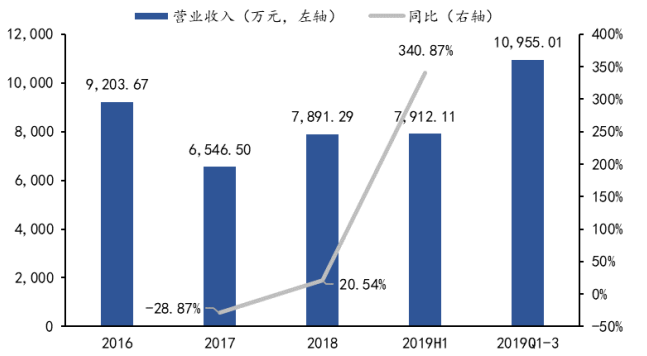
我们认为中国软件将两个麒麟操作系统子公司合并，将聚拢集团全部操作系统人才、研发、适配和服务能力，进一步聚焦核心操作系统业务，依托其目前在操作系统领域的绝对领先市场地位，在统一操作系统的研发过程中占据领导地位。

3. 操作系统业务保持较强盈利能力，CEC 集成业务平台打造完整产业链

操作系统业务保持较强盈利能力，其中：

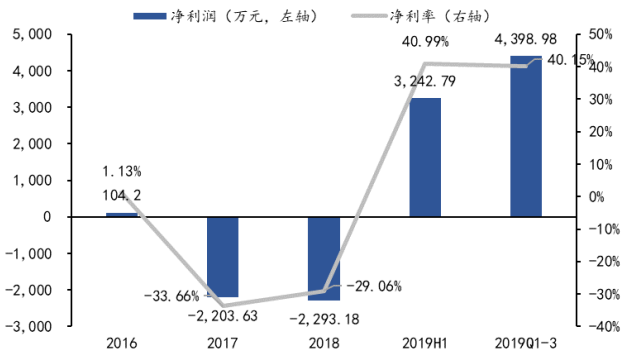
中标软件的收入与净利润大幅上升，净利率超过 40%。2019H1，中标软件实现营收 7912 万元，同增 340.87%，净利润为 3243 万元，同比增加 6818 万元，净利率为 40.99%，首次扭亏为盈；2019 年前三季度，中标软件实现收入 10955 万元，净利润为 4399 万元，净利率为 40.15%；2019 年第三季度，中标软件实现收入 3043 万元，净利润为 1157 万元，净利率为 38.02%。

图 4：中标软件营业收入及同比情况



数据来源：东北证券，Wind

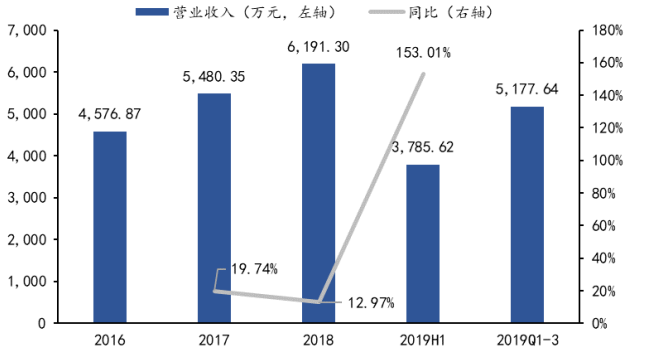
图 5：中标软件净利润及净利率情况



数据来源：东北证券，Wind

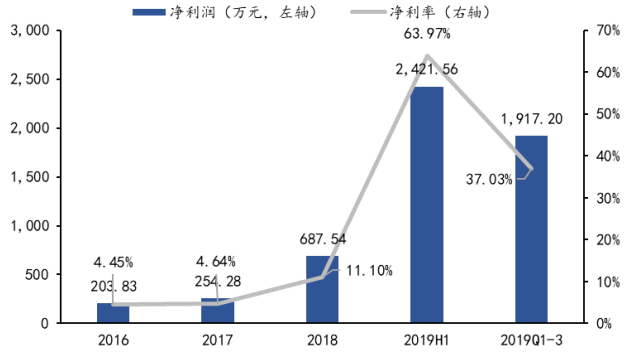
天津麒麟的收入与净利润大幅上升，净利率提升显著。2019H1，天津麒麟实现营收 3786 万元，同增 153.01%，净利润为 2422 万元，同比增长 1419.36%，净利率为 63.97%；2019 年前三季度，天津麒麟实现收入 5178 万元，净利润为 1917 万元，净利率为 37.03%；2019 年第三季度，天津麒麟实现收入 1392 万元，净利润为-505 万元。

图 6：天津麒麟营业收入及同比情况



数据来源：东北证券，Wind

图 7：天津麒麟净利润及净利率情况



数据来源：东北证券，Wind

2019H1，中标软件和天津麒麟合计实现收入 11698 万元，净利润为 5664 万元，对

应的净利率为 48.42%；2019Q1-Q3，二者合计实现收入 16133 万元，净利润为 6316 万元，净利率为 39.15%。我们认为操作系统作为基础软件，最大的优点在于其显著的产品型发展模式，边际扩张成本递减甚至趋近于零，其规模效应非常显著。

此外，中国软件作为中国电子 CEC 集团核心系统集成业务平台，打造完整产业链，市场份额优势显著。中国软件作为中国电子集团核心系统集成平台，打造了完整的操作系统、数据库、安全产品、应用系统和系统集成整体产业链，在党政市场的份额竞争优势明显。我们看好公司未来在系统集成领域持续获得较大订单，实现收入业绩的快速成长。

4. 盈利预测

我们预计 2019-2021 年，归母净利润分别为 2.20/8.20/12.50 亿元，EPS 分别为 0.44/1.66/2.53 元，当前股价对应 PE 分别为 155/42/27 倍，看好公司未来在操作系统领域的领导地位和集成业务的快速成长，给予“买入”评级。

5. 风险提示

国产基础软件市场将面临激烈竞争;
市场推进低于预期;
公司激励与管理能否持续改进。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,537	1,400	1,495	2,423
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	1,552	1,791	2,776	3,767
存货	1,010	1,294	2,217	3,085
其他流动资产	361	452	749	1,044
流动资产合计	4,460	4,937	7,237	10,319
可供出售金融资产	2	2	2	2
长期投资净额	392	452	512	572
固定资产	498	481	472	470
无形资产	224	207	192	177
商誉	1	1	1	1
非流动资产合计	1,231	1,261	1,294	1,338
资产总计	5,690	6,199	8,531	11,657
短期借款	244	0	0	0
应付款项	1,806	2,089	2,956	3,926
预收款项	316	436	608	764
一年内到期的非流动负债	90	90	90	90
流动负债合计	2,709	2,997	4,248	5,680
长期借款	260	250	240	230
其他长期负债	135	135	135	135
长期负债合计	395	385	375	365
负债合计	3,104	3,382	4,623	6,045
归属于母公司股东权益合计	2,196	2,352	2,872	3,671
少数股东权益	391	465	1,037	1,941
负债和股东权益总计	5,690	6,199	8,531	11,657

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,613	7,262	20,268	30,555
营业成本	2,810	4,766	13,487	20,473
营业税金及附加	32	51	142	214
资产减值损失	84	75	82	107
销售费用	218	301	722	1,058
管理费用	494	617	1,433	2,109
财务费用	-1	-9	-17	-24
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	29	33	47	51
营业利润	97	281	1,430	2,217
营业外收支净额	25	31	51	74
利润总额	122	313	1,481	2,291
所得税	1	19	89	137
净利润	121	294	1,392	2,154
归属于母公司净利润	111	220	820	1,250
少数股东损益	10	74	572	904

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	121	294	1,392	2,154
资产减值准备	84	75	82	107
折旧及摊销	111	94	100	106
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	19	8	0	0
投资损失	-29	-33	-47	-51
运营资本变动	-163	-157	-1,036	-829
其他	-11	-31	-49	-72
经营活动净现金流量	132	251	441	1,416
投资活动净现金流量	-185	-61	-36	-28
融资活动净现金流量	-92	-327	-310	-460
企业自由现金流	253	349	2,288	2,783

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益（元）	0.22	0.44	1.66	2.53
每股净资产（元）	4.44	4.76	5.81	7.42
每股经营性现金流量（元）	0.27	0.51	0.89	2.86
成长性指标				
营业收入增长率	-6.67%	57.41%	179.11%	50.75%
净利润增长率	47.95%	98.51%	272.64%	52.47%
盈利能力指标				
毛利率	39.10%	34.37%	33.46%	33.00%
净利润率	2.40%	3.03%	4.04%	4.09%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	108.33	90.00	50.00	45.00
存货周转率（次）	122.59	99.14	60.00	55.00
偿债能力指标				
资产负债率	54.54%	54.56%	54.18%	51.86%
流动比率	1.65	1.65	1.70	1.82
速动比率	1.20	1.13	1.09	1.17
费用率指标				
销售费用率	4.72%	4.15%	3.56%	3.46%
管理费用率	10.71%	8.50%	7.07%	6.90%
财务费用率	-0.02%	-0.13%	-0.09%	-0.08%
分红指标				
分红比例	31.82%	45.46%	36.60%	36.01%
股息收益率	0.10%	0.29%	0.88%	1.32%
估值指标				
P/E（倍）	93.41	154.76	41.53	27.24
P/B（倍）	4.71	14.47	11.85	9.27
P/S（倍）	7.38	4.69	1.68	1.11
净资产收益率	5.05%	9.35%	28.54%	34.04%

资料来源：东北证券

分析师简介:

安永平: 东北证券计算机首席分析师，上海财经大学硕士，中国人民大学本科。曾就职于方正证券、安信证券、海通证券，所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第一名，2014年新财富分析师计算机行业第四名，入围金牛奖计算机行业最佳分析师等。2019年加入东北证券研究中心。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn