

持有

云服务业务初现潜力 未来利润率趋于稳定

浪潮国际 (596.HK)

2019-08-19 星期一

投资要点

目标价: HK\$4.30
现价: HK\$3.80
预计升幅: 13.15%

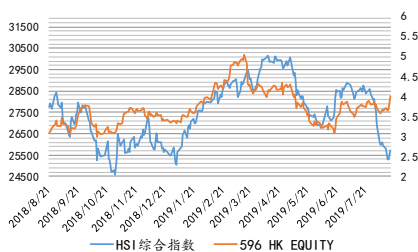
股本数据

总股本(亿股): 11.38
港股市值(亿港元): 43.17
52周高/低(HK\$): 5.13/2.57
每股净值(港元): 1.96
所属行业: TMT

主要股东

浪潮集团 54.58%

52周行情图(Vs 恒生中国指数)



国元国际研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyqz.com.hk

云业务占比提升 非主营业务收入下降拉低利润率水平:

公司上半年收入 13.91 亿港元同比增加 24.7%，其中来自云服务收入为 1.60 亿，同比大幅增长 104.4%，收入占比提升至 11.5%，成为公司收入的新增长点；管理软件的收入为 10.44 亿港元，较去年同期增长 15.9%；来自物联网解决方案收入为 1.87 亿港元，同比增长 37.2%。由于高毛利云业务占比提升，公司整体毛利率较去年同期提升 0.3 个百分点。其他收入有所降低，主要是公司收购事项完成后现金减少导致利息收入减少及税务改革导致政府退税补助减少。应占联营公司利润由去年同期 6586 万港元减少至 2125 万港元，符合公司此前给出的指引，未来联营利润将稳定在每年 6000 万至 7000 万之间水平。最终公司实现利润 1.13 亿港元，同比减少 16.4%。

全产业布局取得快速增长 未来仍有高增长:

公司云业务分别在大中小型企业市场均取得较快速的增长，在大型企业市场，通过 GS Cloud 推动大型企业持续数字化转型，人力云 (HCM Cloud3.0) 新签约鲁南制药集团、珠江啤酒、中牧实业等新企业，累计注册使用者 220 万，采购云(iGo Cloud)进行了产品迭代；在中型企业市场，公司推出新一代开源云 ERP 产品 PS Cloud V2.0。该产品包括标准 SaaS 应用、开源 PaaS 开发平台和行业云解决方案，形成了财务、供应链等强应用。签约客户数量超过 300 家，其中包括华富洋、欧文莱、新华联等行业头部企业，注册用户数量超 3.2 万；在小型企业市场，智能财税金融云服务“浪潮易云”平台数累计突破 135 万用户。受益于国内云服务行业整体高增长红利及集团强大品牌效应，结合公司自身研发及客户服务能力，未来公司云业务将继续保持高增长态势，预计 19-22 年 CAGR 约 60%。

公司增长稳定估值较低 持有评级:

公司云服务目前已覆盖大、中、小微企业，背靠集团优势公司继续扩大大型客户覆盖，与 Odo 合作后推出 PS Cloud V2.0 使公司加速开拓中小企业市场。我们预计 2021 年公司云业务收入占比将提升至 30 左右%。由于税收改革、资产计提及联营利润下滑，预计 2019 年净利润会有所下降，目前估值 12 倍 PE，参考目标价 4.3 港元，对应 19 年 PE 约 15 倍，给予持有评级。

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收(百万港元)	1,965	2,443	3,043	3,769	4,672
变动	68.9%	24.3%	24.6%	23.8%	24.0%
净利润(百万港元)	161	344	320	410	502
变动	165.62%	114.08%	-6.97%	28.07%	22.38%
净利润率	8.19%	14.10%	10.53%	10.89%	10.75%
每股盈利(港元)	0.14	0.31	0.29	0.37	0.45
基于股价的市盈率(倍)	26.3	12.3	13.2	10.3	8.4

资料来源: 公司年报、国元国际预测

软件类公司估值

代码	公司名称	年初至今 涨跌	市值(亿)	EPS			PE			PB					
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
268 HK	金蝶国际	20.79%	252.36	0.15	0.12	0.15	0.19	46.08	62.95	52.15	41.59	3.67	3.90	3.68	3.42
1297 HK	中国擎天软件	-1.86%	24.45	0.21	0.28	0.37	0.47	9.30	7.43	5.66	4.46	1.61	1.44	1.21	1.00
1588 HK	畅捷通	3.67%	17.79	0.57	0.26	0.36	N/A	13.55	32.92	23.66	N/A	1.15	1.28	1.23	N/A
3888 HK	金山软件	32.04%	205.91	0.32	0.61	0.87	0.98	34.16	25.60	18.08	16.06	1.04	1.43	1.33	1.20
CMCM US	猎豹移动公司	-45.82%	4.60	9.26	1.47	1.61	3.55	6.65	17.13	15.60	7.09	1.05	0.54	0.53	N/A
ORCL US	甲骨文	19.67%	1787.67	23.92	27.01	30.45	32.67	14.86	15.56	13.80	12.86	6.96	8.26	8.61	6.85
WDAY US	day股份有限公司	24.91%	434.80	(15.14)	9.91	13.25	17.55	N/A	152.21	113.91	86.00	18.10	23.59	16.91	14.40
SAP US	SAP公司	24.64%	1461.67	N/A	5.91	6.49	7.27	N/A	22.33	20.34	18.15	N/A	4.12	3.66	3.26
CRM US	ce.com 股份	10.35%	1259.40	11.61	20.47	21.83	25.80	155.37	55.13	51.70	43.75	6.76	7.90	6.84	6.15
	平均							39.99	43.47	34.99	28.74	5.04	5.83	4.89	5.18

资料来源: 国元国际, Bloomberg

财务报表摘要

损益表					
<百万港元>, 财务年度截至<十二月>					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	1,965	2,443	3,043	3,769	4,672
成本	(1,268.1)	(1,503.9)	(1,817.6)	(2,169.4)	(2,575.0)
毛利	697	939	1,226	1,599	2,097
销售费用	(265)	(382)	(460)	(546)	(762)
行政费用	(473)	(530)	(654)	(886)	(1,093)
物业公允价值变动	18	(7)	(18)	0	0
其他收益	172	196	179	197	218
联营公司损益	41	148	67	68	69
除税前溢利	184	363	337	432	529
所得税	(23)	(19)	(17)	(22)	(26)
净利润	161	344	320	410	502
增长					
总收入 (%)	68.9%	24.3%	24.6%	23.8%	24.0%
净利润 (%)	165.6%	114.1%	-7.0%	28.1%	22.4%

财务分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率 (%)	35.5%	38.4%	40.3%	42.4%	44.9%
EBITDA 率 (%)	9.4%	14.9%	11.1%	11.5%	11.3%
净利率 (%)	8.2%	14.1%	10.5%	10.9%	10.7%
ROE	8.9%	16.8%	14.8%	17.0%	18.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	37.6%	37.3%	36.6%	38.0%	39.7%
实际税率 (%)	-12.6%	-5.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
应收账款天数	397	393	389	383	379
应付账款天数	129	122	119	107	97
财务状况					
负债/权益	1.13	0.74	0.83	0.89	0.95
收入/总资产	0.57	0.82	0.94	1.03	1.12

资产负债表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>					
	2017A	2018A	2019E	2020A	2021A
物业、厂房及设备	733.9	505.4	556.0	611.6	672.7
投资物业	567.9	826.7	826.7	826.7	826.7
预付租金	95.6	56.8	56.8	56.8	56.8
可供出售投资	21.6	40.8	0.0	0.0	0.0
其他无形资产	3.4	20.0	20.0	20.0	20.0
于联营公司之权益	150.1	299.7	299.7	299.7	299.7
于合营公司之权益	145.6	96.8	96.8	96.8	96.8
投资于子公司预付款	3.1	19.4	19.4	19.4	19.4
固定资产合计	1,422.5	1,449.7	1,459.4	1,515.0	1,576.2
存货	12.6	16.2	19.6	23.4	27.7
应收账款及应收票据	315.0	281.1	350.3	433.8	537.7
债务权益公允价值	0.0	32.1	32.1	32.1	32.1
预付款项及其它应收款	99.3	76.6	80.4	84.4	88.6
按公允价值计量金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应收款	202.8	222.7	244.9	244.9	244.9
已抵押银行存款	14.1	22.6	14.1	14.1	14.1
货币资金	1,391.0	865.2	1,052.3	1,318.8	1,642.6
流动资产合计	2,034.8	1,516.5	1,793.8	2,151.5	2,587.9
应付账款及应付票据	182.5	180.7	218.3	260.6	309.3
按金及其他应付款	561.0	482.3	501.6	521.6	542.5
其他应付款	272.8	327.0	384.0	384.0	384.0
递延政府补贴收入	70.3	45.3	54.8	66.3	80.3
应交税费	21.3	21.0	19.0	24.3	29.7
流动负债合计	1,107.8	1,056.3	1,177.7	1,256.8	1,345.8
递延收入政府补助	13.4	79.3	98.8	122.4	151.7
递延税项负债	204.3	231.6	231.6	231.6	231.6
股东权益合计	1803.0	2053.1	2169.0	2416.9	2729.3

现金流量表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	160.9	344.4	320.4	410.4	502.2
所得税调整	17.6	18.7	16.9	21.6	26.4
非现金调整	(24.7)	(85.8)	(7.6)	(5.6)	(0.4)
资本变动	(93.4)	(2.3)	49.6	45.2	37.9
已付所得税	(4.3)	(15.1)	(13.7)	(17.5)	(21.4)
经营活动现金流	56.0	259.9	365.7	454.0	544.7
物业及设备变动	(1.0)	(53.2)	(63.8)	(76.6)	(91.9)
向附属公司贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
附属公司还款	341.6	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资活动	13.2	6.0	(69.1)	(81.0)	(89.9)
投资活动现金流	353.8	(47.1)	(132.9)	(157.6)	(181.8)
同系附属公司垫款	(3.4)	26.7	0.0	0.0	0.0
控股公司资金来往	(12.0)	(41.0)	0.0	0.0	0.0
支付股息	(27.0)	(28.6)	(45.6)	(30.0)	(39.0)
行使购股权	89.2	0.0	0.0	0.0	0.0
合并公司现金流出	0.0	(548.4)	0.0	0.0	0.0
收购附属公司权益	0.0	(84.9)	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	46.7	(676.1)	(45.6)	(30.0)	(39.0)
现金变化	382.8	184.1	187.2	266.4	323.8
期初持有现金	853.0	1,391.0	865.2	1,052.3	1,318.8
汇兑变化	81.5	(62.5)	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	1,317.3	1,512.7	1,052.3	1,318.8	1,642.6

投資評級定義和免責條款

投資評級：

買入	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20%
持有	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20%之間
賣出	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -15%
未評級	對未來 12 個月內目標價不做判斷

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元國際控股有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元國際”)編寫，所載資料的來源皆被國元國際認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元國際或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元國際於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元國際事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元國際保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元國際控股有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元國際控股有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 37696888

傳真：(852) 37696999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>