

证券研究报告

软件与服务



买入 (首次)

目标价: 5.46 港元

现价: 4.25 港元

预期升幅: 29%

市场数据

日期 2017.8.18

收盘价(港元)	4.25
总股本(亿股)	24.02
总市值(亿港元)	102
净资产(亿元)	43.33
总资产(亿元)	72.29
每股净资产(元)	1.84

数据来源: Wind

相关报告

事件点评:《与华为云“同舟共济”,共拓公有云新模式》
2017.7.19
调研纪要:《中国软件国际调研纪要》 2017.7.17

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

马斯劼

masj@xyzq.com.cn

SAC: S0190517070010

00354.HK 中国软件国际

港股通(深)

二十年积累品牌优势,云计算、解放号打开新市场

2017年8月18日

主要财务指标

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营收(百万元)	6783	9003	11066	12968
同比增长	32%	33%	23%	17%
母公司股东利润(百万元)	442	557	751	924
同比增长	58%	26%	35%	23%
毛利率	30%	30%	30%	30%
净利率	7%	6%	7%	7%
每股收益-摊薄(元)	0.20	0.22	0.29	0.37
每股经营现金流(元)	0.13	0.14	0.25	0.38
市盈率(倍)	18	17	12	10
市净率(倍)	1.8	1.6	1.4	1.2

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- 公司 2000 年成立以来陆续与微软、华为、腾讯等大客户建立战略合作关系至今。2016 年实现连续 13 年增长后,年收入已达 68 亿元,其中 66 亿为服务性收入,堪称中国 IT 服务龙头。近五年公司的成长主要源于华为服务收入的快速增长——CAGR 55%,服务收入占比升至 55%。近期公司公告成为华为云首位“同舟共济”合作伙伴,象征着两者的合作进入到并肩协作的崭新阶段。**新业务驱动主要包括:**
- **云计算:** 1) 与华为云的合作跨越 PaaS 和 SaaS 层面,首要合作领域包括软件开发云(深度绑定 JointForce)、云解决方案等。我们相信华为云具备在中国市场崛起的潜力,其消费者云服务合作伙伴分享规模已达 28 亿元,而到 2020 年华为云预期收入 100 亿美元,保守预计中软国际可相应获得 2.5-5 亿美元增量收入(17-35 亿人民币)。2) 公司云迁移业务发展速度超预期,规模上亿。3) 美国子公司 Catapult 在云服务领域具成熟经验。
- **JointForce:** 针对长尾市场,今年商业模式转为会员制。对比猪八戒和 Upwork, JF 聚焦垂直领域,中软国际作为运营方能够把关质量,疏导项目。我们测算市场空间超百亿元,初步预计近两年会员费达到 2 千万元。
- **大数据:** 整合千人成熟团队,预计今年收入 3 亿元,复合增速高于整体。
- **盈利预测与估值:** 我们对大客户及新业务进行分析预测,并考虑期权成本、可换股贷款票据利息等费用因素,预计 2017-2019 年摊薄 EPS 分别为 0.22、0.29、0.37 元。公司是高增长、低估值的典范,PE 显著低于 A 股同类公司,而规模和增速相近,目前市场尚未认识到公司新业务价值。我们根据自由现金流折现模型得到目标价 5.46 港元(4.66 元人民币),对应 PE 分别为 22x、16x、13x,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务推进的风险;华为服务收入增速放缓;市场竞争加剧等。

目 录

1、公司简介.....	- 4 -
1.1、发展历程	- 4 -
1.2、主要业务	- 5 -
1.2.1、大客户收入结构与华为的重要地位	- 5 -
1.2.2、重组业务集团推进云计算转型	- 8 -
1.3、股权结构	- 9 -
2、行业背景.....	- 10 -
2.1、IT 服务与外包市场.....	- 10 -
2.2、云计算与大数据	- 11 -
3、公司分析及展望	- 12 -
3.1、二十年积累打造品牌优势	- 12 -
3.2、展望未来	- 14 -
3.2.1、与华为合作升级，云计算、大数据共享百亿市场	- 14 -
3.2.2、JointForce（解放号）转会员模式，推广力度加大	- 16 -
3.2.3、海外业务空间大	- 17 -
3、盈利预测.....	- 19 -
4、投资建议与估值	- 21 -
4.1、现金流折现结果	- 21 -
4.2、相对估值结果及投资建议	- 22 -
4.3、风险提示	- 23 -
图 1、公司发展历程	- 4 -
图 2、公司服务收入增长迅速（百万元人民币）	- 6 -
图 3、活跃客户数及服务收入大客户占比	- 6 -
图 4、2016 年前 5 大客户占比	- 7 -
图 5、华为收入与总收入占比	- 7 -
图 6、公司业务集团变化	- 8 -
图 7、TPG+IIIG 的双轮驱动战略	- 8 -
图 8、公司股权结构（至 2017 年 6 月 30 日）	- 9 -
图 9、大股东持股（至 2017 年 6 月 30 日）	- 9 -
图 10、中国服务外包合同执行和签约金额（亿美元）	- 11 -
图 11、中国服务外包从业人数（万人）	- 11 -
图 12、全球云计算市场规模及预测（亿美元）	- 11 -
图 13、中国公有云市场规模及预测（亿人民币）	- 12 -
图 14、营收与净利（百万元）	- 12 -
图 15、毛利率与净利润率	- 12 -
图 16、公司员工数与人均数据（万元）	- 13 -
图 17、经营现金流（百万元）	- 13 -
图 18、活跃客户数量	- 14 -
图 19、研发成本（百万元）与收入占比	- 14 -
图 20、资产负债率	- 14 -
图 21、应收账款周转天数	- 14 -
图 22、2016 年三季度全球云计算市场份额	- 16 -
图 23、微软 Azure 采用率迅速提升	- 16 -
图 24、公司的云服务案例	- 16 -

图 25、公司地区收入结构	- 18 -
图 26、公司的借船出海战略	- 18 -
图 27、公司近 5 年 PE Band (TTM)	- 22 -
图 28、公司近 5 年 PB Band (TTM)	- 22 -
表 1、公司历史大事件	- 5 -
表 2、全球 IT 支出预测（10 亿美元）	- 10 -
表 3、中国 IT 支出预测（亿人民币）	- 10 -
表 4、与同类公司的数据对比	- 13 -
表 5、全球云计算公司规模及增速估算	- 15 -
表 6、解放号与同类公司数据对比	- 17 -
表 7、业务拆分预测结果（百万元人民币）	- 20 -
表 8、成本费用结构及利润率假设	- 20 -
表 9、公司盈利预测结果	- 20 -
表 10、FCFF 现金流折现模型（百万元人民币）	- 21 -
表 11、相对估值（换算为人民币）	- 22 -
附表	- 24 -

报告正文

1、公司简介

1.1、发展历程

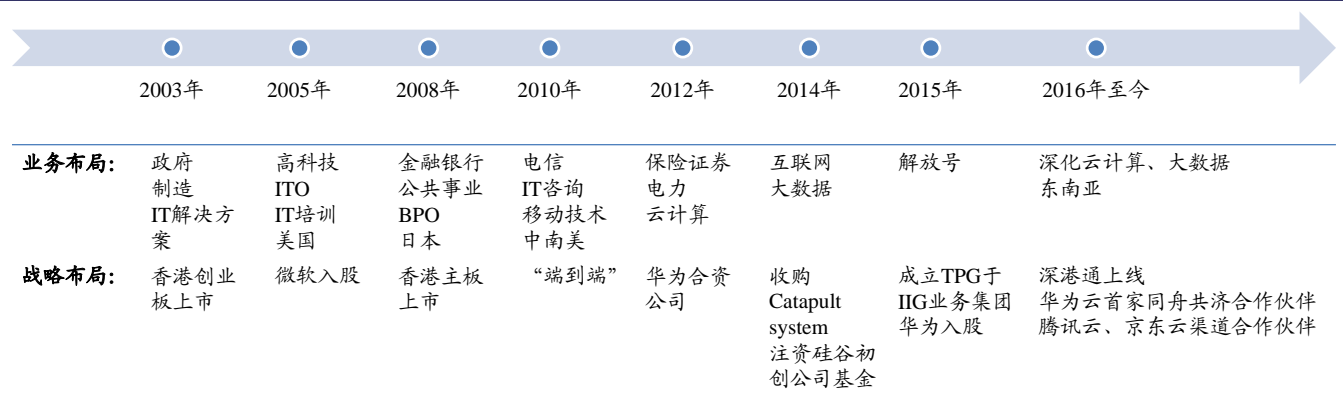
中国软件国际（354.HK）成立于 2000 年，是中国领先的大型综合性软件与信息服务企业，2003 年香港创业板上市，2008 年转主板。

公司董事局主席、CEO 陈宇红博士毕业于北京理工大学。1991-1996 年任中国长城计算机软件公司副总经理；1996-2000 年任中国计算机软件与技术服务总公司副总裁；2000 年 4 月至今，历任中软国际有限公司董事、总经理、董事局副主席、董事局主席。期间主持国家“八五”攻关课题，获得国家科技成果奖，并出版多部专著。作为中国电子政务工程及行业信息化的驱动者与实践者，陈宇红博士曾成功交付了国家多个“金字”号信息化工程开发与实施，是知名的行业信息化咨询专家。

在陈总管理下，公司深耕行业 17 年，从初期的信息化、行业解决方案开始，不断扩展行业领域、资本运作和地域业务边界，2005 年开始陆续与微软、华为、腾讯等大客户建立了深入合作关系并延续至今。在坚实的业务技术水平之上，公司持续高速发展，规模迅速扩大，行业地位持续提升。2016 年，公司延续上市以来连续 13 年的增长，实现收入 67.8 亿人民币，同比增长 32%，近三年和近五年平均复合增速分别达到 28%、25%；其中服务性收入 65.7 亿元，同比增长 36%；归母净利润 4.42 亿元，同比增长 58%；EPS0.203 元，同比增长 45%。截止 2016 年年底，员工人数达 47188 人。公司也获评 2016 年中国软件与信息技术服务综合竞争力十强企业、2016 中国十大创新软件企业，荣获 IAOP “2016 全球外包 100 强”，凭借金融大数据课题斩获银监会一类成果大奖。

2012 年开始，公司提前布局云计算，与阿里云签订战略合作协议，共同开发 PaaS 平台，2015 年公司将业务重分类为专业服务集团（TPG）和互联网 IT 服务集团（IIG），提出基于与华为合作的线下业务，以及解放号线上业务平台的双轮驱动战略，从“综合性软件与信息服务供应商”向“基于云计算、大数据的互联网创新公司”全面转型。此后公司成为腾讯云最高级别渠道合作伙伴、京东云渠道合作伙伴，并在今年 7 月公告成为华为云首位同舟共济型合作伙伴，与多年来形成信任关系的大客户正式迈入云时代新篇章。

图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网资料，兴业证券研究所

表 1、公司历史大事件

2000年	注册成立中软国际有限公司，推出自主知识产权应用支撑平台ResourceOne V1.0。
2003-2005年	<p>在香港联合交易所创业板上市，股票代码：HKSE.8216。</p> <p>收购中软总公司计算机培训中心，公司业务进入培训领域。</p> <p>收购中软赛博资源软件技术（天津）有限公司，提升公司在IT外包业务领域的市场占有率，拓展欧美IT外包服务市场。</p> <p>收购北京中烟物资电子商务有限公司，加深公司和国家烟草专卖局的战略合作伙伴关系，公司服务内容覆盖烟草行业内部业务流程。</p> <p>收购中软资源，进军欧美IT外包服务业务，在美国设立前端公司。</p> <p>吸纳微软、国际金融公司（IFC）的战略投资，公司股东平台日益国际化、开放化。</p>
2006-2007年	<p>与福建烟草海晟投资管理有限公司共同组建中软海晟，加强并整合公司的行业服务和资源挖掘能力。</p> <p>收购日本创智株式会社，加强公司在日本前端业务的建设，推动公司对日外包业务的拓展。</p> <p>收购和勤环球资源公司，拓展金融与银行服务领域、美国制药和卫生领域、以及日本商务流程外包（BPO）业务。</p> <p>自主知识产权应用支撑中间件平台ResourceOne V4.0产品全线发布，提供面向服务技术架构的全面支撑能力。</p> <p>在银行和金融服务领域，公司业务涵盖3大国有银行，10家股份制商业银行，以及20多家在华外资银行，并延展至城市轨道交通和公交的票务等类金融业务。</p>
2008-2010年	<p>转往香港联合交易所主板上市，股票代码354。</p> <p>成为IBM SOA顶级合作伙伴，共同建设中软国际SOA创新中心。</p> <p>成为全球第七家、中国第一家微软首席供应商（Microsoft Premier Vendor）。</p> <p>汉普管理咨询（中国）有限公司加盟，大幅强化咨询驱动能力。</p> <p>进军移动互联网领域，掌中无限公司加盟。</p> <p>自主知识产权应用支撑中间件平台ResourceOne实现云计算支持。</p> <p>员工人数突破万人，“端到端”战略布局现端倪。</p>
2011年	<p>战略客户培育与拓展取得成绩，日立签约填补财务流程外包领域的空白；携手飞利浦电子设立全球ODC中心；与金蝶签订软件开发外包战略合作备忘录。</p> <p>深化华为合作，在其供应商测评综合排名第一，各条产品线均名列前茅，成功进入三个产品合作框架，携手华为进入新加坡、俄罗斯、欧洲等国家。</p> <p>深化微软战略合作，微软公司将全部优先股转为普通股。成为微软全球TOP10战略供应商，中国最佳CSC，新建欧洲提交中心。</p> <p>战略伙伴弘毅投资。</p>
2012年	<p>首次进入海洋行业，中标国家海洋局海洋环境预报中心“海洋通信设备监控平台项目”。</p> <p>荣获“2011年微软首选供货商最有价值奖”，成为十年来惟一入选的中国企业。</p> <p>中软国际与华为双方合资组建的中软国际科技服务有限公司在西安高新区正式挂牌成立。</p> <p>与阿里云签订战略合作协议，共同开发PaaS平台，应用了“Resource One”中间件。</p>
2013年	<p>收购专注于微软业务的卓越咨询服务提供商Catapult Systems。</p> <p>亮相阿里云开发者大会，阿里携手中软国际创立“云栖联盟” 共建中国云生态。</p> <p>公司承接的“中移动2013年飞信业务开发及支撑服务”取得重大进展，新版飞信V5成功上线，首日下载量达到70万。</p>
2014年	<p>与腾讯公司签署为期两年的合作协议，成为腾讯游戏服务最大的IT服务供应商。</p> <p>公司自主研发的JointForce平台在北京宣布正式公测。</p> <p>与公安部交通管理科学研究所签署战略合作协议，共同研发交通管理大数据分布式管理和应用平台，拓展交管全国大数据业务。</p>
2015年	<p>与华为签订股份认购以及收购协议，华为成为战略股东。</p> <p>宣布成立技术与专业服务集团（TPG）和互联网IT服务集团（IIG）。</p> <p>旗下美国子公司Catapult Systems成功开发基于微软Azure的企业云门户Fuse。</p>
2016年	<p>中软国际开发的深港通成功上线。</p> <p>成为京东云渠道合作伙伴，双方实现共赢发展。</p> <p>与华为在西安基地成立大数据联合创新实验室，完成金融领域样板点布局，奠定华为大数据核心解决方案供应商地位。</p> <p>参加华为首届年度全球旗舰大会——HUAWEI CONNECT 2016，发布金融和云存储等解决方案，致力于搭建ICT生态圈。</p> <p>与腾讯达成战略协议，成为腾讯云最高级别的渠道合作伙伴。</p>

资料来源：公司官网，兴业证券研究所

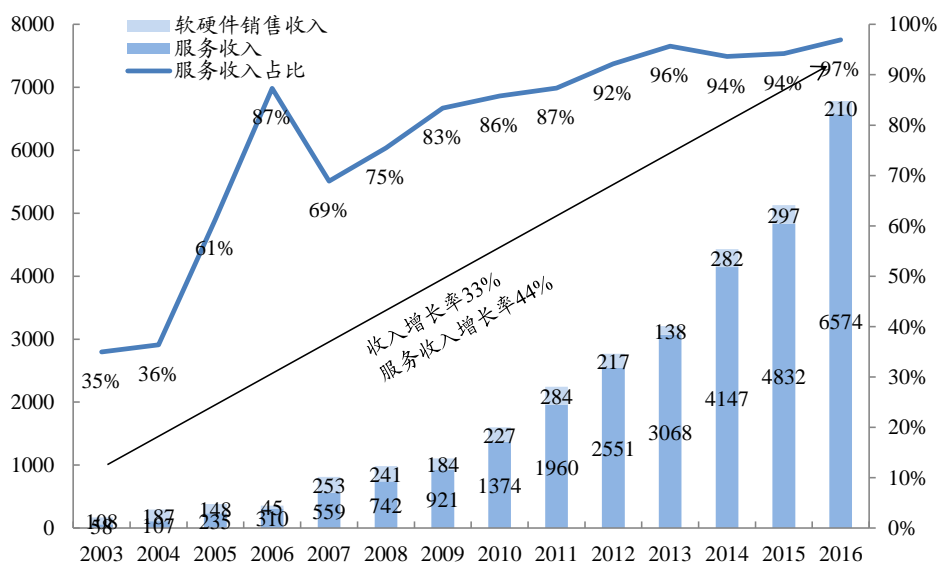
1.2、主要业务

1.2.1、大客户收入结构与华为的重要地位

如下图所示，公司的主营收入主要包括服务收入和软硬件销售收入两大类，软硬

件销售收入在近十年变化不大，同时服务收入在 2003-2016 年实现了 44% 的复合平均增长率，占比不断提升至 97%，成为公司目前的主要收入模式。

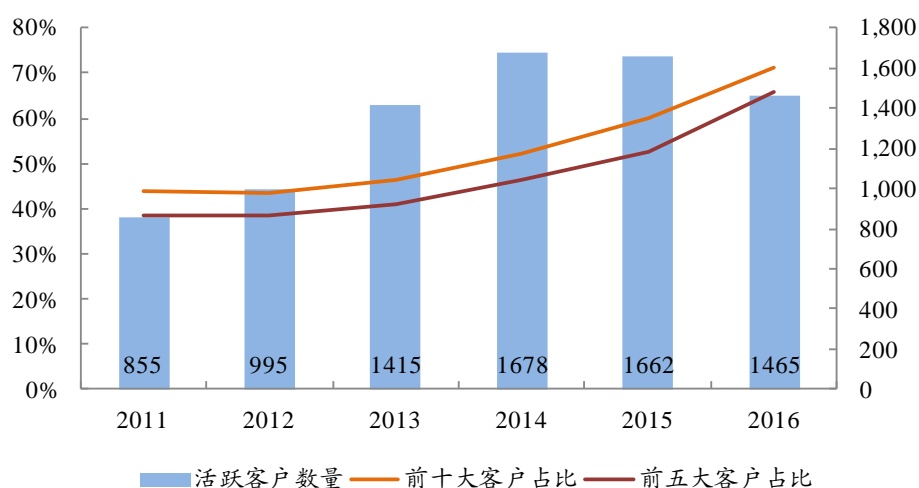
图 2、公司服务收入增长迅速（百万元人民币）



资料来源：公司财报，兴业证券研究所

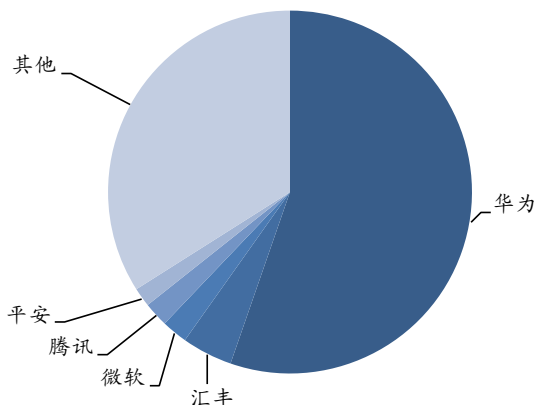
在向互联网、云计算转型前，公司聚焦大客户的战略已收效明显，服务收入中前十大和前五大客户占比稳步提升，在 2016 年分别达到 71% 和 66%。同时在活跃客户数量有所下降的同时，服务收入大于 600 万元的大客户数量并未下降，在 2014-2016 年分别达到 77、79、79。即公司在拓宽行业领域、地区领域的同时，业务趋于集中，而与华为等大客户的合作则不断深化。

图 3、活跃客户数及服务收入大客户占比



资料来源：公司官网资料，兴业证券研究所

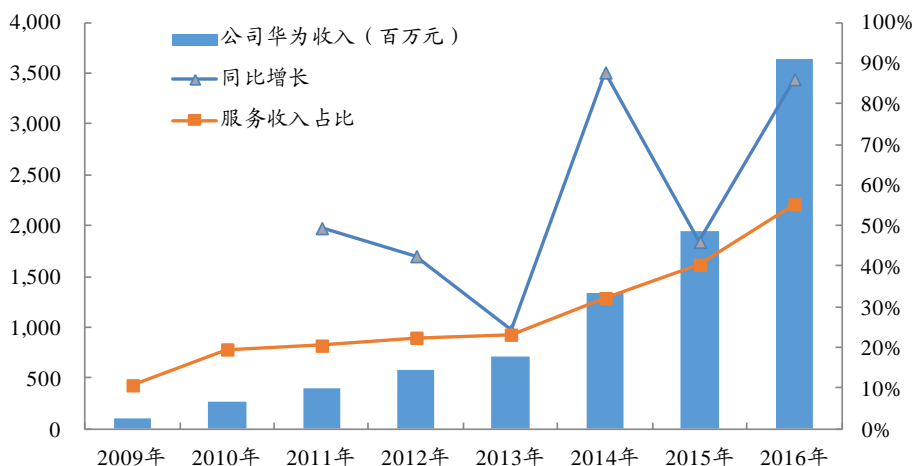
图 4、2016 年前 5 大客户占比



资料来源：公司官网资料，兴业证券研究所

如下图所示，公司与华为的成功合作是近几年业绩成长的主要因素，华为收入在服务收入中的占比不断提升至 2016 年的 55%，近 5 年复合增长率 55%。公司凭借过硬的技术能力和服务质量，过去十年与华为的合作不断深化，在 2012 年与华为成立合资公司“中软国际科技服务有限公司”，华为又在 2015 年将子公司股份转换为中软国际股份，成为战略投资者。两者的合作关系稳固，除了 IT 外包业务，也已经在企业云、大数据等新领域，智能制造等行业都进行了创新合作。近期公司成为华为云首位“同舟共济”合作伙伴，除了是对公司实力的印证外，也象征着两者的合作进入到了崭新阶段，即比肩同行，协同发展。

图 5、华为收入与总收入占比



资料来源：公司官网资料，兴业证券研究所

其他主要大客户还包括：

- 汇丰，2016 年收入达 3 亿元，同比增长 107%，主要由于公司击败印度塔塔等公司赢得全球竞标，从汇丰中国拓展到汇丰全球。
- 微软，2005 年即战略投资，是公司合作时间最长的大客户之一，近年来由于信息安全因素对中国的发包有所减少。
- 腾讯，2016 年收入增长 53% 至近 1.5 亿元，主要由于公司是腾讯游戏最大的外包服务商，受益于游戏业务爆发。

1.2.2、重组业务集团推进云计算转型

下图所示为公司业务集团分类及收入占比。2014 年及之前，公司业务含 3 个业务集团与 1 个培训中心。2015 年，伴随客户的数字化转型趋势，公司调整设立了新的业务集团——技术与专业服务集团（TPG）和互联网 IT 服务集团（IIG），而不再按照此前的专业服务、外包服务等方式分类，从而更好地反映了公司的战略和发展现状。其中 TPG 主要服务大客户，多涉及线下服务，主要包含传统的解决方案、BPO 等外包、咨询、集成与服务、开发等业务，以及 2016 年新引进的大数据团队，海外业务等。IIG 主要面向长尾客户，提供更灵活、价格更低的线上服务，主要包含 JointForce（解放号）平台业务，云迁移、云运维、云咨询、SaaS 定制、PaaS 等云业务。

图 6、公司业务集团变化



资料来源：公司官网，兴业证券研究所

图 7、TPG+IIG 的双轮驱动战略

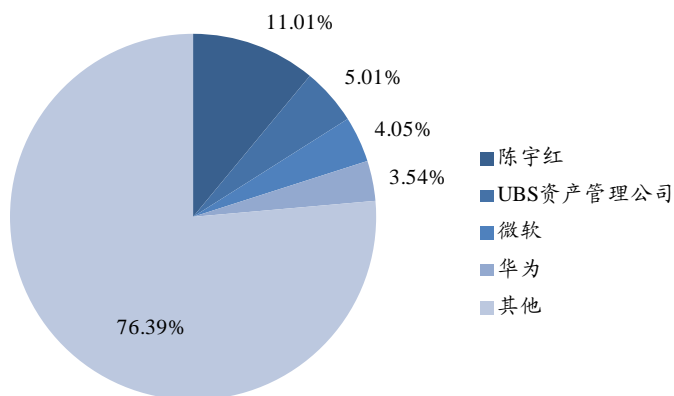


资料来源：公司官网，兴业证券研究所

1.3、股权结构

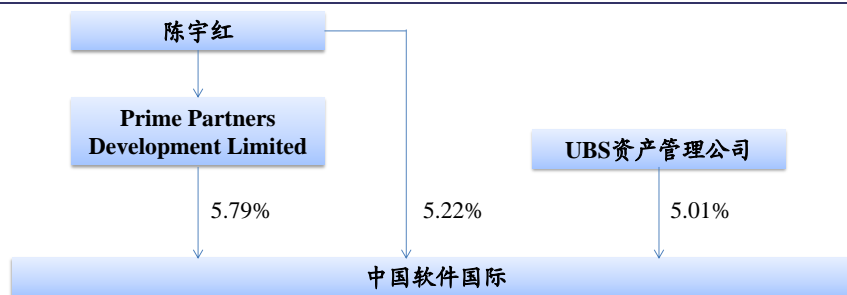
如下图所示，公司董事局主席、CEO 陈宇红博士持股 11%，为第一大股东。UBS 资管公司为今年新增持股 5% 以上大股东。大客户微软、华为均有持股。其中微软早在 2005 年即战略入股，华为则在 2015 年将 2012 年成立的合资子公司股份转换为中软国际股份，成为战略投资者。

图 8、公司股权结构（至 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：公司官网，兴业证券研究所

图 9、大股东持股（至 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：公司财报，兴业证券研究所

公司今年 4 月向腾讯创始人陈一丹的公司 Dan Capital Management Ltd. 发行 9 亿港元于 2022 年到期的可换股票据，陈一丹将间接持有 5.4 亿港元的可换股票据实益拥有权。行使价每股 5 港元溢价 18%，彰显其对公司转型发展的信心和期待。所得净额中，预计约 6 亿用于并购及组建并购基金，以提升新技术能力，加强云服务生态建设；约 1 亿用于解放号平台升级；其余 2 亿用于补充营运资金及偿还高利率贷款。这将进一步推进公司的云计算、互联网转型战略。

与 A 股中国软件（600536.SH，后简称中软）的股权关系变化：

- 1999-2000 年，为满足业务资金需求及挽留人才，中软总公司设立中软国际，其中外合资子公司北京中软国际为业务主体，中软总公司与中软国际的间接持股分别为 15% 和 85%。中软总公司调派 20 名管理技术人员（含现 CEO 陈宇红博士等）至北京中软国际。
- 2004 年，A 股中软股份收购 CEC 原持有的中软总公司 100% 股权，并更名为“中国软件”（后简称中软），注销总公司后继承中软香港 99.3% 股权。中软香港持有中软国际 8.2% 股份，中软国际为中软香港的联营企业。

- 2005 年，中软香港不断增持及定增转让子公司中软资源于中软国际，因而在中软国际的持股比例达到 24%，成为第一大股东，实现了控股和并表，同时两者业务整合避免了同业竞争。
- 2006-2008 年，中软增资中软香港，持股增至 99.9994%，此时中软香港持有中软国际 19.76% 股份。
- 2009 年，中软香港增持中软国际至 24.26%。
- 2010 年，中软香港开始出售中软国际股票，当年 10 月开始中软国际不再并表至中国软件。
- 2011-2013 年，中软香港出售中软国际股票至不再持有。

2、行业背景

2.1、IT 服务与外包市场

公司的业务范围涵盖 IT 服务的咨询、外包、培训、技术服务等，技术服务主要是解决方案，外包服务包括 ITP、BPO、EPO 等。公司服务的行业基本涉及所有具备 IT 服务潜力的行业，如金融、电信、政府、制造、高科技等。

根据 Gartner 预测，2017 年全球 IT 支出将恢复增长，其中增速最高的是企业软件和 IT 服务类别，预计 IT 服务在 2017-2018 年维持 4% 以上的增长。而中国 IT 服务预计 2017 年增长 9.7% 至 1242 亿人民币。

表 2、全球 IT 支出预测（10 亿美元）

	2016年	2016年增长	2017年	2017年增长	2018年	2018年增长
数据中心系统	170	-0.6%	175	2.6%	176	1.0%
企业软件	333	5.9%	355	6.8%	380	7.0%
设备	588	-8.9%	589	0.1%	589	0.0%
IT服务	899	3.9%	938	4.2%	981	4.7%
通讯服务	1384	-1.0%	1408	1.7%	1426	1.3%
合计	3375	-0.6%	3464	2.7%	3553	2.6%

资料来源：Gartner（2017 年 1 月），兴业证券研究所

表 3、中国 IT 支出预测（亿人民币）

	2016年	2016年增长	2017年	2017年增长	2018年	2018年增长
数据中心系统	1425		1565	9.8%	1607	2.7%
软件	602		663	10.2%	733	10.6%
设备	7584		7804	2.9%	7695	-1.4%
IT服务	1132		1242	9.7%	1367	10.1%
通讯服务	11455		12094	5.6%	12690	4.9%
合计	22199		23368	5.3%	24092	3.1%

资料来源：Gartner（2017 年 1 月），兴业证券研究所

根据商务部数据，2010 年以来我国整体服务外包行业经历快速发展阶段，2010-2015 年的 5 年间外包合同执行金额规模扩大近 5 倍。到 2016 年我国外包合同执行规模已达 1065 亿美元，同比增长 10%；签约金额达到 1472 亿美元，同比增长 12%；从业人数达到 856 万人，同比增长 17%（见下图）。在服务外包整体市场，我国约占全球市场 30% 份额。

图 10、中国服务外包合同执行和签约金额 (亿美元)

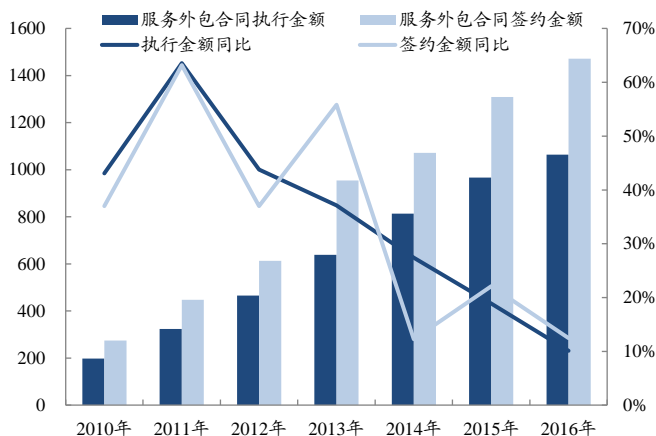
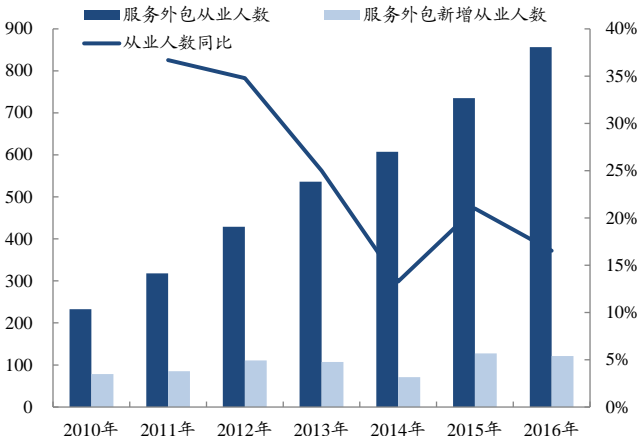


图 11、中国服务外包从业人数 (万人)



资料来源：商务部，兴业证券研究所

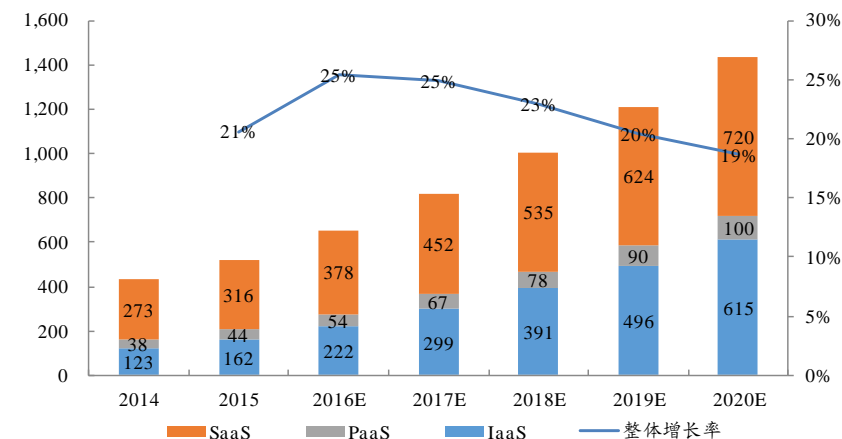
- 根据 Gartner 数据，全球 ITO 服务市场 2015 年下滑 3.2% 至 2742 亿美元（一致汇率下增长 6%），2016 年增长 4.6% 达 2835 亿美元（一致汇率下增长 5.4%）。
- 根据智研咨询报告，2015 年全球软件外包市场规模 1267.8 亿美元，同比增长 9.2%。中国软件外包业务规模 128.7 亿美元，占全球 8.9% 份额。
- Technavios 分析师预计 ITO 亚太地区市场将在 2016-2020 年内实现 5.8% 复合增长率。

综合不同口径数据，公司相关的 IT 服务、ITO、BPO 等市场整体规模达到 2000 亿美元左右，全球市场增速约 5-10%。中国的 IT 服务及外包行业增速高于全球平均，约在 10% 左右。而由于市场较为分散，且公司的收入目前大部分来自国内，公司的实际成长水平和空间应高于平均。

2.2、云计算与大数据

全球云计算市场发展迅速，至 2015 年，含 IaaS、PaaS 和 SaaS 的云服务市场规模达到 522 亿美元，同比增长 21%，其中 SaaS 占比约 61%。Gartner 预计到 2020 年云服务市场将达 1435 亿美元规模，年复合增长率 22%。

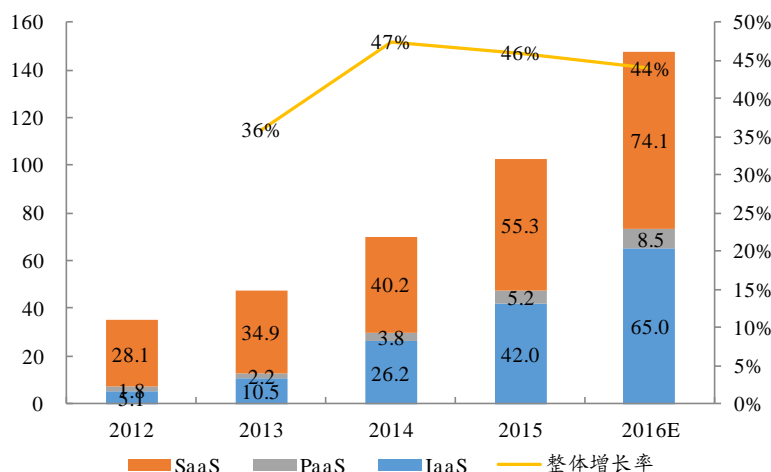
图 12、全球云计算市场规模及预测 (亿美元)



资料来源：Gartner，兴业证券研究所

根据中国信通院发布的《2016 年云计算白皮书》，2015 年中国 IaaS 市场同比增长 60% 至 42 亿元规模，PaaS 和 SaaS 市场规模占比略低于全球，预计 2016 年我国云市场总体规模约 150 亿元。

图 13、中国公有云市场规模及预测（亿人民币）



资料来源：中国信通院，兴业证券研究所

根据 IDC、Wikibon 等机构预测，2016 年全球大数据核心产业规模约为 300 亿美元。据中国信通院测算，2015 年中国大数据核心产业规模达 115.8 亿元，增速 38%，预计 2017-2018 年市场将维持 40% 左右的高速增长。

3、公司分析及展望

3.1、二十年积累打造品牌优势

公司近十年持续高速稳定增长，收入近 3 年及 5 年 CAGR 分别为 28%、25%；归母净利润的 3 年及 5 年 CAGR 分别为 44%、32%；员工数量的 3 年及 5 年 CAGR 分别为 26%、27%。毛利率由于华为业务占比提升而在近几年略有下降，目前稳定在 30% 左右。

图 14、营收与净利（百万元）

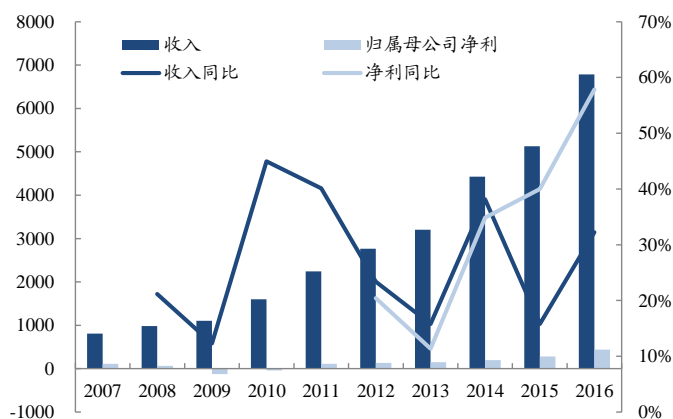
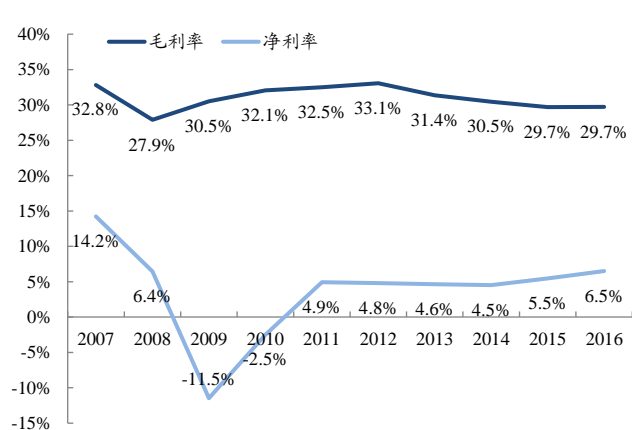


图 15、毛利率与净利率



资料来源：公司财报，兴业证券研究所

图 16、公司员工数与人均数据（万元）

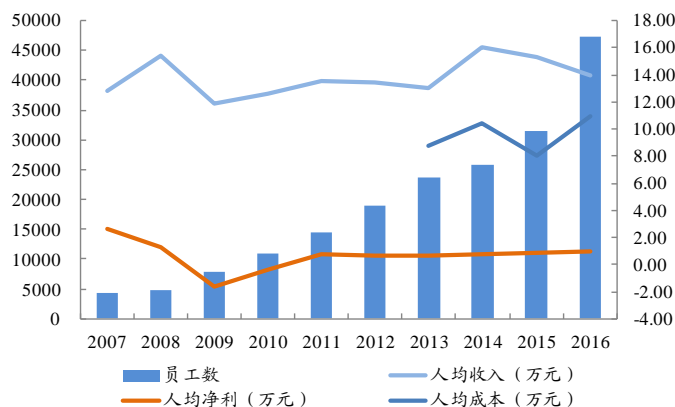
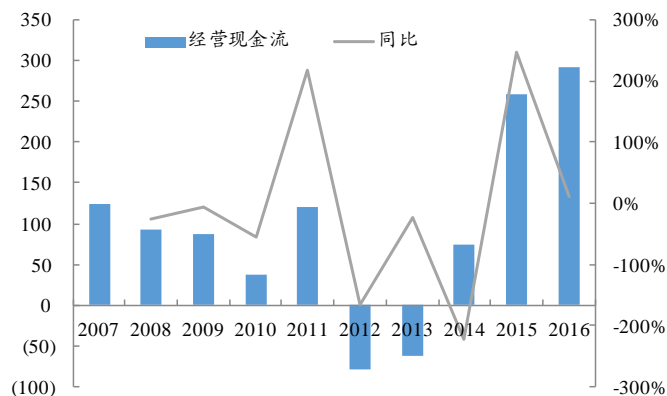


图 17、经营现金流（百万元）



资料来源：公司财报，兴业证券研究所

过去的发展过程中，公司收入与员工数量同步增长，人均收入尚未有明显提升。图 16 以及下表所示的中印相关公司数据对比中可以看出，中软国际目前规模与印度知名 IT 服务公司仍有差距，但增速较高，同时人均收入及人均成本都偏低。同业顶尖的经营利润率能够达到 25% 左右，人均收入可能达到 30 万人民币以上。一方面公司成本控制较好，通过在西安等二三线城市培训并引进人才，避免了人力成本上升的问题。另一方面，未来通过持续提升技术实力、拓展海外高毛利市场、JointForce 扩展长尾市场等措施，公司的人均收入和经营利润率有很大提升空间。

表 4、与同类公司的数据对比

		收入规模 (亿 人民币)	员工数 (万人)	收入 CAGR	人均收入 (万 人民币)	人均成本 (万 人民币)	经营利润率	净利率
中国	中软国际	68	4.7	25%	14	11	8%	7%
	东软集团	77	1.8	6%	34	28	21%	22%
印度	TCS	1223	39	15%	32	23	26%	22%
	Infosys	679	20	9%	34	22	25%	21%
	Cognizant	897	26	22%	35	21	17%	12%

资料来源：公司财报，兴业证券研究所

如前文中提到过的，公司的大客户战略收效明显，目前虽整体活跃客户数有所下降，但高额客户数量稳定，且与华为、汇丰、腾讯、微软等核心客户建立了深入的联系，尤其与华为已经迈入了并肩同行的新纪元。2016 年公司的研发成本创新高，收入占比达到 5.1%（图 19），主要因为加大了对云计算、大数据的投入力度，也反映出公司对云计算等新业务的重视。

图 18、活跃客户数量

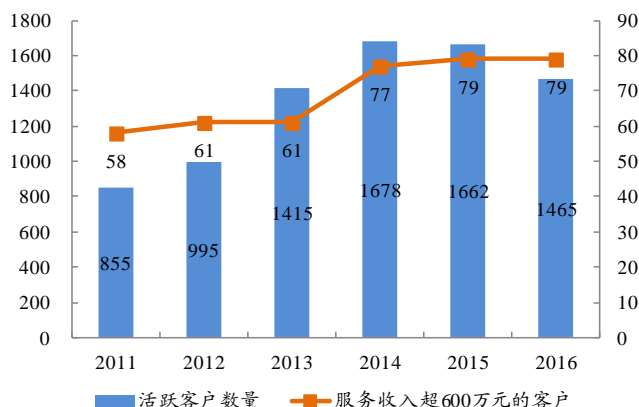
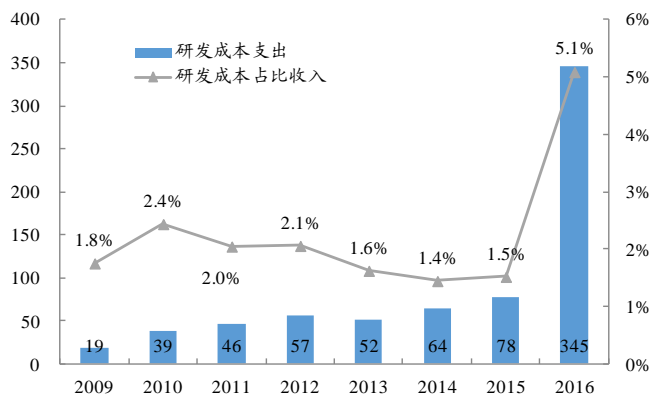


图 19、研发成本（百万元）与收入占比



资料来源：公司财报，兴业证券研究所

除了成本控制较好外，公司始终良性运营，近几年应收账款周转天数基本在 74-96 之间，资产负债率平稳。

图 20、资产负债率

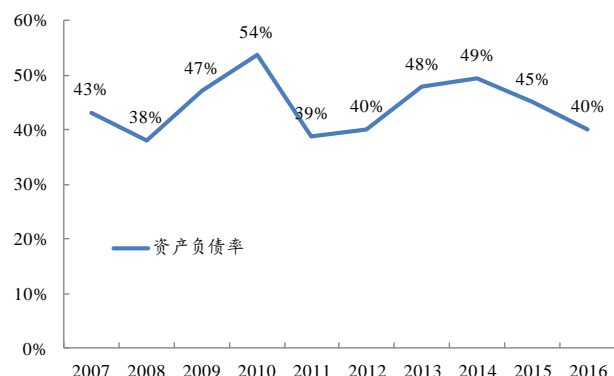
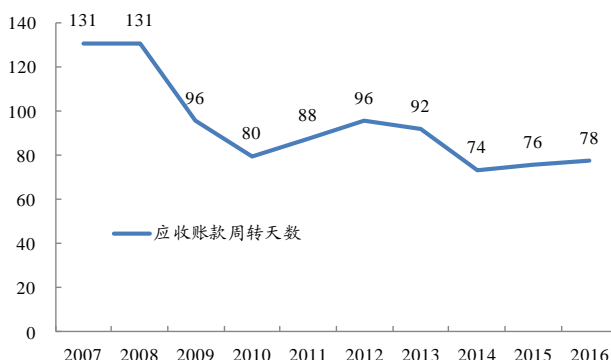


图 21、应收账款周转天数



资料来源：公司财报，兴业证券研究所

综合来看，公司在十多年的发展过程中积累了众多宝贵资源：

稳固的大客户资源——与华为的合作升级展现了公司发展新技术、开拓新市场的前景，而与大客户共建云生态将为公司打开 SaaS、大数据等新的增值服务市场；
规模扩大，人力储备丰富——公司的服务收入规模已经是国内最大，拥有 5 万员工，因此通过 JointForce 平台对接更多资源，搭建行业生态成为可能；
品牌优势——合作伙伴的认证和规模的扩大使公司逐步建立了品牌优势，这对于推广 JointForce 平台，以及拓展新的大客户都十分重要。

3.2、展望未来

3.2.1、与华为合作升级，云计算、大数据共享百亿市场

公司本身具备广泛的行业解决方案基础，并在政府、大型企业等方面具有渠道优势。因此在华为战略向企业业务、政企云倾斜的同时，两者的合作已经产生了深远变化。

华为 2016 年实现收入 5216 亿元，同比增长 32%，其中 56% 为运营商业务、35% 为消费者业务，企业业务仅占比 8%，收入 407 亿元。2014-2016 年，华为企业级业务的收入增速分别为 27%、44%、47%，是未来数年的发展重点。在今年 3 月举行的华为生态伙伴大会上，副董事长、轮值 CEO 徐直军表示华为将进入公有云市场，成立 Cloud BU，并增加投入 2000 人。从 2017 年开始，华为将以公有云服务为基础，聚焦重点行业，与合作伙伴共建云生态。到 2016 年，华为的海外基础云服务能力已经初步构建，多个创新业务在 170 多个国家成功上线。华为消费者云业务现雏形，注册开发者超过 22 万，合作伙伴通过华为云服务分享到的收益超过 28 亿元人民币。

中软国际与华为的云服务合作跨越 PaaS 和 SaaS 层面。PaaS 层面，公司拥有自主知识产权的 Radar Cloud PaaS 平台，提供云开发运行、云集成、云管理服务，能够对接生态伙伴。SaaS 层面，公司提供云咨询和定制化服务，已经与阿里巴巴在“数字互联网城市”方面合作。此外，公司 2013 年收购的 Catapult Systems 专注微软业务，2015 年成功开发基于微软 Azure 的企业云门户 Fuse，2016 年开发了基于 Azure 的 Digital Workforce Suite，技术实力较强。

公司成为华为云首位“同舟共济”合作伙伴后，首要合作领域包括软件开发云、云解决方案、云服务等。对于软件开发云，公司具备技术基础和经验，且将深度绑定解放号打造软件开发云生态；对于云解决方案，已推出华为-中软智能制造云解决方案，未来还会推出政府、能源、金融、交通等领域的云解决方案；对于云服务，公司已具备云迁移、云管理的业务，子公司 Catapult 的成熟经验也可以借鉴。

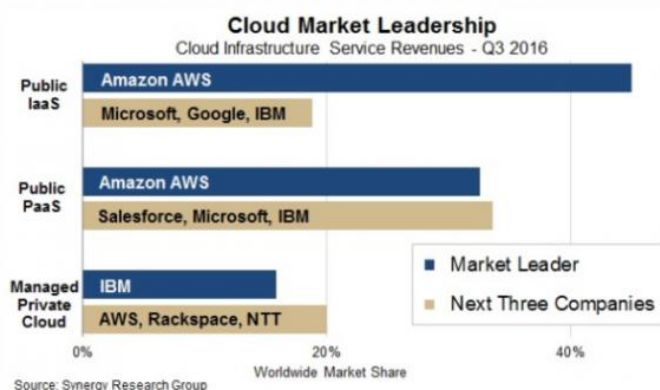
我们总结了目前全球及中国云计算市场的主要参与企业，见下表（其中 2020 年微软云服务和华为云的收入规模为公司给出的目标），并对照图 22、23。首先全球市场中，虽然目前 AWS 仍有明显优势，但微软 Azure 从投入、建设速度、成长速度等方面来看正在迅速追赶，尤其在微软具备生态优势的企业服务领域。我们相信在中国云计算市场，企业服务市场也具备赶超的机会。“华为云+中软国际”将覆盖从 IaaS、PaaS 到 SaaS 的完整云生态，与其业务相对较相似的微软 Azure 预期到 2020 年实现 200 亿美元收入，复合增长率 60%，若给予 5xPS，则估值约千亿美元。目前华为为消费者云服务的合作伙伴分享规模达 28 亿元，华为市场部副总裁卢鑫刚在 2015 年接受采访时表示，到 2020 年华为云整体收入规模预期达到 100 亿美元。即到 2020 年，华为云或与阿里云收入规模接近。目前华为与合作伙伴的分享模式尚不确定，参考消费云和其他云计算企业，保守估计中软基于与华为云合作的收入可在 2020 年达到 2.5-5 亿美元（17-35 亿人民币）。

表 5、全球云计算公司规模及增速估算

		2016年				2020年				
		收入 (亿美元)	份额	PS	收入增速	估值 (亿美元)	收入 (亿美元)	份额	PS	收入增速
全球	AWS	122	30-40%	10	50%	1200	400	30-40%	3	35%
	Microsoft Azure	30-40	10%		113%		200	15-20%		60%
	Google Cloud	10-15	5%		100%					
中国	阿里云	9.7	41%	40	121%	400	100	55%	4	60%
	腾讯云	1.7	7%		200%					
	金山云	1.2	6%		100%					
	华为云						100			

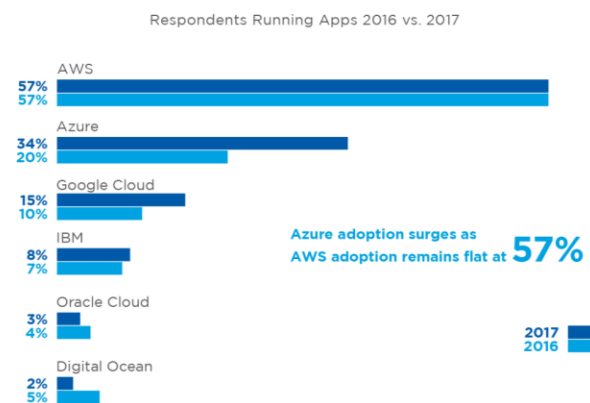
资料来源：公司官网资料，网络新闻，兴业证券研究所

图 22、2016 年三季度全球云计算市场份额



资料来源：Synergy research group，兴业证券研究所

图 23、微软 Azure 采用率迅速提升



资料来源：RightScale 2017 State of the Cloud Report

事实上，公司的云迁移业务目前发展超出预期，规模上亿元。从签单情况来看，目前的收入增长水平超过 100%。下图所示为部分云业务案例，相信未来几年无论从市场需求还是公司战略来看，云业务都将是公司的重要增长动力。

图 24、公司的云服务案例



资料来源：公司官网，兴业证券研究所

大数据方面，公司在 2016 年整合 500 人的文思大数据团队（目前过千人），由于技术成熟，相关业务在金融监管、银行、保险、能源、交通、制造等领域快速落地，大客户包括建设银行、广发银行、证监会（深港通数据开发处理）等，入选 2016 中国大数据百强。此外，公司与华为在西安基地成立大数据联合创新实验室，完成金融领域样板点布局，奠定华为大数据核心解决方案供应商地位。就像云计算对新业务板块的拉动，大数据将推动大客户业务板块，预计 2017 年实现 3 亿元收入，并在 2018 年收入翻倍。

3.2.2、JointForce（解放号）转会员模式，推广力度加大

JointForce（解放号）平台针对更为灵活、周期短、价格低的项目需求，即长尾市场。企业和个人均可在平台上发包，而接包方可以是企业、开发团队或个人。中软国际作为平台管理运营方，能够进行质量把控和拆包分包，从技术和资源背景来看，是目前最适合搭建此类平台的企业之一。JointForce 上线以来注册用户、交易额增长迅速，2015 年开始商用，到 2016 年底团队、企业及个人注册数分别达

到 1000 多家、近 3000 家、13 万人，发包企业用户近 2 万家，发包金额 6 亿元，成交 2 亿元，最终 2016 年解放号实现收入近 1 亿元。根据最新数据注册工程师已达 18 万，发包金额 8 亿元。

2017 年，公司提出以下方式来提升 GMV:

- 1) 升级盈利模式——从交易佣金转变为会员费，增加用户粘性，提高活跃度；
- 2) 拓展服务目录——增加服务品类；
- 3) 与华为云合作——解放号与软件开发云，双向导流；
- 4) 加大宣传力度——广告投放、优化搜索引擎等。

2B 平台的线上交易粘性和 GMV 转化率一直是难点，公司将佣金模式转为会员费模式，6 月开始首先面向接包的企业/团体，设立 39800 元、69800 元、129800 元、249800 元几档不同的会员。此外，现阶段公司与青岛、西安等地方政府合作“云上软件园”，建立双创中心，为企业做软件培训并导流解放号，开发非软件工程师的潜在群体，也能够产生中心运营费用。未来，在线招聘、数字营销、互联网金融如小贷、征信等都可能成为解放号平台的变现方式。

表 6、解放号与同类公司数据对比

	解放号	猪八戒	Upwork
GMV	2亿元	75亿元 (2015年)	10亿美元
佣金收取	近1千万元	2014年近8千万元，后减少数千万	
佣金费率	10-20%	约20%，2014年后大幅下降	根据总订单量5-20%
增值服务费		3亿元知识产权等服务费	
服务商/接包用户	团队/企业1000/3000	1300万	1400万
雇主/发包用户	2万	600万	500万
会员费	最低4万元	中级2980/月，高级5980/月	
估值		110亿元	
收入	2016年1亿元	2016年1-9月3亿元	

资料来源：公司官网资料，网络新闻等，兴业证券研究所

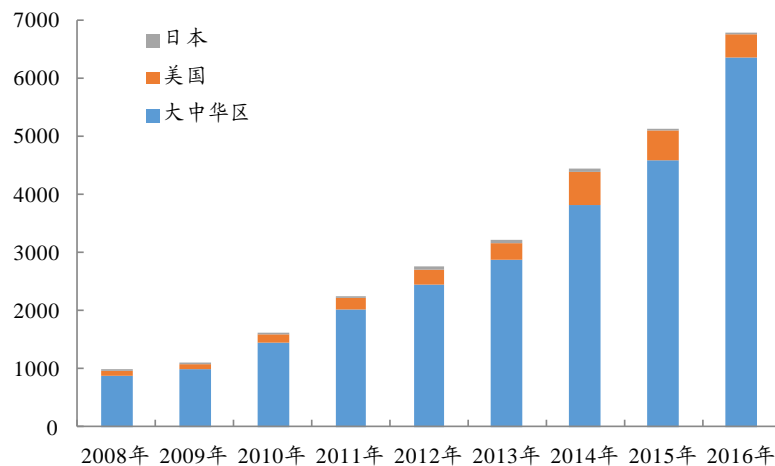
对比解放号与国内众包平台龙头猪八戒、美国龙头 Upwork，解放号的不同之处在于中软作为平台运营方可以自己接包作为质量管理方，因此发包项目可以是难度较高、较大的项目，部分如方正、太极等大型企业也会选择使用解放号平台，属于细分领域专业平台。而猪八戒、Upwork 覆盖领域更广，平台对项目质量并不能具体把控。因此虽然解放号目前用户量、交易额与另两家相差悬殊，但收入却较高，其中有大部分是公司自己接包完成的。公司参考猪八戒的发展经验，将会员费作为未来的主要收入模式之一，未来还将开发多种增值服务。假设今年服务商付费渗透率为 10%，则会员收入能达到 1600 万元。目前我国的软件工程师数量约为 700-1000 万人，公司的会员数量仍有很大提升余地。假设 500 万人使用，人均 2000 元收入，则市场规模约为 100 亿元。

3.2.3、海外业务空间大

公司业务已触及全球 32 个国家，积累了丰富的海外经验，但目前在美国、日本等

海外地区的业务占比尚小，如下图所示。为加速国际化战略落地，公司提出“借船出海”战略——跟随“一带一路”推进数字化解决方案，与华为共同走向海外市场，包括电信应用解决方案、华为云、大数据平台等机会。借助华为，公司将有可能实现弯道超车，在印度公司的传统优势领域海外 ITS 市场获得机遇。现在美国、匈牙利、马来西亚、印度、罗马尼亚中心已经建立，未来还计划在俄罗斯、拉美等地建设全球中心，形成全球服务网络（图 26），以云驱动数字化转型服务，成为世界级 ITS 企业，也获得海外业务的更高利润率。此外，未来也可能通过 JointForce 平台对接全球资源，解决全球客户的成本压力，提升整体效率。

图 25、公司地区收入结构



资料来源：公司财报，兴业证券研究所

图 26、公司的借船出海战略



资料来源：公司官网资料，兴业证券研究所

3、盈利预测

关键假设：

- 目前华为相关业务的服务收入占比仍较高，将主要影响公司短期收入和业绩。华为的企业业务是未来数年的发展重点，近两年增速在 40% 以上，且与中软国际合作深化，共同开拓企业市场，但公司在华为外包发包业务中份额已经较高（约 60%）。因此，我们预测华为收入在 2017-2019 年分别增长 25%、18%、15%，服务收入占比依据新业务发展情况而可能略有下降（不含华为云部分）。
- 其他大客户中，汇丰和腾讯的服务收入都增长较快，预计今年分别达到 5 亿和 2 亿元，微软服务收入在经历下滑后，预计今年企稳回升。
- 大数据业务今年开始发力，将成为近期 TPG 收入中的主要业绩增长点，预计 2017-2019 年收入分别为 3 亿元、6 亿元、9 亿元。
- IIG 业务由于投入力度加大，预计增速将高于整体增速。其中 JointForce 将主要包含中软接包的收入和会员费收入。短期内 JointForce 的收入将以中软接包收入为主，我们初步预计会员付费渗透率在 5% 左右，以 5 万元 ARPU 计算，会员费在近两年将达到 2000 万元以上。长期空间如前文所述，将达到百亿级别。
- 大数据、JF 平台和云业务将是今年开始的主要增长驱动力，云业务在国内具备 40% 以上的高行业增速，公司与阿里云、腾讯云、京东云等厂商都建立了合作关系。与华为云深度合作后，更可协同推广。我们一方面看好华为云在企业业务领域的潜力，认为其在 5 年内可能进入中国云市场前三，同时也看好公司 JF 平台和云业务与华为云合作带来的新机遇。
- 相较于其他业务，JointForce 的会员费，以及未来可能产生的广告、增值服务等收入将具备较高的毛利率，但初期推广费用较高，而相对的大客户毛利率仅约 30%（华为低于 30%）但无需销售推广。今年因为包含约 1.6 亿元的期权支出（去年和明年费用 4000-5000 万元），因此净利润率略有下滑。长期来看，随着新业务占比提升，利润率将逐步提升。
- 此外，我们考虑了 ETC 培训业务、政府收入等其他增厚业绩的因素，以及可换股贷款票据利息等费用增加因素。

表 7、业务拆分预测结果（百万元人民币）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
TPG服务收入	3050	3579	5414	7102	8725	10050	11301	12421
同比增长		17%	51%	31%	23%	15%	12%	10%
其中：华为收入	1337	1953	3635	4544	5362	6167	6968	7665
华为服务收入占比	32%	40%	55%	52%	49%	48%	47%	46%
大数据				300	600	900	1170	1404
同比增长					100%	50%	30%	20%
IIG服务收入	1097	1253	1160	1691	2126	2696	3391	4309
同比增长		14%	-7%	46%	26%	27%	26%	27%
其中：JointForce			98	204	261	288	314	345
云业务				300	600	1080	1728	2592
Catapult			320	368	405	425	446	469
其他			780	819	860	903	903	903
服务性收入	4147	4832	6574	8793	10851	12746	14692	16730
同比增长	35%	17%	36%	34%	23%	17%	15%	14%
销售软硬件产品	282	297	210	210	216	222	225	227
同比增长	104%	5%	-30%	0%	3%	3%	1%	1%
总收入	4429	5129	6783	9003	11066	12968	14917	16957
同比增长	38%	16%	32%	33%	23%	17%	15%	14%

资料来源：兴业证券研究所

表 8、成本费用结构及利润率假设

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
毛利率	30.5%	29.7%	29.7%	29.6%	29.6%	29.6%	29.7%	29.8%
销售及分销成本占比	5.0%	3.5%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
行政费用占比	15.0%	12.2%	11.9%	11.5%	10.7%	10.5%	10.1%	9.6%
研究开发成本占比	1.4%	3.8%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
经营利润率	6.6%	7.2%	8.2%	8.1%	9.0%	9.2%	9.8%	10.4%
净利润率	4.5%	5.5%	6.5%	6.2%	6.8%	7.1%	7.9%	8.4%
EBIT Margin	8.6%	10.0%	9.1%	8.6%	9.4%	9.6%	10.1%	10.7%
EBITDA Margin	11.8%	12.8%	11.3%	10.5%	11.3%	11.5%	12.1%	12.7%
经调整净利润率		4.9%	7.3%	8.0%	7.2%	7.5%	8.1%	8.6%

资料来源：兴业证券研究所

表 9、公司盈利预测结果

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营收(百万元)	6783	9003	11066	12968
同比增长	32%	33%	23%	17%
母公司股东利润(百万元)	442	557	751	924
同比增长	58%	26%	35%	23%
EBIT(百万元)	620	775	1039	1243
同比增长	21%	25%	34%	20%
EPS-摊薄(元)	0.20	0.22	0.29	0.37
每股净资产(元)	1.96	2.29	2.66	3.11
市盈率(倍)	18	17	12	10
市净率(倍)	1.8	1.6	1.4	1.2

数据来源：兴业证券研究所

其他预测结果与主要比率见附表。

4、投资建议与估值

4.1、现金流折现结果

我们通过 FCFF 模型得到目标价 5.46 港元，具体参数见下表。

表 10、FCFF 现金流折现模型（百万元人民币）

假设	数值					
第二阶段年数	5					
第二阶段增长率	15%					
长期增长率	6%					
无风险利率Rf	2.0%					
Rm	10%					
税率	15%					
β (Blevered)	1.22					
Ke	11.8%					
Kd	5.4%					
Ve	8678	第一阶段	2017E	2018E	2019E	2020E
Vd	1117	FCFF	-324.64	-88.74	136.66	344.14
WACC	10.9%	第二阶段	2022E	2023E	2024E	2025E
		FCFF	666.44	766.40	881.37	1013.57
						2026E
						1165.61

FCFF估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	341.02	3%
第二阶段	2133.46	19%
第三阶段（终值）	8857.54	78%
企业价值EV	11332.02	100%
- 少数股东权益	68.43	-1%
- 净债务	-182.02	1.6%
总股本价值	11445.62	101%
股数(百万)	2402.27	
每股价值(人民币元)	4.76	
每股价值(港元)	5.46	

敏感性测试

WACC	长期增长率								
	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%
8.44%	6.31	6.98	7.85	9.00	10.63	13.11	17.30	25.95	54.29
8.94%	5.56	6.07	6.71	7.54	8.65	10.22	12.59	16.61	24.91
9.44%	4.95	5.35	5.84	6.45	7.25	8.31	9.82	12.09	15.95
9.94%	4.44	4.76	5.14	5.62	6.21	6.97	7.99	9.43	11.62
10.44%	4.01	4.27	4.58	4.95	5.40	5.97	6.70	7.68	9.07
10.94%	3.65	3.87	4.11	4.41	4.76	5.20	5.74	6.45	7.39
11.44%	3.34	3.52	3.72	3.96	4.25	4.59	5.00	5.53	6.20
11.94%	3.07	3.22	3.39	3.59	3.82	4.09	4.42	4.82	5.32
12.44%	2.83	2.96	3.10	3.27	3.46	3.68	3.94	4.25	4.64
12.94%	2.63	2.73	2.86	2.99	3.15	3.33	3.54	3.79	4.10
13.44%	2.44	2.53	2.64	2.75	2.89	3.04	3.21	3.42	3.66

资料来源：兴业证券研究所

4.2、相对估值结果及投资建议

如下图，公司近 5 年 PE 基本稳定在 20x 左右，PB 近期从 1.5x 左右提升至 2x 左右，从长期历史来看也在正常范围。目前的市值水平仅对应公司传统 IT 服务业务，而暂未反应今年开始落地的云计算、大数据和 JointForce 等新业务。

图 27、公司近 5 年 PE Band (TIM)

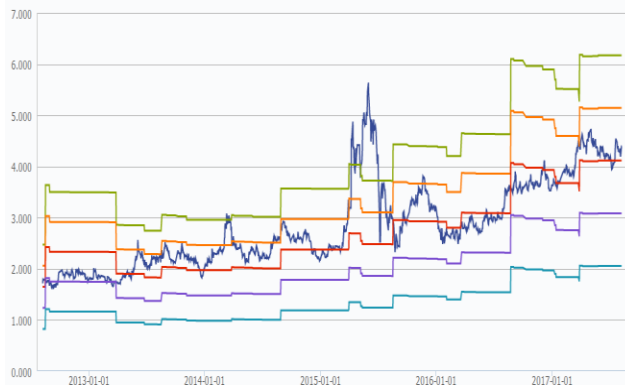
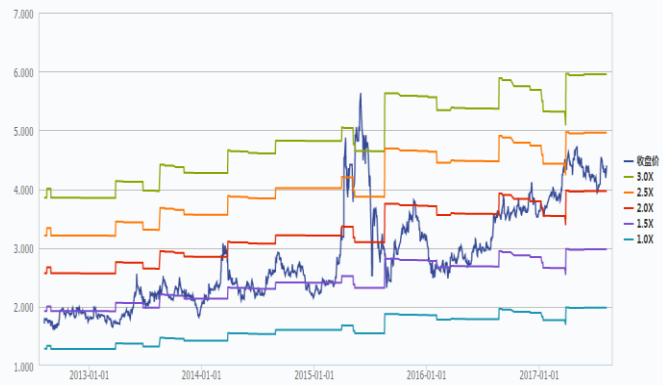


图 28、公司近 5 年 PB Band (TIM)



资料来源：Wind，兴业证券研究所

对比 A 股的国内 IT 服务公司，以及海外上市的印度 IT 服务龙头，可见公司估值明显低于 A 股，而规模和增速相近，存在估值差。同时与海外的印度公司相比，我国 IT 服务公司规模尚小，中软国际等公司的预期增速达到其两倍以上，而中软国际的 PE 水平仍低于其平均值。

表 11、相对估值（换算为人民币）

	公司	代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS-摊薄 (元)			PE		2017-2019年CAGR	
					2016	2017E	2018E	2017E	2018E	收入	净利润
H股	中国软件国际	0354.HK	3.6	86	0.20	0.21	0.31	17	12	20%	32%
A股	东软集团	600718.SH	16	203	1.50	0.43	0.54	38	30	12%	24%
	博彦科技	002649.SZ	10	54	0.69	0.38	0.51	27	20	23%	33%
	神州信息	000555.SZ	17	161	0.26	0.33	0.40	51	42	12%	21%
	太极股份	002368.SZ	28	116	0.73	0.96	1.20	29	23	22%	24%
	银信科技	300231.SZ	13	44	0.35	0.45	0.60	29	22	32%	33%
	长亮科技	300348.SZ	20	59	0.36	0.47	0.68	42	29	42%	38%
	平均		17	106	0.65	0.50	0.66	36	28	24%	29%
美股	Infosys	INFY.US	104	2369	6.27	6.68	7.33	16	14	10%	9%
	Cognizant	CTSH.US	480	2831	17.1	23.1	26.3	21	18	9%	12%
印度	TCS	TCS.IN	260	5119	13.3	14.2	15.7	18	17	10%	10%
	平均		281	3440	12	15	16	18	16	10%	10%

资料来源：Bloomberg，Wind，兴业证券研究所

综上，公司属于高增长、低估值的典范，市场尚未意识到公司在云计算等新业务领域的价值。今年多项新业务预期收入翻倍，步入正轨，随着投入期后战略布局逐步落地，公司的业务结构将发生可见的变化，相信市场也将随之更新认知。

我们根据自由现金流折现模型得到目标价 5.46 港元（4.66 元人民币），预计公司 2017-2019 年摊薄 EPS 分别为 0.22、0.29、0.37 元人民币，对应 PE 分别为 22x、16x、13x，首次覆盖给予“买入”评级。

4.3、风险提示

- 新业务推进的风险：JointForce 平台仍处于投入阶段，今年开始尝试新的商业模式，未来的资源流量变现进展可能不及预期。
- 华为服务收入增速放缓的风险：华为服务收入的增加拉动了公司过去几年的增长，但目前公司在华为外包业务中的占比已经较高，后期增速将逐步回落。若大数据、海外、云计算等带来的新增量不足，则可能整体增速放缓。
- 市场竞争风险：与华为云在政企云等市场面临阿里云等巨头的竞争，在海外拓展过程中面临印度、美国等 IT 服务企业的竞争。
- 人力成本上升、并购与整合等其他可能的风险。

附表

综合财务状况表

单位:人民币百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1299	2148	2302	2660
存货	20.9	27.8	34.1	40.0
贸易及其他应收款	2093	2722	3279	3763
应收客户合约工程款	1430	1898	2333	2734
其他流动资产	85	85	85	85
流动资产	4927	6881	8033	9282
不动产、工厂及设备	820	1146	1527	1927
无形资产	231	183	142	106
商誉	1008	1008	1008	1008
预付租赁款项	38.7	37.8	36.9	36.0
其他非流动资产	204	204	204	204
非流动资产	2302	2579	2919	3281
总资产	7229	9460	10952	12563
贸易及其他应付款	1204	1600	1967	2305
应付客户合约工程款	122	163	200	234
短期借款	922	1224	1505	1764
其他流动负债	190	190	190	190
流动负债	2439	3177	3862	4493
长期借款	194	200	206	213
递延税项负债	18.9	18.9	18.9	18.9
可换股贷款票据	244	1014	1014	1014
非流动负债	458	1234	1240	1246
总负债	2897	4411	5101	5738
股本	106	106	106	106
股本溢价	2653	2653	2653	2653
其他储备	1505	2222	3023	3997
其中:留存收益	416	557	751	924
购股权	45	160	50	50
非控制性股东权益	68	68	68	68
总权益	4333	5049	5850	6824
总负债和总权益	7229	9460	10952	12563

综合现金流量表

单位:人民币百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
税前利润	525	655	883	1087
折旧	56.2	79.2	105.6	135.8
无形资产及预付租赁款摊销	88.2	94.9	101.4	109.6
财务费用	95.7	119.8	155.8	155.8
购股权开支	45.3	160.0	50.0	50.0
利息收入	-4.8	-6.5	-8.5	-9.7
应占联营公司损益	-17.5	-22.6	-23.7	-24.9
其他	-4.0	0.0	0.0	0.0
营运资本减少	-402	-668	-594	-519
已付所得税	-74	-98	-133	-163
经营活动产生现金流量	292	314	538	822
资本支出	-375	-452	-547	-607
其他	124	29	32	35
投资活动产生现金流量	-251	-423	-514	-573
发行普通股/可换股贷款票据	660	770	0	0
新增/偿还贷款	-444	308	287	265
其他	-231	-120	-156	-156
融资活动产生现金流量	-14	958	131	109
现金净增加	27	849	154	358
现金的期初余额	1266	1299	2148	2302
现金的期末余额	1299	2148	2302	2660

综合收益表

单位:人民币百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营收	6783	9003	11066	12968
成本	4768	6336	7789	9127
毛利	2016	2666	3278	3841
销售及分销成本	219	315	387	454
行政费用	807	1036	1189	1367
研究及开发成本	345	458	563	660
呆账拨备	18.0	55.1	67.7	79.4
其他支出	88.0	93.1	99.7	107.9
应占联营公司收益	17.5	22.6	23.7	24.9
经营利润	556	732	995	1198
EBITDA	765	948	1245	1487
折旧和摊销	144	173	206	245
EBIT	620	775	1039	1243
财务费用	96	120	156	156
其他收入	41.9	43.2	44.5	44.9
税前利润	525	655	883	1087
所得税开支	115	98	133	163
税后利润	410	557	751	924
非控制性股东应占利润	-32.2	0.0	0.0	0.0
股息	26.1	0.0	0.0	0.0
母公司股东应占利润	442	557	751	924
EPS-基本(元)	0.20	0.26	0.35	0.43
EPS-摊薄(元)	0.20	0.22	0.29	0.37

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性				
营收增长率	32.3%	32.7%	22.9%	17.2%
EBIT增长率	21.0%	24.9%	34.1%	19.6%
净利润增长率	57.9%	25.9%	34.9%	23.0%
盈利能力				
EBIT Margin	9.1%	8.6%	9.4%	9.6%
EBITDA Margin	11.3%	10.5%	11.3%	11.5%
毛利率	29.7%	29.6%	29.6%	29.6%
净利率	6.5%	6.2%	6.8%	7.1%
ROE	10.5%	11.9%	13.8%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	40.1%	46.6%	46.6%	45.7%
流动比率	2.02	2.17	2.08	2.07
速动比率	2.01	2.16	2.07	2.06
营运能力				
资产周转率	1.00	1.08	1.08	1.10
应收账款周转率	2.10	2.21	2.16	2.14
应付账款周转率	4.05	4.10	3.96	3.88
存货周转率	186	260	252	246
每股资料(元)				
每股收益-摊薄	0.20	0.22	0.29	0.37
每股经营现金流	0.13	0.14	0.25	0.38
每股净资产	1.96	2.29	2.66	3.11
估值比率(倍)				
PE	18	17	12	10
PB	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	13	12	9	8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡 岩	021-38565982	huyanjk@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢 俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏 蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjk@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					

国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启滨 Evan	(852)67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852)53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852)68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852)3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhangli1@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shu hp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”)在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。