

买入

2020年8月27日

2020上半年平稳渡过疫情，下半年大客户战略发力

- 2020上半年平稳渡过疫情：**2020年上半年，公司录得收入60.6亿元人民币，同比增长9%，主要得益于大客户战略使得业务和收入确认连续性扛疫情影响能力高。归母净利润录得4亿元人民币，同比增长11%。主要得益于费用端并没有受疫情影响出现大幅上升。
- 疫情推动上云，大客户项目合作更进一步：**2020年上半年，华为业务持续增长。公司在获得华为最高级供应商认证基础上，继续深入结合华为各项业务，包括鲲鹏生态系统建设，鸿蒙系统核心等。我们预期全年来自华为的收入增速较去年将有所提升。在其他大客户方面，公司同样表现出色，深入合作的大型客户包括汇丰、腾讯、阿里、平安等。合作包括接入客户的主要业务。例如腾讯合作中接入包括游戏业务、云业务。阿里的合作中包括接入云业务、高德地图等。
- 云业务单列，运和平台业务造就未来潜力：**2020年上半年，公司披露了云智能业务的收入规模，达到12.3亿元人民币，同比增长34%。云智能业务主要包括云运维、云托管、云迁移等大型企业的上云和数字化工作，公司云智能业务的模式主要是配合华为等主要IaaS合作伙伴一起服务上云客户。平台业务方面，解放号目前已经局级46万名工程师与2.7万家服务商，累计发包64亿元人民币。解放号依靠公司的专业背书，吸引了大量的供给方和需求方。我们预计解放号在平台成熟后，将带来巨大的变现潜力。
- 调整目标价至6.9港元，维持买入评级：**综合分析，我们对公司逐渐走出国际因素和疫情影响，进一步利用自身的专业技术开拓市场，做出规模效应保持信心。我们预计2020年和2021年的收入/归母净利润的增速分别为19.3%/19.6%和13%/16%。因此，我们维持15倍PE不变，根据2021年的预计盈利计算得出目标价为6.9元，维持买入评级。

赵绵璐

852-2532-1960

Mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	5.24 港元
目标价	6.9 港元 (+31%)
股票代码	354.HK
已发行股本	27.147 亿股
市值	153.38 亿港元
52周高/低	6.75/3.33 港元
每股净现值	2.72 元人民币
主要股东	YuhongChen 9.81%
	UBS: 9.44%
	CSI Profit 4.27%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	18年历史	19年历史	20年预测	21年预测	22年预测	
总营业收入(人民币千元)	10,585,013	12,041,895	14,365,407	16,131,188	18,373,855	
	变动	14.51%	13.76%	19.30%	12.29%	13.90%
净利润(人民币千元)	715,803	754,888	903,057	1,049,095	1,230,386	
	变动	26.56%	5.46%	19.63%	16.17%	17.28%
每股盈利(人民币元)	0.279	0.301	0.355	0.412	0.484	
	变动	29.25%	7.73%	18.11%	16.17%	17.28%
市盈率5.24港元(估)	16.9	15.7	13.3	11.4	9.8	
每股派息(港元)	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	
股息现价比	0.27%	0.42%	0.27%	0.27%	0.27%	

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录：主要财务报表

损益表						财务分析				
<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>										
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	10,585,013	12,041,895	14,365,407	16,131,188	18,373,855	盈利能力				
毛利	3,244,657	3,583,093	4,274,459	4,799,871	5,467,182	毛利率 (%)	30.65%	29.76%	29.76%	29.76%
其他业务净额	-9,993	83,971	100,173	112,487	128,125	EBITDA 利率 (%)	10.06%	9.31%	8.54%	8.53%
销售及管理费用	-495,524	-617,554	-736,713	-827,268	-942,281	净利率 (%)	6.77%	6.28%	6.30%	6.52%
经营利润	873,358	969,875	1,074,128	1,228,731	1,420,650	营运表现				
财务开支	-117,987	-166,045	-117,987	-117,987	-117,986	销售及管理费用/收入 (%)	4.68%	5.13%	5.13%	5.13%
联营公司等	12,222	-328	-364	-404	-449	实际税率 (%)	5.82%	5.29%	5.29%	5.29%
税前盈利	760,454	798,958	955,777	1,110,340	1,302,215	股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	100.00%	200.00%
所得税	-44,283	-42,272	-50,569	-58,747	-68,899	库存周转	1.3	2.0	2.0	2.0
净利润	716,171	756,686	905,208	1,051,593	1,233,316	应付账款天数	79.4	60.3	49.7	53.0
少数股东应占利润	368	1,798	2,151	2,499	2,931	应收账款天数	122.9	89.2	92.2	98.5
本公司股东应占溢利	715,803	754,888	903,057	1,049,095	1,230,386	财务状况				
折旧及摊销	-191,667	-151,482	-151,961	-147,269	-144,637	总负债/总资产	0.42	0.39	0.38	0.36
EBITDA	1,065,025	1,121,357	1,226,089	1,376,001	1,565,286	收入/净资产	1.77	1.86	1.96	1.93
增长						经营性现金流/收入	0.02	0.06	0.05	0.05
总收入 (%)	14.5%	13.8%	19.3%	12.3%	13.9%	税前盈利对利息倍数	6.45	4.81	8.10	9.41
EBITDA (%)	19.2%	5.3%	9.3%	12.2%	13.8%					
资产负债表						现金流量表				
<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>						<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>				
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
现金	2,646,375	2,525,741	2,980,925	3,481,602	4,068,539	EBITDA	1,065,025	1,121,357	1,226,089	1,376,001
应收账款	2,585,247	3,297,240	3,956,688	4,748,026	5,697,631	净融资成本	117,987	166,045	117,987	117,987
存货	63,698	54,421	56,165	68,014	73,429	营运资金变化	-894,272	-970,504	-415,347	-508,173
其他流动资产	88,051	87,987	87,987	87,987	87,987	所得税	-111,983	-42,272	-50,569	-58,747
总流动资产	8,224,700	8,198,326	9,314,702	10,618,565	12,160,522	其他	-15,522	479,841	-118,351	-118,391
有形资产	874,637	1,081,069	1,103,469	1,122,944	1,139,816	营运现金流	161,235	754,467	759,809	808,676
无形资产	1,154,509	1,101,238	1,076,877	1,060,133	1,048,624	资本开支	-187,630	-150,000	-150,000	-150,000
长期投资	144,280	227,607	227,607	227,607	227,607	其他投资活动	20,818	-74,218	0	0
其他	8,675	8,075	8,075	8,075	8,075	投资活动现金流	-166,812	-224,218	-150,000	-150,000
总资产	10,488,244	10,745,396	11,859,811	13,166,405	14,713,726	负债变化	-2,292,100	-152,459	0	0
应付账款	1,542,291	1,251,274	1,497,119	1,792,132	2,146,148	股息	-36,875	-55,720	-36,638	-40,012
短期银行贷款	1,675,646	1,523,187	1,523,187	1,523,187	1,523,187	其他融资活动	3,181,952	-441,442	-117,987	-117,987
其他短期负债	341,703	110,819	110,819	110,819	110,819	融资活动现金流	852,977	-649,621	-154,625	-157,999
总短期负债	3,725,718	3,149,763	3,395,608	3,690,621	4,044,637	现金变化	847,400	-119,372	455,184	500,677
长期银行贷款	0	0	0	0	0	期初持有现金	1,785,305	2,646,375	2,525,741	2,980,925
其他负债	731,003	737,959	737,959	737,959	737,959	汇兑变化	13,670	0	0	0
总负债	4,456,721	4,211,456	4,457,301	4,752,314	5,106,330	期末持有现金	2,646,375	2,525,741	2,980,925	3,481,602
少数股东权益	64,533	66,330	68,481	70,980	73,910					
股东权益	5,966,990	6,467,610	7,334,029	8,343,112	9,533,485					
每股账面值(摊薄)	2.15	2.54	2.88	3.28	3.75					
营运资金	4,498,982	5,048,563	5,919,094	6,927,944	8,115,885					

数据来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」),「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。