

买入

2019年8月21日

基石业务增长稳定，大客户业务调整带来毛利率短期承压

- 2019年上半年收入实现增长，利润同比持平：**2019年上半年公司收入录得55.4亿元人民币，同比增长15%，主要得益于占上半年总收入85.7%的TPG业务17.8%的增长。净利润录得3.59亿元人民币，同比基本持平。利润较收入增速低的主要原因在于毛利率水平较去年同期有所下降，以及包含研发在内的行政费用占收入比重有所提升。毛利率下降的主要原因在于受大客户华为自身的业务调整，公司在服务方面出现人员的流动，导致毛利水平受到暂时挤压。
- 大客户业务进展顺利，作为公司业务基石稳定：**公司的主要业务板块，传统业务TPG录得收入47.3亿元人民币，同比增长18%，主要得益于以华为、阿里、腾讯、平安等大企业为核心的头部客户部分均录得增长。根据我们的测算，来自华为的收入占总收入比重超过一半，仍然录得了20%以上的增长。来自阿里、腾讯、平安的业务录得相对更高的增长。公司成为华为云鲲鹏凌云伙伴、消费者业务集团的IT核心供应商名单。我们认为，华为作为当下企业数字化升级、国产替代进程加速的大环境下的头部系统解决方案服务商，能够享受非常庞大的市场红利，公司作为核心供应商相应地也能够获益。
- 新业务仍在摸索积累，有待后续在财务贡献上带来新增量：**5月20日公司的股东大会上宣布了整合现有资源、加大新业务投入，迈向云智能业务的战略转型计划。主要依靠公司一直以来和华为等客户共同服务企业上云和数字化升级沉淀下来的云产品和经验，以及解放号的平台经验。解放号作为公司先行的尝试，将继续摸索新的人力驻场式的创新模式，既可以有效发挥自身的应用开发管理能力，也可以有效平台上的提高抽成比例。我们认为，新业务目前尚在积累阶段，有望在5G时代后企业大规模上云的阶段抓住机遇，为公司业绩带来新增量。
- 调整目标价至4.89港元，维持买入评级：**我们认为，公司整体业务基础仍十分稳固，来自大客户华为方面的调整导致今年在利润端承受压力，预期明年恢复常态。因此我们调整了今年的盈利预测和估值中枢15倍PE，根据预计EPS调整目标价为4.89港元，较当前上一收盘价仍有**36.93%**的上涨空间，维持买入评级。

赵绵璐

852-2532-1960

Mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

汪洋

852-2532-1963

Alex.wang@firstshanghai.com.hk

主要数据

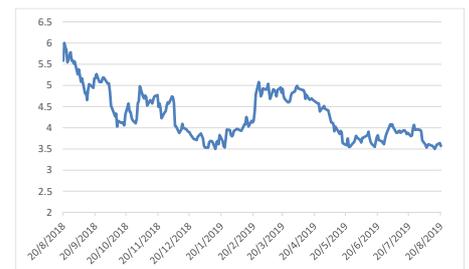
| | |
|--------|---|
| 行业 | TMT |
| 股价 | 4.77 港元 |
| 目标价 | 4.89 港元 (+45.41%) |
| 股票代码 | 354.HK |
| 已发行股本 | 25.44 亿股 |
| 市值 | 117.64 亿港元 |
| 52周高/低 | 6.33/3.37 港元 |
| 每股净现值 | 2.67 元人民币 |
| 主要股东 | Dan Capital 17.47% YuhongChen 10.46% UBS: 7.54% CSI Profit 5.29% Harvest Fund 4.38% |

盈利摘要

| 截至12月31日止财政年度 | 17年历史 | 18年历史 | 19年预测 | 20年预测 | 21年预测 | |
|---------------|-----------|------------|------------|------------|------------|--------|
| 总营业收入 (人民币千元) | 9,243,684 | 10,585,013 | 12,137,791 | 14,347,218 | 18,471,550 | |
| | 变动 | 36.27% | 14.51% | 14.67% | 18.20% | 28.75% |
| 净利润 (人民币千元) | 565,567 | 715,803 | 737,946 | 882,785 | 948,736 | |
| | 变动 | 27.93% | 26.56% | 3.09% | 19.63% | 7.47% |
| 每股盈利 (人民币元) | 0.216 | 0.279 | 0.290 | 0.347 | 0.373 | |
| | 变动 | 6.08% | 29.25% | 3.98% | 19.63% | 7.47% |
| 市盈率3.57港元 (估) | 14.7 | 11.4 | 11.0 | 9.2 | 8.5 | |
| 每股派息 (港元) | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | |
| 股息现价比 | 0.29% | 0.40% | 0.40% | 0.40% | 0.40% | |

来源：公司资料，第一上海预测

 第一上海证券有限公司
 www.mystockhk.com

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> | | | | | | | | | | |
| | 2017年 实际 | 2018年 实际 | 2019年 预测 | 2020年 预测 | 2021年 预测 | 2017年 实际 | 2018年 实际 | 2019年 预测 | 2020年 预测 | 2021年 预测 |
| 收入 | 9,243,684 | 10,585,013 | 12,137,791 | 14,347,218 | 18,471,550 | 盈利能力 | | | | |
| 毛利 | 2,750,466 | 3,244,657 | 3,720,635 | 4,397,898 | 5,541,465 | 毛利率 (%) | 29.76% | 30.65% | 30.65% | 30.65% |
| 其他业务净额 | 96,426 | -9,993 | -11,459 | -13,545 | -17,438 | EBITDA 利率 (%) | 9.67% | 10.06% | 8.57% | 8.26% |
| 销售及管理费用 | -369,729 | -495,524 | -582,614 | -688,666 | -886,634 | 净利率 (%) | 6.07% | 6.77% | 6.08% | 6.16% |
| 经营利润 | 715,921 | 873,358 | 888,399 | 1,040,781 | 1,109,189 | 营运表现 | | | | |
| 财务开支 | -102,915 | -117,987 | -117,987 | -117,987 | -117,987 | 销售及管理费用/收入 (%) | 4.00% | 4.68% | 4.80% | 4.80% |
| 联营公司等 | 19,763 | 12,222 | 13,566 | 15,059 | 16,715 | 实际税率 (%) | 11.29% | 5.82% | 5.82% | 5.82% |
| 税前盈利 | 632,769 | 760,454 | 783,978 | 937,852 | 1,007,917 | 股息支付率 (%) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 100.00% |
| 所得税 | -71,462 | -44,283 | -45,653 | -54,613 | -58,693 | 库存周转 | 1.3 | 1.3 | 2.0 | 2.0 |
| 净利润 | 561,307 | 716,171 | 738,326 | 883,239 | 949,224 | 应付账款天数 | 83.7 | 83.7 | 83.7 | 83.7 |
| 少数股东应占利润 | -4,260 | 368 | 379 | 454 | 488 | 应收账款天数 | 159.2 | 161.7 | 100.0 | 100.0 |
| 本公司股东应占溢利 | 565,567 | 715,803 | 737,946 | 882,785 | 948,736 | 财务状况 | | | | |
| 折旧及摊销 | -177,522 | -191,667 | -151,482 | -144,862 | -140,952 | 总负债/总资产 | 0.40 | 0.42 | 0.44 | 0.41 |
| EBITDA | 893,443 | 1,065,025 | 1,039,881 | 1,185,643 | 1,250,141 | 收入/净资产 | 1.79 | 1.77 | 1.82 | 1.91 |
| 增长 | | | | | | 经营性现金流/收入 | 0.04 | 0.02 | 0.04 | 0.08 |
| 总收入 (%) | 36.3% | 14.5% | 14.7% | 18.2% | 28.7% | 税前盈利对利息倍数 | 6.15 | 6.45 | 6.64 | 7.95 |
| EBITDA (%) | 19.6% | 19.2% | -2.4% | 14.0% | 5.4% | | | | | |
| 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> | | | | |
| | 2017年 实际 | 2018年 实际 | 2019年 预测 | 2020年 预测 | 2021年 预测 | 2017年 预测 | 2018年 实际 | 2019年 预测 | 2020年 预测 | 2021年 预测 |
| 现金 | 1,785,305 | 2,646,375 | 2,768,458 | 3,662,488 | 3,580,416 | EBITDA | 893,443 | 1,065,025 | 1,039,881 | 1,185,643 |
| 应收账款 | 4,540,238 | 2,585,247 | 4,065,597 | 3,795,892 | 6,325,505 | 净融资成本 | 99,069 | 117,987 | 117,987 | 117,987 |
| 存货 | 26,024 | 63,698 | 28,545 | 80,489 | 61,211 | 营运资金变化 | -687,486 | -894,272 | -581,087 | 55,942 |
| 其他流动资产 | 85,372 | 88,051 | 88,051 | 88,051 | 88,051 | 所得税 | -63,857 | -111,983 | -45,653 | -54,613 |
| 总流动资产 | 6,448,848 | 8,224,700 | 9,791,980 | 10,468,249 | 12,896,511 | 其他 | 90,895 | -15,522 | -104,421 | -102,928 |
| 有形资产 | 890,382 | 874,637 | 904,016 | 930,366 | 953,994 | 营运现金流 | 332,064 | 161,235 | 426,708 | 1,202,030 |
| 无形资产 | 1,176,239 | 1,154,509 | 1,123,648 | 1,102,436 | 1,087,856 | 资本开支 | -190,254 | -187,630 | -150,000 | -150,000 |
| 长期投资 | 133,218 | 144,280 | 144,280 | 144,280 | 144,280 | 其他投资活动 | -44,174 | 20,818 | 0 | 0 |
| 其他 | 72,846 | 8,675 | 8,675 | 8,675 | 8,675 | 投资活动现金流 | -234,428 | -166,812 | -150,000 | -150,000 |
| 总资产 | 8,751,533 | 10,488,244 | 12,054,042 | 12,735,449 | 15,172,759 | 负债变化 | -2,421,020 | -2,292,100 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1,649,340 | 1,542,291 | 2,406,401 | 2,244,582 | 3,772,680 | 股息 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 短期银行贷款 | 685,750 | 1,675,646 | 1,675,646 | 1,675,646 | 1,675,646 | 其他融资活动 | 2,853,444 | 3,145,077 | -154,625 | -158,000 |
| 其他短期负债 | 216,928 | 341,703 | 341,703 | 341,703 | 341,703 | 融资活动现金流 | 432,424 | 852,977 | -154,625 | -157,999 |
| 总短期负债 | 2,552,018 | 3,725,718 | 4,589,828 | 4,428,009 | 5,956,107 | 现金变化 | 530,060 | 847,400 | 122,083 | 894,030 |
| 长期银行贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 期初持有现金 | 1,298,972 | 1,785,305 | 2,646,375 | 2,768,458 |
| 其他负债 | 969,549 | 731,003 | 731,003 | 731,003 | 731,003 | 汇兑变化 | -43,727 | 13,670 | 0 | 0 |
| 总负债 | 3,521,567 | 4,456,721 | 5,320,831 | 5,159,012 | 6,687,110 | 期末持有现金 | 1,785,305 | 2,646,375 | 2,768,458 | 3,662,488 |
| 少数股东权益 | 64,165 | 64,533 | 64,912 | 65,366 | 65,854 | | | | | |
| 股东权益 | 5,165,801 | 5,966,990 | 6,668,298 | 7,511,071 | 8,419,795 | | | | | |
| 每股账面值(摊薄) | 1.97 | 2.15 | 2.62 | 2.95 | 3.31 | | | | | |
| 营运资金 | 3,896,830 | 4,498,982 | 5,202,151 | 6,040,240 | 6,940,404 | | | | | |

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。