

公司报告

招商證券(香港)有限公司
证券研究部

中软国际 (354 HK)

17年下半年业绩稳固, 前景乐观, 新目标价为8.5港元

■ 17年下半年收入同比增长31%至51亿元人民币(下同), 超出招商证券/市场共识5%/8%; 净收入同比增长56%至3.20亿元, 超出市场共识6%; 2017年销售/核心利润同比增长36%/45%

■ 我们预计新业务将占2018/19年总收入的16%/22%

■ 我们将18年销售/盈利预测分别上调4%/7%, 是由于TPG业务增长稳固和利润率更高的新业务(云服务、大数据等)加速发展。维持买入评级并上调目标价至8.5港元

大客户助力TPG增长, 百度和平安为新推手

中软国际的17年下半年收入同比增长31%至51亿元, 主要由TPG(技术专业集团)业务推动, 这一业务同比增长32%至占总收入的82%。我们预计公司的四大客户华为、汇丰(0005 HK)、微软(MSFT US)和腾讯(700 HK)将分别占到2017年总收入的53%/5%/2%/2%。对于2018年, 由于新的战略合作关系建立, 管理层预计百度和平安方面业务将实现更快增长。3月7日, 公司与平安建立战略合作伙伴, 共同开发“智慧城市”, 中软国际将利用“解放”平台帮助整合平安的资源并提供项目采购、项目交付过程管理、质量管控和线上项目验收等解决方案。平安作为中软国际的十大客户之一, 将进一步推动云服务和大数据业务的发展。

加速向云服务提供商转型

中软国际的新业务大数据、云服务和“解放”平台2017年同比升3倍以上, 达10亿元(销售的10.8%)。考虑到云服务转型加快, 我们预计公司的云和“解放”平台业务2018年将同比升2倍, 新业务将占2018/19年总收入的16%/22%。基于华为物联网产品和云平台, 中软国际推出了智能制造云, 为制造业提供模块化和开放的生态系统, 同时, 利用政府补贴优势帮助900家企业迁移上诊断云服务平台。目前, 这一项目受到了来自江苏、广东和山东省的当地政府支持, 预计2018年将扩展至49个城市和地区。我们预计2017年来自“蜂巢”的收入贡献将达3,000-5,000万元, 2018年将上升至1.5亿元。

因重估和盈利提升上调目标价至8.5港元

我们上调目标价至8.5港元, 基于更高的22倍18年度预测市盈率(此前为19倍)。由于中国软件国际新业务迅速发展, 我们认为给予公司相对行业平均估值水平(17倍)溢价30%是合理的。股价由年初至今已上升37%, 目前在18.4倍的2018年预测市盈率, 高于历史平均的18.0倍。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
营业额	5,129	6,783	9,244	11,407	14,024
同比增长(%)	16	32	36	23	23
净利润	280	442	566	801	1,083
同比增长(%)	40	58	28	42	35
摊薄每股盈利(港元)	0.16	0.22	0.25	0.37	0.47
市盈率(x)	38.3	29.0	24.5	17.0	13.2
ROE(%)	9.8	11.8	12.0	14.4	16.5

注: 收盘价截至2018年3月26日

资料来源: 彭博、公司资料、招商證券(香港)预测

柯良蔚

+852 3189 6392

richardko@cmschina.com.hk

马牧野

+852 3189 6394

mattma@cmschina.com.hk

最新变动

预测和目标价上调

买入

上次评级	买入
股价	HK\$6.23
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$8.5 (+36%)
上次目标价	HK\$5.52

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
354 HK	11.6	44.9	41.9
恒生指数	(3.0)	11.0	25.4

行业: TMT	
恒生指数	30549
国企指数	12198

重要数据	
52周股价区间(港元)	3.9-6.93
市值(十亿美元)	1.9
日均成交量(百万股)	21.78
18年每股盈利预测(港元)	0.37

主要股东	
陈宇红博士	11.0%
瑞银资产管理	6.4%
摩根大通集团	4.9%
总股数(百万股)	2,402
自由流通量	40.2%

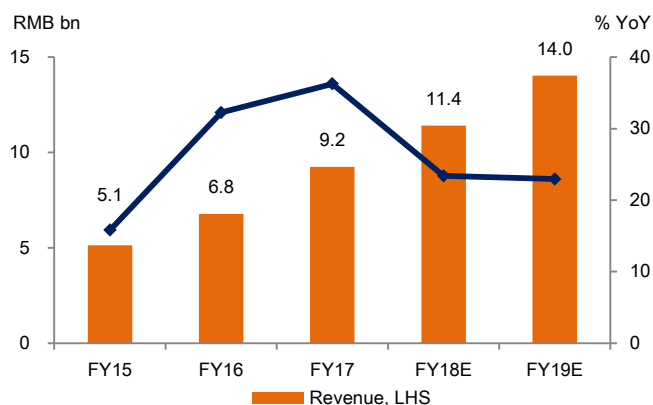
资料来源: 彭博、Capital IQ、招商證券(香港)

相关报告

- 1.Chinasoft (354 HK) - 1H17E results in line; cloud/big data to fuel LT growth 2017/08/24
- 2.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(买入) 2017/07/18
- 3.中国软件国际 (354 HK) - 大客户和新业务推动未来长期增长(首次覆盖 - 买入) 2017/06/16

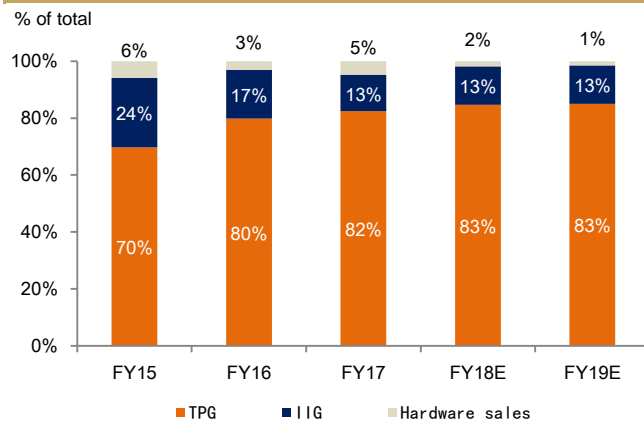
重点图表

图1: 营业收入



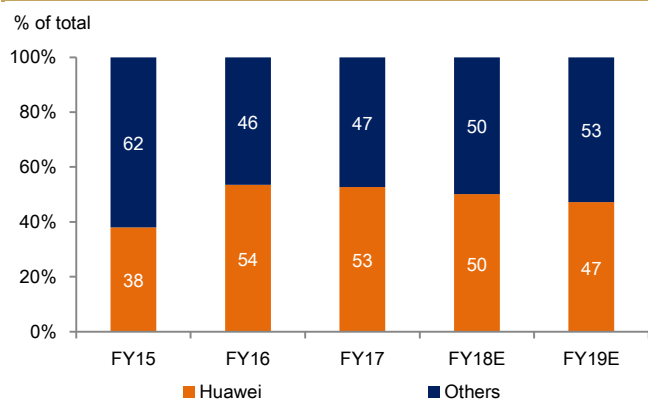
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 分业务线收入构成



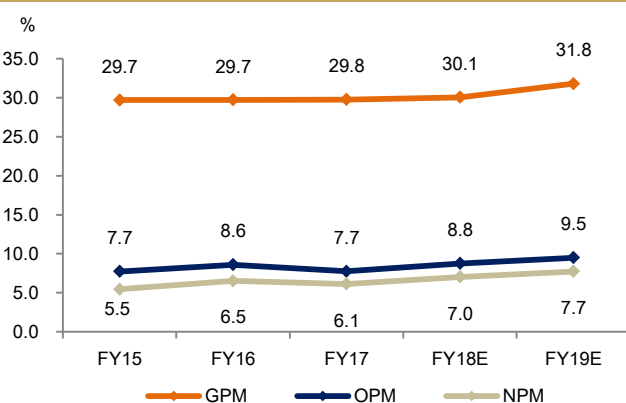
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 华为占总收入的百分比



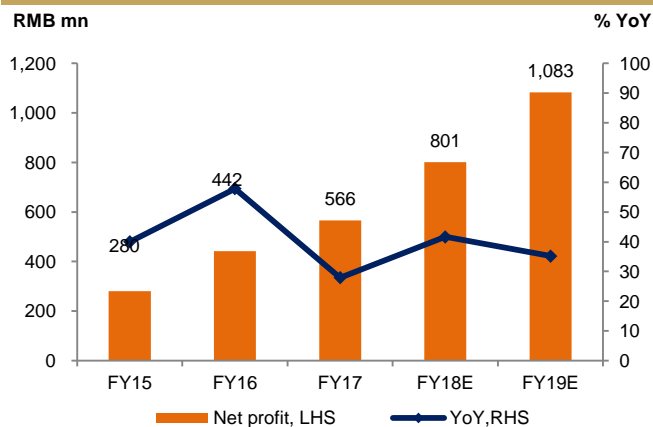
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 毛利率、经营利润率和净利率



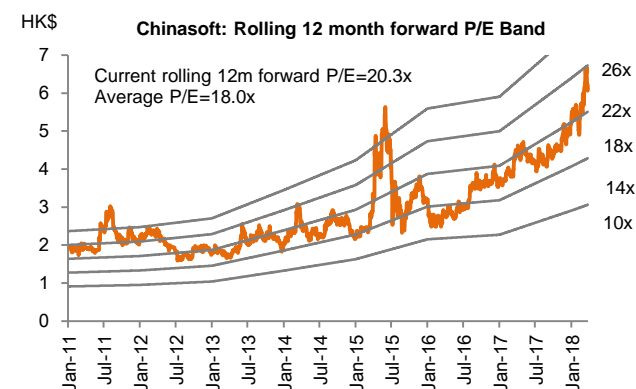
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 净利润



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2018年3月26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	FY17	FY18E	FY19E
物业、厂房及设备	538	820	853	1,330	1,905
无形资产	283	231	179	144	102
应收账款	1,429	2,093	1,960	2,419	2,974
客户合同工作到期款项	1,517	1,430	2,580	3,048	3,719
银行结余和现金	1,266	1,299	1,785	1,788	1,743
商誉	996	1,008	997	997	997
其他	321	348	397	399	401
总资产	6,348	7,229	8,752	10,126	11,841
应付账款	940	1,204	1,584	1,947	2,334
借款	1,650	1,361	1,639	1,828	2,003
其它	272	332	298	298	298
总负债	2,862	2,897	3,522	4,073	4,635
股东权益总额	3,247	4,264	5,166	5,978	7,121
少数股东权益	239	68	64	74	84
总权益	3,486	4,333	5,230	6,052	7,206

现金流量表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
经营活动现金流	260	292	309	545	614
税前利润	420	525	633	932	1,256
折旧	143	144	177	185	229
股份补偿成本	14	45	150	46	56
运营资金变动	(332)	(418)	(689)	(564)	(839)
其它	15	(5)	38	(54)	(89)
投资活动现金流	(326)	(251)	(279)	(621)	(761)
资本开支	(332)	(339)	(155)	(630)	(761)
其他	6	89	(124)	9	0
融资活动现金流	518	(14)	451	85	103
股息	0	0	(25)	(35)	(49)
借款净额	242	15	279	189	175
发行普通股集资	285	202	0	0	54
其它	(9)	(231)	197	(69)	(77)
净现金流	454	33	480	9	(45)

注：截至2018年3月26日收盘价

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）

利润表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
营业收入	5,129	6,783	9,244	11,407	14,024
营业成本	(3,606)	(4,768)	(6,493)	(7,979)	(9,567)
毛利润	1,523	2,016	2,750	3,428	4,458
销售和营销费用	(179)	(219)	(370)	(292)	(319)
一般管理和行政费用	(823)	(1,152)	(1,654)	(2,099)	(2,777)
利息收入/支出	29	44	96	80	98
总营业费用	(1,155)	(1,477)	(2,131)	(2,508)	(3,225)
营业利润	397	583	716	1,000	1,331
其他收入/损失	114	20	0	0	0
财务收入净额	(93)	(96)	(103)	(69)	(77)
联营/合营公司股份	2	17	20	2	2
税前收入	420	525	633	932	1,256
所得税	(87)	(115)	(71)	(121)	(163)
少数股东权益	53	(32)	(4)	10	10
净收入	280	442	566	801	1,083

主要财务比率

	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
年成长率					
营业收入	16	32	36	23	23
毛利润	13	32	36	25	30
经营利润	13	47	23	40	33
净利润	40	58	28	42	35
摊薄每股盈利	23	32	18	44	29
主要比率					
ROE	9.8	11.8	12.0	14.4	16.5
毛利率	29.7	29.7	29.8	30.1	31.8
经营利润率	7.7	8.6	7.7	8.8	9.5
净利率	5.5	6.5	6.1	7.0	7.7
经调整后的净利率	4.9	7.3	7.7	7.4	8.1
股息支付率	0.0	5.6	6.1	6.1	6.1
每股资料 and 估值 (人民币)					
基本每股盈利	0.14	0.20	0.24	0.32	0.41
摊薄每股盈利	0.13	0.18	0.22	0.29	0.38
摊薄每股盈利 (港元)	0.16	0.22	0.25	0.37	0.47
每股净资产	1.57	1.84	2.15	2.35	2.59
每股股息	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02
估值					
市盈率(x)	38.3	29.0	24.5	17.0	13.2
市净率(x)	3.3	3.0	2.3	2.1	2.0
股息率(%)	0.00	0.19	0.29	0.38	0.47

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联系。

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