

### 中國擎天軟件 (1297 HK, HK\$3.15, 目標價HK\$3.69, 買入) - 江蘇省領先的政府和企業管理軟件供應商

- ❖ **江蘇省獨家出口退稅軟件供應商。**中國擎天軟件(擎天)自1998年以來一直為中國行政和企業應用軟件的領先供應商。公司目前為江蘇省唯一的出口退稅電子申報軟件供應商。其產品可以直接連接到江蘇省稅務局的稅收管理系統。因此，它占了江蘇省出口退稅電子申報軟件產業的全部市場。出口退稅軟件分部營收在14年上半年同比增長42.9%，至人民幣0.42億元，主要來自於推出新的自我風險評估稅務管理產品，我們預計14財年出口退稅軟件部門營收同比將增長43.3%至人民幣0.97億元。此外，擎天軟件的出口稅收管理培訓課程在出口企業界持續受到關注，培訓收入由13年上半年約人民幣700萬元上升至14年上半年超過人民幣1000萬元。
- ❖ **推出新的電子政務雲平臺。**擎天軟件也在擴張其電子政務解決方案的業務，推出各級地區政府的服務行業雲平臺。以及公共安全雲平臺，以幫助政府加強社會管理。我們預計電子政務部門營收在14財年將同比增長35.7%，至人民幣1.66億元。
- ❖ **碳管理解決方案前景亮麗。**碳管理解決方案分部營收在14年上半年同比增長39.4%至人民幣0.11億元，增長來自於為高耗能行業推出碳排放報告平臺。此外，擎天軟件與一間國有企業-中國節能環保諮詢(中節能)簽訂了為期兩年的合作協議，共同發展低碳信息平臺、能源管理平臺和碳審計系統。我們預計，碳管理解決方案仍然是公司主要的增長動力，並預計14財年分部收入將大升62.1%至人民幣0.56億元。
- ❖ **我們預測2014和15財年每股盈利分別達人民幣0.132元及0.167元。**香港上市的IT服務供應商平均交易在21.6倍15財年市盈率。鑒於擎天的品牌知名度相對較低及上市時間較短，我們認為估值應比同業的平均市盈率有20%的折讓。因此，我們以17.2倍15財年市盈率為公司估值。我們將目標價從港幣3.30元升至3.69元，股價有17.1%的上升潛力。我們維持「買入」評級。

#### 中國擎天軟件 (1297 HK)

評級	買入
收市價	3.15 港元
目標價	3.69 港元
市值(港幣百萬)	3,252
過去3月平均交易(港幣百萬)	6.21
52周高/低(港幣)	4.00/1.38
發行股數(百萬股)	1,032.3
主要股東	辛穎梅 (48.6%)

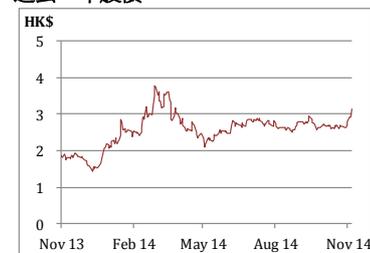
來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1月	9.4%	6.1%
3月	10.6%	15.6%
6月	24.3%	16.7%

來源: 彭博

#### 過去一年股價



來源: 彭博

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(人民幣百萬元)	227	281	369	435	479
淨利潤(人民幣百萬元)	76	101	137	172	196
每股收益(人民幣)	0.102	0.114	0.132	0.167	0.190
每股收益變動(%)	29.7	12.4	15.8	26.2	14.0
市盈率(x)	24.2	21.5	18.6	14.7	12.9
市帳率(x)	7.9	3.5	3.5	3.0	2.6
股息率(%)	0.0	1.7	1.6	2.0	2.3
權益收益率(%)	32.7	16.2	19.0	20.6	20.1
淨財務杠杆率(%)	12.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

**利润表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>227</b>	<b>281</b>	<b>369</b>	<b>435</b>	<b>479</b>
出口退税软件	39	68	97	117	134
电子政务解决方案	119	122	166	186	205
碳管理解决方案	13	34	56	88	101
系统集成解决方案	56	56	50	44	39
<b>销售成本</b>	<b>(76)</b>	<b>(101)</b>	<b>(119)</b>	<b>(126)</b>	<b>(133)</b>
<b>毛利</b>	<b>151</b>	<b>180</b>	<b>250</b>	<b>309</b>	<b>347</b>
增值税退税	8	16	16	20	20
分销及销售开支	(15)	(19)	(25)	(30)	(33)
行政及一般开支	(21)	(29)	(42)	(47)	(52)
研发开支	(21)	(28)	(39)	(49)	(51)
其他营运收入/开支	(10)	(13)	(5)	(6)	(7)
<b>息税前收益</b>	<b>93</b>	<b>107</b>	<b>154</b>	<b>196</b>	<b>224</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>134</b>	<b>152</b>	<b>239</b>	<b>301</b>	<b>346</b>
利息收入	2	4	5	6	6
融资成本	(3)	(2)	0	(0)	(1)
其他非营运收入/费用	1	3	1	1	1
<b>税前利润</b>	<b>94</b>	<b>112</b>	<b>161</b>	<b>203</b>	<b>231</b>
所得税	(18)	(11)	(24)	(30)	(35)
非控制股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>76</b>	<b>101</b>	<b>137</b>	<b>172</b>	<b>196</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**资产负债表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>98</b>	<b>135</b>	<b>178</b>	<b>196</b>	<b>304</b>
物业、厂房及设备	7	7	30	40	134
无形资产	87	125	145	152	167
递延税项资产	1	0	0	0	0
其他	2	2	3	3	3
<b>流动资产</b>	<b>318</b>	<b>580</b>	<b>656</b>	<b>795</b>	<b>847</b>
现金及现金等价物	53	288	249	320	325
存货	1	1	2	1	1
应收贸易款项	201	221	305	356	391
其他	63	70	100	118	130
<b>流动负债</b>	<b>168</b>	<b>78</b>	<b>97</b>	<b>129</b>	<b>149</b>
借债	82	0	0	20	30
应付贸易账款	26	31	34	35	38
其他	60	48	63	74	81
<b>非流动负债</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>27</b>
借债	0	0	0	0	0
递延税项负债	14	14	18	22	24
其他	0	0	1	2	3
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净资产总值</b>	<b>233</b>	<b>622</b>	<b>717</b>	<b>838</b>	<b>976</b>
<b>股东权益</b>	<b>233</b>	<b>622</b>	<b>717</b>	<b>838</b>	<b>976</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**现金流量表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>97</b>	<b>114</b>	<b>161</b>	<b>203</b>	<b>232</b>
折旧	3	2	6	10	20
摊销	37	43	79	95	101
营运资金变动	(64)	(35)	(96)	(56)	(38)
利息支出	(3)	(2)	0	(0)	(1)
利息收入	2	3	5	6	6
税款支出	(23)	(10)	(20)	(27)	(32)
其他	20	6	0	0	0
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>69</b>	<b>121</b>	<b>135</b>	<b>230</b>	<b>289</b>
资本支出	(1)	(2)	(28)	(20)	(114)
无形资产的成本	(63)	(81)	(100)	(102)	(116)
其他	(13)	(7)	(6)	(6)	(7)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(77)</b>	<b>(90)</b>	<b>(134)</b>	<b>(129)</b>	<b>(236)</b>
股本的变化	0	326	0	0	0
银行贷款变动	13	(82)	1	21	11
股息	0	(20)	(41)	(52)	(59)
其他	0	(18)	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>13</b>	<b>205</b>	<b>(40)</b>	<b>(31)</b>	<b>(48)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>5</b>	<b>237</b>	<b>(38)</b>	<b>71</b>	<b>4</b>
年初现金及现金等价物	48	53	288	249	320
外汇差额	0	(2)	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>53</b>	<b>288</b>	<b>249</b>	<b>320</b>	<b>325</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**主要比率**

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
出口退税软件	17.2	24.1	26.3	26.8	27.9
电子政务解决方案	52.4	43.6	45.0	42.8	42.9
碳管理解决方案	5.9	12.2	15.1	20.2	21.0
系统集成解决方案	24.6	20.0	13.6	10.2	8.2
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	66.6	64.2	67.8	71.0	72.3
息税及折旧摊销前收益率	60.4	56.7	66.6	70.7	73.7
营业利润率	42.6	40.6	43.5	46.6	48.4
净利润率	33.6	35.9	37.0	39.6	41.0
有效税率	18.8	10.2	15.0	15.0	15.0

**增长 (%)**

收入增长	22.6	23.9	31.4	18.0	10.1
毛利增长	39.7	19.4	38.8	23.6	12.2
息税前收益增长	27.9	18.1	40.8	26.4	14.3
净利润增长	29.7	32.4	35.3	26.2	14.0

**资产负债比率**

流动比率 (x)	1.9	7.4	6.8	6.2	5.7
速动比率 (x)	1.9	7.4	6.8	6.1	5.7
应收账款周转天数	323	287	302	298	298
存货周转天数	3	5	5	4	4
应付账款周转天数	124	111	105	102	104
现金周期	203	181	202	200	198
净负债 / 权益比率 (%)	12.6	净现金	净现金	净现金	净现金

**回报率 (%)**

资本回报率	32.7	16.2	19.0	20.6	20.1
资产回报率	18.3	14.1	16.4	17.4	17.1

**每股数据 (人民币)**

每股利润	0.102	0.114	0.132	0.167	0.190
每股账面值	0.311	0.704	0.695	0.812	0.945
每股股息	0.000	0.041	0.040	0.050	0.057

来源：公司资料，招银国际预测

## 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，並可能會受標的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(1)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。