



# 业绩符合预期 JF平台初见成效

评级： 买入

目标价格： 3.78 元

上次预测： 3.41 元

现价 (2015年3月31日) : 3.17 元

报告日期： 2015-04-01

## 报告摘要

**2014 年业绩符合预期。**中软国际公布 2014 年全年业绩，收入同比增长 38.2% 至 44.3 亿元人民币，其中专业服务 (PSG)/ 外包服务 (OSG)/ 新业务 (ESG)/ 培训 (ETC) 收入分别占比 44.8%/ 45.7%/ 7.4%/ 2.1%。在毛利率较低的外包业务收入占比提升下整体毛利率略为收缩 0.9 个百分点至 30.5%；销管费用率同比改善 1.7 个百分点至 21.4%。以上带动净利润同比增长 34.9% 至 2 亿元人民币，整体业绩基本符合我们此前预期。

**与华为合作进入第二阶段。**公司外包业务表现突出，同比大增 45.9% 至 20.3 亿元人民币；主要受惠华为业务收入同比大增 88% 至 13.4 亿元人民币，较 2009-13 年 CAGR 64% 有所加快。公司自 2012 年 4 月与华为组建合资公司，自 2014 年 8 月与华为签订战略合作协议，成为其业务金牌代理，在 IT 产品、云计算、网络安全等领域展开深入合作。我们相信公司已赢得华为信任，助其稳定持续发展外包业务，未来将进入第二阶段，借势华为实现行业业务拓展及海外业务突破，力拓包括云计算、网络安全、工业 4.0 等业务，目标市场规模于 2017E 将达 105 亿元人民币。

**Joint Force 将逐步改善公司整体利润率及现金流。**现时公司政府业务线已全面上线 JF 平台，相关内测结果为业务线人均执行增加 39%，毛利率提高 8.4%，贡献利润率提高 9%；在公司收益增加的同时，员工收入平均增长 12%，有助提升员工满意度。我们相信随着更多的业务上线 JF 平台，人均生产效率会持续提高，固定的人工成本则为逐步降低。解放平台目前收费模式主要为向开发者按发包金额收取 10% 的提成，而未来当平台上发包企业数量积累到一定数量时，将向发包企业收取 10% 的增值服务费。另一方面，JF 平台要求所有发包企业需要先向平台支付项目保证金，在项目完成提交后再由平台向接包者支付，因此预料可持续改善公司整体经营性现金流。

**重申“买入”评级。**我们预计在 i) 国内政府及金融机构 IT 信息化趋势持续 ii) 离岸 IT 外包市场持续发展、及 iii) 向 SMAC 方向转型带来的新增长点将为公司主要增长动力。我们重申公司“买入”评级，以 2015E-17E PEG 1 倍定价，调升目标价至 3.78 港元。

**风险提示：**i) 市场竞争激烈拖累毛利率下滑；ii) 人力成本上升过快；iii) Joint Force 平台及云计算业务执行风险。

(31/12 年结, 百万元 RMB)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,206	4,429	5,782	7,537	9,632
增长率(%)	15.8%	38.2%	30.5%	30.4%	27.8%
净利润	148	200	251	315	392
增长率(%)	11.3%	34.9%	25.3%	25.6%	24.6%
毛利率(%)	31.4%	30.5%	30.2%	30.0%	29.6%
净利润率(%)	4.6%	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%
每股收益(美元)	0.08	0.11	0.13	0.17	0.21
每股净资产(美元)	1.23	1.33	1.54	1.69	1.88
市盈率	30.3	23.7	19.0	15.1	12.1
市净率	2.1	1.9	1.6	1.5	1.3
净资产收益率(%)	7.1%	8.4%	9.3%	10.4%	11.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：公司；安信国际

总市值(百万港元)	5,942.44
流通股市值(百万港元)	5,942.43
总股本(百万股)	1,874.59
流通股股本(百万股)	1,874.59
12 个月低/高(港元)	2.09/3.37
平均成交(百万港元)	24.21

## 股东结构

弘毅投资	17.9%
陈宇红	15.2%
微软	5.2%
其他	61.7%

## 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	30.58	39.84	8.96
绝对收益	31.40	45.87	20.45

数据来源：彭博、港交所、公司

蔡伟鸿 CFA  
+852-2213 1409

行业分析师  
patrickchoi@eif.com.hk



附表：财务报表预测

(31/12 年结；百万元人民币)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>损益表</b>					
销售收入	3,206	4,429	5,782	7,537	9,632
销售成本	(2,201)	(3,080)	(4,036)	(5,276)	(6,781)
<b>毛利</b>	<b>1,005</b>	<b>1,349</b>	<b>1,746</b>	<b>2,261</b>	<b>2,851</b>
其他收入/(开支)	(13)	(49)	(46)	(43)	(39)
销售及管理费用	(740)	(949)	(1,237)	(1,655)	(2,126)
<b>经营溢利</b>	<b>253</b>	<b>353</b>	<b>464</b>	<b>564</b>	<b>686</b>
分占联营公司业绩	(1)	1	1	1	1
财务费用	(47)	(84)	(86)	(86)	(86)
<b>税前盈利</b>	<b>205</b>	<b>297</b>	<b>379</b>	<b>479</b>	<b>601</b>
所得税	(5)	(42)	(57)	(72)	(90)
非控股权益	(52)	(55)	(72)	(92)	(118)
<b>净利润</b>	<b>148</b>	<b>200</b>	<b>251</b>	<b>315</b>	<b>392</b>
EBITDA	355	463	583	693	827
EBIT	253	353	464	564	686
<b>同比增长 (%)</b>					
销售收入	15.8	38.2	30.5	30.4	27.8
毛利	9.8	34.2	29.4	29.5	26.1
净利润	11.3	34.9	25.3	25.6	24.6
EBITDA	16.0	30.4	25.9	18.9	19.3
EBIT	16.6	39.6	31.5	21.5	21.6
<b>资产负债表</b>					
<b>非流动资产</b>					
物业、厂房及设备	174	336	396	468	552
商誉	937	983	983	983	983
其他	387	431	433	434	436
<b>流动资产</b>	<b>3,175</b>	<b>3,594</b>	<b>4,236</b>	<b>4,864</b>	<b>5,648</b>
存货	20	32	42	55	70
应收帐	1,147	1,316	1,718	2,239	2,861
现金	941	811	1,041	1,135	1,282
其他	1,068	1,435	1,435	1,435	1,435
<b>总资产</b>	<b>4,673</b>	<b>5,344</b>	<b>6,048</b>	<b>6,749</b>	<b>7,619</b>
<b>流动负债</b>					
借债	471	1,240	1,240	1,240	1,240
应付帐	742	772	1,011	1,322	1,699
其他	258	317	318	334	353
<b>非流动负债</b>	<b>761</b>	<b>314</b>	<b>314</b>	<b>314</b>	<b>314</b>
借债	707	256	256	256	256
其他	53	58	58	58	58
<b>总负债</b>	<b>2,232</b>	<b>2,643</b>	<b>2,884</b>	<b>3,210</b>	<b>3,607</b>
股本	87	88	88	88	88
储备	2,181	2,409	2,801	3,084	3,439
<b>股东权益</b>	<b>2,268</b>	<b>2,497</b>	<b>2,889</b>	<b>3,172</b>	<b>3,527</b>
非控股权益	173	204	275	367	485
<b>股本总额</b>	<b>2,441</b>	<b>2,701</b>	<b>3,164</b>	<b>3,539</b>	<b>4,012</b>
净负债/(现金)	238	685	455	361	214
净负债率 (%)	9.7	25.3	14.4	10.2	5.3

(转下页...)



财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万元人民币)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>现金流量表</b>					
税前盈利	205	297	379	479	601
折旧	102	110	119	130	142
营运资金变动	(426)	(151)	(172)	(224)	(261)
其他	57	(58)	(63)	(84)	(110)
<b>经营活动现金流量</b>	<b>(61)</b>	<b>199</b>	<b>263</b>	<b>301</b>	<b>372</b>
资本开支	(81)	(93)	(107)	(123)	(141)
其他	(382)	2	2	2	2
<b>投资活动现金流量</b>	<b>(463)</b>	<b>(91)</b>	<b>(105)</b>	<b>(121)</b>	<b>(139)</b>
贷款变动	646	0	0	0	0
其他	52	(79)	(86)	(86)	(86)
<b>融资活动现金流量</b>	<b>698</b>	<b>(79)</b>	<b>(86)</b>	<b>(86)</b>	<b>(86)</b>
净资金流入/(出)	174	29	72	94	147
自由现金流	(142)	106	156	179	231
<b>财务及估值比率</b>					
P/E (x)	30.3	23.7	19.0	15.1	12.1
P/B (x)	2.1	1.9	1.6	1.5	1.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	17.9	14.7	11.4	9.6	8.0
EV/EBIT (x)	25.1	19.3	14.4	11.8	9.7
Gross margin (%)	31.4	30.5	30.2	30.0	29.6
EBITDA margin (%)	11.1	10.5	10.1	9.2	8.6
Pre-tax profit margin (%)	6.4	6.7	6.6	6.4	6.2
Net margin (%)	4.6	4.5	4.3	4.2	4.1
SG&A/sales (%)	23.1	21.4	21.4	22.0	22.1
Effective tax rate (%)	2.4	14.2	15.0	15.0	15.0
ROE (%)	7.1	8.4	9.3	10.4	11.7
ROA (%)	3.7	4.0	4.4	4.9	5.5
Current ratio (x)	2.2	1.5	1.6	1.7	1.7
Stock turnover days (s)	3.6	3.1	3.3	3.3	3.4
A/R turnover days (s)	124.4	101.5	95.7	95.8	96.6
A/P turnover days (s)	117.0	89.7	80.6	80.7	81.3
Interest coverage (x)	5.3	4.2	5.4	6.5	7.9
Net debt/ (cash) to equity (%)	9.7	25.3	14.4	10.2	5.3
Total asset to equity ratio (x)	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源: 公司; 安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

### 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标、财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护，除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

### 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

### 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

### 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010