

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国软件国际 (354 HK)

上半年收入与盈利增长稳健，与华为在公有云开展战略合作

■ 近日我们与中软的管理层会面，他们表示：1) 上半年华为和大客户的订单进展良好，2) 大数据和云业务将提供额外的增长势头，3) 17年度股权激励将会更高

■ 我们预计上半年收入/盈利同比增长44%/10%至41.51亿元人民币/2.61亿元人民币。我们将股权激励纳入模型，17年上半年度达到6,000万元人民币，17年达到1.60亿元人民币

云业务和大数据将提供长期的额外增长

中软云业务主要集中在与华为的合作。目前云业务的全部收入均来自中国，主要从事客户服务、PaaS和SaaS。我们模型预计2017/18 /19年间，华为相关的云业务销售额将达到8,000万/1.2亿/1.56亿元人民币，与华为更深度战略合作可望推高增速。按照我们的估计，毛利率预计将达到30-40%，高于公司17年上半年29.1%的整体利润率。

大数据业务仍处于早期发展阶段。目前所有收入都来自中国。业务重点将从金融监管（银行/保险）扩展到航空和政府。

17年上半年大客户令销售稳健增长

我们预计上半年华为的IT外包订单仍进展良好，因为中软达到华为总需求60%左右。鉴于华为的多项业务举措，中软能够很好地掌握华为集团在云服务、大数据、智能城市、电信业务、在线支付等方面强劲的外包需求。由于16年上半年基数较低，17年上半年华为收入预计同比增长54%。

17年上半年，其他大客户的收入贡献不变。我们预计来自汇丰（5 HK）/腾讯（700 HK）/微软（MSFT US）的收入将占17年上半年总收入的5.7%/2.3%/1.8%。

维持买入评级，目标价5.63港元

我们的目标价为5.63港元，基于19倍的18年前瞻市盈率，略高于18倍的历史平均水平，坚实增长主要来自于华为、汇丰、腾讯和微软等大客户的IT外包业务。现价对应14倍18年前瞻市盈率，低于18倍的历史平均水平。盈利会议暂定于8月22日举行。催化剂：云业务/大数据业务加速发展，华为和主要大客户的订单增加。风险：利润率压力和高于预期的股权激励。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
营业额	5,129	6,783	8,843	10,397	12,208
同比增长 (%)	16	32	30	18	17
净利润	280	442	549	759	970
同比增长 (%)	40	58	24	38	28
摊薄每股盈利 (港元)	0.16	0.22	0.22	0.30	0.36
市盈率 (x)	24.8	18.8	18.0	13.6	11.2
ROE (%)	9.8	11.8	11.9	14.2	15.1

注：收盘价截至2017年7月12日

资料来源：彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

柯良蔚

+852-3189 6392

richardko@cmschina.com.hk

郑汇亨

+852 3189 6394

seancheng@cmschina.com.hk

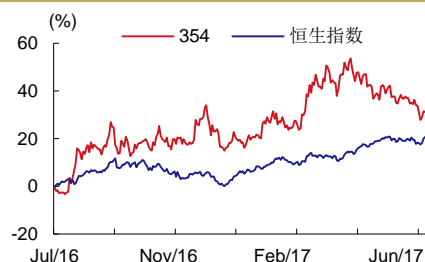
最新变动

N/A

买入

上次评级	买入
股价	HK\$4.04
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$5.63 (+39%)
上次目标价	HK\$5.63

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
354 HK	(7.8)	9.8	36.0
恒生指数	1.3	14.1	22.7

行业：TMT

恒生指数	26044
国企指数	10517

重要数据

52周股价区间 (港元)	2.95-4.81
市值 (十亿美元)	1.2
日均成交量 (百万股)	16.17
18年每股盈利预测 (港元)	0.30

主要股东

陈宇红博士	9.8%
Rainbow Faith Limited	6.2%
瑞银资产管理	4.1%
总股数 (百万股)	2,392
自由流通量	84.1%

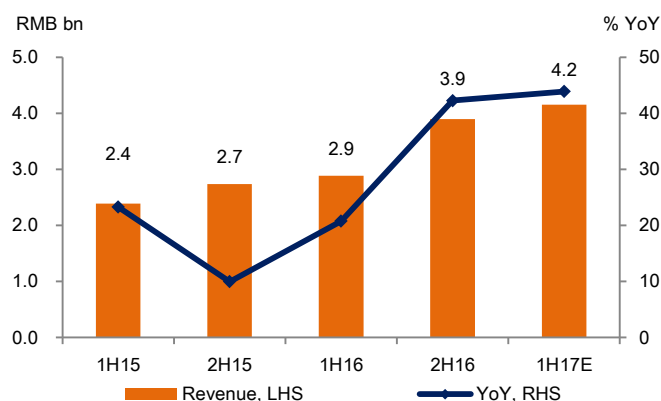
资料来源：彭博、Capital IQ、招商证券(香港)研究部

相关报告

- 中国软件国际 (354 HK) - 大客户和新业务推动未来长期增长(买入) 2017-06-16
- 中国软件国际 (354 HK) - 大客户、云端和大数据推动增长 (未评级) 2017/04/27

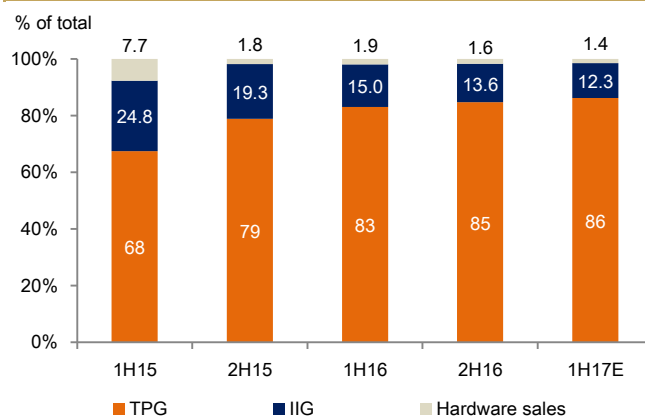
重点图表

图1: 营业收入



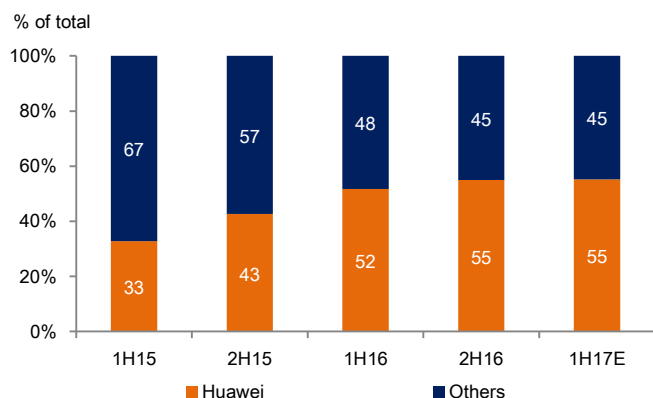
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图2: 分业务线收入构成



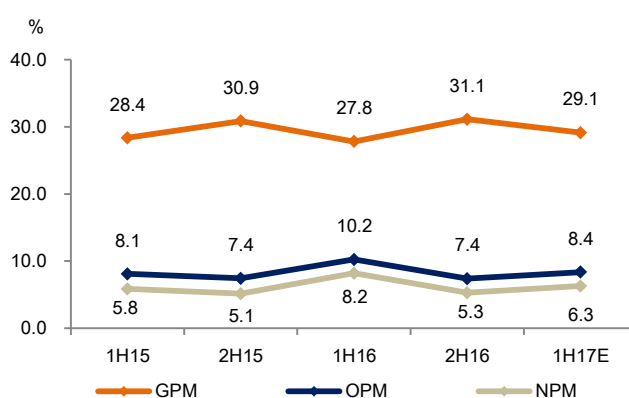
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图3: 华为占总收入的百分比



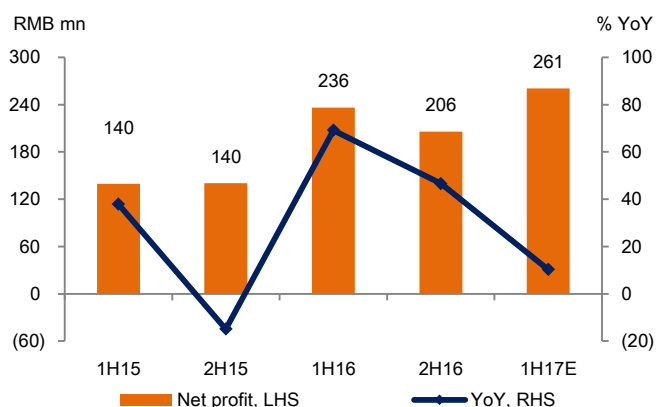
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图4: 毛利率、经营利润率和净利率



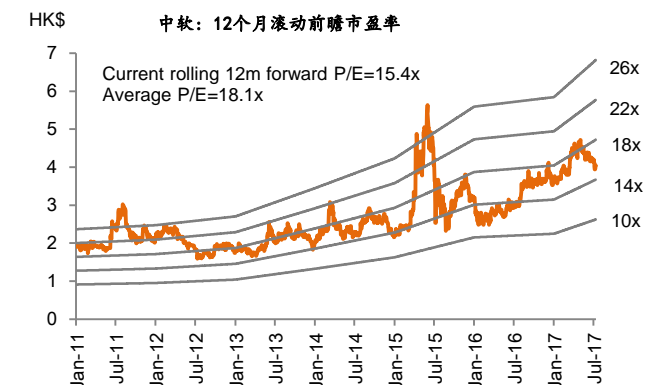
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图5: 盈利



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图6: 市盈率区间



注: 收盘价截至2017年7月12日

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
物业、厂房及设备	538	820	1,183	1,596	2,067
无形资产	283	231	200	161	115
应收账款	1,429	2,093	2,728	3,207	3,766
客户合同工作到期款项	1,517	1,430	1,489	1,653	1,834
银行结余和现金	1,266	1,299	2,373	2,645	3,061
商誉	996	1,008	1,008	1,008	1,008
其他	321	348	350	352	354
总资产	6,348	7,229	9,331	10,623	12,206
应付账款	940	1,204	1,582	1,857	2,180
借款	1,650	1,361	2,412	2,586	2,543
其它	272	332	311	311	311
总负债	2,862	2,897	4,305	4,753	5,033
股东权益总额	3,247	4,264	4,948	5,781	7,074
少数股东权益	239	68	78	88	98
总权益	3,486	4,333	5,027	5,869	7,173

现金流量表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
经营活动现金流	260	292	656	808	1,030
税前利润	420	525	642	884	1,126
折旧	143	144	170	205	245
股份补偿成本	14	45	160	104	122
运营资金变动	(332)	(418)	(316)	(368)	(418)
其它	15	(5)	(1)	(17)	(46)
投资活动现金流	(326)	(251)	(523)	(580)	(670)
资本开支	(332)	(339)	(502)	(580)	(670)
其他	6	89	(21)	0	0
融资活动现金流	518	(14)	941	43	56
股息	0	0	(25)	(31)	(43)
借款净额	242	15	1,051	174	(43)
发行普通股集资	285	202	0	0	244
其它	(9)	(231)	(85)	(100)	(103)
净现金流	454	33	1,074	272	416

注：截至2017年6月12日收盘价

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

利润表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入	5,129	6,783	8,843	10,397	12,208
营业成本	(3,606)	(4,768)	(6,266)	(7,355)	(8,633)
毛利润	1,523	2,016	2,577	3,042	3,575
销售和营销费用	(179)	(219)	(250)	(268)	(278)
一般管理和行政费用	(823)	(1,152)	(1,548)	(1,736)	(2,014)
其他收入/支出	29	44	62	73	85
总营业费用	(1,155)	(1,477)	(1,913)	(2,132)	(2,433)
营业利润	397	583	725	982	1,227
其他收入/损失	114	20	0	0	0
财务收入净额	(93)	(96)	(85)	(100)	(103)
联营/合营公司股份	2	17	2	2	2
税前收入	420	525	642	884	1,126
所得税	(87)	(115)	(83)	(115)	(146)
少数股东权益	53	(32)	10	10	10
净收入	280	442	549	759	970

主要财务比率

	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
年成长率					
营业收入	16	32	30	18	17
毛利润	13	32	28	18	18
经营利润	13	47	24	35	25
净利润	40	58	24	38	28
摊薄每股盈利	23	32	4	32	22
主要比率					
ROE	9.8	11.8	11.9	14.2	15.1
毛利率	29.7	29.7	29.1	29.3	29.3
经营利润率	7.7	8.6	8.2	9.4	10.1
净利率	5.5	6.5	6.2	7.3	7.9
股息支付率	0.0	5.6	5.6	5.6	5.6
每股资料 and 估值 (人民币)					
基本每股盈利	0.14	0.20	0.23	0.30	0.36
摊薄每股盈利	0.13	0.18	0.20	0.27	0.33
摊薄每股盈利 (港元)	0.16	0.22	0.22	0.30	0.36
每股净资产	1.57	1.84	2.00	2.20	2.50
每股股息	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02
估值					
市盈率 (x)	24.8	18.8	18.0	13.6	11.2
市净率 (x)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
股息率 (%)	0.00	0.30	0.34	0.44	0.52

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券（香港）的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828