

# 證券業務部每周證券評論

中軟國際有限公司 (股份代號:00354)

Chinasoft International Limited

13 OCT 2017

目標價 \$5.20

## 重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利	人民幣0.2034元
全年每股股息	人民幣0.01063元
市盈率 (x)	16.02
市帳率 (x)	1.77
派息比率	5.224%

資料來源: 彭博、中軟國際有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

## 公司簡介

中軟國際有限公司(以下稱“中軟國際”或“集團”), 集團於於2000年成立, 並於2003年6月20日在於香港交易所創業板成功上市, 隨後於2008年成功轉往主板上市。中軟國際定位是提供綜合性軟件與信息服務, 即「端到端」的IT服務, 包括: 諮詢服務、技術服務、外包服務和培訓服務。技術服務主要涉及解決方案服務, 外包服務包括ITO、BPO、EPO等服務。集團的客戶主要分佈於具IT服務高成長潛力的行業, 如政府、製造、金融、電信、高科技等。客戶遍佈中國、美國、日本、香港等國家和地區。集團擁有300多項軟件著作權及專利, 如為行業解決方案提供應用支撐的SOA中間件平台產品ResourceOne(簡稱R1)和支持海量信息交換的軟件平台產品TopLink。集團的業務主要劃分為技術與專業服務集團(TPG)和互聯網ITS服務集團(IIG)等兩大類別。專業服務集團(TPG)業務包括軟件平台服務、戰略和業務諮詢及信息化諮詢、行業及通用應用軟件和解決方案研發、系統集成與服務、產品工程化Product Engineering、應用開發及管理服務、企業應用服務、業務流程外包、工程流程外包和知識流程外包以及移動互聯網產品及服務。TPG主要為大客戶、大行業提供技術和專業服務, 目標是成為立足中國、服務全球、行業領先的全鏈條資訊技術服務供應商。集團與華為、微軟、滙豐、騰訊、阿裡雲、中移動等知名企業有深入的戰略合作, 深耕金融、電信、互聯網、交通、能源等重點行業, 持續開拓全球市場, 為客戶提供全鏈條、高品質、高效率、具有綜合優勢和行業特色的技術服務。而互聯網ITS服務集團(IIG)則以“解放號”(JointForce平台)為核心, 同時亦有雲遷移和運維服務、雲諮詢和SaaS定制化服務、雲中間件(PaaS)產品和服務以及培訓業務。中軟國際總部設於香港, 運營總部位於北京, 目前中軟國際已在中國北京、上海、深圳、大連、西安等城市以及美國西雅圖、普林斯頓、英國倫敦、日本東京等城市設有分支機構。

## 業績回顧 (截至30/06/2017止)

截至2017年6月30日止的6個月, 集團的營業額同比上升43.7%至41.45億元(人民幣, 下同); 毛利同比增長42.4%至11.43億元; 毛利率較去年同期的27.8%下跌了0.3個百分點至27.6%; 股東應佔溢利同比增長3.9%至2.45億元; 每股基本盈利同比下跌7.1%至人民幣0.1026元。

財務方面, 截止2017年6月30日止, 集團的資產總值為77.6億元, 較2016年12月31日的72.29億元, 增長7.3%; 負債總額為29.85億元, 較2016年12月31日的28.97億元, 增長3.1%; 集團持有的現金及銀行結餘為10.55億元, 較2016年6月30日的12.99億元, 減少18.8%; 集團的流動比率為2.11x, 較2016年6月30日的2.02的流動比率上升了0.09x。

圖表一

業績 人民幣千元	截至06月30日止6個月		
	2017	2016	變動%
營業額	4,145,060	2,884,951	43.7%
毛利	1,142,673	802,635	42.4%
毛利率	27.6%	27.8%	-0.3%
股東應佔利潤	245,470	236,237	3.9%
每股基本盈利(人民幣元)	0.1026	0.1104	-7.1%
人民幣千元	2017年6月30日	2016年12月31日	變動
總資產	7,759,527	7,229,303	7.3%
總負債	2,985,259	2,896,664	3.1%
流動比率(x)	2.11	2.02	0.09
現金及現金等價物	1,054,511	1,298,972	-18.8%

資料來源: 中軟國際有限公司

## 投資要點及利好因素

圖表二

收入 (人民幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
技術專業服務業務 (TPG)	84.7%	3,511,450	79.3%	2,287,883	53.5%
互聯網ITS集團(IIG)	15.3%	633,610	20.7%	597,068	6.1%
總計	100.0%	4,145,060	100.0%	2,884,951	43.7%

  

服務性收入 (人民幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
技術專業服務業務 (TPG)	85.5%	3,460,084	80.4%	2,276,098	52.0%
互聯網ITS集團(IIG)	14.5%	587,164	19.6%	556,022	5.6%
總計	100.0%	4,047,248	100.0%	2,832,120	42.9%

  

分部業績 (人民幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
技術專業服務業務 (TPG)	88.3%	368,493	78.7%	249,605	47.6%
互聯網ITS集團(IIG)	11.7%	48,690	21.3%	67,570	-27.9%
總計	100.0%	417,183	100.0%	317,175	31.5%

資料來源：  
中軟國際有限公司

1. **分部表現及營運數據。**集團今年上半年的收入同比增長 43.7% 至 41.45 億元。服務性收入同比增長 42.9% 至 40.47 億元。收入增長主要由於核心大客戶業務以及雲計算、大數據、解放號業務呈高速增長；整體毛利同比增長 42.4% 至 11.43 億元；毛利率則較去年同期的 27.8% 下跌 0.2 個百分點至 27.6%，下跌主要由於 TPG 外包業務增長較快，而 TPG 外包業務的毛利率水平較其他業務水平略低所致；股東應佔溢利同比增長 3.9% 至 2.45 億元，但若剔除購股權開支後，集團的股東應佔溢利應為 3.17 億元，同比增長 30.0%。集團去年已將業務調整為兩大分部，今年上半年兩大分部的業績表現如下：

**技術專業服務業務(TPG)：**佔集團整體收入 84.7% 的技術專業服務業務分部，其今年上半年的收入同比增長 53.5% 至 35.11 億元，服務性收入同比增長 52% 至 34.6 億元。增長主要由於來自於華為、匯豐、騰訊、平安集團等的核心客戶業務的大幅增長所致；TPG 的溢利同比增長 47.6% 至 3.68 億元，溢利增長略低於收入增長，主要由於集團對雲業務、大數據等新業務的研發投入較多所致；

**互聯網 ITS 集團(IIG)：**佔集團整體收入 15.3% 的互聯網 ITS 集團分部，其今年上半年的收入同比增長 6.1% 至 6.34 億元，服務性收入同比增長 5.6% 至 5.87 億元。增長主要由於來自解放號業務同比大幅增長所致；IIG 分部今年上半年的溢利同比下跌 27.9% 至 4,869 萬元。溢利下跌主要由於聯營公司加大市場投入，以及上半年處於業務淡季，影響了互聯網 ITS 集團的整體業績，若剔除聯營公司業績的影響，互聯網 ITS 集團業績較去年同期增長 11.8%，高於收入和服务性收入的增長，主要因為解放號業務的高速發展所致。

客戶結構方面，2017 年上半年，集團前五名大客戶的服務性收入佔集團總服務性收入比例為 73.3%，而來自十大客戶的服務性收入則佔集團總服務性收入比例 77.8%，當中服務性收入大於人民幣 600 萬以上的大客戶有 79 個。集團客戶當中多為總部位於大中華地區、歐美和日本的大型企業。而在快速增長的中國市場當中，政府與製造、金融與銀行、電信、高科技等主流行業有較大的市場份額。

2. **至強合作伙伴及客戶。**華為是集團的大客戶之一，自 2012 年起集團與華為成立合資公司，雙方開始戰略合作。2015 年 10 月 26 日，中軟國際與華為簽訂股份認購以及收購協議，集團會向華為收購一家與其合營的 IT 外包公司 40% 權益，代價為 2.38 億元。華為先以 2.38 億元認購 8,500 萬股中軟股份，而中軟再以相同金額支付予華為作交易代價。完成後，華為將持有中軟擴大後股本 3.97%，並承諾為中軟的長期戰略投資者。交易完成後，中軟國際將成為華為入股的第一家香港上市公司。到 2016 年，集團通過向華為發行新股的方式收購華為於合資公司的全部股份，華為升級為公司的戰略股東。現時華為佔集團的收入比例已提升至 50% 左右，業務增速亦高達 60%。

今年 7 月 17 日集團宣佈與華為技術有限公司在深圳簽署戰略合作協定，中軟國際成為華為雲首家同舟共濟合作夥伴，雙方將基於華為雲，在軟體發展雲、行業解決方案、雲服務等領域深入合作，共拓公有雲市場、實現客戶數位化轉型。集團在全面執行與華為雲同舟共濟的合作夥伴協議下，未來將在雲服務、雲解決方案、軟件開發雲等領域內進行全方位的合作，在產品打造、市場拓展、運營推廣、生態建設等領域持續展開深入合作，構建長期的「1（華為）+1（中軟國際）+N（生態夥伴）」合作夥伴關係。會全面升級解決方案服務模式：將推動製造、政府、金融、交通、電力、教育、電商等行業主要解決方案全面遷雲，轉化為雲解決方案服務，通過在標桿客戶建立行業公有雲服務的樣板，並透過和華為的市場渠道全面推廣這些行業雲解決

## 投資要點及利好因素

方案服務。集團現已成為當前華為在公有雲生態中最高級別的合作夥伴，雙方將攜手打造中國最大的公有雲生態圈，未來中軟國際會嘗試將成熟的解決方案搬上雲端，以 SaaS 模式收費。這將大大提高集團在華為產業鏈中的地位。

現時集團與華為聯合發佈「智造雲」解決方案。「智造雲」是雲化的智造基礎服務平台，為製造產業提供資源診斷、精準定位、平衡管理和流程管理，是促進區域資源整合，資產融合，提升製造企業盈利能力的綜合服務平台。「智造雲」是針對智慧製造服務本身，提供從智慧製造規範到智慧製造引領的“五個階梯”診斷服務。基於製造產業的診斷，從平衡資源到產業“區塊鏈”。目前「智造雲」在廣東和江蘇兩省，以戰略合作模式，正在為第一批 2000 家製造企業提供診斷服務。圍繞產業集群、企業經營開展工業大數據採集、診斷和應用服務。通過建立區域智能製造中心，推出診斷服務平台、智能製造技改方案，打造一個集智能製造理論引領、智能製造實踐推動、先進智能製造成果展示與推廣的三位一體、迭代循環的智能製造推進模式。今年上半年集團成功簽約某「國家裝備製造業示範基地城市」，下一步將在江蘇、廣東兩省全面建設智能製造樣板，逐步在「中國製造 2025」計劃佈局城市推廣。而華為和中軟國際更在國內首先推出基於 AR 和 VR 的方式，服務於整個製造現場的重構建設，以支撐精益化管理和提高過程生產效率。此「智造雲」的解決方案正好助「中國製造 2025」國策協助大中小製造企業解決營運的問題，集團會因此取得更多的生意及收入。

除華為外，集團現時的主要客戶包括微軟、騰訊(00700.HK)、阿里巴巴、匯豐銀行(00005.HK)、平安銀行、中移動(00941.HK)及中國電信(00728.HK)。集團與國內科網巨擘的合作，自 2014 年集團與騰訊(00700)訂立為期兩年的合作協議，成為騰訊遊戲服務最大 IT 服務供應商。2015 年 3 月集團又宣佈，與騰訊(700.HK)旗下新拓展的微眾銀行簽訂合約，進入萬億企業級互聯網金融 IT 服務領域。現時集團已成為騰訊雲最高級別的管道合作夥伴，亦是騰訊供應商評級中的 A 級供應商。在與匯豐的合作上，集團去年成功以成本的優勢打到其他強大的對手，成為匯豐 Commercial Banking 的最大 IT 服務商。今年上半年，集團成功為匯豐中國打造了新一代手機銀行系統 Mobile Z 上線，Mobile Z 系統融合了人臉識別、人工智能、React、雲技術等最新技術。同時亦為匯豐的 Commercial Banking 項目取得重大突破。2017 年 8 月，中軟國際與匯豐合作建立的匯豐環球科技西安中心正式啟用，未來集團可能成為匯豐最大的離岸外包基地之一。而通過與 CMB 的合作，集團在匯豐業務中成功開闢了零售銀行之外新業務。另外，今年上半年集團亦為匯豐打造新一代櫃員機解決方案 mVTM，在銀行業內引起了廣泛的關注。mVTM 實現了櫃員機的移動化，並支持人臉識別等新特性。集團現已與恆生銀行簽署合作協議，並不斷與海外銀行客戶接洽，在知名的解決方案的正面影響下，相信能為集團拓展海外市場及爭取更多海外生意。

**3. JointForce 平臺的發展。**JointForce(即“解放號”)是一個互聯網眾包平臺，是一個可改變商業模式的平臺。此平臺就如 Airbnb 一樣，將共享經濟/眾包概念引入到 IT 服務的行業之中。集團通過解放號這個平臺將開發人員、IT 服務提供商以及用戶這三者的力量結合起來，以更加低廉的成本更加快捷的滿足客戶的需求，其本身十分具有客戶價值。集團相信平臺的發佈將成為企業客戶借力互聯網進行轉型發展的平台，同時，將引領更多軟件企業進行商業模式的創新，探索轉型發展的新途徑。

今年上半年，「解放號」已全面進入 2.0 時代，「解放號」的核心產品能力和運營模式獲得全面的升級、擴展和增強。而「解放號」與華為軟件開發雲展開使命級戰略合作，深度綁定雙方功能與服務，面向開發者、開發企業提供一站式軟件開發雲服務解決方案。在運營模式上「解放號」陸續在南京、青島、北京、上海、西安、大連、成都、武漢、廣州、深圳、杭州、濟南、廈門、長沙、蘇州、天津、重慶、合肥等 18 個城市建立線下運營基地，規模化部署會員服務、僱主拓展、生態合作、交付管理等地推和服務團隊，全面覆蓋軟件重點城市和周邊有軟件產業基礎的城市。通過與區域政府深度合作，結合區域產業特色，以軟件園區為基礎，與區域內

## 投資要點及利好因素

軟件開發商、不同規模的發包企業緊密互動，提供多樣化的服務模式和服務內容。到今年第三季度，「解放號」全國的線下線上運營體系將初步建立完成，將構建出全新的軟件定制開發雲上生態。

在中軟國際與華為正式簽署同舟共濟合作夥伴協定下，中軟國際軟體眾包平臺“解放號”深度結合華為雲，面向開發者、開發企業提供一站式軟體發展雲服務解決方案。打破了時空及地域限制，針對多樣化、定制化、碎片化的軟體發展需求，通過全生命週期工具支撐、精準匹配、代碼複用等方式，不僅降低了開發成本、更有效提高了開發效率，構建出軟體發展的雲上“新生態”。

JointForce 於 2014 年 10 月首次亮相，2015 年 6 月 19 日正式對外開放投入商用，截至今年 6 月 30 日止，集團已接包團隊達到 1,000 多個，接包企業近 3,000 家，接包工程師 130,000 多名，發包企業近 20,000 家，發包額超過 8 億元，成交率約 30%，GMV(Gross Merchandise Volume, “網站成交金額”) 超過 2 億元。按集團指引，今年集團的解放號平臺的 GMV 將會倍增至 5 至 6 億元。而在解放號進入 2.0 的時代下，平臺將會以會員及店鋪的服務模式運行，今年上半年集團解放號推出了全新的微信小程序、服務號、App 和新版官網，為用戶提供全方位的連接和訪問服務。為更好服務解放號免傭和會員模式，還推出了基於 AI+大數據的智能推薦系統 2.0，大幅度提升了系統派單和匹配推薦的準確度和效率，準確度達到 80%，比之前提升 20%，平均成交時間下降 30%。解放號 CTO 韓鵬表示，從 2015 年 6 月 19 號正式發佈以來，解放號在平臺能力方面的進展迅速，尤其是與華為的合作後，推出了新的業務發展模式以及雲上軟體園。而解放號總裁童強預計未來三年，解放號將會成為中國最大、最專業、最好的 IT 服務眾包平臺。

## 股價走勢

集團於 11 月 10 日的收市價為 \$4.49，股價按年升 21.41%。集團今年的股價走勢反覆，由 7 月初 4 元以下的位置升至 10 月中時 7.79 元的水平，3 個月左右的升幅達 22.5%。現時 14 天相對強弱指數已回落至 47.8264 較低的水平，股價已升至 10 天及 20 天移動平均線以下，而 MACD 線及訊號線於利好的區間內，短期集團的股價有回升的動力。集團是國內大型的綜合軟件及資訊技術，亦是解決方案的開發商及供應商，主要客戶包括了阿里巴巴、騰訊、華為、中移動、匯豐等等的國內外大型科網企業及電訊商，集團與各企業的合作關係隨著企業本身業務的擴展而加深，眾所周知，以上所提及的企業均為國內外的知名巨企，業務廣泛，及不斷積極擴展，相信在“互聯網+”的國策支持下，未來集團與巨企的業務會有更多及更深入的業務合作，集團的軟件業務正好迎合國家發展的機遇，技術亦得到巨企的認同，為集團未來獲取更多中外的訂單。加上集團解放 JointForce 平臺有利降低成本提升效率及收入。投資者可考慮於 4.25 元以下的位置增持或吸納，憧憬集團未來軟件行業進入高速的增長，收入因迎合國家的政策而提升。

資料來源: 彭博

## 估值預測

以 11 月 10 日的收市價 \$4.49 計算，其市盈率及市帳率分別為 19.51 及 1.95 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏低的水平。中軟國際為內地大型綜合性軟體與資訊服務企業，其業務主要分為 TPG 業務，即為行業解決方案和軟件技術服務，以及 IIG 業務，定位為電子商務網站及雲服務營運商，並以「解放號」為核心。集團未來將會以國際化、解放號及大數據的三大方向發展。在國際化上，今年集團與華為正式簽署首家雲同舟共濟夥伴協議，在軟件開發雲、雲解決方案、雲服務等領域展開全方位合作。在軟件服務從傳統的 ADM（應用開發維護）領域向全球化合作成功邁進，在 AO、IO、ADM 領域均取得重大突破。將多年服務華為的經驗積累沉澱，成功構建 GTS（全球技術服務）全球化承接解決方案能力模型，並在實際落地過程中不斷驗證並完善模型的可行性。與華為加大合作集團可借助「一帶一路」重大發展戰略發展並輸出具中國特色城市化經驗的系統，是基礎建設、城市運營、金融支撐、人才供給、科技創新、文化融合等多個領域並行推動的重大戰略機遇。現時集團亦已加快海外佈局的步伐，計劃在印度、中東北非和俄羅斯建設新的中心，加強已經建成的美國、匈牙利、馬來西亞中心，以雲驅動數字化轉型服務完

## 估值預測

成全服務基本佈局，服務全球客戶，建立全球 IT 產業的中國影響力。現時華為提供了基礎的公有雲硬體設施，雙方將攜手打造中國最大的公有雲生態圈，集團無需承擔相關的硬體建設成本，只需利用其多元化行業解決方案與國內深厚的客戶基礎，力爭使其成為廣大企業級客戶上雲首選。而華為與中軟國際已聯合推出的“智造雲”即面向製造業企業的公有雲解決方案，未來還將在政府、能源、金融、交通、電力、教育、電商等領域推出雲解決方案。10月時集團與華為共同發佈智慧教育雲平臺聯合解決方案，證明集團利用與華為合作的優勢正向著不同的行業進發。目前，解放號在商用發佈一年半以來，其生態資源已覆蓋 387 個城市，加上解放號與華為軟件開發雲展開合作，雙方共同打造全新的軟件訂制開發生態，解放號將通過攜手軟件開發雲，對原有開發協作雲進行了大幅升級，建立了全生命週期雲上開發交付平台，推出了交易版和社區版，讓解放號上的項目在達成交易後可以一站式使用軟件開發雲進行項目交付。相信在中國製造 2025、互聯網+、大數據等成為國家戰略，新型智慧城市成為城市發展新常態下，集團的業務食正國策大好機遇，集團雲業務加上解放號業務的相輔相成，增長動力十足，收入值得憧憬。所以會將中軟國際的目標價定在\$5.20 即相當於 17.559 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 15.71%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

## 風險因素

- JointForce 平臺雖已開放，但成效及收入未明，而平臺上吸納到的軟件技術人員質素或良莠不齊，影響 JointForce 平臺收入
- 集團業務遍及歐美日等地，匯率的波動或會對集團的利潤有負面的影響

## 利益披露及免責聲明

### 利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程式及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

### 免責聲明：

投資涉及風險，證券價格有時會大幅波動，價格可升亦可跌，更可變得毫無價值。投資未必一定能多賺取利潤，反而可能會招致損失。

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負責或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。