

中軟國際(354HK, HK\$3.54, 未評級) - 雙輪驅動，彎道超車

- ❖ **雙輪驅動，中期業績靚麗。**公司業務劃分為技術與專業服務集團（TPG）和互聯網 IT 服務集團（IIG）。TPG 主要為大客戶、大行業提供技術和專業服務；IIG 以“解放號”（JointForce）為核心，並針對政府、製造等典型的長尾市場以互聯網組織方式構建核心競爭力。1H16 公司業績靚麗：1）收入穩健增長 21%，達 28.8 億人民幣；TPG 及 IIG 中期收入佔比分別為 79% 和 21%。2）盈利能力持續改善：歸屬股東淨利潤為 2.4 億元，同比激增 69%；基本每股盈利 0.11 元，同比增長 53%。
- ❖ **加碼華為渠道合作，長期增長可期。**1H16 來自前十大客戶的服務性收入佔比為 68%，而公司最大的客戶華為在 2016 年初完成 3.95% 的戰略入股後，收入貢獻不斷攀升（2015 年收入貢獻 38%）。我們認為，與華為的深化合作將帶來如下紅利：1）外包份額擴大至 50% 後公司議價能力的提升、發包形式向以包幹計件的轉變，進而益於公司項目毛利提升和經營現金流的持續改善。2）ITS 國際化的紅利：雙方合作業務已覆蓋超過 27 個國家，華為雲計算和大資料解決方案於全球的推廣將有助於公司更加自主的尋找國際化商業機會。而在當前經濟不景氣、IT 服務採購需求短期提升空間有限的環境下，華為這一高確定的增量收入將為公司長期穩健增長提供有力支撐。
- ❖ **藍籌客戶多領域多市場深耕細作。**公司與藍籌客戶如滙豐(5 HK)、騰訊(700 HK)、阿里巴巴(BABA US)、甜橙金融的合作逐漸深化：1）2016 年年初公司成為滙豐全球在中國地區唯一指定戰略合作夥伴，而在滙豐業務上也實現了端到端的開發流程全覆蓋，打造了多個金牌敏捷支付團隊；2）1H16 公司在甜橙金融業務 IT 供應商中排名第一，市場佔有率 40% 以上；3）與騰訊雲達成戰略合作，獨家承接 IEG 心悅俱樂部客服業務；4）相繼中標阿里集團旗下高德地圖、優酷土豆、UC、恒生電子。藍籌客戶的收入貢獻料將逐漸擴大，合作深化進程中也將助於擴大公司市場份額並實現技術的沉澱和優化。
- ❖ **“解放號”嘗試多元化貨幣模式，開放線上生態圈。**公司線上業務以“解放號”為核心，初步形成了“IT 眾包服務+雲服務+SAAS 服務+商業服務”的 IT 服務生態圈。截止至 1H16，解放號累積有十萬多個接包的工程師、800 多個團隊、2000 千多個接包企業及 8000 多家發包企業用戶，需求發佈金額上半年累計 3 億元。雖然目前解放號收入貢獻較低，但隨著“解放號”貨幣化路徑的多元化（線上教育、線上招聘、線上廣告等平臺的拓展及供應鏈金融、創投的孵化），公司線上業務的收入來源將逐漸豐富；而其如若在服務種類、交易量或其收入等任一層面的突破，將觸發該項業務的重新估值。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (百萬元人民幣)	3,206	4,429	5,129
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	149	180	194
經調整後每股盈利 (人民幣)	0.08	0.11	0.14
每股盈利變動 (%)	6.5	37.5	27.3
市盈率(x)	38.4	27.9	22.0
市帳率(x)	2.3	2.3	1.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	7.07	8.40	9.75
淨資產負債率 (%)	48.8	57.3	47.3

來源：公司及招銀國際研究

中軟國際(354 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$3.54
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	7,830
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	64.30
52 周高/低 (港幣)	3.97/2.45
發行股數 (百萬)	2,211.9
主要股東	Yunhong Chen (11.5%) UBS (4.9%) Microsoft Corp (4.4%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.0%	-2.6%
3 月	17.5%	10.3%
6 月	17.9%	8.2%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。