

中国软件国际(0354.HK) TMT 行业

不可忽视的快速增长的解放号平台及云业务。

中软国际为中国领先的大型综合性软件及服务企业。目前，中软的TPG业务保持稳定高增长。值得关注的是，目前市场忽略/低估了公司的云业务和解放号平台的高速发展情况。建议投资者以市场最高目标价6.30港元作参考。

被市场忽略和低估的云业务：从2012年开始，中软为北美，亚太客户提供上云技术和解决方案。目前，中软的客户覆盖15个行业，包括制造，金融，教育，电商等行业，并于近年推出智造云，金融云，教育云等云解决方案。

■ 目前，公司积极发展一站式云服务解决方案(从IaaS、PaaS、至SaaS)，并与微软、华为、阿里等企业巨头形成战略合作，其中，SaaS方面，中软结合美国子公司Catapult在企业级SaaS的能力，加快推出SaaS领域的产品；同时结合新业务(如解放号，大数据，人工智能)的云业务发展，以全面满足客户对云服务的需求。此外，云业务开始获得广泛认同，并进入快速发展阶段，例如来自新签客户(如红塔集团、中国烟草、海天集团、华美热电等)。

■ 管理层预期2017年和2018年云业务收入将分别为约3亿元(人民币·下同)和6亿元，增长主要来自：a. 公有云服务收入和b. SaaS收入(如Catapult和云解决方案)提升，并分别占云业务总收入约40%和60%。保守估计，按2018年公有云收入5倍PS(市销率)和SaaS收入8倍PS计算，仅是中软的云业务估值约为41亿元，并已接近目前市值约1/3，相信未来市场对云业务将有提出重估的可能性。

全球程序员节会加速解放号平台(JF)发展：11月10日，中软刚完成首届在西安所举办的全球程序员节，目的是加速JF相关业务的拓展。当中，公司预期旗下JF发展迅速、预期该业务17年收入约3亿元及将转亏为盈。目前，解放号业务平台收入主要来自：1. 转包收入、2. 会员费、和3. 云上软件园。

■ **中软预期2017年JF业务：**在转包方面，公司预计其收入将超过1.6亿元(16年：9,000万元，17年中期：6,000万元)，增长接近78%。在会员费方面，中软预计全年拥有约600家会员，实现签约收入约3,000万元。在云上软件园方面，目前，中软已签约4个、已在合同签约阶段有7个、预计全年总签约15个软件园，当中，每个合约平均年期约3-5年，每个平均收益约1,000-2,000万/年，预计实现收入约1亿元，以上三项细分业务合共预计17年收益约3亿元。值得一提的是，未来中软将在全国建立18个解放号基地，以连接全国近300个软件园区，并与华为合作拓展市场(如对政府资源分配)，以提升企业IT生产效率和降低其成本。

■ **中软预计2022年JF业务：**解放号的“发包方”将提升目前三倍至10万家；发包金额超过100亿元；云上软件园业务将进驻100家线下园区，并带动传统园区实现转型升级；注册IT工程师100多万人；优质会员增至2万家。我们相信未来解放号商业模式及盈利能力将持续优化，主要来自：1. 来自更广阔的收入来源(如在IT产业链的招聘、金融、广告、信息平台等各类增值服务)。2. 充分利用大数据和AI技术，以提升在线服务(如系统派单和智能推荐)的准确性和效率。3. 推出JF国际版本，拓展海外IT市场。4. 随着未来全球程序员节持续举办，中软的平台及产品在全球品牌和知名度将持续上升。以上4项均有助中软的解放号平台业务的每年收入和盈利将保持翻倍以上速度发展。

2017年11月13日收市价(港元)	4.80
市场平均目标价(港元)	5.60
市场目标价区间(港元)	4.10-6.30
潜在上升空间	16.67%

一年股价与恒指走势对比图



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

主要数据及比率

市值(亿港元)	115.30
流通股比例(%)	88.49
3个月日均交易额(百万港元)	66.70
52周股价区间(港元)	3.5-4.9
12个月滚动市盈率(x)	14.29
12个月滚动市净率(x)	1.83
12个月滚动市销率(x)	0.91
12个月滚动股息率(%)	0.27
持股大股东持股比例(%)	11.05

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

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	8,918	10,872	13,019
净利润	442	587	733	936
每股盈利	0.20	0.23	0.28	0.36
同比变动(%)				
收入		31%	22%	20%
净利润		33%	25%	28%
每股盈利		12%	25%	26%
利润率				
毛利率	29.7%	29.3%	29.2%	29.2%
经营利润率	8.5%	8.0%	8.5%	8.9%
净利率	6.5%	6.6%	6.7%	7.2%
估值比率				
市盈率	20.1x	18.0x	14.4x	11.4x
市净率	2.2x	2.1x	1.9x	1.6x
股息率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

分析员

阮家洛(David Yuen)

+852-2509 2631

David.yuen@gtjas.com.hk

港股交易参考

投资咨询部

智能服务技术将使降低相关商业服务成本15-25%: Gartner在对未来IT产业发展报告指出，具备了智能服务技术的IT公司将可以为客户的智能化升级和改造创造更大的价值。Gartner预计，在执行上帮助企业评估、选择、交付和改变IT级业务流程以成功采用人工智能的技术，将推动全球的相关支出将从2016年的4.51亿美元提升至2021年接近290亿美元。同时至2021年，大部分的IT服务供货商将使用智能服务技术，并每年降低他们的商业服务成本15-25%。因此，中软利用其自身能力以及与华为合作，所建立独特软件服务，并向客户输送新一代的IT技术，将可成为未来国内IT服务新趋势。

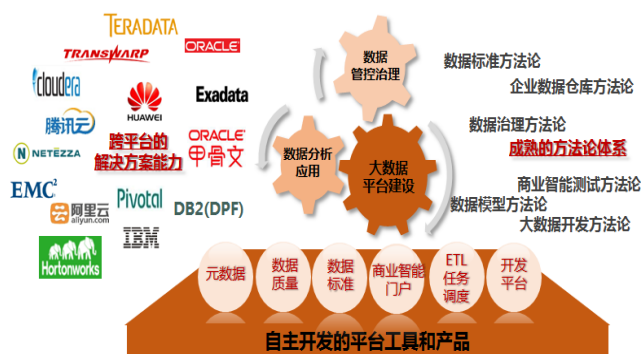
估值及建议：目前，市场预计公司17年至18年的收入增长分别为31%和22%，以及每股盈利增长分别为12%和25%。目前公司股价为4.80港元，对应17年至18年预测市盈率分别为18倍和14.4倍。短中期来看：中软与行业巨头包括华为、汇丰、微软、和腾讯等合作加深，将有助拓展国内和海外市场发展包括在大数据、云服务和智能城市等业务，以及保障占收入约80%的线下业务稳健增长。长期来看：a. 解放号平台在升级后，其业务(包括在转包收入、会员费、和云上软件园)都加速发展和盈利能力稳步提升，以及b. 云业务在公有云服务收入和SaaS收入的加速发展，将为长期增长动力。最后，我们预期未来市场将对云业务有重估的可能性。目前市场给予公司5.60港元的平均目标价，市场最高目标价6.3港元。建议投资者以市场最高目标价6.3港元作参考。

图表 1：中软国际大客户收入增长点。



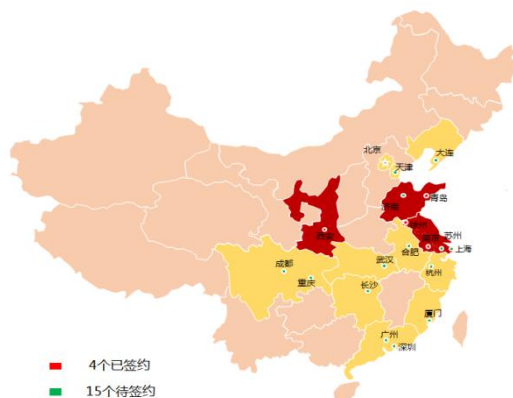
資料來源：上市公司，國泰君安國際

图表 3：中软国际的大数据业务发展。



資料來源：上市公司，國泰君安國際

图表 5：中软国际的云上软件园布局。



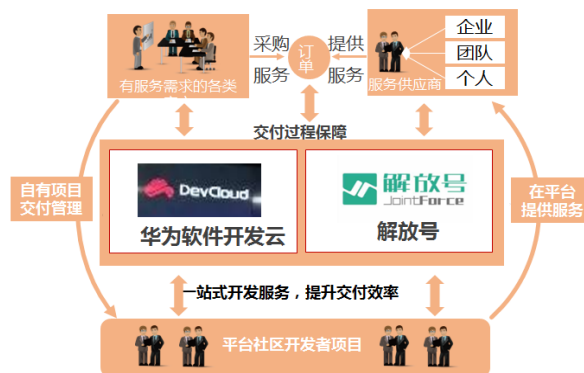
資料來源：上市公司，國泰君安國際

图表 2：中软国际的云业务发展。



资料来源：上市公司，国泰君安国际

图表 4：中软国际的解放号产品升级情况。



资料来源：上市公司，国泰君安国际

图表 6：中软国际的海外业务及全球化布局。

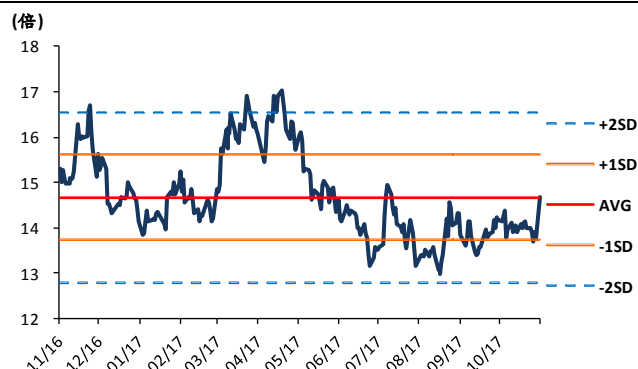


资料来源：上市公司，国泰君安国际

港股交易参考

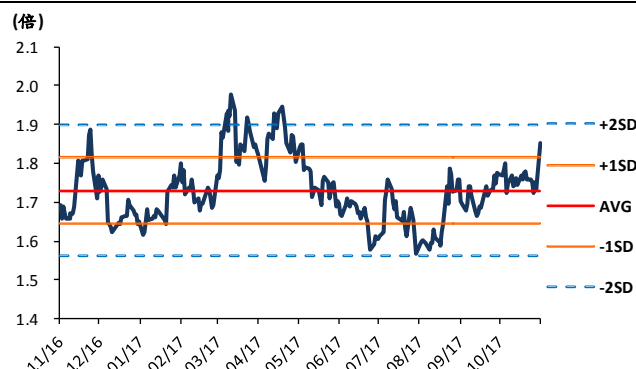
投资咨询部

图表 7：中国软件 12 个月前瞻市盈率及标准差区间图



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 8：中国软件 12 个月前瞻市净率及标准差区间图



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 9：同业估值比较

	股票代码	市值	收市价	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 (%)	每股盈利增长		收入增长预测		市盈率		市净率		股息率		贝塔值
		(HKDm)	(HKD)					17F (%)	18F (%)	17F (%)	18F (%)	17F (倍)	18F (倍)	17F (倍)	18F (倍)	17F (%)	18F (%)	
H 股																		
中国软件国际	354 HK	11,531	4.80	.....|	5.60	16.7	32.2	11.9	26.3	31.0	21.9	18.0	14.3	2.0	1.8	0.2	0.3	1.1
金蝶国际	268 HK	13,785	4.75	.....|	4.5	(6.1)	62.7	8.5	31.2	19.7	18.2	51.2	38.9	3.2	2.9	0.1	0.1	1.2
浪潮国际	596 HK	2,153	2.26	.....|	NA	NA	35.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.6
中国民航信息网络	696 HK	58,290	19.92	.....|	23.35	17.2	23.6	19.5	15.1	13.0	12.9	20.4	17.7	3.2	2.8	1.5	1.7	0.9
中国擎天软件	1297 HK	3,183	2.57	.....|	3.4	31.0	6.1	17.4	18.9	22.7	17.8	12.2	10.3	2.6	2.3	1.3	1.4	1.1
畅捷通信息技术股份有限公司	1588 HK	2,754	12.68	.....|	15.6	23.0	32.1	转盈	(7.7)	47.1	26.8	15.1	16.4	2.4	2.2	8.2	6.9	1.0
简单平均						16.4	32.0	14.3	16.8	26.7	19.5	23.4	19.5	2.7	2.4	2.3	2.1	1.0
市值加权						13.9	30.5	15.8	18.0	17.3	15.1	23.8	19.7	2.9	2.6	1.3	1.4	1.0
中位数						17.2	32.2	14.6	18.9	22.7	18.2	18.0	16.4	2.6	2.3	1.3	1.4	1.0
A 股																		
东软集团	600718 CH	24,439	19.66	.....|	27.2	38.4	(9.9)	(74.4)	43.2	-0.9	24.2	43.6	30.4	2.6	2.4	0.4	0.6	0.7
金证股份	600446 CH	17,170	20.56	.....|	NA	NA	(26.4)	22.2	29.3	25.1	20.6	51.5	39.8	8.3	6.9	NA	NA	0.6
中国软件	600536 CH	10,913	22.07	.....|	NA	NA	(17.6)	106.9	29.1	34.9	36.2	43.7	33.9	4.3	4.0	NA	NA	1.1
远光软件	002063 CH	7,962	13.21	.....|	NA	NA	(9.6)	27.7	28.8	15.2	17.9	40.2	31.3	3.5	3.2	0.6	NA	0.7
精华制药	002349 CH	8,933	10.63	.....|	NA	NA	(5.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.4
简单平均						38.4	(13.7)	20.6	33	18.6	24.7	45	33.8	4.7	4.1	0.5	0.6	0.7
市值加权						13.5	(14.5)	(0.7)	30.3	13.1	21.3	39.6	29.5	4.0	3.5	0.2	0.2	0.7
中位数						38.4	(9.9)	25.0	29.2	20.2	22.4	43.6	32.6	3.9	3.6	0.5	0.6	0.7
全球																		
文思海辉技术有限公司	PACT US	NA	NA	.....|	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
柯莱特信息系统公司	CIS US	NA	NA	.....|	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
高知特科技公司	CTSH US	343,003	581.7	.....|	653.6	12.4	34.5	10.1	17.0	10.4	9.4	20.1	17.2	3.9	3.5	0.7	0.8	0.6
Wipro有限公司	WIT US	193,264	39.7	.....|	38.3	(3.5)	6.2	(6.5)	(0.8)	2.7	4.9	19.9	20.1	NA	NA	1.8	1.7	0.6
Infosys科技有限公司	INFY US	265,230	115.5	.....|	118.1	2.2	3.3	3.7	5.7	6.1	6.8	15.7	14.8	NA	NA	3.6	3.9	0.6
高知特科技公司	CTSH US	343,003	581.7	.....|	653.6	12.4	34.5	10.1	17.0	10.4	9.4	20.1	17.2	3.9	3.5	0.7	0.8	0.6
简单平均						3.7	14.7	2.4	7.3	6.4	7.0	18.5	17.3	3.9	3.5	2.0	2.2	0.6
市值加权						5.2	17.3	4.0	9.0	7.1	7.5	18.6	17.1	1.7	1.5	1.9	2.1	0.6
中位数						2.2	6.2	3.7	5.7	6.1	6.8	19.9	17.2	3.9	3.5	1.8	1.7	0.6

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

港股交易參考

投資諮詢部

图表 10：中国软件国际(0354.HK)历史财务数据一览

(人民幣百万, 年結12月31日)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17 H1	(人民幣百万, 年結12月31日)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17 H1
合并利润表						现金流量表					
总收入	3,206	4,429	5,129	6,783	4,145	净利润	148	200	280	442	245
技术与专业服务	3,112	4,338	3,781	5,482	3,511	折旧摊销	102	141	143	144	85
互联网ITS服务业务	94	91	1,348	1,301	634	其它非现金调整	114	101	169	42	-
						非现金资本变动	(426)	(434)	(332)	(418)	-
销售成本	(2,201)	(3,080)	(3,606)	(4,768)	(3,002)	经营现金流	(61)	9	260	210	331
毛利	1,005	1,349	1,523	2,016	1,143	资本开支	(158)	(215)	(272)	(304)	-
营业费用	(752)	(999)	(1,115)	(1,440)	(816)	证券投资	-	-	-	-	-
经营利润	253	350	408	576	327	其它投资现金	(305)	(232)	(53)	46	-
净利息支出	(45)	(82)	(85)	(87)	(43)	投资现金流	(463)	(447)	(326)	(257)	-
其它	(3)	29	96	35	(16)	新增长期贷款	-	-	2,149	3,551	-
税前利润	205	297	420	525	268	偿付长期贷款	-	-	(1,907)	(3,536)	-
税费	(5)	(42)	(87)	(115)	(28)	股本增加	95	21	326	257	-
净利润	148	200	280	442	245	其它融资现金流	602	287	(50)	(192)	-
摊薄每股盈利(人民币)	0.08	0.11	0.14	0.20	0.10	融资现金流	698	309	518	80	-
每股派息	-	-	-	0.01	-	现金净变动	174	(129)	451	33	331
同比变动						利息现金支出	-	(75)	-	(88)	-
总收入	16%	38%	16%	32%	44%	税费现金支出	(20)	(26)	(42)	(74)	-
技术与专业服务	16%	39%	(13%)	45%	53%	自由现金流	(219)	(206)	(13)	(93)	-
互联网ITS服务业务	1%	(3%)	1,380%	(3%)	6%	利润率					
毛利	10%	34%	13%	32%	42%	毛利率	31.4%	30.5%	29.7%	29.7%	27.6%
经营利润	转盈	38%	17%	41%	11%	经营利润率	7.9%	7.9%	8.0%	8.5%	7.9%
净利润	11%	35%	40%	58%	4%	净利率	4.6%	4.5%	5.5%	6.5%	5.9%
摊薄每股盈利	6%	28%	29%	46%	(4%)	利润率变动					
资产负债表						毛利率	-1.7%	-0.9%	-0.8%	0.0%	-0.3%
现金、现金等价物及短期投资	941	811	1,266	1,299	1,055	经营利润率	0.3%	0.0%	0.1%	0.5%	-2.3%
应收账款	814	535	1,163	1,769	2,362	净利率	-0.2%	-0.1%	0.9%	1.1%	-2.3%
存货	20	32	30	21	55	资本回报					
其它流动资产	1,400	2,215	1,887	1,839	1,994	平均资本回报率				11.3%	5.8%
流动资产	3,175	3,594	4,346	4,927	5,465	平均资产回报率				6.5%	3.4%
物业厂房设备	216	376	577	859	891	平均投入资本回报率				10.7%	4.9%
长期投资	25	43	49	62	62	现金周转					
其它非流动资产	1,257	1,331	1,376	1,381	1,342	平均应收账款天数	93.6	55.6	60.4	78.9	184.5
总资产	4,673	5,344	6,348	7,229	7,760	平均应付账款天数	31.6	42.3	41.0	39.3	58.2
短期借款	484	1,293	1,387	923	1,185	偿债能力、杠杆率					
应付账款	377	336	473	552	515	流动比率	216%	154%	171%	202%	211%
其它流动负债	610	700	679	963	891	速动比率	119%	58%	96%	126%	132%
流动负债	1,471	2,329	2,539	2,439	2,592	现金比率	64%	35%	50%	53%	41%
长期贷款	707	256	263	439	376	净负债比率	0.1x	0.3x	11%	1%	11%
其它非流动负债	53	58	60	19	18	利息覆盖率	5.6x	4.3x	4.8x	6.6x	7.6x
总负债	2,232	2,643	2,862	2,897	2,985	现金流负债比率	NM	NM	NM	NM	NM
归属股东权益	2,441	2,701	3,486	4,333	4,774	杜邦分析					
总负债及股东权益	4,673	5,344	6,348	7,229	7,760	息税负担(净利润/经营利润)	59%	57%	69%	77%	75.1%
净负债	250	737	384	63	507	经营利润率	7.9%	7.9%	8.0%	8.5%	8%
						期末资产周转率	69%	83%	81%	94%	0.5x
						杠杆率	1.9x	2.0x	1.8x	1.7x	1.6x

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

李光杰	Jeff Li	jeff.lee@gtjas.com.hk	
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
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 25095323
张雅涵	Iris Zhang	iris.zhang@gtjas.com.hk	(852) 25095470
赖烨烨	Yeye Lai	yeye.lai@gtjas.com.hk	(852) 25095375
曾新芜	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk	(852) 25095695

研究部 Research

刘谷	Grace Liu	liugu@gtjas.com	(86755) 23976698
潘凌蕾	Penny Pan	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 25092632

私人客户销售 Private Client Sales

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

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			

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
-----	------------	-------------------------

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

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	陈丽娥	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

赵少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtjas.com.hk	潘继宗	Franklin Poon	Franklin.poon@gtjas.com.hk
郭睿	Guo Rui	guo.rui@gtjas.com.hk	叶英聪	Yolanda Ye	yolanda.ye@gtjas.com.hk
马凯	Kyle Ma	kyle.ma@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) 除国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、滨海投资 (02886 HK)、未来沪深三百 (03127 HK)、华夏港股通小型股 (03157 HK)、华星控股(08237 HK)、未来沪深三百—R (CNY) (83127 HK) 及广发明晟A国-R (83156 HK) 外，国泰君安国际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) 国泰君安国际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)、兴业太阳能(00750 HK)、东江环保-H股(00895 HK)、华能国际电力股份-H股(00902 HK)、华能新能源-H股(00958 HK)、当代置业(01107 HK)、中国生物制药(1177 HK)、宝龙地产(01238 HK)、三生制药(1530 HK)、承达集团(01568 HK)、华南城(1668 HK)、中国优材(01885 HK)、民生银行-H 股(01988HK)、碧桂园(02007 HK)、创美药业-H 股(02289 HK)、国泰君安 - H 股(2611.HK)、富力地产-H 股(2777 HK)、中国恒大(03333 HK)、小南国(03666 HK)、徽商银行-H股(03698 HK)、达利食品(3799 HK)、中国奥园 (03883 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(“国泰君安国际”)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。国泰君安国际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)。

国泰君安国际的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安国际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。国泰君安国际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，但国泰君安国际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，或会令国泰君安国际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