

Chinasoft (354.HK) 5th Jun 2018

Initial Coverage

Target Price(HKD) 7.34

5th Jun 2018 Overweight

Close Price 6.60

HSI 31086.57

52-Week Range 3.89/7.70

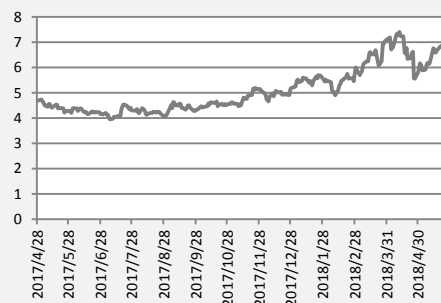
Market Cap (HKDm) 15,915

3-mth ave. T/O (HKDm) 25.85

Auditor Deloitte

Data source: Bloomberg

Performance



Data source: Bloomberg

Performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	12.55	16.30	51.43
Relative to HSI (%)	13.49	24.08	23.87

Data Source: Bloomberg

Research Department Fosun Hani

Wang Hao Ph.D

(852) 2979 6808

George.wang@fosunhani.com

Strong Growth and Consolidated Business Show Good Expectation

Solid and sustainable growth

Chinasoft International has maintained solid growth for a long period of time. The group has achieved significant growth for 15 years with GAGR 33.3% since its listing in Hong Kong in 2003, especially the CAGR of service income has reached 43.2%. According to the guidance from the Chairman in 2017, the group will maintain a 30% annual compound growth in quality in the future.

Stable core customers and efficient coverage to long tail customers by Jointforce platform

The TPG (Technical & Professional Services) group mainly services stable core customers like Huawei and so on. It is mainly from the growth of the business with core customers such as Huawei, HSBC, Tecent, Pingan and so on. At the same time, the growth from cloud computing and big data business also makes great contribution to the performance. The growth of Jointforce platform contributed to the growth of ITS (Internet IT Services) group and it can cover the long tail customers efficiently.

In 2017, the number of active customers was up to 1590 including telecom, banking, finance group, internet and high-tech companies. The stable core customers construct the consolidation of the growth.

Business structure and model promotion from cloud and platform strategy

The group has paid much attention to layout the Jointforce platform, cloud computing and big data business which is growing fast and helpful to expend overseas market. It will make great contributions to the group's future performance. End to 2017, the number of employees was up by 7.7% yoy and the average employee number was up by 24.6% yoy while per capita output was rmb\$ 182,000 with 26.5% yoy growth. The GPM was 29.8% which is better than 29.7% in 2016.

Given the performance in 2017 and good expectation in 2018/19 we initiate "Buy" coverage to the group.

The performance in 2017 beats the consensus in Bloomberg and the group's costumers are stable and high quality. The business structure is also optimized. Based on the consolidate performance, we still can have a good expectation to the performance in 2018/19. We estimate the revenue in 2018/19 will be up by 31.8%/28.9% yoy and 39.37%/58.02% yoy to net profit. We initiate our target price HKD 7.34 based on the DCF model corresponding to 16.5x/10.2x PE in 2018/19.

Risk factors

The group's performance is largely depends on one customers which accounts for 52.71% of total revenue.

End Dec 31 (RMBm)	FY16A	FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
Revenue	6,783	9,244	12,184	15,706	20,053
Net Profit	442	566	789	1247	1555
EPS (RMB)	0.191	0.235	0.320	0.499	0.606
PE (x)	27.6	22.4	16.5	10.6	8.7
PB (x)	3.48	2.94	2.87	2.51	2.09
Dividend Ratio (%)	0.18	0.28	0.35	0.56	0.69
ROE (%)	12.25	12.29	19.44	25.45	27.75

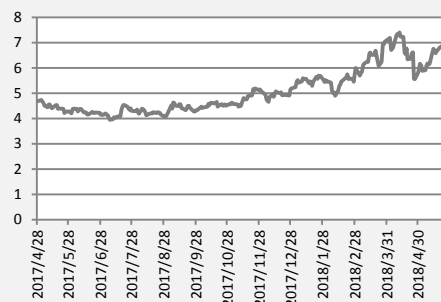
中软国际 (354.HK) 2018年6月5日
首次覆盖

目标价 (HKD) 7.34
2018年6月5日 增持

股价 6.60
恒生指数 31086.57
52周最低/最高 3.89/7.70
总市值 (HKDm) 15,915
日均成交额 (HKDm) 25.85
审计 德勤

资料来源: Bloomberg

过往股价表现



资料来源: Bloomberg

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报 (%)	12.55	16.30	51.43
相对 HSI 回报 (%)	13.49	24.08	23.87

资料来源: Bloomberg

复星恒利证券研究部

Wang Hao Ph.D

(852) 2979 6808

George.wang@fosunhanti.com

基础坚实，增长强劲，前景可期

业绩增长强劲，增长势头持续。

中软国际长期保持强劲增长，集团自 2003 年上市至 2017 年，连续 15 年实现业绩的大幅增长，集团收入的年均复合增长率达到 33.3%，其中服务性收入的年均复合增长率达到 43.2%。根据你 2017 年中软国际董事局主席、CEO 陈宇红博士指引，未来中软国际要保持有质量的 30% 的年复合增长。

稳定的大客户是业绩增长的主要基础，解放号平台有效覆盖长尾客户技术与专业服务 (Technical & Professional Services, TPG) 集团主要服务以华为等基础的大客户，增长主要来自华为、汇丰、腾讯、平安集团等核心客户业务的额大幅增长，同时集团云计算和大数据业务收入同比也大幅提升。解放号业务同比大幅增长带动互联网 (Internet IT Services, ITS) 集团收入增长。

2017 年集团活跃客户数为 1590 个，包括电信、银行、金融、互联网和高科技等主流行业的大型集团和公司，优质的客户是高增长的基础

云驱动、平台化战略推动收入结构优化和商业模式升级

集团多年积极投入布局的解放号平台、云计算、大数据等新业务逐步完成投资，进入快速拓展阶段，结合公司海外布局的突破，对集团未来业绩的额持续增长和利润率的提升提供动力。2017 年底集团员工总数较去年同期增长 7.7%，期内，全年平均员工总数较去年同期平均员工总数增长 24.6%；人均产出约 18.2 万元，同比增长 26.5%，涨幅超过员工涨幅。2017 年毛利率 29.8%，较去年同期 29.7% 略微提升。

鉴于 2017 年超预期的表现及对 2018/19 年的乐观前景给予“买入”评级。

集团 2017 年业绩显著超出彭博一致预期以及稳定高质量的客户和强劲的过往，且集团的业务结构及是商业模式仍有提升的空间，我们对于 2018/19 集团的表现仍有较高的期待，我们预计 2018/19 集团收入增长 31.8%/28.9%，净利润增长 39.37%/58.02%，根据 DCF 模型给予目标价 7.34 港元，对应 2018/19 年 16.5x/10.2x 市盈率。

风险因素

集团 2017 年来自单一最大客户收入 48.73 亿元，占总收入的 52.71%，业绩极大程度受单一客户影响。

截至 Dec 31 (RMBm)	FY16A	FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
营业额	6,783	9,244	12,184	15,706	20,053
净利润	442	566	789	1247	1555
每股实际盈利 (RMB)	0.191	0.235	0.320	0.499	0.606
市盈率 (x)	27.6	22.4	16.5	10.6	8.7
市净率 (x)	3.48	2.94	2.87	2.51	2.09
股息率 (%)	0.18	0.28	0.35	0.56	0.69
净资产收益率 (%)	12.25	12.29	19.44	25.45	27.75

公司介绍	2
公司概况.....	2
公司业务.....	3
行业背景	4
软件外包及云服务市场庞大	4
公司发展及展望	6
大客户深度合作业务结构升级	6
互联网 IT 业务逐渐成熟，华为助力	7
立足国内，扩展海外	8
盈利预测及估值	9
盈利预测	9
估值与投资建议	10
风险因素	10
同业公司比较	11
财务报表	12
图 1 中软国际发展历程	2
图 2 中软国际股权架构	2
图 3 全球软件接包国家综合实力排名	4
图 4 全球 IT 外包服务市场规模（亿美元）	5
图 5 全球公有云服务收入预测（十亿美元）	5
图 6 中国 IT 服务市场规模（亿元）	5
图 7 中国公有云服务收入预测（亿元）	5
图 8 中软国际自上市以来收入	6
图 9 华为对中软国际营业收入的贡献比例	7
图 10 TPG 业务收入及增长率	9
图 11 IIG 业务收入及增长率	9
图 12 收入及增长率	10
图 13 净利润及增长率	10
图 14 12 个月 PE-Band	10
图 15 12 个月 PB-Band	10
图 16 香港及中国上市同业公司比较	11

公司介绍

公司概况

中国软件国际 (354. HK) 有限公司成立于 2000 年, 是中国领先的大型综合性软件与信息服务企业, 公司 2003 年于香港创业板上市, 2008 年转主板。

提供从咨询、解决方案、外包服务到 IT 人才培养的“端到端”软件及信息服务, 目前已经覆盖政府、制造流通、金融银行、保险证券、移动应用、电信、能源、公用事业、高科技等多个行业, 业务主要集中在大中华区并逐步扩展海外。

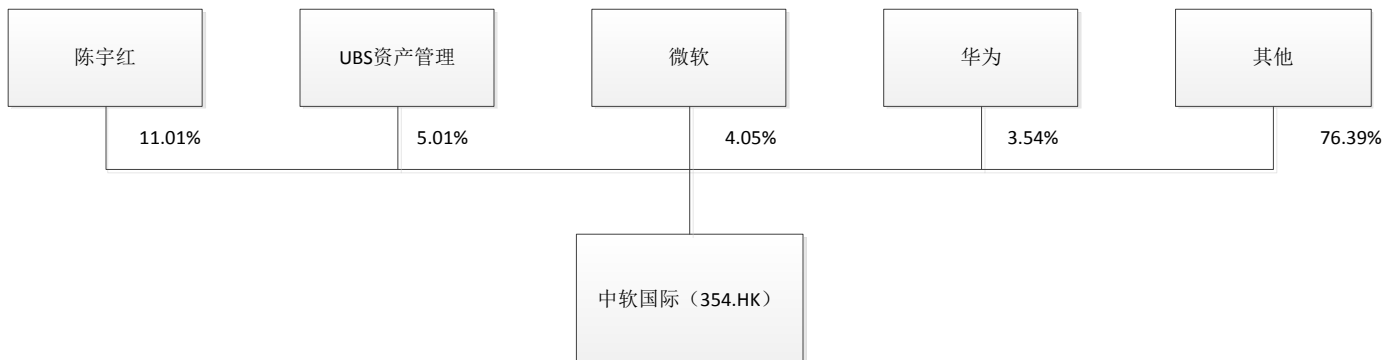
图 1 中软国际发展历程



Source: 公司网站, Research

集团先后获得微软, 华为两重要客户入股, 是华为入股的唯一一家香港上市公司。

图 2 中软国际股权架构



Source: Bloomberg, Research

公司业务

公司目前业务主要为市场提供技术与专业服务（Technical & Professional Services, TPG）及互联网资讯科技服务（Internet IT services, IIG），并计划形成传统服务、云服务、解放号平台服务三足鼎立的大格局。

技术与专业服务 TPG

主要包括软件外包和传统解决方案业务，为电信、金融服务、互联网和公共交通等大型企事业单位提供软件平台、IT 咨询、IT 外包、系统集成以及产品工程化等全方位的 IT 服务，TPG 的主要服务对象是大客户及大项目，其中华为业务和银行金融业务为 TPG 业务的核心业务。

TPG 业务具体可细分为 9 类：包括软件平台服务、战略和业务咨询及信息化咨询、行业及通用应用软件和解决方案研发、系统集成与服务、产品工程化、应用开发管理服务、企业应用服务、业务流程外包（BPO）、工程流程外包和知识流程外包（KPO）、以及移动互联网产品及服务。目前，公司拥有 50 多个标准化行业解决方案及 300 个软件著作权和多项专利。

互联网 IT 服务 IIG

主要包括解放号（JointForce）、云迁移、PAAS 和 SaaS 业务，也可称之为云上业务，主要服务对象为一些长尾客户。其中解放号平台目前为 IIG 业务中的核心业务，其通过众包模式整合社会 IT 服务资源，建立由 IT 从业者、IT 企业及各个行业用户组成的 IT 服务生态系统，实现 IT 服务在线提交；用户通过平台组织接包资源、完成服务交易、获得可信交付。平台于 2017 年进行了商业模式的升级，取消了交易佣金，推行会员制，增强用户粘性，并新推出“云上软件园”，已成功于青岛、南京、西安、武汉、合肥、重庆等城市上线。解放好好生态资源已实现对 23 个软件城市及所在省份的全覆盖，并通过 18 个解放号运营基地、19 个区域政企业务部、15 个已经签约落地的“云上软件园”，构建起连接政府、实体软件园及 IT 合作伙伴的中国最大的软件开发生态。

行业背景

软件外包及云服务市场庞大

软件外包是企业为了专注核心竞争力业务和降低软件项目成本，将非核心的 IT 业务以及基于 IT 的业务流程，交由外部专业服务商提供。其中，非核心的 IT 业务外包部分，被认为是信息技术外包 (ITO)；而基于 IT 的业务流程外包部分，称之为业务流程外包 (BPO)。

随着精细化管理和成本优化的不断深入，软件与 IT 服务市场也在进行优化分工和大规模的产业转移和结构调整，全球软件外包服务市场的规模在不断扩大。因软件和 IT 服务的主要成本在人力资源，在全球发包市场中，软件发包量与发包商所在国家的软件基础、经济条件息息相关。从全球范围看，美国、日本、欧洲等发达国家和地区一直占据着软件产业的主导地位，这些地区日益高涨的人力资源费用使当地企业的软件外包需求大幅增加，成为软件外包的主要需求市场。因发展中国家在税收、人力成本等方面较发达国家具有优势，因而发展中国家为主要接包商，2017 年印度、中国和马来西亚在财税引力、技术人才和商业环境方面排名榜单前三。中国在软件外包领域具有相对较强的竞争实力。

图 3 全球软件接包国家综合实力排名

排名	国家	财税吸引力	技术人才	商业环境	综合得分
1	印度	3.3	2.63	1.14	7.07
2	中国	2.37	2.69	1.26	6.31
3	马来西亚	2.92	1.47	1.72	6.11
4	印度尼西亚	3.25	1.53	1.2	5.99
5	巴西	2.65	2.02	1.27	5.93

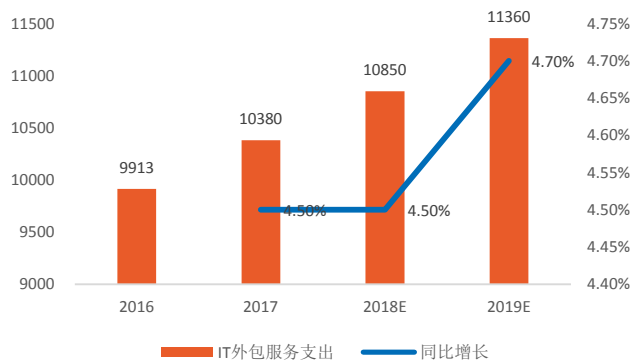
Source: 中国产业信息, Research

根据智研咨询数据，2017 年全球 IT 外包服务支出为 10,380 亿美元，比 2016 年增长 4.5%，预计 2018 年、2019 年全球 IT 外包服务支出分别达到 10,850 亿美元及 11,360 亿美元，同比分别增长 4.5% 及 4.7%，全球 IT 外包服务支出呈现稳步上升的趋势。IT 外包市场仍有一定的增长动力。

在软件行业成熟初期，软件外包曾是软件行业中举足轻重的一个细分领域，这个版块也曾诞生了一批优秀的上市公司，包括 A 股的东软集团、浪潮软件、海隆软件，没顾得文思创新、海辉软件、软通动力等。随着互联网技术的发展，产业结构的不断升级，以及来自海外市场的其他对手的竞争，软件外包从传统的“成本套利”中越来越难，大部分的以软件外包为主要来源的公司纷纷转型，由软件外包企业转型为提供解决方案的企业。中软国际 (354.HK) 成为中国上市公司中仅有的仍在软件外包领域精耕细作的公司，且逐步从传统的“成本套利”模式过渡到“智能化服务”，服务外包技术支持由传统的互联网与信息技术转向以“云计算、大数据”为基础的新的产业模式。

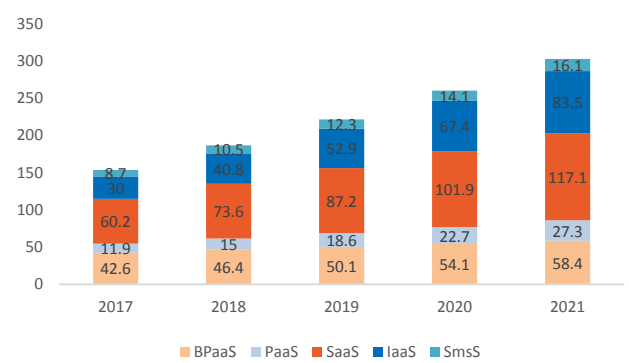
尽管软件外包企业逐步转型，全球 IT 服务外包市场仍有稳定的增长，预计 2018 年全球 IT 外包服务市场规模将增长 4.98% 达到 10,850 亿美元，全球公有云服务收入 1,864 亿美元。中国正处在互联网及 IT 技术飞速发展的时代，其在科技及互联网领域的增速长期并将持续远超全球平均水平，预计 2018 年中国 IT 服务市场将同比增长约 15% 达 6,728 亿元，中国公有云服务收入将同比增长 38.2% 达到 340 亿元。2017 年 7 月，中软国际于华为签署合作协议，成为华为云的首家“同舟共济合作伙伴”，绑定解放号平台，共同开拓公有云市场、帮助华为的企业客户实现云转型，在战略合作中，华为将主要提供 IaaS（基础设施即服务）和一部分 PaaS（平台即服务）职能，中软国际将提供 SaaS（软件即服务）和另一部分 PaaS 职能，SaaS 作为云服务市场占比及增长均较大的板块，中软国际的业务将直接受益于市场的整体增长和需求的增加。

图 4 全球 IT 外包服务市场规模（亿美元）



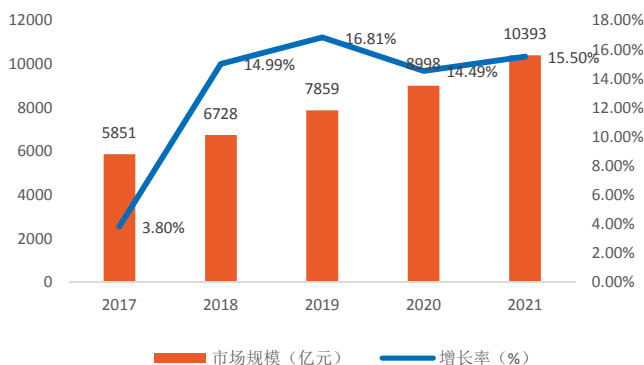
Source: 智研咨询, Research

图 5 全球公有云服务收入预测（十亿美元）



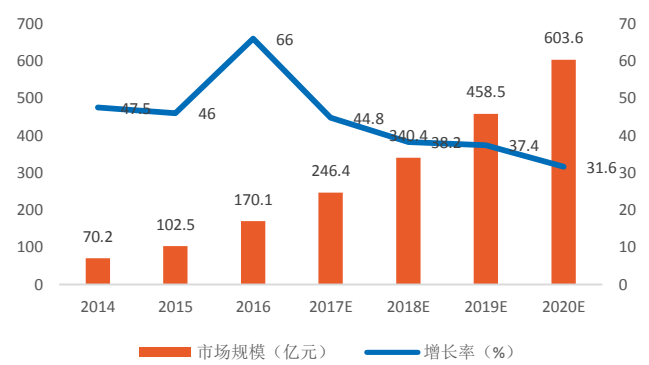
Source: Gartner, Research

图 6 中国 IT 服务市场规模（亿元）



Source: 智研咨询, Research

图 7 中国公有云服务收入预测（亿元）



Source: Gartner, Research

从全球 IT 服务市场以及公有云服务市场的规模预测看，在软件外包企业纷纷转型为提供解决方案，追求高利润附加值的环境下，中软国际在以大客户为基础的前提下，立足技术专业服务（TPG），提升互联网 ITS 服务 IIG，具有市场份额增加利润更为稳健的行业优势。

公司发展及展望

集团自 2003 年上市至 2017 年，连续 15 年实现业绩的大幅增长，集团收入的年均复合增长率达到 33.3%，其中服务性收入的年均复合增长率达到 43.2%。2017 年中软国际董事局主席、CEO 陈宇红博士指出，未来中软国际要保持有质量的 30% 的年复合增长，2021 年逼近 300 亿，2026 年突破 1000 亿。

集团稳定的增长一方面得益于稳定的业务模式和庞大的市场，一方面也离不开公司坚定地优质大客户基础。集团拥有强大优质的客户基础，主要业务仍集中于大中华地区，并为全球 32 个国家的客户及一批在电信、金融与银行、互联网和高科技领域的全球 500 强客户提供技术专业服务，客户包括了华为、腾讯、微软、汇丰、平安、京东、顺丰等大型跨国企业及政府部门

图 8 中软国际自上市以来收入



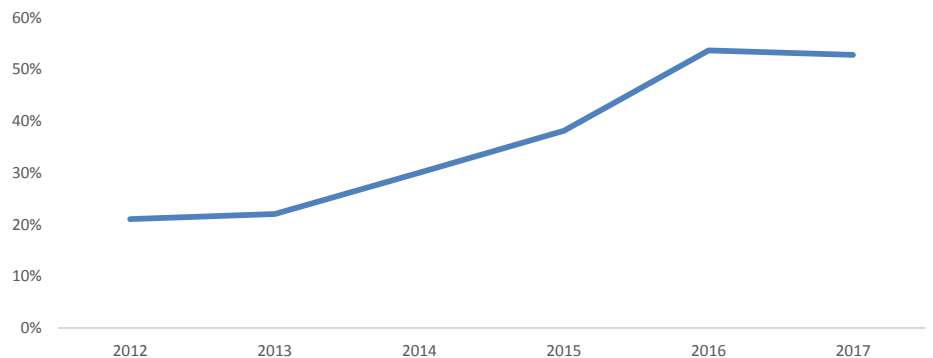
Source: Bloomberg, Research

大客户深度合作业务结构升级

公司拥有包括华为、微软、汇丰、中国平安以及诸多政府机关、国有企业等众多稳定且发展迅速的大客户，奠定了公司未来发展的稳定基础，并于近年与腾讯、京东、百度等互联网公司加深合作，客户群体稳定发展，市场空间广阔。

自 2012 年，与华为成立合资公司（中软国际占比 60%，华为占比 40%），华为便一直是中软国际最大亦是最重要的客户，来自华为的业务占比也由 2012 年的 21% 提升至 2017 年的 52.7%，中软国际也与华为在各个方面形成了重要的合作关系，2015 年华为战略入股中软国际，中软国际成为华为入股的唯一一家港股上市公司。中软国际联合华为发布“制造云”，为企业提供全面数据采集及感知能力，随后与昆山、重庆等地方政府签订了智能制造战略合作协议，除了与华为深度合作，逐步由客户向合作伙伴关系转变外，集团凭借与大客户的良好关系基础，逐步突破外包业务模式的限制。

图 9 华为对中软国际营业收入的贡献比例



Source: Bloomberg, Research

2016 年，中软国际与汇丰签署战略合作协议，成为汇丰在中国唯一的全球供应商，业务同比实现翻倍增长，2017 年，中软国际参与研发的汇丰中国手机银行和微信银行正式上线，为汇丰全球手机银行解决方案提出新方向。

中软国际成为腾讯云的战略合作伙伴，与腾讯的合作不断深化，获得大量腾讯游戏测试业务，直接受益于游戏行业的增长，并在腾讯地图、小程序、腾讯企点等领域进行探索，被腾讯评为 A 级供应商。

2018 年 3 月 7 日，中软国际与中国平安保险（集团）股份有限公司签署战略合作协议，结合中国平安在城市产业整合和中软国际在 IT 整合方面的优势，通过“解放号”平台提供 IT 解决方案和交付整体服务，打造“城市产业整合+IT 整合”的新商业模式，携手引领城市产业转型升级，共建智慧城市。

强大且稳定的客户群体为中软国际的发展提供了坚实的客户基础，优质客户的增长为中软国际提供了广泛的市场空间。

尽管，软件外包企业纷纷转型为解决方案提供商，中软国际虽然没有直接转型，但与其大客户之间的商业模式在逐步由单一的外包逐渐向合作，创造高附加值空间的模式转变。

互联网 IT 业务逐渐成熟，华为助力

独立咨询机构 Gartner 曾提出 IT 服务的 Bimodal 观点，他们认为：未来的 IT 建设存在两种模式并长期共存，Model1 对应于传统 IT 服务模式，需求和目标相对明确，可以按照工业化 IT 的方式进行组织；Model2 对应服务于业务创新的 IT 建设，最大特征是需求具有不确定性，需要探索的来进行交付，Model2 开发具有敏捷、开发周期短等特征。其估计到 2018 年，作为 Model2 的主要模式，全球近 1 万亿美金的 IT 服务将在互联网众包平台上完成 20%，也就是 2000 亿美金，市场空间极大。

“解放号”是中软国际于 2014 年首次提出的软件开发众包平台，截止 2017 年 6 月，解放号平台已经有 3000 多家接包企业、20000 多家发包企业；上半年平台

产生了 2 亿以上的发包金额，超过 5 万程序员接包，接包工程师总数达到 18 万以上。其提供的 IT 服务能够同时满足 Model1 及 Model2，2017 年解放号、云计算及大数据等新兴业务收入同比大幅增长超过 210%，达约 10 亿元人民币，占总体收入超过 10%，并会持续发展及增长。

解放号平台自 2014 年提出，已经经历了初创到稳定的阶段，目前平台上的大部分企业也只是出于探索阶段，尚未完成由稳定到快速增长的模式，我们认为这种模式还需要经历至少一至两年。然而，2017 年 7 月，中软国际于华为签署合作协议，成为华为云的首家“同舟共济合作伙伴”，绑定解放号平台，共同开拓公有云市场、帮助华为的企业客户实现云转型，在战略合作中，华为将主要提供 IaaS（基础设施即服务）和一部分 PaaS（平台即服务）职能，中软国际将提供 SaaS（软件即服务）和另一部分 PaaS 职能，与华为的在云平台及客户方面的深度合作有望将 IIG 业务提前带入高速增长期。

立足国内，扩展海外

2016 年、2017 年中软国际海外业务占比分别为 6.55% 及 5.16%，海外收入占业务比重仍非常小，事实上，中软国际自 2005 年进入美国起，逐步进行海外布局，已经成美国、匈牙利、马来西亚办事处或提交中心，业务涉及全球 32 个国家的客户，并借助华为等与海外的客户计划建成覆盖欧洲、非洲、中东地区的广泛海外格局。尽管海外收入占比较小，但海外市场空间巨大，在中国大力推行“一带一路”大大背景下，有机会从海外获取更大的市场和收入。

盈利预测及估值

盈利预测

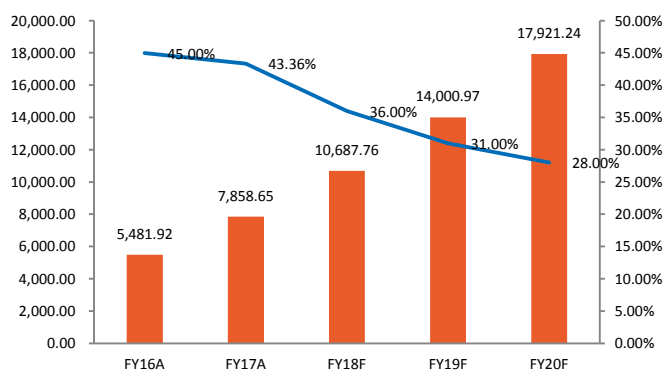
中软国际的主要业务为市场提供技术与专业服务（TPG）及互联网资讯科技服务（IIG），并计划形成传统服务、云服务、解放号平台服务三足鼎立的大格局。

鉴于中软国际过往高增长的业绩以及稳定的大客户资源，我们对于集团 2018 年的 TPG 业务业绩增长仍然相对乐观，但相信就增长速度而言，将逐步放缓。未来相当长一段时间内，华为仍然是公司的最大单一客户，但其相对增长速度将会放缓，占比将逐渐缩小并趋于稳定。对于集团董事局主席、CEO 陈宇红博士提出的两个五年计划“保持有质量的 30%的年复合增长”，我们认为乐观条件下是有较大概率得以实现的，因此，我们预计集团的 TPG 业务未来五年增速逐步放缓，并维持在 28%-30%的增长。

对于集团的 IIG 业务，我们认为集团的“解放号”平台、大数据及云服务业务属于初步成熟阶段，尽管在基数较小的前提下录得大幅度的增长，并且新业务的大幅增长有望持续，但基数较低，我们认为新业务在 2018/19 年的业务占比仍维持在 10%-15%左右的水平。在“解放号”平台提出第一个五年也就是 2020 年，有望实现 IIG 业务整体增速的加快。我们认为集团在制定传统业务、云业务及解放号平台服务格局的前提下，集团主席所谓的“有质量的 30%的年复合增长”中“有质量的”意义为随着新业务的增长以及业务模式的升级，集团的经营利润率有望得到相应的提高。除了传统业务利润水平的改善，依托云上软件园，解放号平台；云服务、大数据、人工智能、工业互联网、区块链等业务的占比；海外高毛利业务水平的占比等业务都对利润率的提升提供有效动力。

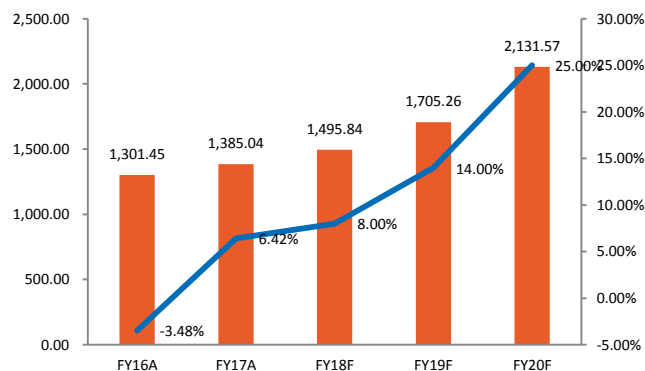
基于上述盈利预测的假设，我们对于中软国际的收入及净利润的增长做出如下预测。

图 10 TPG 业务收入及增长率



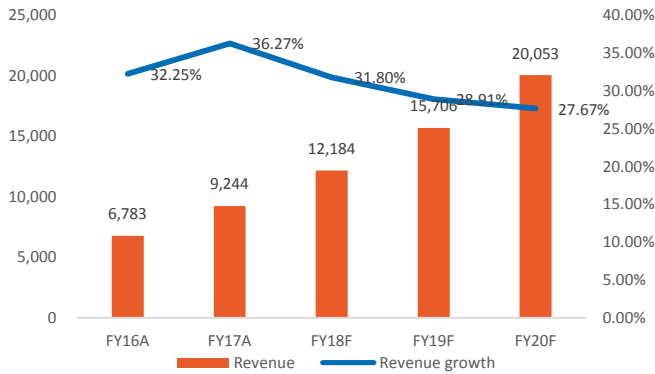
Source: Bloomberg, Research

图 11 IIG 业务收入及增长率



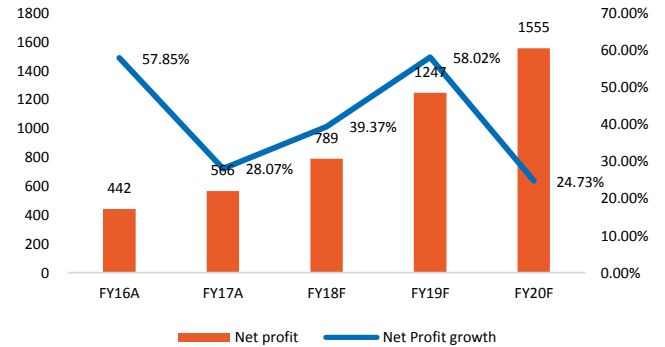
Source: Bloomberg, Research

图 12 收入及增长率



Source: Bloomberg, Research

图 13 净利润及增长率



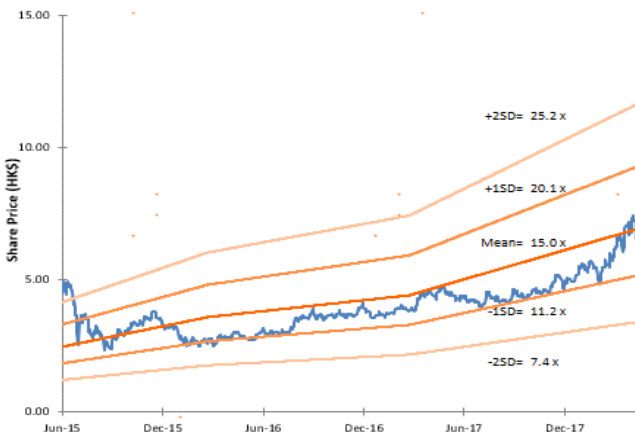
Source: Bloomberg, Research

估值与投资建议

我们用现金流折现模型（DCF），基于其 4.58% 的债务成本，9.8% 的 WACC 及 3% 的长期增长率，给予其 7.34 港币的目标价。

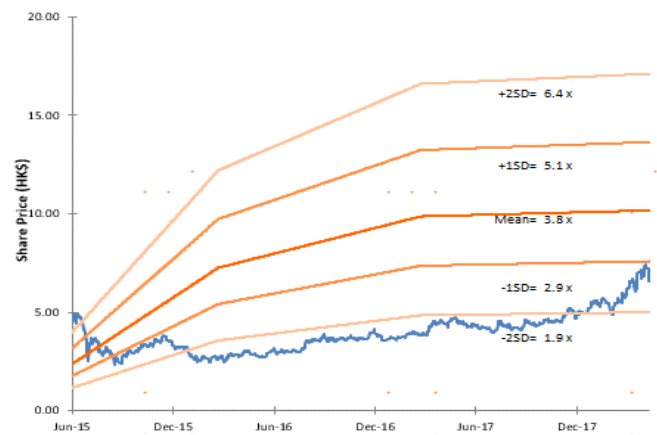
在充分考虑中软国际股权激励及近两年发行的可换股债券的稀释作用下，我们给出 2018/19 年摊薄后的 EPS 分别为 0.320/0.499RMB，增速小于净利润涨幅，对应 2018/19 年分别为 16.5 及 10.6 倍 PE。

图 14 12 个月 PE-Band



Source: Bloomberg, Research

图 15 12 个月 PB-Band



Source: Bloomberg, Research

风险因素

华为作为最大也是最主要的客户，公司的发展长期依赖单一最大客户，华为对公司的业务占比由 2012 年的 21% 提升至 2017 年的 52.7%，连续两年占比过半，华为如未能持续对公司的业务给予一如既往的支持，将对公司发展造成较大的影响。此外，公司的云业务及解放号平台发展不如预期以及海外业务的布局都会对公司未来的发展造成潜在风险。

同业公司比较

集团在同业公司中估值相对较低,主要由于资本市场对于中软国际仍以规模实现成本套利的软件外包公司。然而随着公司于客户合作模式的逐渐深入,合作模式的逐渐转变及智能化服务的推进,人均产出的提高,资本市场应对与公司给予新的定位和估值。

图 16 香港及中国上市同业公司比较

公司名称	上市代码	市值 (十亿 HKD)	P/E	EV/EBITDA	EV/Rev	P/B
中软国际	354 HK	16.23	23.12	11.58	1.12	2.51
中位数		14.75	41.40	11.58	3.38	2.51
金蝶国际	268 HK	30.18	67.68	13.23	4.12	5.29
中国擎天软件	1297 HK	4.52	16.25	5.46	3.38	3.14
东软集团	600718 CH	21.87	17.01	21.89	2.54	1.81
神州泰岳	300002 CH	14.49	217.2	--	6.15	2.37
太极股份	002368 CH	14.75	41.40	--	2.20	4.36
立思辰	300010 CH	14.58	60.25	--	4.75	2.08

source: Bloomberg, Research

财务报表

损益表 (RMBm)	FY16A	FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
营业收入	6,783	9,244	12,184	15,706	20,053
营业收入增长 (%)	32.25	36.27	31.80	28.91	27.67
销售成本	(4,768)	(6,493)	(8,404)	(10,635)	(13,551)
毛利	2,016	2,750	3,779	5,071	6,502
其他收益/(亏损)	42	100	106	135	188
营运成本	(1482)	(2137)	(2745)	(3533)	(4555)
经营利润	576	714	1140	1672	2135
经营利润增长(%)	41.01	24.01	59.60	46.68	27.67
其他非营运收入/(亏损)	4.33	3.85	5.07	6.53	8.34
财务收入	86.63	93.34	123.03	158.60	202.49
财务费用	(19.40)	(16.32)	(21.51)	(27.72)	(35.40)
联营公司收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	504	633	928	1,467	1,830
所得税	(115)	(71)	(139)	(220)	(274)
净利润	442	566	789	1,247	1,555
基本收益	514	646	1,001	1,452	1,860
基本收益增长 (%)	88.97	25.86	54.80	45.10	28.12
EPS (RMB)	0.191	0.235	0.320	0.499	0.606
DPS (RMB)	0.009	0.015	0.019	0.030	0.037
DPS 增长 (%)	-	55.71	27.08	58.02	24.73

Source: Company data, Research

资产负债表 (RMBm)	FY16A	FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
固定资产	859	890	1,124	1,292	1,558
联营/合营公司	62	65	105	130	160
其他	1,381	1,347	1,383	1,376	1,374
非流动资产	2,302	2,303	2,611	2,798	3,092
库存	20.89	26.00	71.88	48.38	56.40
预付款	1,769	1,492	1,964	3,040	3,441
银行存款及现金	1,510	1,920	2,693	3,429	4,888
其他	1,839	3,146	2,100	2,100	2,100
流动资产	5,138	6,584	6,757	8,568	10,429
银行及其他借贷	923	706	815	815	779
应付账款	1,355	1,782	2,396	3,159	4,054
其他	161	64	208	233	259
流动负债	2,439	2,552	3,418	4,207	5,092
银行及其他借贷	439	954	1,257	1,620	2,069
其他	19	16	29	44	58
非流动负债	458	970	1,286	1,664	2,126
净资产	4,544	5,365	4,664	5,495	6,303
股本	2,970	1,576	2,328	2,930	3,406
留存收益	1,479	1,479	1,479	1,479	1,479
其他权益	26	2,246	794	1,022	1,354
股东权益	4,475	5,301	4,600	5,431	6,239
非控制性权益	68.43	64.17	64.17	64.17	64.17
总股本	4,544	5,365	4,664	5,495	6,303
每股净资产 (RMB)	1.24	0.66	0.97	1.22	1.42

Source: Company data, Research

财务比率	FY16A	FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
毛利率 (%)	29.72	29.76	31.02	32.29	32.42
营业利润率 (%)	8.49	7.73	9.36	10.65	10.65
直接利润率 (%)	7.57	6.99	8.21	9.25	9.28
净负债权益比 (%)	(3.25)	(4.85)	(13.32)	(18.08)	(32.38)
净负债资产比 (%)	(1.99)	(2.93)	(6.63)	(8.74)	(15.09)
流动比率 (%)	2.11	2.58	1.98	2.04	2.05
股息支付率 (%)	6.28	7.64	6.96	6.96	6.96
利息覆盖比 (x)	6.42	7.51	7.89	9.01	8.71
股息保障倍数 (x)	15.92	13.09	14.36	14.36	14.36
应收账款周转天数	95	59	59	71	63
应付账款周转天数	30	31	31	31	31
库存周转天数	1.12	1.03	2.15	1.12	1.03
现金周期天数	65	28	28	40	32
杜邦分析	FY16A	FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
负税率 (%)	19.57	9.61	13.51	14.51	14.66
利息负担率 (%)	15.59	13.32	12.67	11.10	11.48
营业利润率 (%)	8.49	7.73	9.36	10.65	10.65
资产周转倍数 (x)	0.91	1.04	1.30	1.38	1.48
杠杆率 (x)	1.64	1.66	2.01	2.07	2.15
ROA (%)	7.48	7.42	9.68	12.30	12.93
ROE (%)	12.25	12.29	19.44	25.45	27.75

Source: Company data, Research

现金流量表 (RMBm)	FY16A	FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
息税折旧前利润	423	586	744	1,030	1,516
折旧及摊销	143	144	96	241	269
利息费用	313	(288)	298	412	363
营运资金变动	0	(892)	(1,332)	693	(1,023)
所得税	(87)	(115)	(40)	(32)	(26)
其他营运现金流	(101)	(101)	132	132	132
营运现金流	690	-665	-103	2,477	1,233
资本支出	(466)	(223)	(1,133)	(753)	(1,091)
自由现金流	423	(306)	(589)	1723	494
非流动资产处置	2.24	0.24	0.00	0.00	0.00
联营/合营公司	9.87	15.77	0.08	0.08	0.08
利息收入	2.11	(12.8)	(3.38)	(39.4)	(25.1)
其他投资现金流	(340)	(208)	(169)	(489)	(353)
投资现金流	(326)	(205)	(172)	(528)	(378)
新增加贷款	(288)	(288)	298	412	363
股息支付	0	28	43	55	87
其他融资现金流	598	276	59	(198)	(198)
融资现金流	310	16	400	268	252
现金增加/(减少)	244	410	773	736	1,459
年初现金	1,266	1,510	1,920	2,693	3,429
汇兑影响	0	0	0	0	0
年末现金	1,510	1,920	2,693	3,429	4,888

复星恒利投资评级标准

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 恒生指数（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10% 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

利益披露声明

此研究报告是由复星恒利证券有限公司的研究部团队成员（“分析员”）负责编写及审核。分析员特此声明，本研究报告中所表达的意见，准确地反映了分析员对报告内所述的公司（“该公司”）及其证券的个人意见。根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有持有该公司的财务权益，也没有担任报告内该公司的高级人员。

免责声明

本报告乃由复星恒利证券有限公司（以下简称“复星恒利证券”）【具有香港证监会颁发的第1号（证券交易）及第4号（就证券提供意见）】发布。

本报告仅提供予接收人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予接收人信息并做作参考之用，不存有招揽或邀约购买或出售证券的意图。

未经复星恒利证券事先书面许可，接收人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

复星恒利证券相信本报告所载资料及观点的出处均属可靠，复星恒利证券不会就本研究报告的真实、准确及完整性作出任何保证。

接收人在作出投资决定前，应自行分析或咨询专业顾问的意见。除非法律法规有明确规定，复星恒利证券或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而导致的任何直接的、间接的损失承担任何责任。

复星恒利证券及其成员企业及其董事、高级职员及雇员可不时就本报告所涉及的任何证券持仓。

本报告所载的资料及观点如有任何更改，复星恒利证券并不会另行通知。

香港

香港中环花园道3号冠君大厦2101-2105室

电话：（852）2869 1318

传真：（852）2868 0699

电子邮件：info@fosunhani.com

<http://www.fosunhani.com>