

公司报告

2019-03-28 星期四

浪潮国际 (596. HK)

评级: 强烈推荐

跟踪报告

目标价: 5.30
现价: 4.21
预计升幅: 25.8%

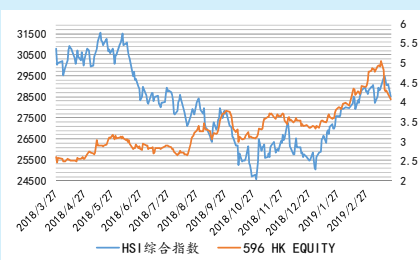
股本数据

总股本(亿): 11.39
总市值(亿): 47.27
52周高/低(\$): 5.19/2.33
所属行业: TMT

大股东持股

浪潮集团 54.58 %
王予昆 5.69 %

52周行情图 (Vs Nasdaq 指数)



资料来源: Bloomberg

国元国际研究部

联系人: 李承儒

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9182

电邮: licr@gyzq.com.hk

整体业绩实现超预期 云业务增长潜力初显

投资要点:

收入创新高业绩超预期 成长路径逐渐清晰:

2018年公司实现营收24.43亿港元,同比增长24.3%;实现毛利9.39亿港元,同比增长34.67%;毛利率受云服务占比提升影响,提升至38.9%;净利润约为3.24亿港元,同比增长132.78%。该公司年内取得如此好成绩主要得益于管理软件和云服务业绩收入保持快速增长及联营公司投资收益增加,同时并购浪潮天元通信、及华粮科技也增厚了公司业绩。公司云服务业务收入同比大幅增长465%,主要得益于政府积极推动企业上云及浪潮集团在行业内的领先地位,公司预计到2023年云服务业务收入占公司比重达到50%。

公司云服务业务增长将是未来核心驱动力:

公司大中小全行业布局战略,将有利于公司逐步提升市场占有率,在大型企业市场,公司围绕GS7.0推出HCM Cloud、人力云、差旅云等产品;在中小型企业市场,公司与Odoo建立了合资企业,发布开源平台PS Cloud;在小微企业市场,公司通过浪潮易云在线3.0来提供服务。毫无疑问,未来云服务业务发展将是公司核心增长拉动力,由于云业务拥有较高的毛利率,预计未来几年内公司毛利率将会逐步提升,但是由于该业务处于起步期,需要大量的前期推广及研发投入,因此云业务收入占比提升对公司盈利能力有一定负面影响,但我们预计三年至五年后云业务规模效应开始体现,净利润率水平将提升。

物联网业务将保持稳定增长:

公司目前物联网解决方案业务主要覆盖粮食和通信行业,18年实现收入3.3亿港元,占收比13.7%,同比增长38.6%。对于粮食行业,公司向各级粮食部门和粮库提供物联网整体解决方案,目前公司已覆盖全国近千家粮库,在年底收购郑州华粮科技60%股权后进一步巩固公司智慧粮食行业龙头地位。在通信行业,公司收购天元通信后获得了中国移动面向交通、能源等行业的ICT建设项目,随着4G建设向5G建设过渡,运营场景的改变将使运营商对物联网建设需求持续扩大,对于未来业务并购,管理层透露会有更多计划,比如能够提供智能工厂解决方案的企业。综上所述我们预计公司物联网解决方案收入将保持稳定增速。

云业务高速增长 维持推荐评级:

公司顺应政府推动企业上云趋势,背靠浪潮集团强劲品牌,未来云业务能规模扩大带动公司整体收入增长,19年净利润率受到联营公司利润降低及云业务投入加大影响,将稍微下滑。提升目标价至5.3元,对应2019年传统业务PE约15倍及云业务收入2.7倍PS,评级**强烈推荐**。

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2019E	2019E
总营收(百万港元)	1,965	2,443	2,996	3,684	4,532
变动	68.9%	24.3%	22.7%	23.0%	23.0%
净利润(百万港元)	139	324	330	393	474
变动	165.62%	132.78%	1.73%	19.20%	20.73%
净利润率	7.08%	13.27%	11.00%	10.67%	10.47%
每股盈利(港元)	0.12	0.29	0.30	0.35	0.43
基于股价的市盈率(倍)	33.2	14.3	14.0	11.8	9.7

资料来源: 公司年报、国元国际预测

图表 1：企业软件开发公司估值对比

代码	公司名称	股价	市值(亿)	PE				PB			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
268 HK	金蝶国际	8.89	293.62	33.19	66.16	52.74	42.37	2.66	5.17	4.26	3.93
1297 HK	中国擎天软件	2.73	33.37	N/A	11.49	8.96	5.33	1.92	1.97	1.66	1.41
1588 HK	畅捷通	10.32	22.41	8.49	N/A	38.37	27.58	1.74	N/A	1.49	1.43
3888 HK	金山软件	17.50	240.23	N/A	93.53	25.28	19.67	2.35	1.60	1.52	1.42
CMCM US	猎豹移动	7.01	9.97	27.35	9.72	30.95	N/A	2.57	1.30	1.17	1.03
ORCL US	甲骨文	52.74	1802.47	17.88	17.07	15.30	14.00	4.13	4.49	7.50	6.78
WDAY US	Workday	190.70	423.35	N/A	195.19	150.87	113.99	13.65	27.17	23.38	16.66
SAP US	SAP 公司	111.60	1371.01	N/A	22.01	21.30	19.28	4.75	4.60	4.16	4.12
CRM US	Salesforce	160.88	1240.38	215.77	120.51	61.64	58.23	7.19	12.54	8.84	7.44
平均				60.54	66.96	45.05	37.56	4.55	7.35	6.00	4.91

资料来源：Bloomberg，国元国际

财务预测

财务报表摘要						财务分析					
损益表						现金流量表					
<百万港元>, 财务年度截至<十二月>						<百万港元>, 财务年度截至<十二月>					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	1,965.2	2,442.6	2,996.3	3,684.1	4,532.3	盈利能力					
成本	(1,268.1)	(1,503.9)	(1,803.5)	(2,144.0)	(2,533.1)	毛利率 (%)	35.5%	38.4%	39.8%	41.8%	44.1%
毛利	697.1	938.8	1,192.8	1,540.0	1,999.2	EBITDA 率 (%)	9.4%	14.9%	12.3%	11.8%	11.5%
销售费用	(265.4)	(381.6)	(452.4)	(534.2)	(738.8)	净利率 (%)	7.1%	13.3%	11.0%	10.7%	10.5%
行政费用	(473.0)	(530.3)	(644.2)	(865.8)	(1,060.6)	ROE	7.7%	15.8%	14.4%	14.9%	15.5%
物业公允价值变动	18.0	(7.2)	0.0	0.0	0.0	营运表现					
其他收益	172.1	196.5	207.3	226.8	249.3	费用/收入 (%)	37.6%	37.3%	36.6%	38.0%	39.7%
联营公司损益	40.6	148.4	65.0	68.3	71.7	实际税率 (%)	-12.6%	-5.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
除税前溢利	184.2	363.1	368.5	435.1	520.8	应收账款天数	397	393	389	384	379
所得税	(23.3)	(18.7)	(18.4)	(21.8)	(26.0)	应付账款天数	129	122	120	108	98
净利润	139.2	324.0	329.6	392.9	474.4	财务状况					
少数股东权益	21.7	20.4	20.4	20.4	20.4	负债/权益	1.13	0.74	0.83	0.90	0.95
增长						收入/总资产	0.57	0.82	0.89	0.95	1.01
总收入 (%)	68.9%	24.3%	22.7%	23.0%	23.0%						
净利润 (%)	165.6%	132.8%	1.7%	19.2%	20.7%						
资产负债表						现金流量表					
<百万港元>, 财务年度截至<十二月>						<百万港元>, 财务年度截至<十二月>					
	2017A	2018A	2019E	2020A	2021A		2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
物业、厂房及设备	733.9	505.4	556.0	611.6	672.7	净利润	160.9	344.4	350.1	413.4	494.8
投资物业	567.9	826.7	826.7	826.7	826.7	所得税调整	17.6	18.7	18.4	21.8	26.0
预付租金	95.6	56.8	56.8	56.8	56.8	非现金调整	(24.7)	(127.9)	3.7	6.1	8.9
可供出售投资	21.6	40.8	0.0	0.0	0.0	资本变动	(93.4)	(152.1)	52.4	47.4	41.1
其他无形资产	3.4	20.0	20.0	20.0	20.0	已付所得税	(4.3)	(4.6)	(4.5)	(5.3)	(6.4)
于联营公司之权益	150.1	299.7	299.7	299.7	299.7	经营活动现金流	56.0	78.6	420.0	483.3	564.5
于合营公司之权益	145.6	96.8	96.8	96.8	96.8	物业及设备变动	(1.0)	(1.2)	(1.5)	(1.8)	(2.1)
投资子公司预付款	3.1	19.4	19.4	19.4	19.4	向附属公司贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产合计	1,422.5	1,449.7	1,459.4	1,515.0	1,576.2	附属公司还款	341.6	(509.5)	0.0	0.0	0.0
存货	12.6	16.2	19.4	23.1	27.3	其他投资活动	13.2	(64.9)	(67.8)	(79.2)	(87.4)
应收账款及应收票据	315.0	281.1	344.9	424.0	521.7	投资活动现金流	353.8	(575.6)	(69.3)	(81.0)	(89.5)
债务权益公允价值	0.0	32.1	32.1	32.1	32.1	向同系公司垫款	(15.4)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
预付款项及其它应收款	99.3	76.6	80.4	84.4	88.6	其他融资及投资	62.1	(28.6)	(45.6)	(33.0)	(39.3)
按公允价值计量金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	融资活动现金流	46.7	(28.9)	(45.6)	(33.0)	(39.3)
其他应收款	202.8	222.7	244.9	244.9	244.9	现金变化	456.5	(525.8)	305.2	369.4	435.7
已抵押银行存款	14.1	22.6	14.1	14.1	14.1	期初持有现金	853.0	1,391.0	865.2	1,170.4	1,539.7
货币资金	1,391.0	865.2	1,170.4	1,539.7	1,975.4	汇兑变化	81.5	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产合计	2,034.8	1,516.5	1,906.2	2,362.5	2,904.1	期末持有现金	1,391.0	865.2	1,170.4	1,539.7	1,975.4
应付账款及应付票据	182.5	180.7	216.7	257.6	304.3						
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	20.7	24.5	29.3						
流动负债合计	1,107.8	1,056.3	1,177.7	1,254.0	1,340.3						
递延收入政府补助	13.4	79.3	97.3	119.6	147.2						
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	2284.0	2635.5	3058.8						

投资评级定义和免责条款

投资评级:

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明:

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,谨慎从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>