

# 19年稳健增速仍有保障，新兴业务为核心引擎

## ——中国软件国际 (0354.HK) 2018年度业绩点评报告

海外公司简报

### ◆18年净利润增速显著超市场预期，与我们的预期相吻合

2018年公司实现营收为106亿元人民币，同比增长14.5%，与我们的预期基本一致。盈利能力来看，得益于高毛利率的新兴业务占比扩大，毛利率同比提升0.9个百分点至30.7%，净利率同比提升0.7个百分点至6.8%。实现归母净利润为7.2亿元，合EPS为0.295元，同比增长25%，显著高于彭博一致预期增速10%，与我们的预期相吻合。

### ◆传统外包业务增速放缓，预计19年增速在个位数水平

2018年公司传统外包业务增速显著放缓。考虑到公司在大客户华为接包份额天花板逐步显现，尽管与汇丰、百度、阿里、腾讯等巨头合作逐渐深入然而短期内带动作用有限，叠加宏观经济下行带来企业IT支出紧缩压力导致不确定性加大，我们预计2019年公司传统外包业务增速维持在个位数水平。

### ◆新兴业务延续快速成长，驱动整体业绩维持稳健增长

云计算、大数据、解放号等新兴业务增长迅速，19年成长动力依旧充足，驱动公司整体业绩仍有望维持双位数成长；且毛利率较传统业务高约10个百分点，且边际效益明显，后续利润率提升空间可观。

### ◆平台化战略驱动商业模式升级，赋予估值提升潜力

JF平台已成为中国最大的软件在线交易平台，陆续打造“云上软件园”、“蜂巢”、“云集”等专属平台逐一攻克，实现业务边界拓展，推动平台活跃度提升。公司平台化战略愈发清晰，转型成效逐步显现，软件开发生态圈逐渐形成，且多元化变现模式陆续启动，从人均产出、盈利能力、客户结构、收费模式、现金流等各个维度驱动其商业模式全面升级，赋予其估值向上潜力。

### ◆估值与评级

鉴于新业务增速或超我们此前预期，高利润率的新业务占比扩大有利于整体盈利改善，分别上调2019-2020年净利润预测2%/3%至8.3/9.8亿元，对应18-20E净利润CAGR为17%。参考其历史估值区间11-42倍，尽管传统外包业务面临增速放缓压力，然而新兴业务成长动力充足，驱动整体业绩仍有望维持稳健增长，认为给予19年1.0倍PEG（对应17倍PE）为合理估值水平，上调目标价至6.7元港币，重申“买入”评级。

◆风险提示：IT服务行业竞争加剧；云业务及JF平台发展不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标 (人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万)	6,783	9,244	10,585	12,063	13,738
营业收入增长率 (%)	32.3	36.3	14.5	14.0	13.9
净利润 (百万)	442	566	716	828	981
净利润增长率 (%)	57.9	27.9	26.6	15.7	18.5
EPS (元)	0.20	0.24	0.30	0.34	0.39
P/E	21	18	14	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年3月20日

注：按照1 HKD=0.8515 CNY 换算

## 买入 (维持)

当前股价/目标价：5.0/6.7 港元

### 分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

[futz@ebsec.com](mailto:futz@ebsec.com)

### 联系人

吴柳燕

021-52523690

[wuliuyan@ebsec.com](mailto:wuliuyan@ebsec.com)

### 市场数据

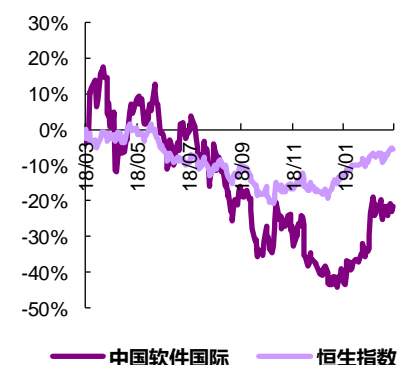
总股本(亿股)：24.66

总市值(亿元)：122.08

一年最低/最高(元)：3.45/7.72

近3月换手率：92.8%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	15.4	39.5	-17.0
绝对	19.3	55.5	-23.6

资料来源：Wind

### 相关研报

由传统外包商向平台生态商加速蜕变 ..... 2018-09-06  
新兴业务持续高成长，驱动盈利超预期改善 ..... 2018-08-22

## 附录

**表 1: 损益表**

(单位: 百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	6,783	9,244	10,585	12,063	13,738
营业成本	(4,768)	(6,493)	(7,340)	(8,353)	(9,498)
毛利	2,016	2,750	3,245	3,711	4,241
其它收入	(24)	15	(29)	0	15
营业开支	(1,389)	(2,049)	(2,400)	(2,669)	(3,040)
营业利润	603	716	815	1,041	1,216
财务成本净额	(96)	(103)	(90)	(116)	(115)
应占利润及亏损	17	20	35	25	25
税前利润	525	633	760	951	1,126
所得税开支	(115)	(71)	(44)	(114)	(135)
税后经营利润	410	561	716	836	991
少数股东权益	32	4	(0)	(8)	(10)
净利润	442	566	716	828	981
息税折旧前利润	727	893	1,159	1,425	1,640
息税前利润	583	716	815	1,041	1,216
每股收益 (元)	0.20	0.24	0.30	0.34	0.39
每股股息 (元)	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

**表 2: 资产负债表**

(单位: 百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	7,229	8,752	10,061	11,089	12,224
<b>流动资产</b>	4,927	6,449	7,789	8,876	10,109
现金及短期投资	1,300	1,786	2,117	2,413	2,748
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	3,236	4,144	5,010	5,710	6,503
存货	21	26	73	84	95
其它流动资产	371	493	588	670	763
<b>非流动资产</b>	2,302	2,303	2,272	2,213	2,116
长期投资	104	133	151	163	176
固定资产净额	812	842	789	705	587
其他非流动资产	1,385	1,327	1,333	1,345	1,353
<b>总负债</b>	2,897	3,522	4,147	4,340	4,508
<b>流动负债</b>	2,439	2,552	3,095	3,207	3,294
应付账款	713	876	1,101	1,253	1,425
短期借债	922	686	1,067	1,002	865
其它流动负债	804	990	926	952	1,005
<b>长期负债</b>	458	970	1,052	1,133	1,214
长期债务	439	954	1,035	1,116	1,197
其它	19	16	17	17	17
<b>股东权益合计</b>	4,333	5,230	5,914	6,749	7,716
股东权益	4,264	5,166	5,850	6,676	7,634
少数股东权益	68	64	65	73	83
<b>负债及股东权益总额</b>	7,229	8,752	10,061	11,089	12,224
净现金/(负债)	(81)	131	(2)	277	669
营运资本	2,544	3,293	3,983	4,541	5,173
长期可运用资本	4,790	6,200	6,966	7,882	8,930
股东及少数股东权益	4,333	5,230	5,914	6,749	7,716

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	292	332	253	681	813
净利润	442	566	716	828	981
折旧与摊销	144	178	344	383	424
营运资本变动	(426)	(434)	(689)	(558)	(633)
其它	131	23	(117)	28	40
<b>投资活动现金流</b>	(251)	(234)	(263)	(283)	(283)
资本性支出净额	(304)	(160)	(296)	(296)	(296)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(25)	(29)	(18)	(13)	(13)
其它资产变化	78	(46)	50	25	25
<b>自由现金流</b>	(210)	(512)	(199)	134	222
<b>融资活动现金流</b>	(14)	432	341	(102)	(194)
股本变动	55	161	3	43	30
净债务变化	(289)	278	463	16	(56)
派发红利	0	25	(35)	(45)	(54)
其它长期负债变化	219	(32)	(90)	(116)	(115)
<b>净现金流</b>	27	530	331	296	335

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不将与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼