

中国软件国际 (00354.HK) 2017 财年业绩点评

# 公司业务进展逐步兑现我们的逻辑, 上调目标价至 8.21 港元

2018 年 03 月 28 日

## 【投资要点】

- ◆ 中国软件国际昨日晚间公布了 2017 财年业绩, 公司实现营业收入 92.43 亿人民币, 同比增长 36.3%, 归母净利润 5.65 亿, 同比增长 27.9%, 剔除股权开支的归母净利润为 7.16 亿, 同比增长 46.8%。
- ◆ 业绩符合预期, 公司发展不断印证我们去年首发报告中指出的四个观点: 1) 大客户 (非华为) 战略进展顺利。我们前期在与公司沟通中了解到, 汇丰、腾讯、阿里、平安等重要客户收入贡献呈现快速增长, 且相对华为而言毛利率更高; 2) 解放号收入呈现快速增长。解放号目前接包工程师超过 30 万, IT 服务商达 1 万家, 发包方超过 3 万家, 累计发包金额达 13.5 亿。解放号由去年抽佣制转型会员制后, 收入增长速度加快; 3) 海外业务进展顺利。公司先后在马来西亚、印度及东欧地区建立提交中心及办事处。相较于国内的电信行业, 海外客户的毛利相对较高, 公司通过组建海外工程师及销售团队, 实现快速响应海外客户需求; 4) 新业务增长迅速。云、大数据、解放号等新业务均呈现快速增长, 三项业务累计近 10 个亿, 成为公司新的增长极。公司携手华为云, 推出智能制造云, 辐射地方制造企业, 以云诊断作为入口, 解决中小企业生产流程痛点, 快速辐射中小企业。
- ◆ 华为业务增速放缓对公司收入影响可控。我们是市场唯一做了华为业务详细拆分的券商。我们去年报告中测算 17 年华为业务收入 50 个亿 (实际为 49 亿), 我们认为市场过于担心华为公司收入放缓对公司带来的负面影响。我们在去年的深度报告中指出, 公司的华为业务收入取决于三要素: 1) 华为公司的研发费用、2) 华为公司的外包率及 3) 公司在华为体系中的外包份额, 我们测算正是由于华为应对收入及利润增速下滑的压力而不断提升外包占比。这很好的解释了公司的华为业务收入增速超过 34%, 远高于华为公司自身 2017 年预期 15% 的收入增速。此外, 华为收入占公司收入的比重由 2016 年的 53.6% 下降至 2017 年的 52.7%, 随着非华为业务的快速增长, 我们认为华为收入占比有望逐年下降。
- ◆ 员工平均创收大幅增长 26.5%, 员工效率持续提升。2017 年公司收入增长 36.3%, 而员工数仅增长 7.7%。员工平均创收由 2016 年的 14 万大幅提升至 18 万, 员工平均创收的增长反映出员工效率的持续提升。
- ◆ “蜂巢”成为公司布局工业互联网强势云平台。“蜂巢”在昆山的项目进展顺利, 预计三年做 900 家。我们测算 2017 年公司有 500 家客户使用公司的诊断云, 每家 5 万元补贴及 17% 的用户采购其他 SaaS 测算, 预计 2017 年蜂巢贡献收入达 3000 万。公司表示目前规划 49 个城市, “蜂巢”云平台收入有望在 2018 年迎来放量。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

**买入** (维持)

目标价: 8.21 港元

**东方财富证券研究所**

证券分析师: 卢嘉鹏

证书编号: S1160516060001

联系人: 高思雅

电话: 021-23586487

**相对指数表现**



**基本数据**

总市值 (百万港元)	16695.81
流通市值 (百万港元)	16695.81
52 周最高/最低 (港元)	7.24/3.90
52 周最高/最低 (PE)	32.05/19.15
52 周最高/最低 (PB)	2.96/1.80
52 周涨幅 (%)	56.97
52 周换手率 (%)	162.69

**相关研究**

《解放号收入增长迅速, 上调公司目标价至 5.89 元》

2017.11.20

《华为 2017 全联接大会进行中, 中软国际携手华为共建云生态》

2017.09.07

《公司业绩及发展战略与我们判断一致, 继续维持“买入”评级》

2017.08.23

《华为收入增速下降不改中软国际长期投资价值, 继续维持 4.9 港元目标价》

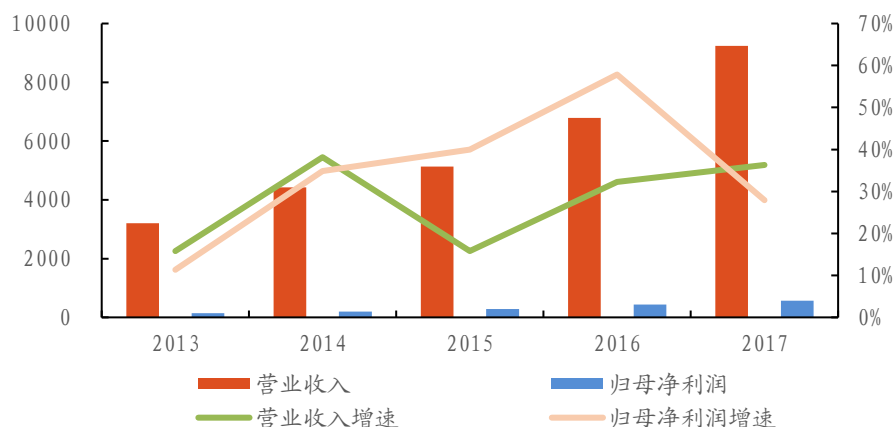
2017.07.28

《中软国际与华为签订公有云合作协议, 继续维持“买入”投资评级》

2017.07.19

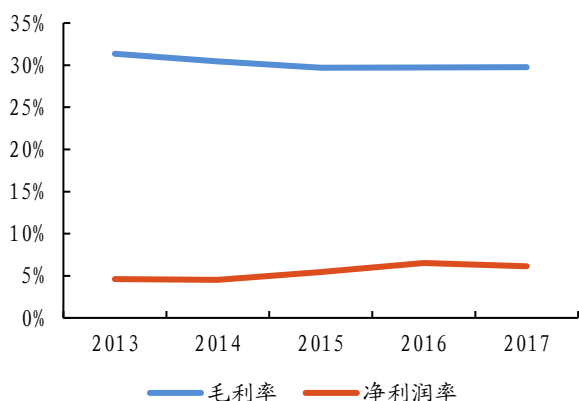
## 【财务及业务数据】

图表 1: 近年来营业收入与归母净利润变化 (百万元)



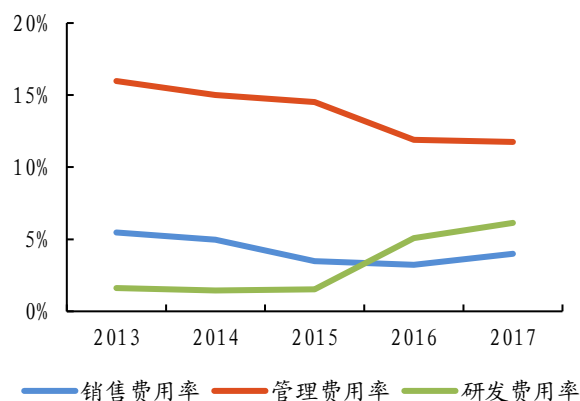
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 2: 近年来毛利率与净利率变化



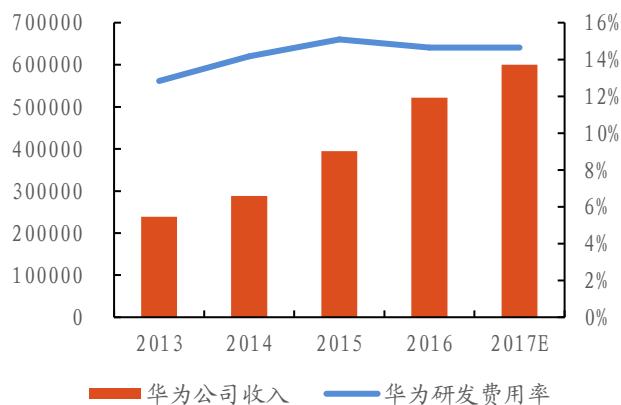
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 3: 近年来三项费用率变化



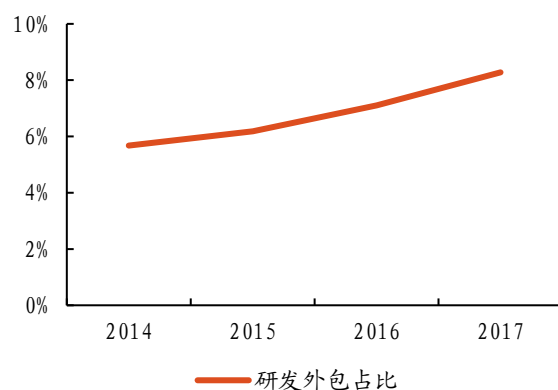
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: 华为收入与研发费用率 (百万元)



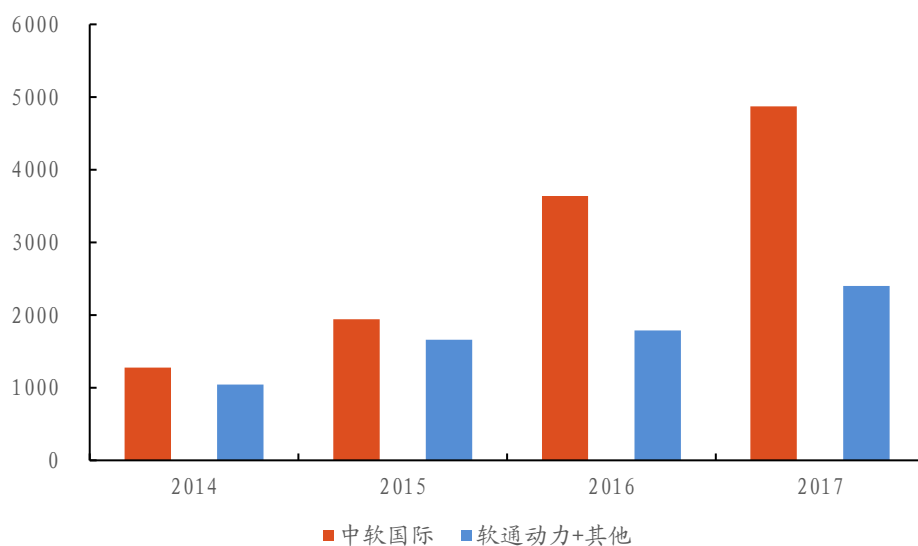
资料来源: 华为, 东方财富证券研究所

图表 5: 华为研发外包率 (测算)



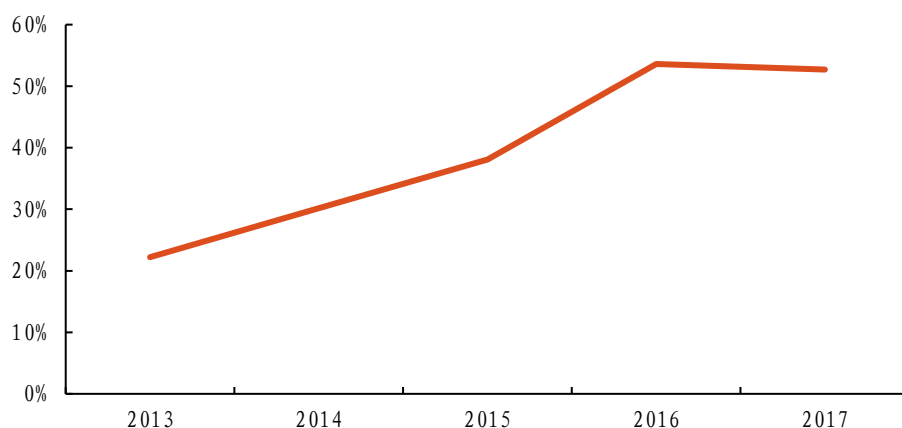
资料来源: 东方财富证券研究所

图表 6：中软国际与软通动力在华为外包中的收入测算值对比（百万元）



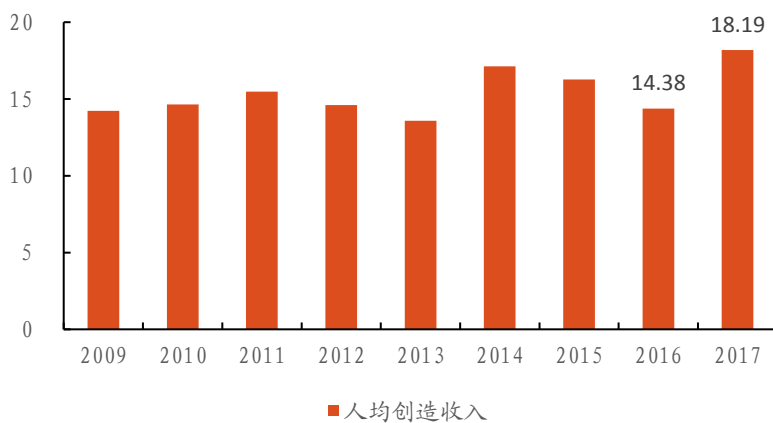
资料来源：东方财富证券研究所

图表 7：华为外包收入占比（百万元）



资料来源：东方财富证券研究所

图表 8：公司员工平均创收（万元）



资料来源：东方财富证券研究所

### 【投资建议】

考虑到华为业务收入占比开始下降及非华为业务收入快速增长，我们略微下调公司2018年收入5%及上调2018年归母净利润7%。预计2018、2019、2020年营业收入分别为人民币110.95亿/133.94亿/164.35亿；归母净利润增速分别为7.56%、9.67%、12.32%，对应PE分别为15.93X/12.46X/9.78X。参考国外及A股的IT服务公司及工业互联网公司的PE，我们给予公司2018年21PE，对应目标价为8.21港元，继续维持“买入”的投资评级。

### 盈利预测

项目\年度(人民币)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9243.68	11095.01	13393.66	16434.85
增长率(%)	36.27	20.03	20.72	22.71
EBITDA(百万元)	735.68	888.92	1135.49	1432.91
归母净利润(百万元)	565.57	756.48	967.17	1232.17
增长率(%)	27.93	33.76	27.85	27.40
EPS(元/股)	0.23	0.31	0.40	0.51
市盈率(P/E)	21.71	15.93	12.46	9.78
市净率(P/B)	2.33	2.27	2.20	2.14
EV/EBITDA	15.45	16.84	13.18	10.44

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 【风险提示】

华为外包增速呈现超预期下滑；  
云及大数据收入增速不及预期的风险；  
海外业务拓展低于预期；  
解放号经营情况低于预期；  
新的蓝筹客户拓展放缓。

**利润表（百万人民币）**

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9243.68	11095.01	13393.68	16434.87
营业成本	6493.22	7788.70	9388.97	11504.41
毛利	2750.47	3306.31	4004.71	4930.46
其他收入	96.43	0.00	0.00	0.00
销售及分销成本	369.73	443.80	562.53	706.70
行政开支	1086.33	1331.40	1607.24	1972.18
其他开支合计	649.06	662.19	719.45	838.66
资产重估盈余或减值	25.86	20.00	20.00	20.00
应占联营或合营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本	102.92	39.90	50.00	50.00
影响税前利润的其他项目	19.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	632.77	849.02	1085.49	1382.91
所得税	71.46	84.90	108.55	138.29
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	561.31	764.12	976.94	1244.62
本公司拥有人应占净利润	565.57	756.48	967.17	1232.18
非控股权益应占净利润	(4.26)	7.64	9.77	12.45

资料来源：Choice、东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明:**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资建议的评级标准:**

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3到12个月内的相对市场表现, 也即: 以报告发布日后的3到12个月内的公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中: A股市场以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500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15%以上;  
增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间;  
中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间;  
减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间;  
卖出: 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上;  
中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间;  
弱于大市: 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明:**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国 (香港和澳门特别行政区、台湾省除外) 发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时, 本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 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。本公司会适时更新我们的研究, 但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外, 绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易, 因其包括重大的市场风险, 因此并不适合所有投资者。

在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发, 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权, 任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容, 不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据, 不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告, 需注明出处为东方财富证券研究所, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。