

华为业务一枝独秀，四项关键策略志在提升净利润率

2017 年 07 月 14 日

【投资要点】

- ◆ **华为 IT 服务外包业务的领导者。**我们测算公司 2016 年在华为 IT 服务外包份额占比已经超过 60%，进一步拉大了与主要竞争对手软通动力差距。我们测算这一差距达到了 15 亿以上。我们认为加深捆绑华为的策略的好处：1) 实现较为稳定的收入来源及收入增速；2) 与华为深入合作后带来的附加业务有助于提高延伸业务的毛利水平。（如基于华为的海外业务、基于华为云的业务等）
- ◆ **海外业务拓展值得期待。**印度 IT 服务巨头 Infosys 有 36.85% 的毛利率及超过 20% 的净利率，而公司海外业务仅占的 6.56%，甚至远低于国内竞争对手软通动力与文思海辉。考虑到公司的海外业务基数低、拓展性强、且与华为的深入合作关系，我们看好公司海外业务的拓展。
- ◆ **解放号经营数据快速增长。**解放号上线仅两年时间，线上平台累计发包企业近 2 万家，发包金额达 6 亿元，增长迅速。此外，我们认为解放号的战略意义在于开发长尾 IT 服务市场及打造 IT 互联网生态，并由线上走到线下，打造 IT 服务的 O2O 模式。

【投资建议】

| 项目\年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 5,129.11 | 6,783.37 | 8,540.40 | 10,685.42 | 13,182.02 |
| 增长率 | 15.80% | 32.25% | 25.90% | 25.12% | 23.36% |
| EBITDA（百万元） | 602.54 | 690.85 | 875.02 | 1,109.77 | 1,421.32 |
| 归母净利润（百万元） | 280.06 | 442.08 | 523.28 | 681.88 | 897.96 |
| 增长率 | 40.00% | 57.85% | 18.37% | 30.31% | 31.69% |
| EPS（元/股） | 0.14 | 0.20 | 0.22 | 0.28 | 0.37 |
| 市盈率（P/E） | 25.07 | 19.07 | 16.12 | 12.37 | 9.39 |
| 市净率（P/B） | 2.24 | 1.91 | 1.83 | 1.63 | 1.32 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（2017-07-13）

- ◆ 我们预计公司 17/18/19 年归母净利润分别为 523.28/681.88/897.96 百万元人民币，EPS 分别为人民币 0.22/0.28/0.37 元。**绝对估值：**假设必要收益率 7%；我们从 DDM 模型估值结果来看，悲观/乐观情境下，股价合理区间为 4.47~5.21 元；**相对估值：**我们给予 18 年 15 倍 PE，预计六个月目标价 4.90 元，给予“买入”评级。

【风险提示】

华为外包增速呈现超预期下滑；华为外包供应商竞争及华为业务毛利下滑超预期；海外业务拓展低于预期；解放号经营情况低于预期；新的蓝筹客户拓展放缓。

买入（首次）

目标价：4.90 元

东方财富证券研究所

证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：张加代

电话：021-36537949

相对指数表现

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总市值（百万港元） | 9706.79 |
| 流通市值（百万港元） | 9706.79 |
| 52 周最高/最低（港元） | 4.81/3.52 |
| 52 周最高/最低（PE） | 22.09/16.16 |
| 52 周最高/最低（PB） | 2.64/1.93 |
| 52 周涨幅（%） | 11.30% |
| 52 周换手率（%） | |

相关研究

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 公司概况 | 6 |
| 1.1 公司介绍 | 6 |
| 1.2 发展历程 | 6 |
| 1.3 股权结构 | 6 |
| 2. 行业情况 | 7 |
| 2.1. IT 服务外包的优势 | 7 |
| 2.2. IT 服务外包的分类 | 7 |
| 2.3. 软件外包的市场规模及增速情况 | 9 |
| 2.3.1. 全球软件外包行业概况 | 9 |
| 2.3.2. 中国的软件外包行业概况 | 11 |
| 3. 公司业务 | 13 |
| 3.1. 服务收入占据主导 | 13 |
| 3.2. TPG 和 IIG 双轮驱动 | 14 |
| 3.2.1 发展战略 | 14 |
| 3.2.2 业务占比 | 14 |
| 3.3. TPG 业务 | 15 |
| 3.3.1. TPG 业务要点 | 15 |
| 3.3.2. 自主研发核心产品 | 17 |
| 3.3.3. 公司的解决方案在行业中的广泛应用 | 17 |
| 3.3.4. 公司在软件和信息技术服务领域得到官方及社会的高度认可 | 19 |
| 3.4. IIG 业务 | 20 |
| 3.4.1. IIG 业务 | 20 |
| 3.4.2. 解放号 (JointForce) 平台 | 20 |
| 4. 公司在华为体系中走向一家独大的格局 | 22 |
| 4.1. 华为是公司第一大客户 | 22 |
| 4.1.1. 公司和华为合作的概况 | 22 |
| 4.1.2. 华为业务对公司收入至关重要 | 23 |
| 4.2. 预计华为会持续提升外包业务占比 | 24 |
| 4.2.1. 华为净利润率下降与研发费用持续增长现状 | 24 |
| 4.2.2. 预期华为将强化对成本和费用的控制将利好于公司 | 25 |
| 4.3. 公司在华为体系中走向一家独大的格局 | 26 |
| 4.3.1. 软通动力与公司在华为外包体系中的收入差距不断拉大 | 26 |
| 4.3.2. 来自华为业务收入的 CAGR 显著高于其主要竞争对手 | 27 |
| 4.4. 携手华为出海是海外业务拓展的捷径 | 28 |
| 5. 四项关键策略志在提升净利润率 | 29 |
| 5.1. 积极开发大客户, 拓展更多收入来源 | 29 |
| 5.1.1. 公司的客户结构以蓝筹客户为主 | 29 |
| 5.1.2. 汇丰业务的示范效应 | 31 |
| 5.2. 海外市场潜力巨大, 有望成为新的收入增长极 | 32 |

| | |
|--|----|
| 5.2.1. 印度 IT 服务公司是公司海外业务的重要标杆 | 32 |
| 5.2.2. 公司海外业务占比较低，有巨大的拓展空间 | 36 |
| 5.2.3. 公司积极拓展海外市场 | 38 |
| 5.3. 加大力度向上游 IT 咨询方向延伸 | 39 |
| 5.4. 解放号肩负起公司构建中小企业线上 IT 服务生态的重任 | 40 |
| 6. 财务分析 | 43 |
| 6.1. 收入 | 43 |
| 6.2. 毛利及毛利率 | 43 |
| 6.3. 费用 | 44 |
| 6.4. 财务费用及所得税 | 45 |
| 6.5. 归母净利润 | 47 |
| 7. 估值与盈利预测 | 47 |
| 7.1. 收入预测 | 47 |
| 7.1.1. 核心假设: | 47 |
| 7.1.2. 盈利预测: | 48 |
| 7.2. 估值 | 48 |
| 8. 风险提示 | 49 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1 中软国际的发展历程 | 6 |
| 图表 2 中国软件国际股权结构 | 6 |
| 图表 3 IT 服务提供的方式 | 7 |
| 图表 4 IT 服务外包的分类 | 8 |
| 图表 5 IT 外包流程模块 | 9 |
| 图表 6 全球 IT 软件外包市场规模及增速 | 9 |
| 图表 7 分地区 IT 软件发包额情况 | 10 |
| 图表 8 2015 年全球主要软件外包接包国家和地区格局 | 11 |
| 图表 9 中国 IT 软件外包市场规模及增速 | 11 |
| 图表 10 中国的软件外包行业细分行业市场规模预测 | 12 |
| 图表 11 中国的软件外包行业的微笑曲线 | 12 |
| 图表 12 2003 年以来软硬件收入与服务收入对比 | 13 |
| 图表 13 软硬件收入与服务收入占比变化 | 13 |
| 图表 14 TPG 与 IIG 双轮驱动 | 14 |
| 图表 15 公司各业务收入 | 14 |
| 图表 16 TPG 与 IIG 收入占比 | 15 |
| 图表 17 员工人数与服务收入的比较 | 16 |
| 图表 18 30 岁以下员工占据多数 | 16 |
| 图表 19 各城市员工人数占比 | 16 |
| 图表 20 核心产品一览 | 17 |
| 图表 21 通用&行业解决方案 | 17 |
| 图表 22 公司业务在各行业的份额情况 | 18 |
| 图表 23 2017 年中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业前二十位 | 19 |
| 图表 24 解放号的运作原理 | 21 |
| 图表 25 解放号运作案例 | 21 |
| 图表 26 解放号主要交易模式 | 22 |
| 图表 27 公司在全国的华为提交中心 | 23 |
| 图表 28 来自华为业务收入与其他业务收入对比 | 23 |
| 图表 29 来自华为业务的收入增速 | 24 |
| 图表 30 华为的净利润增速及净利润率 | 25 |
| 图表 31 华为研发费用相关情况 | 25 |
| 图表 32 华为收入、销售成本、费用及净利的增速 | 26 |
| 图表 33 华为成本、费用占比及净利润率 | 26 |
| 图表 34 中软国际与软通动力来自华为业务收入的净差额 (百万元) | 27 |
| 图表 35 中软国际与软通动力来自于华为收入的对比 (百万元) | 28 |
| 图表 36 华为各国家和地区的收入结构 | 29 |
| 图表 37 公司在各行业优质的蓝筹客户 | 30 |
| 图表 38 公司的客户集中度 | 30 |
| 图表 39 公司的四大客户 | 31 |
| 图表 40 公司与汇丰的合作 | 31 |

| | |
|---|----|
| 图表 41 公司与 Cognizant、Infosys 的收入对比 | 32 |
| 图表 42 公司与 Cognizant、Infosys 毛利率对比 | 33 |
| 图表 43 公司与 Cognizant 和 Infosys 的净利润率对比 | 33 |
| 图表 44 Cognizant 与 Infosys 地域收入占比 | 34 |
| 图表 45 2016 年 Cognizant 行业收入占比 | 34 |
| 图表 46 2017 财年 Infosys 行业收入占比 | 35 |
| 图表 47 单个员工创造收入 (千美元) | 35 |
| 图表 48 2016 年中国软件业务收入排名 | 36 |
| 图表 49 2013 年国内三大 IT 服务公司海外业务占比 | 37 |
| 图表 50 中国软件国际 2011 年-2016 年海外业务占比 | 37 |
| 图表 51 公司海外拓展策略 | 38 |
| 图表 52 公司规划中的海外设立办事处或提交中心的版图 | 39 |
| 图表 53 中国软件国际与汉得信息人均创收与毛利对比 | 39 |
| 图表 54 解放号服务类拓展 | 40 |
| 图表 55 近两年解放号平台的经营数据 | 40 |
| 图表 56 截止到 2016 年底解放号的经营数据 | 41 |
| 图表 57 中国产业园区 AMC 发展模型 | 42 |
| 图表 58 高薪科技产业园产业价值链条 | 42 |
| 图表 59 近三年营业收入 (百万元) | 43 |
| 图表 60 近三年毛利 (百万元) 毛利率 | 44 |
| 图表 61 近三年经营费用 (百万元) 及经营费用率 | 45 |
| 图表 62 近三年财务成本 (百万元) | 46 |
| 图表 63 近三年所得税率 | 46 |
| 图表 64 近三年归母净利润 (百万元) | 47 |
| 图表 65 收入预测 | 47 |
| 图表 66 盈利预测 | 48 |
| 图表 67 可比较公司估值 | 48 |

1. 公司概况

1.1. 公司介绍

公司成立于 2000 年，是中国领先的大型综合性软件与信息服务企业，2016 年中国软件与信息技术服务综合竞争力十强企业。提供资讯服务、技术服务、外包服务、培训服务及软硬件销售等。行业遍布金融、电信、政府、制造、高科技等行业，下游客户主要在中国，其次是美国和日本。

1.2. 发展历程

图表 1 中软国际的发展历程



资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

1.3. 股权结构

图表 2 中国软件国际股权结构

| 截至到 2017.02.28 | 股份数 | 在普通股中占比 |
|----------------|---------------|---------|
| 陈宇红 | 264,392,861 | 11.05% |
| 微软 | 97,250,000 | 4.07% |
| 华为 | 85,109,515 | 3.56% |
| 其他 | 1,944,922,060 | 81.32% |
| 总计 | 2,391,674,436 | 100% |

资料来源：公司官网、东方财富证券研究所

2、 行业情况

2.1. IT 服务外包的优势

美国著名管理学者彼得德鲁克在 20 世纪 90 年代曾经预言，“在未来 10-15 年之内，任何企业中仅做后台支持而不创造营业额的工作都应该外包出去。”在这一理论的指引下，外包行业经历了近 20 多年的蓬勃发展。

在 IT 服务领域，外包已成为众多企业选择，特别是对于大企业来说，IT 外包有较多好处：

- **聚焦核心竞争力：**企业可将更多的资源集中到能为公司创造收入及保持技术优势的领域中，保持公司的核心竞争力；
- **增强成本控制：**目前 IT 服务的外包在但员工成本方面较公司自有员工要低，外包可有效削减企业开支，控制成本；
- **人力资源配置优化：**通过外包，企业可更加合理的优化自有员工的配置，将 IT 员工投入到更能产生价值的岗位中。

2.2. IT 服务外包的分类

从 IT 服务的支付方式上看，分为项目支付和按服务周期支付。其区别主要体现在对单一项目和公司的独立接单能力上。

图表 3 IT 服务提供的方式

| 购买方法 | 分类 | | 主旨 | 细分项目 |
|-----------|--------|--------------|--|--|
| 按项目支付 | 离散IT服务 | | 特定项目的合约安排，预先确定的工作范围，要在一个指定的时期内完成此项工作。离散项目可能会持续数周到几年时间 | 包括定制应用开发、旧式系统过度服务以及企业应用集成与实施等 |
| 按服务周期年度支付 | 服务外包 | 信息技术外包 (ITO) | ITO可以包括产品支持与专业服务的组合，用于向客户提供IT基础设施、企业应用服务或同时提供这两方面的服务 | 具体细分包括数据中心、桌面、网络与企业应用外包 |
| | | 业务流程外包 (BPO) | 把一个或多个IT密集型业务流程委托给一家外部提供商(ESP)，让他拥有管理和控制选定的流程 | 被外包给ESP的业务流程实例包括物流、采购、人力资源、财务会计、客户关系管理或其他面向消费者的业务功能等 |
| | | 知识流程外包 (KPO) | 帮助客户研究解决方案的方式。通过多种途径来获取信息，经过即时、综合分析、判断和研究解释，提出一定的建议，呈现给客户作为决策依据。 | |

资料来源：和君咨询、东方财富证券研究所

- 具体到 IT 服务外包的分类，包括 IT 资源整体外包、单项 IT 及技术外包、IT 为维护外包、IT 和行业信息咨询及系统解决方案等形式。

图表 4 IT 服务外包的分类

| 种类 | 项目 |
|------------|---|
| IT资源整体外包 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 为客户提供全套的IT系统规划、采购、实施、运维、咨询、培训的整体服务； ■ 适用于不想成立IT部门或者雇佣IT工程师，并迫切希望降低运营成本的公司或其他组织 |
| 单项IT技术外包服务 | 承担：网络建设、硬件设备维护、单项软件开发，可按照项目、时间、设备量等各种方式计费，提供相应的服务 |
| IT维护外包 | 适用于在系统已经建设好的情况下，将系统的维护外包，保障已建系统的正常运行 |
| IT行业信息咨询 | 帮助客户根据其具体IT需求，找到适当价格的产品及服务，并及时准确的提供IT行业的前沿技术动态 |
| 系统解决方案 | 目的是根据企业网络实际情况，及时、合理、有效的提出优化、升级的方案，使企业的网络系统始终处于最佳状态 |

资料来源：和君咨询、东方财富证券研究所

- 从 IT 外包的流程上看，包括规划设计服务、实施与集成服务、运维服务、应用服务、业务流程服务、知识流程服务等，对于每项具体的服务，涵盖多个业务流程和项目。

图表 5 IT 外包流程模块

| 规划设计服务 | 实施与集成服务 | 运维服务 | 应用服务 | 业务流程服务 | 知识流程服务 |
|---|--|--|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> IT和业务咨询 IT系统的结构设计 选型和整合 项目规划 | <ul style="list-style-type: none"> 网络集成 系统规划和集成 为客户定制软件开发 | <ul style="list-style-type: none"> 硬件支持和维护 软件支持和维护 网络支持和维护 防病毒系统的支持 系统扩容和升级 | <ul style="list-style-type: none"> 数据中心管理 桌面服务 应用软件管理、强化及服务 SaaS应用服务 | <ul style="list-style-type: none"> 物流、采购、人力资源、财务会计、客户关系管理、或其他IT密集型业务功能的服务 | <ul style="list-style-type: none"> 研究与开发 业务和技术分析 商业与市场调研 数据分析 |

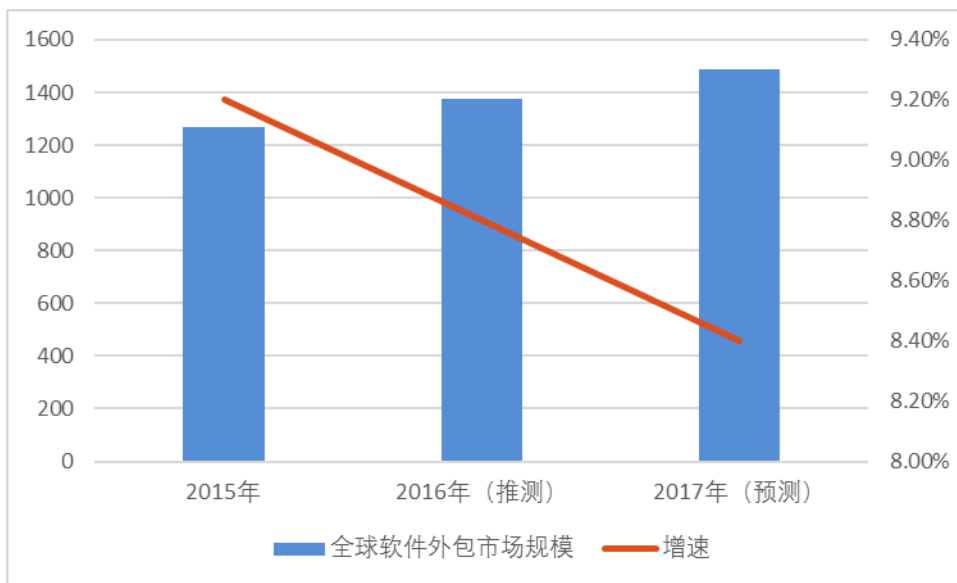
资料来源：和君咨询、东方财富证券研究所

2.3. 软件外包的市场规模及增速情况

2.3.1. 全球软件外包行业概况

- 根据中国产业信息网的数据，2015 年，全球软件外包市场规模为 1267.8 亿美元，同比增长 9.2%。如果参照历史增速情况，我们推测 2017 年全球软件外包市场规模将接近 1500 亿美元，增速达 8.4%。

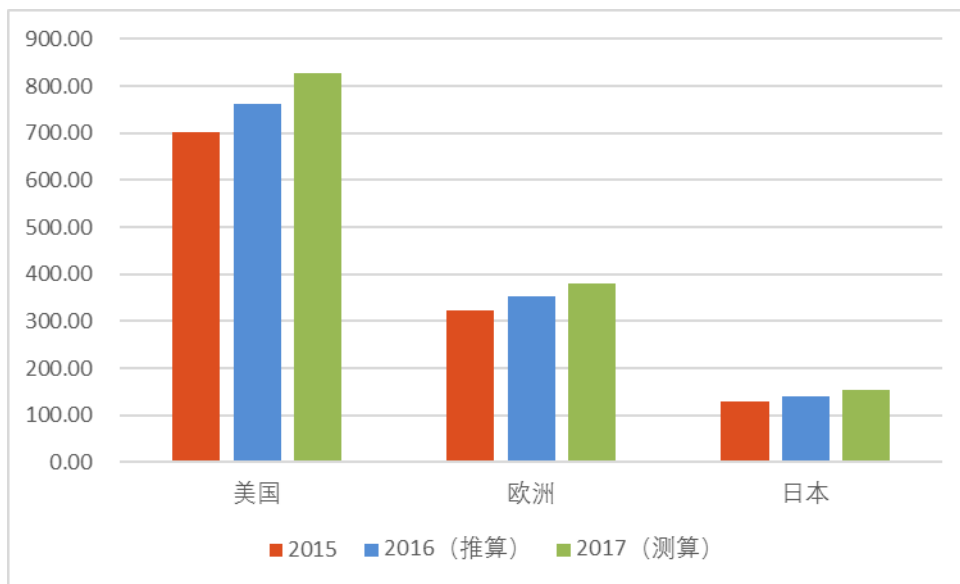
图表 6 全球 IT 软件外包市场规模及增速



资料来源：2015 年为中国产业信息网数据、2016~2017 为东方财富证券研究所推测及测算

- 目前来看, 美国、欧洲、日本是全球 IT 服务公司的重要服务区域。据中国产业信息网的数据, 2015 年, 美、欧、日分别占全球发包规模的 55.3%、25.5% 和 10.2%。我们预计 2017 年, 美、日、欧地区的 IT 软件的发包额分别达 826.86 亿美元、381.28 亿美元、152.51 亿美元。

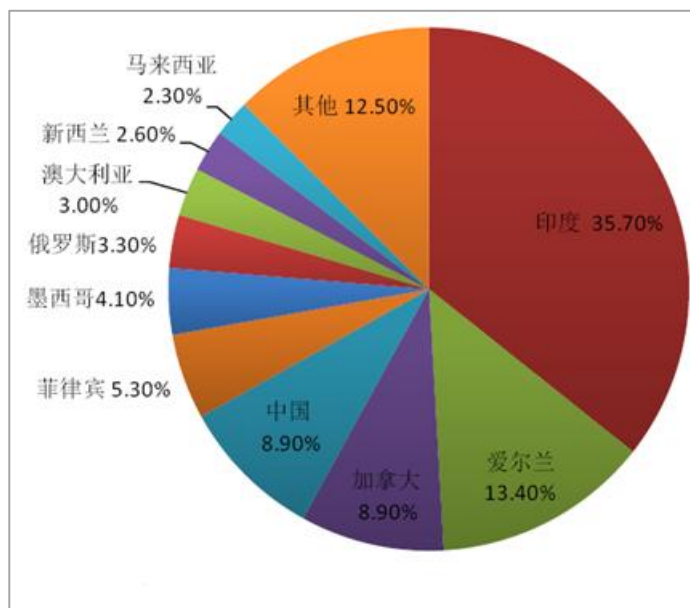
图表 7 分地区 IT 软件发包额情况



资料来源: 2015 年为中国产业信息网数据、2016~2017 为东方财富证券研究所推测及测算

- 印度在全球 IT 服务外包领域占据了 35.7% 的份额。
 - 一方面, 印度的本土的 IT 服务业相对发达, 拥有像 Cognizant、Infosys、TCS 等大型的 IT 服务公司;
 - 另一方面, 印度 IT 服务公司较其他国家拥有较好的英语优势, 可以较为顺利的承接欧美市场的项目。
- 爱尔兰拥有像埃森哲等顶尖的 IT 服务公司, 其份额也超过 10%。
- 与此同时, 中国 2015 年的软件外包接包的份额不足 9%, 我们认为:
 - 一方面是中国企业基于 IT 服务外包的渗透率不高;
 - 另一方面, 语言因素使得中国 IT 服务公司在国际外包接包中呈现明显劣势。

图表 8 2015 年全球主要软件外包接包国家和地区格局

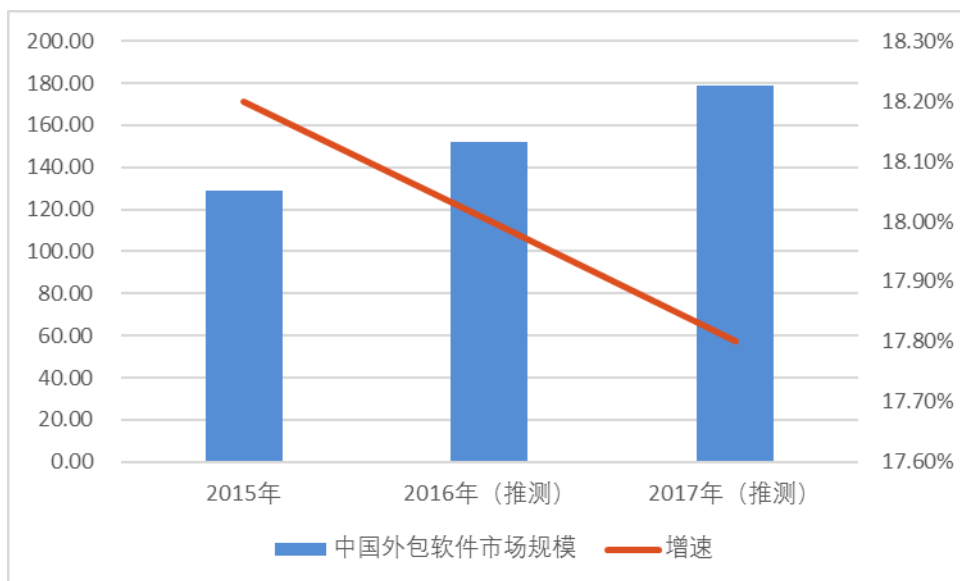


资料来源：中国产业信息网、东方财富证券研究所

2.3.2. 中国的软件外包行业概况

中国在 2015 年的软件外包市场份额中已达 128.7 亿美元，市场份额为 8.9%。但由于中国在人工成本、外包渗透率相对偏低及国家政策扶持等红利的不断释放，中国外包市场规模整体增速远高于全球市场。我们预计，2017 年，中国软件外包市场规模将达到 178.9 亿美元，在全球份额中上升到 11.96%。

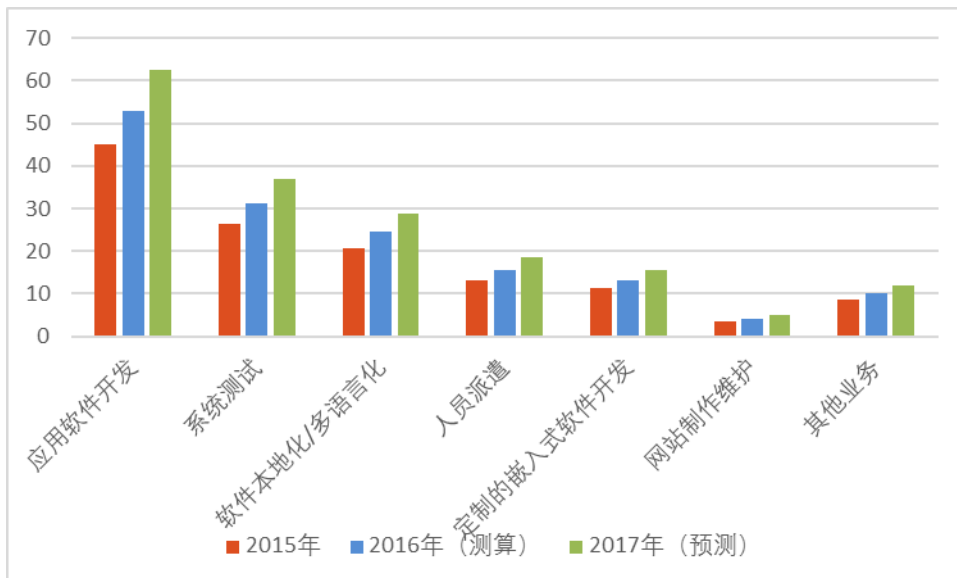
图表 9 中国 IT 软件外包市场规模及增速



资料来源：2015 年为中国产业信息网数据、2016~2017 为东方财富证券研究所推测及测算

- 我们将中国的软件外包行业按照服务内容进行拆分，其中应用软件、系统测试、软件本地化等细分领域的市场规模预计在 2017 年分别达到 62.4 亿美元、36.9 亿美元、28.8 亿美元。

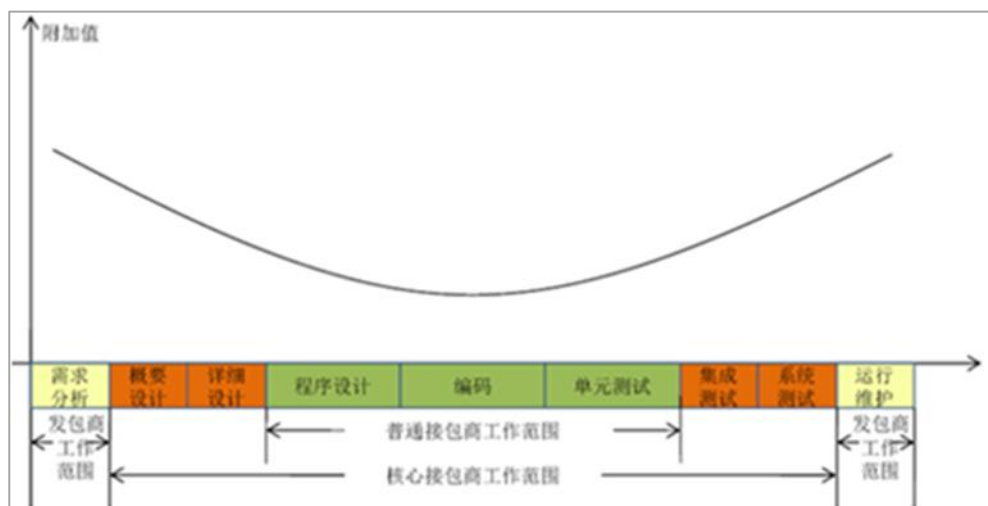
图表 10 中国的软件外包行业细分行业市场规模预测



资料来源：2015 年为中国产业信息网数据、2016~2017 为东方财富证券研究所推测及测算

- 从产业链的角度看，中国的软件外包行业存在明显的微笑曲线。从接包商的工作范围看，概要设计、详细设计、集成测试、系统测试等附加值相对较高。

图表 11 中国的软件外包行业的微笑曲线



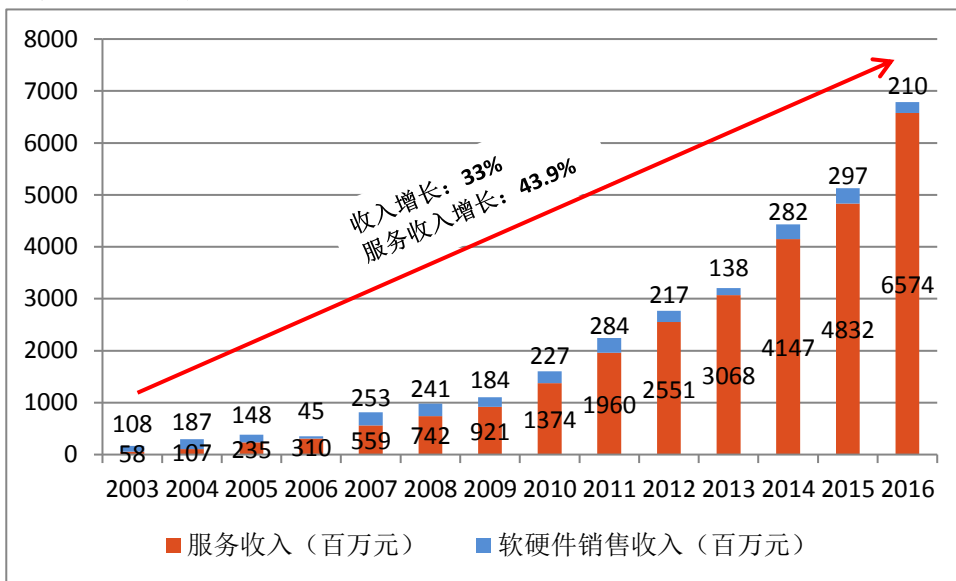
资料来源：中国产业信息网、东方财富证券研究所

3、公司业务

3.1. 服务收入占据主导

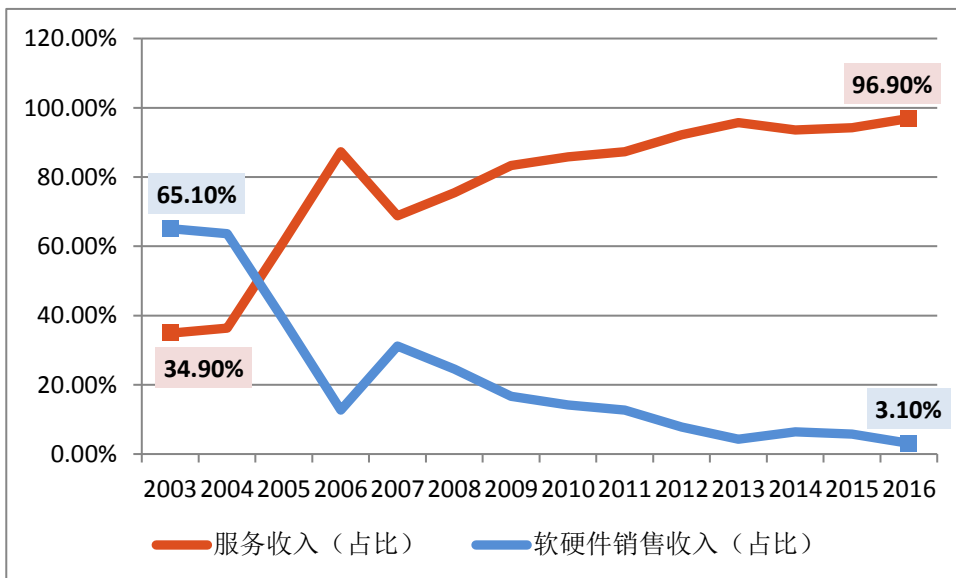
- 服务收入占据主导：公司成立之初，软硬件销售的占比超过 60%，随着公司业务的发展，来自服务的收入呈现快速增长，复合增速达 43.9%，超过公司整体收入的复合增速。

图表 12 2003 年以来软硬件收入与服务收入对比



资料来源：公司年报、东方财富证券研究所

图表 13 软硬件收入与服务收入占比变化



资料来源：公司年报、东方财富证券研究所

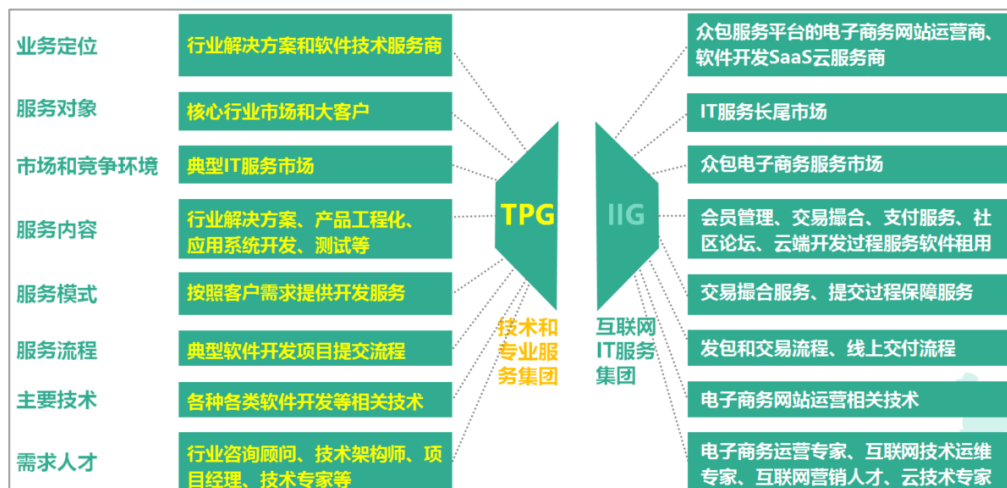
- 截止到 2016 年底，公司来自服务收入占总收入的比重近 97%，达到 65.74 亿元，而软硬件收入仅占 3.1%，收入为 2.1 亿元。

3.2. TPG 和 IIG 双轮驱动

3.2.1 发展战略

公司在业务层面采用线下与线上双轮驱动的策略。其中技术和专业服务集团 (TPG) 主攻线下，目标客户群体主要是大型蓝筹客户；而互联网 IT 服务集团 (IIG) 主攻线上，目标客户群体以中小型客户为主。两大业务各有侧重点。

图表 14 TPG 与 IIG 双轮驱动



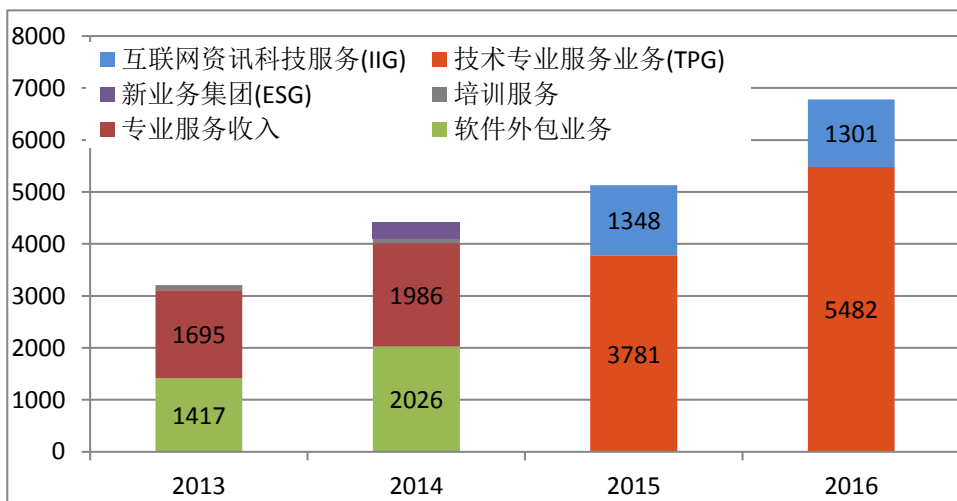
资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

- **业务定位：**TPG 定位于提供行业解决方案和软件技术服务商，而 IIG 则定位于众包服务平台的电子商务网站运营商、软件开发 SaaS 云服务商；
- **服务对象：**TPG 聚焦在核心行业市场和大客户，而 IIG 主要瞄准 IT 服务的长尾市场；

3.2.2 业务占比

- TPG 收入不仅是在公司总营收中占据主导地位，同时也是新增收入的主要来源。2016 年 TPG 收入大幅增长 44.99%，高于同期收入 32.25% 的增幅和服务性收入 36.05% 的增幅。

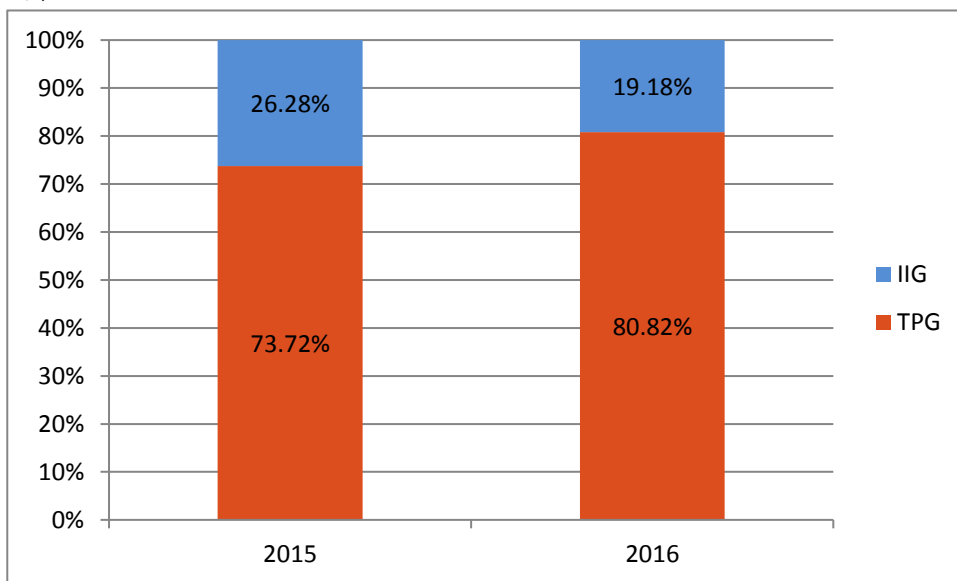
图表 15 公司各业务收入



资料来源：公司年报、Choice、东方财富证券研究所

- TPG 业务收入占比从 2015 年的 73.72% 提升到 2016 年的 80.82%，主导地位进一步提升。与此同时，IIG 业务收入的占比则较 2015 年下降了 7%。

图表 16 TPG 与 IIG 收入占比



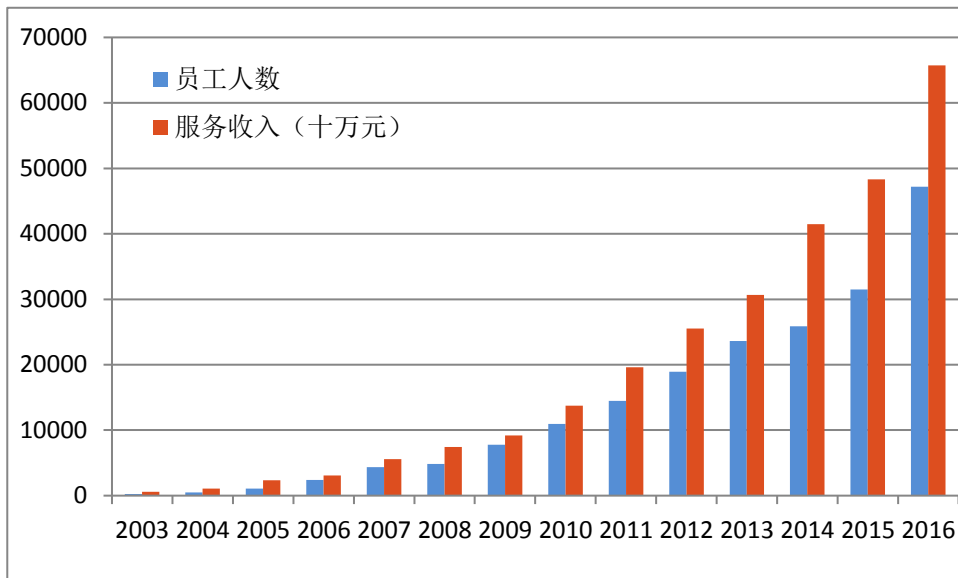
资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

3.3. TPG 业务

3.3.1. TPG 业务要点

- **TPG 业务的核心在人。**TPG 业务是公司的重要收入来源，公司收入的提升，特别是服务性收入的提升，与员工数量的增长紧密相关。

图表 17 员工人数与服务收入的比较

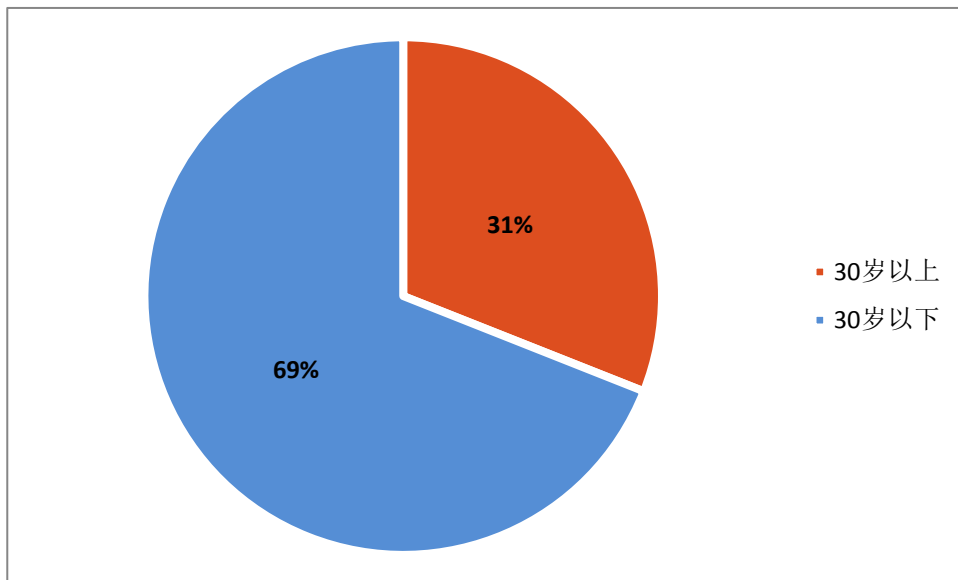


资料来源：公司年报、东方财富证券研究所

- 人员结构年轻化。**出于对业务稳健发展的需要的同时，对成本、费用进行合理的管控，公司人员结构较为年轻，多位 30 岁以下，且二线城市的员工比重超过了一线城市。

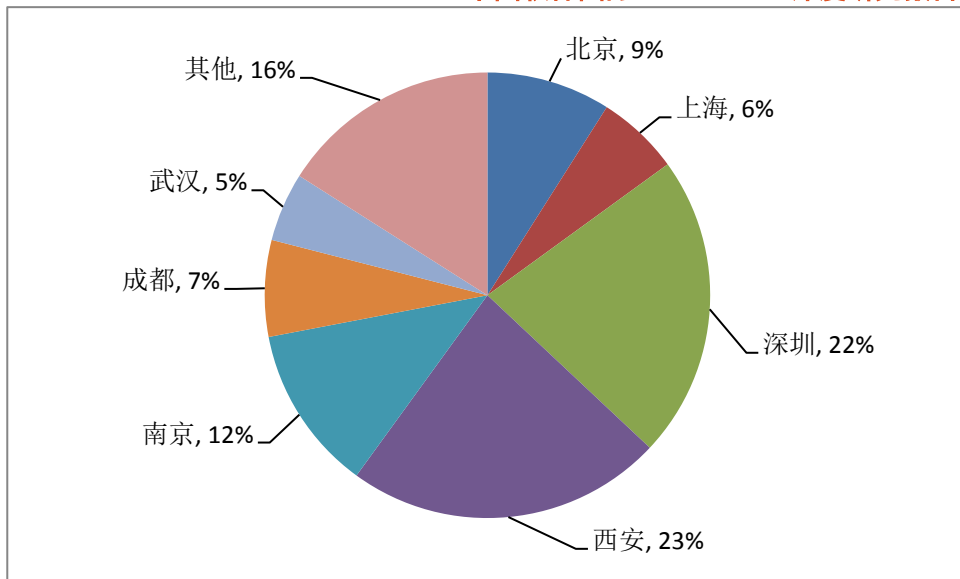
根据 2016 年年报，公司录用应届毕业生为 3439 人，占 2016 年新增员工绝对数（2016 年员工数-2015 年员工数）的比重达 21.93%。

图表 18 30 岁以下员工占据多数



资料来源：公司 2016 年报、东方财富证券研究所

图表 19 各城市员工人数占比



资料来源：公司 2016 年报、东方财富证券研究所

■ 自主研发核心产品+解决方案是公司 TPG 业务的主要盈利模式

3.3.2. 自主研发核心产品

公司目前已拥有 Ark 大数据中间件平台和 TOPLINK/FLOWPOWER 系列、具有完全自主知识产权的软件平台产品，广泛的应用于行业解决方案和项目中，在增加系统可继承性、稳定性和效率的同时，提升了客户的满意度。

图表 20 核心产品一览

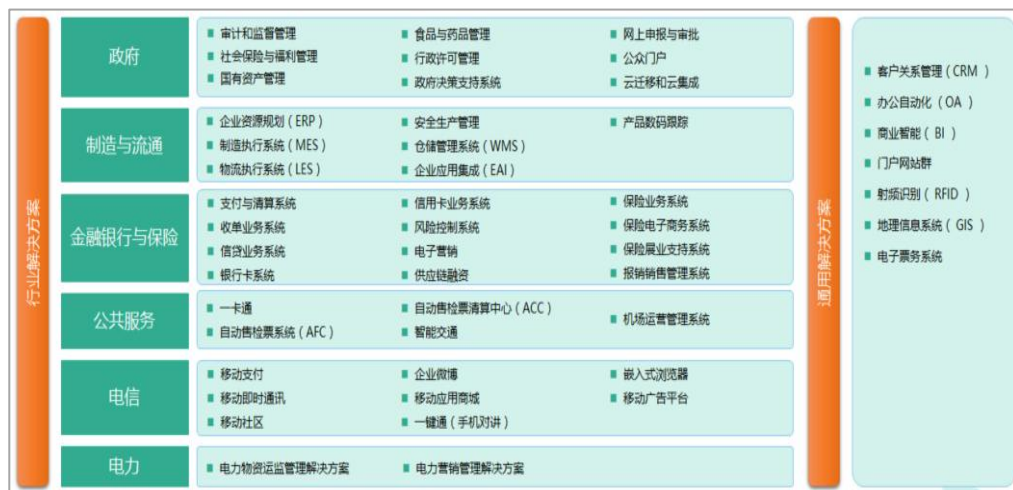
| 核心产品 | 用途及特点 |
|---------------------------------|--|
| 一站式大数据场景开发平台 (Ark) | 1) 结合传统的数据挖掘型产品和大数据技术生态 2) 内置了中软国际多年来在银行大数据业务领域积累的成功案例 |
| TopLink/Flowpower | 1) 用于银联总中心、国家、省市的银行卡网络交换中心 2) 支持跨行跨地区的银行卡联机交易 |
| 以云计算为基础的中间件平台 ResourceOne® (R1) | 1) 广泛应用于政府、制造业等行业，成功通过可信云服务认证 2) 连续 5 年被赛迪评定为中国电子政务应用支撑平台软件产品第一品牌 |

资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

3.3.3. 公司的解决方案在行业中的广泛应用

公司目前的解决方案在行业与通用领域均有涉及。其中，行业解决方案主要应用于政府、金融、电信、公共服务等领域；而通用解决方案主要应用在 CRM、OA、BI 等。

图表 21 通用&行业解决方案



资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

图表 22 公司业务在各行业的份额情况

| | |
|--|---|
| <p>政府与制造：</p> <p>政府：解决方案整体市场 NO.3</p> <p>电子政务平台细分市场 NO.1</p> <p>社保细分市场 NO.3</p> <p>财政细分市场 NO.5</p> <p>质检细分市场 NO.1</p> <p>审计细分市场 NO.1</p> <p>制造：MES细分市场 NO.2</p> <p>金融与银行：</p> <p>银行：解决方案整体市场 NO.6</p> <p>银行卡细分市场 NO.1</p> <p>支付与清算细分市场 NO.3</p> <p>信贷操作细分市场 NO.4</p> <p>柜面交易细分市场 NO.2</p> <p>风险管理细分市场 NO.6</p> <p>商业智能/决策支持细分市场 NO.5</p> | <p>电信：</p> <p>中国手机客户端应用开发及适配服务 No.1</p> <p>中国移动互联网基地的核心供应商</p> <p>华为最大的IT服务供应商</p> <p>公共服务：</p> <p>公共交通细分市场 NO.1</p> <p>全国第一个城市交通一卡通支付清算系统</p> <p>全国第一个城市轨道交通清分清算系统</p> <p>全国第一个具有自主知识产权自动售检票系统</p> <p>高科技：</p> <p>中国离岸外包市场 NO.3</p> <p>欧美细分市场 NO.2</p> <p>微软全球首席供应商和全球最有价值供应商，微软的中国本地化服务最大供应商</p> <p>腾讯游戏最大的IT服务供应商</p> |
|--|---|

资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

■ 电信行业

- 公司目前有超过两万人为电信行业客户提供服务；
- 主要客户包括华为、中国移动、中国电信等；
- 中国手机客户端应用开发及适配服务 No. 1；

■ 金融行业

- 依托具有自主知识产权的支付类平台产品 TOPLINK/FLOWPOWER，为金融与银行业客户提供行业解决方案服务。
- 主要客户包括中、农、工、建、交五大国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制银行及各城市的商业银行等。
- 银行整体解决方案市场中 No. 6；

■ 互联网与高科技行业

- 据 IDC 市场研究报告显示，公司业务在中国离岸外包整体市场排名前三位，在欧美细分市场排名前两位。连续 7 年被 IAOP（国际外包行业协会）评为全球外包 100 强称号。
- 主要客户包括众多欧美日及大中国区客户、国内互联网巨头 BAT 等；
- 中国离岸外包市场 No. 3、欧美细分市场 No. 2；

■ 公共事业及其他行业

- 公司在公共交通、轨道交通、机场管理等泛交通领域的解决方案市场占据领先地位，建立了全国第一个城市交通一卡通支付清算系统、全国第一个城市轨道交通一票换乘支付系统和全国第一个具有自主知识产权的自动售检票（AFC）系统。其中一卡通类解决方案已推广至超过 30 个城市，上线系统发卡量超过一亿张，经过巨大的客流量的考验。
- 公共交通细分市场 No. 1

3.3.4. 公司在软件和信息技术服务领域得到官方及社会的高度认可

公司在 2017 年官方发布的中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业名单中，公司在国内众多互联网巨头及软件与信息化领导企业的排名中位列第八位，反映公司在软件和信息技术服务领域得到官方及社会的高度认可。

图表 23 2017 年中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业前二十位

| 排名 | 企业名称 |
|----|------------------|
| 1 | 华为技术有限公司 |
| 2 | 腾讯科技（深圳）有限公司 |
| 3 | 中兴通讯股份有限公司 |
| 4 | 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司 |
| 5 | 航天信息股份有限公司 |
| 6 | 浪潮集团有限公司 |
| 7 | 百度在线网络技术（北京）有限公司 |
| 8 | 中软国际有限公司 |
| 9 | 东软集团股份有限公司 |
| 10 | 京东集团 |
| 11 | 中国软件与技术服务股份有限公司 |
| 12 | 网易（杭州）网络有限公司 |
| 13 | 南京南瑞集团公司 |
| 14 | 杭州海康威视数字技术股份有限公司 |
| 15 | 浙江大华技术股份有限公司 |
| 16 | 海尔集团公司 |
| 17 | 海信集团有限公司 |

| | |
|----|----------------|
| 18 | 国网信息通信产业集团有限公司 |
| 19 | 文思海辉技术有限公司 |
| 20 | 上海宝信软件股份有限公司 |

资料来源：工信微报、东方财富证券研究所

3.4. IIG 业务

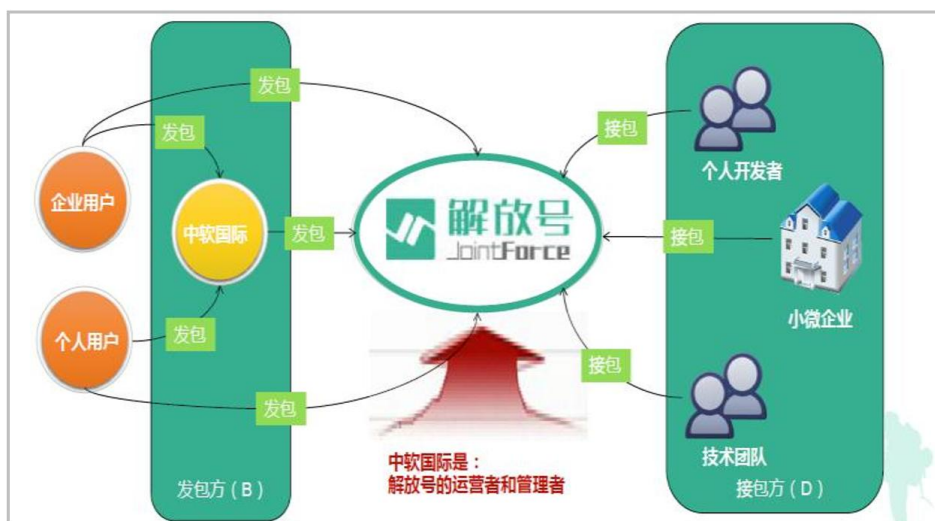
3.4.1. IIG 业务

- IIG 以 JointForce 平台为核心，并针对政府、制造等典型的长尾市场以互联网组织方式构建核心竞争力。
- 主要包括：
 - JointForce 平台
 - 云迁移和运维服务；
 - 云咨询和 SaaS 定制化服务；
 - 云中间件（PaaS）产品和服务

3.4.2. 解放号（JointForce）平台

- **定位：**解放号定位于 IT 服务互联网众包平台，主要为短期 IT 服务需求的客户与提供服务的个人及技术团队提供一个交易的平台。

图表 24 解放号的运作原理



资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

图表 25 解放号运作案例


Qooco 巧口

Qooco-巧口英语是一个基于互联网的B2B2C业务模式的英语口语在线教育平台。


中软国际

●巧口英语面临的问题：初创型企业为适应市场变化，需要不断增加和调整教育平台的功能，不断增加的IT开发费用让企业负担较重，“省钱”是企业迫切需要解决的问题。

●通过和“解放号”的合作，巧口英语将自己原有分设在北京、成都和硅谷的IT人员全部裁撤，将所有的IT需求（UI/UE、数据库优化、客户关系管理，在线教育产品系统等）几乎全部和“解放号”对接，从而更加专注于自身的业务。


方正集团 FOUNDER

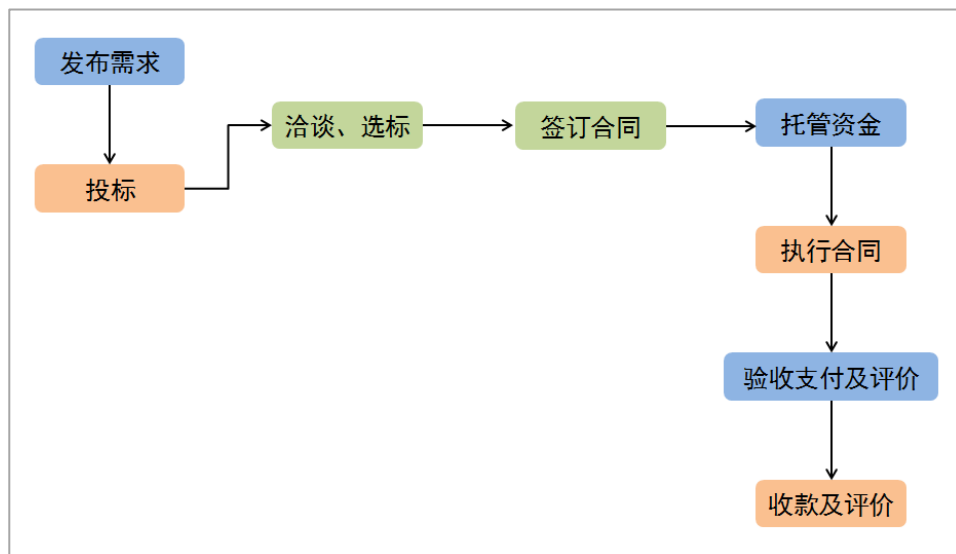
方正集团由北京大学于1986年投资创办，业务领域涵盖IT、医疗医药、房地产、金融、大宗商品贸易等产业。拥有五大产业集团，六家上市公司。

●方正集团面临的问题：集团寻找资源的渠道相对较窄，很多较为紧急的任务难以及时寻找到合适的开发团队；另外，对于在线下寻找外部资源时，很多步骤和流程上不够透明，不符合集团领导管控的要求。

●通过和“解放号”的合作，解放号能为方正集团呈现更多的社会资源，在不同团队的比价、技术和业务能力的匹配度等方面更加透明，从而提高了方正集团寻找资源的效率并实现了透明化，另一方面，选择和使用资源的成本也大大降低，在平台上发布了多个项目。

资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

图表 26 解放号主要交易模式



资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

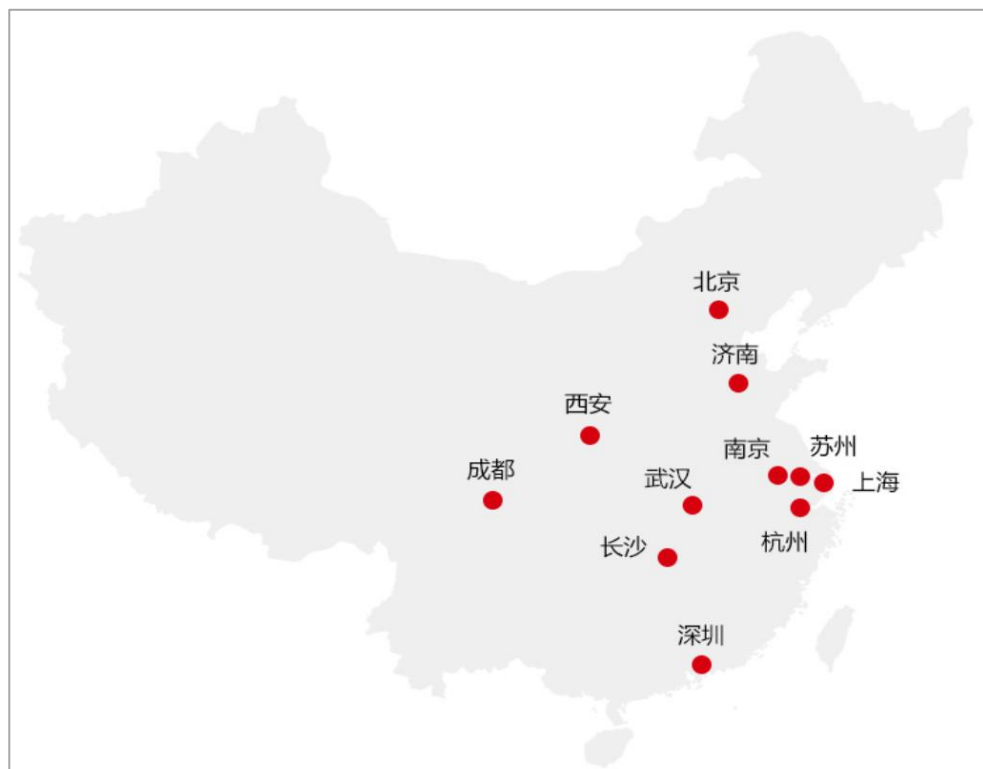
4. 公司在华为体系中走向一家独大的格局

4.1. 华为是公司第一大客户

4.1.1. 公司和华为合作的概况

- **公司长期服务于华为三大业务板块（运营商、企业、消费者）及内部流程 IT 的软件开发、测试、安装部署等。**其中包括对电信网络管理系统、电信 BSS 系统、电信增值业务、电信网络运维工具、电信设备嵌入式软件、企业 IT 应用、云网络管理和维护、大数据分析应用、终端应用等领域的独立交付能力。
- **公司资源集中在华为业务中。**根据公司官网和年报披露，目前公司在全国 11 个城市建有华为提交中心，拥有 4 个专项实验室。在公司员工总计 47188 人，其中有超过 2 万人为华为提供服务。

图表 27 公司在全国的华为提交中心

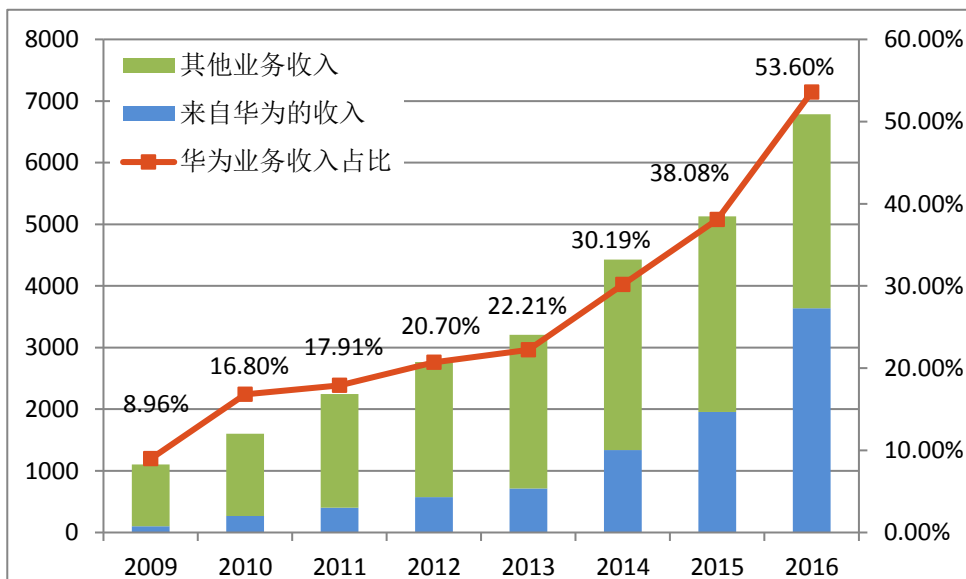


资料来源：公司网站、东方财富证券研究所

4.1.2. 华为业务对公司收入至关重要

- **华为业务收入超过 50%。**截止到 2016 年底，来自华为的收入贡献达 36.36 亿，收入比重首次超过 50%。

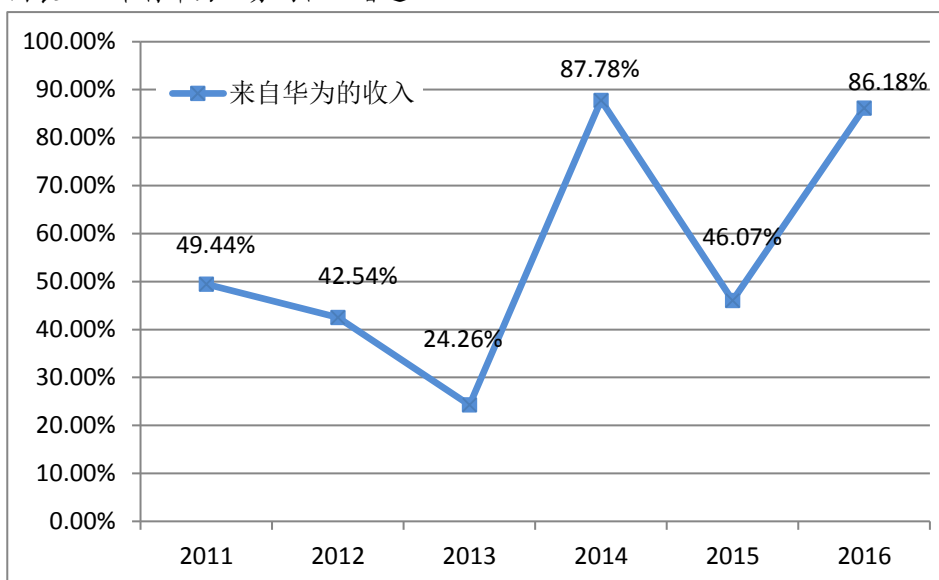
图表 28 来自华为业务收入与其他业务收入对比



资料来源：公司网站、公司历年年报、东方财富证券研究所

- 来自华为的收入增速快于其他业务收入增速。**自 2011 年以来，来自华为的收入增速远超其他业务收入增速。2016 年，这一对比更加明显，在其他业务收入增速小幅下降的情况下，来自华为的收入增速大幅增长 86.18%，承担起公司收入增长的重任。

图表 29 来自华为业务的收入增速



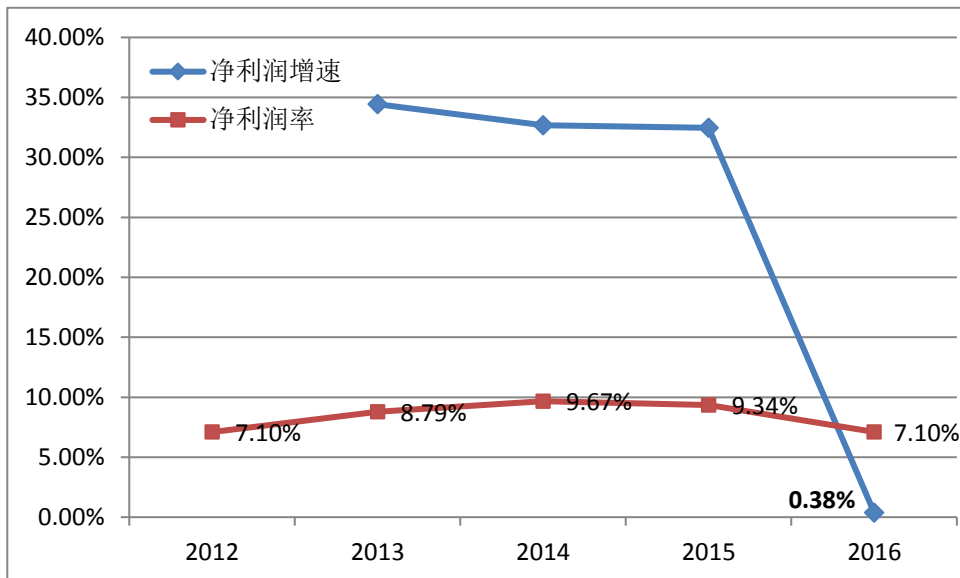
资料来源：公司网站、公司历年年报、华为年报、东方财富证券研究所

4.2. 预计华为会持续提升外包业务占比

4.2.1. 华为净利润率下降与研发费用持续增长现状

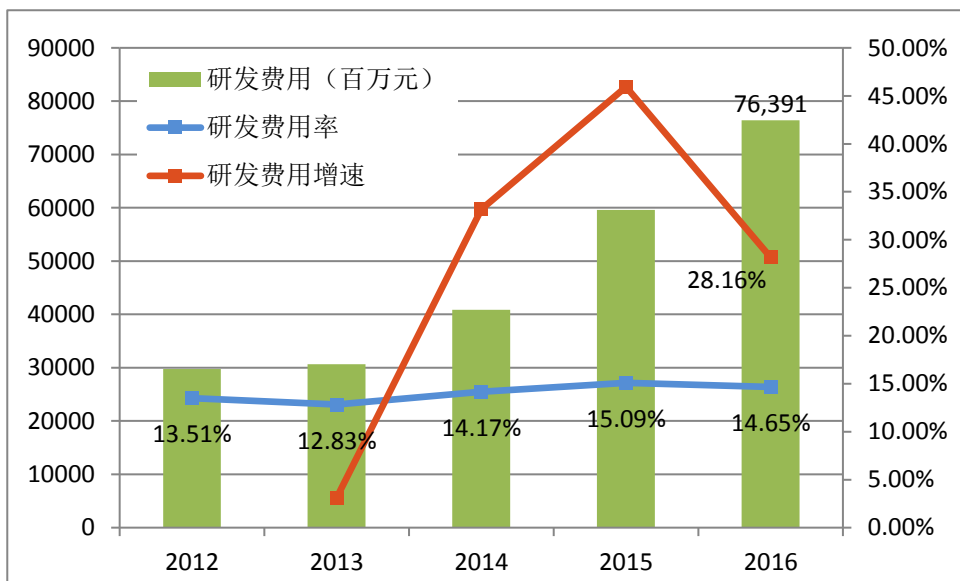
- 华为研发费用持续增长。**公司的华为业务主要是基于华为研发需求的外包。尽管目前华为 2016 年的净利润率下降到 7.1%，净利润增速仅 0.38%，但华为研发费用的增速仍超过 28%，研发费用近 764 亿，研发费用率维持在 14.5% 以上。

图表 30 华为的净利润增速及净利润率



资料来源：华为历年年报、东方财富证券研究所

图表 31 华为研发费用相关情况

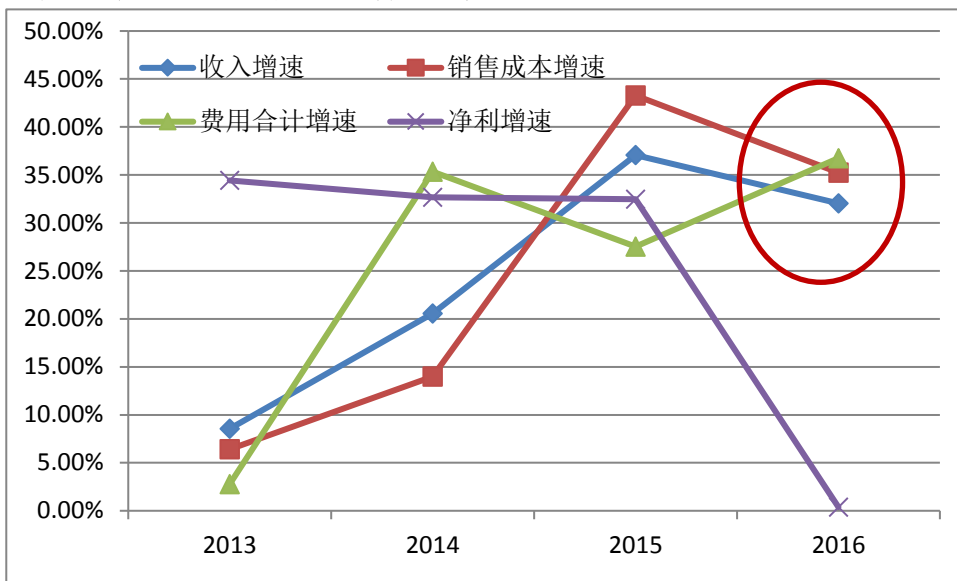


资料来源：华为历年年报、东方财富证券研究所

4.2.2. 预期华为将强化对成本和费用的控制将利好于公司

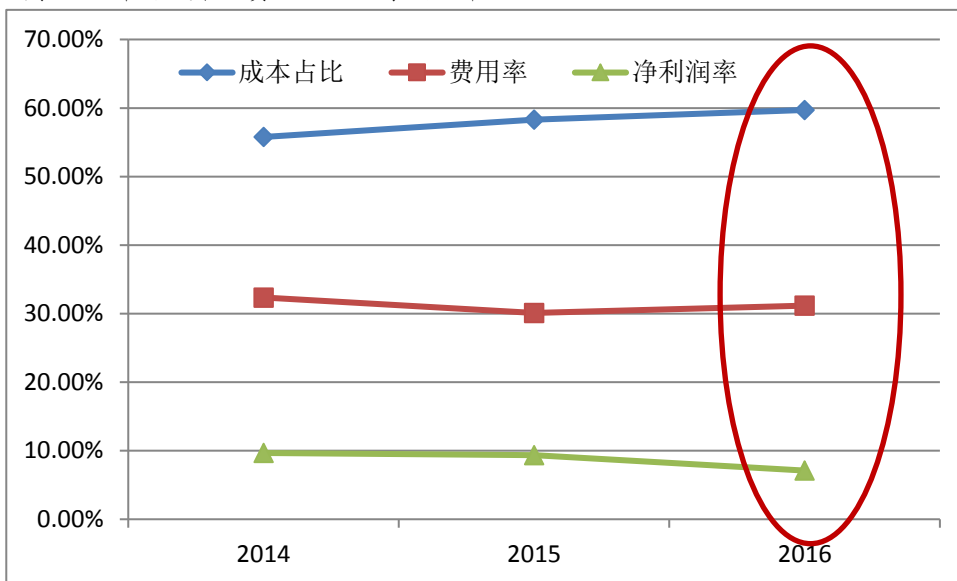
- **我们预期华为将进一步提升外包的比重。**华为 2016 年净利润增速仅 0.38%，主要原因是华为整体毛利率下降 1.4% 及同期费用率同比上升 1.1% 所致。从目前来看，公司的成本及费用的增速均超过了收入增速。我们预计，如果华为未来要提升整体的净利润率，需要有效控制来自成本和费用的快速上涨。在此背景下，我们倾向于认为，华为会继续提升外包的比重，对公司形成利好。

图表 32 华为收入、销售成本、费用及净利的增速



资料来源：华为历年年报、东方财富证券研究所

图表 33 华为成本、费用占比及净利率



资料来源：华为历年年报、东方财富证券研究所

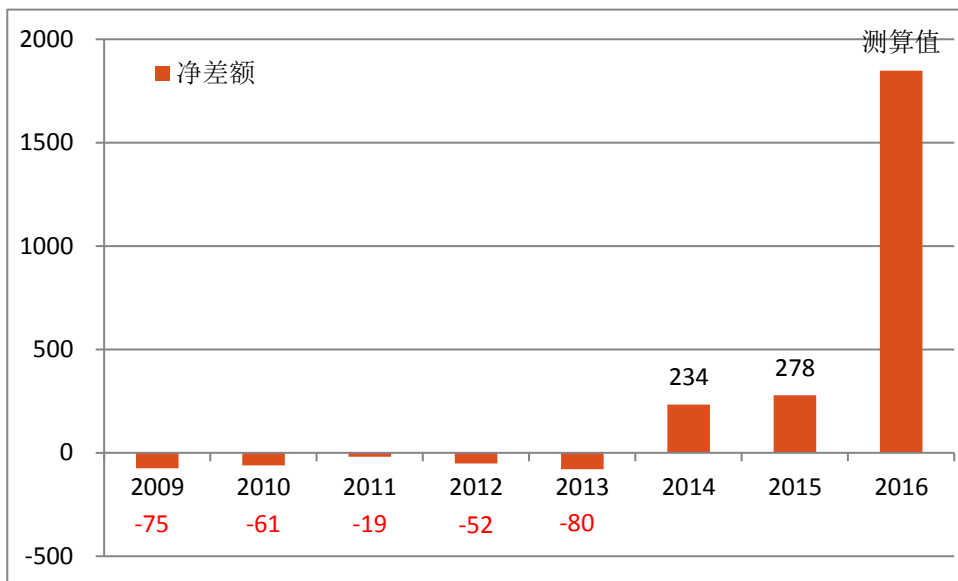
4.3. 公司在华为体系中走向一家独大的格局

4.3.1. 软通动力与公司在华为外包体系中的收入差距不断拉大

- 公司 2014 年超过软通动力,成为华为国内 IT 服务外包业务的最大合作方。中软国际和软通动力是华为在国内最重要的两家外包公司。通过两家公司

的对比，中软国际自 2014 年起，超过软通动力，成为华为在国内外外包业务的最大合作方。

图表 34 中软国际与软通动力来自华为业务收入的净差额（百万元）



来源：① 软通动力 09~13 年数据来自于软通动力年报；

② 2014、2015 年来自于华为年报，华为与中软国际披露数据略有差异；

③ 中软国际 09~13 年、16 年来自于中软国际年报、中软国际官网及公司资料；

④ 软通动力外汇换算以年度平均数为基准（年度平均数是使用本年度每月最后一天的汇率计算）；

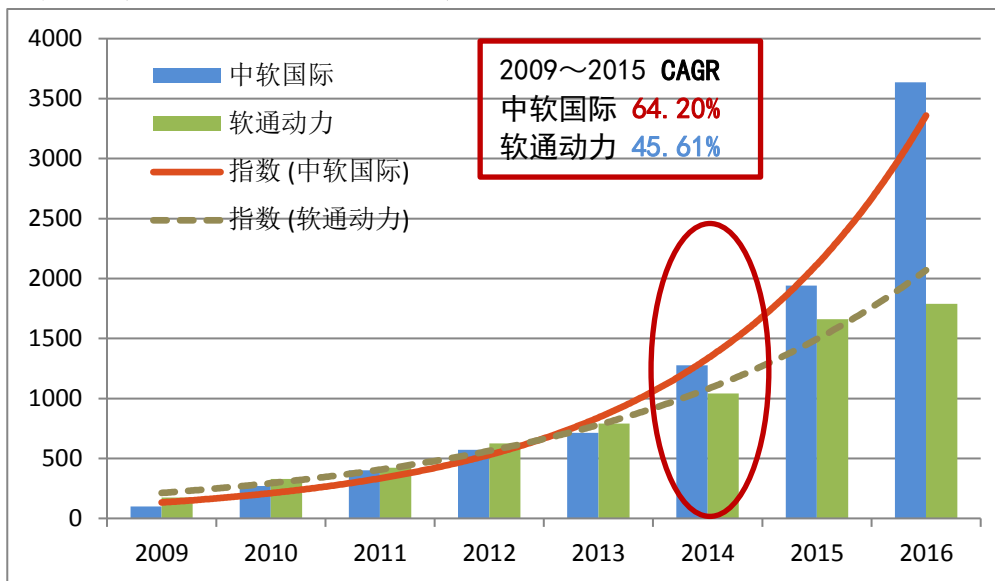
⑤ 软通动力 2016 年来自我们对华为外包总额的自然增长测算，减去中软国际华为收入，为估算值；

⑥ 东方财富证券研究所；

4.3.2. 来自华为业务收入的 CAGR 显著高于其主要竞争对手

- **来自华为业务收入的 CAGR 高于软通动力。**在统一可比口径下，2009 年~2015 年，中软国际来自于华为业务收入的复合增速达到 64.20%，超过软通动力同期的 45.61%。据公司年报显示，2016 年公司来自于华为的业务收入达 36.36 亿，较 2015 年增长 86.18%，大幅超出 2009 年~2015 年期间的复合增速；

图表 35 中软国际与软通动力来自于华为收入的对比 (百万元)



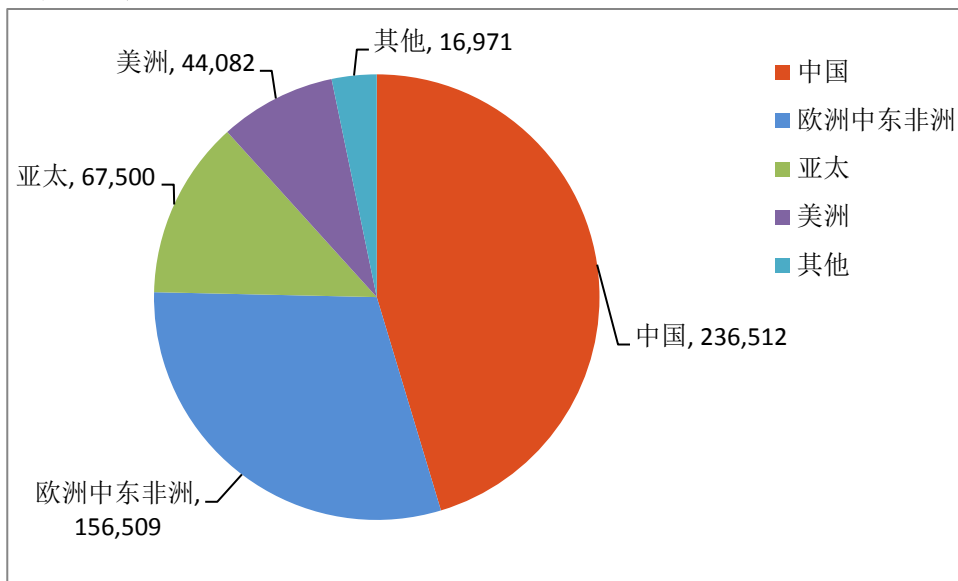
来源：① 软通动力 09~13 年数据来自于软通动力年报；
 ② 2014、2015 年来自于华为年报，华为与中软国际披露数据略有差异；
 ③ 中软国际 09~13 年、16 年来自于中软国际年报；
 ④ 软通动力外汇换算以年度平均数为基准（年度平均数是使用本年度每月最后一天的汇率计算）；
 ⑤ 软通动力 2016 年来自我们对华为外包总额的自然增长测算，减去中软国际华为收入，为估算值；
 ⑥ 东方财富证券研究所；

■ **公司加深捆绑华为的策略总体来看优势较多。**尽管华为业务和其他业务相比，毛利相对较低且可能会受到华为外包政策的影响，但我们认为加深捆绑华为的策略有两个方面的好处：1、实现较为稳定的收入来源及收入增速，增强业绩的可预测性；2、与华为深入合作后带来的附加业务明显将有助于提高延伸业务的毛利水平。（如基于华为的海外业务、基于华为云的业务等）

4.4. 携手华为出海是海外业务拓展的捷径

- **公司和华为基于国内业务建立了牢固的关系。**华为目前是公司的战略股东，公司广泛的服务于华为的国内业务客户，华为员工与公司员工之间在国内市场的业务沟通较为顺畅，牢固的关系成为公司携手华为出海的基础。
- **华为海外业务收入大于国内。**从华为的收入结构看，截止到 2016 年底，华为来自于海外的收入为 2850 亿，占当期华为主营收入的 54.65%。对于中软国际来说，携手华为出海是公司海外业务拓展的捷径。

图表 36 华为各国家和地区的收入结构



资料来源：华为 2016 年报、东方财富证券研究所

5. 四项关键策略志在提升净利润率

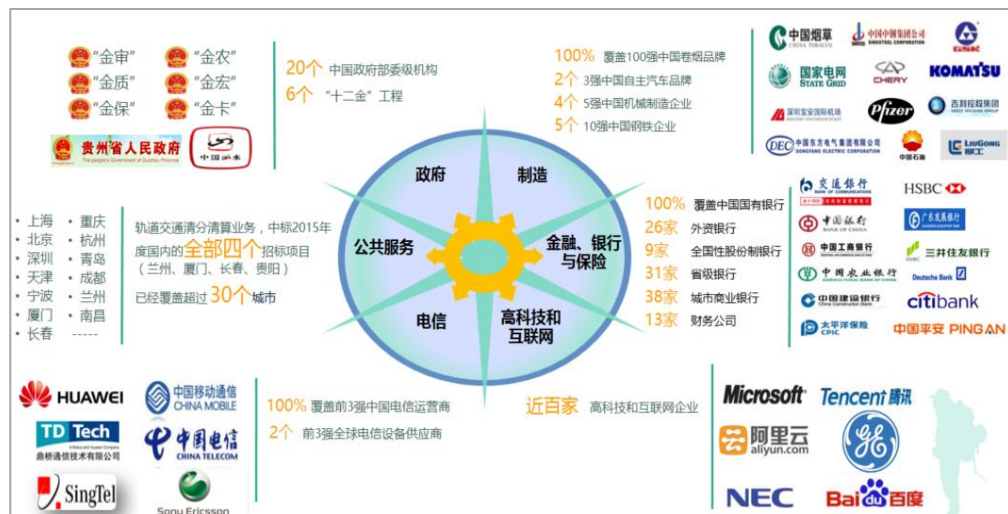
公司目前和华为的合作进展良好，其收入也维持在较高的增长水平，但基于电信行业的属性及国内市场的激烈竞争环境，我们预计公司将在战略上，会更加积极的拓展新业务。我们认为公司对新业务的布局将更多的围绕四个方向展开：1. 积极开发更多大客户策略、2. 积极拓展海外业务策略、3. 扩大 IT 咨询服务占比策略、4. 构建中小企业的线上 IT 服务生态策略。

5.1. 积极开发大客户，拓展更多收入来源

5.1.1. 公司的客户结构以蓝筹客户为主

- 公司在业务上拓展的重点一直是以蓝筹为主。公司广泛的服务于政府、制造、金融、电信、公共服务、高科技与互联网等重要行业，其中公司重点服务于这些行业当中的领导企业。

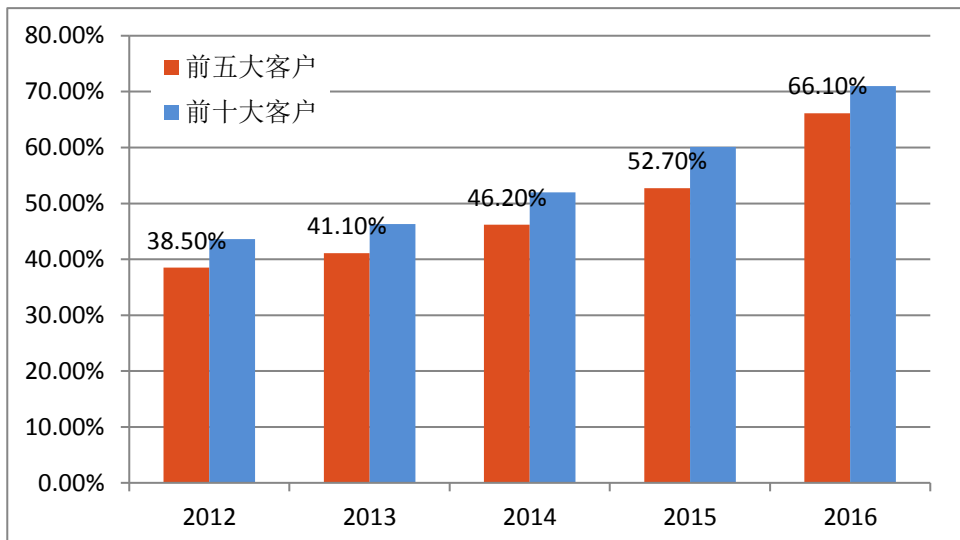
图表 37 公司在各行业优质的蓝筹客户



资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

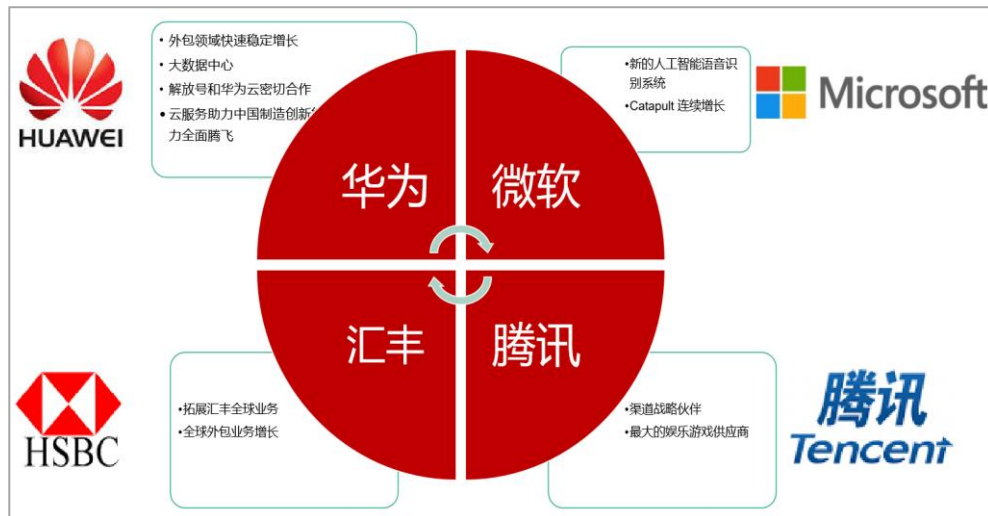
- **蓝筹客户对公司的收入贡献占比较大。**从客户集中度的数据上看，公司的蓝筹客户对服务收入的重要性持续提升。目前，公司的前五大客户占比从2012年的38.5%提升至2016年的66.1%。

图表 38 公司的客户集中度



资料来源：公司历年年报、东方财富证券研究所

图表 39 公司的四大客户



资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

5.1.2. 汇丰业务的示范效应

- **成功竞标 HSBC 全球项目。**公司在 2015~2016 年，击败了包括 Infosys、塔塔等在内的印度 IT 巨头，成功竞标 HSBC 全球项目，打响海外市场战略第一枪。
- **公司与汇丰的合作进一步深化。**公司目前是汇丰全球在中国地区指定的唯一战略合作伙伴，年报显示，公司与汇丰的合作进一步深化，在汇丰中国 VTM、汇丰中国微信银行、汇丰电子税务系统、商业银行在全球各地的数据仓库建设、汇丰银行香港 Apple Pay、汇丰中国信用卡系统、汇丰银行深港通等，实现了汇丰业务的全覆盖。

图表 40 公司与汇丰的合作



资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

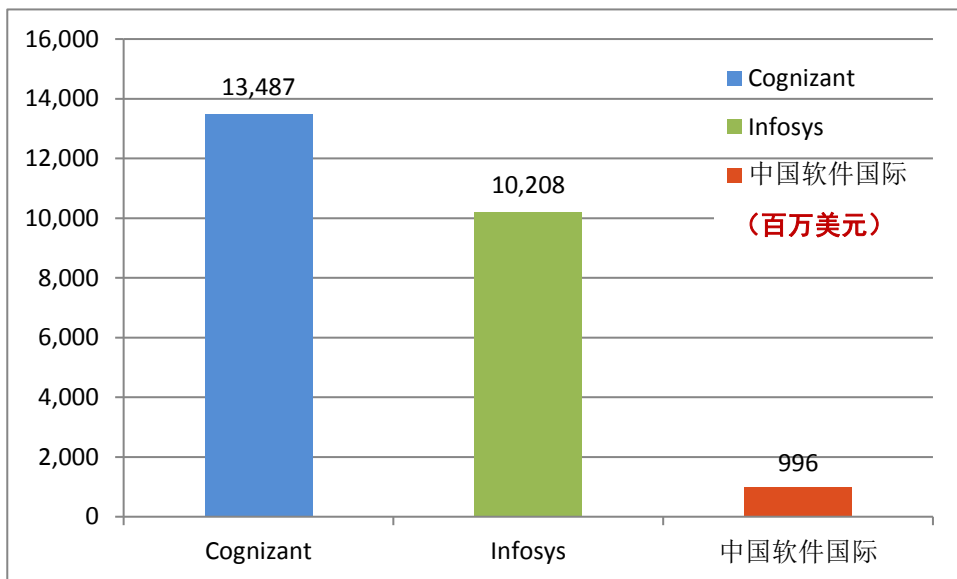
- **对蓝筹客户有较强的示范效应。**我们认为公司赢得 HSBC 的全球业务，向市场展现了其拓展海外客户的决心，以及服务安全等级较高的金融客户的能力。

5.2. 海外市场潜力巨大，有望成为新的收入增长极

5.2.1. 印度 IT 服务公司是公司海外业务的重要标杆

- **印度 IT 服务公司规模庞大，业务遍布全球，是公司拓展海外的标杆。**在国际主营 IT 服务的公司中，主要包括 Cognizant、Infosys、TCS 等印度 IT 服务公司，这些公司的规模与盈利能力成为衡量公司拓展海外业务的标杆。

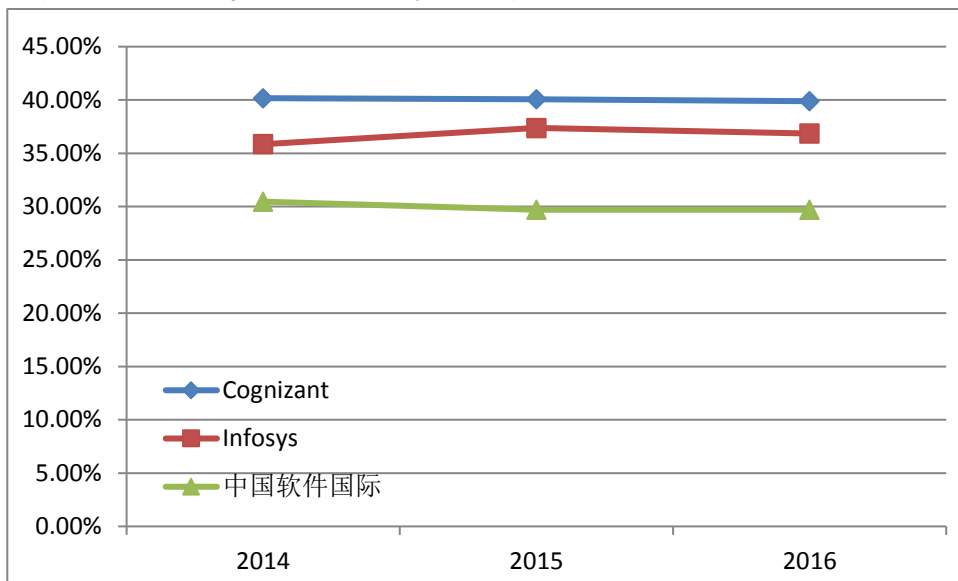
图表 41 公司与 Cognizant、Infosys 的收入对比



来源：① Cognizant 来自于 2016 财年、Infosys 来自于 2016~2017 财年；
② 中国软件国际来自于 2016 年报，并按照美元/人民币 6.18 的汇率进行调整；
③ 东方财富证券研究所

注：由于会计准则不同导致同财务指标对比可能存在统计口径不一致，对比仅供参考

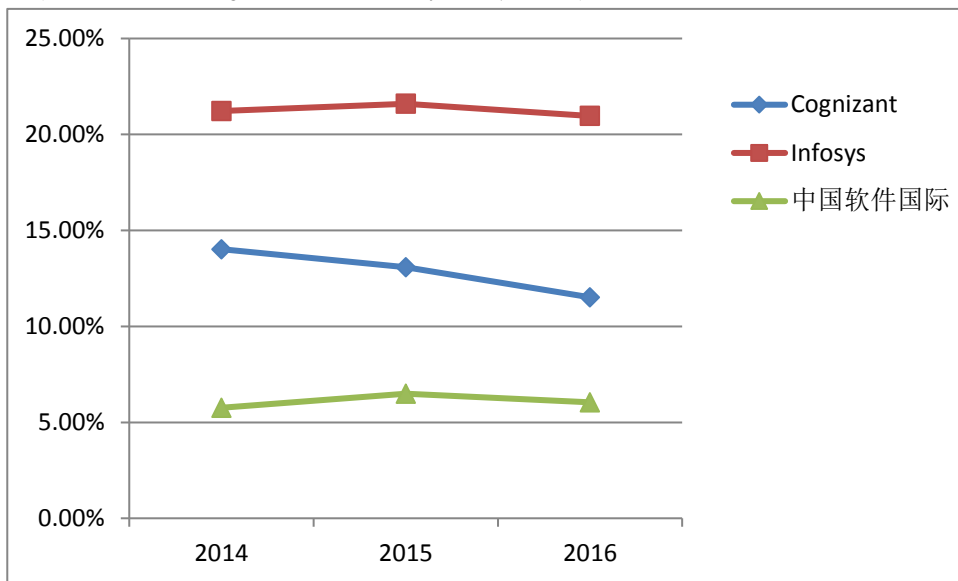
图表 42 公司与 Cognizant、Infosys 毛利率对比



来源: Cognizant、Infosys、中软国际相关年报、东方财富证券研究所

注: 由于会计准则不同导致同财务指标对比可能存在统计口径不一致, 对比仅供参考

图表 43 公司与 Cognizant 和 Infosys 的净利润率对比

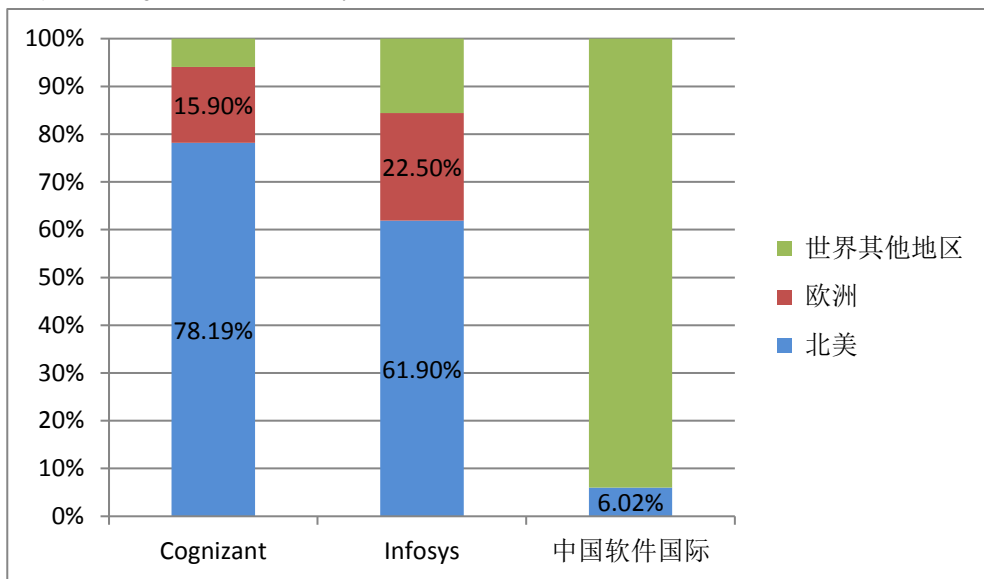


来源: Cognizant、Infosys、中软国际相关年报、东方财富证券研究所

注: 由于会计准则不同导致同财务指标对比可能存在统计口径不一致, 对比仅供参考

- Cognizant 和 Infosys 的收入主要来自欧美发达国家。**在这两家公司中, 来自欧美发达国家的收入分别占到总收入的 94.09%和 84.4%, 而根据中国软件国际 2016 年报的披露, 公司在海外收入构成中, 美国和日本两个地区的收入分别占总收入的 6.02%和 0.54%。从披露口径上看, Cognizant、Infosys 及中国软件国际北美收入的占比分别为 78.19%、61.90%和 6.02%, , 这凸显出中软国际在欧美市场存在较大的提升空间。

图表 44 Cognizant 与 Infosys 地域收入占比



来源：① Cognizant、Infosys、中国软件国际相关年报；

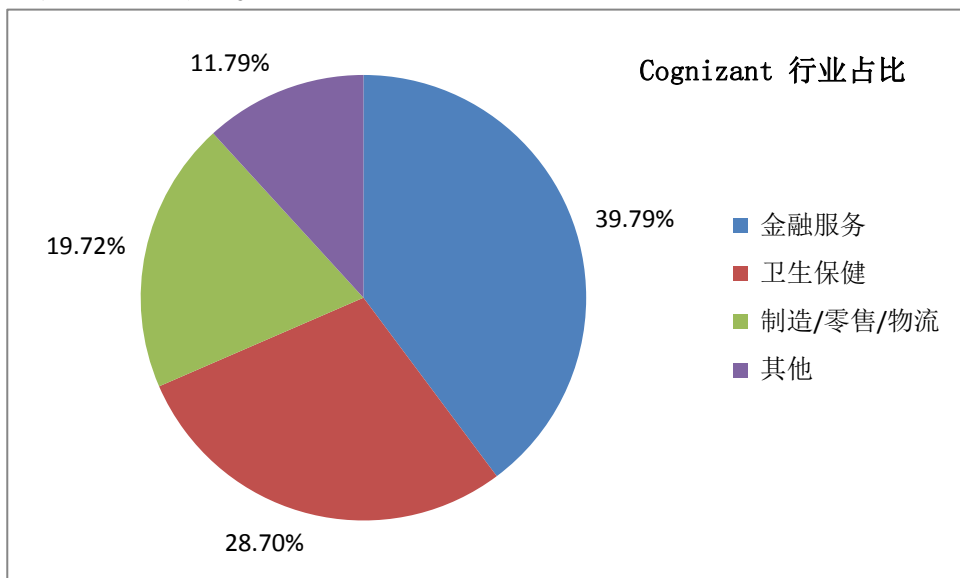
② 中国软件国际、Infosys、按照 Cognizant 的地域分类进行调整；

③ 东方财富证券研究所

注：由于会计准则不同导致同财务指标对比可能存在统计口径不一致，对比仅供参考

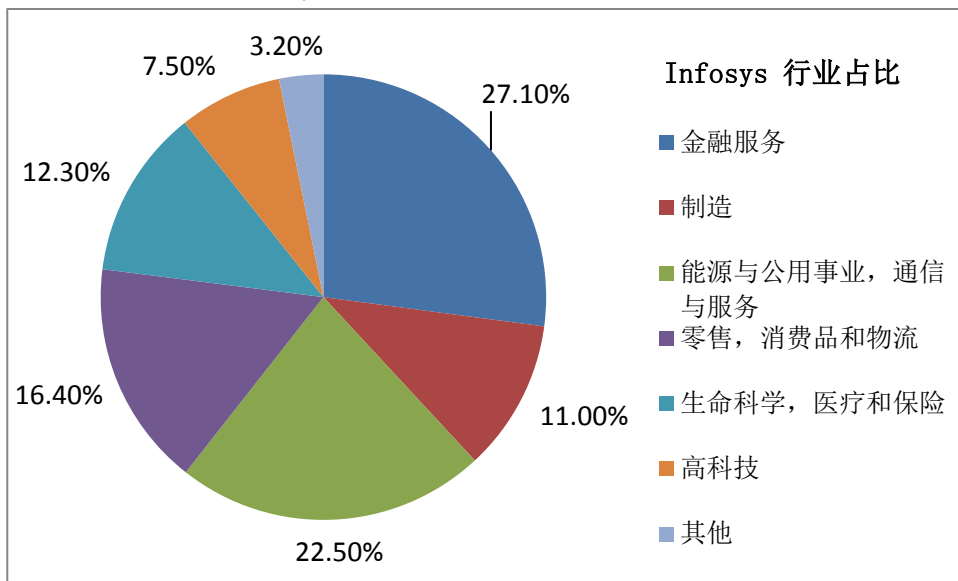
■ **Cognizant 和 Infosys 的下游客户主要集中在金融等行业。**海外金融行业毛利高，且对 IT 系统的安全性和稳定性要求较高，因此，高质量的 IT 服务是国际金融巨头较为看重的。而在 Cognizant 和 Infosys 的客户结构中，金融服务行业的收入占分别占 39.79% 和 27.10%，均是本公司最重要的收入来源。

图表 45 2016 年 Cognizant 行业收入占比



来源：Cognizant、Infosys 相关年报、东方财富证券研究所

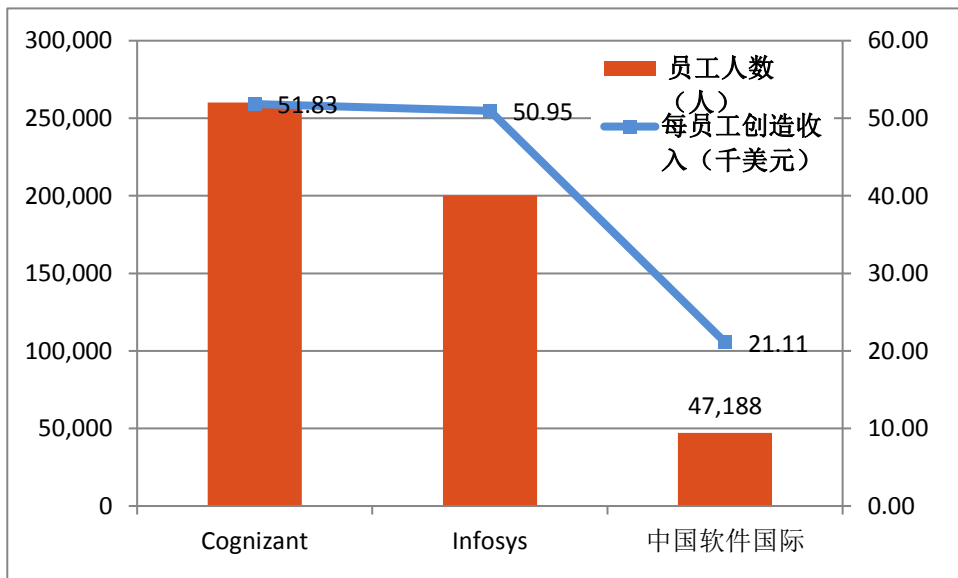
图表 46 2017 财年 Infosys 行业收入占比



来源: Cognizant、Infosys 相关年报、东方财富证券研究所

- **积极拓展海外市场有利于逐步缩小与印度同行在人均创收上的差距。**我们从人均创收这一指标上看, Cognizant 和 Infosys 两家公司人均创收均在 5 万美元以上, 而中国软件国际仅 2 万美元。通过我们前面对 Cognizant 和 Infosys 的下游行业及收入来源的分析, 我们认为随着公司逐步向海外拓展, 将能更加有效的挖掘单位员工的创收潜力, 逐步缩小同印度同行的差距。

图表 47 单个员工创造收入 (千美元)



来源: ① Cognizant 来自于 2016 财年、Infosys 来自于 2016 ~ 2017 财年;

② 中国软件国际来自于 2016 年报, 并按照美元/人民币 6.18 的汇率进行调整;

注: 由于会计准则不同导致同财务指标对比可能存在统计口径不一致, 对比仅供参考

5.2.2. 公司海外业务占比较低，有巨大的拓展空间

我们认为，海外市场的高毛利与公司海外收入的低占比，将成为公司海外业务拓展的动力来源。

- **公司软件收入高于其国内主要竞争对手。**从中软国际的业务模式和发展路径上看，国内的 IT 服务公司的发展路径、业务模式、擅长领域各不相同，但从相似性上看，公司与文思海辉、软通动力的业务模式相似度较高，其成长路径均以印度的 IT 服务公司为蓝本。公司在软件收入上高于国内其他两家主要竞争对手。

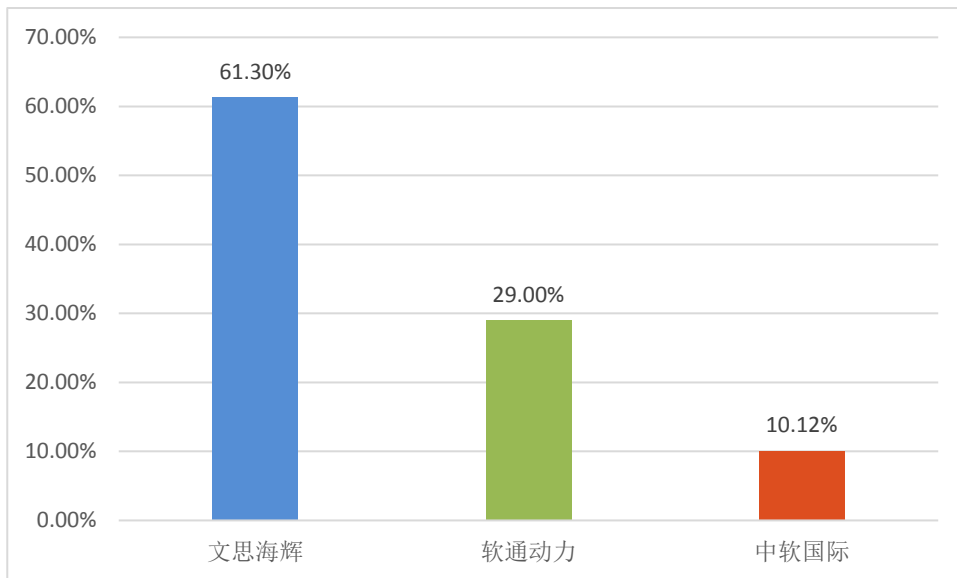
图表 48 2016 年中国软件业务收入排名

| 排名 | 企业名称 | 软件业务收入 (万元) |
|-----|------------------|----------------|
| 1 | 华为技术有限公司 | 17,861,603 |
| 2 | 中兴通讯股份有限公司 | 4,600,000 |
| ... | ... | ... |
| 7 | 杭州海康威视数字技术股份有限公司 | 1,016,933 |
| 8 | 中国银联股份有限公司 | 924,136 |
| ... | ... | ... |
| 10 | 航天信息股份有限公司 | 913,412 |
| ... | ... | ... |
| 15 | 东华软件股份公司 | 562,014 |
| ... | ... | ... |
| 18 | 北京中软国际信息技术有限公司 | 515,709 |
| ... | ... | ... |
| 20 | 浙大网新科技股份有限公司 | 501,283 |
| 21 | 文思海辉技术有限公司 | 490,662 |
| ... | ... | ... |
| 23 | 东软集团股份有限公司 | 487,700 |
| 24 | 软通动力信息技术(集团)有限公司 | 476,019 |

来源：工信部、东方财富证券研究所

- **与国内主要竞争对手相比，公司海外业务占比较低。**由于文思海辉与软通动力均在 2014 年选择私有化，并从美国退市。因此我们选取在可比口径下，国内三大 IT 服务公司 2013 年非中国业务作为海外业务的比较口径，中国软件国际的海外业务占比明显偏低。

图表 49 2013 年国内三大 IT 服务公司海外业务占比

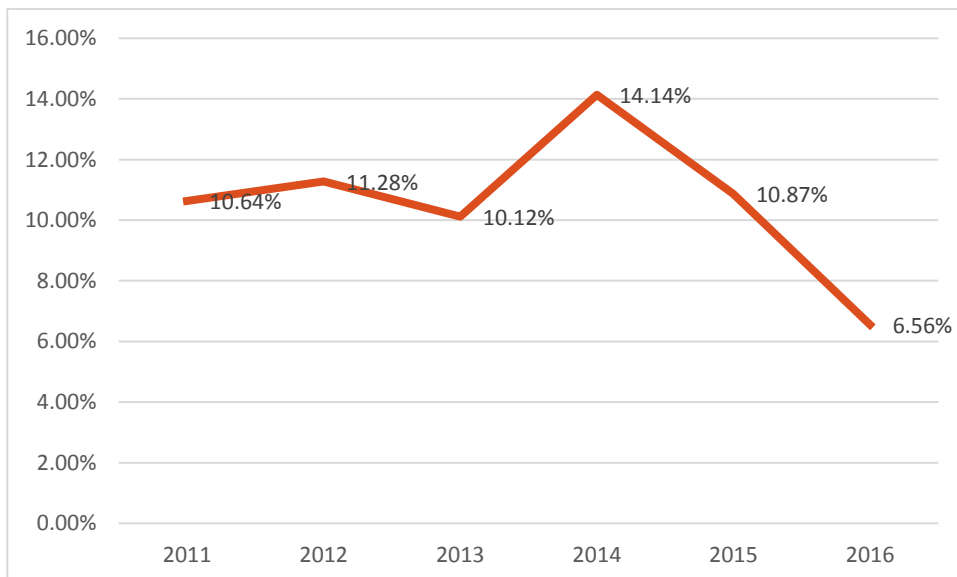


来源：文思海辉、软通动力、中国软件国际 2013 年报；

注：由于会计准则不同导致同财务指标对比可能存在统计口径不一致，对比仅供参考

- 与强劲的国内业务相比，公司海外业务占比一直不高。如果对比 2011 年的海外业务占比情况，文思海辉为 82%、软通动力为 41.6%，而中国软件国际仅 10.64%，差距明显。不仅如此，我们看到从历年中国软件国际的海外收入占比情况均不高。

图表 50 中国软件国际 2011 年-2016 年海外业务占比



来源：中国软件国际历年年报；

5.2.3. 公司积极拓展海外市场

公司在做大做强国内业务的同时，积极拓展毛利较高的海外业务是公司发展的必然战略。考虑到海外业务目前占公司收入的比重仅 6.56%，成长空间巨大。

- **从海外拓展的进度分三步走，1）借船出海；2）独立提供附加服务；3）独立获得订单。**基于同华为的密切联系，目前公司现有的解决方案和 ITO 将可延伸至华为的海外客户，并在此基础上，独立提供附加的服务，如云服务。最后，公司在海外的目标仍是打造独立获得海外订单的能力。

图表 51 公司海外拓展策略



来源：公司资料、东方财富证券研究所

- **全球范围布局办事处与提交中心，助力国际业务拓展。**从公司目前海外拓展版图来看，目前已经在中国、美国、匈牙利部署了办事处或提交中心，预计近期将在俄罗斯、印度、马来西亚、墨西哥建立办事处或提交中心，未来规划将在欧洲、非洲、中东等地形成广覆盖的格局。

图表 52 公司规划中的海外设立办事处或提交中心的版图

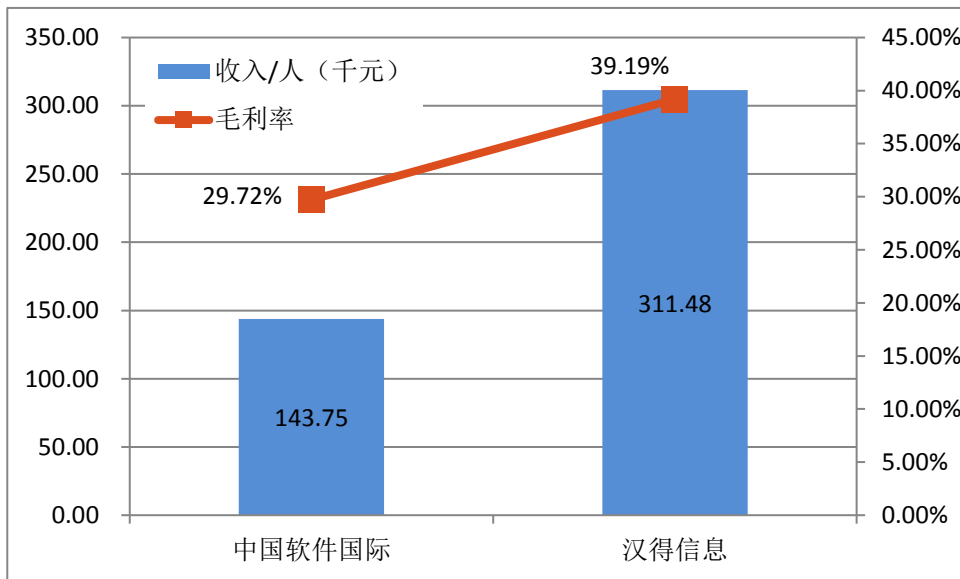


来源：公司资料、东方财富证券研究所

5.3. 加大力度向上游 IT 咨询方向延伸

由于 IT 咨询是围绕着下游公司或具体项目给出的一揽子 IT 服务，其毛利率显著的高于单纯的外包业务。中国软件国际与汉得信息两家公司主要业务均在中国大陆，通过对比毛利与人均创收，我们认为公司加大 IT 咨询业务的占比，提升独立接项目的的能力，将有助于提高公司的整体毛利水平。

图表 53 中国软件国际与汉得信息人均创收与毛利对比



来源：Choice、东方财富证券研究所

注：由于会计准则不同导致同财务指标对比可能存在统计口径不一致，对比仅供参考

5.4. 解放号肩负起公司构建中小企业线上 IT 服务生态的重任

- **构建 IT 生态圈：**解放号不仅仅是 IT 众包服务交易的平台。公司基于长期 IT 行业的积淀，深挖线上发包企业和接包团队的潜在需求，将解放号平台服务向产业链上下游延伸，构建 IT 生态圈。其中包括品牌建设、营销推广、IT 人力资源服务、IT 教育创业服务、互联网+、智能制造等细分行业。

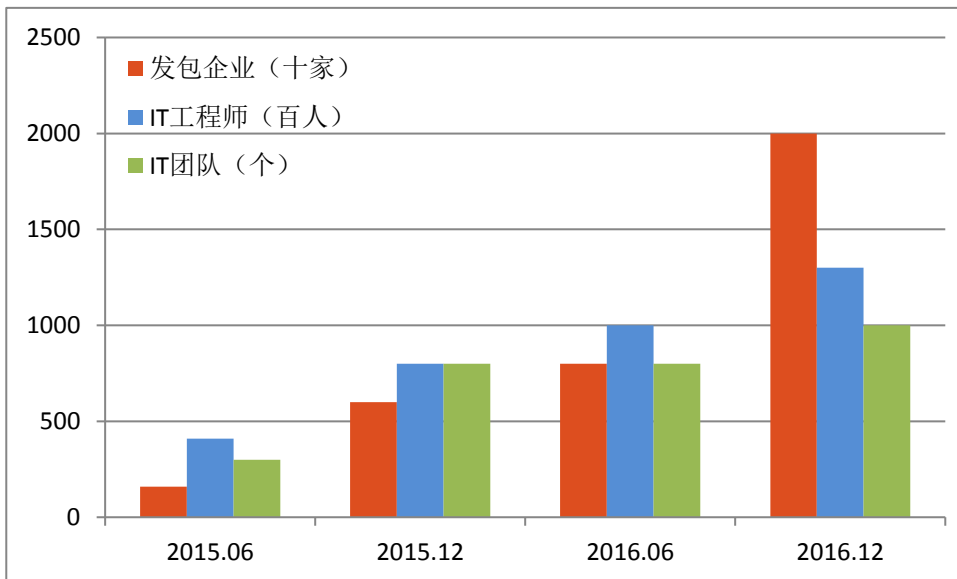
图表 54 解放号服务类拓展



资料来源：公司资料、东方财富证券研究所

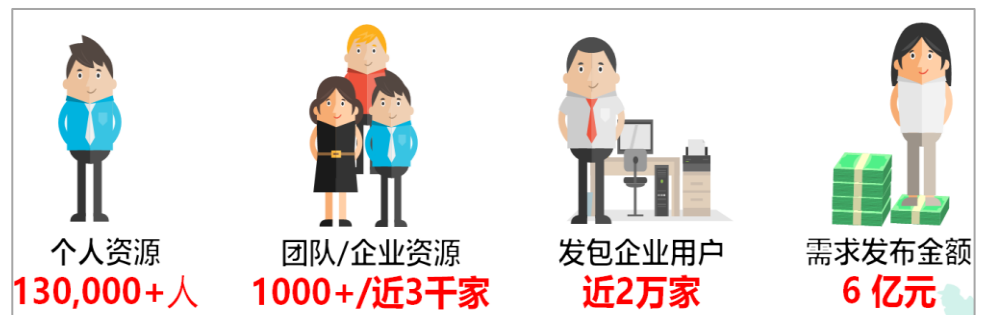
- **解放号经营数据快速增长。**根据 2016 年报数据，解放号上线仅两年时间，线上平台累计发包企业近 2 万家，发包金额达 6 亿元，增长迅速。

图表 55 近两年解放号平台的经营数据



资料来源：公司各期年报/半年报、公司官网、东方财富证券研究所

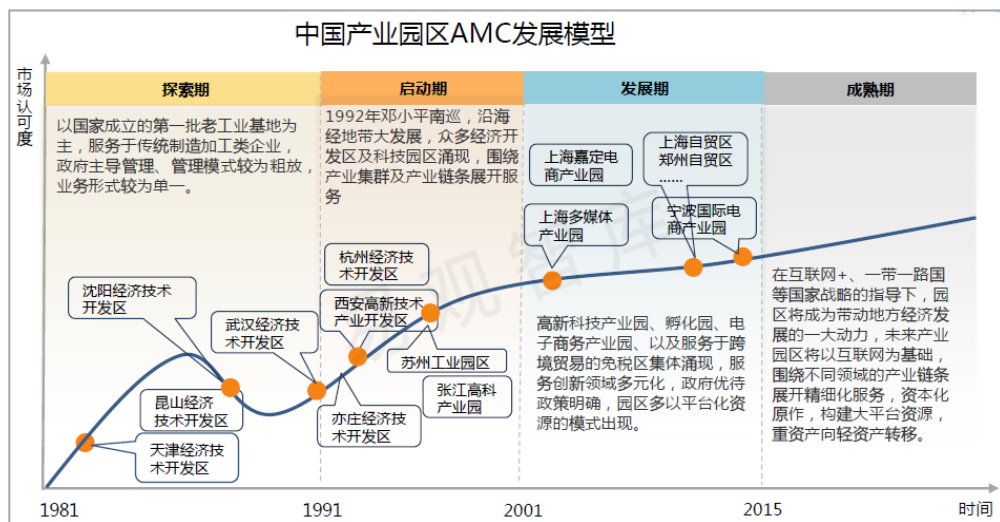
图表 56 截止到 2016 年底解放号的经营数据



资料来源：公司各期年报/半年报、公司官网、东方财富证券研究所

- **内部员工通过解放号接包有助于优化人力资源配置及提升公司人均创收。**解放号的战略意义在于开发长尾 IT 服务市场及打造 IT 互联网生态。与此同时，解放号也具有多重现实意义，通过公司内部员工在解放号上接单，可以实现：
 - **合理优化人力资源配置。**员工的优化配置有利于公司提升员工使用效率，避免员工闲置，增加无谓的人工成本，便于未来公司向项目制的拓展；
 - **提高人均创收。**公司内部员工通过在解放号上接包，有助于提高人均创收，提升单位效率。
- **公司积极参与新型智慧城市建设。**随着新型智慧城市在全国范围内的加速建设，解放号开始在各省市布局区域平台机构，积极参与新型智慧城市建设。公司 2016 年报披露，目前解放号的生态资源已覆盖 387 个城市，并在北京、上海、西安、大连、成都、武汉、广州、深圳等软件重点城市建立区域平台机构。
- **通过解放号构建的 IT 生态圈与地方产业园区实现 O2O 模式。**随着中国各省市政府陆续兴建产业园区，中国的产业园区整体发展将进入成熟期。目前，解放号更多的布局重点，是利用解放号目前构建成型的 IT 生态圈，与线下各省市的产业园区进行合作，包括招商引资、策划、运营等全流程服务。并通过与华为云的战略合作，将为园区内的企业提供基于解放号 IT 生态圈的服务及基于云端的各向商业化项目。

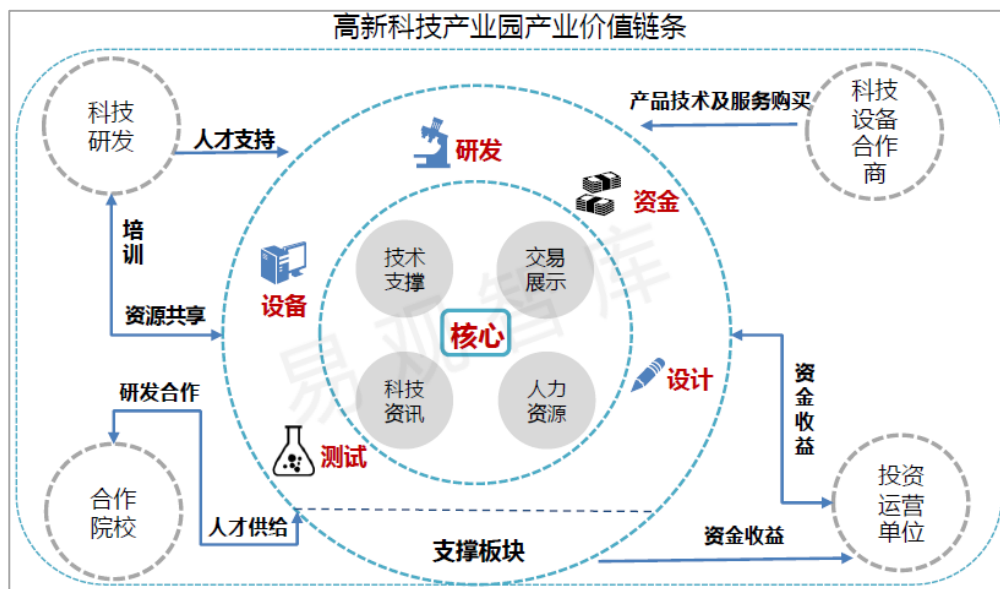
图表 57 中国产业园区 AMC 发展模型



来源：易观智库、东方财富证券研究所

- **高新科技产业园具备巨大的 IT 服务及延伸需求。**特别是在 IT 方面，包括人力资源、技术、咨询服务等方面有较大需求。解放号不仅能够承接产业园区内关于 IT 人才、研发、测试等环节内的传统 IT 服务，还有望通过解放号上构建的 IT 生态，向产业园区的上下游方向延伸，如招商引资、运营等，提供更高附加值的服务。

图表 58 高新科技产业园产业价值链条



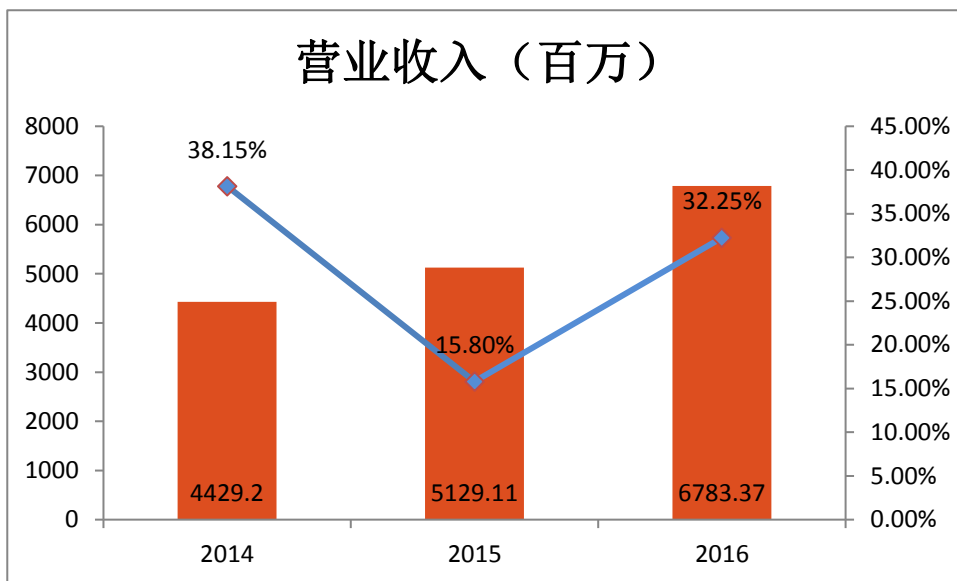
来源：易观智库、东方财富证券研究所

6. 财务分析

6.1. 收入

- 2016年本集团取得收入为人民币6783.37百万，较去年同期增长32.3%，增长主要来源于集团主要大客户业务的持续和快速发展，特别是公司在华为外包体系的占比进一步强化及汇丰业务的拓展。

图表 59 近三年营业收入（百万元）

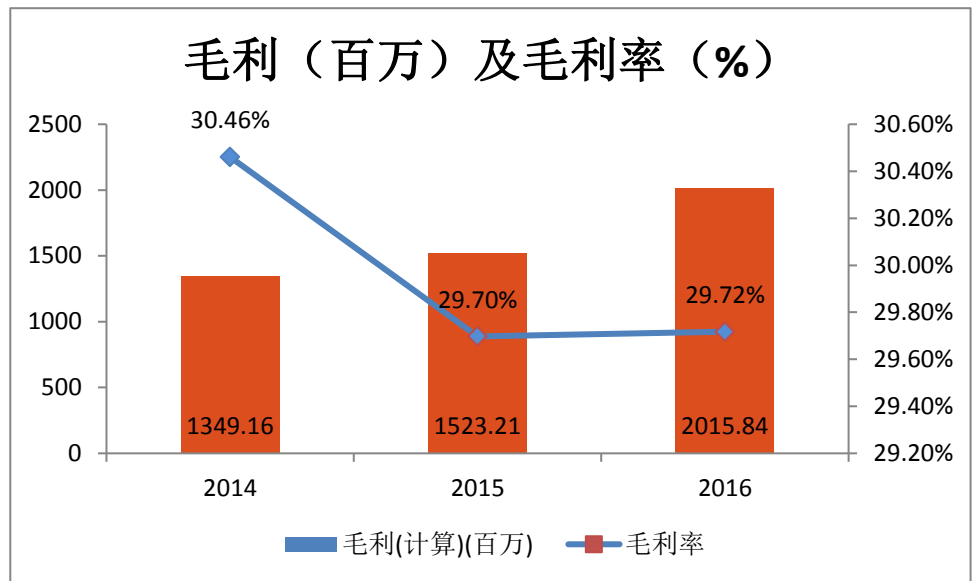


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6.2. 毛利及毛利率

- 2016年，本集团取得毛利约为人民币2015.84百万，较去年同期增长32.3%。2016年集团毛利率约为29.7%（2015年为29.72%），与去年同期持平。反映出公司目前成本控制较为合理，项目收益情况稳定。

图表 60 近三年毛利 (百万元) 毛利率

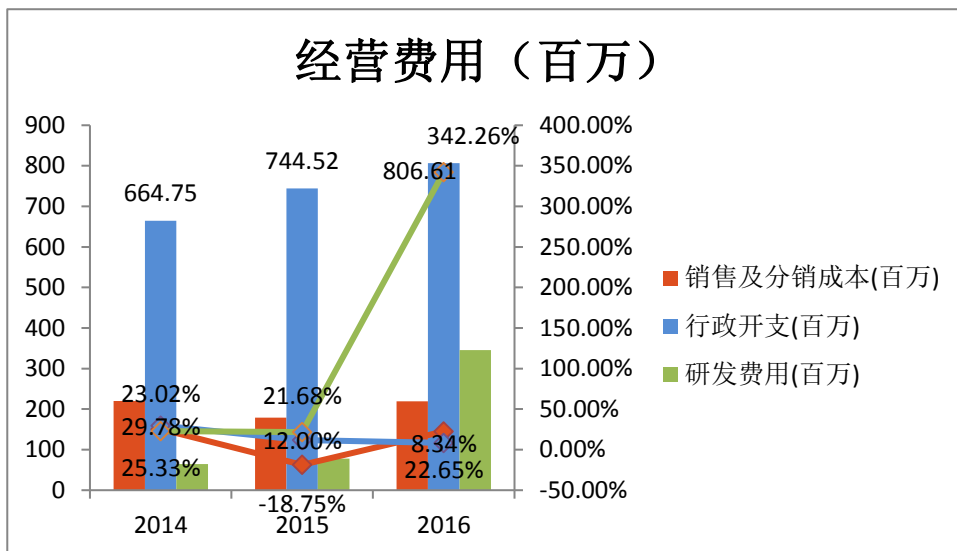


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6.3. 费用

- 2016年, 销售及分销成本为人民币219.02百万, 较2015年上升了22.6%。2016年, 销售及分销成本占收入的比例为3.2%, 较去年同期下降0.3%。主要因为TPG业务比重进一步增加, 原有大客户业务拓展加深, 导致销售费用率较去年同期进一步下降。
- 2016年, 行政开支为人民币806.61百万, 较2015年增长了28.6%。2016年, 行政开支占收入的比例为11.9%, 相对于2015年12.2%下降0.3%。反映出公司在行政管理效率上的有所提升。
- 2016年, 研发成本支出为人民币345.27百万, 较2015年上升76.8%, 2016年, 研发成本支出占收入的比例为5.1%, 相对于2015年同期之3.8%上升1.3%, 主要是因为公司对云服务、大数据等新技术加大研发力度。

图表 61 近三年经营费用（百万元）及经营费用率

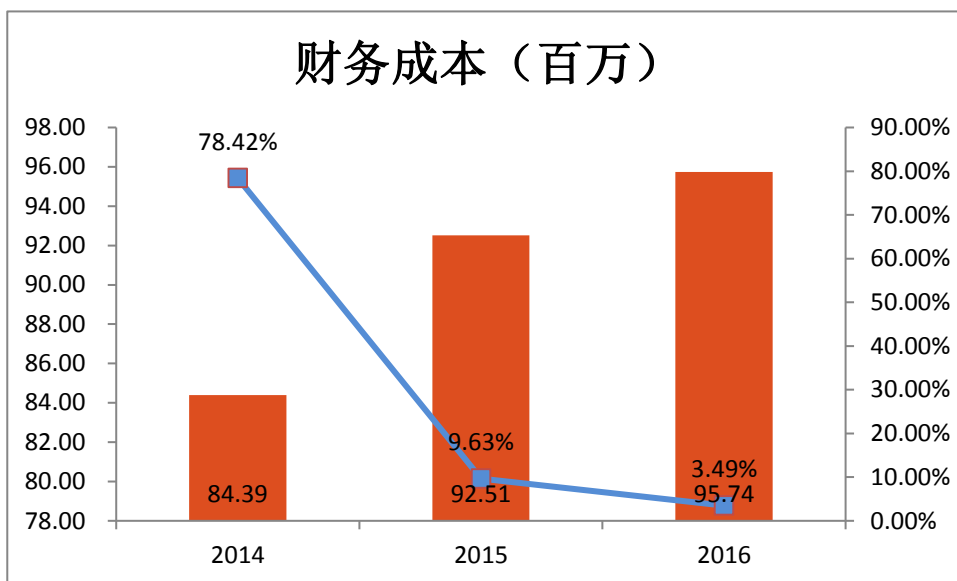


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6.4. 财务费用及所得税

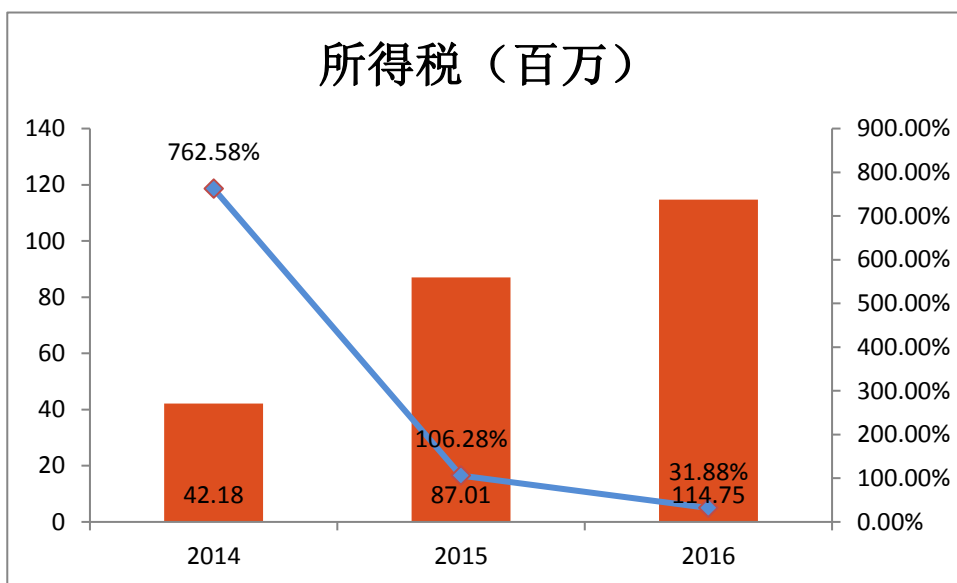
- 财务费用:** 2016年财务费用占收入的比例为1.4%，较2015年之1.8%下降0.4%。财务费用为人民币95,735千元（2015年人民币92,509千元），较2015年上升3.5%。
- 所得税:** 2016年所得税为人民币114.75百万，比2015年上升31.9%。上升的主要原因是由于集团进行业务重组，主要法人实体股权变动产生所得税52,408千元，而上一年度税费中因子公司股权转让产生相关所得税17,195千元；两年度均扣除此类一次性税费的影响之后，所得税较去年同期下降10.7%，下降的主要原因是集团主要经营实体在报告期内适用重点软件企业优惠税率。

图表 62 近三年财务成本 (百万元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 63 近三年所得税率

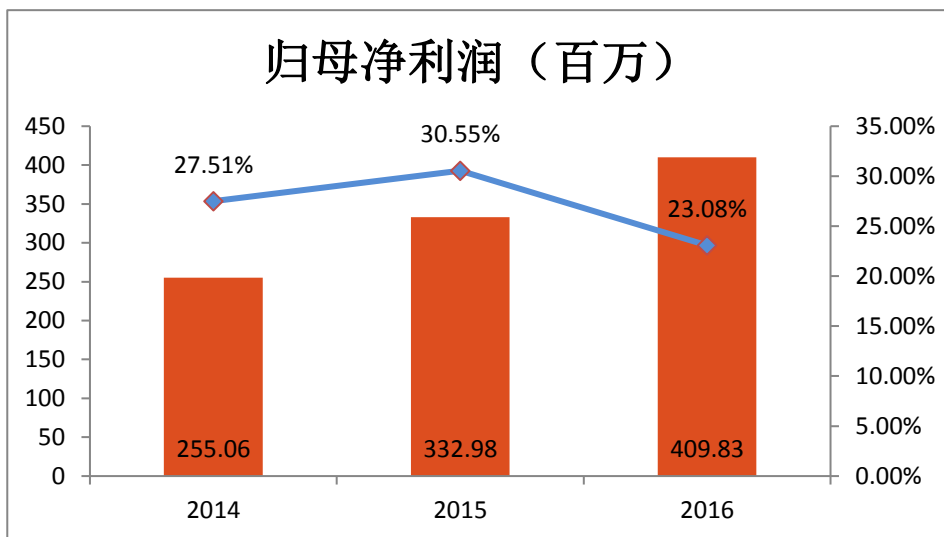


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6.5. 归母净利润

2016 年本集团取得归母净利润 409.83 百万，较去年同期增长 23.08%。2016 年归母净利润率为 6.04%。

图表 64 近三年归母净利润（百万元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

7. 估值与盈利预测

7.1. 收入预测

7.1.1. 核心假设：

- 基于审慎性，我们假设华为 2017、2018、2019 的收入增速呈现放缓趋势，分别为 30%、26%、22%；
- 考虑到华为研发费用率过往数年持续稳定，我们假设华为 2017、2018、2019 的研发费用率将继续维持稳定；
- 考虑到华为控制进一步提升对成本和费用的控制力度，我们假设外包份额维持稳定及外包比例会逐年小幅递增；
- 我们假设在非华为业务中，由于公司在大客户战略、海外策略、IT 咨询、线上业务等持续布局，我们给予其合理的增速预期。

图表 65 收入预测

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 华为业务收入 | 1,953.00 | 3,636.00 | 4,763.56 | 6,228.74 | 8,056.84 |
| 增速 (%) | 46.07% | 86.18% | 31.01% | 30.76% | 29.35% |
| 非华为业务收入 | 3,176.11 | 3,147.37 | 3,776.84 | 4,456.68 | 5,125.18 |
| 增速 (%) | 2.71% | -0.90% | 20.00% | 18.00% | 15.00% |
| 营业收入 | 5,129.11 | 6,783.37 | 8,540.40 | 10,685.42 | 13,182.02 |
| (收入增速) % | 15.80% | 32.25% | 25.90% | 25.12% | 23.36% |
| (毛利率) | 29.70% | 29.72% | 30.20% | 29.99% | 29.74% |

资料来源：东方财富证券研究所

7.1.2. 盈利预测:

图表 66 盈利预测

| 项目\年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 5,129.11 | 6,783.37 | 8,540.40 | 10,685.42 | 13,182.02 |
| 增长率 | 15.80% | 32.25% | 25.90% | 25.12% | 23.36% |
| EBITDA (百万元) | 602.54 | 690.85 | 875.02 | 1,109.77 | 1,421.32 |
| 归母净利润 (百万元) | 280.06 | 442.08 | 523.28 | 681.88 | 897.96 |
| 增长率 | 40.00% | 57.85% | 18.37% | 30.31% | 31.69% |
| EPS (元/股) | 0.14 | 0.20 | 0.22 | 0.28 | 0.37 |
| 市盈率 (P/E) | 25.07 | 19.07 | 16.12 | 12.37 | 9.39 |
| 市净率 (P/B) | 2.24 | 1.91 | 1.83 | 1.63 | 1.32 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所 (2017-07-13)

7.2. 估值

图表 67 可比较公司估值

| 代码 | 股票名称 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 300170.SZ | 汉得信息 | 40.68 | 36.11 | 28.08 | 21.53 | 16.31 |
| 600718.SH | 东软集团 | 49.71 | 10.38 | 36.04 | 28.42 | 23.75 |
| INFY.N | Infosys | 17.73 | 17.34 | 16.70 | 16.11 | 14.62 |
| CTSH.O | Cognizant | 24.71 | 25.84 | 18.68 | 16.16 | 14.35 |
| ACN.N | 埃森哲 | 26.24 | 19.49 | 20.89 | 19.31 | 18.10 |
| 00354.HK | 中国软件国际 | 25.07 | 19.07 | 16.12 | 12.37 | 9.39 |

资料来源：Choice，Bloomberg，东方财富证券研究所

我们预计公司 17/18/19 年归母净利润分别为 523.28/681.88/897.96 百万元人民币，EPS 分别为人民币 0.22/0.28/0.37 元。

绝对估值: 假设必要收益率 7%; 我们从 DDM 模型估值结果来看, 悲观/乐观情境下, 股价合理区间为 4.47~5.21 元;

相对估值: 我们给予 18 年 15 倍 PE, 预计六个月目标价 4.90 元, 给予“买入”评级。

8. 风险提示

华为外包增速呈现超预期下滑;

华为外包供应商竞争及华为业务毛利下滑超预期;

海外业务拓展低于预期;

解放号经营情况低于预期;

新的蓝筹客户拓展放缓。

附表：财务报表

| 百万元人民币 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 5,129.11 | 6,783.37 | 8,540.40 | 10,685.42 | 13,182.02 |
| 销售成本 | 3605.9 | 4767.53 | 5,960.93 | 7,481.19 | 9,261.20 |
| 毛利 | 1523.21 | 2015.84 | 2,579.48 | 3,204.22 | 3,920.82 |
| 其他收入 | 28.63 | 43.72 | 43.85 | 38.73 | 42.10 |
| 销售及分销成本 | 178.58 | 219.02 | 264.75 | 320.56 | 395.46 |
| 行政开支 | 744.516 | 806.61 | 997.46 | 1,193.34 | 1,368.20 |
| 研发费用 | 78.07 | 345.27 | 443.40 | 565.85 | 712.03 |
| 其他支出 | 91.96 | 88.01 | 88.00 | 88.00 | 88.00 |
| 资产减值损失 | 62.06 | 17.96 | 42.70 | 53.43 | 65.91 |
| 重估盈余 | 2.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 出售资产之溢利 | 111.72 | 20.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营溢利 | 510.584 | 602.84 | 787.02 | 1,021.77 | 1,333.32 |
| 应占联营公司溢利 | 1.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务成本 | 92.51 | 95.74 | 120.42 | 150.66 | 185.87 |
| 影响税前利润的其他项目 | 0.00 | 17.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 税前利润 | 419.984 | 524.59 | 666.60 | 871.11 | 1,147.45 |
| 所得税 | 87.01 | 114.75 | 133.32 | 174.22 | 229.49 |
| 净利润 | 332.974 | 409.84 | 533.28 | 696.88 | 917.96 |
| 本公司拥有人应占净利润 | 280.06 | 442.08 | 523.28 | 681.88 | 897.96 |
| 非控股权益应占净利润 | 52.93 | -32.25 | 10.00 | 15.00 | 20.00 |

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资建议的评级标准:

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级 (另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现, 也即: 以报告发布日后的3到12个月内的公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中: A股市场以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上;
增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间;
中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间;
减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间;
卖出: 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大势: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上;
中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间;
弱于大势: 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明:

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国 (香港和澳门特别行政区、台湾省除外) 发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时, 本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究, 但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外, 绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易, 因其包括重大的市场风险, 因此并不适合所有投资者。

在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发, 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权, 任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容, 不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据, 不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告, 需注明出处为东方财富证券研究所, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。