

00354.HK 中国软件国际

港股通（沪、深）

买入（维持）

宏观因素影响公司 18 年表现，预计 19 年业绩增长稳定

2019 年 1 月 20 日

市场数据

| 日期 | 2019-1-18 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(元) | 3.85 |
| 总股本(百万股) | 2466 |
| 流通股本(百万股) | 2466 |
| 总市值(百万元) | 9495 |
| 流通市值(百万元) | 9495 |
| 净资产(百万元) | 5990 |
| 总资产(百万元) | 9847 |
| 每股净资产(元) | 2.40 |

数据来源: Wind

相关报告

《与中国“核心资产”共绽芳华》
2018-8-23《业绩符合预期，“三驾马车”
驱动力强劲》2018-3-29《解放号、云服务借华为云之风
起航》2017-11-15

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

安一夫

anyf@xyzq.com.cn

SAC: S0190517090002

主要财务指标

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营收(百万元) | 9244 | 10517 | 12282 | 13868 |
| 同比增长 | 36% | 14% | 17% | 13% |
| 母公司股东利润(百万元) | 566 | 705 | 827 | 925 |
| 同比增长 | 28% | 25% | 17% | 12% |
| 毛利率 | 30% | 29% | 29% | 29% |
| 净利润率 | 8% | 7% | 7% | 7% |
| 净资产收益率 | 10.9% | 11.8% | 12.1% | 11.9% |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.29 | 0.34 | 0.37 |
| 每股经营现金流(元) | 0.14 | 0.05 | 0.17 | 0.15 |

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **受宏观经济影响，2018 年公司收入相较预期有所下降。**1) 传统业务: 公司在华为、汇丰、腾讯等大客户之外，有众多订单量较小的客户，行业包括金融、制造、电信、科技、交通、能源等，我们估计在 2018 年宏观经济下行情况下，订单量较小的客户受影响较明显，低于我们年初的预期；2) 创新业务: 公司“云上软件园”与“蜂巢”业务与政府采购相关，根据公司官网公布的该两项业务落地情况，我们估计 2018 年公司业务进度低于我们在年初的预期，这可能与宏观经济下行环境下政府支出更为谨慎有关。3) 由于以上原因，我们调低公司 2018 年收入预测，由 111 亿元下调至 105 亿元。
- **预计 2019 年公司收入仍将保持稳定增长。**1) 传统业务: 公司华为业务基本为国内相关研发外包，中美贸易战的影响很小，随着 2019 年华为在传统通信、手机、5G 等方面的持续增长，公司华为外包业务预计仍能保持稳定增长；华为外大客户方面，由于中软国际技术实力优势明显，加之这些客户相比华为体量较小，预计 2019 年总体收入增速优于华为业务。2) 创新业务: IT“云化”仍在继续，加之政策驱动，预计公司凭借自身实力优势，2019 年将在“解放号”、云服务、大数据方面保持高增长。3) 因此，我们预计公司 2019 年将实现收入 123 亿元，同比增长 16.8%。
- **投资建议: 由于宏观经济影响增速业绩，下调目标价至 5.37 港元，维持“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 105、123、139 亿元，较之前预期分别下调 5.6%、4.8%、6.9%；归母净利润分别为 7.05、8.27、9.25 亿元，EPS 分别为 0.29、0.34、0.37 元。由于受宏观经济影响，公司 2018 年业绩低于我们的之前的预期（归母净利润预测下调 5.8%）；我们按照分部估值法，较稳定的传统业务给予 12 倍 PE，高速发展的创新业务给予 18 倍 PE，下调公司目标价至 5.37 港元，目标价对应 2018-2020 年 EPS 的 PE 分别为 16、14、12 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 大客户降低外包需求的风险; 新业务推进不及预期; 宏观经济下行; 贸易战等国际环境的影响。

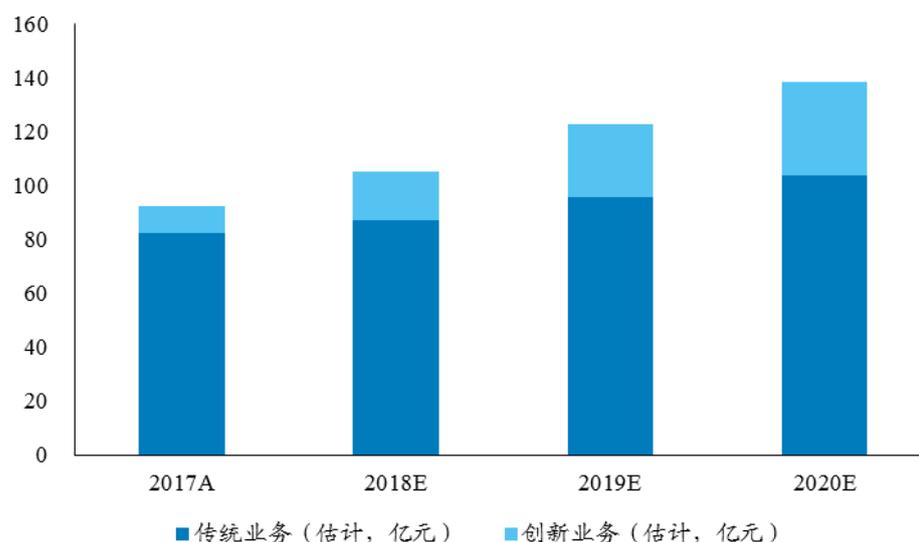


报告正文

受宏观经济影响，2018 年公司收入相较预期有所下降。 1) 传统业务：公司在华为、汇丰、腾讯等大客户之外，有众多订单量较小的客户，行业包括金融、制造、电信、科技、交通、能源等，我们估计在 2018 年宏观经济下行情况下，订单量较小的客户受影响较明显，低于我们年初的预期；2) 创新业务：公司“云上软件园”与“蜂巢”业务与政府采购相关，根据公司官网公布的该两项业务落地情况，我们估计 2018 年公司业务进度低于我们在年初的预期，这可能与宏观经济下行环境下政府支出更为谨慎有关。3) 由于以上原因，我们调低公司 2018 年收入预测，由 111 亿元下调至 105 亿元。

预计 2019 年公司收入仍将保持稳定增长。 1) 传统业务：公司华为业务基本为国内相关研发外包，中美贸易战的影响很小，随着 2019 年华为在传统通信、手机、5G 等方面的持续增长，公司华为外包业务预计仍能保持稳定增长；华为外大客户方面，由于中软国际技术实力优势明显，加之这些客户相比华为体量较小，预计 2019 年总体收入增速优于华为业务。2) 创新业务：IT“云化”仍在继续，预计软件众包服务需求和数据分析需求持续加强；以及随着 2018 年《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》和《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》两部政策发布，我们预计 2019 年云服务相关需求将增长；因此我们预计公司凭借自身实力优势，2019 年将在“解放号”、云服务、大数据方面保持高速增长。3) 因此，我们预计公司 2019 年将实现收入 123 亿元，同比增长 16.8%。

图 1、中软国际收入情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：由于宏观经济影响公司业绩，下调目标价至 5.37 港元，维持“买入”评级。我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 105、123、139 亿元，较之前预期分别下调 5.6%、4.8%、6.9%；归母净利润分别为 7.05、8.27、9.25 亿元，EPS 分别为 0.29、0.34、0.37 元。由于受宏观经济影响，公司 2018 年业绩低于我们的

之前的预期(归母净利润预测下调 5.8%); 我们按照分部估值法, 较稳定的传统业务给予 12 倍 PE, 高速发展的创新业务给予 18 倍 PE, 下调公司目标价至 5.37 港元, 目标价对应 2018-2020 年 EPS 的 PE 分别为 16、14、12 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 大客户降低外包需求的风险; 新业务推进不及预期; 宏观经济下行; 贸易战等国际环境的影响。

附表

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1785 | 1924 | 2214 | 2426 |
| 存货 | 26.0 | 29.7 | 34.8 | 39.4 |
| 贸易及其他应收款 | 1960 | 2684 | 2994 | 3571 |
| 应收客户合约工程款 | 2580 | 2813 | 3328 | 3784 |
| 其他流动资产 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| 流动资产 | 6449 | 7549 | 8667 | 9918 |
| 不动产、工厂及设备 | 853 | 900 | 949 | 1002 |
| 无形资产 | 179 | 129 | 79 | 30 |
| 商誉 | 997 | 997 | 997 | 997 |
| 预付租赁款项 | 37.9 | 37.0 | 36.1 | 35.2 |
| 其他非流动资产 | 236 | 236 | 236 | 236 |
| 非流动资产 | 2303 | 2298 | 2297 | 2300 |
| 总资产 | 8752 | 9847 | 10965 | 12218 |
| 贸易及其他应付款 | 1584 | 1571 | 1642 | 1744 |
| 应付客户合约工程款 | 45 | 79 | 66 | 98 |
| 短期借款 | 686 | 1000 | 1200 | 1400 |
| 其他流动负债 | 237 | 237 | 237 | 237 |
| 流动负债 | 2552 | 2908 | 3370 | 3741 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延税项负债 | 15.9 | 15.9 | 15.9 | 15.9 |
| 可换股贷款票据 | 954 | 954 | 954 | 954 |
| 非流动负债 | 970 | 970 | 970 | 970 |
| 总负债 | 3522 | 3857 | 4114 | 4450 |
| 股本 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| 股本溢价 | 2809 | 2809 | 2809 | 2809 |
| 其他储备 | 2246 | 3011 | 3878 | 4803 |
| 非控制性股东权益 | 64 | 59 | 53 | 46 |
| 总权益 | 5230 | 5990 | 6850 | 7768 |
| 总负债和总权益 | 8752 | 9847 | 10965 | 12218 |

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 税前利润 | 633 | 769 | 902 | 1009 |
| 折旧 | 94.9 | 106.0 | 118.7 | 132.6 |
| 无形资产及预付租赁款摊销 | 82.6 | 56.6 | 57.1 | 57.7 |
| 财务费用 | 102.9 | 134.0 | 147.7 | 161.4 |
| 购股权开支 | 150.0 | 60.0 | 40.0 | 0.0 |
| 利息收入 | -5.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应占联营公司损益 | -19.8 | -5.0 | -5.0 | -5.0 |
| 其他 | 29.9 | 29.4 | 34.4 | 38.8 |
| 营运资本减少 | -687 | -969 | -806 | -942 |
| 已付所得税 | -48 | -69 | -81 | -91 |
| 经营活动产生现金流量 | 332 | 112 | 407 | 361 |
| 资本支出 | -190 | -153 | -168 | -185 |
| 其他 | -44 | 7 | 8 | 9 |
| 投资活动产生现金流量 | -234 | -146 | -161 | -177 |
| 发行普通股/可换股贷款票据 | 781 | 0 | 0 | 0 |
| 新增/偿还贷款 | -431 | 314 | 200 | 200 |
| 其他 | 82 | -141 | -155 | -170 |
| 融资活动产生现金流量 | 432 | 173 | 45 | 30 |
| 现金净增加 | 530 | 139 | 290 | 212 |
| 现金的期初余额 | 1299 | 1785 | 1924 | 2214 |
| 现金的期末余额 | 1785 | 1924 | 2214 | 2426 |

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营收 | 9244 | 10517 | 12282 | 13868 |
| 成本 | -6493 | -7416 | -8675 | -9820 |
| 毛利 | 2750 | 3101 | 3606 | 4048 |
| 营销费用 | -370 | -447 | -516 | -576 |
| 行政费用 | -1086 | -1137 | -1338 | -1539 |
| 研究及开发成本 | -567 | -568 | -651 | -707 |
| 呆账拨备 | -26 | -29 | -34 | -39 |
| 其他支出 | -82 | -57 | -57 | -58 |
| 其他收入 | 100 | 35 | 35 | 35 |
| 经营利润 | 716 | 898 | 1045 | 1165 |
| EBITDA | 887 | 1065 | 1225 | 1360 |
| 折旧和摊销 | 151 | 163 | 176 | 190 |
| EBIT | 736 | 903 | 1050 | 1170 |
| 财务费用 | -103 | -134 | -148 | -161 |
| 应占联营公司收益 | 20 | 5 | 5 | 5 |
| 税前利润 | 633 | 769 | 902 | 1009 |
| 所得税开支 | -71 | -69 | -81 | -91 |
| 税后利润 | 561 | 700 | 821 | 918 |
| 非控制性股东应占利润 | -4 | -5 | -6 | -7 |
| 股息 | 0.0 | 1.0 | 2.0 | 3.0 |
| 母公司股东应占利润 | 566 | 705 | 827 | 925 |
| EPS-基本(元) | 0.23 | 0.29 | 0.34 | 0.37 |
| EPS-摊薄(元) | 0.25 | 0.26 | 0.29 | 0.31 |

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营收增长率 | 36.3% | 13.8% | 16.8% | 12.9% |
| EBIT 增长率 | 18.6% | 22.7% | 16.3% | 11.5% |
| 净利润增长率 | 27.9% | 24.7% | 17.3% | 11.8% |
| 盈利能力 | | | | |
| EBIT Margin | 8.0% | 8.6% | 8.5% | 8.4% |
| EBITDA Margin | 9.6% | 10.1% | 10.0% | 9.8% |
| 毛利率 | 29.8% | 29.5% | 29.4% | 29.2% |
| 净利率 | 7.7% | 7.3% | 7.1% | 6.7% |
| ROE | 10.9% | 11.8% | 12.1% | 11.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 40.2% | 39.2% | 37.5% | 36.4% |
| 流动比率 | 2.53 | 2.61 | 2.76 | 2.85 |
| 速动比率 | 2.52 | 2.60 | 2.75 | 2.84 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 1.16 | 1.14 | 1.20 | 1.20 |
| 应收帐款周转率 | 2.29 | 2.10 | 2.08 | 2.03 |
| 应付账款周转率 | 4.39 | 4.52 | 5.17 | 5.53 |
| 存货周转率 | 277 | 266 | 269 | 265 |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.23 | 0.29 | 0.34 | 0.37 |
| 每股经营现金流 | 0.14 | 0.05 | 0.17 | 0.15 |
| 每股净资产 | 2.13 | 2.40 | 2.76 | 3.13 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 13 | 11 | 9 | 8 |
| PB | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团和徽盟集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。