

2006-11-23

尹沿技

(8621) 63217743

yinyj@cjsc.com.cn

IT 软件行业

中国软件 (SH600536) 调研简报

首次给予“推荐”评级

事件描述

近期对中国软件与中软国际进行了实地调研，并重点了解公司在行业解决方案与软件外包方面的进展。

事件评论

● 大股东情况

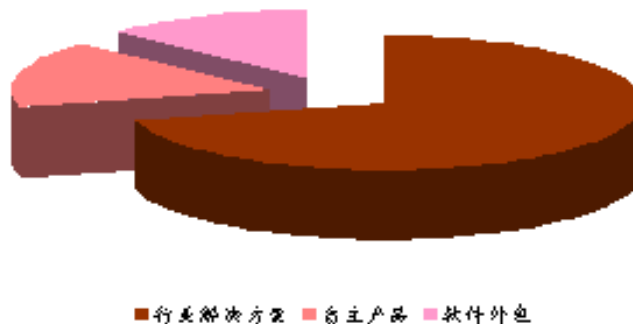
公司实际控制人是中电集团 (CEC)，而 CEC 对中软的支持是多方位的，具体包括为中软争取项目，以及业务整合等。在公司管理层换届后，由 CEC 副总苏振明担任董事长，从而大股东的控制力也得以加强。CEC 的战略规划不仅出于自身发展需要，还代表着国家对整个电子信息产业的看法与态度。因此，中软背靠 CEC，一方面是其优势，而另一方面也可能为今后发展带来一定束缚。

在长城集团并入 CEC 后，整个集团内部的资源亟需整合，以形成优势互补并减少同业竞争。但目前这方面的进展还比较缓慢。

● 公司的主营业务结构

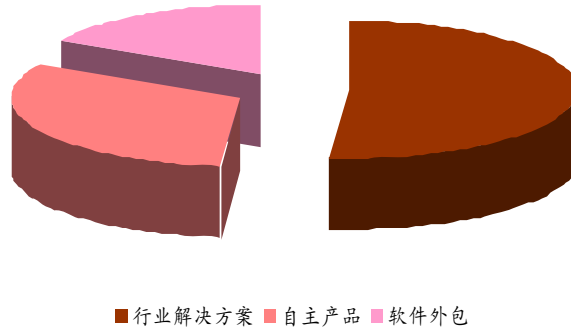
公司的业务主要涉及三大业务，即：自主产品、行业解决方案和软件外包。我们尤为看好公司的自主产品和软件外包业务，这也是公司创新能力和持续竞争力的体现。尽管自主软件产品与软件外包在公司总收入中的比重只有 16% 和 13%，但是其创造的毛利占比分别达到了 31% 和 17%。

图1：公司06年1-9月主营业务收入构成



资料来源：公司资料，长江证券研究所

图2：公司06年1-9月主营业务利润构成



资料来源：公司资料，长江证券研究所

● 自主产品业务

这是公司自主创新的一块业务，中软通过大规模的项目带动来开发自主软件产品，发展自主品牌。Linux产品方面，目前在中国，竞争主要是在中科院的红旗与公司旗下的中标之间展开。由于信息安全方面的考虑，国家将在政府信息系统中采用国产操作系统，因此国产Linux得到了政府的大力支持。Linux并不面向个人客户，也不是一个完全市场化的行业。但是，一旦在各级政府信息系统中被采用，市场将非常大，并且后续的运营与维护收入非常稳定。而在操作系统的基础上，可以再捆绑一些公司其他的自主产品，例如Office软件、防水墙系统等。

国内目前普遍存在着企业创新能力不足的问题，主要是源于中国尚未形成一个完善的创新体制，资本市场对创新的支持也相当有限。因此，我们对公司产品前景的看法还需结合宏观环境来看。

随着国内技术创新和知识产权保护环境的不断完善，国家会逐渐加大对盗版软件的打击力度。而与微软等竞争对手相比，不仅出于信息安全的考虑，国内企业低廉的成本也将是其竞争优势。而中软是国内上市公司中唯一一家同时兼有Linux操作系统与Office的公司，并且其通用研发产品中心已通过了CMMI5级认证，我们对公司的这块业务持比较乐观的预期。

● 行业解决方案业务

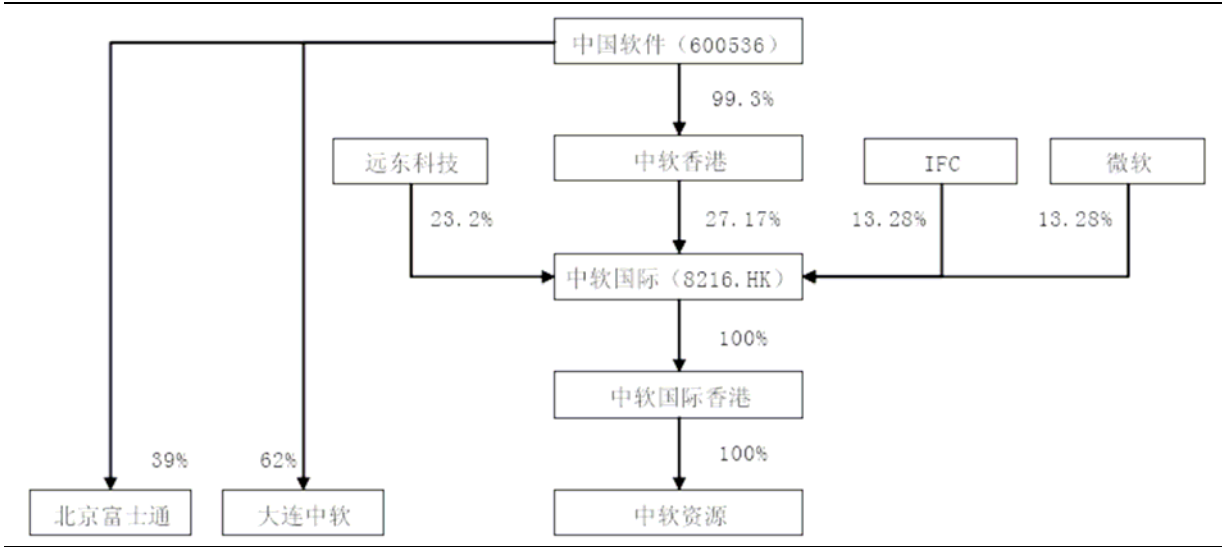
公司在税收、审计、烟草等行业的解决方案已非常成熟，主要是专注于一些具有高集中度的行业，例如烟草行业的全国大集中、银行的集中监管等。此外子公司中软万维今年在地铁自动化票务方面也有所突破，此业务今年销售收入有望过亿、利润过千万。

● 软件外包与中软国际

外包业务已发展成为公司的一大主业，目前主要是放在旗下的香港联交所创业板上市公司——中软国际来做，并以对美外包为主。公司也做部分对日外包，主要是北京中软富士通，以及位于大连软件园的大连中软。

中软国际的股权结构比较复杂，但中软还是成功实现对中软国际的并表，并加强了与微软的合作。同时，公司不仅获得了中软国际在烟草、审计等行业的优势，也将欧美外包业务进行了进一步整合，打造了更成熟的国际化业务和资本支撑平台。中软国际在经过今年的收购兼并后，已有2000名员工，其中1200人从事软件外包业务，而负责微软外包业务的人数大约为400人。

图 3: 中软国际股权结构



资料来源：公司资料，长江证券研究所

中软国际目前的外包主要是面向美国，客户包括微软、IBM、HP、摩托罗拉等大企业。从量上来说，公司承接了目前微软发往中国的 1/3 的外包业务。

公司另一方面也作行业解决方案业务，依循从上而下的思路，公司主要关注能够垂直管理、强监管的行业，例如审计与烟草行业。目前，中软国际获得了国家烟草专卖局，以及湖北、福建烟草局的业务。此外，公司还计划向银行领域拓展。

我们认同公司解决方案的这种发展思路，即通过获取项目并经过不断深化，与客户结成伙伴关系，之后在此平台上不断的提供各种应用和服务，并最终获得稳定、高毛利的收入。

● 与微软的合作

中软是微软在中国的最大合作伙伴之一，尽管公司在技术以及外包业务上都与微软有较深的合作，但我们应该认识到，微软目前在中国的业务还处于初始阶段，今后的发展空间还非常大。因此，我们将继续关注公司在微软整个中国的布局中所处地位的变化情况。

● 估值分析

我们预测公司 06-08 年的 EPS 为 0.41、0.54、0.71 元。公司股价存在一定低估，我们给与“推荐”评级。

附表：公司财务报表预测（单位：百万元）

	2004	2005	2006E	2007E	2008E
销售收入	701.98	1156.10	1249.50	1489.40	1702.39
增长率		64.69%	8.08%	19.20%	14.30%
主营业务成本、税金	513.99	809.83	816.72	1035.79	1163.05
%销售收入	73.22%	70.05%	65.36%	69.54%	68.32%
主营业务利润	187.99	346.27	432.78	453.61	539.34
主营利润率	26.78%	29.95%	34.64%	30.46%	31.68%
其他业务利润	0.79	-1.87	2.70	0.58	0.14

%税前利润	1.42%	-2.55%	2.36%	0.41%	0.07%
营业费用	49.45	65.40	80.33	94.97	104.77
%销售收入	7.04%	5.66%	6.43%	6.38%	6.15%
管理费用	99.01	206.20	243.03	255.13	308.79
%销售收入	14.10%	17.84%	19.45%	17.13%	18.14%
财务费用	1.21	11.22	8.85	9.19	13.02
%销售收入	0.17%	0.97%	0.71%	0.62%	0.77%
营业利润	39.11	61.59	103.27	94.90	112.90
营业利润率	5.57%	5.33%	8.26%	6.37%	6.63%
投资、补贴及营业外收支	16.31	11.77	10.86	25.81	27.24
%税前利润	29.43%	16.04%	9.51%	18.33%	14.63%
税前利润	55.42	73.36	114.13	140.85	186.22
利润率	7.89%	6.35%	9.13%	9.46%	10.94%
所得税	6.32	5.81	12.18	14.08	19.55
所得税率	11.40%	7.92%	10.67%	10.00%	10.50%
少数股东损益	2.64	18.25	35.54	39.45	51.34
%税前利润	4.76%	24.88%	31.14%	28.01%	27.57%
净利润	46.76	51.53	66.41	87.32	115.32
净利率	6.66%	4.46%	5.32%	5.86%	6.77%
增长率		10.21%	28.88%	31.48%	32.07%
EPS (元/股)	0.290	0.319	0.412	0.541	0.714

资料来源：长江证券研究所

长江证券有限责任公司 研究所

上海

汉口路 130 号 5 层

邮政编码 200002

联系人 杨靖凤 (研究产品发布)

联系人 归浩明 (机构客户服务)

电话 (8621) 63217917

电话 (8621) 63516121

传真 (8621) 33130730

传真 (8621) 51062920

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

看 淡: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对大盘涨幅大于 10%

谨慎推荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为长江证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

“长江证券研究”系列

行业报告系列: 行业深度、行业快评、行业月度报告

公司报告系列: 公司深度、公司跟踪、公司新股分析、公司快评

策略报告系列: 即时报告,专题报告(宏观、市场、产业选择、基金、固定收益、投资组合、金融产品与创新、估值及投资理念),定期(月度、季度、半年度、年度)和专题投资策略报告

综合报告系列: 晨会纪要、研究报告周报、重点跟踪公司投资评级、投资策略日刊、理财顾问产品、课题研究以及其它报告

印刷产品系列: 长江证券投资策略报告、长江证券研究年报、精品报告单行本

