

中國軟件及 IT 服務

中國雲產業鏈格局正在發生變化

中國雲產業鏈的格局正在發生變化，非互聯網類的雲服務提供商逐漸搶佔阿裏雲/騰訊雲的市場份額。華為中國 IaaS + PaaS 的市佔率在 2021 年第一季度上升 2.4 個百分點至 10.9%，我們預計中國電信亦將於 A 股發行上市後加大雲支出（未來三年相關投入將達到 597 億元人民幣）。在雲供應鏈企業中，我們更偏好中軟（華為雲最主要的雲合作夥伴），相比金山雲/萬國數據。

- **華為加速雲轉型，中國電信 A 股上市後將加大雲支出。**在硬件業務受到美國禁令影響後，華為戰略性地轉向發展軟件和雲服務。公司的目標是在三年內成為亞太地區前三大雲服務提供商，根據 IDC 的數據，華為在中國 IaaS + PaaS 的市場份額達到 10.9%（同比增長 2.4 個百分點）。與此同時，我們預計中國電信未來三年在雲的資本支出/研發上投放至少 597 億元人民幣。公司最近通過 A 股上市，將籌集高達 540 億元人民幣。
- **在監管收緊的情況下，互聯網公司或會放緩資本支出。**政府加強對互聯網行業的監管，我們擔心互聯網雲服務提供商在短期內將放慢互聯網數據中心的資本支出或延遲遷入計劃。阿裏雲今年第二季度的雲收入增速放緩，同比增長 +29%（今年第一季度同比增長+37%）。根據 IDC 的數據，阿裏雲/騰訊雲在今年第一季度於中國 IaaS+PaaS 的市場份額分別減少 2.5 / 0.7 個百分點，我們相信這與整個互聯網行業受到打擊有關。
- **北京發布加強數據中心節能審查的規定。**7 月 22 日，北京對數據中心的建設提出了節能環保的新要求。這包括 1) 將新建數據中心的 PUE 值嚴格控制在 1.3 以下（2018 年政策為 1.4），如果不能滿足 PUE 要求，將被徵收差別電價電費；以及 2) 建立能耗監控系統。北京是國內第一個城市對數據中心推出如此詳細和嚴緊的規定，我們擔心其他城市也會推出類似政策。從長遠來看，這或會導致毛利率下降（30% 的銷售成本來自公用事業）和規模發展放緩（獲得土地和能源審批的難度增加）。
- **偏好客戶面對較小監管風險的雲服務提供商。**我們將中軟 21-22 財年淨利潤上調 2-13%，原因是與新興雲業務相關的收入增加（20-23 財年新興業務複合年增長率為 39%，傳統 IT 服務複合年增長率為 15%）。維持買入評級，上調 22 財年預測市盈率至 30 倍（與印度 IT 服務行業平均水平一致），目標價調高至 18.45 港元。我們維持對萬國數據的預測，但下調 22 財年預測 EV/EBITDA 的目標倍數至 25 倍（此前為 30 倍），並將目標價下調至 81.20 美元/78.63 港元，以反映客戶雲投資/遷入數據中心計劃的不確定性增加。

估值表

| 公司名稱 | 股份代碼 | 評級 (當地貨幣) | 股價 | 目標價 | 市銷率 | 市盈率 | 股本 | 收入 |
|------|---------|-----------|--------|--------|------|------|-------|-------|
| | | | (當地貨幣) | (當地貨幣) | | | FY21E | FY21E |
| 中軟國際 | 354 HK | 買入 | 15.36 | 18.45 | 2.0 | 33.2 | 13% | 22% |
| 金山雲 | KC US | 買入 | 29.56 | 43.85 | 3.9 | N/A | N/A | 42% |
| 萬國數據 | GDS US | 買入 | 58.85 | 81.20 | 10.6 | N/A | N/A | 33% |
| 萬國數據 | 9698 HK | 買入 | 58.10 | 78.63 | 10.8 | N/A | N/A | 33% |

資料來源：彭博，公司及招銀國際證券預測

優於大市（維持）

中國軟件及 IT 服務行業

顏宇翹

(852) 3916 3719

marleyngan@cmbi.com.hk

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

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。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

| | |
|-----|------------------------------|
| 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 | : 招銀國際證券并未給予投資評級 |

招銀國際證券行業投資評級

| | |
|------|--------------------------|
| 優於大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標 |
| 同步大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若 |
| 落後大市 | : 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標 |

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。