

00354.HK

港股通（沪、深）

买入（维持）

业绩符合预期，“三驾马车”驱动力强劲

2018年03月29日

## 市场数据

日期	2018-3-28
收盘价(港元)	6.93
总股本(亿股)	24.02
流通股本(亿股)	24.02
总市值(亿港元)	166
流通市值(亿港元)	166
净资产(百万元)	5230
总资产(百万元)	8752
每股净资产(元)	2.18

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9244	11140	12905	14892
同比增长	36%	21%	16%	15%
净利润(百万元)	566	760	993	1271
同比增长	28%	34%	31%	28%
毛利率	30%	30%	30%	30%
净利率	6%	7%	8%	9%
净资产收益率	11.7%	13.4%	15.0%	16.3%
每股收益(元)	0.24	0.32	0.41	0.53
每股经营现金流(元)	0.15	0.22	0.34	0.42

## 相关报告

《二十年积累品牌优势，云计算、解放号打开新市场》  
2017-08-21  
《解放号、云服务借华为云之风起航》2017-11-15

## 海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: HK: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

## 投资要点

- **公司业绩实现高速增长，符合预期。**公司 2017 年实现收入 92.4 亿元，同比增长 36.3%；实现归母净利润 5.66 亿元，同比增长 27.9%，EPS 0.24 元；剔除购股权开支后的归母净利润为 7.16 亿元，同比增长 46.8%；公司业绩实现高速增长；公司业绩符合我们的预期（我们 2017.11.14 的报告中预计公司 2017 年实现收入 90 亿元、归母净利润 5.58 亿元）。
- **收入增长驱动因素：大客户业务大幅增长，新业务发展迅猛。**2017 年公司服务收入同比增长 34% 至 88 亿元，其中技术与专业服务集团（TPG）服务收入同比上升 40.7% 至 76.2 亿元，互联网 ITS 集团（IIG）服务收入同比上升 2.7% 至 11.9 亿元。公司收入增速较快的一方面原因是华为、汇丰、腾讯、平安等客户业务的大幅增长，另一方面则归功于云计算、大数据、解放号等新业务收入的大幅提升。
- **2017 年公司人均产出大幅增长。**公司截至 2017 年底的员工总数为 50823 人，相比 2016 年底增长 7.7%，人均产出从 17.2 万元/人增长至 18.9 万元/人，同比增长 9.4%。人均产出的增长表明随着云计算、大数据、解放号等新业务的开展，公司正逐渐摆脱靠员工增长推动收入增长的经营模式，盈利水平得到有效提高。2017 年公司剔除期权费用的调整归母净利率上升 0.57pct 至 7.75%。
- **投资建议：继续看好公司“三驾马车”式业务发展，维持“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 111.4、129.1、148.9 亿元，归母净利润分别为 7.6、9.9、12.6 亿元，EPS 分别为 0.32、0.41、0.53 元。我们认为公司大客户业务能实现稳定增长，同时在和华为“同舟共济”的合作基础上，云计算、大数据、解放号等新业务将实现高速发展。因此我们采用分部估值法，分别给予公司传统业务和创新业务 15 倍和 30 倍的 PE 估值，提升公司目标价至 8.19 港元，目标价对应 2018-2020 年 EPS 的 PE 分别为 23、19、14 倍，维持“买入”评级。

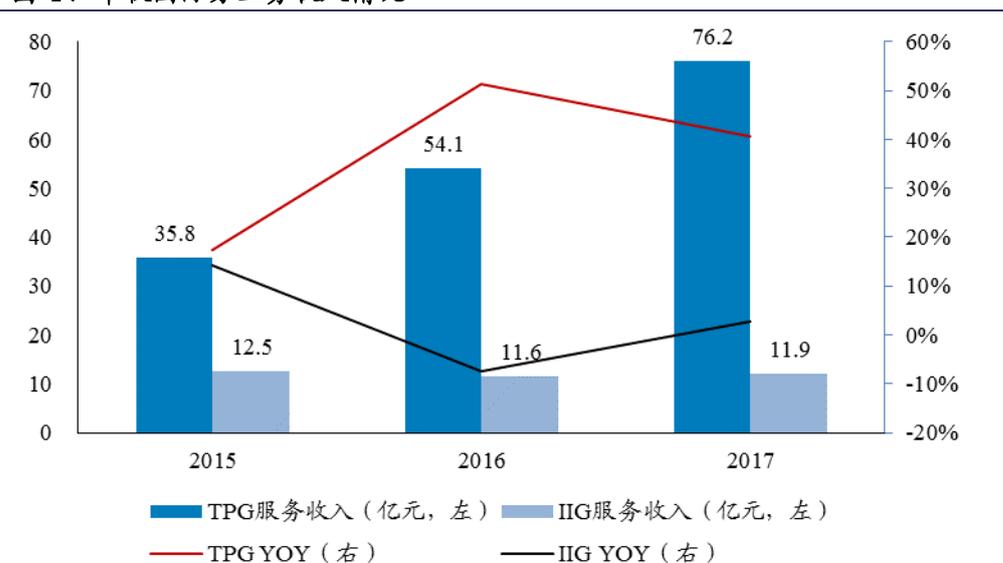
**风险提示：新业务推进的风险；华为服务收入增速放缓；市场竞争加剧。**

## 报告正文

**业绩实现高速增长,符合预期。**公司 2017 年实现收入 92.4 亿元,同比增长 36.3%;实现归母净利润 5.66 亿元,同比增长 27.9%,EPS 0.24 元;剔除购股权开支后的归母净利润为 7.16 亿元,同比增长 46.8%:公司业绩实现高速增长;公司业绩符合我们的预期(我们 2017.11.14 的报告中预计公司 2017 年实现收入 90 亿元、归母净利润 5.58 亿元)。

**收入增长驱动因素:大客户业务大幅增长,新业务发展迅猛。**1) 2017 年公司服务收入同比增长 34%至 88 亿元,其中技术与专业服务集团(TPG)服务收入同比上升 40.7%至 76.2 亿元,互联网 ITS 集团(IIG)服务收入同比上升 2.7%至 11.9 亿元。2) TPG 服务收入增速较快的主要原因是华为、汇丰、腾讯、平安等客户业务的大幅增长,另一方面则归功于云计算、大数据等新业务收入的大幅提升。3) IIG 服务集团收入增长更多来自新业务的发展,包括解放号业务的增长和新推出的云上软件园业务的发展。

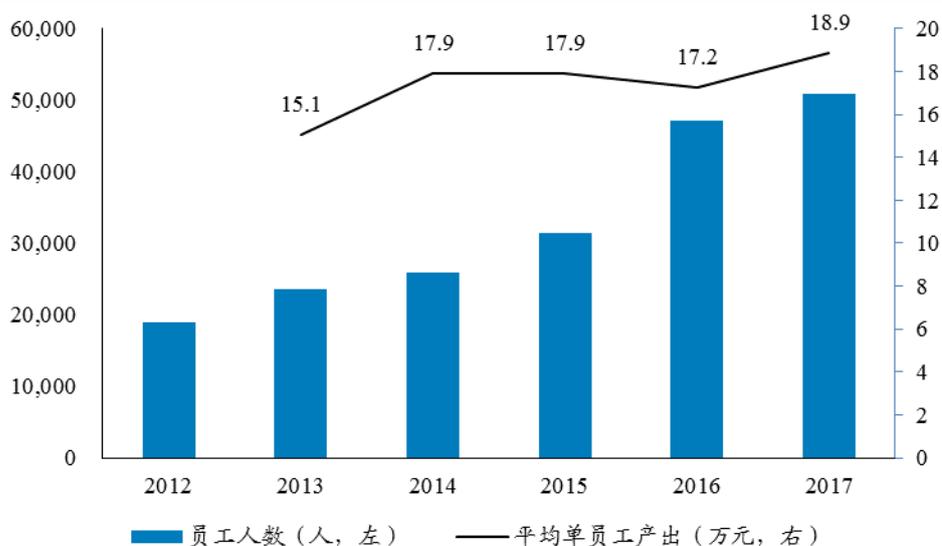
图 1、中软国际分业务收入情况



资料来源:公司年报,兴业证券经济与金融研究院整理

**2017 年公司人均产出大幅增长。**公司截至 2017 年底的员工总数为 50823 人,相比 2016 年底增长 7.7%,而公司总收入增速达到 36.3%,因此公司人均产出从 17.2 万元/人增长至 18.9 万元/人,同比增长 9.4%。人均产出的增长表明随着云计算、大数据、解放号等新业务的开展,公司正逐渐摆脱靠员工增长推动收入增长的经营模式,盈利水平得到有效提高。2017 年公司剔除期权费用的调整归母净利率上升 0.57pct 至 7.75%。

图 2、中软国际人均产出情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**继续看好公司“三驾马车”式业务发展，维持“买入”评级。我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 111.4、129.1、148.9 亿元，归母净利润分别为 7.6、9.9、12.6 亿元，EPS 分别为 0.32、0.41、0.53 元。我们认为公司大客户业务能实现稳定增长，同时在和华为“同舟共济”的合作基础上，云计算、大数据、解放号等新业务将实现高速发展。因此我们采用分部估值法，分别给予公司传统业务和创新业务 15 倍和 30 倍的 PE 估值，提升公司目标价至 8.19 港元，目标价对应 2018-2020 年 EPS 的 PE 分别为 23、19、14 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新业务推进的风险；华为服务收入增速放缓；市场竞争加剧。

## 附表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1785	2166	2810	3674
存货	26.0	31.3	36.1	41.6
贸易及其他应收款	1960	2331	2664	3033
应收客户合约工程款	2580	3109	3602	4156
其他流动资产	97	97	97	97
<b>流动资产</b>	<b>6449</b>	<b>7735</b>	<b>9210</b>	<b>11003</b>
不动产、工厂及设备	853	926	1006	1092
无形资产	179	93	8	-78
商誉	997	997	997	997
预付租赁款项	37.9	37.0	36.1	35.2
其他非流动资产	236	236	236	236
<b>非流动资产</b>	<b>2303</b>	<b>2290</b>	<b>2283</b>	<b>2282</b>
<b>总资产</b>	<b>8752</b>	<b>10024</b>	<b>11493</b>	<b>13285</b>
贸易及其他应付款	1584	1903	2196	2531
应付客户合约工程款	45	54	62	71
短期借款	686	826	957	1105
其他流动负债	237	237	237	237
<b>流动负债</b>	<b>2552</b>	<b>3020</b>	<b>3453</b>	<b>3945</b>
长期借款	0	0	0	0
递延税项负债	15.9	15.9	15.9	15.9
可换股贷款票据	954	954	954	954
<b>非流动负债</b>	<b>970</b>	<b>970</b>	<b>970</b>	<b>970</b>
<b>总负债</b>	<b>3522</b>	<b>3990</b>	<b>4423</b>	<b>4914</b>
股本	110	110	110	110
股本溢价	2809	2809	2809	2809
其他储备	2246	3057	4099	5410
非控制性股东权益	64	58	51	41
<b>总权益</b>	<b>5230</b>	<b>6035</b>	<b>7070</b>	<b>8371</b>
<b>总负债和总权益</b>	<b>8752</b>	<b>10024</b>	<b>11493</b>	<b>13285</b>

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	633	851	1111	1422
折旧	94.9	79.3	88.8	99.3
无形资产及预付租赁款摊销	57.1	92.9	93.7	94.7
财务费用	102.9	160.5	160.5	136.5
购股权开支	160.0	50.0	50.0	40.0
利息收入	-5.7	-7.4	-9.3	-12.1
应占联营公司损益	-19.8	-20.8	-21.8	-22.9
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资本减少	-744	-578	-529	-585
已付所得税	-71	-96	-125	-161
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>357</b>	<b>531</b>	<b>819</b>	<b>1012</b>
资本支出	-132	-159	-176	-194
其他	26	28	31	35
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-107</b>	<b>-131</b>	<b>-145</b>	<b>-159</b>
发行普通股/可换股贷款票据	770	0	0	0
新增/偿还贷款	-431	141	131	147
其他	-103	-161	-161	-136
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>236</b>	<b>-20</b>	<b>-30</b>	<b>11</b>
现金净增加	486	380	645	864
现金的期初余额	1299	1785	2166	2810
<b>现金的期末余额</b>	<b>1785</b>	<b>2166</b>	<b>2810</b>	<b>3674</b>

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营收</b>	<b>9244</b>	<b>11140</b>	<b>12905</b>	<b>14892</b>
成本	6493	7799	9002	10374
<b>毛利</b>	<b>2750</b>	<b>3342</b>	<b>3903</b>	<b>4518</b>
销售及分销成本	370	390	452	521
行政费用	1086	1204	1349	1484
研究及开发成本	567	684	774	894
呆账拨备	25.9	31.2	36.1	41.7
其他支出	81.7	91.1	92.0	92.9
应占联营公司收益	19.8	20.8	21.8	22.9
<b>经营利润</b>	<b>639</b>	<b>962</b>	<b>1222</b>	<b>1508</b>
<b>EBITDA</b>	<b>887</b>	<b>1183</b>	<b>1453</b>	<b>1751</b>
折旧和摊销	151	171	182	193
<b>EBIT</b>	<b>736</b>	<b>1011</b>	<b>1271</b>	<b>1558</b>
财务费用	103	161	161	136
其他收入	100.5	49.1	49.6	50.1
<b>税前利润</b>	<b>633</b>	<b>851</b>	<b>1111</b>	<b>1422</b>
所得税开支	71	96	125	161
<b>税后利润</b>	<b>561</b>	<b>755</b>	<b>985</b>	<b>1261</b>
非控制性股东应占利润	-4.3	-5.7	-7.5	-9.6
股息	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>母公司股东应占利润</b>	<b>566</b>	<b>760</b>	<b>993</b>	<b>1271</b>
<b>EPS-基本(元)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.32</b>	<b>0.41</b>	<b>0.53</b>
<b>EPS-摊薄(元)</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>	<b>0.35</b>	<b>0.46</b>

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长性</b>				
营收增长率	36.3%	20.5%	15.8%	15.4%
EBIT 增长率	18.6%	37.5%	25.7%	22.6%
净利润增长率	27.9%	34.5%	30.6%	28.0%
<b>盈利能力</b>				
EBIT Margin	8.0%	9.1%	9.9%	10.5%
EBITDA Margin	9.6%	10.6%	11.3%	11.8%
毛利率	29.8%	30.0%	30.2%	30.3%
净利率	6.1%	6.8%	7.7%	8.5%
ROE	11.7%	13.4%	15.0%	16.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.2%	39.8%	38.5%	37.0%
流动比率	2.53	2.56	2.67	2.79
速动比率	2.52	2.55	2.66	2.78
<b>营运能力</b>				
资产周转率	1.16	1.19	1.20	1.20
应收帐款周转率	2.29	2.23	2.20	2.21
应付账款周转率	4.39	4.35	4.27	4.27
存货周转率	277	272	267	267
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益-摊薄	0.26	0.29	0.35	0.46
每股经营现金流	0.15	0.22	0.34	0.42
每股净资产	2.18	2.51	2.94	3.48
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	22	20	16	12
PB	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	17	13	10	8

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司、五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、旋蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。