

中国：IT 服务

2015 年 4 月 1 日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**19.8%**

 日期 **2015/03/31**

收盘价	HK\$3.17
十二个月目标价	HK\$3.80
前次目标价	HK\$3.30
香港恒生指数	24,900.9

信息更新：

- ▶ 中软国际 2014 年营收/净利润分别同比增长 38%/35%，符合本中心预期。
- ▶ 我们重申买入评级，目标价调升至 3.8 港元，隐含 20% 的上涨空间。

本中心观点：

- ▶ 我们看好公司 IT 服务业务的良好增长前景。
- ▶ 另外，目前我们认为解放平台在商业化和成本节约方面的潜力巨大，我们对其的看法更加乐观。

公司简介： 中软国际开发、提供 IT 咨询和培训服务、IT 外包服务和独立软件产品。

股价相对香港恒生指数表现



市值	RMB4,706.1 百万元
六个月平均日成交量	RMB12.5 百万元
流通在外股数(百万股)	1,874.6
自由流通股数比例	100.0%
大股东；持股比例	弘毅资本，18.0%
净负债比率	(33.2%)
每股净值 (2015F)	RMB1.51
市净率 (2015F)	1.67 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	3,206	4,429	5,587	6,480
营业利润	265	400	513	604
税后净利润*	148	200	281	316
每股收益(元)	0.08	0.11	0.15	0.17
每股收益年增长率 (%)	4.8	28.0	40.2	12.8
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(倍)	30.2	23.6	16.8	14.9
股利收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	6.6	7.8	9.7	9.5

* 归属股东税后净利润

报告分析师：
王佳卉

+86 21 6187 3821 Nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

应豪

+86 21 6187 3824 francisyng@yuanta.com

中软国际 (354 HK)

2014 年业绩符合预期，解放平台有望贡献盈利

重申对中软国际买入评级，目标价调升至 3.8 港元： 由于 2014 年公司业绩基本符合预期，我们维持对该股的乐观看法，依然预计其 IT 服务业务具备良好的增长前景。同时，我们认为解放平台的商业化及成本节约潜力增强，我们对其的看法更加乐观。相应地，我们将 2015/16 年盈利预估上调 10%/11%，目标价调升至 3.8 港元。

2014 年业绩符合预期： 中软国际 2014 年营收/净利润分别同比增长 38%/35%。强劲的营收和净利润数据主要得益于 1) IT 服务业务稳定增长；及 2) 中软国际与中国移动 (941 HK；持有-超越同业) 合作的新业务贡献业绩。中软国际 2014 年业绩符合本中心预期。

解放平台的商业化及成本节约潜力增强： 管理层表示解放平台目前拥有 2.7 万注册用户和 200 家外部公司。公司预计未来将有 100 家公司 (目前为 40 家) 在解放平台上发布项目合约。公司现计划通过在平台上发布合约的公司收取 10% 的佣金，实现平台商业化。鉴于解放平台在中国 IT 外包市场享有先发优势，我们预计未来 1-2 年该平台将贡献公司总营收的 5-10%。另外，我们预计未来 1-2 年，解放平台的众包模式产生的节约成本效应 (使中软国际能够减少员工数) 将进一步压缩公司研发/管理成本。

IT 服务业务稳步增长： 我们也看好中软国际 IT 服务业务的稳健增长，主要得益于深化与华为 (公司最大的客户) 的合作以及成为中国移动通信服务的重要合作伙伴。公司管理层透露公司可能通过并购，进一步扩张海外市场。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

财务数据与估值

我们调整中软国际的盈利预估，以反映 1) 外包业务营收增速提高；2) 新业务机遇；及 3) 解放平台盈利能力增强。我们将 2015/16 年营收预估分别上调 8%/7% 至人民币 56 亿元/65 亿元，净利润预估上调 10%/11% 至人民币 2.81 亿元/3.16 亿元。

我们相应调整该股估值，以反映调高后的盈利预估和该板块整体估值上扬。我们采用权重相同的现金流折现估值和 2015 年预期市盈率估值计算目标价。我们将现金流折现估值目标价上调 15% 至 3.8 港元，以反映本中心盈利预估上调。考虑到 1) 近期 TMT 板块估值抬高；及 2) 我们对公司解放平台的盈利假设上调，我们将 2015 年目标市盈率调高 10% 至 20 倍（前次为 18 倍）。因此，我们将目标价上调 15% 至 3.8 港元，隐含 20% 的上涨空间。

主要下行风险: 同业竞争、主要客户流失、IT 服务行业前景转弱、解放平台经营失败、政治风险。

图 1：中软国际盈利预估和估值调整

人民币百万	调整前		调整后		差异	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
总营收	5,171	6,069	5,587	6,480	8%	7%
毛利润	1,604	1,873	1,723	1,985	7%	6%
净利润	255	286	281	316	10%	11%
现金流折现目标价（港元）	3.3		3.8		15%	
市盈率目标价（港元）	3.3		3.8		15%	
目标价（港元）	3.3		3.8		15%	

资料来源：公司资料，元大

图 2:12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 3:12 个月预期市净率区间



资料来源: 公司资料, 元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	775	941	811	1,499	1,776
存货	24	20	32	35	40
应收帐款及票据	1,039	1,147	1,316	1,698	1,970
其他流动资产	577	1,068	1,435	1,924	2,453
流动资产	2,415	3,175	3,594	5,156	6,239
长期投资	184	306	369	286	320
固定资产	476	588	700	813	931
什项资产	366	604	681	365	367
其他资产	1,027	1,498	1,751	1,464	1,619
资产总额	3,442	4,673	5,344	6,620	7,858
应付帐款及票据	111	217	212	320	371
短期借款	309	471	1,240	471	471
什项负债	924	782	877	1,304	1,508
流动负债	1,343	1,471	2,329	2,096	2,350
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	37	761	314	1,424	1,957
长期负债	37	761	314	1,424	1,957
负债总额	1,380	2,232	2,643	3,520	4,308
股本	82	87	88	88	88
资本公积	1,846	2,181	2,409	2,731	3,094
保留盈余	0	0	0	0	0
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	1,928	2,268	2,497	2,819	3,182

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	133	148	200	281	316
折旧及摊提	(90)	(102)	(141)	(192)	(222)
本期营运资金变动	(606)	(1,235)	(1,693)	(2,033)	(2,584)
其他营业资产	484	1,128	1,709	2,213	2,651
营运活动之现金流量	(78)	(61)	75	269	160
资本支出	(92)	(140)	(177)	(223)	(259)
本期长期投资变动	26	(83)	0	0	0
其他资产变动	(63)	(239)	5	6	7
投资活动之现金流量	(129)	(463)	(172)	(218)	(252)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	194	741	323	335	398
其他调整数	16	(44)	(25)	(28)	(30)
融资活动之现金流量	210	698	298	307	368
本期产生现金流量	2	166	200	359	276
自由现金流量	(583)	(1,217)	(1,653)	(1,998)	(2,533)

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	2,768	3,206	4,429	5,587	6,480
销货成本	(1,853)	(2,201)	(3,080)	(3,864)	(4,495)
营业毛利	915	1,005	1,349	1,723	1,985
营业费用	(673)	(740)	(949)	(1,210)	(1,381)
营业利润	243	265	400	513	604
利息收入	3	2	3	3	4
利息费用	(31)	(49)	(83)	(94)	(116)
利息收入净额	(28)	(47)	(80)	(91)	(112)
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	(27)	(13)	(23)	(1)	(17)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	188	205	297	421	475
所得税费用	(38)	(5)	(42)	(63)	(71)
税后净利润	133	148	200	281	316
税前息前折旧摊销前净利	153	163	260	321	382
每股收益 (RMB)	0.08	0.08	0.11	0.15	0.17
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.08	0.08	0.11	0.15	0.17

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	23.4	15.8	38.2	26.1	16.0
营业利润	7.7	9.3	50.9	28.0	17.8
税前息前折旧摊销前净	10.3	6.4	59.2	23.6	19.0
税后净利润	20.4	11.4	34.9	40.2	12.8
每股收益	(2.52)	4.79	28.05	40.23	12.80
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	33.1	31.4	30.5	30.8	30.6
营业利润率	8.8	8.3	9.0	9.2	9.3
税前息前 折旧摊销前净利率	5.5	5.1	5.9	5.7	5.9
税后净利润率	4.8	4.6	4.5	5.0	4.9
资产报酬率	4.7	4.9	5.1	6.0	5.6
净资产收益率	6.9	6.6	7.8	9.7	9.5
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	15.0	19.3	45.9	15.2	13.3
净现金(负债)权益比 (%)	(19.4)	(44.7)	(8.2)	2.4	(6.0)
利息保障倍数 (倍)	7.0	5.2	4.6	5.5	5.1
利息及短期债	0.6	0.5	0.3	0.9	1.0
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	0.9	2.9	1.4
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	N.A.	N.A.	0.1	0.5	0.3
流动比率 (倍)	1.8	2.2	1.5	2.5	2.7
速动比率 (倍)	1.8	2.1	1.5	2.4	2.6
净负债 (百万元)	(466)	(469)	429	(1,028)	(1,305)
评价指标 (倍)					
市盈率	31.7	30.2	23.6	16.8	14.9
股价自由现金流量比	(7.2)	(3.7)	(2.9)	(2.4)	(1.9)
市净率	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
股价税前息前折旧摊销 前净利比	27.5	27.5	18.2	14.7	12.4
股价营收比	1.5	1.4	1.1	0.8	0.7

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

中软国际 (354 HK) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/09/22	2.75	3.50	3.50	买入	王佳卉
2	2014/11/13	2.71	3.30	3.30	买入	王佳卉
3	2015/04/01	3.14	3.80	3.80	买入	王佳卉

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计：	413	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼