

【广发海外】中国软件国际 (0354.HK)

大客户依然稳健,“解放号”有望迎来快速发展期

核心观点:

● 营收利润稳步增长,大客户收入增速依然强劲

3月26日,公司发布2017年度业绩公告:公司实现营业收入92.4亿,同比增长36.3%(其中服务性收入为88.1亿元,同比增长34.0%);实现归母净利润5.66亿元,同比增长27.9%(剔除购股权开支对应的归母净利润为7.11亿元,同比增长56.3%)。

● 华为收入依然稳健,“前五大非华为客户”表现强劲

2017年,尽管华为的收入增速有所放缓(2017年华为外包需求较为旺盛的运营商业务&企业业务合计收入增速仅为6.5%,较2016年26.1%的增速下滑幅度较大。),但公司来自华为的收入仍保持着强劲增长(2017年公司来自华为的收入达到48.7亿元,同比增长34%),这也体现出华为对公司的依存度仍在逐步增强;值得注意的是,公司来自“前五大非华为客户”的收入增幅十分显著(2017年实现收入13.9亿元,同比增长达到63%,2016年增速仅为13%),我们认为这是汇丰、腾讯、平安等客户对公司能力充分认可的直接体现。

● 借力云上软件园,“解放号”有望迎来快速发展期

2017年,公司对“解放号”平台进行了商业模式的优化升级(取消交易佣金推行会员制),同时新推出的“云上软件园”成功在青岛、南京、西安、武汉、合肥、重庆等城市上线(2017年签约落地15个项目),整体来看,公司目前已搭建出连接政府、实体软件园区和IT合作伙伴的软件开发生态,“解放号”有望进入发展的快车道。

● 盈利预测与投资评级

核心假设:1)公司与华为、汇丰、腾讯、平安等客户合作关系稳固;2)公司“云上软件园”项目拓展顺利。根据以上假设,我们预测公司2018-2020年EPS分别为人民币0.309/0.381/0.446元,对应2018-2020年PE分别为18.2X/14.8X/12.6X,给予“买入”评级。

● 风险提示

华为公司外包需求达不到预期的风险,新型业务市场推广风险,汇率波动风险,人力成本上升的风险。

盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币百万)	6783.4	9243.7	11655.0	14176.0	17314.7
净利润(人民币百万)	442.1	565.6	740.0	912.9	1070.0
增长率(%)	57.9	27.9	30.8	23.4	17.2
EPS(人民币元/股)	0.203	0.236	0.309	0.381	0.446
市盈率(P/E)	27.7	23.9	18.2	14.8	12.6
市净率(P/B)	3.01	2.93	2.34	2.03	1.75

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

7.04 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-04-03

相对市场表现



分析师: 惠毓伦, S0260511010003



010-59136726



hyl6@gf.com.cn

相关研究:

中国软件国际:《华为业务依然稳健,“解放号”值得期待》 2017-05-17
中国软件国际:“全球程序员节”助力“解放号” 2017-11-10

联系人: 张晓飞 010-59136696

zhangxiaofei@gf.com.cn

目录索引

公司经营数据变化情况	3
风险提示	5

图表目录

图 1: 2013-2017 年公司营收及利润增长情况 (单位: 亿元)	3
图 2: 公司服务性收入与员工总数关系	4
图 3: 华为公司收入分拆	4
图 4: 公司前五大客户收入状况	5

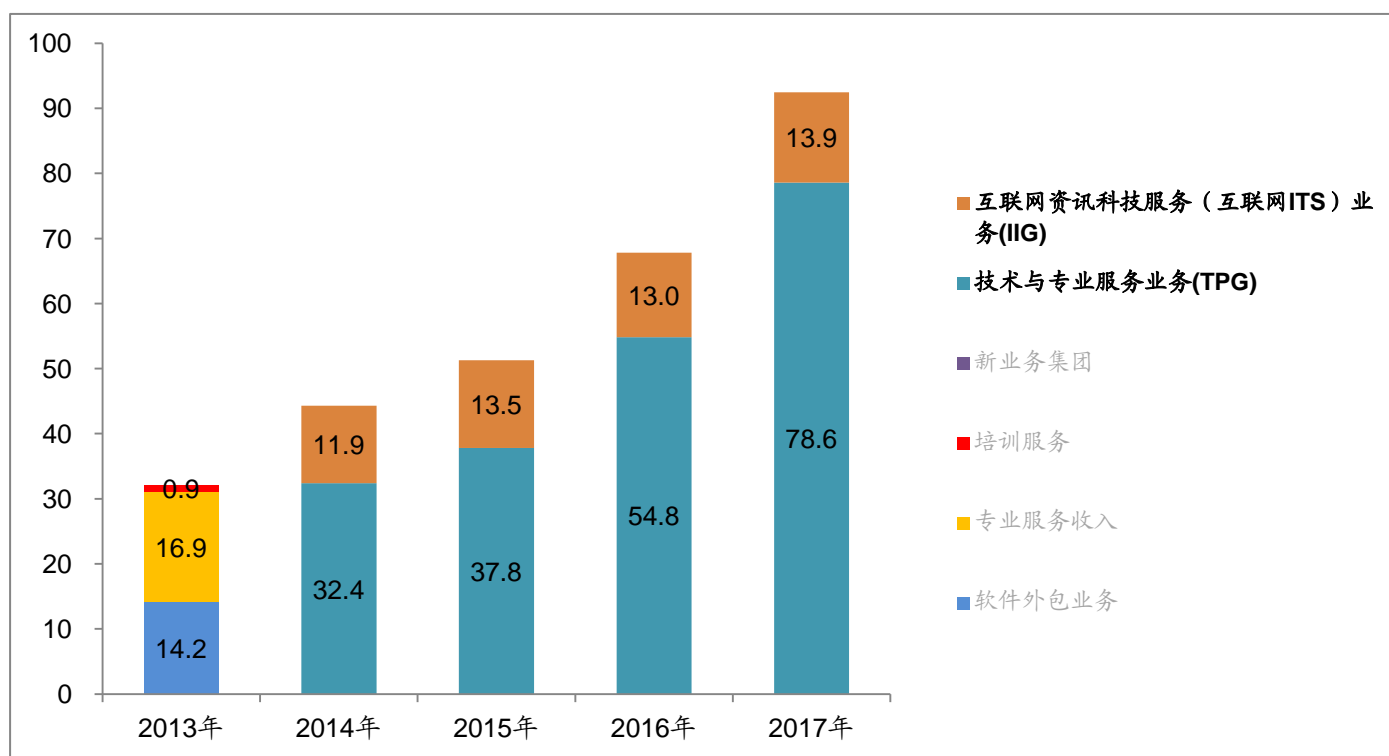
公司经营数据变化情况

3月26日，公司发布2017年度业绩公告：公司实现营业收入92.4亿，同比增长36.3%（其中服务性收入为88.1亿元，同比增长34.0%）；实现归母净利润5.66亿元，同比增长27.9%（剔除购股权开支对应的归母净利润为7.11亿元，同比增长56.3%）。

分部收入方面：TPG业务实现收入78.6亿元，同比增长43.4%（其中TPG服务性收入为76.2亿元，同比增长40.7%），主要得益于核心客户（华为、汇丰、腾讯、平安等）的业务需求大幅增长（其中来自华为的收入增幅为34%）；IIG业务实现收入13.9亿元，同比增长6.4%（其中IIG服务性收入为11.9亿元，同比增长2.7%），主要是来自于解放号业务的同比大幅增长。

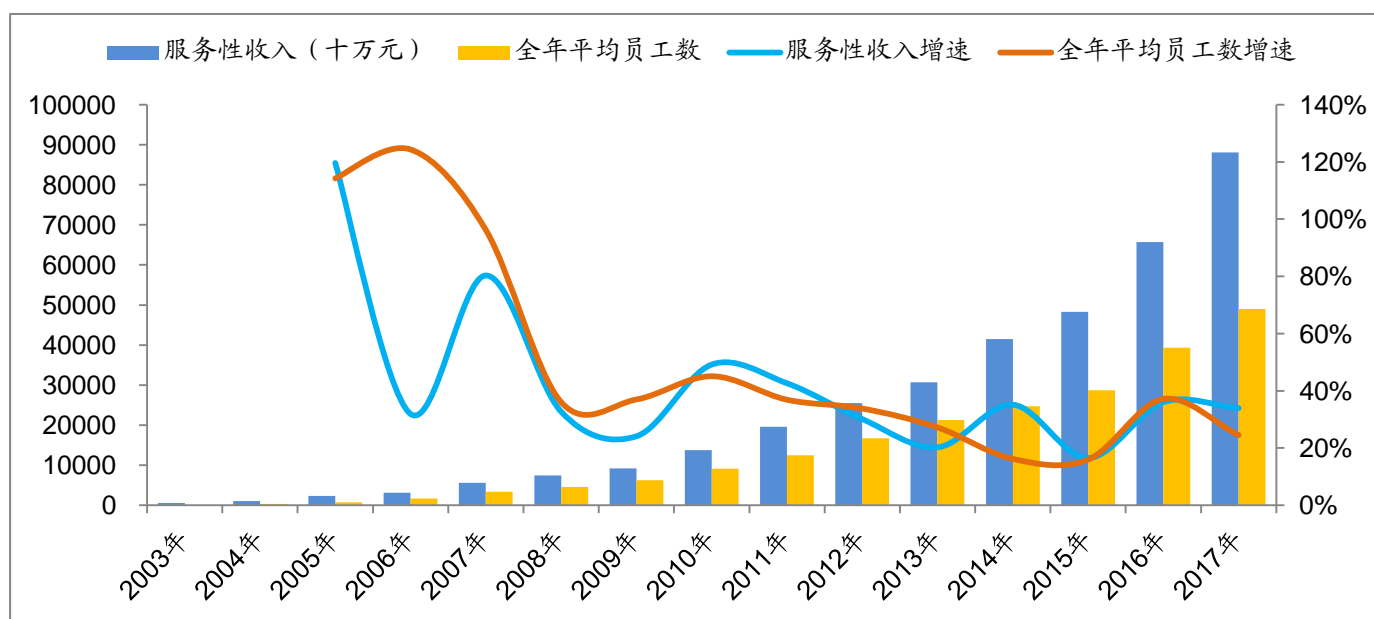
分部业绩方面：TPG分部业绩为7.1亿元，同比增长34.1%，略低于收入增速43.4%，主要是由于公司在云计算、大数据等新业务的研发投入较多所致；IIG分部业绩1.33亿元，同比增长14.9%，高于收入增速，主要是由于解放号业务特别是云上软件园业务正处于高速发展期，公司盈利能力相应增强。

图 1：2013-2017 年公司营收及利润增长情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

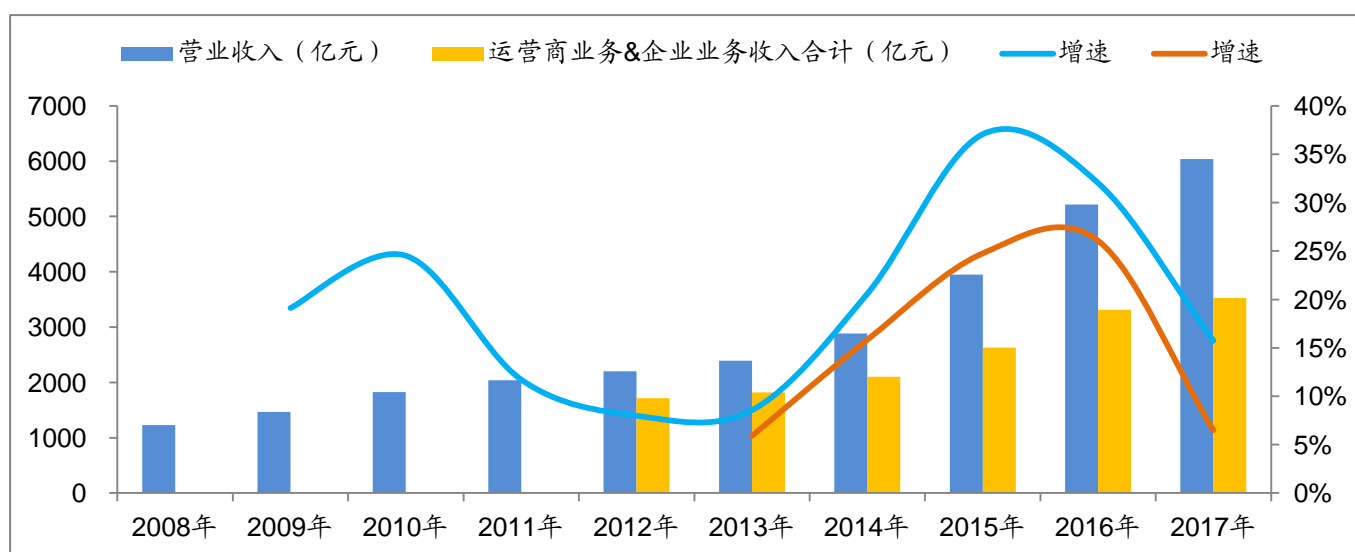
图 2：公司服务性收入与员工总数关系



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

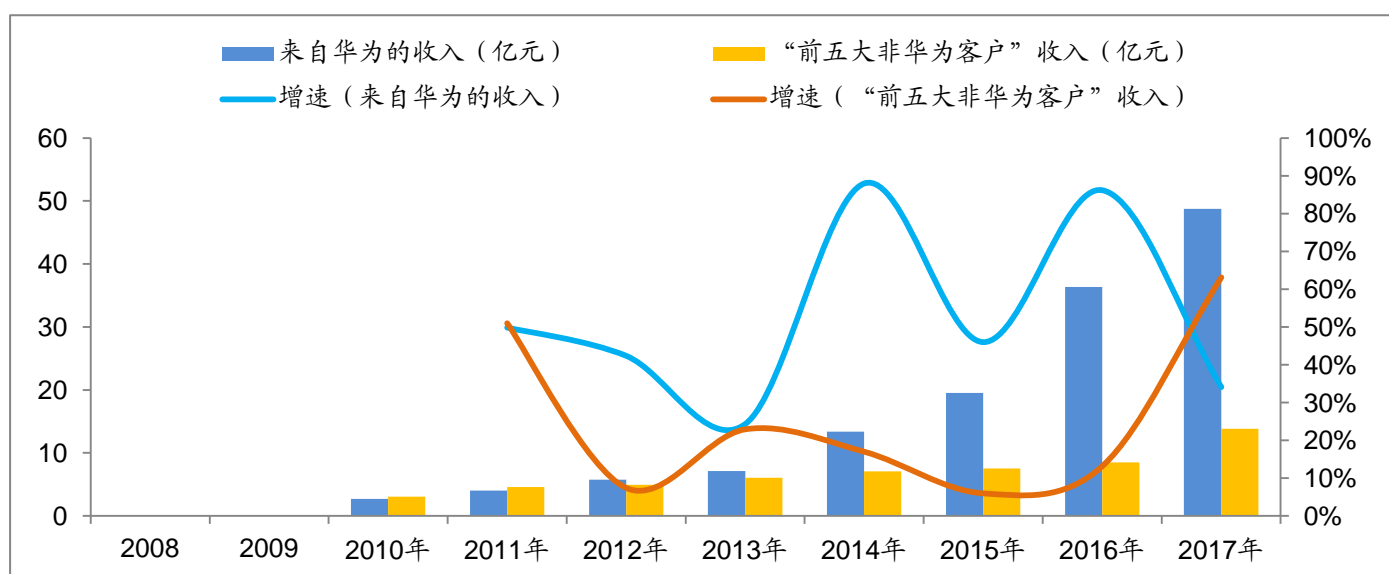
2017年，尽管华为公司的收入增速有所放缓（2017年华为公司外包需求较为旺盛的运营业务&企业业务合计收入增速仅为6.5%，较2016年26.1%的增速下滑幅度较大。），但公司来自华为的收入仍保持着强劲增长（2017年公司来自华为的收入达到48.7亿元，同比增长34%），这也体现出华为对公司的依存度仍在逐步增强；值得注意的是，公司来自“前五大非华为客户”的收入增幅十分显著（2017年实现收入13.9亿元，同比增长达到63%，2016年增速仅为13%），我们认为这是汇丰、腾讯、平安等客户对公司能力充分认可的直接体现。

图 3：华为公司收入分拆



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 4: 公司前五大客户收入状况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测假设：

1、收入假设：（1）公司与华为合作关系稳固；（2）公司与汇丰、腾讯、平安等客户的合作持续深入；（3）云上软件园业务拓展顺利；

2、毛利率假设：近年来公司毛利率整体保持稳定，假设2018-2010年公司毛利率水平分别为29.71%、29.70%和29.73%；

基于以上假设，我们预测公司18-20年EPS分别为人民币0.309/0.381/0.446元，对应18-20年PE分别为18.2X/14.8X/12.6X，给予“买入”评级。

风险提示

华为公司外包需求达不到预期的风险，新型业务市场推广风险，汇率波动风险，人力成本上升的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 人民币百万元						单位: 人民币百万元					
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,927	6,449	7,894	9,186	10,851	经营活动现金流	292	328	459	368	586
货币资金	1,299	1,785	2,413	2,593	2,948	净利润	450	540	780	918	1,163
应收及预付	3,607	4,637	5,448	6,549	7,857	折旧摊销	144	164	152	121	115
存货	21	26	34	44	47	营运资金变动	-418	-523	-519	-732	-749
其他流动资产	1	1	0	0	0	其它	115	146	46	61	56
非流动资产	2,302	2,303	2,397	2,545	2,783	投资活动现金流	-251	-212	-241	-263	-322
长期股权投资	104	133	146	152	163	资本支出	-259	-235	-241	-263	-322
固定资产	820	853	927	1,005	1,118	投资变动	2	14	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	7	9	0	0	0
无形资产	1,240	1,176	1,171	1,211	1,300	筹资活动现金流	-8	371	410	76	90
其他长期资产	138	141	153	176	202	银行借款	3,092	4,329	0	0	0
资产总计	7,229	8,752	10,291	11,731	13,634	债券融资	-3,077	-3,954	477	143	157
流动负债	2,439	2,552	2,851	3,230	3,792	股权融资	257	360	0	0	0
短期借款	922	686	686	686	686	其他	-280	-364	-67	-67	-67
应付及预收	1,495	1,866	2,165	2,544	3,107	现金净增加额	33	486	627	181	354
其他流动负债	21	0	0	0	0	期初现金余额	1,266	1,299	1,785	2,413	2,593
非流动负债	458	970	1,430	1,574	1,731	期末现金余额	1,299	1,785	2,413	2,593	2,948
长期借款	194	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	263	970	1,430	1,574	1,731						
负债合计	2,897	3,522	4,282	4,804	5,523						
股本	106	110	110	110	110						
资本公积	4,136	5,056	5,796	6,708	7,778						
留存收益	0	0	0	0	0						
归属母公司股东权	4,264	5,166	5,906	6,819	7,909						
少数股东权益	68	64	104	109	202						
负债和股东权益	7,229	8,752	10,291	11,731	13,634						

利润表					
单位: 人民币百万元					
至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6783	9244	11655	14176	17315
营业成本	4768	6493	8192	9966	12167
其他收入及收益	44	96	30	37	41
销售费用	219	370	466	567	693
管理费用	1152	1654	2032	2504	3039
财务费用	96	103	67	67	67
其他费用及亏损	86	108	0	0	0
投资净收益	17	20	12	7	11
利润总额	525	633	940	1116	1401
所得税	115	71	160	198	238
净利润	410	561	780	918	1163
少数股东损益	-32	-4	40	5	93
归属母公司净利润	442	566	740	913	1070
EBITDA	750.02	876.59	1128.7	1267.3	1542.1
EPS (元)	0.203	0.236	0.309	0.381	0.446

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	32.3%	36.3%	26.1%	21.6%	22.1%
归属母公司净利润增长	57.9%	27.9%	30.8%	23.4%	17.2%
获利能力(%)					
毛利率	29.7%	29.8%	29.7%	29.7%	29.7%
净利率	6.0%	6.1%	6.7%	6.5%	6.7%
ROE	10.4%	10.9%	12.5%	13.4%	13.5%
ROIC	23.6%	32.0%	39.9%	39.5%	42.5%
偿债能力					
资产负债率(%)	40.1%	40.2%	41.6%	40.9%	40.5%
净负债比率	-4.2%	-21.0%	-28.7%	-27.5%	-27.9%
流动比率	2.02	2.53	2.77	2.84	2.86
速动比率	2.01	2.52	2.75	2.83	2.85
营运能力					
总资产周转率	1.00	1.16	1.22	1.29	1.37
应收账款周转率	2.06	2.25	2.15	2.17	2.21
存货周转率	186.40	276.80	243.33	228.13	260.71
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.24	0.31	0.38	0.45
每股经营现金流	0.13	0.14	0.19	0.15	0.24
每股净资产	1.96	2.16	2.46	2.84	3.30
估值比率					
P/E	27.7	23.9	18.2	14.8	12.6
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.1	14.1	10.4	9.3	7.6

广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2011-2014 年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015 年新财富海外研究（团队）第六名。
- 韩 玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，12 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年及 2011 年新财富最佳分析师第五名，2012 年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名，2015 年新财富海外研究团队入围，2011 年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦：首席分析师，发展研究中心总经理助理，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，32 年计算机、光电、集成电路工作和研究经历，13 年证券研究所从业经历。
- 刘 峤：研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：研究助理，统计学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：联系人，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。