

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

中国软件国际 (354 HK)

大客户和新业务推动未来长期增长

- 我们预期, 中软将继续成为中国IT外包市场长期增长的主要受益者, 2017-19年预测收入/盈利的复合年增长率将达到17%/33%
- 华为仍是中软的最大策略伙伴, 预计贡献2017年总收入的55%, 对比15/16年为38%/54%
- 公司估值为14.3倍的18年预测市盈率, 较其最接近同业东软(600718 CH)折让48%, 较16.3倍的全球同业平均水平折让13%。重新覆盖给予买入评级, 目标价5.63港元

华为: 中软的最大客户和主要增长动力

中软TPG的大客户订单带动16年收入和盈利同比大幅增长32%和58%。16年来自华为的收入同比增长86%, 占中软16年总收入的54%, 高于15年的38%和14年的30%。我们估计中软目前承包了华为IT外包总需求的60%左右。鉴于华为在2016-20年营收增长目标为年复合增长率19%, 我们认为中软将可以把握来自华为的云服务、电信服务、在线支付等方面的强大外包需求。我们也对新业务举措表示乐观, 包括云服务和大数据, 可以提供长期的增量和长远的增长势头。

与中国领先的IT企业建立长期紧密合作关系

我们也对中软来自其他主要客户和战略合作伙伴的增长潜力抱持乐观态度, 如汇丰(0005 HK)、微软(MSFT US)和腾讯(700 HK)。1) 汇丰(占中软16年总收入的4-5%): 16年来自汇丰的收入已经翻了一番, 预计在17/18年将同比增长65/25%, 主要受益于来自汇丰全球全方位的IT需求, 例如核心系统、移动银行等。2) 微软(占16年总收入的2-3%), 增长来自微软软件翻译、软件测试、人工智能和语音识别的IT解决方案。3) 腾讯(占16年总收入的2-2.5%): 中软为腾讯提供游戏测试和应用开发服务; 在云服务方面中软已与腾讯云签订合同, 成为战略渠道合作伙伴; 16年来自腾讯的收入同比增长50-60%, 预计在17/18年将再同比增长37%/25%。

重新覆盖给予买入评级, 目标价5.63港元

我们的17/18年盈利预测对比市场共识为-4%/7%。我们重新覆盖中软, 并给予买入评级和目标价5.63港元, 反映19倍的2018年预测市盈率, 略高于18倍的往绩平均水平。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
营业额	5,129	6,783	8,843	10,397	12,208
同比增长 (%)	16	32	30	18	17
净利润	280	442	549	759	970
同比增长 (%)	40	58	24	38	28
摊薄每股盈利 (港元)	0.16	0.22	0.22	0.30	0.36
市盈率 (x)	26.0	19.7	18.8	14.3	11.7
ROE (%)	9.8	11.8	11.9	14.2	15.1

注: 收盘价截至2017年6月12日

资料来源: 彭博、公司资料、招商證券(香港)

柯良蔚

+852-3189 6392

richardko@cmschina.com.hk

郑汇亨

+852-3189 6394

seancheng@cmschina.com.hk

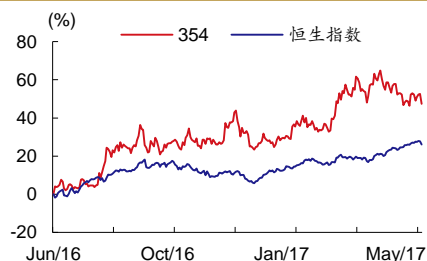
最新变动

重新覆盖

买入

股价	HK\$4.23
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$5.63 (+33%)

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
354 HK	(5.4)	9.0	34.3
恒生指数	2.2	14.6	22.2

行业: TMT

恒生指数	25708
国企指数	10486

重要数据

52周股价区间 (港元)	2.83-4.81
市值 (十亿美元)	1.3
日均成交量 (百万股)	16.02
18年每股盈利预测 (港元)	0.30

主要股东

陈宇红博士	9.8%
Rainbow Faith Limited	6.2%
瑞银资产管理	4.1%
总股数 (百万股)	2,392
自由流通量	84.1%

资料来源: 彭博、Capital IQ、招商證券(香港)

相关报告

1. 中国软件国际 (354 HK) - 大客户、云端和大数据推动增长 (未评级) 2017/04/27

投资主题

大客户、云端和大数据推动长期增长

受到华为、汇丰、腾讯和微软的IT外包需求、以及其IIG/解放号(JointForce)平台的成长推动,我们预期中软2017-19年收入的复合年增长率将达到17%。此外,我们也对新业务感到乐观,包括云服务和大数据,可以提供长期的增量和长远的增长势头。随着新业务和大客户战略推动利润率扩张,我们预期中软2017-19年盈利的复合年增长率将达到33%。

我们认为,主要战略客户如华为、汇丰、微软和腾讯将继续推动中软增长

主要增长动力

- 华为:** 我们估计中软目前承包了华为IT外包总需求的60%左右。鉴于华为在2016-20年营收增长目标为年复合增长率19%,我们认为中软将可以把握来自华为的云服务、电信服务、在线支付等方面的强大外包需求。来自华为的收入预计在17/18/19年同比增长33%/17%/19%,占总收入的55%。
- 汇丰:** 中软是汇丰全球的国内独家服务提供商,满足来自汇丰全球全方位的IT需求,例如核心系统、移动银行等。16年来自汇丰的收入已经翻了一番,我们预计在17/18年将同比增长65/75%,占总收入的6%。
- 腾讯:** 16年来自腾讯的收入同比增长50-60%,我们预计在17/18年将再同比增长37%/25%,腾讯手游和云服务的快速增长为主要动力。
- 云服务/大数据:** 中软计划与华为更紧密合作,开发全球云服务市场,协助华为云应用服务建设,重点行业包括电力、电信、金融等。我们预计,17年云计算的收入将达到8,000万元人民币,对比16年为零。在大数据方面,中软将运用其新并购来自Pactera的500人团队。我们预计17/18/19年大数据的收入将达到2.70/5.13/7.70亿元人民币,相当于总收入的3%/5%/6%。
- IIG/解放号:** 互联网IT服务(IIG)主要针对长尾市场的IT外包服务平台(解放号/JointForce)、Catapult(云服务提供商SAAS)以及政府、烟草业和其他中小企业的IT外包服务。我们预计,17/18/19年IIG的收入将增长12%/7%/6%,而JointForce的总交易量提升为主要动力。

在新业务方面,中软也涉足于快速发展的云服务和大数据市场

随着解放号(JointForce)的总交易量上升,17/18/19年来自IIG的收入预计同比增长12%/7%/6%

重新覆盖给予买入评级;较最接近同业显著折让

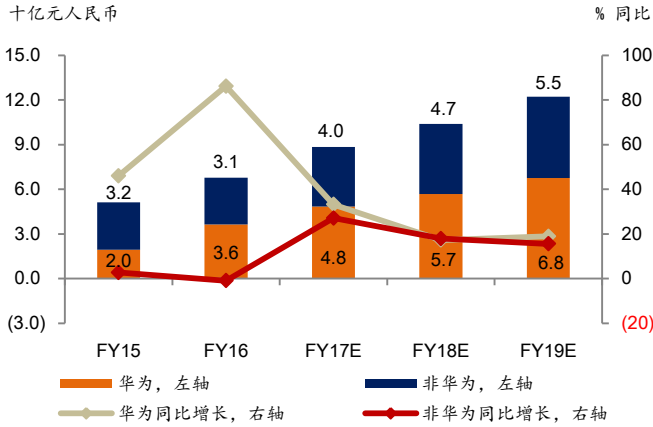
凭借与中国领先的IT企业建立长期紧密合作关系,我们预期中软将继续成为中国IT外包市场长期增长的主要受益者。

中软估值为14.3倍的18年预测市盈率,较16.3倍的全球同业平均水平折让13%,较其最接近同业东软(600718 CH)折让48%。我们认为中软估值仍然吸引,鉴于:1)两家公司18年预测EPS同比增幅相近(中软31.8% vs 东软32.2%),2)18年预测净利润率相同(7.3% vs 7.3%),以及3)中软18年预测ROE(14.2% vs 7.0%)为两者中较佳。

我们重新覆盖中软,并给予买入评级和目标价5.63港元,反映19倍的2018年预测市盈率,略高于18倍的往绩平均水平,大客户如华为、汇丰、微软和腾讯为主要的增长动力。

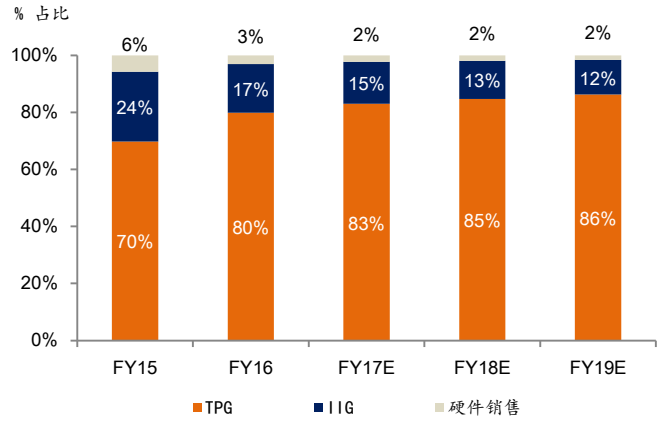
重点图表

图1: 营业收入



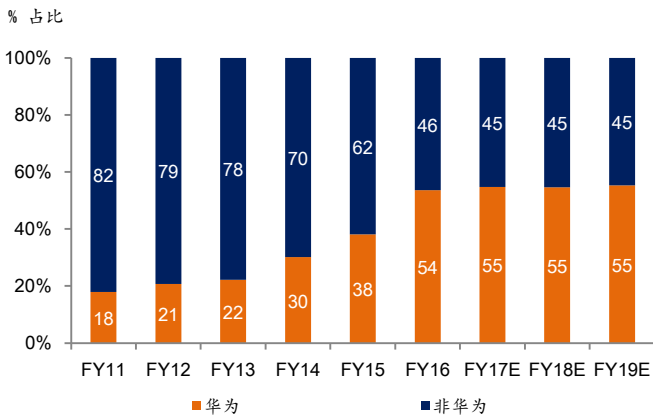
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 分业务线收入构成



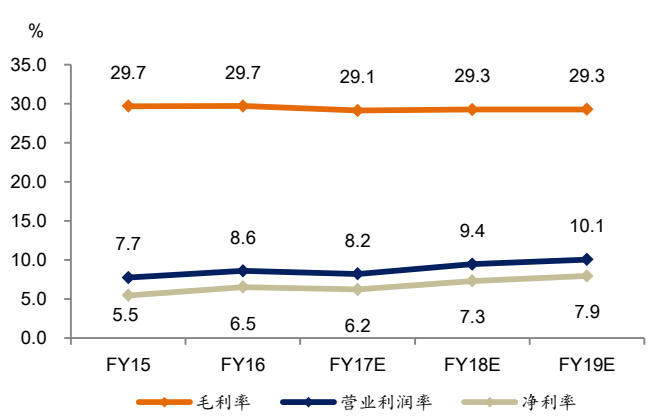
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 华为占总收入的百分比



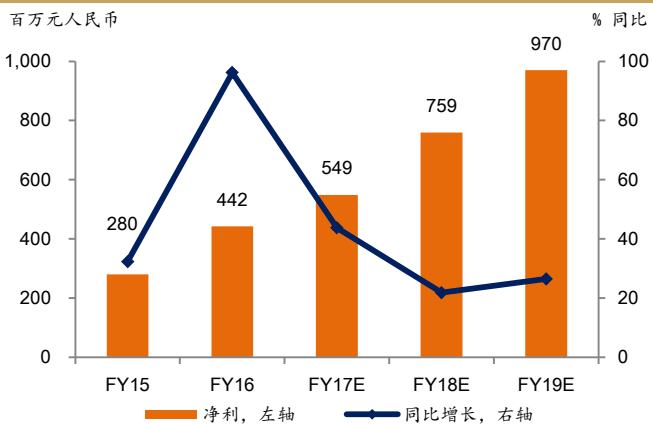
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 毛利率、经营利润率和净利率



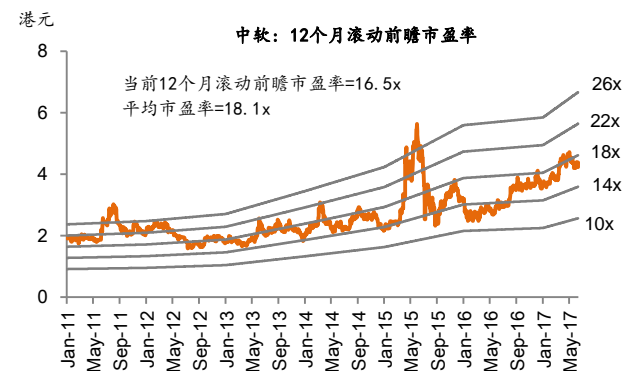
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 盈利



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2017年6月12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	FY17E	FY18E	FY19E
物业、厂房及设备	538	820	1,183	1,596	2,067
无形资产	283	231	200	161	115
应收账款	1,429	2,093	2,728	3,207	3,766
客户合同工作到期款项	1,517	1,430	1,489	1,653	1,834
银行结余和现金	1,266	1,299	2,373	2,645	3,061
商誉	996	1,008	1,008	1,008	1,008
其他	321	348	350	352	354
总资产	6,348	7,229	9,331	10,623	12,206
应付账款	940	1,204	1,582	1,857	2,180
借款	1,650	1,361	2,412	2,586	2,543
其它	272	332	311	311	311
总负债	2,862	2,897	4,305	4,753	5,033
股东权益总额	3,247	4,264	4,948	5,781	7,074
少数股东权益	239	68	78	88	98
总权益	3,486	4,333	5,027	5,869	7,173

现金流量表

人民币百万元	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
经营活动现金流	260	292	656	808	1,030
税前利润	420	525	642	884	1,126
折旧	143	144	170	205	245
股份补偿成本	14	45	160	104	122
运营资金变动	(332)	(418)	(316)	(368)	(418)
其它	15	(5)	(1)	(17)	(46)
投资活动现金流	(326)	(251)	(523)	(580)	(670)
资本开支	(332)	(339)	(502)	(580)	(670)
其他	6	89	(21)	0	0
融资活动现金流	518	(14)	941	43	56
股息	0	0	(25)	(31)	(43)
借款净额	242	15	1,051	174	(43)
发行普通股集資	285	202	0	0	244
其它	(9)	(231)	(85)	(100)	(103)
净现金流	454	33	1,074	272	416

注：截至2017年6月12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	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入	5,129	6,783	8,843	10,397	12,208
营业成本	(3,606)	(4,768)	(6,266)	(7,355)	(8,633)
毛利润	1,523	2,016	2,577	3,042	3,575
销售和营销费用	(179)	(219)	(250)	(268)	(278)
一般管理和行政费用	(823)	(1,152)	(1,548)	(1,736)	(2,014)
利息收入/支出	29	44	62	73	85
总营业费用	(1,155)	(1,477)	(1,913)	(2,132)	(2,433)
营业利润	397	583	725	982	1,227
其他收入/损失	114	20	0	0	0
财务收入净额	(93)	(96)	(85)	(100)	(103)
联营/合营公司股份	2	17	2	2	2
税前收入	420	525	642	884	1,126
所得税	(87)	(115)	(83)	(115)	(146)
少数股东权益	53	(32)	10	10	10
净收入	280	442	549	759	970

主要财务比率

	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
年成长率					
营业收入	16	32	30	18	17
毛利润	13	32	28	18	18
经营利润	13	47	24	35	25
净利润	40	58	24	38	28
摊薄每股盈利	23	32	4	32	22
主要比率					
ROE	9.8	11.8	11.9	14.2	15.1
毛利率	29.7	29.7	29.1	29.3	29.3
经营利润率	7.7	8.6	8.2	9.4	10.1
净利率	5.5	6.5	6.2	7.3	7.9
股息支付率	0.0	5.6	5.6	5.6	5.6
每股资料 and 估值 (人民币)					
基本每股盈利	0.14	0.20	0.23	0.30	0.36
摊薄每股盈利	0.13	0.18	0.20	0.27	0.33
摊薄每股盈利 (港元)	0.16	0.22	0.22	0.30	0.36
每股净资产	1.57	1.84	2.00	2.20	2.50
每股股息	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02
估值					
市盈率 (x)	26.0	19.7	18.8	14.3	11.7
市净率 (x)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
股息率 (%)	0.00	0.28	0.33	0.42	0.49

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是在过去、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关系。

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/cmshk/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