

27/10/2020 | 3 页

中国软件国际 (354. HK)

20 年下半年多重利好驱动复苏

中软国际 20 年上半年收入增长 9.4%到 60.59 亿人民币，相比 19 年上半年的 15%放缓，主要因为华为业务仅增长 3.5%到约 30 亿人民币。管理层预计下半年销售增速超过 15%，主要因华为业务复苏，其他蓝筹客户的份额提升及云业务高速增长。

进一步获得华为份额

在 20 年 6 月的华为招投标大会上，中软国际获得的华为外包份额从 55%进一步提升到 60%，从主要竞争对手软通动力赢得份额。虽然华为的手机业务受到美国禁令打击，但仅影响低于 20%的分派给华为业务的员工，而他们基本上都被重新安排到开发测试鸿蒙操作系统生态等业务领域。我们估计华为业务在 2020 年下半年恢复到 10%的增速。

在其他蓝筹客户的份额提升空间

来自 BAT 及平安等客户的收入在 20 年上半年达约 6 亿人民币，同比增长超过 30%。鉴于中软国际在他们的外包需求中份额仍处于低位（约 13%-20%），我们相信未来两三年有机会提升到约 30%，相当于约 30%的复合增长率。

云业务驱动利润率改善

中软国际是华为云在 13 个省的一级代理，提供云迁移，云管理等服务。管理层指引 2020/21 年云智能业务（占 20 年上半年收入 20.3%）同比增速达 30%/50%，毛利率约 40%，高出传统外包业务的 25%~30%。我们预计公司整体毛利率从 20 年上半年的 27.2%恢复到 20 年下半年的 31%。

维持长仓及目标价=HK\$6.45，相当于 15 倍 2021 年市盈率

据工信部，IT 服务行业增速从 20 年上半年的 10%恢复到 8 月的 19%。随着行业复苏，中软国际亦调整自己来应对华为事件，提高客户分散度。我们保持对公司前景的正面看法。

长仓 (维持)

目标价	HKD 6.45
先前的评级/目标价	长仓/HKD5.48
最后价格 (23/10/20)	HKD 5.81
上行/下行空间 (%)	11.0%
恒生指数	24,918.8
市值 (百万港元/美元)	16.1/2.1
52周范围 (港币)	3.294 - 6.75
6个月平均每日交易额 (千美元)	17,994
流通量 (%)	89.78%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

股价表现	1M	3M	12M
绝对值 (%)	5	44	75
绝对值 (美元, %)	5	44	75
相对恒生指数 (%)	(2)	39	80

资料来源：彭博

公司背景

中软国际是中国领先的IT服务提供商，公司提供IT外包，咨询，应用开发及云解决方案等。主要股东是陈宇红(10.14%)。

资料来源：公司数据及新华汇富研究

最卓非

(852) 2283 7307

Steven.Nie@sunwahkingway.com

财务预测

Years ended 31 Dec	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	Years ended 31 Dec	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Income statement (RMB'm)						Cashflow Statement (RMB'm)					
Revenue	10,585.0	12,041.9	13,534.4	15,041.4	16,586.4	Netprofit	715.8	754.9	872.5	1,036.5	1,249.5
Cost of sales	(7,340.4)	(8,458.8)	(9,568.8)	(10,604.2)	(11,643.6)	Depreciation & amortization	190.8	197.4	211.2	226.0	242.6
Gross Profit	3,244.7	3,583.1	3,965.6	4,437.2	4,942.7	Change in working capital	(735.5)	(998.0)	223.3	(681.5)	204.8
Selling and distribution costs	(495.5)	(617.6)	(690.3)	(767.1)	(829.3)	AR	(635.3)	(694.2)	(442.0)	(342.5)	(461.7)
Administrative expenses	(1,091.1)	(1,195.9)	(1,285.8)	(1,428.9)	(1,542.5)	AP	(62.5)	(313.1)	687.5	(347.1)	688.8
Research and development costs	(739.4)	(808.9)	(920.3)	(1,022.8)	(1,127.9)	Inventory	(37.7)	9.3	(2.2)	8.1	(22.3)
Other operating income/expenses	58.4	142.9	203.0	225.6	248.8	Others	(9.9)	800.2	(19.7)	2.6	2.6
Allowance for doubtful debts	(35.2)	(74.8)	(81.2)	(60.2)	(66.3)	Cash flow from operations	161.2	754.5	1,287.2	583.5	1,699.5
Other expenses	(68.4)	(58.9)	(66.2)	(73.6)	(81.2)	CapEx	(113.5)	(105.8)	(135.3)	(150.4)	(165.9)
Fair value change on derivatives	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	Addition to definite life intangibles	(37.1)	(38.1)	(42.9)	(47.6)	(52.5)
Operating profit	873.4	969.9	1,124.8	1,310.2	1,545.3	Others	(16.2)	(80.3)	0.0	0.0	0.0
Add back: Depreciation	122.4	138.5	140.7	151.7	164.2	Cash flow from investing	(166.8)	(224.2)	(178.2)	(198.1)	(218.4)
Amortization	68.4	58.9	70.4	74.2	78.4	Dividends paid	(36.9)	(36.9)	(48.1)	(58.4)	(67.2)
EBITDA	1,064.2	1,167.3	1,335.9	1,536.2	1,787.9	Change in common stock	2.7	3.3	3.6	0.0	0.0
Finance costs	(125.1)	(170.6)	(159.3)	(159.3)	(159.3)	Borrowings	756.2	55.3	0.0	0.0	0.0
Share of results	12.2	(0.3)	5.9	2.8	4.4	Change in minority interest	0.4	1.8	(5.9)	(2.8)	(4.4)
PBT	760.5	799.0	971.4	1,153.7	1,390.4	Others	130.6	(673.1)	0	0.0	0.0
Income tax	(44.3)	(42.3)	(97.1)	(115.4)	(139.0)	Cash flow from financing	853.0	(649.6)	(50.5)	(61.2)	(71.6)
Profit/(loss) for the year	716.2	756.7	874.3	1,038.3	1,251.3	Net changes in cash	847.4	(119.4)	1,058.5	324.3	1,409.5
Less: MI	0.4	1.8	1.8	1.8	1.8	Beginning Cash	1,785.3	2,646.4	2,525.7	3,584.3	3,908.5
Net Profit	715.8	754.9	872.5	1,036.5	1,249.5	FX changes	13.7	(1.3)	0.0	0.0	0.0
Years ended 31 Dec	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	Ending Cash	2,646.4	2,525.7	3,584.3	3,908.5	5,318.1
Balance Sheet (RMB'm)						Year ended 31 Dec	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PPE	837.6	802.4	794.5	790.6	789.8	Ratios					
Intangible assets	148.2	127.4	99.8	79.2	47.3	Gross margin (%)	30.7	29.8	29.3	29.5	29.8
Equity investments	144.3	227.6	227.6	227.6	227.6	Operating margin (%)	8.3	8.1	8.3	8.7	9.3
Financial assets	51.5	62.9	62.9	62.9	62.9	Net margin (%)	6.8	6.3	6.4	6.9	7.5
Other non-current assets	1,082.0	1,326.8	1,326.8	1,326.8	1,326.8	Selling & dist'n exp/Sales (%)	4.7	5.1	5.1	5.1	5.0
Total non-current assets	2,269.544	2,547.070	2,511.575	2,481.087	2,454.329	Admin exp/Sales (%)	10.3	9.9	9.5	9.5	9.3
Bank balances and cash	2,646.4	2,525.7	3,584.3	3,908.5	5,318.1	Payout ratio (%)	6.7	6.5	6.5	6.5	6.5
Short-term investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Effective tax (%)	5.8	5.3	10.0	10.0	10.0
Trade and other receivables	2,607.5	3,301.7	3,743.6	4,086.1	4,547.9	Total debt/equity (%)	39.7%	37.5%	33.4%	29.5%	25.8%
Inventories	63.7	54.4	76.7	68.6	90.9	Net debt/equity (%)		Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Other current assets	2,907.2	2,316.5	2,316.5	2,316.5	2,316.5	Current ratio (x)	2.21	2.60	2.53	2.97	2.94
Total current assets	8,234.700	8,198.326	9,721.049	10,379.781	12,273.300	Inventory T/O (days)	2.23	2.55	2.50	2.50	2.50
Short-term borrowings	1,675.6	1,523.2	1,523.2	1,523.2	1,523.2	Days sales outstanding	78.96	89.56	95.00	95.00	95.00
Trade and other payables	1,542.3	1,229.2	1,916.7	1,589.6	2,258.4	AP T/O (days)	78.24	59.80	60.00	60.00	60.00
Other current liabilities	507.8	397.4	397.4	397.4	397.4	Cash conversion cycle (days)	2.95	32.31	37.50	37.50	37.50
Total current liabilities	3,725.738	3,149.763	3,837.238	3,480.157	4,178.966	Asset turnover (x)	1.01	1.12	1.11	1.17	1.13
Long-term Borrowings	0.0	200.0	200.0	200.0	200.0	Financial leverage (x)	1.74	1.64	1.67	1.55	1.55
Convertible loan notes	719.9	727.7	727.7	727.7	727.7	EBIT margin (%)	8.37	8.05	8.35	8.73	9.34
Other long-term liabilities	11,062	134,021	134,021	134,021	134,021	Interest burden (x)	0.86	0.82	0.86	0.88	0.90
Total non-current liabilities	731,009	1,061,693	1,061,693	1,061,693	1,061,699	Tax burden (x)	0.94	0.95	0.90	0.90	0.90
Issued capital	113.0	116.3	119.9	119.9	119.9	Return on equity (%)	11.9	11.6	11.9	12.5	13.2
Treasury stock	(76.5)	(470.8)	(493.0)	(499.0)	(499.0)						
Reserves	5,930.4	6,822.0	7,646.4	8,624.5	9,806.9						
total common equity	5,967.0	6,467.6	7,273.3	8,251.4	9,433.8						
Minority interest	64.5	66.3	60.4	57.6	53.2						
Total Equity	6,031.5	6,533.9	7,333.7	8,309.0	9,487.0						

免责声明

本报告并非要约或招揽购买及认购任何证券。本报告中所提及的证券，在某些司法管制的区域下，并不适合作买卖。本报告或其任何部份均不得直接或间接分发或传送予该等司法管制区域或当地居民，违者将构成触犯有关法律及条例的罪行。本报告之拥有人应了解并遵守相关之限制。本报告只供私下传阅之用，在未得汇富金融服务有限公司（“汇富金融服务”）及其附属公司（统称“汇富集团”）书面同意之前，不得抄袭、影印、复制或再分发。

本报告由汇富金融服务在中华人民共和国香港特别行政区（“香港”）分发，汇富金融服务为根据香港法例第 571 章证券及期货条例在香港证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册为持牌法团，中央编号为 ADF346。

本报告所载资料摘录自相信属可靠之来源，惟汇富金融服务概不就其真确性或准确性作出任何明示或暗示之陈述或保证。印制本报告旨在协助收取本报告之人士，惟彼等作出判断时不应依赖此作为一项具权威性之报告或以此为依据。本报告不得诠释要约、邀请及招揽购买或出售于本报告所述公司之任何证券。本报告所载之建议，并无考虑任何特定收件人之特定投资目标、财务状况及特别需要。所有意见及估算反映我们在本报告日之判断，故可随时更改，无须另行通知。

汇富金融服务（包括其母公司、附属公司及／或联属公司）可出任本报告所述任何发行商之证券发售之牵头或副经办人，可不时为任何发行商提供金融服务或其它顾问服务或从任何发行商招揽金融服务或其它业务。

在过往一年，汇富金融服务（包括其母公司、附属公司及／或联属公司）可能担任本报告所述任何发行商之金融工具之市场庄家或以委托人形式进行买卖，并可能作为该发行商之包销商、配售代理、顾问或放款人。

汇富金融服务（包括其母公司、附属公司、联属公司、股东、高级职员、董事及任雇员）可就任何发行商之证券、商品或衍生工具（包括期权）或其中之任何其它金融工具设立好仓或淡仓及进行买卖。

汇富金融服务（包括其母公司、附属公司及／或联属公司）之雇员可出任任何该等机构或发行商之董事或作为该等机构或发行商之董事会代表。

尚有其它资料可供索阅。
2020 汇富集团。版权所有，不得翻印。

总办事处

香港
汇富金融服务有限公司
香港金钟道 89 号
力宝中心 1 座 7 楼
电话：852-2877-1830
传真：852-2877-2665

加拿大
Kingsway Capital of Canada Inc.,
8 King Street, East
Suite 1201
Toronto ON M5C 1B5
Canada
Tel: 416-861-3099
Fax: 416-861-9027

联属公司及海外办事处

中国
汇富金融服务有限公司
北京代表处
北京汇富融金投资顾问有限公司
中国北京市东城区建国门内大街 18 号
恒基中心 1 座 18 楼
邮编 100005
电话：8610-6518-2813
传真：8610-6518-2448

上海汇富融略投资顾问有限公司
上海市浦东花园石桥路 66 号
东亚银行金融大厦 8 楼
邮编 200120
电话：8621-5049-0358
传真：8621-5049-0358

深圳汇富投资咨询有限公司
中国深圳市
福田区深南大道 4019 号
航天大厦 A 座 701 室
邮编 518048
电话：86-755-3333-6539
传真：86-755-3333-6536