基石业务逆势成长，云智能转型步伐加快

报告摘要

2019 年中期业绩符合市场预期。中软国际公布 2019 年中期业绩，1H19 收入同比增长 15%至 55.4 亿元人民币，高于市场预期 5.6%。毛利率同比略收窄 0.6 个百分点至 28.3%，毛利同比增长 12.7%至 15.7 亿元人民币。由于公司于期内加大对云智能业务的研发投入，行政开支同比增长 22.5%至 8.3 亿元人民币，占收入比例同比提升 0.9 个百分点至 15.2%。以上带动 1H19 净利润同比增加 1.1%至 3.63 亿元人民币，整体业绩符合市场预期。

基石业务保持稳健增长。尽管在国内经济增速放缓情况下，公司 1H19 基石业务依然取得稳健增长，相关收入同比增长 12.2%至 45.7 亿元人民币。公司与华为在海内外的合作持续深入，目前已成为华为鲲鹏凌云伙伴，共同为各行业提供基于鲲鹏处理器的 IT 基础设施及国产化软件应用；同时公司与华为在马来西亚、不丹、缅甸、印度、中国香港等地实现从业务突破到落地交付的全流程打通。公司与大客户合作持续深入，平安系业务进一步深耕金融科技、加大云计算、大数据、AI 方面的数字化转型力度；阿里系业务规模稳定向前，业务涵盖电商、消费者服务、批发、数字和娱乐、创新业务、菜鸟及阿里云领域；腾讯系业务也正在快速拓展，公司已中标腾讯游戏企业微信测试整包、优酷粤语审核等多个项目，同时为腾讯互动娱乐事业群 (IEG) 拓展海外客服，东南亚国家项目目前正在交付中。我们预计 2019E 基石业务中平安系/阿里系/腾讯系收入将同比分别增长 100%/30%/30%。

云智能转型成为新增长引擎。1H19 公司云智能收入同比增长 30.7%至 9.69 亿元人民币。期内解放号商业模式持续演进升级，形成了专注于软件开发领域的云生态；目前平台已经汇聚 43 万工程师、2.5 万家服务商和超过 5.7 万家发包企业，累计发包金额近 50 亿元人民币。同时，公司凭借多年为客户上云的经验，沉淀多款云产品，涵盖云管平台及多项场景云 (办公云、园区云、零售云等)，打磨标杆客户，为公司带来稳定的持续性收入。另一方面，公司已成功构建从云咨询、云迁移、云实施、云开发到云管理，端到端的全生命周期的云管理服务体系；当前已完成多家行业龙头客户的迁移项目，成功案例遍布全国十余个省份，并在中国香港、新加坡等地实现突破。我们预计云智能业务收入 2019E-21E CAGR 将达 60%，占收入比将从 2019E 约 19%提升至 2021E 的 37%。

重申 ³买入´评级，目标价 4.42 港元。预计在 i) 国内政府及金融机构 IT 信息化趋势持续、ii) 解放号平台盈利拐点到来、及 iii) 云服务、大数据及工业互联网业务布局逐步深化将为公司主要增长动力。公司目前 2019E/20E 动态市盈率分别 11.1/9.8 倍，处于过去 5 年动态 PE Band 底部，我们以 2020E PER 12 倍定价，给予目标价 4.42 港元，重申 ³买入´评级。

风险提示：中国 IT 服务支出增速低于预期；华为相关业务落地步伐慢于预期；云智能业务执行风险。

(31/12 年结；百万元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,244	10,585	11,732	12,985	14,978
增长率(%)	36.3%	14.5%	10.8%	10.7%	15.3%
净利润	566	716	746	844	975
增长率 (%)	27.9%	26.6%	4.3%	13.0%	15.6%
毛利率(%)	29.8%	30.7%	30.7%	30.7%	30.7%
净利润率(%)	6.1%	6.8%	6.4%	6.5%	6.5%
每股收益(RMB)	0.24	0.30	0.29	0.33	0.38
每股净资产(RMB)	2.15	2.42	2.76	3.07	3.45
市盈率	13.7	11.0	11.1	9.8	8.5
市净率	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9
净资产收益率(%)	12.0%	12.9%	11.5%	10.7%	11.7%
股息收益率	0.4%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%

数据来源：彭博，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 4.42 港元

现价 (2019-08-20)： 3.60 港元

总市值(百万港元)	9,159.51
流通市值(百万港元)	9,159.51
总股本(百万股)	2,544.31
流通股本(百万股)	2,544.31
12 个月低/高(港元)	3.37/6.332
平均成交(百万港元)	47.77

股东结构

陈宇红（主席兼 CEO)	17.5%
Prime Partners	5.5%
Milestones Asset Management	5.3%
其他	71.6%

股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.59	5.65	-30.60
绝对收益	-7.22	0.05	-35.55

数据来源：彭博、港交所、公司

蔡伟鸿 CFA　TMT 行业分析师
+852-2213 1409
patrickchoi@eif.com.hk

李想　TMT 行业分析师
+86-21-3508 2569
lixiang7@essence.com.cn

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测（续）

(31/12 年结；百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金流量表					
税前盈利	633	760	825	933	1,072
折旧	178	192	210	231	255
营运资金变动	431	(767)	(125)	(136)	(217)
其他	(910)	(23)	(14)	(18)	(20)
经营活动现金流量	**332**	**161**	**896**	**1,010**	**1,091**
资本开支	(160)	(151)	(265)	(338)	(338)
其他	(74)	(16)	6	6	6
投资活动现金流量	**(234)**	**(167)**	**(259)**	**(332)**	**(332)**
貸款变动	(431)	984	0	0	0
其他	864	(131)	(114)	(114)	(114)
融资活动现金流量	**432**	**853**	**(114)**	**(114)**	**(114)**
净资金流入/(出)	530	847	523	563	644
自由现金流	172	11	631	672	753
财务及估值比率					
P/E (x)	13.7	11.0	11.1	9.8	8.5
P/B (x)	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9
Dividend yield (%)	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9
EV/EBITDA (x)	10.2	8.5	7.4	7.2	6.4
EV/EBIT (x)	12.7	10.4	9.1	8.9	7.8
Gross margin (%)	29.8	30.7	30.7	30.7	30.7
EBITDA margin (%)	9.7	10.0	9.7	9.7	9.5
Pre-tax profit margin (%)	6.8	7.2	7.0	7.2	7.2
Net margin (%)	6.1	6.8	6.4	6.5	6.5
SG&A/sales (%)	21.9	22.0	22.4	22.4	22.6
Effective tax rate (%)	11.3	5.8	9.5	9.5	9.0
ROE (%)	12.0	12.9	11.5	11.4	11.7
ROA (%)	7.1	7.4	6.8	7.1	7.5
Current ratio (x)	2.5	2.2	2.5	2.6	2.7
Stock turnover days (s)	1.3	2.2	3.0	3.0	3.0
A/R turnover days (s)	80.0	78.4	84.8	84.8	83.2
A/P turnover days (s)	78.4	76.6	70.8	70.8	69.5
Interest coverage (x)	7.0	7.3	8.1	9.0	10.3
Net debt/ (cash) to equity (%)	(2.8)	(4.2)	(10.9)	(17.0)	(22.4)
Total asset to equity ratio (x)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
Dividend payout ratio (%)	6.2	7.3	7.5	7.8	8.0

数据来源：公司；安信国际预测

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2213 1888 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。 此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。（5）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 ² 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
增持 ² 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
中性 ² 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
减持 ² 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
卖出 ² 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010