

中国软件及 IT 服务

中国云产业链格局正在发生变化

中国云产业链的格局正在发生变化，非互联网类的云服务提供商逐渐抢占阿里云/腾讯云的市场份额。华为中国 IaaS + PaaS 的市占率在 2021 年第一季度上升 2.4 个百分点至 10.9%，我们预计中国电信亦将于 A 股发行上市后加大云支出（未来三年相关投入将达到 597 亿元人民币）。在云供应链企业中，我们更偏好中软（华为云最主要的云合作伙伴），相比金山云/万国数据。

- **华为加速云转型，中国电信 A 股上市后将加大云支出。**在硬件业务受到美国禁令影响后，华为战略性地转向发展软件和云服务。公司的目标是在三年内成为亚太地区前三大云服务提供商，根据 IDC 的数据，华为在中国 IaaS + PaaS 的市场份额达到 10.9%（同比增长 2.4 个百分点）。与此同时，我们预计中国电信未来三年在云的资本支出/研发上投放至少 597 亿元人民币。公司最近通过 A 股上市，将筹集高达 540 亿元人民币。
- **在监管收紧的情况下，互联网公司或会放缓资本支出。**政府加强对互联网行业的监管，我们担心互联网云服务提供商在短期内将放慢互联网数据中心的资本支出或延迟迁入计划。阿里云今年第二季度的云收入增速放缓，同比增长 +29%（今年第一季度同比增长+37%）。根据 IDC 的数据，阿里云/腾讯云在今年第一季度于中国 IaaS+PaaS 的市场份额分别减少 2.5 / 0.7 个百分点，我们相信这与整个互联网行业受到打击有关。
- **北京发布加强数据中心节能审查的规定。**7 月 22 日，北京对数据中心的建设提出了节能环保的新要求。这包括 1) 将新建数据中心的 PUE 值严格控制在 1.3 以下（2018 年政策为 1.4），如果不能满足 PUE 要求，将被征收差别电价电费；以及 2) 建立能耗监控系统。北京是国内第一个城市对数据中心推出如此详细和严紧的规定，我们担心其他城市也会推出类似政策。从长远来看，这或会导致毛利率下降（30% 的销售成本来自公用事业）和规模发展放缓（获得土地和能源审批的难度增加）。
- **偏好客户面对较小监管风险的云服务提供商。**我们将中软 21-22 财年净利润上调 2-13%，原因是与新兴云业务相关的收入增加（20-23 财年新业务复合年增长率为 39%，传统 IT 服务复合年增长率为 15%）。维持买入评级，上调 22 财年预测市盈率至 30 倍（与印度 IT 服务行业平均水平一致），目标价调高至 18.45 港元。我们维持对万国数据的预测，但下调 22 财年预测 EV/EBITDA 的目标倍数至 25 倍（此前为 30 倍），并将目标价下调至 81.20 美元/78.63 港元，以反映客户云投资/迁入数据中心计划的不确定性增加。

估值表

公司名称	股份代码	评级 (当地货币)	股价	目标价	市销率	市盈率	股本回报率	收入复合增长率
			(当地货币)	(当地货币)	FY21E	FY21E	FY21E	FY20-23E
中软国际	354 HK	买入	15.36	18.45	2.0	33.2	13%	22%
金山云	KC US	买入	29.56	43.85	3.9	N/A	N/A	42%
万国数据	GDS US	买入	58.85	81.20	10.6	N/A	N/A	33%
万国数据	9698 HK	买入	58.10	78.63	10.8	N/A	N/A	33%

资料来源: 彭博, 公司及招银国际证券预测

优于大市 (维持)

中国软件及 IT 服务行业

颜宇翔

(852) 3916 3719

marleyngan@cmbi.com.hk

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。