股份評論-中軟國際(00354)

2021 年 02 月 11 日

第三方雲管理服務龍頭 回歸 A 股將觸發重新估值

行業：資訊科技

評級：買入

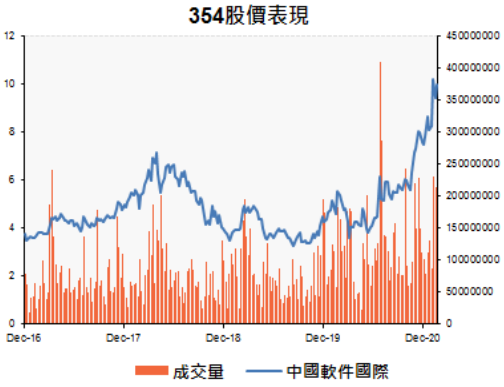
00354.HK, 354 HK

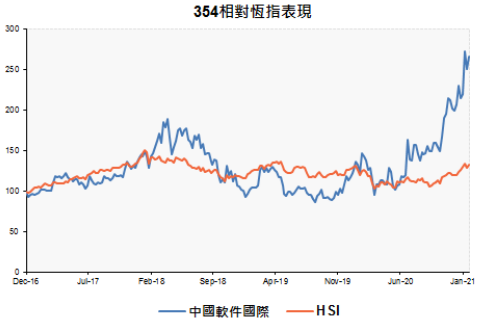
股價：HKD 9.96

目標價：HKD 13.62

潛在升幅：36.7%

股價表現 (HKD)			
價格	9.96	1個月相對表現	25.4%
52週最高	11.28	6個月相對表現	76.9%
52週最低	3.30	52周相對表現	85.4%
52週Beta	1.17	年至今相對表現	15.1%





資料來源：彭博 11/02/2021

公司簡介：

集團為解決方案開發商及供應商之一，亦提供資訊科技諮詢及培訓服務、資訊科技外包服務及獨立銷售之軟件產品。

基礎分析：

■ **市場低估雲管理業務價值**

據 IDC 數據，中軟國際是中國內地第三大的雲管理服務供應商，市場佔有率達 5.9%，與第一及第二位的競爭對手非常接近(分別為 6.9%及 6.2%)。IDC 預計，由 2019 年至 2023 年間，市場的年複合增長率高達 54.7%。2020 年上半年，在疫情影響投資意慾及工作進度下，集團的雲智能業務收入仍然錄得 34.2%的高增長，而且佔總收入的比重由 16.6%增至 20.3%。集團旗下多個平台，包括「Cloud Broker」、「Cloud Easy」及「解放號」等，全方位涵蓋諮詢設計、銷售、管理維護，以及尋找外判軟件開發等服務。集團龍頭地位穩固，產品組合全面，是雲管理服務市場增長的主要受益者。

■ **主要客戶加強軟件系統發展**

集團主要客戶之一是科技巨企華為。近年，華為開發自家作業系統「鴻蒙」，亦致力研發連接不同產品的「生態系統」平台，提出「1+8+N」戰略，即以「1」手機為中心，連接平板電腦、電視及車用儀器等「8」大智能產品，在「N」個不同場景中應用，發展 IoT 物聯網。華為的軟件發展，將刺激集團的服務需求，尤其是 IoT 需要雲端服務配合。集團亦致力拓展不同客戶，如協助滙豐中國推出掌上智能財富管理專家，以及在微信端推出個人信用卡自動分期業務等。其他主要客戶還包括騰訊互動娛樂事業群、阿里雲、百度系的愛奇藝、平安系的保險、銀行和壹賬通，以及微軟的遊戲業務等。集團近日更進軍智能網聯汽車業務等範圍，未來增長有望進一步加速。

買賣策略：

■ **發行 CDR 將促使重新估值**

2020 年 1 月底，集團董事會批准發行中國存託憑證(CDR)，集資用於雲端等業務。集團現時的估值未能反映其龍頭地位及未來增長，回歸 A 股正是價值重估的契機。預料集團全年每股盈利增長將會加速，目標價$13.62，相當內地同業的平均預測市盈率 30.67 倍。技術走勢上，投資者可以考慮伺機於 20 天線約$9.7 附近買入，以年初升勢起點約$8.65 作止蝕參考。

風險提示：主要客戶研發開支不及預期、發行 CDR 進度不及預期

估值比率	Fiscal Year						
	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E
市盈率	45.8x	37.7x	30.1x	28.6x	23.6x	19.1x	15.7x
EV/EBIT	13.3x	14.5x	10.0x	11.1x	21.7x	17.0x	14.5x
EV/EBITDA	10.6x	11.6x	8.2x	8.4x	18.5x	15.0x	12.5x
P/S	1.0x	1.1x	0.8x	0.8x	1.7x	1.4x	1.2x
P/B	1.8x	2.0x	1.4x	1.5x	3.0x	2.7x	2.3x
股利率	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.2%	0.3%	0.3%
獲利比率 %							
	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E
毛利率	29.7	29.8	30.7	29.8	29.8	30.2	30.5
EBITDA獲利率	10.6	9.6	9.8	10.2	9.4	9.5	9.6
營利率	8.5	7.7	8.0	7.7	7.6	7.9	7.9
獲利率	6.5	6.1	6.8	6.3	6.5	6.7	6.9
資產報酬率	6.5	7.1	7.4	7.1	8.1	9.1	9.5
股本回報率	11.8	12.0	12.9	12.1	12.8	14.3	15.2
槓桿和覆蓋率							
	12/16	12/17	12/18	12/19			
流動比率	2.0	2.5	2.2	2.6			
速動比率	1.3	1.3	1.3	1.7			
EBIT/利息	5.6	7.2	7.2	5.6			
總債務/資本	0.2	0.2	0.3	0.3			
總債務/權益	0.3	0.3	0.4	0.4			
有效稅率 %	21.9	11.3	5.8	5.3			

資料來源：彭博 11/02/2021

業績（截至 2020 年 06 月 30 日止六個月）：

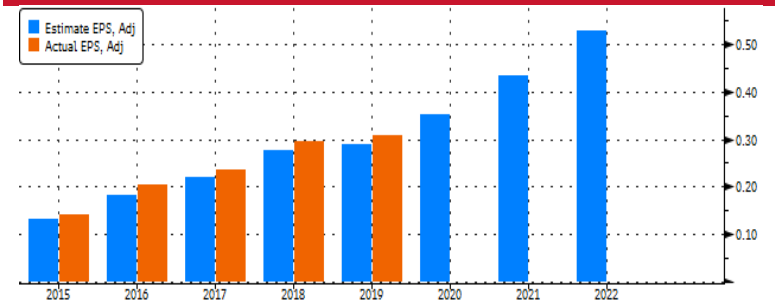
截至 2020 年 06 月 30 日止六個月，集團營業額按年增長 9.4%至人民幣 60.59 億元，純利增 10.7%至人民幣 4.01 億元。

財務數字	貨幣:	CNY	週期:	Fiscal Semi-Annual (FS)	年份選取:	3

損益表摘要	2FS	1FS	T12M	FS1 2020	FS2 2019	FS1 2019
收入	7,332	8,137	12,563	6,059	6,504	5,538
經營溢利	573	596	983	540	444	483
稅前淨利	-	580	851	442	409	390
非常項目前收入	473	502	795	397	398	359
淨利潤	-	-	794	401	392	363
非常項目前每股收益	0.18	0.19	0.34	0.16	0.18	0.15
每股收益	-	-	0.32	0.16	0.16	0.15
非常項前稀釋每股收益	-	-	0.32	0.16	0.17	0.14
稀釋每股收益	-	-	0.31	0.16	0.15	0.14
每股股利	-	-	0.04	0.02	0.02	0.00
EBITDA	-	-	1,288	690	598	633
股本回報率	-	-	-	11.72	12.14	12.02

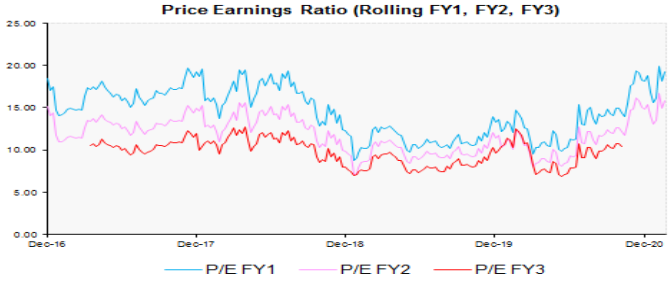
（人民幣百萬元計；資料來源：彭博 11/02/2021）

預測盈利：



資料來源：彭博 11/02/2021

預測市盈率：



資料來源：彭博 11/02/2021

同業市盈率比較：

Bloomberg Peers / My Peers

評價比率: Price Earnings

代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	定價 市值(百萬) (當地)	定價 市值(百萬) (HKD)	表現 1月報酬 (HKD)	表現 6月報酬 (HKD)	日曆化 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
				最小	2,384	1.8%	-8.5%	8.8x	8.4x	7.0x	8.5x	9.6x	8.5x	
				最大	10,470	256.6%	171.3%	8.8x	74.1x	50.3x	19.7x	156.0x	56.7x	
				平均	6,653	100.6%	54.9%	8.8x	34.7x	30.8x	14.1x	59.9x	26.4x	
354	**中國軟件國際**	**IT Consulting & Other Services**	**HKD**	**28,931**	**28,931**	**25.4%**	**76.9%**	**35.2x**	**28.1x**	**26.9x**	**23.6x**	**19.1x**	**15.7x**	
861	神州控股	IT Consulting & Other Services	HKD	10,470	10,470	1.8%	1.7%		74.1x	50.3x	19.7x	14.0x	13.9x	
596	浪潮國際	Application Software	HKD	7,107	7,107	256.6%	171.3%		21.5x	35.0x		156.0x	56.7x	
1297	中國學天軟件	Application Software	HKD	2,384	2,384	43.4%	-8.5%	8.8x	8.4x	7.0x	8.5x	9.6x	8.5x	

資料來源：彭博 11/02/2021

同業股本回報率比較：

Bloomberg Peers / My Peers

評價比率: Return on Equity %

代碼	公司名稱	次產業	貨幣 (當地)	定價 市值(百萬) (當地)	定價 市值(百萬) (HKD)	表現 1月報酬 (HKD)	表現 6月報酬 (HKD)	日曆化 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
				最小	2,384	1.8%	-8.5%	-5.1%	1.7%	3.4%	-4.3%	2.4%	6.1%	
				最大	10,470	256.6%	171.3%	20.7%	18.6%	18.9%	12.5%	10.4%	10.4%	
				平均	6,653	100.6%	54.9%	7.7%	12.2%	10.7%	4.6%	6.7%	7.9%	
354	**中國軟件國際**	**IT Consulting & Other Services**	**HKD**	**28,931**	**28,931**	**25.4%**	**76.9%**	**12.0%**	**12.9%**	**12.1%**	**12.8%**	**14.3%**	**15.2%**	
861	神州控股	IT Consulting & Other Services	HKD	10,470	10,470	1.8%	1.7%	-5.1%	1.7%	3.4%	5.5%	7.3%	7.3%	
596	浪潮國際	Application Software	HKD	7,107	7,107	256.6%	171.3%	7.4%	16.4%	10.0%	-4.3%	2.4%	6.1%	
1297	中國學天軟件	Application Software	HKD	2,384	2,384	43.4%	-8.5%	20.7%	18.6%	18.9%	12.5%	10.4%	10.4%	

資料來源：彭博 11/02/2021

財務數字摘要：

中國軟件國際

HKD(百萬)

周期 Fiscal Year	預測數字 12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E
損益表					
收入	12,551	13,661	17,135	20,810	24,828
- 銷貨成本	8,704	9,596			
毛利	3,847	4,065	5,106	6,279	7,575
- 銷售，一般及行政開支	2,917	3,215			
(研究及開發成本)	877	918			
經營溢利	1,007	1,052	1,310	1,652	1,959
- 利息費用	140	188			
- 匯兌損益	-6	-10			
- 淨營業外損失(收益)	-29	-32			
稅前淨利	902	906	1,205	1,523	1,852
-所得稅費用	53	48			
非常項目前收入	849	858			
- 非常項目稅後虧損	0	0			
- 少數股東權益	0	2			
非常項前稀釋每股收益	0.33	0.34			
調整後淨利潤*	850	860	1,106	1,397	1,704
調整後每股收益	0.35	0.35	0.42	0.52	0.63
每股股利	0.03	0.02	0.02	0.03	0.03
股利支付比 %	7.4	7.4	0.05	0.05	0.05
總流通股數	2,466	2,544			
稀釋後在外流通股數	2,779	2,666			
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA	1,234	1,396	1,607	1,980	2,373
*淨收入不包括非經常性損益和一次性收費.					

	預測數字 12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E
資產負債表					
流動資產總額	9,365	9,171			
+ 現金及約當現金項目	3,013	2,825			
+ 短期投資	0	0			
+ 應收帳款及票據	2,462	3,337			
+ 存貨	73	61			
+ 其他流動資產	3,818	2,947			
長期資產總額	2,577	2,849			
+ 長期投資	59	70			
固定資產總額	1,580	1,909			
累計折舊	584	700			
+ 固定資產淨額	996	1,209			
+ 其他長期資產	1,523	1,569			
流動負債總額	4,242	3,523			
+ 應付帳款	728	474			
+ 短期借款	2,206	1,896			
+ 其他短期負債	1,308	1,154			
總長期負債	832	1,188			
+ 長期借款	820	1,176			
+ 其他長期借款	13	12			
總負債	5,075	4,711			
+ 長優先股	0	0			
+ 少數股權	73	74			
+ 股本及資本公積	3,524	3,648			
+ 保留盈利及其他權益	3,270	3,586			
股東權益合計	6,868	7,309			
總負債及權益	11,942	12,020			
每股帳面價值	2.75	2.84	3.30	3.67	4.37
每股有形資產帳面價值	2.22	2.36			

	預測數字 12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E
現金流量					
淨利	849	856	1,104	1,373	1,652
+ 折舊及攤銷	227	344			
+ 其他非現金調整數	90	138			
+ 非現金資金變動	-1,060	-585			
營業活動現金流量	106	753			
+ 固定資產處分	6	2			
+ 資本支出	-178	-119	-233	-254	-267
+ 投資增加		-99			
+ 投資減少額		0			
+ 其它投資活動	-41	-79			
投資活動現金流量	-214	-294			
+ 支付股利	-44	-55			
+ 短期借款變動					
+ 長期借款增加	3,884	3,309			
+ 長期借款減少	-2,718	-3,384			
+ 股本增加	129	0			
+ 股本減少	-91	-447			
+ 其他融資活動	-65	-19			
融資活動現金流量	1,096	-596			
現金淨變動	989	-137			
自由現金流量 (CFO-CAPEX	-72	635	763	707	1,088
公司自由現金流量	59	813			
權益自由現金流量	1,100	561			
每股可用現金流量	-0.03	0.26			

	預測數字 12/18	12/19	12/20E	12/21E	12/22E
比率分析					
評價比率					
市盈率	30.1x	28.6x	23.6x	19.1x	15.7x
EV to EBIT	10.0x	11.1x			
EV to EBITDA	8.2x	8.4x	18.5x	15.0x	12.5x
價格/營收	0.8x	0.8x	1.7x	1.4x	1.2x
價格/帳面價值	1.4x	1.5x	3.0x	2.7x	2.3x
股利率	0.6%	0.6%	0.2%	0.3%	0.3%
獲利比率					
毛利率	30.7%	29.8%	29.8%	30.2%	30.5%
EBITDA獲利率	9.8%	10.2%	9.4%	9.5%	9.6%
營利率	8.0%	7.7%	7.6%	7.9%	7.9%
獲利率	6.8%	6.3%	6.5%	6.7%	6.9%
資產報酬率	7.4%	7.1%	8.1%	9.1%	9.5%
股本回報率	12.9%	12.1%	12.8%	14.3%	15.2%
槓桿及覆蓋率					
流動比率	2.21	2.60			
速動比率	1.29	1.75			
利息保障率(EBIT/I)	7.20	5.58			
總債務/資本	0.31	0.30			
總負債/股東權益	0.44	0.42			
其他					
資產週轉率	1.10	1.13			
應收帳款週轉率	5.79	4.68			
應付帳款週轉率	10.45	15.89			
存貨週轉率	163.62	143.23			
有效稅率	5.8%	5.3%			

資料來源：彭博 11/02/2021

股份評級準則：

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎>5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

風險披露

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司(「本公司」) 爲招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會爲本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作爲該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信爲可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認爲需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.