

0354.HK 中国软件国际

港股通（沪、深）

买入（维持）

发行国内存托凭证，加速云业务与资产重估

2021年1月28日

## 市场数据

日期	2021-1-27
收盘价(港元)	9.78
总股本(百万股)	2,905
流通股本(百万股)	2,905
总市值(亿港元)	284
流通市值(亿港元)	284
净资产(百万元)	7,204
总资产(百万元)	11,742
每股净资产(元)	2.72

数据来源: Wind

## 相关报告

《基石业务稳定增长,云智能业务快速爆发》2020-03-27

《国内云化与生态创新驱动,上调公司盈利预测》2020-01-18

《收入稳定增长,云智能业务快速推进》2019-08-21

## 海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

## 主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营收(百万元)	12042	14468	18411	22588
同比增长	13.8%	20.1%	27.2%	22.7%
母公司股东利润(百万元)	756	934	1199	1492
同比增长	5.7%	23.5%	28.4%	24.4%
毛利率	29.8%	30.1%	30.3%	30.4%
净利率	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%
净资产收益率	11.7%	12.6%	13.9%	14.8%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.47	0.59
每股经营现金流(元)	0.31	0.25	0.25	0.47

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **建议发行中国存托凭证,持续云端布局。**公司发布公告,董事会已批准可能发行中国存托凭证及于中国证券交易平台上市的初步建议,初步拟发行不超过经扩大后公司已发行股份总数的15%,建议境内发行的所得款项初步拟用于公司的云端及其他主要业务。通过发行中国存托凭证回A股上市,有利于扩大融资渠道,助力公司云业务投入,加码数字化转型服务,同时有助于提高港股关注度进而抬升估值。
- **疫情推动上云,云智能业务快速爆发。**近年来公司重点发力云智能业务,打造解放号技术服务及解决方案生态平台,提供大数据、云应用开发、云管理等全栈式云服务,连续两年稳居中国云管理服务市场TOP3。2020年疫情进一步推动上云趋势,政府数字化管理需求、人力服务交易线上发展带来解放号云集业务和Z计划增长,云服务收入快速爆发。2020年上半年公司云智能业务收入规模达到12.3亿元,同比增长34%,收入占比提升至20.3%,管理层指引2020/2021年云智能业务目标收入30/50万元。
- **深度参与并受益于华为生态建设。**华为是公司第一大客户,收入占比50%以上。公司是华为云在14个省市的一级经销商,抵达数以万计客户,在销售的同时扩大自身客户群体。同时,公司在鲲鹏及产业云、鸿蒙等方面和华为深度合作。2020年5月份公司与华为在重庆共建鲲鹏计算生态标杆,11月份成为华为HiLink生态方案服务商,随着鲲鹏和鸿蒙生态逐渐落地,将进一步为公司带来收入增量。
- **投资建议:维持“买入”评级。**公司基石业务和云智能业务双轮驱动,并将持续受益于华为生态建设,预计公司2020/21/22年收入分别为144.7/184.1/225.9亿元,归母净利润9.3/12.0/14.9亿元,EPS为0.37/0.47/0.59元。我们基于2021年的盈利预测给予24倍PE估值,对应目标价13.4港元,维持“买入”评级。

**风险提示: 大客户降低外包需求的风险; 华为发展不及预期; 新业务推进不及预期; 宏观经济下行。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

**事件:** 中软国际 (0354.HK) 于 2021 年 1 月 26 日发布公告, 董事会已批准可能发行中国存托凭证及于中国证券交易平台上市的初步建议。

**建议发行中国存托凭证, 持续云端布局。** 公司初步拟发行不超过经扩大后公司已发行股份总数的 15%, 建议境内发行的所得款项初步拟用于公司的云端及其他主要业务。通过发行中国存托凭证回 A 股上市, 有利于扩大融资渠道, 助力公司云业务投入, 加码数字化转型服务, 同时有助于提高港股关注度进而抬升估值。

**疫情推动上云, 云智能业务快速爆发。** 近年来公司重点发力云智能业务, 打造解放号技术服务及解决方案生态平台, 提供大数据、云应用开发、云管理等全栈式云服务, 连续两年稳居 IDC 中国云管理服务市场 TOP3。2020 年疫情进一步推动上云趋势, 政府数字化管理需求、人力服务交易向线上发展带来解放号云集业务和 Z 计划增长, 云服务收入快速爆发。2020 年上半年公司云智能业务收入规模达到 12.3 亿元, 同比增长 34%, 收入占比提升至 20.3%。管理层指引 2020/2021 年云智能业务目标收入 30/50 万元。

图 1、中国软件国际收入

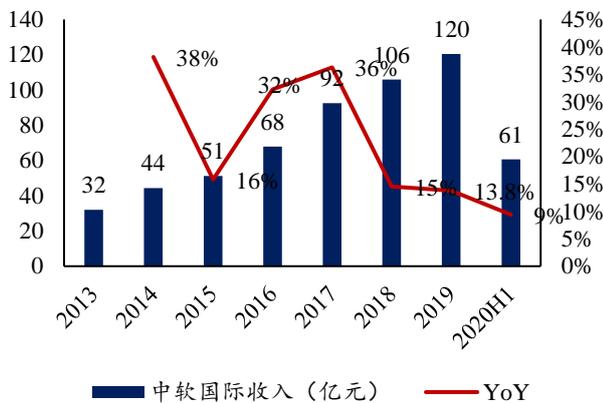


图 2、中国软件国际归母净利润



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

**深度参与并受益于华为生态建设。** 华为是公司第一大客户, 收入占比 50% 以上。公司华为收入与华为研发费用高度相关, 在鸿蒙生态建设的需求和外部环境封锁的环境下, 华为持续增加技术研发投入, 公司有望持续受益。在和华为的合作中, 公司是华为云在 14 个省市的一级经销商, 抵达数以万计客户, 在销售的同时扩大自身客户群体。同时, 公司在鲲鹏及产业云、鸿蒙等方面和华为深度合作。2020 年 5 月份公司与华为在重庆共建鲲鹏计算生态标杆, 11 月份成为华为 HiLink 生态方案服务商, 随着鲲鹏和鸿蒙生态逐渐落地, 将进一步为公司带来收入增量。

**投资建议: 维持“买入”评级。** 公司基石业务和云智能业务双轮驱动, 并将持续受益于华为生态建设, 预计公司 2020/21/22 年收入分别为 144.7/184.1/225.9 亿元,

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

---

归母净利润 9.3/12.0/14.9 亿元，EPS 为 0.37/0.47/0.59 元。我们基于 2021 年的盈利预测给予 24 倍 PE 估值，对应目标价 13.4 港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**大客户降低外包需求的风险；华为发展不及预期；新业务推进不及预期；宏观经济下行。

## 附表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2526	2983	3473	4507
存货	54.4	65.0	82.6	101.2
贸易及其他应收款	3297	3847	4602	5297
应收客户合约工程款	2228	2594	3071	3383
其他流动资产	92	97	98	100
<b>流动资产</b>	<b>8198</b>	<b>9586</b>	<b>11326</b>	<b>13389</b>
不动产、工厂及设备	802	766	727	687
无形资产	127	106	68	28
商誉	974	974	974	974
预付租赁款项	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	365	385	393	403
<b>非流动资产</b>	<b>2547</b>	<b>2509</b>	<b>2441</b>	<b>2371</b>
<b>总资产</b>	<b>10745</b>	<b>12095</b>	<b>13768</b>	<b>15760</b>
贸易及其他应付款	1229	1298	1554	1590
应付客户合约工程款	139	311	260	439
短期借款	1523	1676	1843	2027
其他流动负债	259	259	259	259
<b>流动负债</b>	<b>3150</b>	<b>3543</b>	<b>3916</b>	<b>4315</b>
长期借款	200	220	300	350
递延税项负债	10.3	10.3	10.3	10.3
可换股贷款票据	728	730	750	800
<b>非流动负债</b>	<b>1062</b>	<b>1084</b>	<b>1184</b>	<b>1284</b>
<b>总负债</b>	<b>4211</b>	<b>4627</b>	<b>5100</b>	<b>5599</b>
股本	116	116	116	116
股本溢价	0	0	0	0
其他储备	6822	7756	8955	10447
非控制性股东权益	66	67	67	68
<b>总权益</b>	<b>6534</b>	<b>7468</b>	<b>8668</b>	<b>10161</b>
<b>总负债和总权益</b>	<b>10745</b>	<b>12095</b>	<b>13768</b>	<b>15760</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	799	1038	1333	1677
折旧	153.5	166.8	181.4	197.5
无形资产及预付租赁款摊销	58.9	66.8	93.0	105.9
财务费用	166.0	183.8	202.5	228.8
购股权开支	13.0	0.0	0.0	0.0
利息收入	0.0	0.0	0.0	0.0
应占联营公司损益	0.3	2.0	2.0	3.0
其他	74.8	89.9	114.4	140.3
营运资本减少	-482	-800	-1167	-964
已付所得税	-42	-104	-133	-184
<b>经营活动现金流量</b>	<b>741</b>	<b>644</b>	<b>626</b>	<b>1205</b>
资本支出	-118	-130	-143	-157
其他	8	-38	-45	-54
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-110</b>	<b>-168</b>	<b>-188</b>	<b>-212</b>
可换股贷款票据	0	0	0	0
新增/偿还贷款	48	175	268	284
其他	-840	-194	-215	-244
<b>融资活动现金流量</b>	<b>-793</b>	<b>-19</b>	<b>53</b>	<b>41</b>
现金净增加	-121	457	491	1034
现金的期初余额	2646	2526	2983	3473
<b>现金的期末余额</b>	<b>2526</b>	<b>2983</b>	<b>3473</b>	<b>4507</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营收</b>	<b>12042</b>	<b>14468</b>	<b>18411</b>	<b>22588</b>
成本	-8459	-10110	-12835	-15722
<b>毛利</b>	<b>3583</b>	<b>4359</b>	<b>5575</b>	<b>6866</b>
营销费用	-618	-767	-994	-1197
行政费用	-1196	-1435	-1808	-2242
研究及开发成本	-809	-912	-1160	-1400
呆账拨备	-75	-90	-114	-140
其他支出	-59	-67	-93	-106
其他收入	178	140	140	140
<b>经营利润</b>	<b>970</b>	<b>1228</b>	<b>1546</b>	<b>1920</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1177</b>	<b>1455</b>	<b>1810</b>	<b>2209</b>
折旧和摊销	212	234	274	303
<b>EBIT</b>	<b>965</b>	<b>1222</b>	<b>1536</b>	<b>1906</b>
财务费用	-166	-184	-203	-229
应占联营公司收益	0	-2	-2	-3
<b>税前利润</b>	<b>799</b>	<b>1038</b>	<b>1333</b>	<b>1677</b>
所得税开支	-42	-104	-133	-184
<b>税后利润</b>	<b>757</b>	<b>934</b>	<b>1200</b>	<b>1493</b>
少数股东权益	0	0	1	1
<b>归母净利润</b>	<b>756</b>	<b>934</b>	<b>1199</b>	<b>1492</b>
<b>EPS-基本(元)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.37</b>	<b>0.47</b>	<b>0.59</b>

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营收增长率	13.8%	20.1%	27.2%	22.7%
EBIT 增长率	9.9%	26.6%	25.7%	24.1%
净利润增长率	5.7%	23.5%	28.4%	24.4%

## 盈利能力

EBIT Margin	8.0%	8.4%	8.3%	8.4%
EBITDA Margin	9.8%	10.1%	9.8%	9.8%
毛利率	29.8%	30.1%	30.3%	30.4%

## 净利率

净利率	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%
ROE	11.7%	12.6%	13.9%	14.8%

## 偿债能力

资产负债率	39.2%	38.3%	37.0%	35.5%
流动比率	2.60	2.71	2.89	3.10
速动比率	2.59	2.69	2.87	3.08

## 营运能力

资产周转率	1.13	1.27	1.42	1.53
应收帐款周转率	2.20	2.42	2.61	2.76
应付账款周转率	5.58	6.79	7.50	8.18
存货周转率	143	169	174	171

## 每股资料(元)

每股收益	0.30	0.37	0.47	0.59
每股经营现金流	0.31	0.25	0.25	0.47
每股净资产	2.54	2.91	3.38	3.97

## 估值比率(倍)

PE	28	22	17	14
PB	3.2	2.8	2.4	2.1

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违犯当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。