



2015年1月28日  
公司研報  
評級：買入  
目標價：3.27 港元

股價(港元) 2.42  
預期股票回報 35.12%  
預期股息收益率 0.00%  
預期總回報 35.12%

前期報告評級及目標價 買入, 3.27 港元  
前次報告日期 2014年9月1日

分析員：陳宜飆  
電話：(852) 2147 8819  
電郵：markybchen@abci.com.hk

**主要資料**

52 周高/低 (港元)	3.22/2.09
發行股數 (百萬)	1,875
市值 (百萬港元)	4,538
3 個月日均成交額(百萬港元)	13.4
大股東及持股(%):	
弘毅投資	17.92
陳宇紅	15.18

來源：公司、彭博、農銀國際證券

**FY13 全年收入構成 (%)**

軟體及硬體銷售, %	4.31
專業服務, %	48.56
外包服務, %	44.20
培訓, %	2.94
總計, %	100.00

來源：公司、農銀國際證券

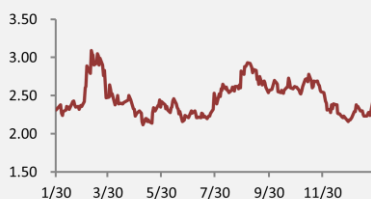
**股價表現(%)**

	絕對回報	相對回報*
1 個月	8.52	2.28
3 個月	(7.28)	(12.75)
6 個月	4.31	2.76

\*相對恒生指數

來源：彭博、農銀國際證券

**1 年期股價表現 (港元)**



來源：彭博、農銀國際證券

**中軟國際 (0354 HK)**

**業務健康發展，估值吸引；再次強調“買入”**

- 公司在 2014 年 12 月推出的眾包和工作平臺 JointForce 發展良好，我們的管道資訊顯示，其註冊帳戶增長顯著，平臺內部活躍
- 公司通過與騰訊簽署遊戲領域的 IT 服務合同，有望分享快速增長的手游市場紅利
- 集團將受益於合作夥伴阿裡雲的擴張，後者近期與中國天津市政府簽署了政府雲服務合同，使之政府雲業務擴張至 12 個省級行政區，預計將驅升中軟國際的業務需求
- 目前的價格所對應的估值頗具吸引力，重申買入評級，目標價 3.27 港元，對應 13 倍 2015 年預期市盈率

**JointForce 項目進展順利，將逐步提升集團的利潤率水準。** 該公司成功推出 JointForce，一個基於雲服務的眾包平臺，可以讓所有註冊的 IT 工程師參與中軟國際或其認證機構派發的外包工作合同。這是一種全新業務模式。中軟國際希望利用這一平臺，讓公司同一時間接觸到更多符合條件的（內外部）程式師，大大擴張人力資源基礎，更有效地分配任務，從而降低集團的成本，提升利潤率水準。公司的目標是至少吸引 80000 名註冊人員。而從我們的管道資訊來看，該平臺對年輕工程師頗有吸引力，註冊數量自 2014 年 12 月正式啟動以來翻近 3 倍至約 2 萬人，平臺內部論壇活躍程度也很高。我們認為該進展有助於公司專業化服務的提升。

**將受惠於中國手游市場增長。** 我們預計中國的手遊市場將在未來幾年以兩位元數的速度增長。2014 年該領域的並購與兼併活動很活躍，而且全球遊戲市場需求仍然強勁，這些都是行業增長誘因。而中軟國際剛剛與騰訊簽約，將成為騰訊最大的遊戲業務的 IT 服務供應商（提供包括運營、測試和維護在內的服務），有鑑於此，我們相信中軟國際將在未來幾年分享手遊市場快速發展的成果。

**與阿裡雲的合作帶來更多的機會。** 我們留意到，近期阿裡雲與天津市政府簽訂了政府雲的服務合同，至此，阿裡雲已經和 12 個中國省級行政區進行了雲業務合作。作為阿裡雲生態系統下最大的也是迄今唯一的全方位服務提供者，我們相信，中軟國際將受益於阿裡雲的擴張。此外，中國正在大力推動與周邊各國的經貿合作，以深化國家主席習近平所宣導的構建“絲綢之路經濟帶”和“21 世紀海上絲綢之路”的國家合作發展戰略。各級地方政府均需要構建自己的“一帶一路”戰略，以配合國策，這也會驅升政府雲服務需求，特別是在電商和大資料方面。我們預計，此類業務也會提升中軟國際的銷售額。

**上調 2015 年的每股盈利水準。** 推廣 JointForce 無疑將會增加中軟國際的廣告和市場費用開支，但我們預計 JointForce 成熟發展後，有助於提高公司的利潤率指標。我們分別將 2014 年和 2015 年的毛利率從 31.5% 和 28.5% 調高至 32% 和 31.5%（14 年上半年：30%）。2014 和 2015 年的每股盈利相應也從 0.102 元和 0.137 元人民幣分別上調至 0.109 和 0.197 人民幣，上調幅度約為 6.8% 和 43.8%。

**業績表現及估值**

截止12月31日財年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(人民幣千元)	2,768,171	3,205,985	4,262,425	5,789,621	7,759,819
收入同比變化 (%)	23.37	15.82	32.95	35.83	34.03
淨利潤 (人民幣千元)	133,189	148,301	196,665	355,120	563,510
淨利潤同比變化 (%)	20.43	11.35	32.61	80.57	58.68
每股盈利(人民幣)-攤薄	0.077	0.082	0.109	0.197	0.313
每股盈利同比變化 (%)	2.38	6.46	32.67	80.57	58.68
每股淨資產 (人民幣元)	1.12	1.26	1.52	1.74	2.07
每股淨資產同比變化(%)	-5.05	12.59	20.67	14.33	19.18
每股派息,人民幣元	-	-	-	-	-
市盈率 P/E (倍)	-	23.64	17.82	9.87	6.22
市淨率 P/B (倍)	-	1.54	1.28	1.12	0.94
股息收益率 (%)	-	-	-	-	-
平均淨資產收益率(%)	7.29	7.07	7.86	12.11	16.43
平均總資產收益率(%)	3.87	3.17	3.55	5.54	7.41

來源：彭博，農銀國際證券預測



**風險因素**（影響我們評級及目標價的風險包括）：1）雲服務和大資料業務的發展程度低於預期；2）JointForce 的活躍度後勁乏力，變現能力令人失望；3）國內同行競爭加劇；4）並購 Catapult Systems 產生的文化差異與管理風險；5）公司在 2012 及 2013 年未有派息。



公司損益表 (2012A-2016E)

截止12月31日財年(單位: 人民幣千元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
軟體及硬體銷售	216,776	138,058	151,864	167,050	183,755
專業服務	1,236,006	1,556,669	2,101,503	2,942,104	4,118,946
外包服務	1,221,800	1,416,895	1,912,808	2,582,291	3,356,978
培訓	93,589	94,363	96,250	98,175	100,139
<b>收入</b>	<b>2,768,171</b>	<b>3,205,985</b>	<b>4,262,425</b>	<b>5,789,621</b>	<b>7,759,819</b>
收入成本	(1,852,830)	(2,200,799)	(2,898,449)	(3,965,890)	(5,315,476)
毛利	<b>915,341</b>	<b>1,005,186</b>	<b>1,363,976</b>	<b>1,823,731</b>	<b>2,444,343</b>
銷售推廣及行政費用	(615,453)	(687,592)	(834,157)	(1,011,663)	(1,239,846)
其它業務收益	112,172	112,676	214,031	248,556	310,308
除所得稅前收益	<b>187,716</b>	<b>204,918</b>	<b>315,788</b>	<b>563,511</b>	<b>894,189</b>
所得稅	(37,574)	(4,890)	(50,526)	(84,527)	(134,128)
<b>淨利潤</b>	<b>150,142</b>	<b>200,028</b>	<b>265,262</b>	<b>478,985</b>	<b>760,060</b>
<b>利潤分配:</b>					
非控制性權益	16,953	51,727	68,596	123,865	196,551
公司股東應占利潤	<b>133,189</b>	<b>148,301</b>	<b>196,665</b>	<b>355,120</b>	<b>563,510</b>
每股收益,基本, 元人民幣	0.080	0.084	0.111	0.200	0.318
每股收益,攤薄值, 元人民幣	0.077	0.082	0.109	0.197	0.313
<b>每股股息, 元</b>	-	-	-	-	-

來源: 公司, 農銀國際預測

公司資產負債表 (2012A-2016E)

截止12月31日財年(單位: 人民幣千元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
物業、廠房及設備	132,853	174,186	210,000	192,093	201,047
無形資產	159,330	280,649	329,150	304,900	317,025
于聯營公司的權益	27,616	13,519	16,454	11,989	11,377
其他非流動資產項目合計	707,067	1,029,358	1,021,396	504,465	750,223
<b>非流動資產合計</b>	<b>1,026,866</b>	<b>1,497,712</b>	<b>1,577,000</b>	<b>1,013,447</b>	<b>1,279,671</b>
存貨	23,989	19,883	21,312	28,948	38,799
應收票據及應收賬款	1,039,396	1,146,646	1,491,849	2,026,367	2,715,937
預付款項、按金及其他資產	1,038	1,009	1,024	1,016	1,020
現金及現金等價物	774,847	940,823	1,025,275	1,419,728	1,003,337
其他流動資產	576,214	1,066,884	1,417,035	1,918,800	2,570,070
<b>流動資產</b>	<b>2,415,484</b>	<b>3,175,245</b>	<b>3,956,495</b>	<b>5,394,860</b>	<b>6,329,163</b>
<b>總資產</b>	<b>3,442,350</b>	<b>4,672,957</b>	<b>5,533,495</b>	<b>6,408,307</b>	<b>7,608,834</b>
應付客戶合約工程款項	110,506	217,410	289,845	393,155	527,306
貿易及其他應付帳款	668,918	741,528	852,485	1,248,517	1,612,674
應付票據	7,071	3,387	2,131	2,895	3,880
應付稅項	39,312	28,303	33,808	31,055	32,431
借貸	309,300	471,328	390,314	430,821	410,568
其他短期流動負債	208,358	9,269	13,267	17,337	23,652
<b>流動負債總額</b>	<b>1,343,465</b>	<b>1,471,225</b>	<b>1,581,850</b>	<b>2,123,780</b>	<b>2,610,512</b>
遞延稅項負債	17,602	17,589	17,596	17,592	17,594
借貸	19,000	518,268	763,550	640,909	702,230
其他非流動負債項	0	224,674	224,674	224,674	224,674
<b>非流動負債合計</b>	<b>36,602</b>	<b>760,531</b>	<b>1,005,820</b>	<b>883,175</b>	<b>944,497</b>
<b>負債合計</b>	<b>1,380,067</b>	<b>2,231,756</b>	<b>2,587,669</b>	<b>3,006,956</b>	<b>3,555,009</b>
<b>總權益</b>	<b>2,062,283</b>	<b>2,441,201</b>	<b>2,945,826</b>	<b>3,401,351</b>	<b>4,053,825</b>
非控制性權益	134,659	172,978	208,734	272,108	324,306
<b>歸屬於公司股東之股東權益</b>	<b>1,927,624</b>	<b>2,268,223</b>	<b>2,737,091</b>	<b>3,129,243</b>	<b>3,729,519</b>
<b>每股淨資產, 用攤薄, 元人民幣</b>	<b>1.12</b>	<b>1.26</b>	<b>1.52</b>	<b>1.74</b>	<b>2.07</b>

來源: 公司, 農銀國際預測



公司現金流量表 (2012A-2016E)

截止12月31日財年(單位: 人民幣千元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>除稅前溢利</b>	<b>187,716</b>	<b>204,918</b>	<b>315,788</b>	<b>563,511</b>	<b>894,189</b>
調整專案:					
物業、廠房及設備之折舊	46,577	52,562	64,440	76,052	91,320
無形資產及預付租賃款項之攤銷	42,967	49,803	46,385	48,094	47,240
財務費用	31,111	47,296	47,296	47,296	47,296
利息收入	(3,326)	(1,958)	(2,642)	(2,300)	(2,471)
出售物業、廠房及設備之虧損	137	1,114	626	870	748
就商譽確認減值虧損	28,054	0	14,027	7,014	10,520
其他調節項目	19,764	30,629	43,047	55,779	77,836
<b>營運資金變動前之經營現金流量</b>	<b>353,000</b>	<b>384,364</b>	<b>528,966</b>	<b>796,315</b>	<b>1,166,677</b>
<b>營運資金變動</b>					
貿易及其他應收賬款增加	(294,161)	(78,908)	(172,601)	(267,259)	(344,785)
應付客戶合約工程款項增加	54,364	106,904	72,435	103,310	134,151
應收客戶合約工程款項增加	(197,676)	(490,881)	(345,731)	(503,975)	(650,165)
貿易及其他應付帳款增加	55,769	36,886	110,957	396,032	364,157
存貨減少	416	4,106	(1,429)	(7,636)	(9,851)
應付票據減少	(14,454)	(3,684)	(1,256)	764	985
用於業務之現金	(42,742)	(41,213)	191,340	517,551	661,170
其他調節項目	(35,624)	(19,825)	(27,725)	(23,775)	(25,750)
<b>經營業務實現之現金淨額</b>	<b>(78,366)</b>	<b>(61,038)</b>	<b>163,616</b>	<b>493,776</b>	<b>635,420</b>
<b>投資業務</b>					
收購附屬公司	0	(226,887)	(113,444)	(170,165)	(141,804)
購買物業、廠房及設備	(50,145)	(80,663)	(65,404)	(73,034)	(69,219)
已付開發成本	(41,619)	(59,689)	(50,654)	(55,172)	(52,913)
購買軟體	(3,351)	(17,356)	(10,354)	(13,855)	(12,104)
出售物業、廠房及設備所得款項	1,950	2,466	2,208	2,337	2,273
已收利息	3,326	1,958	2,642	2,300	2,471
其他調節項目	(39,483)	(82,557)	(39,509)	(61,033)	(50,271)
<b>用於投資業務之現金淨額</b>	<b>(129,322)</b>	<b>(462,728)</b>	<b>(274,514)</b>	<b>(368,621)</b>	<b>(321,567)</b>
<b>融資活動現金流量</b>					
新增銀行貸款	284,300	1,059,558	578,680	685,594	247,842
償還借貸	(151,200)	(413,504)	(423,528)	(460,368)	(1,104,870)
其他調節項目	77,054	(361,988)	44,397	50,084	131,889
<b>融資活動(耗用)/所得現金流量淨額</b>	<b>210,154</b>	<b>697,570</b>	<b>199,549</b>	<b>275,310</b>	<b>(725,138)</b>
<b>現金及現金等價物增加淨額</b>	<b>2,466</b>	<b>173,804</b>	<b>88,651</b>	<b>400,466</b>	<b>(411,285)</b>
年初的現金及現金等價物	772,950	774,847	940,823	1,025,275	1,419,728
現金及現金等價物的匯兌虧損	(569)	(7,828)	(4,199)	(6,013)	(5,106)
<b>年末的現金及現金等價物</b>	<b>774,847</b>	<b>940,823</b>	<b>1,025,275</b>	<b>1,419,728</b>	<b>1,003,337</b>

來源: 公司, 農銀國際預測

財務指標摘要 (2012A-2016E)

截止12月31日財年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率, %	33.07	31.35	32.00	31.50	31.50
經營利潤率, %	6.78	6.39	7.41	9.73	11.52
淨利率, %	5.42	6.24	6.22	8.27	9.79
平均淨資產回報率, %	7.29	7.07	7.86	12.11	16.43
平均資產報酬率, %	3.87	3.17	3.55	5.54	7.41
總債項/總權益, %	66.92	91.42	87.84	88.40	87.70

來源: 公司, 農銀國際預測



## 權益披露

分析員，陳宜飆，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

### 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 $\geq$ 市場回報
持有	市場回報 - 6% $\leq$ 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 2010-2014 年市場平均回報率

### 股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $< 1.5$
低	$180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $< 1.0$

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險，基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

### 免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2015 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183