

金碟国际(268 HK)

遭著名独立股评人狙击，唯部份观点似是而非

管理层召开电话会议消除疑虑

David Webb 于其网志发表最新文章，指金蝶国际 (268 HK) 是一只泡沫股票。公司利用：(1)行业减税、(2)政府资助、(3)物业投资获利和(4)与关连公司问题交易，来推高会计盈利。公司管理层肯定金蝶云转型战略正确，对未来充满信心，并在 3 月 18 日晚召开电话会议消除投资者对网志上的疑虑。在电话会议过后，我们认为网志上部分观点实际上似是而非，并不成立。

指控 1#：物业重估收益粉饰低盈利的软件收入

David Webb 认为自 2008 年至今，金蝶投资物业重估收益和净租金收入累积分别达 5.9 亿人民币和 4.53 亿人民币，公司并无披露或讨论相关信息包括租约、租金回报率和物业使用率等。管理层认为应该从经营性现金流来看，经营性现金流持续改善显示公司的财务状况越趋稳健，2015 年-2018 年经营性现金流分别是 5.56 亿、6.12 亿、8.23 亿、9.05 亿人民币。我们认同该部分收入占净利比重较大，在 18 年年报上投资性房地产公允价值变动收益为 9450 万元人民币，而净租金收入为 7290 万元人民币，公司的该部分收益亦均符合市场的预期，我们没有看到证据表明公司利用重估收益和租金收入以粉饰盈利，但可以在土地的披露上做得更透明。

指控 2#：增值税优惠+政府补贴问题

David Webb 指控公司长期依赖增值税优惠，若政府取消税务优惠，公司无法将成本转嫁给客户。根据《高新技术企业认定管理办法》规定，公司被认定为国家高新技术企业，因而获得所得税率优惠，享受 15% 的优惠所得税率，相当于在原来 25% 的基础上降低了 40%。另外，其他收入中的政府课题研究并不是政府补贴，而是公司承接了政府研发的项目。公司自 2011 年起进入政府研究项目，证明公司的技术稳定及创新。我们认为增值税优惠和政府研究项目合乎政府一直以来对云计算行业支持的定调，短期内亦看不到有大幅变动的可能性。

指控 3#：关联贷款

David Webb 指责公司利用云之家的贷款以表外方式吸收金蝶的亏损，同时向云之家提供财务支持。管理层解释，2018 年报中的下半年增加的 5 亿元人民币的关联贷款与公司在青岛软件园有关，根据公司公告，有关土地的价值为 6.4 亿元人民币。我们认为额外增长的 5 亿元人民币大致符合有关土地的价值，因此，相信关联贷款的增长并非如 David Webb 所指的，公司利用关连公司问题交易推高盈利。

指控 4#：利用表外交易方式，以吸收金蝶的亏损

David Webb 认为公司出售前海百递 100% 股权、云之家 85% 及金蝶医疗 100% 业务予徐少春旗下公司，反映该等资产原本属负债资产，2019 年回购云之家属持续关联交易，以表外方式吸收金蝶的亏损。管理层表示，有关收购基于公司云业务的发展需要，深化本集团云平台构建，加快云业务的成长，抢占企业云服务市场。我们认为回购云之家股权并无不妥。回购公告中对云之家的估值估算合理，参数合乎市场一贯做法。

指控 5#：公司估值过高

最后，David Webb 在文中指出公司是一只泡沫股，举出公司净有形资产仅 1.58 元人民币，包括 0.74 元现金及 0.63 元的投资物业，认为公司估值过高。我们认为熟悉 TMT 行业的投资人皆知，行业公司的成长性较快，用 P/B 估算并不合理，即使使用 P/E 估算，亦要考虑合适的对标公司。参考外国同行的 P/E 倍数，公司的只有 53.78 倍，同业平均约有 60 倍，因此，并非特别高。

风险提示： (1) 市场竞争加剧；(2) 云增速不如预期

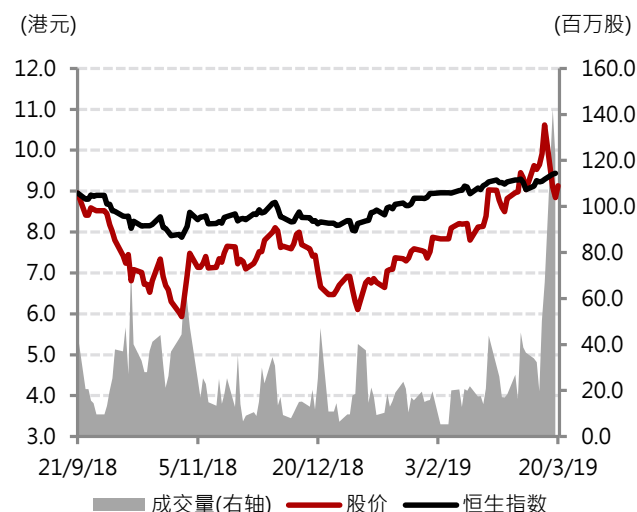
评级：未评级

公司基本资料 (更新至 2019 年 3 月 20 日)

最新价：	9.17	(港元)
市值：	30,287.00	(百万港元)
流通股比例 (%)：	75.91	
已发行总股本 (百万)：	3,302.84	(百万股)
52 周价格区间：	5.5-11.34	(港元)
3 个月平均每日成交：	216.28	(百万港元)
主要股东：	Oriental Gold LTD	占 12.70%

来源：彭博

价格及成交量走势



来源：彭博

公司简介

金蝶国际软件成立于 1993 年，总部设深圳，是国内最早从事 ERP 行业的企业之一，目前在香港联交所主板上市的公司。公司目前与多间国内外龙头企业合作，主要从事 ERP 管理和云计算和大数据分析。

分析师

许汉豪(Norman HUI)

Norman.hui@ztsc.com.hk

图表 1：主要财务数据 (更新于 2019 年 3 月 20 日)

(百万人民币)	真实 15 财年	真实 16 财年	真实 17 财年	真实 18 财年	预测 19 财年	预测 20 财年
总收入	1,586.2	1,862.2	2,303.5	2,808.7	3,508.0	4,433.0
增长率：	2.6%	17.4%	23.7%	21.9%	23.8%	26.4%
经营利润	327.7	208.6	355.7	276.6	557.9	740.7
增长率：	-11.2%	-6.5%	70.5%	-22.23%	24.4%	32.8%
股东净利润	105.5	288.2	310.0	412.1	473.3	663.9
增长率：	-47.3%	173.8%	7.6%	32.9%	31.8%	40.3%
毛利率：	81.5%	81.31%	81.46%	81.69%	81.7%	81.9%
经营利润率：	16.8%	11.2%	15.45%	9.85%	15.9%	16.7%
每股盈利 (港元)	0.05	0.10	0.11	0.12	0.15	0.22
每股资产净值 (港元)	1.4	1.6	1.4	1.5	1.6	1.9

来源：彭博·中泰国际研究部

图表 2：同业估值比较

<最新已公布财年之财务数据>		(亿港元)		收入	净利润	净利	总资产	权益	2019 预期	历史
股票名称	已知财年	市值	总收入	增长	增长	润率	回报率	回报率	市盈率(倍)	市净率(倍)
金蝶国际(268.HK)	12/2018	301.2	33.3	21.9%	32.9%	14.7%	5.7%	8.7%	53.78	4.71
奥多比(ADBE.US)	11/2018	1273.75	707.68	23.7%	52.9%	28.7%	15.6%	29.0%	33.31	12.90
Workday(WDAY.US)	01/2019	425.2	221.2	31.7%	-30.2%	-14.8%	-8.0%	-23.6%	114.48	21.71
Salesforce.com (CRM.US)	01/2019	1263.9	1041.2	26.0%	208.3%	8.4%	4.2%	8.5%	59.29	8.09
甲骨文(ORCL.US)	05/2018	1846.9	3115.1	5.6%	-59.0%	9.6%	8.7%	30.1%	15.68	7.85
用友网络(600588.CH)	12/2018	648.9	90.0	21.5%	57.3%	8.1%	4.2%	9.9%	77.15	9.88

来源：彭博·中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~ 5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。