

资产整合再掀波澜，借壳上市助力扩张

海外公司简报

◆公司拟分拆 TPG 业务，借壳博通于 A 股上市

公司 8 月 2 日宣布，与博通股份 (600455.SH) 订立协议，拟向博通出售 TPG 业务 (上海华腾及中软国际科技服务全部股权)，通过换股和资产重组的方式注入博通，作价为人民币 63.31 亿元，按照公司 TPG 业绩指引，对应 2016 年 15.8x 的 PE。交易完成后，上海华腾及中软国际科技服务将成为博通的直接全资子公司，而中软将成为博通的控股股东，持有经扩大后缴足股本的约 72.18%。

◆借力资本夯实公司业务，助力产能扩张

中软 TPG 业务聚焦大客户，例如金融机构、电信运营商及华为、腾讯等大型跨国公司，受益于众多大客户自身增长和 IT 服务需求的增长，该业务运营稳健，2015 年净利润 1.75 亿元。公司承诺，TPG 业务 2016-2018 年净利润不低于 4 亿元、5.6 亿元和 7.56 亿元，按此承诺计算该业务分别同比增长 128%、40% 和 35%，增速颇为可观。

博通主要业务为提供咨询科技产品及服务，及通过西安交通大学提供高等教育课程。与公司 TPG 业务相辅相成，协同效益显著。两者的结合带来的规模优势将会进一步增强业务生产效率和行业竞争力水平，对员工做股权激励，同时也在内地提供了一个独立的融资平台，并有机会通过内地资本市场的合并及收购机会加快 TPG 业务的增长。

◆短期估值亟待修复，长期业绩驱动价值成长

如果此次交易落地，优质资产 TPG 业务将会更好的被资本市场评估，相类似业务在 A 股的估值为至少 40x 的 PE (2016E)，相比中软目前在港股 16x 的 PE 有很大的估值修复空间。而中软国际通过其全资附属公司中软国际 (中国) 间接持有博通的股权，港股股东也可间接受益。同时伴随深港通的即将开通，相信中软以其稳健业绩，低估值会成为南向资金重点青睐标的。

◆维持“买入”评级

综合公司与华为合作的不断紧密，JF 平台变现能力逐步提升，我们对公司未来业绩保持乐观，维持买入评级，目标价 3.9 元人民币 (约合 4.56 港元)，对应 2016 年 22.6x 的 PE。

◆风险提示：借壳交易失败；TPG 业绩不达预期。

指标 (单位: 人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	4,429	5,129	6,314	7,643	9,171
营业收入增长率 (%)	38.2	15.8	23.1	21.0	20.0
归属普通股股东净利润 (百万元)	200	280	372	484	595
净利润增长率 (%)	34.9	40.0	33.0	30.0	22.8
EPS (元)	0.11	0.14	0.17	0.22	0.28
P/E	26.2	20.0	16.3	12.5	10.2
P/B	2.1	1.7	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注：鉴于借壳上市需要监管部门批准，目前还未落地，因此当前盈利预测没有考虑并表博通股份。

买入 (维持)

当前价/目标价：3.29/4.56 港元

目标期限：6 个月

分析师

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)

021-22169323

qinbo@ebsecn.com

联系人

付天姿 CFA, FRM

021-22167333

futz@ebsecn.com

市场数据

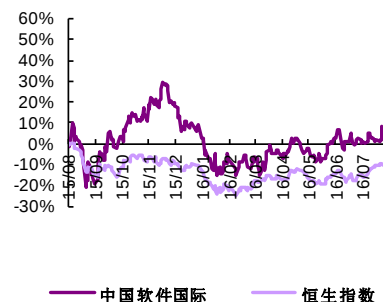
总股本(亿股)：21.59

总市值(亿港元)：71.04

一年最低/最高(港元)：2.28/3.87

近 3 月换手率：51.7%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.4	16.8	21.7
绝对	9.7	2.8	10.8

相关研报

中国 IT 服务业龙头，带领 ITS 生产力全面解放 2015-07-21
 解放平台为公司成就 IT 服务蓝海市场 2015-08-07
 业绩超预期，与华为合作如虎添翼 2015-08-20
 华为战略入股落地，优势资源整合为公司加足马力 2015-10-27
 优质客户加码混合动力，开放生态助力弯道超车 2016-03-23

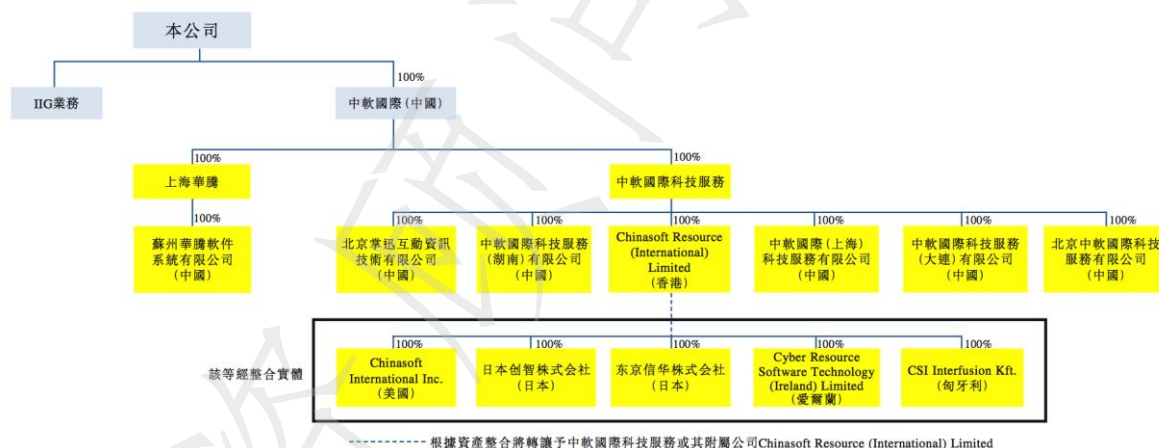
1、公司拟分拆 TPG 业务，借壳博通于 A 股上市

中软国际于 8 月 2 日与博通订立发行股份购买资产协议，公司将向博通股份出售上海华腾及中软国际科技服务两大 TPG 经营主体的 100% 股权。交易对价为 63.31 亿元人民币，将由博通以向中软国际发行股份的方式支付。每股发行价为 39.07 元人民币，较定价日前 120 个交易日成交量加权平均价折让低于 10%。博通总股本预计将由 6246 万股大幅增至 22450 万股，其中中软国际（中国）持股数量为 16204 万股。

公司已向博通承诺，出售实体（TPG 业务）的未来三年净利润将分别达 4 亿、5.6 亿及 7.56 亿元人民币，对应市盈率分别为 15.8x、11.3x 及 8.37x。若低于承诺净利润，博通可以每股 1 元人民币的代价购回赔偿股份。

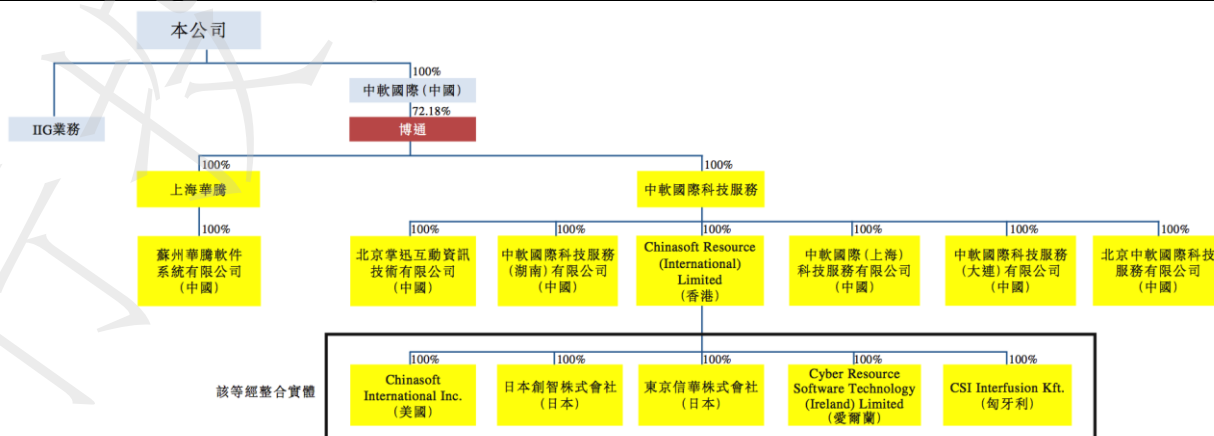
交易完成后，中软国际将以 72.18% 的股权绝对控股博通，而博通将成为中软非全资附属公司，连同其现有业务专注于 TPG 业务。

图 1：中软已完成内部重组以备 TPG 业务分拆



资料来源：公司资料

图 2：交易完成后中软集团的架构简化图



资料来源：公司资料

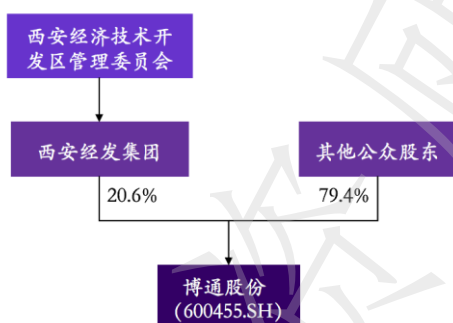
2、借力资本夯实公司业务，助力产能扩张

中软 TPG 业务聚焦于大客户大行业，深耕金融、电信、互联网、交通、能源等重点行业，持续开拓全球市场，为客户提供全链条、高质量、高效率、高安全性、兼具综合优势及行业特色的技术服务。TPG 业务对流程及质量高度敏感，对供应商要求高，中软目前已为华为、腾讯、微软、汇丰银行等大型跨国公司提供服务，足见公司雄厚的技术实力。

受益于众多大客户自身增长及 IT 服务需求日益旺盛，该业务运营稳健，2015 年净利润 1.75 亿元。按公司承诺净利润计算，未来三年将同比增长 128%、40% 和 35%，增速颇为可观。

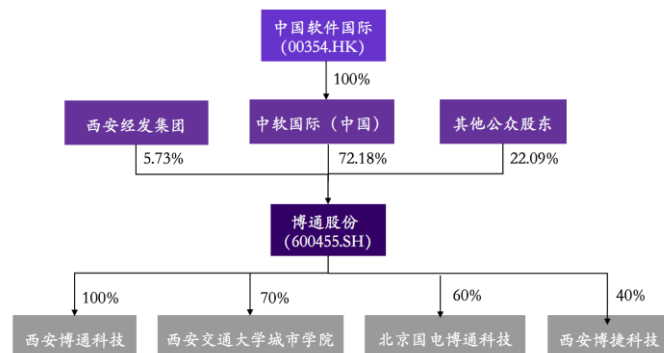
博通下属有三个控股子公司及一个联营公司，其中公司本部与博通科技的主营业务为以国土资源为核心的电子政务，辅有煤炭企业信息化及系统集成，客户涵盖国家各级国土资源行政管理部门及国有大中型煤炭。公司在国内众多国土资源化提供商中位列前五，在煤炭企业信息化行业亦排名前列，颇具竞争力。而城市学院则主攻民办高等教育，依托于西安交通大学百年名校的雄厚的师资力量、规范严格的教学管理优势，不断提升教学质量，社会声誉及影响力持续提升。

图 3：博通原有股权机构



资料来源：公司资料

图 4：交易完成后博通的股权机构



资料来源：公司资料

博通与中软 TPG 业务相辅相成，协同效益显著，合并后将实现产业链上的整合及区域上的带动，经营风险大幅减少，双方业绩增长乐观可期。基于地域、人力资源、政府支持、融资需求及业务发展的考量，入主博通不失为颇为正确的战略性选择。

- **从地域上看**，中软早早便在西安战略布局，于 2012 年在西安高新区建立的基地已吸引 8000 余人入驻，通过博通的区域业务网络将迅速促进中软 TPG 业务的本地化发展。
- **从人力资源上看**，博通下属的西安交通大学城市学院将为公司提供源源不断的技术人才，充足的人才供给为公司全球化拓展提供必要的保障。而中软高新基地的建设也将为城市学院提供丰富的教学实践及就业机会。

- **从政府支持上看**，博通作为陕西国资企业也将促进公司与当地政府关系升华。中软目前已跻身西安百强企业，未来将以龙头企业的身份推动西安乃至整个陕西省的人力及产业结构升级。
- **从融资需求上看**，借博通登陆 A 股市场后，公司可更好地借助资本市场力量加速全球化扩张，享受规模经济优势，提升自身竞争力迎战海外龙头企业。
- **从业务发展上看**，IIG 及 TPG 两大业务的分拆将使得管理团队更加专注于各自的核心业务，从而提升各自管理层决策效率及市场应变能力。

3、短期估值亟待修复，长期业绩驱动价值成长

中软管理层并未直接持股博通，难以直接享受博通 A 股股价上升福利，可见公司入主博通并非为谋取个人私利，而是为公司业务发展做长远布局。倘若此次交易落地，优质资产 TPG 业务将会更好地被资本市场评估，相似业务在 A 股的估值为至少 40x 的 PE (2016E)，相比中软目前在港股 16x 的 PE 有相当大的估值修复空间，支撑股价进入上升轨道。而中软国际通过其全资附属公司中软国际（中国）间接持有博通的股权，港股股东也可间接受益。

近年来公司业绩增长稳健，较 A 股 IT 板块估值折价明显，且当前市值仅为 71 亿港币，中软国际作为恒生中小型科技股，入选深港通标的成大概率事件。深港通一旦开通之后，我们预计公司将会成为南向资金重点青睐标的。

4、维持“买入”评级

综合公司与华为合作的不断紧密，JF 平台变现能力逐步提升，我们对公司未来业绩保持乐观，维持买入评级，目标价 3.9 元人民币（约合 4.56 港元），对应 2016 年 22.6x 的 PE。

5、风险提示

借壳交易失败；TPG 业绩不达预期。

表 1: 损益表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	4,429	5,129	6,314	7,643	9,171
技术与专业服务 (TPG)	3,238	3,781	4,764	5,859	7,031
互联网 IT 服务 (IIG)	1,191	1,348	1,551	1,783	2,140
营业成本	(3,080)	(3,606)	(4,432)	(5,352)	(6,423)
毛利	1,349	1,523	1,882	2,290	2,748
其它收入	7	51	(46)	(44)	(34)
营业开支	(976)	(1,063)	(1,292)	(1,532)	(1,836)
营业利润	380	511	544	715	879
财务成本净额	(84)	(93)	(108)	(145)	(177)
应占利润及亏损	1	2	15	17	19
税前利润	297	420	452	587	721
所得税开支	(42)	(87)	(68)	(88)	(108)
税后经营利润	255	333	384	499	613
少数股东权益	(55)	(53)	(12)	(15)	(18)
净利润	200	280	372	484	595
息税折旧前利润	493	539	707	913	1,115
息税前利润	352	397	529	702	868
每股收益 (元)	0.11	0.14	0.17	0.22	0.28
每股股息 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	5,344	6,348	7,411	8,589	9,902
流动资产	3,594	4,346	5,306	6,422	7,707
现金及短期投资	834	1,311	1,613	1,953	2,343
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	1,411	1,567	1,932	2,339	2,806
存货	32	30	44	54	64
其它流动资产	1,317	1,439	1,716	2,078	2,493
非流动资产	1,751	2,002	2,105	2,167	2,195
长期投资	10	79	86	95	104
固定资产净额	336	538	615	676	707
其他非流动资产	1,405	1,386	1,403	1,396	1,383
总负债	2,643	2,862	3,541	4,220	4,920
流动负债	2,329	2,539	3,137	3,736	4,354
应付账款	229	122	150	181	218
短期借贷	1,240	1,297	2,021	2,565	3,092
其它流动负债	860	1,120	966	989	1,044
长期负债	314	323	404	485	566
长期债务	256	263	344	425	506
其它	58	60	59	59	59
股东权益合计	2,701	3,486	3,870	4,369	4,982
股东权益	2,497	3,247	3,620	4,104	4,698
少数股东权益	204	239	251	266	284
负债及股东权益总额	5,344	6,348	7,411	8,589	9,902
净现金/(负债)	(720)	(309)	(811)	(1,097)	(1,315)

营运资本	1,214	1,474	1,826	2,211	2,653
长期可运用资本	3,015	3,809	4,274	4,854	5,548
股东及少数股东权益	2,701	3,486	3,870	4,369	4,982
净负债率(%)	29	10	22	27	28

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	75	75	(61)	103	204
净利润	200	280	372	484	595
折旧与摊销	141	143	177	211	247
营运资本变动	(426)	(434)	(352)	(384)	(442)
其它	160	86	(258)	(208)	(195)
投资活动现金流	(438)	(438)	(334)	(244)	(245)
资本性支出净额	(215)	(215)	(266)	(266)	(266)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	19	(69)	(8)	(9)	(10)
其它资产变化	(242)	(154)	(60)	30	30
自由现金流	(508)	(99)	(556)	(426)	(384)
融资活动现金流	236	236	697	480	432
股本变动	0	0	0	0	0
净债务变化	317	65	805	625	608
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	(82)	171	(108)	(145)	(177)
净现金流	(128)	(128)	303	339	391

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证,本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

秦波,清华大学学士/韩国浦项科技大学硕士。拥有7年卖方/买方工作经验,2010/2011年新财富最佳分析师钢铁行业第2/3名,2010/2011/2014金牛最佳分析师第2/3/4名。2008-2012年就职于国信证券,2012-2014年就职于建信基金,2014年5月后就职于光大证券,海外研究部负责人。对周期性行业理解深刻,熟悉领域包括:TMT/金属/矿产/新材料等多个行业。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因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,致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性,估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	吕程	021-22169152	18500502917/18616981623	lvch@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com
	张玮琦	-	18500177850	zhangwq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	牟俊宇	-	13606938932	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
国际业务	戚德文	021-22169152	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com