

中軟國際 (354.HK)

中國軟件信息領先者

香港 | 科技、媒體及通訊 | 公司研報

19 October 2018

投資概要

中軟國際(中軟)為國內其中一家領先的軟件及信息服務企業，主要業務包括：諮詢服務、技術服務、外包服務及培訓服務。我們基於 2018 年純利，假設市盈率為 16.5 倍(過去兩年之平均值)，得出目標價\$5.53 港元，並給予“買入”評級，潛在回報約 33.3%。(現價截至 10 月 16 日)

受惠於 SaaS 及升級轉型，中國軟件市場未來增長可期

根據 Battery Ventures 預測，未來軟件市場的增長將會來自 SaaS 市場，全國及中國在 2017-2021 年複合增長率將分別為 18%/>40%。另外，在傳統行業數碼化的轉型升級及「互聯網+」政策等因素推動下，在未來，軟件將會滲透至各行各業，尤其是傳統行業。我們相信中國軟件收入在未來會逐步提升，增速將會保持平穩。

豐富的行業解決方案經驗，擁用技術優勢

公司在成立以來一直專注解決方案業務，在各行業都累積了豐富經驗及技術優勢，包括：金融、電訊、互聯網與高科技及公共事務等行業；服務客戶包括：華為、滙豐、騰訊、阿里巴巴及中國移動等等。同時，公司亦自行研發軟件產品，例如 ResourceOne、Toplink/ Flowpower 及 Ark。

推出解放號以優化營運模式，再附加多種平台

公司在 2014 年底推出眾包平台「解放號」，而應付中小客戶及長尾市場，使公司可以集中資源服務大型客戶。同時，公司以解放號為載體，推出雲上軟件園、蜂巢及雲集等生態平台，以加強平台的功能和吸引力。

中期業績純利大增，惟收入增速放慢

公司中期業績純利增長 48.0%，至 3.56 億人民幣；惟收入增長只有 16.1%，至 48.1 億人民幣，低於 2017 年中期業績之增速。經營現金流為負 8.69 億人民幣，同比增加 40.6%。前五大客戶的服務性收入佔公司總服務性收入 67.7%。公司員工人數達到 54,663 人，同比上升 8.6%。

發展歷史

中軟成立於 2000 年，為國內其中一家領先的軟件及信息服務企業，主要業務包括：諮詢服務、技術服務、外包服務及培訓服務。成立初期，公司主要承接來自政府部門的電子政務項目，以及來自審計署、交通運輸部等部門的辦公自動化項目。公司更和國家煙草專賣局建立戰略夥伴關係。及後，公司把客戶拓展至不同範疇，如金融服務、科技、電力能源和交通運輸等，並成功爭取華為、騰訊、阿里巴巴、百度、中國平安及滙豐等大型客戶。其中，華為為公司最大客戶，並於 2014 年 8 月與華為簽訂戰略合作協議，在計算、網絡安全、工業 4.0 等領域合作。於 2014 年底，公司正式推出眾包平台「解放號」，並在該平台推出雲上軟件園、蜂巢及雲集等生態平台。2015 年，公司重整業務分類，並分成技術和服務集團和互聯網 IT 服務集團。前者主要為對質量敏感的大客戶提供服務；後者則為對價格敏感的中小型客戶提供服務。

買入

現價 HKD 4.15

(現價截至 10 月 16 日)

目標價 HKD 5.53(+33.3%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	2,429
市值 (港幣百萬元):	10,084
52 周 最高價/最低價 (港幣):	7.72 / 3.96

主要股東, %

陳宇紅	16.35
微軟	4.00
華為	3.50

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
中軟國際	-17.00	-35.46	-9.59
恒生指數	-5.46	-10.78	-11.26

股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Revenue	6,783	9,244	11,182	13,832
Net Profit	410	561	718	936
EPS, RMB	0.191	0.235	0.297	0.386
PER, x	24.49	19.87	15.73	12.12
BVPS, RMB	1.84	2.15	2.47	2.89
P/BV, x	2.54	2.18	1.90	1.62
ROE, %	11.8	12.0	13.0	14.4

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

李學滔 (2277 6527)

terryli@phillip.com.hk

公司概覽

公司把業務主要分成兩部分：1) 技術和服務集團 (TPG) 及 2) 互聯網 IT 服務集團 (IIG)。TPG 主要為客戶提供軟件開發、業務諮詢、解決方案及流程外包等服務，並主要面向大客戶和大行業。主要客戶有華為、滙豐及騰訊等等。IIG 主要為在線業務，以解放號作平台為對價格敏感的客戶及長尾市場提供服務，例如：網上發包、雲服務及培訓業務。

圖表：集團業務分類

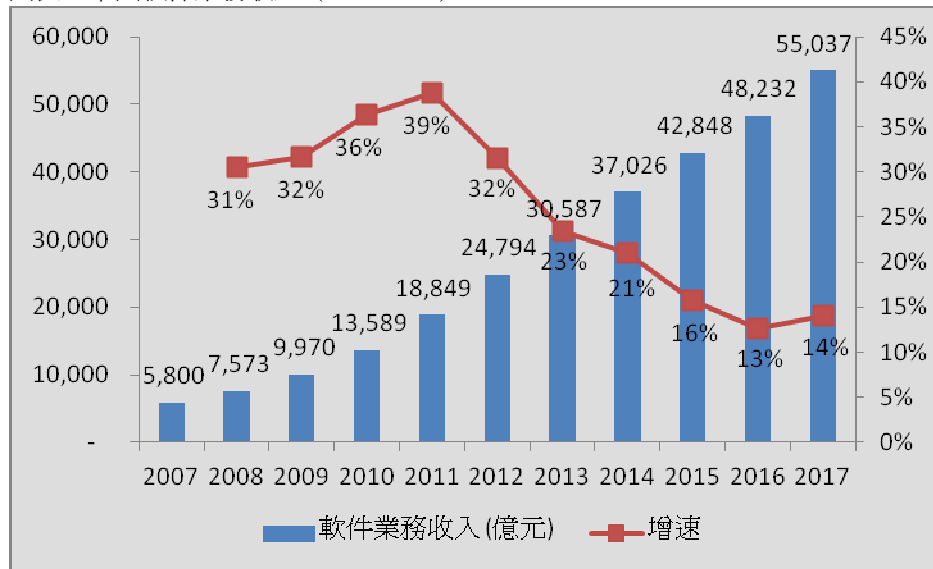
業務	目標客戶	目標市場	服務
技術和服務 (TPG)	大型客戶	大行業	1. 軟件平台服務 2. 戰略和業務諮詢及信息化諮詢 3. 大數據產品及服務 4. 行業及通用應用軟件和解決方案研發 5. 移動互聯網及終端產品開發服務 6. 產品工程化 7. 應用開發及管理服務 8. 企業應用服務 9. 系統集成與服務 10. 業務流程外包、工程流程外包和知識流程外包
互聯網 IT 服務 (IIG)	中小型戶	長尾市場	1. JointForce 平台 2. 雲遷移和運維服務 3. 雲諮詢和 SaaS 定制化服務 4. 雲中間件(PaaS)產品和服務 5. 雲解決方案 6. 培訓業務

Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

行業分析

由於數碼化及智能手機的興起，同時受惠於國家政策的支持，中國軟件業平穩持續發展。軟件業務收入在過去十年間保持上升趨勢，由 2007 年的 5,800 億人民幣升至 2017 年的 55,037 億人民幣，複合增長率為 25%。惟增長在 2011 年後見頂，並開始放緩。然而，在 2017 年，軟件收入輕微回升，主要由於大數據及雲端服務日漸流行。

圖表：中國軟件業務收入 (2007-2017)

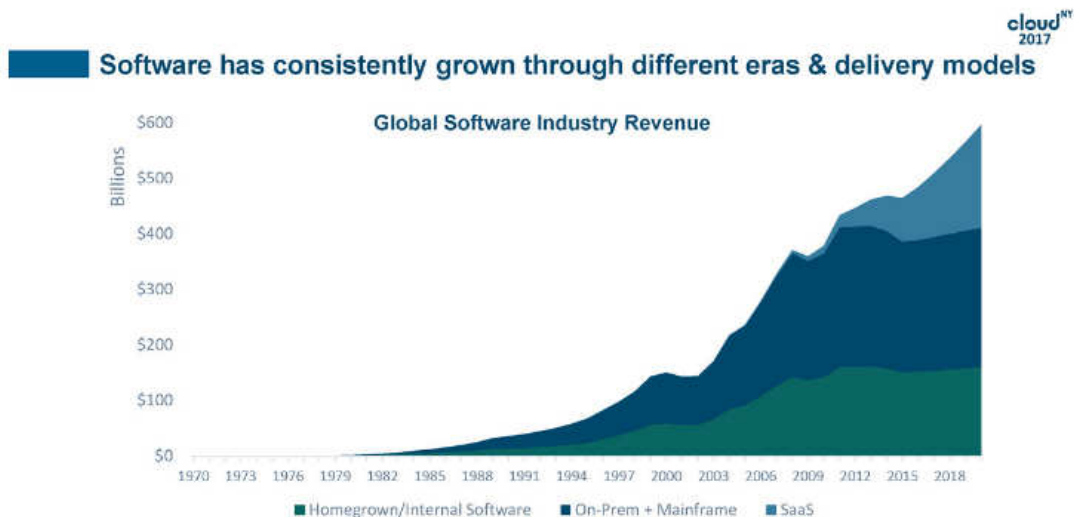


Source: 中華人民共和國工業和信息化部, Phillip Securities (HK) Research

SaaS 將會成為未來軟件市場的增長動力

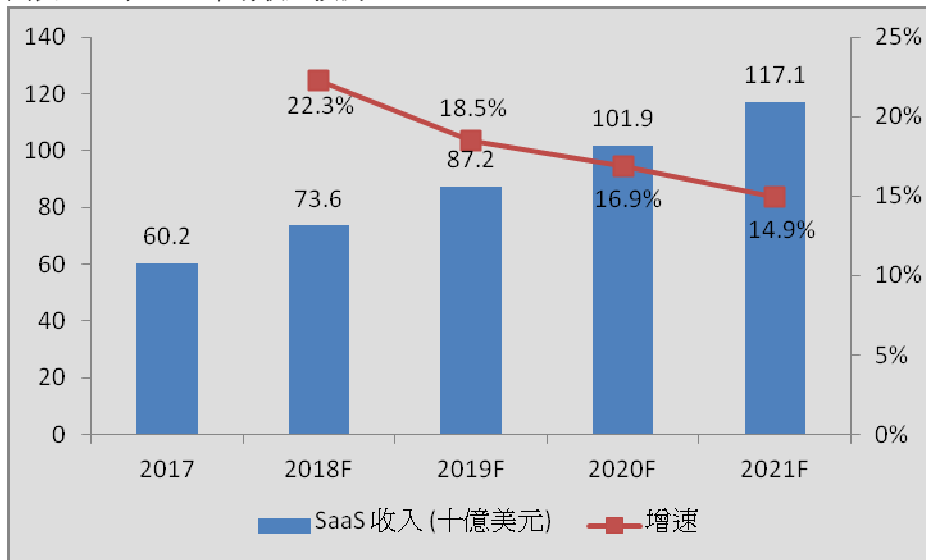
在 2000 年前，軟件市場的增長主要由自研及內部軟件主導。在 2000 年後，主機及本地軟件開始成為新的增長點。而在 2006 年，SaaS 開始發展，並成為軟件市場的新引擎。據 Gartner 預測，全球 SaaS 收入在 2021 年將達到 1,117.1 億美元，2017-2021 年複合增長率為 18%。中國 SaaS 市場增長更強勁，根據 IDC 預測，直至 2021 年，中國 SaaS 市場規模將達到 48.9 億美元，2017-2021 年的年複合增長率將超過 40%。

圖表：全球軟件行業收入



Source: Battery Ventures, Phillip Securities (HK) Research

圖表：全球 SaaS 市場收入預測

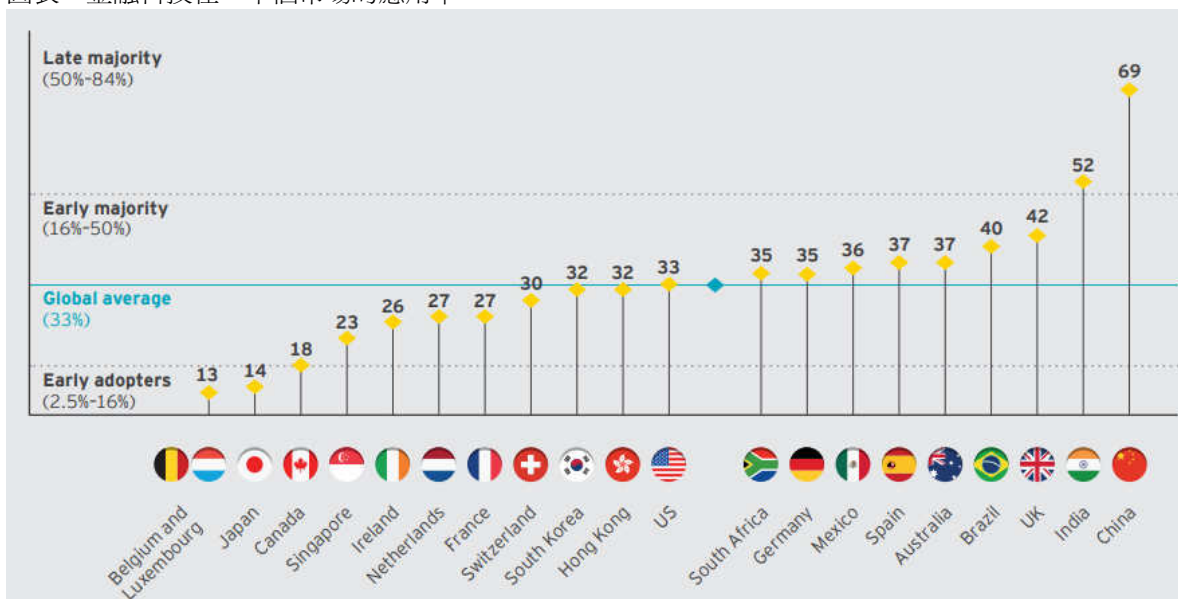


Source: Gartner, Phillip Securities (HK) Research

傳統行業數碼化轉型升級

在數碼化的大趨勢下，軟件科技逐漸被引入不同行業，如政府、醫療、能源、金融、物流等行業。其中金融科技便是軟件科技與傳統金融兩者融合的佼佼者。軟件科技在金融上的應用場景非常廣泛，例如支付及電子錢包、投資、P2P 借貸、保險及財務管理等等。在中國，微信支付及支付寶等電子支付工具已經被廣泛使用。根據 EY Fintech 所計算的金融科技應用率，全球平均應用率由 2015 年的 16% 大幅上升至 2017 年的 33%，已達到早期採用人群階段(Early Majority)。中國(69%)及印度(52%)甚至到達後期採用人群階段(Late Majority)。隨著南非、韓國及墨西哥的應用率上升，EY 預計未來全球平均應用率可達到 52%。相信未來會有更多傳統行業數碼化轉型，屆時軟件科技需求將能保持強勁。

圖表：金融科技在二十個市場的應用率



Source: EY Fintech, Phillip Securities (HK) Research

「互聯網+」政策等推動，為轉型再添動力

在 2015 年的第十二屆全國人民代表大會中，國務院總理李克強在政府工作報告中提出「互聯網+」計劃，利用互聯網技術，例如雲計算、大數據及物聯網等，與各行業結合，如工業、金融、通信、交通、醫療及教育等等，從以改善及優化該行業的營運模式，並提升效率。如國務院辦公廳推出的「互聯網+政務服務」指南中要求利用互聯網、大數據、雲計算等技術手段解決網上政務服務平台不互通、數據不共享等問題。透過統一平台及數據共享，將有效加強國家對省、市及縣的管理和行政效率。另外，工信部亦在 2018 年公布《推動企業上雲實施指南（2018-2020 年）》鼓勵國內企業上雲，目標在 2020 年全國新增上雲企業 100 萬家，形成典型應用案例 100 個以上。在政府的推動及鼓勵下，企業對軟件科技的需求相信將會有所上升。

圖表：「互聯網+政務服務」層級體系圖



Source: 中國政府網, Phillip Securities (HK) Research

公司分析

專注行業解決方案業務，豐富經驗有助建立技術優勢

相比軟件外包服務，行業解決方案位於價值鏈中較高端的位置，能夠累積更有價值的經驗，更容易建立長久的競爭優勢。行業解決方案不但需要處理軟件編程，更要考慮系統搭建及進行需求分析，這要求提供行業解決方案的公司有豐富的項目經驗及技術實力。另外，透過自行開發行業專門解決方案軟件，公司可以重複應用在類近場景，有助提升效率及累積技術實力。此外，由於供應者需要更多時熟習其他供應者的系統，客戶一般會對服務供應者要有較大的依賴度。因此，我們相信相比軟件外包服務，行業解決方案有更高的進入壁壘、技術要求及轉移成本，能夠建立明顯及長久的競爭優勢。

中軟在成立以來一直專注解決方案業務，在各行業都累積了豐富經驗及技術優勢，包括：金融、電訊、互聯網與高科技及公共事務等行業。

在金融方面，公司自主研發的支付類平台產品 Toplink/ Flowpower，為公司的核心產品之一，主要用於銀聯總中心、國家、省市的銀行卡網絡交換中心，亦支持跨地區的銀行卡聯機交易。在境內，公司一直為五大國有銀行、郵政儲蓄銀行及外資在華金融機構等客戶提供行業解決方案、系統集成服務以及相關的高端服務。在境外，滙豐銀行是公司的主要客戶，為滙豐全球在中國區的主要供應商。此外，公司的經驗涉獵金融行業中多項業務，包括：支付及結算系統、信用卡業務、保險業務系統、銀行卡系統、信貸業務系統及風險控制系統等等。同時，公司實現「全國三個第一」——全國第一個銀行卡跨行支付網絡系統、全國第一個金融 IC 卡支付清算系統和全國第一個電子商務網上支付結算系統。

在電訊方面，公司的主要客戶為華為、中國移動和中國電信等，其中華為是公司最大客戶。公司提供移動支付、移動即時通訊、移動應用商城等功能。其中，在 2016 年，公司和中國移動合作推出「和飛信」融合通信業務，在產品設計、軟件研發、業務運營到風險控制、項目管理等方面展開合作。同時，公司一直參與華為軟件開發，並專注於軟件定制開發和交付服務，對電信網絡管理系統、電信 BSS 系統、電信增值業務、電信網絡運維工具及電信設備嵌入式軟件等。

在互聯網與高科技方面，公司為多個互聯網巨頭提供服務，如騰訊、阿里巴巴、百度及新浪，並提供的解決方案包括產品開發、嵌入式軟件開發、軟硬件測試、UI 設計、移動端開發及電子商務解決方案。

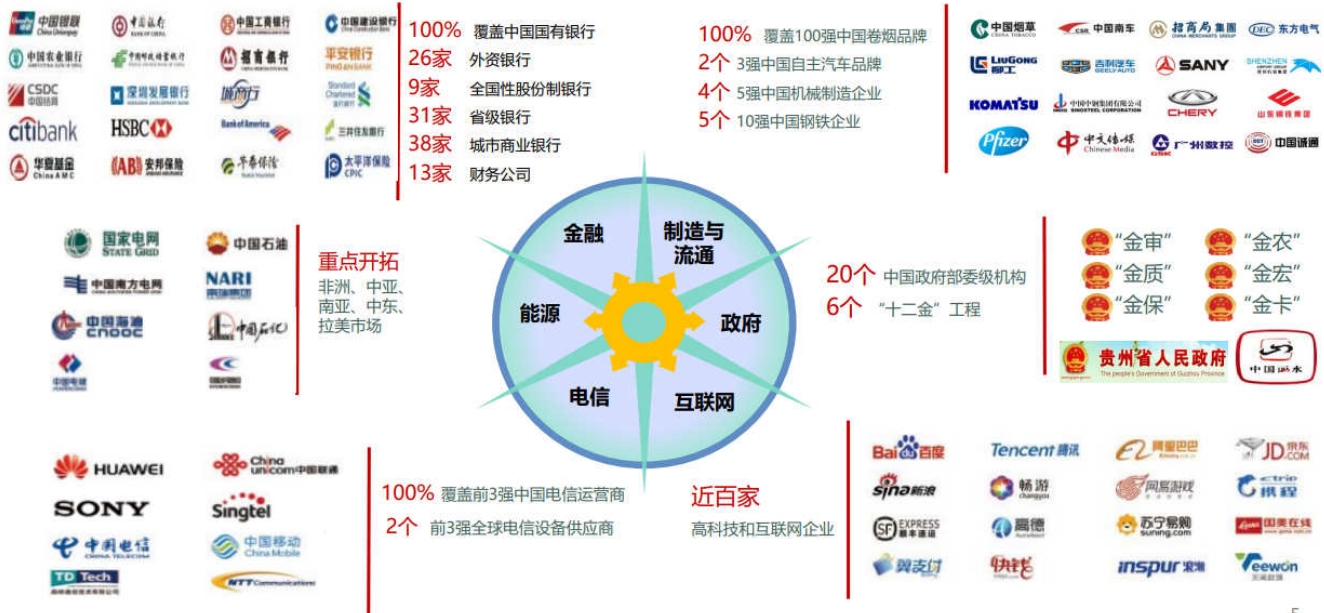
在公共事務方面，公司在公共交通、軌道交通、機場管理等泛交通領域的解決方案市場佔據領先地位，建立了三個「全國第一個系統」——全國第一個城市交通一卡通支付清算系統、全國第一個城市軌道交通一票換乘支付系統和全國第一個具有自主知識產權的自動售檢票（AFC）系統。其中，一卡通類解決方案已在超過 30 個城市推行，上線系統發卡量超過一億張，證明技術深受客戶認可。另外，公司自主研發的中間件平台產品——ResourceOne 在公共事務場景中被廣泛使用，有助在這行業累積技術實力。

圖表：行業解決方案

行業解決方案	政府	<ul style="list-style-type: none"> ■ 審計和監督管理 ■ 社會保險與福利管理 ■ 國有資產管理 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 食品與藥品管理 ■ 行政許可管理 ■ 政府決策支持系統 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 網上申報與審批 ■ 公眾門戶 ■ 云遷移和云集成 	通用解決方案	<ul style="list-style-type: none"> ■ 客戶關係管 (CRM) ■ 辦公自動化 (OA) ■ 商業智能 (BI) ■ 門戶網站群 ■ 射頻識別 (RFID) ■ 地理信息系統 (GIS) ■ 電子票務系統 	
	制造与流通	<ul style="list-style-type: none"> ■ 物流執行系統 (LES) ■ 安全生產管理 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 倉儲管理系統 (WMS) ■ 企業應用集成 (EAI) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 產品數碼跟蹤 ■ 生產執行系統 (MES) 			
	金融	<ul style="list-style-type: none"> ■ 支付與清算系統 ■ 收單業務系統 ■ 信貸業務系統 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 信用卡業務系統 ■ 風險控制系統 ■ 電子營銷 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 保險業務系統 ■ 保險展業支持系統 ■ 保險電子商務系統 			<ul style="list-style-type: none"> ■ 銀行卡系統 ■ 供應鏈融資 ■ 報銷銷售管理系統
	公共服务	<ul style="list-style-type: none"> ■ 一卡通 ■ 自動售檢票系統 (AFC) ■ 油氣田企業信息化解決方案 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 自動售檢票清算中心 (ACC) ■ 智能交通 ■ 電力物資運監管理解決方案 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 機場運營管理系統 ■ 零售、地產解決方案 ■ 電力營銷管理解決方案 			
	电信	<ul style="list-style-type: none"> ■ 移動支付 ■ 移動即時通訊 ■ 移動社區 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業微博 ■ 移動應用商城 ■ 一鍵通 (手機對講) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 嵌入式瀏覽器 ■ 移動廣告平台 			
	高科技与互联网	<ul style="list-style-type: none"> ■ 產品開發 ■ 軟硬件測試 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 嵌入式軟件開發 ■ 諮詢和解決方案實施 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 電子商務解決方案 ■ 離岸交付中心 			<ul style="list-style-type: none"> ■ 全球化 ■ UI設計解決方案 ■ Web開發解決方案 ■ 移動端開發
核心产品	<ul style="list-style-type: none"> ■ 一站式大數據場景開發平台 (Ark) <ul style="list-style-type: none"> ■ 結合傳統的數據挖掘型產品和大數據技術生態 ■ 內置了中軟國際多年來在銀行大數據業務領域累積的成功案例 ■ TopLink/Flowpower <ul style="list-style-type: none"> ■ 用於銀聯總中心、國家、省市的銀行卡網絡交換中心 ■ 支持跨行跨地區的銀行卡聯機交易 ■ 以雲計算為基礎的中间件平台ResourceOne® (R1) <ul style="list-style-type: none"> ■ 廣泛應用於政府、製造業等行業，成功通過可信雲服務認證 ■ 連續5年被賽迪評定為中國電子政務應用支撐平台軟件產品第一品牌 						

Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

圖表：客戶名單



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

已與華為建立緊密合作關係，客戶集中度風險大大降低

截至 2017 年，來自華為收入佔營業總額約 52.71%，不少人認為這存在極大風險，假如華為停止和公司合作，公司將失去一半的營業額。我們不能否認這存在一定風險，然而，風險卻沒有想像中這麼大，原因是華為十分重視供應商的質素。華為每年都會對供應商進行檢查，假如表現良好，便會被分發更多項目。因此，為了需要滿足他們各項需求及檢查，我們相信在初期與華為為建立供應商關係是有一定困難。現時，公司在全國 11 個城市建有華為提交中心，擁有 4 個專項實驗室及超過 2 萬人為華為提供服務。同時，公司過去幾年在華為的檢查中亦排名第一。這說明華為未必這麼容易在市場上找到其他供應商來取代公司的地位。

華為每年都會舉行至少兩場供應商大會，包括：“合作伙伴大會”及“核心供應商大會”。由於可見，華為十分重視供應商伙伴。在 2017 年，公司更簽約成為華為雲首位同舟共濟合作夥伴，使中軟在華為的體系上不再只是供應商，而是合作伙伴。

隨著公司與華為的合作繼續深化，我們相信會突然失去華為這個大客戶的風險並不大。

圖表：華為提交中心



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

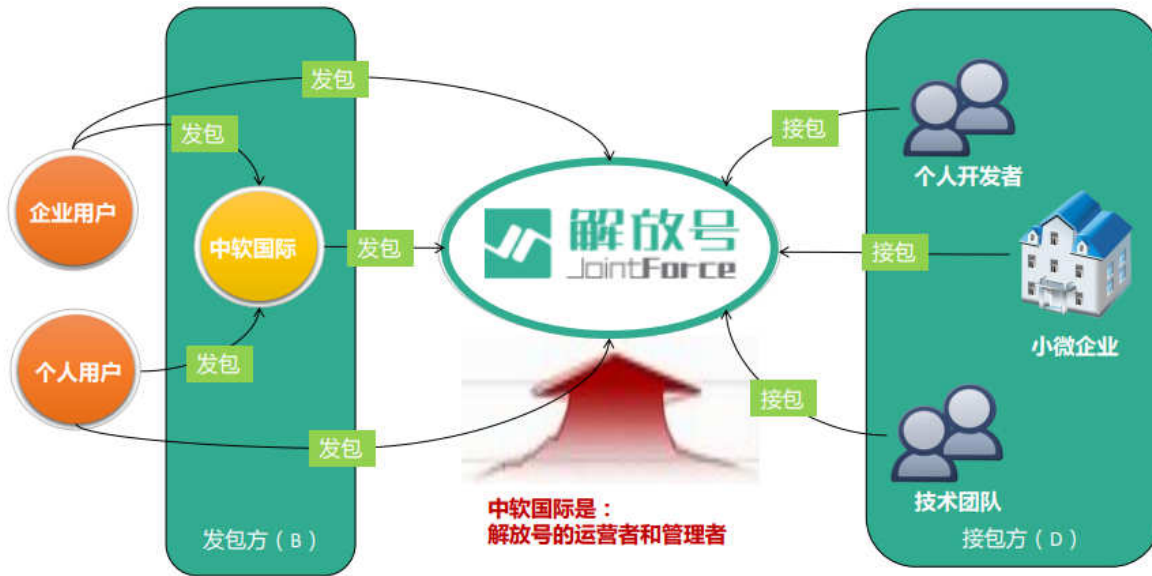
優化營運模式，解放號開航

在來自中小型客戶的軟件開發項目中，最大的問題是大多數客戶由於缺乏專業 IT 知識，因此沒有能力分辨產品的優劣。中小型客戶往往只選擇那些能夠滿足他們需求，而價格又是最便宜的外包公司。換言之，軟件產品對中小型客戶來說並沒有很強的差異化，所以他們會更依賴價格作決定，這無疑使軟件開發中的長尾市場的競爭十分激烈，項目利潤也不可觀。

有見及此，中軟在 2014 年底推出眾包平台「解放號」，把公司的中小型項目轉包出去。這個做法不但有助中軟釋放資源並集中在大型客戶身上，同時又不用完全放棄中小型客戶，更能從中賺取穩定收入，因此解放號的出現幫助中軟優化營運模式。

解放號的商業模式是以收取年費的模式來讓接包方進駐。而平台的發包來源則有兩個，客戶可以直接給在平台上發包；或先客戶向中軟發包，之後中軟把項目發到平台上，換言之，公司作了一個轉包的角色。截至 2017 年，一共有超過 30 萬個工程師、1 萬個服務商及超過 3 萬個發包方已進駐解放號；發包金額在 2018 年上半年已經超過 12 億人民幣。

圖表：解放號營運模式



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

豐富行業經驗及完善平台設施加強可信性

現時，市面上 IT 軟件眾包平台都只是互聯網平台，例如：滙新雲、開源眾包及碼市等，只是單純地接合發接包方，並沒有經驗或能力挑選有質素的公司來接包。事實上，為提升平台質素，平台需要有豐富行業經驗對接包方進行審核，以提升接包方的水平來吸引更多發包方，而形成良性循環。有鑑於此，在中軟的轉包項目中，公司只會選一些已經做過調研的公司來接包，並會與其簽下戰略合作協議。同時，公司亦會向發包方承擔質量保證。而直接發包到平台的項目，模式和淘寶一樣，發包方可以看到接包方的評分及之前做過的項目，例如有沒有按時交付等記錄，以審核接包方的質素。同時，雙方的交易過程，包括簽約，支付及交付等，都會在平台上進行。在未來出現爭論時，平台能夠提供證據。平台亦有類似支付寶的第三方支付平台來管理現金交收。在 2018 年，解放號推出會員特權 3.0，為接包方提供管理工具及經營數據分析工具，同時亦為會員進駐及會員體驗進行優化。另外，公司推出基於 AI+大數據的智能推薦系統 3.0，系統派單準時度高達 92%，提升了 12%。

以解放號為載體，附加多種平台

中軟在解放號上加推三個平台——雲上軟件園、雲集及蜂巢，利用多種附加功能，打造完善生態圈，並最大限度開發解放號的潛力。

透過吸納當地軟件園區的服務商，雲上軟件園旨在線上打造一個虛擬軟件園，解放號同時為企業提供軟件服務及雲上開發工具，把線上生意帶給當地軟件園。目前，雲上軟件園已覆蓋 18 個市，包括：青島、威海、濟寧、徐州、南京、上海、合肥、漳州、南平、武漢及西安等。

雲集旨在為政府 IT 服務類項目提供線上採購交易服務的平台。通過對全國 GDP 排名前 50 位的城市裏近萬家軟件供應商進行了調查，幫助政府可以找到合適的

供應商。目前，雲集已經在南京成功落地，並已在西安進入試點驗證階段，亦與鎮江市政府達成的戰略合作。

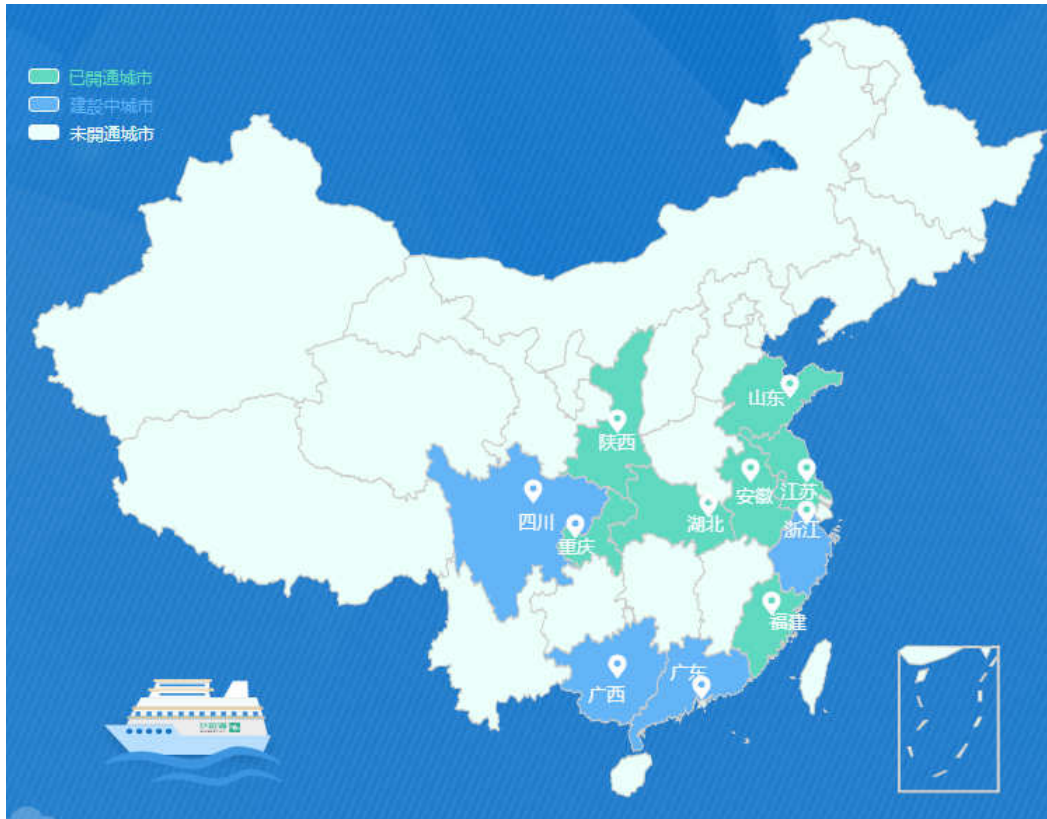
蜂巢則主要面向製造業，主要為製造業提供檢測服務，看是否合乎工業標準，亦會為製造企業提供轉型升級整體解決方案。

圖表：解放號生態圈



Source: Company website, Phillip Securities (HK) Research

圖表：雲上軟件園覆蓋地區



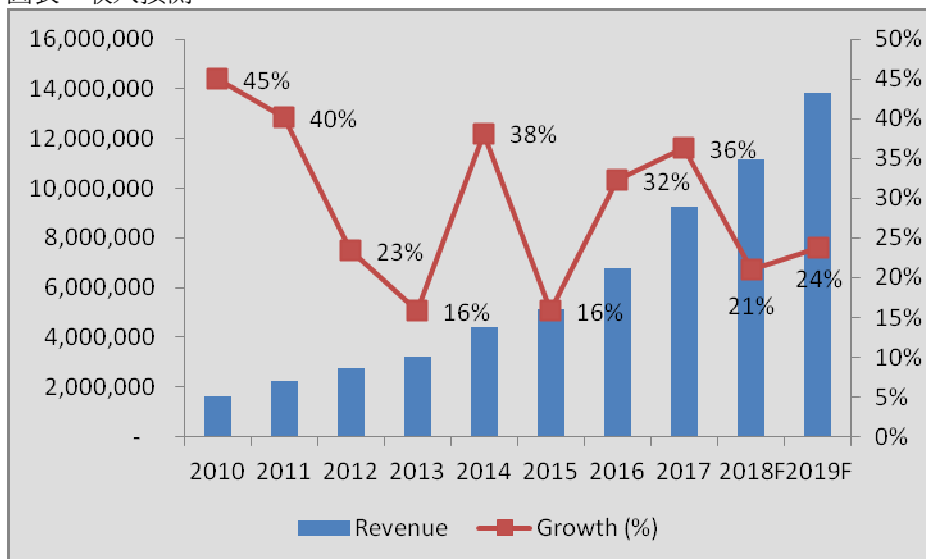
Source: Jointforce, Phillip Securities (HK) Research

盈利預測

收入

公司在今年起將集團營業額分成傳統業務及新興業務。我們預測傳統業務在 2018/19 年的增長，分別為 15%/14%，由於公司預告未來來自華為的收入增長將會開始減慢。然而，其他客戶(例如：滙豐、騰訊及中國平安等)的業務增長將會保持強勁，約 20-30%。而新興業務方面，基於網絡效應，我們預計解放號及雲業務增長會在 2018/19 年逐步加強，分別為 80/85%。

圖表：收入預測

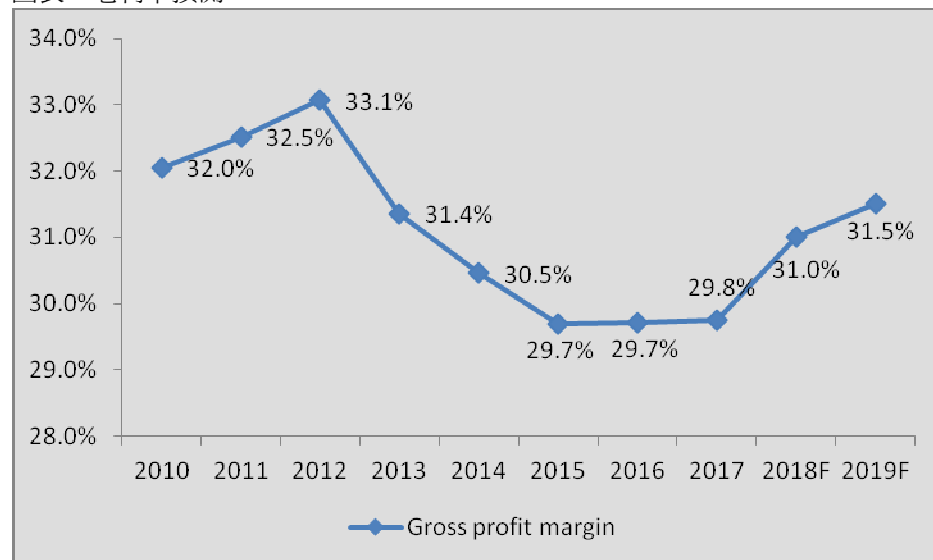


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

毛利率

公司毛利率自 2012 年開始下跌。然而，由於新興業務的毛利率較高，在新興業務佔比增加下，我們估計毛利率在 2018/19 年為 31/31.5%。

圖表：毛利率預測

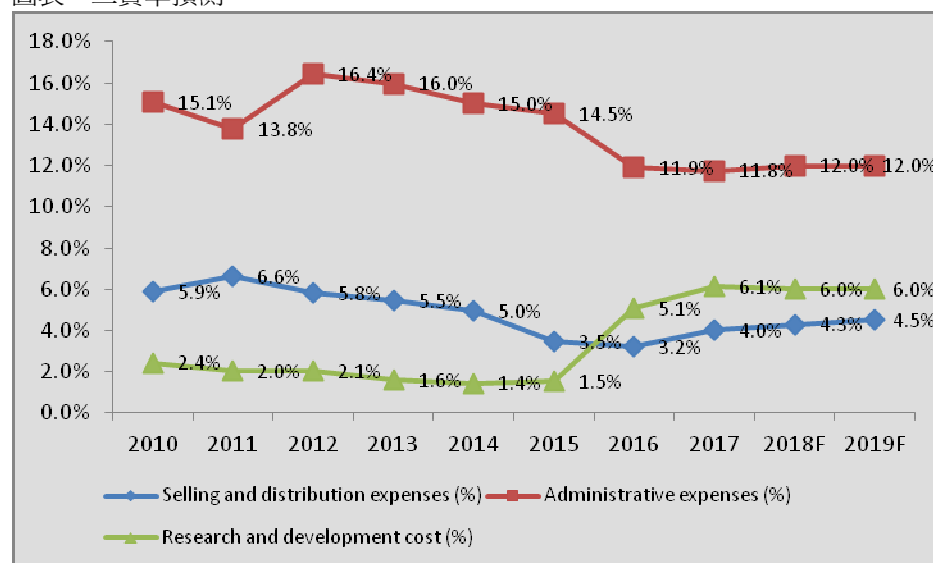


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

三費率

我們預測行政成本及開發費用佔收入比在 2018/19 年將會保持穩定，分別為 12% 及 6%；銷售成本佔收入比則由於新興業務之快速增長而上升，在 2018/19 年分別為 4.3/4.5%。

圖表：三費率預測

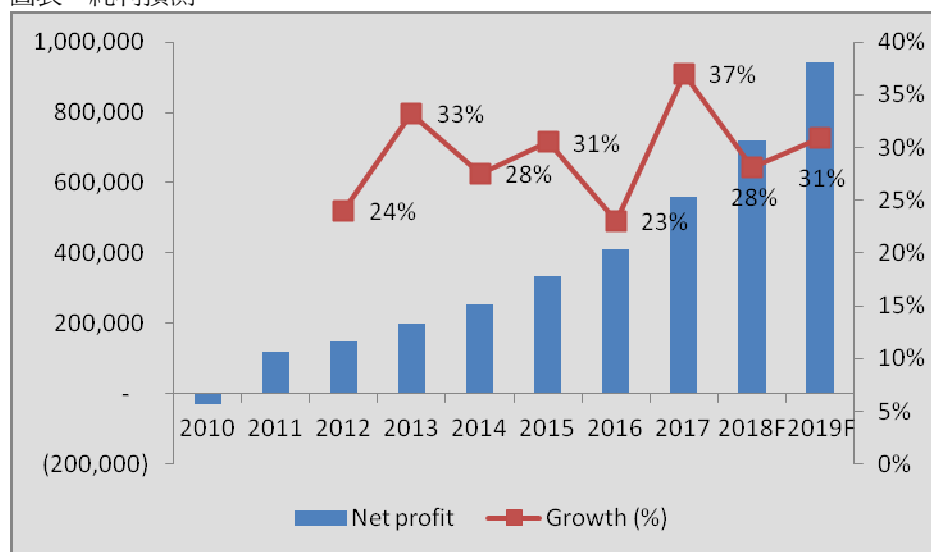


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

純利

基於上述假設，我們預計純利增長在 2018/19 年分別為 28/31%，達至 7.2/9.4 億人民幣。

圖表：純利預測

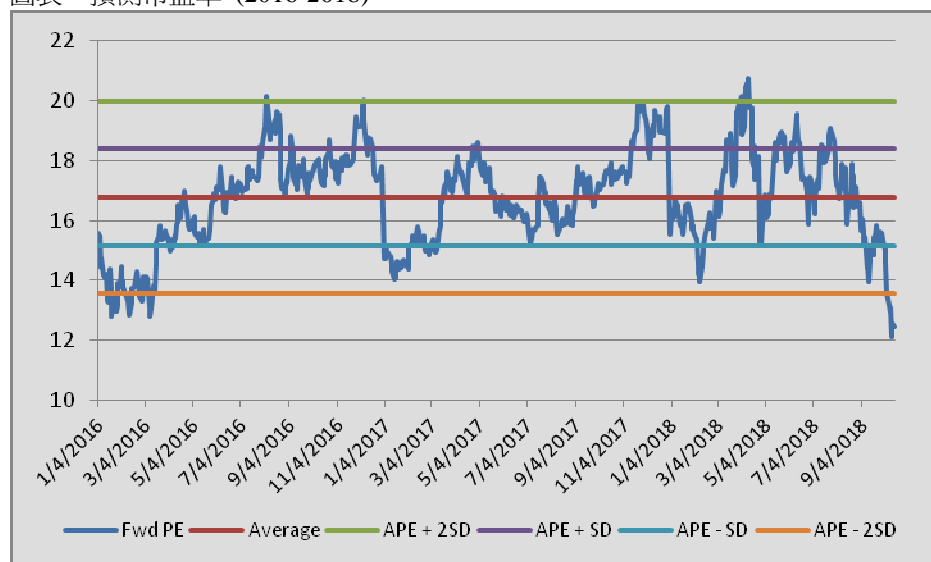


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

估值

中軟是中國領先的軟件公司之一，在行業解決方案及軟件外包服務上擁有豐富的經驗。同時，公司亦擁有強大的客戶基礎，並銳意發展平台及雲端業務。我們認為在新一輪技術改革下，中國軟件市場將會獲得新的增長紅利。最近股價的下跌反而帶來買入機會。我們基於 2018 年純利，假設市盈率為 16.5 倍(過去兩年之平均值)，得出目標價\$5.53 港元，並給予“買入”評級，潛在回報約 33.3%。(HKD/CNY=0.887)

圖表：預測市盈率 (2016-2018)



Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

風險提示

- SaaS 市場發展不及預期
- 突然失去大型客戶
- 新技術產品取代公司現有產品

財務報告

FYE DEC	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Valuation Ratios						
P/E (X), adj	43.84	34.53	24.49	19.87	15.73	12.12
P/B (X)	3.51	2.98	2.54	2.18	1.90	1.62
Dividend Yield (%)	N/A	N/A	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
Per share data (RMB)						
EPS, (Basic)	0.107	0.136	0.191	0.235	0.297	0.386
EPS, (Diluted)	0.105	0.132	0.184	0.216	0.259	0.336
DPS (HKD)	N/A	N/A	0.012	0.018	0.020	0.026
BVPS	1.33	1.57	1.84	2.15	2.47	2.89
Growth & Margins (%)						
Grwoth						
Revenue	38.2%	15.8%	32.3%	36.3%	21.0%	23.7%
EBIT	51.3%	34.3%	21.0%	18.6%	27.4%	28.5%
Net Profit	27.6%	30.5%	23.1%	37.0%	27.8%	30.5%
Margins						
Gross margin	30.5%	29.7%	29.7%	29.8%	31.0%	31.5%
EBIT margin	8.6%	10.0%	9.1%	8.0%	8.4%	8.7%
Net Profit Margin	5.8%	6.5%	6.0%	6.1%	6.4%	6.8%
Key Ratios						
ROA	5.1%	5.7%	6.0%	7.0%	7.9%	9.2%
ROE	8.4%	9.8%	11.8%	12.0%	13.0%	14.4%
Income statement (RMB mm)						
Revenue	4,429	5,129	6,783	9,244	11,182	13,832
Gross Profit	1,349	1,523	2,016	2,750	3,466	4,357
EBIT	382	513	620	736	937	1,204
EBT	297	420	525	633	825	1,076
Net Profit	255	333	410	561	718	936
Minority Interest	55	53	(32)	(4)	(5)	(2)
Net profit for owners	200	280	442	566	723	938

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates

匯率為 HKD/CNY1 年遠期合約 10 月 16 日成交價 (0.8870)

(財務資料截至 10 月 16 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2018 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website: www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005