

中国软件国际(0354.HK)

TPG在线业务保持稳定高增长，IIG 线下将转亏为盈。

中软国际為中国领先的大型综合性软件及服务企业，2016年TPG在线业务保持稳定高增长约45%。预期2017年TPG在线业务保持稳定高增长，IIG 线下将转亏为盈。我们维持对公司「买入」的评级。

16年全年业绩，好于市场预期： 2016年中国软件收入同比增长32.3%至67.83亿元(人民币·下同)，服务性收入同比增长36.1%至35.73亿元。其中，技术与专业服务(TPG)收入同比增长45%至54.81亿元，占总收入为80.8%，但受互联网IT服务业务(IIG)同比减少3.5%至13.01亿元部分所影响，占总收入为19.2%。毛利同比增长32.3%至20.15亿元，毛利率同比持平至29.7%，研发费用率提升3.6%至5.1%，主要是公司加大对云服务和大数据等研发投入。纯利同比增长57.9%至4.42亿元，每股盈利同比增长44.8%至20.34分。派末期息0.012港元，为2008年以来的首次派息。

TPG在线业务受惠大型客户发展及认同，业务保持稳定高增长： 2016年，TPG 业务收入同比增长45%至54.82亿元。增长主要来自华为业务收入同比增长86.1%至36.35亿元，并占总收入为53.6%(2015年：38.1%)，以及来自其他大型客户包括汇丰银行、微软、腾讯、并分别占总收入2.0%至4.5%。在国内业务方面，公司与华为合作于西安基地成立大数据联合创新实验室，以进一步开发金融领域。在海外业务发展方面，1. 公司已成为汇丰全球在中国地区指定的唯一全球供应商，服务能力进一步获国际市场认同。2. 通过华为的国外销售管道，将加大海外业务开发力度。预期2017年该业务收入将可保持约20%增长，以及毛利率保持稳定水平。

解放号平台(JF)从抽佣制升级为会员制模式，预期IIG 线下业务将转亏为盈： 截止2016 年底公司旗下解放号平台，拥有接包团队超过1,000个，注册企业近3,000 家，接包工程师13万多名，发包企业近2 万家，发包额超过6 个亿元，成交率约30%，GMV 超过2亿元。2017年，集团计划升级JF的盈利模式从目前抽佣制升级为会员收费制，以增加服务品类、用户的粘度/活跃度，用以提升GMV。预期2017年GMV将达为5-6亿，收入超过2 亿元，以及转亏为盈。此外，公司与华为软件发展云达成合作，以加速软件开发业务发展。

估值及建议：目前，市场预计公司17年至18年的收入增长分别为24%和21%，以及每股盈利增长分别为13%和27%。目前公司股价为4.47港元，对应17年至18年预测市盈率分别为17.2倍和13.6倍。短中期来看：中软与行业巨头包括华为、汇丰银行、微软、和腾讯等加深合作，将有助拓展国内和海外市场发展包括在大数据、云服务和智能城市等业务，以及保障占收入约80%的线下业务稳健增长。此外，金融机构和其他政府项目包括交通轨道等信息化将为中期增长动力。长期来看：相信解放号平台在升级其盈利模式将在2017年转亏为盈。2018年解放号平台将加速发展，并为长期增长动力。我们维持对公司「买入」的评级，目前市场给予公司5.49港元的平均目标价，市场最高目标价6.67港元。建议投资者以市场平均目标价作参考。

2017年3月31日收市价(港元)	4.47
市场平均目标价(港元)	5.49
市场目标价区间(港元)	4.10-6.67
潜在上升空间	22.82%

一年股价与恒指走势对比图



資料來源: Bloomberg, 國泰君安國際

主要数据及比率

市值(百万港元)	10,691
流通股比例(%)	84
3个月日均交易额(百万港元)	72
52周股价区间(港元)	2.7-4.7
17年市场预计市盈率(x)	13.5
17年市场预计市净率(x)	1.7
17年市场预计市销率(x)	0.9
17年市场预计股息率(%)	0.2
持股大股东持股比率(%)	11.05

資料來源: Bloomberg, 國泰君安國際

市场预测公司财务数据

(百万人民币，年结12月31日)	2016	2017E	2018E	2019E
收入	6,783	8,392	10,164	12,108
净利润	442	561	708	911
每股盈利	0.20	0.23	0.29	0.37
同比变动(%)				
收入		24%	21%	19%
净利润		27%	26%	29%
每股盈利		13%	27%	27%
利润率				
毛利率		29.9%	30.0%	30.2%
经营利润率		8.5%	8.9%	9.2%
净利率		6.7%	7.0%	7.5%
估值比率				
市盈率		17.2x	13.6x	10.7x
市净率		1.9x	1.7x	1.4x
股息率		0.1%	0.2%	0.3%

資料來源: Bloomberg, 國泰君安國際

分析员

阮家洛(David Yuen)

+852-2509 2631

David.yuen@gtias.com.hk

港股交易参考

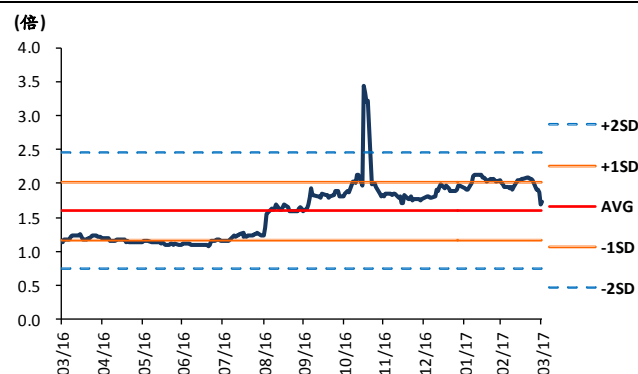
投资咨询部

图表 1：12 个月前瞻市盈率及标准差区间图显示金蝶国际目前的估值水平与其长期平均值(8 倍)相当。



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 2：12 个月前瞻市净率及标准差区间图显示金蝶国际目前的估值水平在长期平均值在上。



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 3：同业估值比较

	股票代码	市值 (HKDm)	收市价 (HKD)	52周 股价 区间 (示意图)	市场 平均 目标价 (HKD)	潜在 上升 空间 (%)	年初至今 股价 走势 (%)	3个月 日均 换手率 (%)	每股盈利增长		收入增长预测		市盈率		市净率		股息率		贝塔值
									17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
									(%)	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	
中国软件国际	354 HK	10,691	4.5	.....|	5.5	22.8	22.8	0.7	8.5	27.9	18.0	22.2	16.7	13.0	1.9	1.6	0.0	0.0	1.6
金蝶国际	268 HK	9,418	3.21	.....|	3.7	14.0	9.9	0.7	16.7	27.0	12.4	17.9	31.0	24.4	2.2	2.0	0.2	0.4	1.5
中国民航信息	696 HK	53,725	18.4	.....|	19.7	7.1	12.6	0.1	11.1	15.4	6.7	13.5	20.0	17.4	3.1	2.7	1.6	1.9	1.2
中国擎天软件	1297 HK	3,332	2.7	.....|	3.9	45.9	9.8	0.4	26.2	18.4	18.2	20.1	10.6	8.9	2.1	1.8	1.4	1.8	1.5
金山软件	3888 HK	27,971	21.4	.....|	25.9	21.1	34.6	0.6	38.3	30.1	19.5	21.8	18.9	14.5	2.7	2.3	0.8	0.9	1.5
简单平均						22.2	18.0	0.5	20.2	23.7	15.0	19.1	19.5	15.6	2.4	2.1	0.8	1.0	1.5
市值加权						14.3	19.2	0.3	19.1	21.7	12.1	17.2	20.1	16.5	2.7	2.4	1.1	1.3	1.4
中位数						21.1	12.6	0.6	16.7	27.0	18.0	20.1	18.9	14.5	2.2	2.0	0.8	0.9	1.5

资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

港股交易参考

投资咨询部

投资咨询部 Investment Strategy

黄 博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtjas.com.hk	(852) 25092621
王昕媛	Kate Wang	kate.wang@gtjas.com.hk	(852) 25092623
阮家洛	David Yuen	david.yuen@gtjas.com.hk	(852) 25092631
徐懿薇	Annie Xu	annie.xu@gtjas.com.hk	(852) 25092695
肖 倩	Emily Xiao	emily.xiao@gtjas.com.hk	(852) 25095375
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 25095323
孙思凡	Christine Sun	christine.sun@gtjas.com.hk	(852) 25095443
张雅涵	Iris Zhang	iris.zhang@gtjas.com.hk	(852) 25095470

经纪业务 Securities Brokerage

李光杰	Jeff Li	jeff.lee@gtjas.com.hk	李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk
戚竹娜	Emmy Chik	emmy.chik@gtjas.com.hk	谢 俊	Peter Xie	peter.xie@gtjas.com.hk
林达诚	Donald Lam	donald.lam@gtjas.com.hk	吕鸿极	Dick Lui	dick.lui@gtjas.com.hk
吕 露	Lv Lu	lvlu@gtjas.com	王 刚	Wang Gang	wanggang101@gtjas.com
吴洪健	Wu Hongjian	wuhongjian@gtjas.com	沈 悦	Shen Yue	shenyue@gtjas.com

研究部 Research

刘 谷	Grace Liu	主管，石油化工	liugu@gtjas.com	(86755) 23976698
潘凌蕾	Penny Pan	秘书、翻译员	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 25092632

客户服务部 Customer Services

杨 曦	Yang Xi	yangxi@gtjas.com	虞珺斐	Liz Yu	liz.yu@gtjas.com.hk
郭 琦	Guo Qi	guoqi@gtjas.com			

综合销售 Integrated Sales

杨子峰	Tony Yeung	tony.yeung@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------

理财业务 Financial Services

黄沛源	Bryan Wong	bryan.wong@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------

机构销售 Institutional Business

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	郝 运	Pauline Hao	pauline.hao@gtjas.com.hk
黄路遥	Jessie Huang	jessie.huang@gtjas.com.hk			

期货业务 Futures Brokerage

陈家骅	Calvin Chan	calvin.chan@gtjas.com.hk	黎启雄	Terry Lai	terry.lai@gtjas.com.hk
吴雪雯	Icy Ng	icy.ng@gtjas.com.hk			

外汇业务 FX Business

陈家骅	Calvin Chan	calvin.chan@gtjas.com.hk	杨子峰	Tony Yeung	tony.yeung@gtjas.com.hk
-----	-------------	--------------------------	-----	------------	-------------------------

企业融资 Corporate Finance

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	邱迪怡	Deirdre Yau	deirdre.yau@gtjas.com.hk
黄嘉贤	Anthony Wong	anthony.wong@gtjas.com.hk	罗广信	Wilson Lo	wilson.lo@gtjas.com.hk

资本市场 Equity Capital Markets

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	陈雨娥	Olivia Chan	olivia.chan@gtjas.com.hk
张颖思	Cecilia Cheung	cecilia.cheung@gtjas.com.hk			

固定收益 Fixed Income

雷 强	Lei Qiang	qiang.lei@gtjas.com.hk	陈怡吟	Sophia Chen	sophia.chen@gtjas.com.hk
司思远	Roy Si	roy.si@gtjas.com.hk	蒋小燕	Flora Jiang	flora.jiang@gtjas.com.hk

资产管理 Asset Management

袁军平	Yuan Junping	jp.yuan@gtjas.com.hk	赵少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtjas.com.hk
-----	--------------	----------------------	-----	------------	-------------------------

港股交易参考

投资咨询部

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除星美控股(00198 HK)、国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、滨海投资 (02886 HK)、广发明晟A国 (03156 HK)、华夏港股通小型股 (03157 HK)、华星控股(08237 HK)及广发明晟A国-R (83156 HK) 外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的星美控股(00198 HK)、 国美电器(00493 HK)、中国全通(00633 HK)、兴业太阳能(00750 HK)、中国疏浚环保(00871 HK)、东江环保-H股 (00895 HK)、华能国际电力股份-H股(00902 HK)、安徽海螺水泥-H股(00914 HK)、华能新能源-H股(00958 HK)、当代置业(01107HK)、宝龙地产(01238 HK)、361度(01361 HK)、承德集团(01568 HK)、畅捷通-H股(01588 HK)、中国优材(01885 HK)、中航科工-H股(02357 HK)、中国电力(02380 HK)、中国恒大(03333 HK)、亨得利(03389 HK)、小南国(03666 HK)、徽商银行-H股(03698 HK)、中国重汽 (03808 HK)、中国奥园 (03883 HK)、波司登(03998 HK)、中国优通(06168 HK)、天韵国际控股(06836 HK)存在投资银行业务的关系。。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2017 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk