

中国软件国际 ( 354.HK )

强烈推荐

行业：系统开发及 IT 顾问

## 双模式助力稳中创新 解放号前景广阔

中国软件国际是中国领先的大型综合性软件与信息服务企业，主要业务包括传统的技术和事业服务集团（TPG 业务）及新兴的互联网 IT 服务集团（IIG 业务）。TPG 业务主要为企业提供线下的咨询、解决方案到技术服务的「端到端」软件及信息技术服务。IIG 业务主要包括解放号 IT 众包平台及云软件业务。

### 投资要点：

- ✧ **双轮驱动战略落地，将有效权衡稳定和创新。**公司于 2016 年上半年调整到位完成双轮驱动战略落地，同时开始实施针对数字化机遇和挑战的 IT 服务双模式，一方面可以避免新兴数字业务失败满盘皆输的情况，另一方面减少了 IT 传统模式对数字业务发展模式的束缚。此外，作为领先的 IT 服务供应商，中软国际在数字化过渡背景下催生的业务创新（主要为解放号 IT 众包服务平台）联系了 IT 公司、IT 项目团队、IT 服务工程师等资源，亦可能成为其他企业在数字化时代背景下业务创新所需的资源联系平台，有潜力发展成对整个 IT 行业具有影响力的平台。
- ✧ **拥有分布于各行业的众多蓝筹客户/合作伙伴，支持 TPG 业务稳定增长。**公司拥有 50 多个标准化行业解决方案及 300 个软件著作权和多项专利，为金融、电信、互联网与高科技、公共事业等行业的客户提供 TPG 业务相关服务，目前已于多个细分领域处于领先地位。TPG 业务主要服务于大客户及大项目，公司目前拥有来自不同行业的数百家大型企业客户，其中 2016 年中期服务性收入超过 600 万以上的客户为 76 家，约 70% 左右的客户为长期客户，更与华为、阿里云等达成战略合作，其中华为已升级为公司股东之一，为 TPG 业务稳定的增长提供了有力支撑。
- ✧ **解放号发展顺利，IIG 业务前景广阔。**解放号主要服务于长尾客户，即小客户或小的时间有限的项目，其对价格较为敏感，解放号由于致力于高效提供质优价廉的服务而具有吸引力。解放号发展顺利，截至 2016 年 9 月（商用发布一年多），注册发包企业已 1.2 万家、注册接包 IT 公司 2,500 家，开发团队 900 个，接包工程师超 12 万名，1-9 月需求发布金额达 4 亿元。2016 年上半年解放号与多家大型企业进行合作，包括方正电子、用友金融等大型 IT 企业，中船、中核等央企信息服务部门，中北明夷、玖信贷等互联网相关企业及中关村互联网金融信息服务中心、大连市服务外包协会等创业机构。平台目前仍处于初步发展阶段，我们认为平台注册用户的快速增长为平台的快速发展奠定了基础，随着平台共享资源的增加及

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名人：秦越

( 852 ) 3983 0839

angelaqin@china-invs.hk

6 - 12 个月目标价： 4.49 (+23%)

当前股价： 3.65

评级调整： 首次覆盖

### 基本资料

总股本(百万股)	2,212
总市值(亿元)	80.73
52 周股价波幅	2.45-3.97
主要股东	陈宇红(11.95%)

### 股价表现



### 相关报告

运营经验的丰富，通过平台尝试发包的企业将会增多，有效撮合的项目比例及数量将会提高，交易金额亦会增加，进而为公司带来更多的收入。此外，随着平台运营愈来愈成熟，公司将通过平台拓展更多的服务种类，创造更多的收入来源。参照其他运用行业资源共享理念的平台，如 Airbnb 及 Uber 的快速发展，基于公司拥有丰富的 IT 行业经验、庞大的客户及合作伙伴网络、行业资源须再分配的机遇及解放号平台运营所需的技术，我们相信解放号平台发展空间十分广阔。

- ✧ **全球化布局为抢占国际市场蓄势。**公司积极进行全球化布局，于 2016 年上半年新增了 39 个全球销售和提交中心至 87 个，环比增速约为 87%。此外，公司计划于未来 3 年于美国、匈牙利、俄罗斯、印度、马来西亚及墨西哥建立六大全球业务中心，目前已于美国及匈牙利建成两大业务中心。公司已发展为中国领先的 IT 服务公司，并已拥有 100 多家跨国企业客户，且业务遍布全球的华为已升级为公司股东，我们认为公司已有能力拓展国际市场。鉴于中国 IT 服务支出仅占全球的一小部分（2015 年约占 1.8%），我们认为国际市场仍有很大的拓展空间，相信全球化布局将在未来给公司带来巨大收益。
- ✧ **首次覆盖给予强烈推荐评级，目标价 4.49 港元。**我们预测公司于 2016/2017/2018 年度净利润将分别同比增长约 38.5%/31.0%/26.3%至约 3.9/5.1/6.4 亿元人民币，每股盈利分别为 0.18/0.23/0.29 人民币（折合约 0.20/0.26/0.33 港元）。公司自 2011 年开始实现净利润稳步增长以来，历史预测市盈率在 12 ~ 35X，目前公司估值水平为 18.1X/13.8X 2016E/2017E PE，低于历史平均水平 21X，亦低于港股同业的平均水平 24X/35X 2016E/2017E PE。考虑到公司拥有丰富的蓝筹客户保障盈利增长，且解放号进展顺利，未来拥有广阔的增长空间，我们认为公司估值可提高至 22X/17X 2016E/2017E PE。因此，首次覆盖给予强烈推荐评级，目标价 4.49 港元，相对现价仍有 23% 的上涨空间。

✧ **风险提示：**行业发展不及预期；华为业务不及预期；解放号进展不及预期。

单位：人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,429	5,129	6,172	7,422	8,965
收入同比(%)	38.2%	15.8%	20.3%	20.3%	20.8%
净利润	200	280	388	508	642
净利润同比(%)	34.9%	40.0%	38.5%	31.0%	26.3%
净资产收益率(%)	7.8%	9.1%	10.5%	12.2%	13.5%
每股基本收益(人民币元)	0.107	0.141	0.175	0.230	0.290
市盈率(P/E)	29.6	22.6	18.1	13.8	10.9

资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 目 录

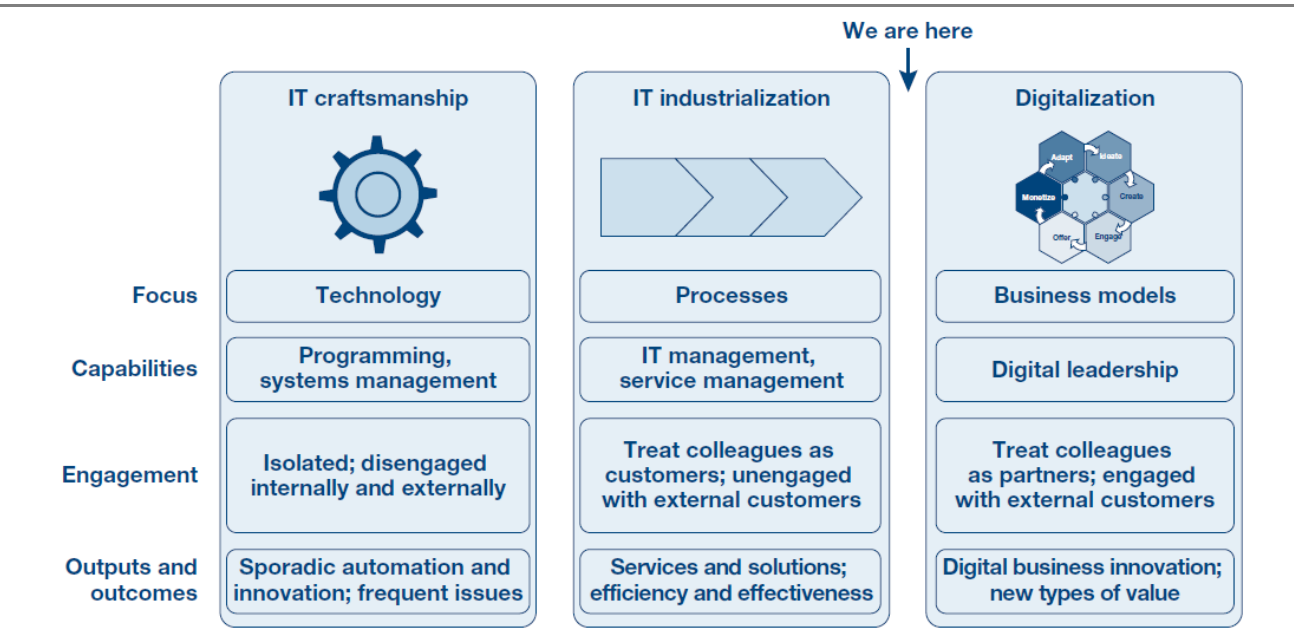
<b>投资亮点</b>	<b>4</b>
双轮驱动战略落地，将有效权衡稳定和创新	4
拥有分布于各行业的众多蓝筹客户/合作伙伴，支持 TPG 业务稳定增长	6
解放号发展顺利，IIG 业务前景广阔	10
IT 服务全球市场拓展空间大，全球化布局为抢占国际市场蓄势	13
<b>财务分析</b>	<b>15</b>
收入长期维持高速增长	15
大客户收入占比增加	16
盈利能力增强	17
<b>盈利预测</b>	<b>17</b>
<b>估值</b>	<b>19</b>
<b>风险</b>	<b>21</b>
<b>附录</b>	<b>22</b>
业务简介	22
发展历史	26
股东架构	27
财务预测表	28

## 投资亮点

### 双轮驱动战略落地，将有效权衡稳定和创新

全球领先 IT 行业分析和咨询服务企业 Gartner 于 2014 年对全球 77 个国家的 2,339 名 CIO 进行的调查表明，企业 IT 自 2014 年起已开始由 IT 工业化时代向数字化时代过渡。处于 IT 工业化时代的企业主要关注商业流程，通过应用适合的解决方案及相应的 IT 产品和服务使得公司可以高效率的有效运营。对比工业化时代，数字化时代更加注重业务模式，需要一个平台将公司内外的资源联系起来，利用大数据资源创新业务模式，主动创造出价值。

**图表 1 企业 IT 发展的三个时代比较**







资料来源：Gartner、中投证券(香港)

数字化时代为企业创造了新的数字业务发展机遇，同时带来了企业 IT 变革的挑战，企业若在原有 IT 架构上直接进行数字化变革存在失败即影响整体业务运作的风险。针对企业期望保证稳定发展的同时可以抓住数字化时代变革的机遇快速创造价值，Gartner 提出了 IT 服务的 Bimodal（双模式），建议企业 IT 分成两个运营团队，其中一个团队以传统 IT 服务模式（Mode 1）服务于需求和目标相对明确的可预测的业务，另一个团队以探索模式（Mode 2）服务于数字业务创新。企业 IT 采用双模式一方面可以避免新兴数字业务失败满盘皆输的情况，另一方面减少了传统模式对数字业务发展模式的束缚。根据 Gartner 于今年对 84 个国家的 2,944 名 CIO 的调查显示，数字化带来的数字业务创新需求，驱使企业 IT 实施双模式以降低企业 IT 转型风险，近 40% 的受访 CIO 表示公司已开始双模式 IT 运作，其余受访 CIO 中的大部分表示将于未来 3 年内实施双模式 IT，预计到 2017 年约 75% 的 IT 组织将实施双模式。

图表 2 IT 服务的 Bimodal (双模式) 比较

Mode 1		Mode 2
Reliability	Goal	Agility
Price for performance	Value	Revenue, brand, customer experience
Waterfall, V-model, high-ceremony IID	Approach	Agile, Kanban, low-ceremony IID
Plan-driven, approval-based	Governance	Empirical, continuous, process-based
Enterprise suppliers, long-term deals	Sourcing	Small, new vendors, short-term deals
Good at conventional process, projects	Talent	Good at new and uncertain projects
IT-centric, removed from customer	Culture	Business-centric, close to customer
Long (months)	Cycle Times	Short (days, weeks)





资料来源：Gartner、中投证券(香港)


在企业 IT 向数字化时代过渡的背景下，中软国际实施双轮驱动战略，于 2015 年下半年将业务分部（原为专业服务集团、外包服务集团、新兴服务集团、培训）调整为传统的线下业务——技术和事业服务集团（TPG 业务）及新兴的线上业务——互联网 IT 服务集团（IIG 业务），并于 2016 年上半年调整到位完成战略落地，同时已实施 IT 服务的双模式。

图表 3 TPG 业务与 IIG 业务比较

业务定位	行业解决方案和软件技术服务商	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	核心行业市场和大客户	IT服务长尾市场
市场和竞争环境	典型IT服务市场	众包电子商务服务市场
服务内容	行业解决方案、产品工程化、应用系统开发、测试等	会员管理、交易撮合、支付服务、社区论坛、云端开发过程服务软件租用
服务模式	按照客户需求提供开发服务	交易撮合服务、提交过程保障服务
服务流程	典型软件开发项目提交流程	发包和交易流程、线上交付流程
主要技术	各种各类软件开发等相关技术	电子商务网站运营相关技术
需求人才	行业咨询顾问、技术架构师、项目经理、技术专家等	电子商务运营专家、互联网技术运维专家、互联网营销人才、云技术专家



技术和专业  
服务集团



互联网  
IT服务  
集团

资料来源：公司资料、中投证券(香港)



新的业务分部亦可看作将业务基本分为稳定发展的业务及新兴的业务,可以分别与双模式 IT 的 Mode 1 及 Mode 2 的应用大致吻合,令业务模式更加清晰,亦便于实施双模式 IT 以达到稳定发展前景明朗的 TPG 业务及快速发展前景广阔的 IIG 业务两不误的效果。此外,作为领先的 IT 服务供应商,中软国际在数字化过渡背景下催生的业务创新(主要为解放号 IT 众包服务平台)联系了 IT 公司、IT 项目团队、IT 服务工程师等资源,亦可能成为其他企业在数字化时代背景下业务创新所需的资源联系平台。鉴于公司较其他国内类似平台运营商(多为互联网企业)具有拥有丰富行业经验及地位、有提供全产业链条服务的能力及甄选合格平台接包方工程师的能力,我们认为解放号 IT 众包服务平台有潜力发展成对整个 IT 行业具有影响力的平台。

## 拥有分布于各行业的众多蓝筹客户/合作伙伴,支持 TPG 业务稳定增长

TPG 业务主要为企业提供线下的咨询、解决方案到技术服务的「端到端」软件及信息技术服务,为 IT 工业化时代企业 IT 运营所需的主要服务,亦为数字化时代支持企业稳定发展 Mode 1 所必不可少的服务,因此我们认为 TPG 业务的市场需求不会随数字化的推进而减少,相反会因其为业务创新的基础而博得市场更多的关注。

公司拥有 50 多个标准化行业解决方案及 300 个软件著作权和多项专利,为金融、电信、互联网与高科技、公共事业等行业的客户提供 TPG 业务相关服务。由于客户广泛分布于多个行业,减小了公司对单一行业客户的依赖,分散了经营风险。公司长期服务于多元化的行业,积累了丰富的行业经验,获得了广泛的市场认可,目前已于多个细分领域处于领先地位。

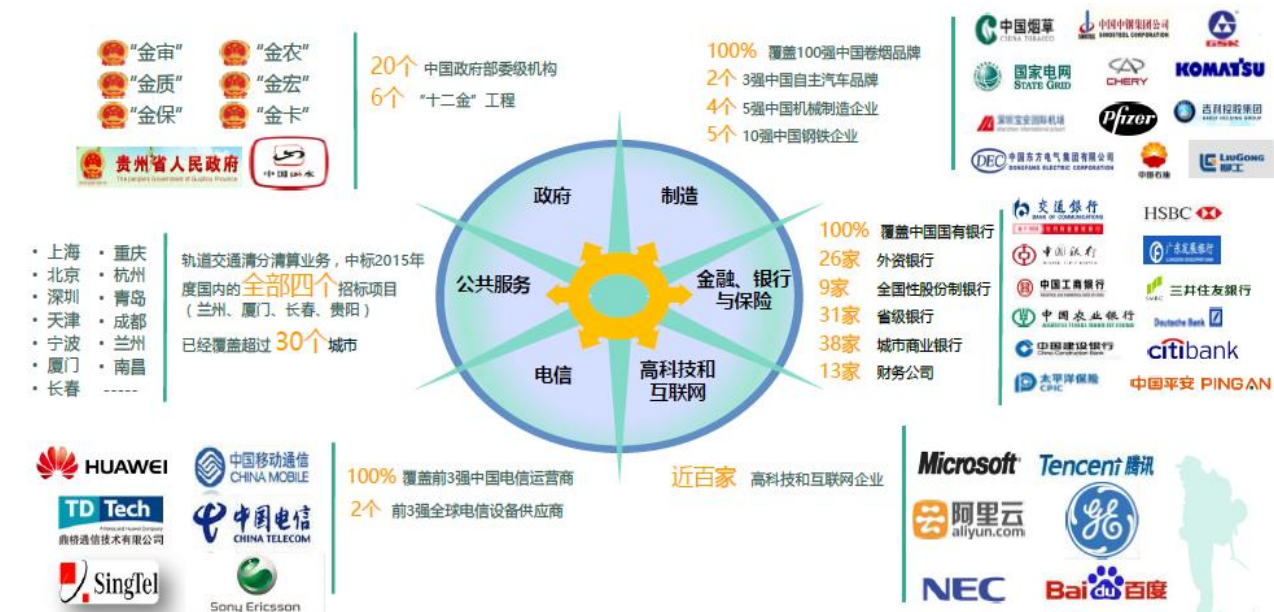
图表 4 TPG 业务于多个行业处于领先地位

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

资料来源：公司资料、中投证券(香港)

TPG 业务主要服务于大客户及大项目。公司过往优质的服务、逐渐积累的行业经验及地位使得公司获得了来自不同行业的数百家大型企业客户，其中 2016 年中期服务性收入超过 600 万以上的客户为 76 家，约 70%左右的客户为长期客户，丰富的蓝筹客户基础为 TPG 业务稳定的增长提供了有力支撑。

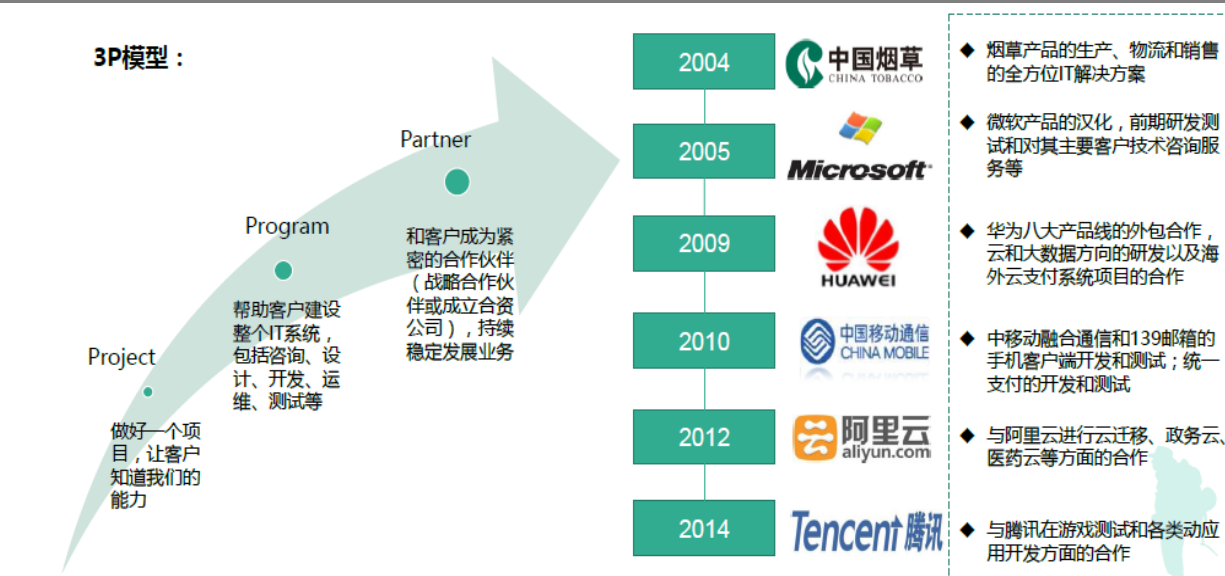
**图表 5 公司拥有分布于各行业的众多蓝筹客户**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

此外，公司与多个行业龙头企业客户达成战略合作，如华为、微软、阿里云等，这反映了公司能力已受到其他行业龙头的认可。与行业龙头企业的战略合作，一方面可结合双方优势，促进双方共同更快发展，另一方面可巩固双方关系，保证稳定收入来源。

**图表 6 公司与多间行业龙头企业客户发展为合作伙伴**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 与华为的战略合作不断升级，促使来自华为的收入不断增加

2009 年起华为成为公司的客户；2012 年公司与华为成立了合资公司中软国际科技服务有限公司，开始战略合作；2016 年公司通过向华为发行新股的方式收购华为于中软国际科技服务有限公司中的全部股份，华为升级为公司战略股东。公司与华为之间经过长期合作，已互相信任，公司已成为华为最重要的外包服务供应商之一，与华为的合作项目逐步增多，并已全面参与到华为的业务(包括运营商、企业、消费者业务)中，公司在华为的发展中扮演的角色愈发重要，因此我们预期公司与华为的关系将更为亲密。

**图表 7 公司与华为合作不断升级**

时间	事件
2009 年	➤ 华为成为公司 IT 外包业务之客户
2012 年	➤ 4 月与华为成立的合资公司——中软国际科技服务正式挂牌，打造立足中国、服务全球的业务流程和 IT 外包服务公司
2013 年	➤ 公司在华为的主要产品线和主要研究所均获得了供应商测评第一的成绩 ➤ 公司参与华为云支付系统项目，目标为与华为形成供应链条配合格局 ➤ 中软国际科技服务成为华为的最大规模和最好质量的外包服务供应商，开始获得稳定的投资收益
2014 年	➤ 公司与华为签订战略合作协议，成为华为企业业务金牌代理，共同拓展企业业务， ➤ 公司与华为在行业联合创新，联合开发了新一代卷烟生产执行系统，该项目为工信部工业与互联网创新联盟的工业 4.0 示范项目，获得了华为「解决方案创新奖」 ➤ 与华为合作开发企业云解决方案，提供企业云服务
2015 年	➤ 与华为订立认购及收购协议，将以向华为发新股的形式收购华为于中软国际科技服务中的股权，完成后华为将升级为公司股东之一 ➤ 与华为的各条业务展开合作，包括 Fusion Sphere (云)、Fusion Insight (先进的数据分析平台) 以及海外解决方案。在云计算方面，RCloud PaaS 平台获得了 Huawei Ready 认证，形成云管理和云中间件的联合解决方案；与华为深度合作企业云盘 OneBox 解决方案。在大数据方面，公司为华为金融大数据联盟重要成员，为能源、金融、制造行业企业客户提供端到端大数据解决方案。在物联网方向推出了工业 4.0 联合解决方案。 ➤ 与华为一起为偏远地区打造移动银行，为巴基斯坦、毛里求斯、加纳、刚果、坦桑尼亚、缅甸等国家提供移动支付解决方案 ➤ 成为华为 CSP 三钻认证服务商
2016 年	➤ 2 月完成通过发新股的方式向华为收购中软国际科技服务的剩余股份，华为升级为公司战略股东 ➤ 公司中标华为电力营销海外项目框架主供应商，与华为共同拓展全球电力物联网业务 ➤ 公司助力华为大连软件研发云、廊坊共有云重大项目落地，公有云移动端开发与云制定开发已建立独立交付团队 ➤ 获得华为 onebox 企业网盘产品的软件合作授权 ➤ 中标中石油加油站管理及海关金关二期等项目

资料来源：公司资料、中投证券(香港)

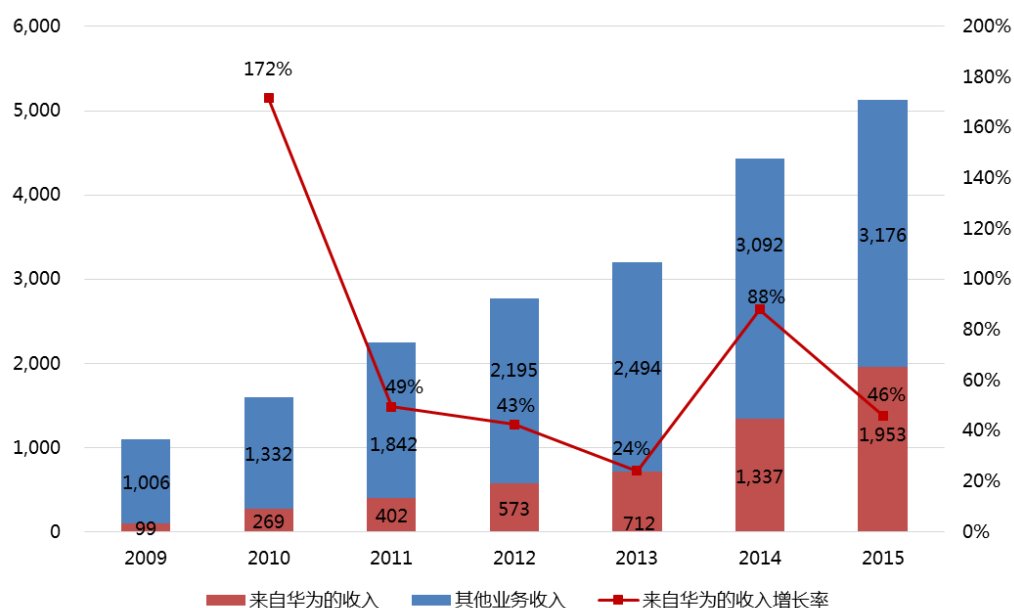
华为为全球领先的信息与通信技术解决方案供应商，业务遍及全球 170 多个国家和地区，其云计算及大数据解决方案已在全球范围推广，拥有广泛的客户关系网。近年



来华为收入增长加速,2015 年收入增长 37%至人民币 3,950 亿元。根据华为公司指引,未来 3-5 年华为收入年复合增长率将在 10%以上。

随着公司与华为的关系愈发密切,华为已成为公司主要收入来源之一(2015 年来自华为的收入约占公司总收入的 38%),预计公司将继续受惠于华为的快速发展及全球化的业务规模,公司来自华为的收入将继续维持高速增长(2015 年增速约为 46%)。华为升级为公司战略股东后,华为与公司拥有的共同利益更加明确,因此我们相信华为将为公司提供更多的客户关系、项目等的资源及发展机遇,加速公司业务全球化及推动公司收入持续增长。

**图表 8 公司来自于华为业务的收入(人民币百万元)不断增加**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 与阿里集团合作领域不断拓展，业务发展空间巨大

阿里集团业务涉及电商、PC 及移动营销、云计算与数据管理、物流数据、互联网金融等多个领域,拥有淘宝网、天猫、聚划算、AliExpress、阿里妈妈、阿里云、蚂蚁金服、菜鸟网络等多个平台,业务网络庞大。2012 年公司与阿里系的不同业务单元在手机终端开发和测试等项目展开合作,取得了互相的信任,为公司带来了更多的合作机遇。2012 年 10 月公司与阿里云签订了战略合作协议,在云方面合作范围逐步扩大,成为了首家阿里云生态下的云集成商及唯一具备阿里云生态下全方位能力的云服务商,已提供了包括轻云迁移、独立主机迁移、系统配置、软件配置、数据备份等数据迁移及系统配置相关的技术服务。除了云方面的合作,公司于 2016 年上半年与阿里集团战略合作进一步加强,合作范围拓展到了阿里集团旗下的高德地图、优酷土豆、UC、恒生电子等多个领域。我们认为公司与阿里集团合作领域可以快速拓展得益于公司与阿里云深度合作的成果被认可。我们相信公司与阿里集团旗下多个领域的合作,将进一步加强公司与阿里集团的合作关系,为公司带来更多的业务深度合作机会。

**图表 9 公司与阿里集团的合作进一步加强**

时间	事件
2012 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>与阿里云签订战略合作协议，共同开发 PaaS 平台，将公司的 ResourceOne 中间件（包括 FramePortal、SOA 套件、BizFoundation）移植至阿里云平台的 PaaS 层，并提供基于 Java 的开发服务和基于云的 SOA 服务。</li> <li>与阿里系的不同业务单元在手机终端开发和测试等项目进行合作</li> </ul>
2013 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>阿里云发起成立全国首个云计算产业联盟——云栖联盟，公司与阿里云共同主持联盟工作</li> <li>在浙江省电子政务云示范试点工程、中信 21CN 药品监管云平台、绿城智慧城市等项目中与阿里云合作，成为国内政务云服务领先供应商</li> </ul>
2014 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>与阿里云开展全方位合作，公司的 Radar Cloud 云中间件产品成为国内首个在阿里云平台上部署的面向垂直行业的共有 PaaS</li> <li>借助阿里云大会，宣传公司云众包服务平台 JointForce（“解放号”）</li> </ul>
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>将全国最大的基因测试服务平台——华大基因在线迁移到阿里云，其国内第一个基于云的 DNA 研究和服务平台</li> <li>阿里作为战略供应商积极推动解放平台资源互动</li> </ul>
2016 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>中标阿里集团旗下高德地图、优酷土豆、UC、恒生电子的全面合作</li> </ul>

资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 解放号发展顺利，IIG 业务前景广阔

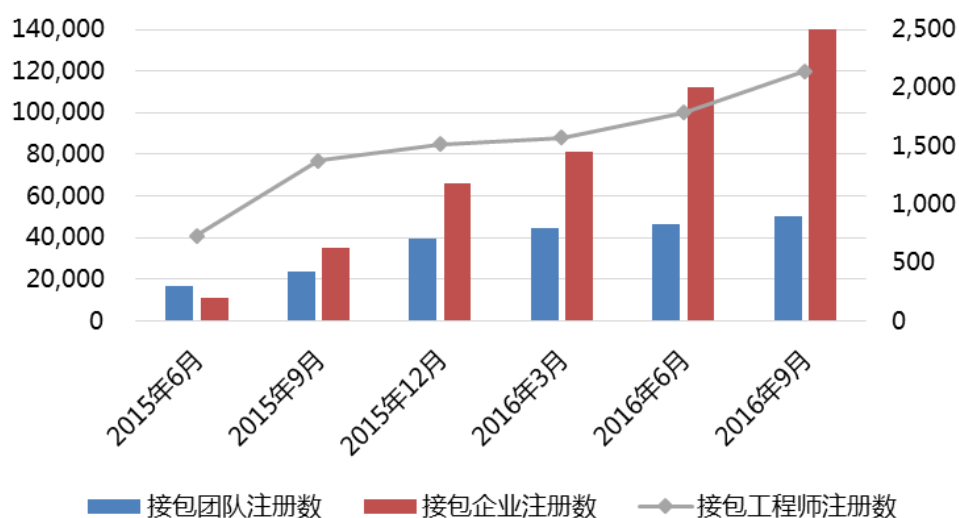
随着互联网的发展，社交（Social）、移动（Mobile）、分析（Analytical）及云计算（Cloud）等技术出现，将上述四种技术结合的 SMAC 模式因为可以使得四种技术互相依赖产生远大于每一个作用之和的效应而成为行业公认的数字业务新平台。与此同时，IT 服务业出现人力成本上升、毛利下降、人才流失、IT 从业人员频繁跳槽及客户期望质优价廉的服务等现象及问题。针对于此，公司发现了改变行业的机遇，2013 年开始研发一款基于 SMAC 模式的互联网云众包平台产品——JointForce（“解放号”），力图通过该平台以众包的方式整合 IT 资源，建立 IT 服务生态圈（IT 从业者、IT 企业及客户），通过平台进行 IT 项目供求撮合，在提高 IT 行业效率的同时满足各方参与者的需求。2014 年 5 月公司发布解放号内测版，2014 年 10 月发布解放号公测版，内测及公测期间平台注册企业快速增加，反映了解放号的市场需求潜力大。2015 年 6 月，公司发布解放号商用版。解放号主要服务于长尾客户，即小客户或小的时间有限的项目，其对价格较为敏感，解放号由于致力于高效提供质优价廉的服务而具有吸引力。2016 年解放号发展顺利，被公司称为「解放元年」。截至 2016 年 9 月，注册发包企业已 1.2 万家、注册接包 IT 公司 2,500 家，开发团队 900 个，接包工程师超 12 万名，1-9 月需求发布金额达 4 亿元，交易金额平均约为发包额的 30%。2016 年上半年解放号与多家大型企业进行合作，包括方正电子、用友金融等大型 IT 企业，中船、中核等央企信息服务部门，中北明夷、玖信贷等互联网相关企业及中关村互联网金融信息服务中心、大连市服务外包协会等创业机构。

**图表 10 解放号进展顺利**

时间	事件
2013 年	➤ 启动「解放 (JointForce) ——基于云的众包平台」的研发。
2014 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 5 月平台正式发布内测版,公司政府业务线全面上线 JointForce 平台,内测注册用户达 7000 余人,组织和尝试线上提交的近 3,000 人,涉及近 500 个项目,内测结果人员使用率提升了 7.7%,整体项目提交毛利提升了 8.4%,贡献利润提高 9%</li> <li>➤ 10 月首次亮相阿里云大会</li> <li>➤ 12 月正式在京、港两地发布公测,截至 2014 年底注册用户达 8,100 余人,上线项目近 700 个</li> </ul>
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 截至 3 月底,平台注册用户超 2.7 万人,其中非公司员工开发者超 1 万人,注册发包企业超过 200 家,其中尝试发包企业超过 40 家</li> <li>➤ 截至 4 月底,平台开发者用户超过 3.7 万人,其中非公司员工开发者超过 1 万人</li> <li>➤ 6 月 19 日 JointFoce 成功商业发布,确定中文名「解放号」,商用注册用户快速增加,截至 6 月底注册发包企业超过 1,600 家,开发团队超过 300 个,接包工程师超 4.1 万名</li> </ul>
2016 年 (「解放元年」)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 截至 4 月下旬,解放号注册发包企业超 6,000 家,开发团队超 800 个,接包工程师超 8 万名,发包额超 1 亿元,交易金额约为发包额的 30%</li> <li>➤ 截至 6 月底,解放号注册发包企业超 8,000 家,注册接包 IT 公司超 2,000 家,开发团队超 800 个,接包工程师超 10 万名,其中 3 年以上从业经验占 60%, 8 年以上从业经验占 19%,上半年需求发布金额达 3 亿元</li> <li>➤ 2016 年上半年解放号与多家大型企业进行合作,包括方正电子、用友金融等大型 IT 企业,中船、中核等央企信息服务部门,中北明夷、玖信贷等互联网相关企业及中关村互联网金融信息服务中心、大连市服务外包协会等创业机构</li> <li>➤ 截至 2016 年 9 月,注册发包企业已 1.2 万家、注册接包 IT 公司 2,500 家,开发团队 900 个,接包工程师超 12 万名,1-9 月需求发布金额达 4 亿元</li> </ul>

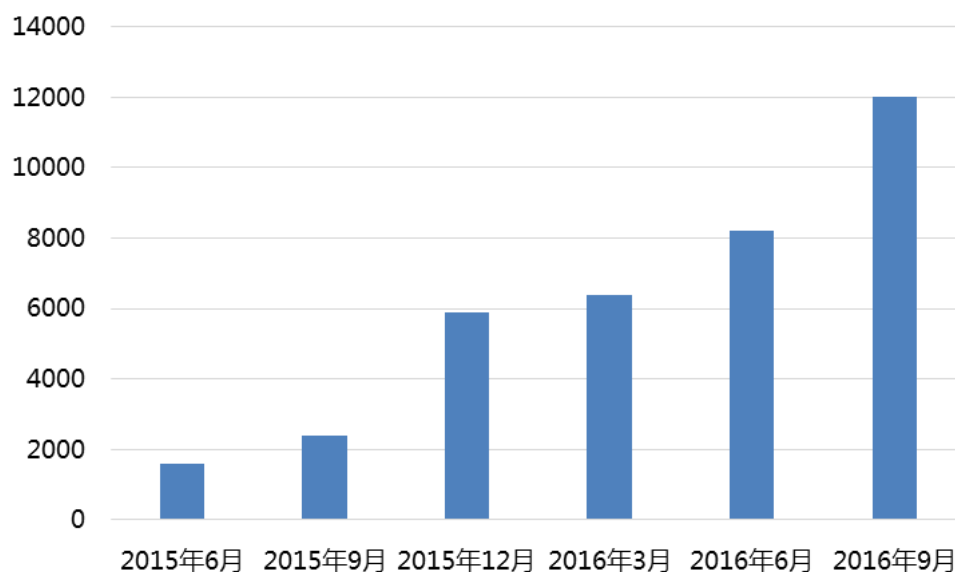
资料来源：公司资料、中投证券(香港)

**图表 11 解放号注册接包方快速增长**



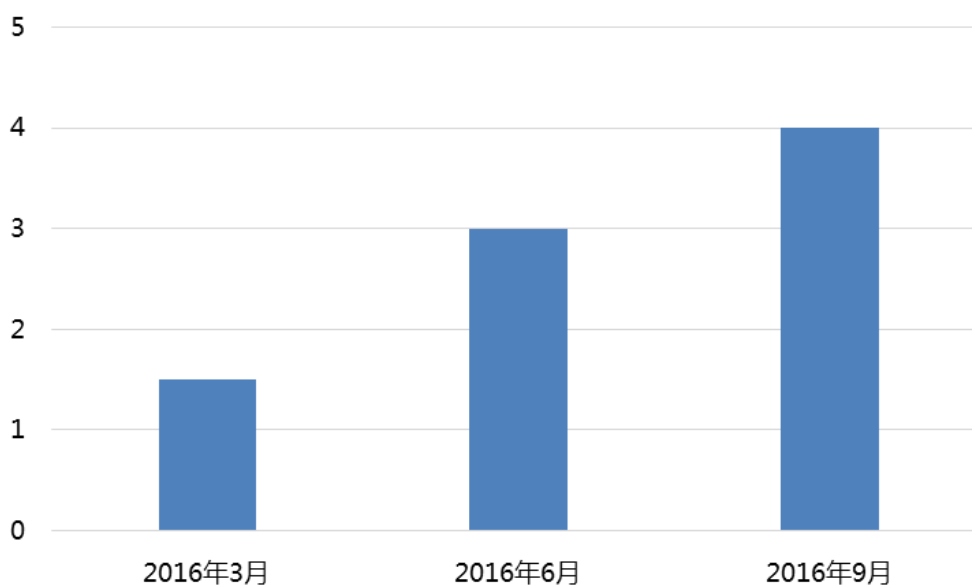
资料来源：公司资料、中投证券(香港)

**图表 12 解放号注册发包方数量快速增长**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

**图表 13 2016 年（解放号元年）解放号累计发包金额（人民币亿元）高速增长**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

解放号在商业发布前已经历过内测及公测的检验，用户反映良好。解放号商业发布后注册发包企业数量及注册接包企业/团队/工程师数量均快速增长，反映解放号平台对寻求合适工作机会的 IT 从业人员及希望以低成本得到优质 IT 服务的企业均具有很强的吸引力，印证了公司对行业需求的判断。平台目前仍处于初步发展阶段，我们认为平台

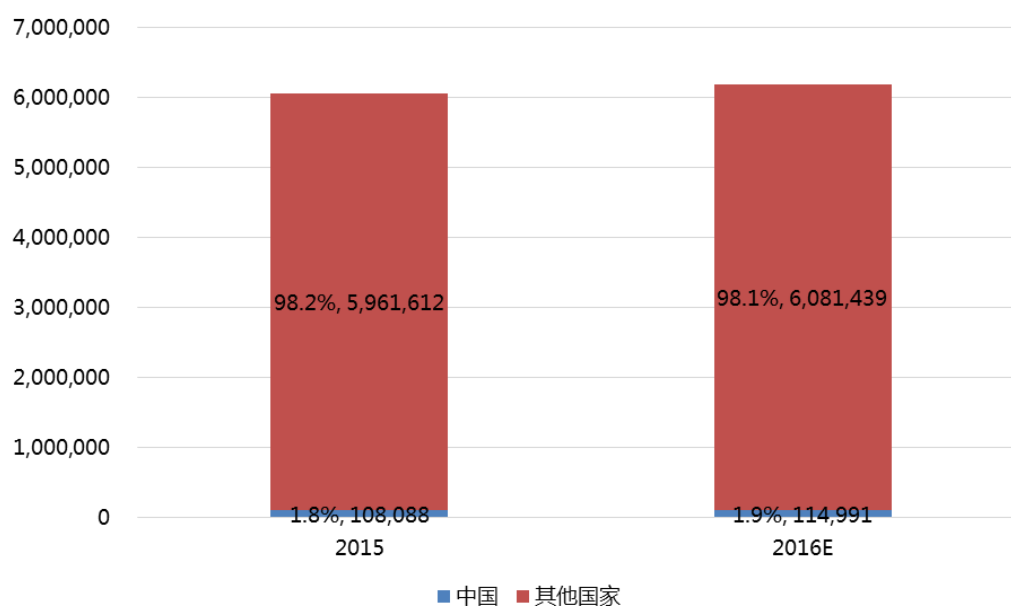


注册用户的快速增长为平台的快速发展奠定了基础,随着平台共享资源的增加及运营经验的丰富,通过平台尝试发包的企业将会增多,有效撮合的项目比例及数量将会提高,交易金额亦会增加,进而为公司带来更多的收入。此外,随着平台运营愈来愈成熟,公司将通过平台拓展更多的服务种类,创造更多的收入来源。参照其他运用行业资源共享理念的平台,如 Airbnb 及 Uber 的快速发展,基于公司拥有丰富的 IT 行业经验、庞大的客户及合作伙伴网络、行业资源须再分配的机遇及解放号平台运营所需的技术,我们相信解放号平台发展空间十分广阔。

## IT 服务全球市场拓展空间大,全球化布局为抢占国际市场蓄势

根据 Gartner 报告数据,2015 年全球 IT 服务支出约为 9,100 亿美元(约 60,697 亿元人民币),其中中国 IT 服务支出仅约占全球的 1.8%,反映国际 IT 服务需求市场巨大。Gartner 预计 2016 年全球 IT 服务支出将同比增长 2.1%至 9,290 亿美元(约 61,964 亿元人民币),中国 IT 服务支出将增长约 6.4%至约 1,150 亿元人民币,增速较全球增速略快,但占全球的比重仍然很小,国际市场仍具有很强的吸引力。

**图表 14 全球 IT 服务支出金额(人民币百万元)庞大,中国占比小**



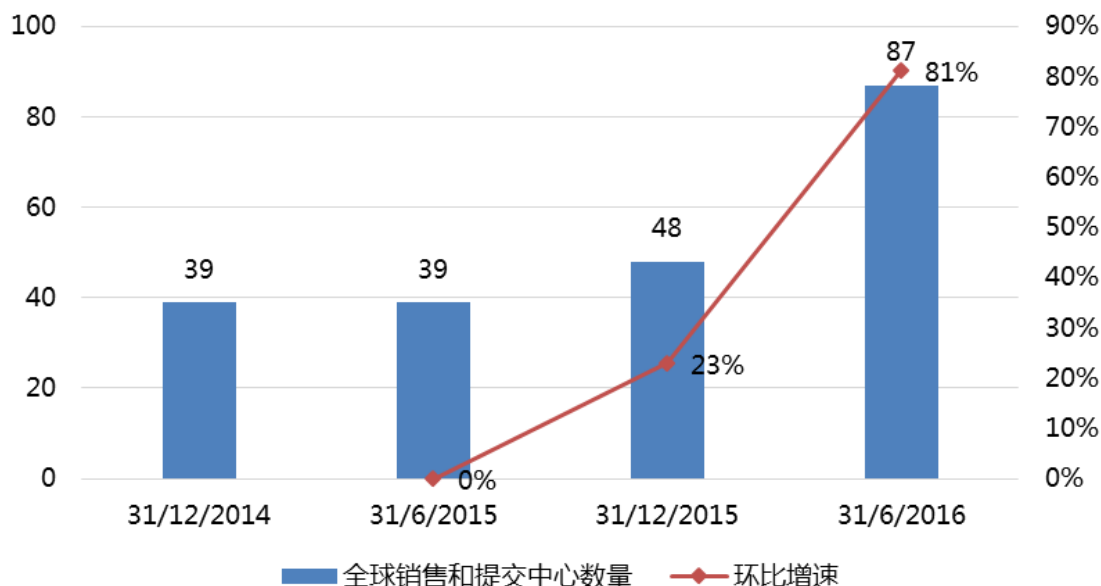
注: 1USD=6.67RMB

资料来源: Gartner、中投证券(香港)

公司业务起于中国,逐步拓展至美国、日本、中美、南美等国家和地区。目前公司收入约 75%来自于中国客户,约 90%业务以人民币结算。公司目前正在进行全球化布局,于 2016 年上半年新增了 39 个全球销售和提交中心,环比增速约为 87%。截至 2016 年 6 月底,公司共拥有 87 个全球销售和提交中心。此外,公司计划于未来 3 年内于美国、匈牙利、俄罗斯、印度、马来西亚及墨西哥建立六大全球业务中心,目前已完成美国及匈牙利的业务中心建设。

目前公司已发展为中国领先的 IT 服务公司，并已拥有 100 多家跨国企业客户，且业务遍布全球的华为已升级为公司股东，我们认为公司已有能力拓展国际市场。鉴于中国 IT 服务市场仅占全球 IT 服务市场的一小部分，我们认为国际市场仍有很大的拓展空间，相信全球化布局将在未来给公司带来巨大收益。

**图表 15 近年公司全球销售和提交中心数量快速增多**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

**图表 16 未来计划于全球建设六大中心**



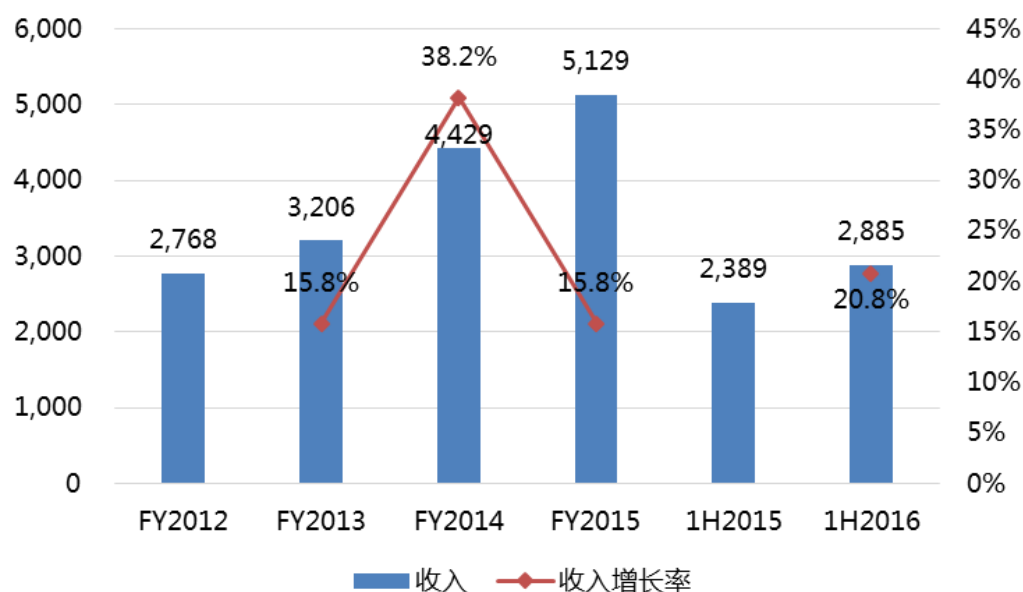
资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 财务分析

### 收入长期维持高速增长

公司收入维持高速增长，近三年来收入增长均在 15% 以上。2016 年上半年收入约 28.9 亿元人民币，同比增长约 20.8%。

**图表 17 收入（人民币百万元）长期高速增长**

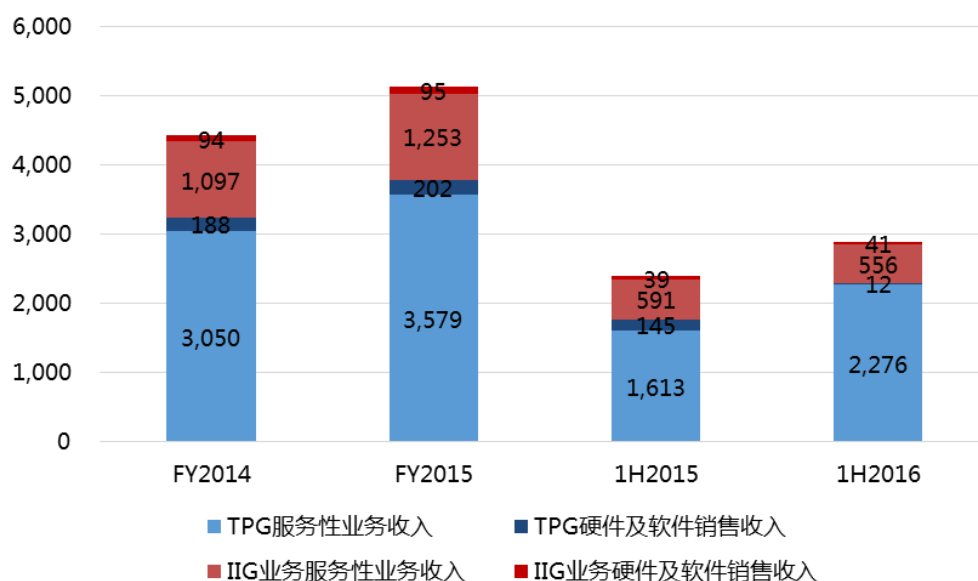


资料来源：公司资料、中投证券(香港)

公司 TPG 业务收入维持高速增长，2016 年上半年同比增长约 30.1%，其中服务性收入同比增长约 41.1%，主要受益于来自华为、汇丰、腾讯等主要客户的收入增长。

IIG 业务仍处于初步发展阶段，由于公司于 2015 年出售 IIG 业务中培训业务的部分股权，2016 年上半年培训业务不再合并报表，导致 IIG 业务上半年收入同比下降 5.3%，其中服务性收入同比下降 6%；若剔除 2015 年上半年培训业务收入，2016 年上半年 IIG 业务同比增长约 2.1%。

**图表 18 公司收入（人民币百万元）分布**

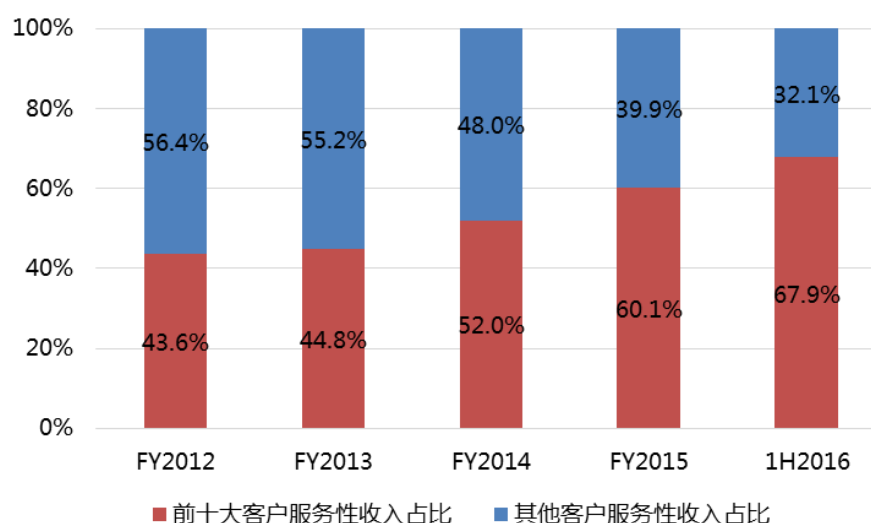


资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 大客户收入占比增加

公司收入长期维持高速增长，其收入基本为服务性收入。公司实施大客户战略，来自前十大客户的服务性收入占比自 2012 年起逐年增高，自 2014 年起超过 50%。公司业务涉及行业范围广，拥有的客户数量庞大，2016 年中期服务性收入超过 600 万的客户有 76 家，在此情况下前十大客户的服务性收入占比仍保持提高，我们认为可以说明公司与各行业龙头企业客户由客户逐步发展为合作伙伴甚至升级为公司股东（如华为）的战略使得蓝筹客户与公司关系逐步增强，因而对公司贡献的收入大幅增加。

**图表 19 前十大客户服务性收入占总服务性收入比例过半**



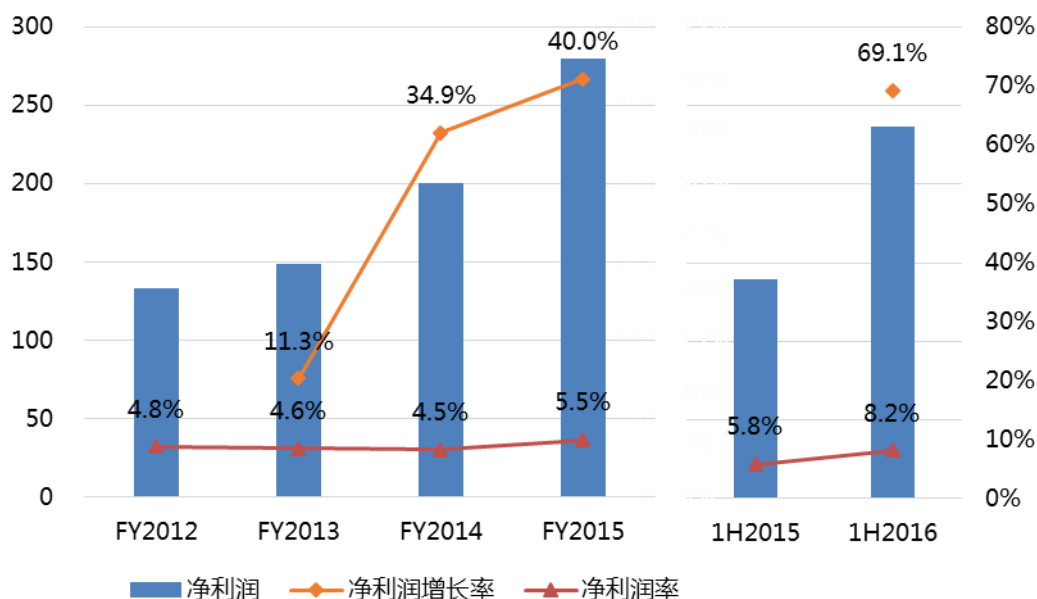
资料来源：公司资料、中投证券(香港)



## 盈利能力增强

公司净利润长期维持高速增长，近三年来净利润增长均为 11% 以上。2016 年上半年净利润约 2.4 亿元人民币，同比大幅增长约 69.1%，增速加快；净利率较去年同期增长约 2.4 个百分点至 8.2%，反映公司盈利能力增强。受益于大客户战略，来自大客户的收入快速增长，销售费用率进一步下降，促使净利率进一步增加。

**图表 20 公司盈利能力增强**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 盈利预测

公司实施大客户战略，目前已与华为、微软、腾讯等行业龙头客户达成战略合作，为公司收入增长提供有力支撑。其中，快速发展的华为于今年上半年升级为公司股东之一，相信公司为华为提供的外包服务将进一步增加。我们预计来自华为及其他大客户的收入占比将进一步扩大。IIG 业务由于仍处于初步发展阶段，解放号目前仍以注册发包方及接包方数量增长为主。我们观察到解放号发包额随着注册用户的增加而平缓增长，交易金额占发包额的比例维持 30% 左右仍待提高。我们预期注册用户数量达到一定规模后，解放号发包额将开始高速增长，交易金额占发包额的比例亦将快速提高。但由于目前注册用户数量尚未达到理想的规模，我们预计近两年解放号为公司带来的收入及净利润有限，但我们相信在未来解放号将成为公司利润的增长点。综上，我们预期公司收入 2016/2017/2018 年度将分别以 20.3%/20.3%/20.8% 的速度增长至 61.7/74.2/89.7 亿元人民币。由于 TPG 业务仍为公司的主要增长动力，TPG 业务占比将进一步增加，而 TPG 业务毛利率相对 IIG 业务较低，预计公司毛利率将小幅下降。我们预期前十大客户收入占比将进一步提升，销售费用率将进一步下降，净利率将进一步提升，预计 2016/2017/2018 年度净利润将分别同比增长约 38.5%/31.0%/26.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

至约 3.9/5.1/6.4 亿元人民币。

**图表 21 盈利预测**

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	4,429	5,129	6,172	7,422	8,965
<i>按业务划分</i>					
TPG	3,238	3,781	4,811	6,022	7,486
占总收入的百分比	73.1%	73.7%	77.9%	81.1%	83.5%
年增长率	-	16.8%	27.2%	25.2%	24.3%
IIG	1,191	1,348	1,361	1,400	1,480
占总收入的百分比	26.9%	26.3%	22.1%	18.9%	16.5%
年增长率	-	13.2%	0.9%	2.9%	5.7%
<i>按客户划分</i>					
华为	1,337	1,953	2,871	4,048	5,546
占总收入的百分比	30.2%	38.1%	46.5%	54.5%	61.9%
年增长率	88.0%	46.0%	47.0%	41.0%	37.0%
其他	3,092	3,176	3,301	3,374	3,419
占总收入的百分比	69.8%	61.9%	53.5%	45.5%	38.1%
年增长率		2.7%	3.9%	2.2%	1.3%
总收入年增长率	38.2%	15.8%	20.3%	20.3%	20.8%
毛利	1,349	1,523	1,789	2,105	2,491
毛利率	30.5%	29.7%	29.0%	28.4%	27.8%
年增长率	34.2%	12.9%	17.5%	17.6%	18.4%
除税前溢利	297	420	499	650	818
年增长率	45.1%	41.3%	18.7%	30.3%	25.9%
税项	(42)	(87)	(100)	(130)	(164)
有效税率	14.2%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%
年度溢利	255	333	399	520	654
年增长率	27.5%	30.6%	19.8%	30.3%	25.9%
净利润	200	280	388	508	642
净利率	4.5%	5.5%	6.3%	6.8%	7.2%
年增长率	34.9%	40.0%	38.5%	31.0%	26.3%

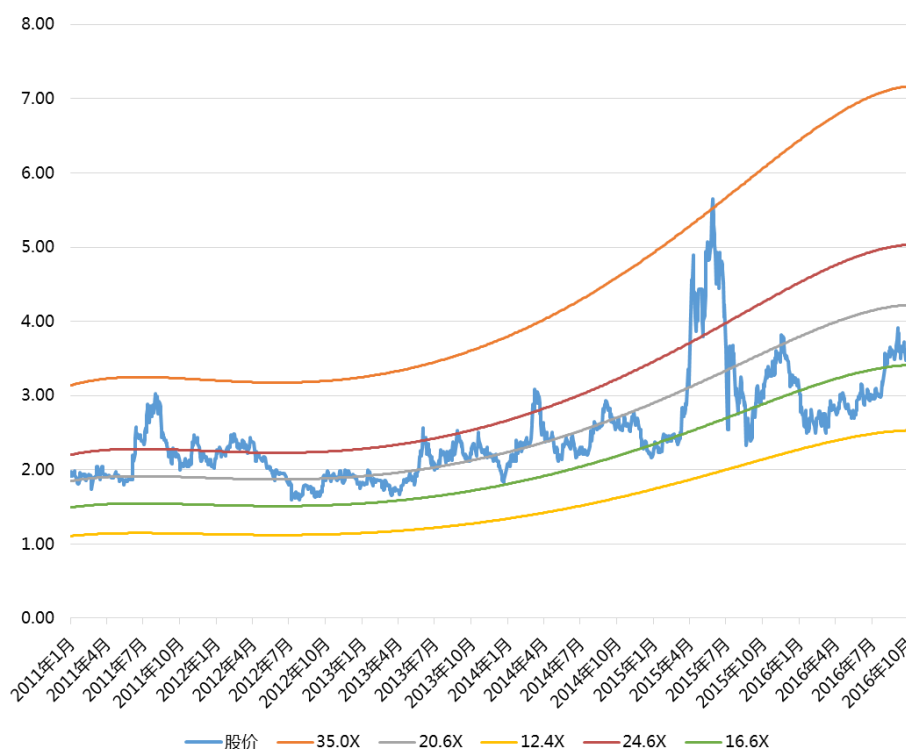
资料来源：公司资料、中投证券(香港)预测

## 估值

公司拥有来自不同行业的数百家大型企业客户，其中 2016 年中期服务性收入超过 600 万以上的客户为 76 家，约 70%左右的客户为长期客户，与华为、微软、腾讯等行业龙头客户达成战略合作，华为更于今年上半年升级为公司股东之一，丰富的蓝筹客户基础为 TPG 业务稳定的增长提供了有力支撑。此外，公司抓住行业向数字化时代过渡的机遇，发展整合 IT 资源的 IT 众包平台解放号，建立 IT 服务生态圈（IT 从业者、IT 企业及客户），通过共享解决企业对质优价廉的 IT 服务需求。平台目前仍处于初步发展阶段，我们相信随着平台共享资源的增加及运营经验的丰富，通过平台尝试发包的企业将会增多，有效撮合的项目比例及数量将会提高，交易金额亦会增加，进而为公司带来更多的收入。我们预测公司于 2016/2017/2018 年度净利润将分别同比增长约 38.5%/31.0%/26.3%至约 3.9/5.1/6.4 亿元人民币，每股盈利分别为 0.18/0.23/0.29 人民币（折合约 0.20/0.26/0.33 港元）。

**首次覆盖给予强烈推荐评级，目标价 4.49 港元。**公司自 2011 年开始实现净利润稳步增长以来，历史预测市盈率在 12 ~ 35X，目前公司估值水平为 18.1X/13.8X 2016E/2017E PE，低于历史平均水平 21X，亦低于港股同业的平均水平 24X/35X 2016E/2017E PE。考虑到公司拥有丰富的蓝筹客户保障盈利增长，且解放号进展顺利，未来拥有广阔的增长空间，我们认为公司估值可提高至 22X/17X 2016E/2017E PE。因此，首次覆盖给予强烈推荐评级，目标价 4.49 港元，相对现价仍有 23%的上涨空间。

**图表 22 2011 年至今 PE Bands**



资料来源：Bloomberg、中投证券(香港)预测

**表 23 同业比较**

公司	股票代码	市值	前收盘价	每股基本盈利(港元)						市盈率				市净率	企业价值 倍数
		( 亿港元 )	当地价格	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E		
港股															
金蝶国际	268 HK	91.0	3.09	0.097	0.047	0.114	0.120	0.147	31.9	65.6	27.2	25.8	21.1	2.3	15.5
中国擎天软件	1297 HK	45.6	3.68	0.137	0.159	0.185	0.225	0.268	26.9	23.2	19.9	16.4	13.8	4.2	12.1
畅捷通	1588 HK	23.3	10.74	0.671	(0.426)	0.675	0.116	0.745	16.0	(25.2)	15.9	92.3	14.4	2.1	-
中国航信	696 HK	519.1	17.74	0.705	0.802	0.842	0.888	0.935	25.2	22.1	21.1	20.0	19.0	3.4	15.7
金山软件	3888 HK	234.0	17.96	0.831	0.358	0.509	0.958	1.310	21.6	50.2	35.3	18.7	13.7	2.7	-
	平均	182.6	10.64	0.488	0.188	0.465	0.461	0.681	24.3	27.2	23.9	34.6	16.4	3.0	14.4
A股															
东软集团	600718 CH	248.7	10.74	0.264	0.383	0.384	0.506	0.547	46.7	32.3	32.2	24.4	22.6	3.1	-
高伟达	300465 CH	96.4	17.74	0.831	0.432	0.611	0.843	1.162	24.6	15.7	0.0	0.0	0.0	10.9	150.3
长亮科技	300348 CH	97.7	17.96	0.177	0.171	0.343	0.512	0.535	116.5	121.0	60.2	40.4	38.6	11.3	-
	平均	147.6	15.48	0.424	0.328	0.446	0.620	0.748	62.6	56.3	30.8	21.6	20.4	8.4	150.3
中国软件国际	354 HK	80.7	3.65	0.123	0.162	0.202	0.264	0.334	29.6	22.6	18.1	13.8	10.9	1.8	12.6

注：1 人民币=1.15 港元

资料来源：Bloomberg，中投证券(香港)预测



## 风险

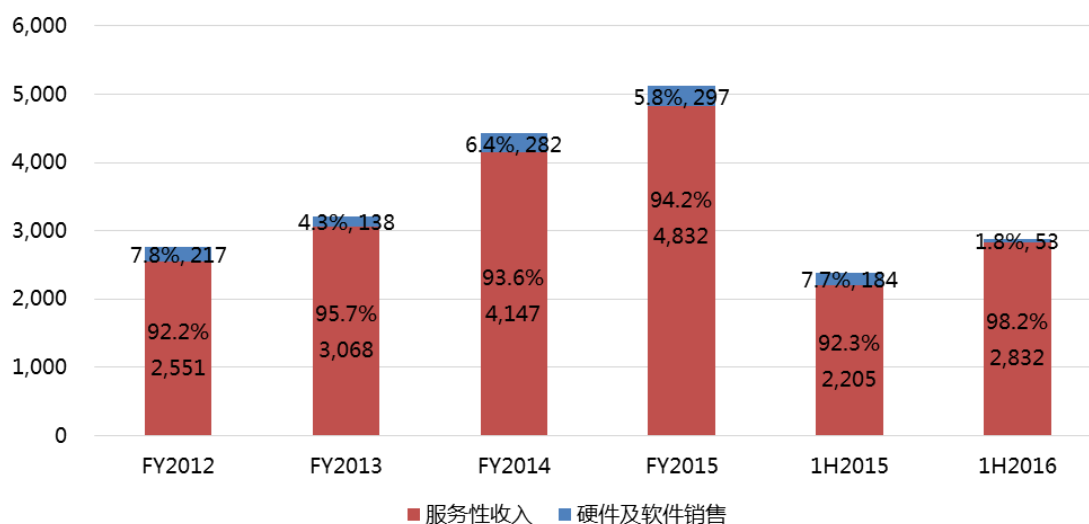
- 中国经济增长放缓，令 IT 行业发展速度不及预期。
- 华为业务发展不及预期，影响公司来自华为的收入及客户拓展机遇。
- 解放号平台进展不及预期。

## 附录

### 业务简介

公司为中国领先的大型综合软件与信息服务企业，专注于提供 IT 服务，2016 年中期服务性收入约占公司总收入的 98%。

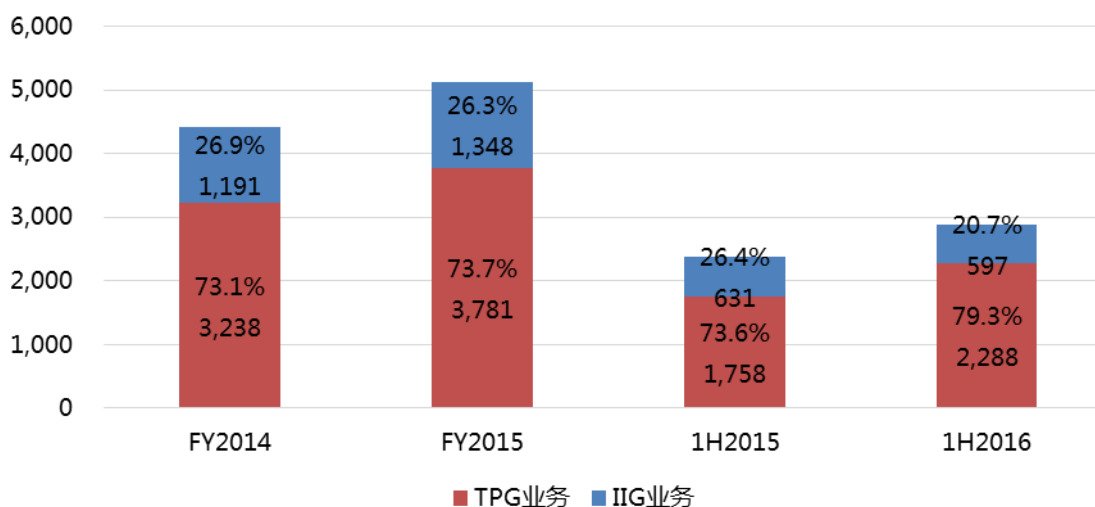
图表 24 以 IT 服务收入（人民币百万元）为主



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

2015 年底，公司根据业务发展需要，将业务重新根据客户/项目类型划分为技术与专业服务集团（TPG 业务）及互联网 IT 服务集团（IIG 业务）两大业务板块。2016 年中期，TPG 业务及 IIG 业务收入分别占中期总收入的 80.4%及 19.6%。

图表 25 公司业务收入（人民币百万元）分布

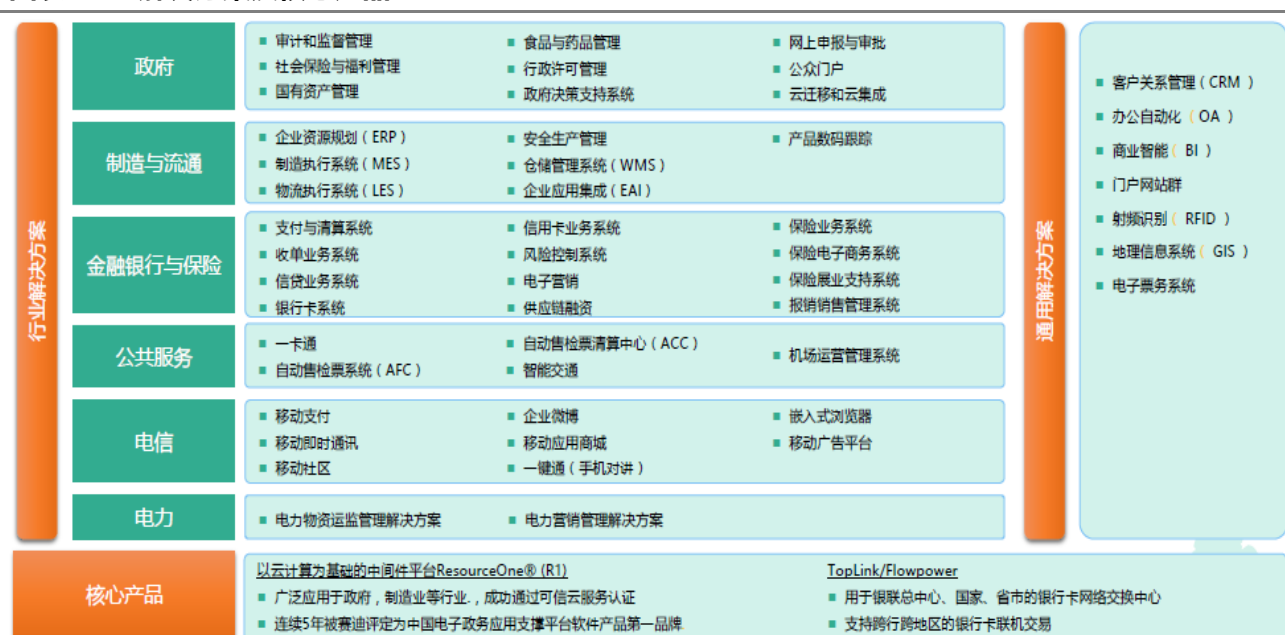


资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## TPG 业务

TPG 业务主要为企业提供线下的咨询、解决方案到技术服务的「端到端」软件及信息技术服务，主要为服务大客户和大项目，其中华为业务和银行金融业务为 TPG 业务的拳头业务。TPG 业务具体包括软件平台服务、战略和业务咨询及信息化咨询、行业及通用应用软件和及解决方案研发、系统集成与服务、产品工程化、应用开发及管理服务、企业应用服务、业务流程外包、工程流程外包和知识流程外包、移动互联网产品及服务。目前，公司拥有 50 多个标准化行业解决方案及 300 个软件著作权和多项专利，业务范围覆盖金融、电信、互联网与高科技、公共事业等行业。

**图表 26 解决方案及核心产品**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

TPG 业务主要以项目提交模式运营，签署合同或订购单后公司按照合同约定组织自有人员对项目进行咨询、涉及、开发、测试及组织上线运行等，按照项目收费。

**图表 27 TPG 业务流程**



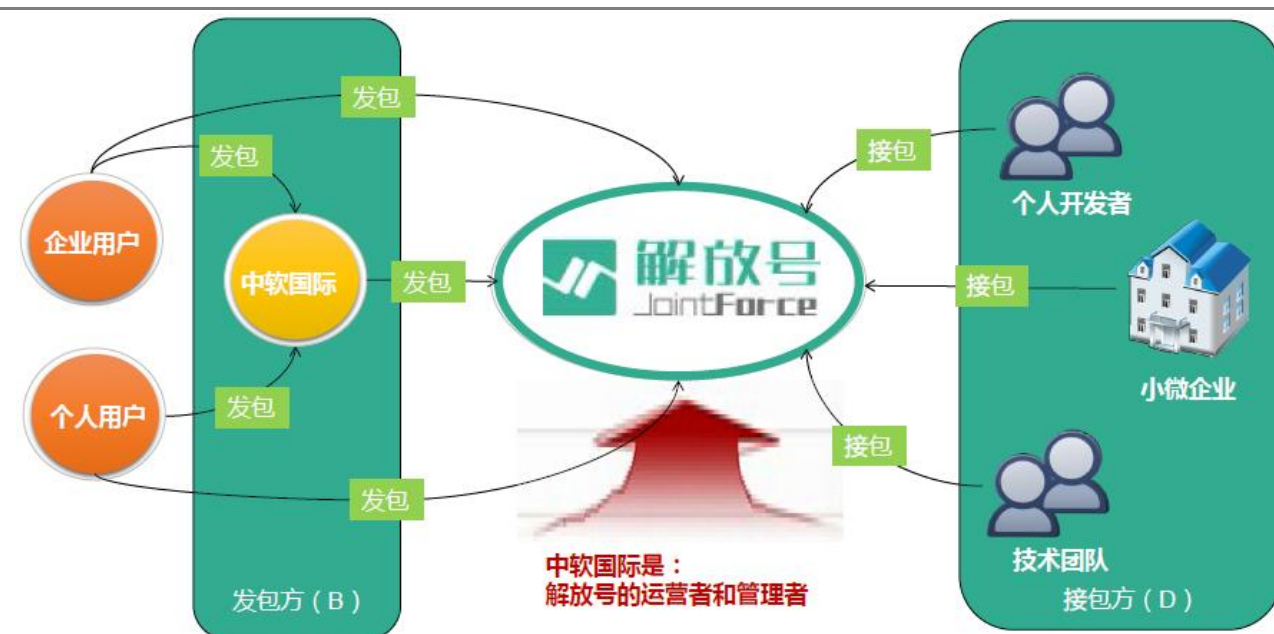
资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## IIG 业务

IIG 业务包括解放号 IT 众包平台及云软件业务，大多数项目为通过解放号完成的线上业务，主要服务长尾客户（小客户/小的时间有限的项目）。

解放号为 IT 服务众包平台，平台上聚集了 IT 公司、IT 项目团队、IT 服务工程师等资源，可为有中短期 IT 服务需求的客户提供有经验的 IT 从业者完成项目，同时为 IT 从业者提供工作机会，快速、有效地撮合交易。解放号目前处于初步发展阶段，仍需逐渐获得企业客户广泛的信任，目前一般涉及 IT 服务交易金额巨大的企业客户仍偏向于将 IT 服务外包需求发送（“发包”）给其更为信任的中软国际，由公司再发包至解放号平台寻求合适的接包者，公司赚取项目分包差价；IT 服务项目涉及交易金额较小的，企业客户愿意尝试直接于解放号上发包，由个人开发者/IT 项目团队/IT 公司于平台直接接包，公司于撮合交易完成后收取 10% 的佣金。

**图表 28 解放号运作原理**

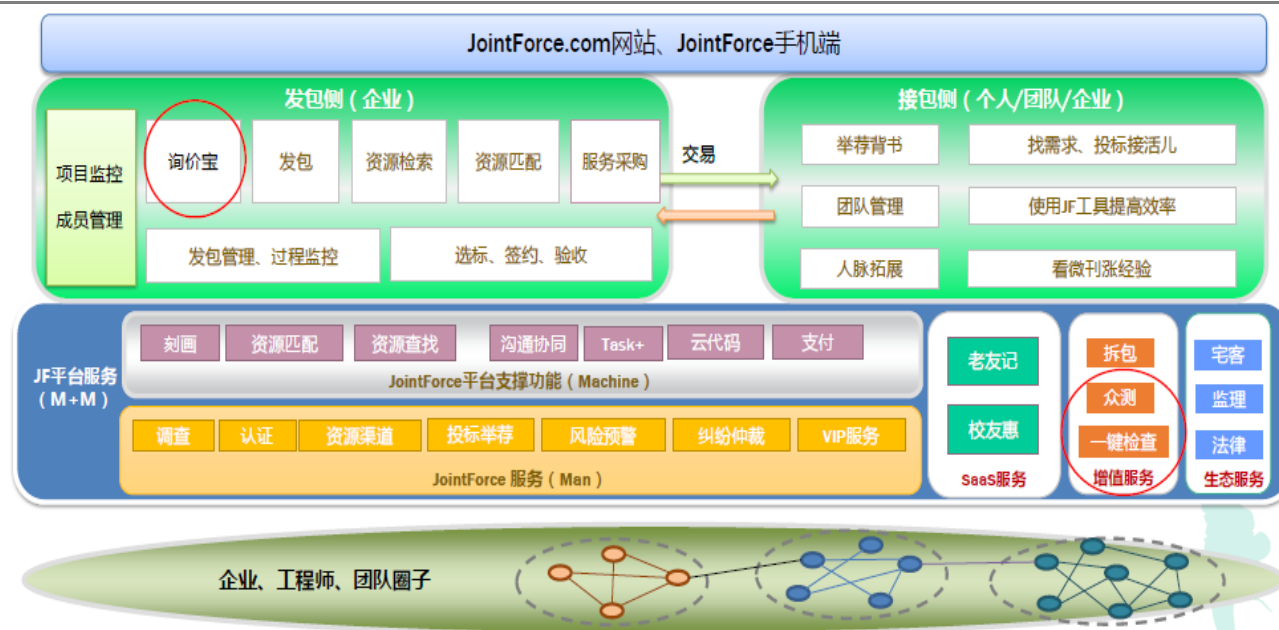


资料来源：公司资料、中投证券(香港)

为确保解放号注册的接包方具有合格的业务素质，公司会对接包企业资质进行审核；对接包工程师的注册仍为邀请注册制，并会对接包工程师进行面试及定级。解放号不仅仅聚集了 IT 资源，其还向客户提供包括平台通过开发协作云提供项目开发过程管理、云代码管理、微任务管理等平台支撑功能（“Machine”服务）及由公司专业团队提供的需求咨询、工作量和价格估算、资源匹配和推荐等服务（“Man”服务）。

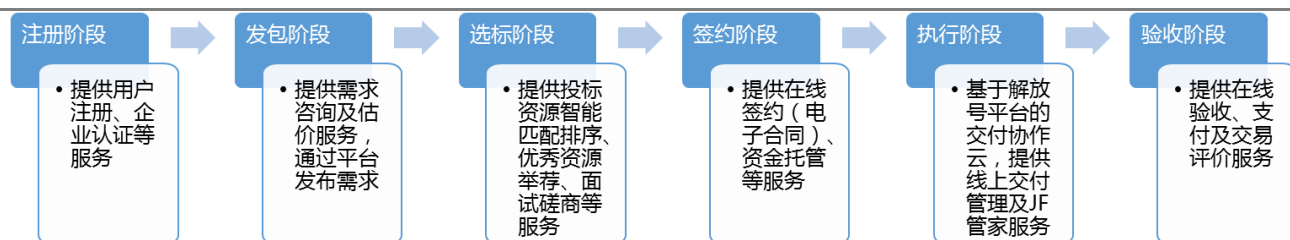


图表 29 解放号的产品和服务



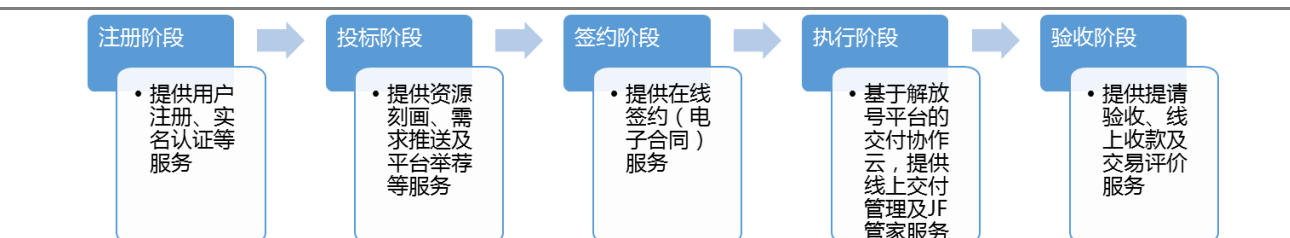
资料来源：公司资料、中投证券(香港)

图表 30 解放号针对发包用户（需求方）的服务流程



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

图表 31 解放号对接包用户（资源方）的服务流程



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

IIG 业务除了核心的解放号外, 还包括云软件业务, 主要为向云软件服务租用者提供云端软件租用服务, 目前仍处于初步发展阶段, 业务规模较小。

## 发展历史

图表 32 公司主要发展事件

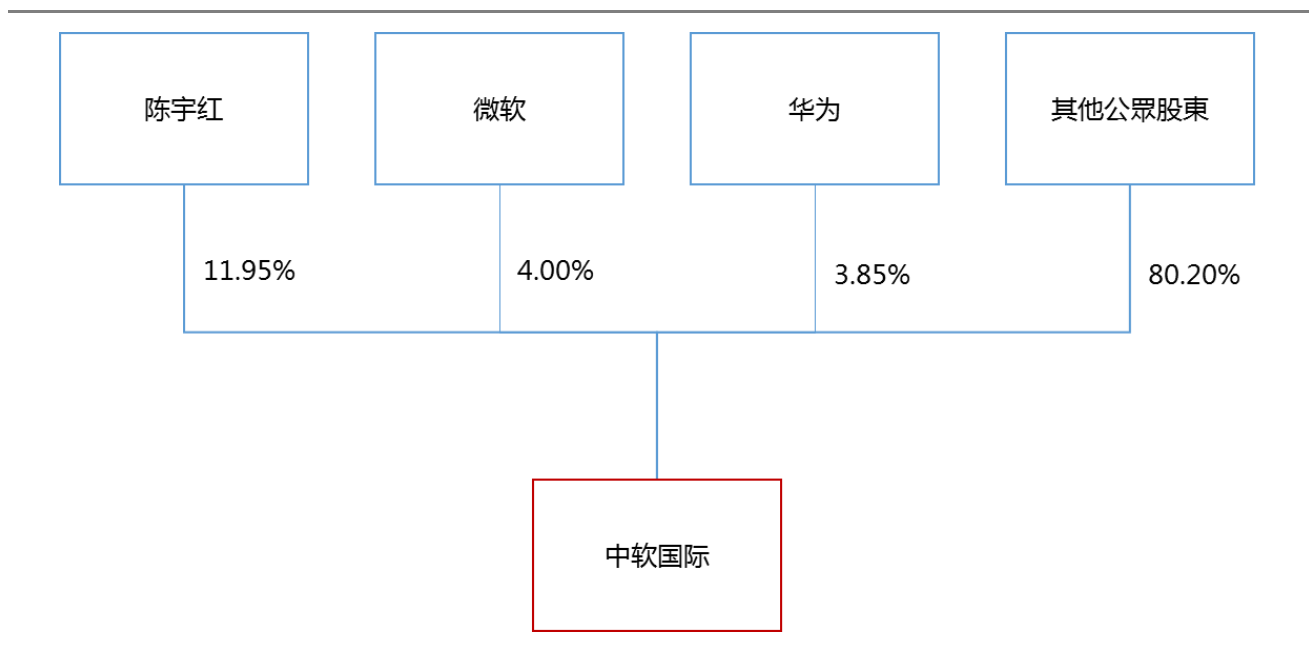
时间	事件
2000 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 2 月于北京注册成立，主要业务是为政府客户提供系统集成及定制化软件开发服务</li> <li>➤ 推出自主知识产权应用支撑平台 ResourceOneV1.0</li> </ul>
2002 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 取得了天津、大连、哈尔滨、北京、广州的电子政务建设项目</li> <li>➤ 陆续承建了审计署、交通运输部、农业部、民政部、建设部等部委的办公自动化项目</li> </ul>
2003 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 6 月于香港联交所创业板上市</li> <li>➤ 逐步实现从传统的软硬件分销和集成商向解决方案供应商的转型</li> <li>➤ ResourceOne 升级至基于 SOA 架构的 V3.0，并推广至多个垂直行业</li> </ul>
2005 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 进入 IT 外包领域：收购整合中软资源信息科技公司；与微软公司等建立战略合作伙伴关系，在美国建立前端公司；收购创智国际软件公司，将 IT 外包拓展至日本市场</li> </ul>
2007 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 收购和勤环球资源公司，拓展服务业务至金融、交通等领域，并增加了商务流程外包业务</li> <li>➤ 成为国际商业机器公司（IBM）SOA 合作伙伴，共同建设中软国际 SOA 创新中心</li> <li>➤ 在北京、长沙、大连、无锡、重庆、厦门、天津、南京等城市建成了 1000-5000 平方米不等的卓越培训中心（ETC），年培训人数达上万人</li> </ul>
2008 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 由香港联交所创业板转往主板上市</li> </ul>
2010 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 收购汉普咨询公司，强化前端咨询能力</li> <li>➤ 收购掌中无线公司，进军进军电信与移动华互联网行业</li> </ul>
2011 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 与弘毅投资战略合作</li> </ul>
2012 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 与华为组建合资公司正式挂牌，并实现业绩增长</li> <li>➤ 收购某国家电网信息服务公司，进军电力行业</li> </ul>
2013 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 收购美国一家针对微软产品和技术提供咨询服务的公司 Catapult，进一步加强与微软的战略合作</li> <li>➤ 签约浙江省政务云示范试点项目</li> </ul>
2014 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 与华为签订战略合作协议，成为华为企业业务金牌代理</li> <li>➤ 战略注资硅谷初创公司基金，投资一家专注于「商业即服务」（CaaS）的美国顶级 SaaS 服务商</li> <li>➤ 成为阿里云生态下全方位能力云服务商，</li> <li>➤ 中标中移动飞信、融合通信、139 邮箱等项目，成为中移动多个业务核心供货商</li> <li>➤ JointForce 内测及公测</li> </ul>
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 开始根据线上和线下 IT 服务重组业务</li> <li>➤ JointForce（解放号）商业发布</li> <li>➤ 华为升级为战略股东</li> </ul>
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 完成双轮驱动战略落地</li> </ul>

资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 股东架构

董事会主席陈宇红为公司最大股东，此外 IT 龙头企业微软和华为均为公司股东，相信可为公司发展提供资源及机遇。

**图表 33 公司股东架构**



资料来源：公司资料、中投证券(香港)

## 财务预测表

资产负债表 (人民币百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	损益表 (人民币百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
物业、厂房及设备	336	538	637	676	738	营业额	4,429	5,129	6,172	7,422	8,965
无形资产	325	283	282	300	333	销售成本	(3,080)	(3,606)	(4,382)	(5,317)	(6,475)
商誉	983	996	996	996	996	毛利	1,349	1,523	1,789	2,105	2,491
递延税资产	12	7	4	4	4	其他收入、收益及亏损	59	29	48	48	48
其他	94	179	195	194	194	销售及分销成本	(220)	(179)	(191)	(215)	(251)
<b>非流动资产</b>	<b>1,751</b>	<b>2,002</b>	<b>2,113</b>	<b>2,169</b>	<b>2,264</b>	行政开支	(665)	(745)	(860)	(988)	(1,146)
存货	32	30	32	34	36	研发成本支出	(64)	(78)	(95)	(111)	(136)
贸易及其他应收款项	1,316	1,429	1,851	2,012	2,556	呆账拨备	(27)	(62)	(37)	(45)	(54)
应收客户合约工程款项	1,410	1,517	1,697	1,893	2,017	财务费用	(84)	(93)	(93)	(93)	(93)
已抵押存款	22	45	36	36	36	其他	(51)	24	(64)	(52)	(41)
银行结余及现金	811	1,266	1,241	1,642	1,729	<b>除税前溢利</b>	<b>297</b>	<b>420</b>	<b>499</b>	<b>650</b>	<b>818</b>
其他	2	60	71	71	71	所得税开支	(42)	(87)	(100)	(130)	(164)
<b>流动资产</b>	<b>3,594</b>	<b>4,346</b>	<b>4,928</b>	<b>5,687</b>	<b>6,444</b>	<b>年度溢利</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>399</b>	<b>520</b>	<b>654</b>
应付客户合约工程款项	212	88	105	126	152	<b>净利润</b>	<b>200</b>	<b>280</b>	<b>388</b>	<b>508</b>	<b>642</b>
贸易及其他应付款项	772	940	975	1,183	1,270	每股基本盈利(人民币元)	0.107	0.141	0.175	0.230	0.290
应付税项	53	87	137	204	288						
可换股贷款票据	0	90	90	90	90	<b>比率分析 (人民币百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
借贷	1,240	1,297	1,022	1,022	1,022	<b>同比增长</b>					
其他	53	37	41	41	41	收入	38.2%	15.8%	20.3%	20.3%	20.8%
<b>流动负债</b>	<b>2,329</b>	<b>2,539</b>	<b>2,369</b>	<b>2,665</b>	<b>2,863</b>	毛利	34.2%	12.9%	17.5%	17.6%	18.4%
递延税项负债	19	21	19	19	19	年度溢利	27.5%	30.6%	19.8%	30.3%	25.9%
收购附属公司之应付代价	39	39	19	19	19	净利润	34.9%	40.0%	38.5%	31.0%	26.3%
可换股贷款票据	194	0	458	458	458	每股基本盈利	28.1%	31.1%	24.8%	31.0%	26.3%
借贷	62	263	274	274	274	<b>盈利能力</b>					
<b>非流动负债</b>	<b>314</b>	<b>323</b>	<b>772</b>	<b>772</b>	<b>772</b>	毛利率	30.5%	29.7%	29.0%	28.4%	27.8%
股本	88	96	100	100	100	净利率	4.5%	5.5%	6.3%	6.8%	7.2%
股份溢价	1,687	2,106	2,249	2,249	2,249	资产回报率	4.0%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%
储备	723	1,046	1,437	1,945	2,587	净资产收益率	7.8%	9.1%	10.5%	12.2%	13.5%
非控股权益	204	239	115	127	139	<b>流动性和偿付能力</b>					
<b>权益总额</b>	<b>2,701</b>	<b>3,486</b>	<b>3,900</b>	<b>4,420</b>	<b>5,074</b>	流动比率	1.5	1.7	2.1	2.1	2.3
						速动比率	1.5	1.7	2.1	2.1	2.2
						现金比率	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营运资金管理</b>					
税前利润	297	420	499	650	818	平均贸易应收账款周转天数	101	98	97	95	93
物业、厂房及设备折旧	60	51	81	96	102	平均贸易应付账款周转天数	42	41	40	40	40
无形资产及预付租赁款项之摊销	81	92	84	82	87	<b>杜邦分析</b>					
营运资金的变动	(434)	(332)	(557)	(129)	(557)	净利率	4.5%	5.5%	6.3%	6.8%	7.2%
其他	70	29	20	(5)	(37)	资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
经营活动所得现金净额	75	260	126	693	413	杠杆比率	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
购置物业、厂房及设备	(215)	(272)	(185)	(141)	(170)						
已付开发成本及购买软件	(85)	(68)	(82)	(99)	(119)						
其他	(138)	15	(1)	41	56						
投资活动所用现金流量	(438)	(326)	(268)	(199)	(234)						
已付利息	(66)	(75)	(93)	(93)	(93)						
其他	302	593	211	0	0						
融资活动所用现金净额	236	518	118	(93)	(93)						
现金及现金等价物(减少)/增加	(128)	451	(24)	401	87						
年初现金及现金等价物	941	811	1,266	1,241	1,642						
外币汇率变动的影响净额	(2)	3	(1)	0	0						
年底现金	811	1,266	1,241	1,642	1,729						

资料来源：公司资料，中投证券(香港)预测

## 免责声明

投资评级定义:

公司评级:

强烈推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅 20%以上

推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间

中性: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现相对恒生指数持平

看淡: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途, 并不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约, 也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源, 但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明, 于法律及/或法规准许情况下, 中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认: (a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点; 及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

中投证券(香港)之董事或雇员, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决定, 可能与这报告所述的观点并不一致。

## 一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 为有关发行人提供服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外, 其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下, 在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖, 然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知, 本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

## 根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策:

- 刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。
- 研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
- 禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
- 禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

## 中投证券国际经纪有限公司 / 中投证券国际期货有限公司

63/F, Bank of China Tower, 1 Garden Road, Central, Hong Kong

香港中环花园道 1 号中银大厦 63 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真: (852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)

<http://www.china-invs.hk/>