

中软国际(354HK, HK\$3.54, 未评级) - 双轮驱动, 弯道超车

- ❖ **双轮驱动, 中期业绩靓丽。**公司业务划分为技术与专业服务集团 (TPG) 和互联网 IT 服务集团 (IIG)。TPG 主要为大客户、大行业提供技术和专业服务; IIG 以“解放号”(JointForce)为核心, 并针对政府、制造等典型的长尾市场以互联网组织方式构建核心竞争力。1H16 公司业绩靓丽: 1) 收入稳健增长 21%, 达 28.8 亿人民币; TPG 及 IIG 中期收入占比分别为 79% 和 21%。2) 盈利能力持续改善: 归属股东净利润为 2.4 亿元, 同比激增 69%; 基本每股盈利 0.11 元, 同比增长 53%。
- ❖ **加码华为渠道合作, 长期增长可期。**1H16 来自前十大客户的服务性收入占比为 68%, 而公司最大的客户华为在 2016 年初完成 3.95% 的战略入股后, 收入贡献不断攀升 (2015 年收入贡献 38%)。我们认为, 与华为的深化合作将带来如下红利: 1) 外包份额扩大至 50% 后公司议价能力的提升、发包形式向以包干计件的转变, 进而益于公司项目毛利提升和经营现金流的持续改善。2) ITS 国际化的红利: 双方合作业务已覆盖超过 27 个国家, 华为云计算和大数据解决方案于全球的推广将有助于公司更加自主的寻找国际化商业机会。而在当前经济不景气、IT 服务采购需求短期提升空间有限的环境下, 华为这一高确定的增量收入将为公司长期稳健增长提供有力支撑。
- ❖ **蓝筹客户多领域多市场深耕细作。**公司与蓝筹客户如汇丰(005 HK)、腾讯(700 HK)、阿里巴巴(BABA US)、甜橙金融的合作逐渐深化: 1) 2016 年年初公司成为汇丰全球在中国地区唯一指定战略合作伙伴, 而在汇丰业务上也实现了端到端的开发流程全覆盖, 打造了多个金牌敏捷支付团队; 2) 1H16 公司在甜橙金融业务 IT 供货商中排名第一, 市场占有率 40% 以上。3) 与腾讯云达成战略合作, 独家承接 IEG 心悦俱乐部客服业务; 4) 相继中标阿里集团旗下高德地图、优酷土豆、UC、恒生电子。蓝筹客户的收入贡献料将逐渐扩大, 合作深化进程中也必将有助于扩大公司市场份额并实现技术的沉淀和优化。
- ❖ **“解放号”尝试多元化货币模式, 开放线上生态圈。**公司线上业务以“解放号”为核心, 初步形成了“IT 众包服务+云服务+SAAS 服务+商业服务”的 IT 服务生态圈。截止至 1H16, 解放号累积有十万多个接包的工程师、800 多个团队、2000 千多个接包企业及 8000 多家发包企业用户, 需求发布金额上半年累计 3 亿元。虽然目前解放号收入贡献较低, 但随着“解放号”货币化路径的多元化 (在线教育、在线招聘、在线广告等平台的拓展及供应链金融、创投的孵化), 公司线上业务的收入来源将逐渐丰富; 而其如若在服务种类、交易量或其收入等任一层面的突破, 将触发该项业务的重新估值。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额 (百万元人民币)	3,206	4,429	5,129
调整后净利润 (百万元人民币)	149	180	194
经调整后每股盈利 (人民币)	0.08	0.11	0.14
每股盈利变动 (%)	6.5	37.5	27.3
市盈率(x)	38.4	27.9	22.0
市帐率(x)	2.3	2.3	1.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	7.07	8.40	9.75
净资产负债率 (%)	48.8	57.3	47.3

来源: 公司及招银国际研究

中软国际(354 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$3.54
目标价	不适用
市值 (港币百万)	7,830
过去 3 月平均交易 (港币百万)	64.30
52 周高/低 (港币)	3.97/2.45
发行股数 (百万)	2,211.9
主要股东	Yunhong Chen (11.5%) UBS (4.9%) Microsoft Corp (4.4%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-3.0%	-2.6%
3 月	17.5%	10.3%
6 月	17.9%	8.2%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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风险。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、转发及或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)2000 年英国不时修订之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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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。