

证券研究报告—动态报告/海外公司快评
港股
中国软件国际 (0354.HK)
重大事件快评

2019年12月16日

业绩拐点显现，目标中国版埃森哲

证券分析师：熊莉

xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：于威业 0755-81982908

yuweiyue@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519050001

事项：

公司12月12日公告称，公司与华为软件技术有限公司、重庆市经济和信息化委员会、重庆两江新区管理委员会签署四方战略合作协议，合作四方将整合各自优势资源和能力，构建华为（重庆）人工智能创新中心。

国信计算机观点：

1) 此次与华为紧密合作，为公司与华为鲲鹏产业的进一步有机融合奠定了基础。公司作为华为最大的IT服务厂商，也是华为云首家“同舟共济”型合作伙伴，此次再度加深与华为鲲鹏产业的生态联系，建立与华为的全面合作，有望持续扩大华为客户的IT服务份额，并跟随华为云和鲲鹏生态快速成长。

2) 2019年公司业绩因特殊原因增速略有放缓，因素逐步消除。2019年业绩增速同比下降的主要原因是公司的第一大客户华为受外部国际环境影响，对公司上半年手机研发业务带来一些调整，目前其业务已相对稳定，且预期IT投资将持续增加；另外公司内部在转型升级及培育新客户和新业务，收入体现需要过程。

3) 展望未来基石+云智能业务有望重回高增长轨道。公司非华为客户快速增长，下半年业绩回暖超出市场预期。公司未来业绩有望重回高增长轨道，增长点预期主要来自于：来自华为的研发外包持续增长；以平安、腾讯、阿里、百度、微软等为代表的新1亿美金大客户群的培育；安全可控是我国产业升级的必由之路，行业安可推进带来新增市场需求；解放号人力外包专区快速发展，布局全国性生态；搭建咨询驱动的全栈式云服务，跟随华为云快速成长。

4) 公司估值处于低位。公司目前静态PE（2018年PE）约14倍，历史公司PE Band约在15-20倍之间，目前仍处于历史低位。

公司基于与华为合作多年打造的供应商体系以及软件工程可信的产品交付能力，持续领跑国内IT服务行业，伴随公司综合竞争力的不断提升和客户群体的不断扩大，目标打造中国版埃森哲，步入发展快车道。**预计19-21年归母净利润7.54/9.31/11.45亿，对应EPS为0.30/0.37/0.45元，对应当前股价PE为14.2/11.5/9.4X，首次给予“增持”评级。**

评论：

■ 此次与华为紧密合作，为公司与华为鲲鹏产业的进一步有机融合奠定了基础

创新中心以人工智能平台为核心，整合国内芯片、软件、终端等产业资源，拓展人工智能应用场景。创新中心的建设包括四大平台和一个示范区，即公共服务平台、企业孵化平台、人才培养平台、产业生态平台及人工智能示范区。

此次四方合作，重庆经济信息委将统筹协调相关资源，两江新区管委会发挥其政策、资金、区位等优势；公司将凭借优质IT服务以及丰富行业应用优势，携手华为共同组建团队，结合两江新区人工智能产业发展需求，聚集人工智能领域的产业生态企业与人才，打造持续输出人工智能核心研发能力和服务能力的重要载体，加快推进人工智能技术的应用与产业化。

■ 综合实力突出的IT服务龙头、上市16年持续高增长。

国内规模最大的软件与信息技术服务龙头企业。中软国际有限公司于 2000 年成立，2003 年于香港创业板上市，2008 年转香港主板，目前已经是国内规模最大、综合实力突出的软件与信息技术服务龙头企业。中软国际应用开发与管理专业沉淀深厚，企业数字化转型的最佳实践和专家人才充沛。公司与华为等战略伙伴一起，构建互联网信息技术服务平台，领先技术变革，提升产业效率，致力于使能软件企业引领发展，服务制造企业转型升级，为政企客户提供“多快好省”的信息技术服务。

图 1：中软国际历史沿革



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 2：中软国际股权结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中国唯一进入 IT 服务供应商 TOP 100 的软件服务公司。Gartner 于 2019 年上半年发布了《市场份额：2018 年全球 IT 服务》，对全球 IT 服务供应商按市场份额进行排名，中软国际是中国唯一进入 TOP 100 的纯软件服务公司，中国电信、华为、阿里一同成为 TOP100 中仅有的四家中国企业。

图 3：Gartner 全球 IT 服务供应商市场份额排名（部分）

排名	排名	公司	收入 (百万美元)	市场份额	增长率	中国企业排名 (2018)	排名变化		
2017	2018		2017	2018	2017	2018	2017-2018		
1	1	IBM	46,129	47,040	5.0%	4.7%	2.0%	-	0
2	2	Accenture	36,834	40,710	4.0%	4.1%	10.2%	-	0
3	3	Deloitte	25,386	26,497	2.7%	2.8%	12.2%	-	0
52	46	China Telecom	5,522	4,305	0.4%	0.4%	18.4%	1	6
63	65	Huawei	2,435	2,517	0.2%	0.2%	3.4%	2	0
108	87	Alibaba	1,288	2,499	0.1%	0.2%	82.8%	3	41
92	95	Mitsubishi Electric Information	1,510	1,587	0.2%	0.2%	3.8%	-	-3
107	98	ChinaSoft International	1,904	1,964	0.1%	0.2%	18.9%	4	11
95	87	TTEC	1,477	1,508	0.2%	0.2%	2.2%	-	-2
99	90	Fiducia & GAD IT	1,377	1,405	0.1%	0.1%	7.0%	-	1
93	89	Ferretto	1,501	1,481	0.2%	0.1%	-1.3%	-	-6
102	105	BDO Global	1,332	1,467	0.1%	0.1%	51.2%	-	2

资料来源：中软国际投资者 PPT、Gartner《市场份额：2018 年全球 IT 服务》、国信证券经济研究所整理

图 4：公司多方面成就瞩目



资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

上市以来持续高增长。公司上市 16 年来 CAGR 达到 31.9%，显著高于中 IT 服务行业增速 19%，体现出公司强劲的内生增长动力。

图 7: 公司广泛服务于财富 500 强等蓝筹客户

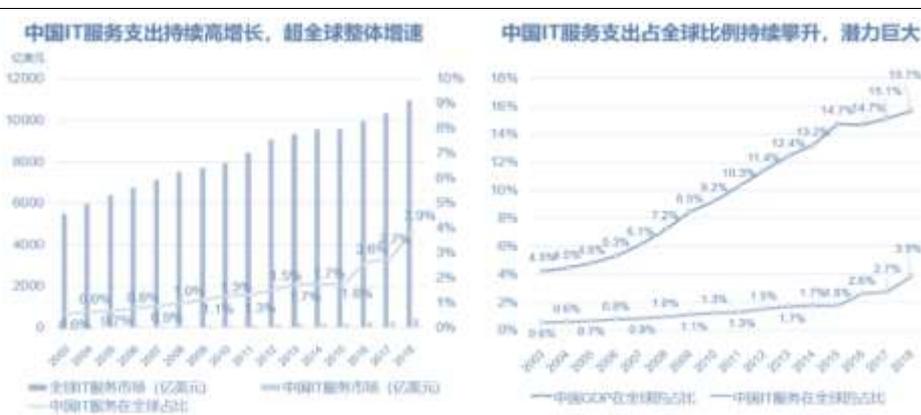


资料来源: 中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

■ 中国 IT 服务市场空间广阔，目标打造中国的埃森哲

本土市场潜力可观。Gartner 数据显示，2018 年全球 IT 服务支出约 1.1 万亿美元，中国 IT 服务支出约 420 亿美元，仅占 3.8%，这与中国 GDP 在全球的 15.7% 占比不相匹配，意味着中国当前在 IT 服务上的支出未能对标经济发展水平，未来仍有很大的提升空间。

图 8: 中国 IT 服务支出持续高速增长



资料来源: Gartner<Market Share: IT Services>历年数据、世界银行公开 GDP 数据、国信证券经济研究所整理

中国企业在本土市场具备成本优势和需求把握能力。中国 IT 服务市场的特殊性使得本土企业有无可比拟的竞争优势。IT 服务的咨询、实施、运维等全流程都需要基于客户当地的语言和业务实践进行，而中国企业客户复杂的业务、多变的需求、与国外不同的消费习惯（更愿意为服务付费）、重定制化，都需要 IT 服务商对行业有深刻的理解和对国内客户需求的准确把握。在这一点上，国外的 IT 服务龙头在进军国内市场上容易“水土不服”。

对比全球市场上的主要玩家，大多来自美国和印度地区。根据全球品牌价值评估权威机构 Brand Finance 的最新报告，2019 年全球前 10 大最具品牌价值 IT 服务公司中，美国、印度公司各占 4 席。

图 9：全球前 10 大最具品牌价值 IT 服务公司，美国、印度公司各占 4 席



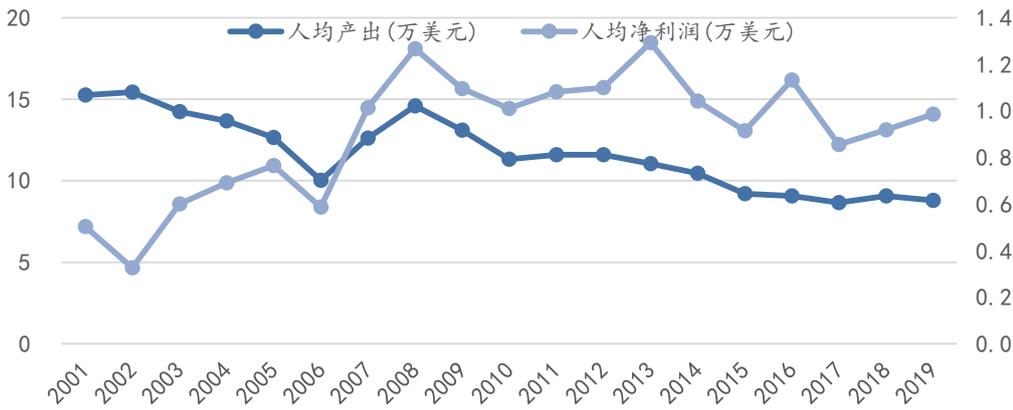
资料来源：IT service 15, The Annual Report on the world's Most Valuable IT Service Brands、国信证券经济研究所整理

海外 IT 服务巨头具有全球交付带来的成本优势、以及与优质大客户建立的高粘性合作关系。

以 Infosys、Tata 咨询（TCS）、Wipro 等为代表的印度 IT 服务商，当初依靠成本优势迅速崛起，而美国 IT 咨询服务商也通过全球交付获得成本优势得以巩固行业领先地位。

以埃森哲为例，2000 年之后人均产出呈现下降趋势，但人均净利润不升反降，主要原因是埃森哲通过在全球建立交付网络，员工向低成本地区转移（例如印度、菲律宾等地），年报数据显示埃森哲 2005 至 2016 财年间，境内员工增长了 13%（从 8.8 万至 9.9 万人），而境外员工增长了 714%（从 3.5 万至 28.5 万人）。

图 10：埃森哲人均产出下降同时人均利润不降反升，其原因是全球交付带来的成本优势



资料来源：埃森哲历年年报、国信证券经济研究所整理

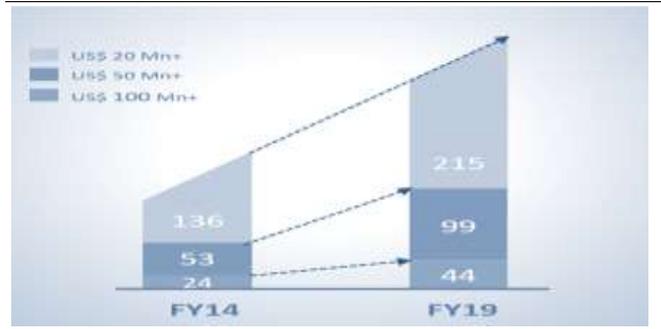
美国和印度的 IT 服务商起步早，前期已获取了大量客户，经过多年发展，在国际市场上具有较高品牌认知度。对于与企业客户有深入合作的服务型企业来说，由于其深入客户 IT 系统咨询、建设、实施、运维等流程的各个方面，获取客户的认可和依赖后，被替代的成本较为高昂。

2019 财年，埃森哲的客户覆盖了全球财富 500 强企业中的四分之三，其中前 100 强中有 91 家是埃森哲的客户；在埃森哲最大的 100 个客户中，有 95 个合作超过 10 年。Infosys、TCS 营收贡献超过 1 亿美元体量的核心客户分别有 25、44 个。

图 11: Infosys 百万美金以上的大客户



图 12: TCS 两千万美金以上的大客户



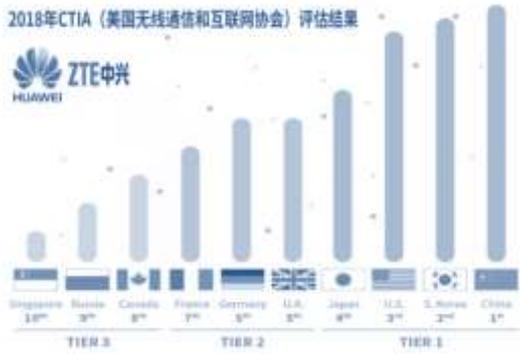
资料来源：Infosys 年报、国信证券经济研究所整理

资料来源：TCS 投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

新一代信息技术带来弯道超车契机。国内 IT 服务商将直接受益于新一代信息技术的迅猛发展。以 5G、人工智能、物联网、云计算、区块链、大数据等为代表的新一代信息技术成为弯道超车的引擎，尤其在 5G 等领域，以华为为代表的高科技企业后来居上。并且信息技术作为研发投入最集中、创新最活跃、应用最广泛的领域，会辐射带动 IT 服务市场增长，国内 IT 服务商是直接的受益者。

图 13: 美国 CTIA 将中国列入 5G 发展第一梯队

图 14: 全球 ICT 企业市值排行 (截至 2018.6.3)



资料来源: CTIA、国信证券经济研究所整理

排名	公司	市值(亿美元)	交易所	总部
1	苹果	9350.55	纳斯达克	加州
2	亚马逊	7846.16	纳斯达克	西雅图
3	微软	7743.90	纳斯达克	雷德蒙德
4	谷歌	7686.04	纳斯达克	加州
5	Facebook	5625.71	纳斯达克	加州
6	阿里巴巴	5202.50	纽交所	香港&杭州
7	腾讯	4927.50	纽交所&港交所	北京
8	英特尔	2659.93	纳斯达克	加州
9	三星电子	2562.90	伦敦交易所	韩国大邱
10	思科	2103.33	纳斯达克	旧金山
11	甲骨文	1932.97	纳斯达克	加州
12	TSM	1303.06	纳斯达克	纽约

资料来源: 倪光南、国信证券经济研究所整理

就员工规模而言公司管理半径远未触天花板。IT服务公司具有轻资产、人力资源密集的特点,公司的收入与员工数量高度相关,管理半径成为制约IT服务公司规模扩张的重要因素。对比同业公司,2019财年,埃森哲、TCS、Infosys的员工数量分别为49.2万人、42.4万人、22.8万人,而中软国际2018年底员工数量为6.2万人。

图 15: 中软国际 2014-2018 年收入及雇员数量



资料来源: 中软国际历年年报、国信证券经济研究所整理

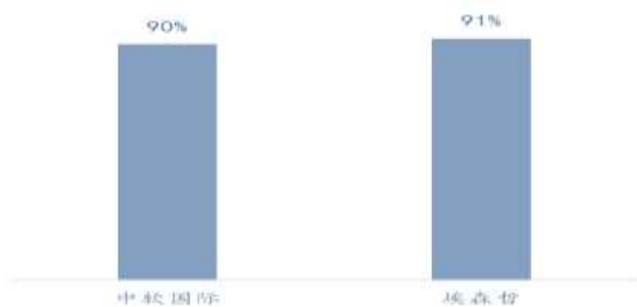
图 16: 埃森哲 2014-2019 财年收入及雇员数量



资料来源: 埃森哲历年年报、国信证券经济研究所整理

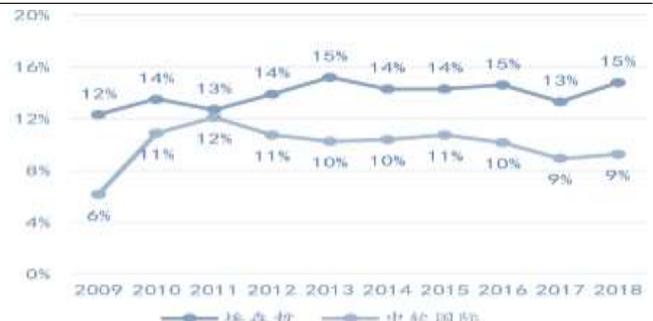
公司人均产出稳定、人员利用率保持高水平、营业利润率稍逊埃森哲。自2014年以来,公司收入及雇员复合基本同步增长(24.3%、24.7%),而埃森哲由于欧美IT服务市场较为成熟边际收益递减显现,收入复合增速低于雇员(6.3%、10%),人均产出下滑。从人员利用率(Utilization Rate)上看,中软国际与埃森哲均维持在90%以上,说明人员的管理和效率上并无差距。从营业利润率(Operating Margin)上看,中软国际与埃森哲相差5-6个点,主要是埃森哲拥有更多大型欧美客户和全球化交付赚取成本差带来的差距。针对客户上的差距,中软国际逐渐培育起以微软、汇丰、AIA、渣打、GE等为代表的国际客户。针对成本上的差距,中软国际用可复用的工具和平台并引入第三方生态合作伙伴来降低成本。

图 27: 中软国际与埃森哲人员利用率对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 中软国际与埃森哲经营利润率对比



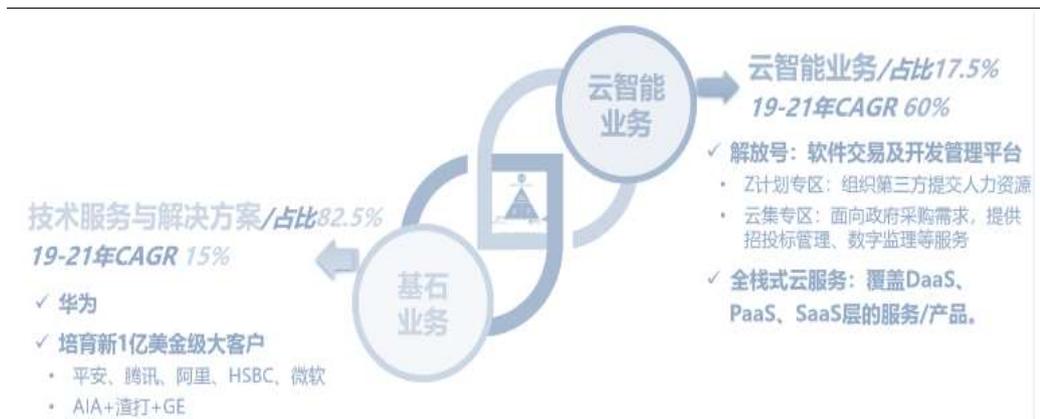
资料来源: 埃森哲年报、国信证券经济研究所整理

■ 2019 年公司业绩增速略有放缓,展望未来基石+云智能业务有望重回高增长轨道

2019年增速放缓主要受外部国际环境影响。业绩增速同比下降的主要原因是公司的第一大客户华为受外部国际环境影响，对公司上半年手机研发业务带来一些调整，目前其已相对稳定，且预期IT投资将持续增加。另外公司内部在转型升级及培育新客户和新业务，收入体现需要过程。下半年非华为客户的拓展也实现较快增长。

未来以“基石+云智能业务”架构有望实现战略转型，打造商业闭环。公司未来的两大发力方向：（1）以技术服务与解决方案业务为基石，将多年方法、经验沉淀为工具；（2）以云智能业务为转型方向，借助生态、IP的力量目标实现快速增长。

图 19：基石业务+云智能业务

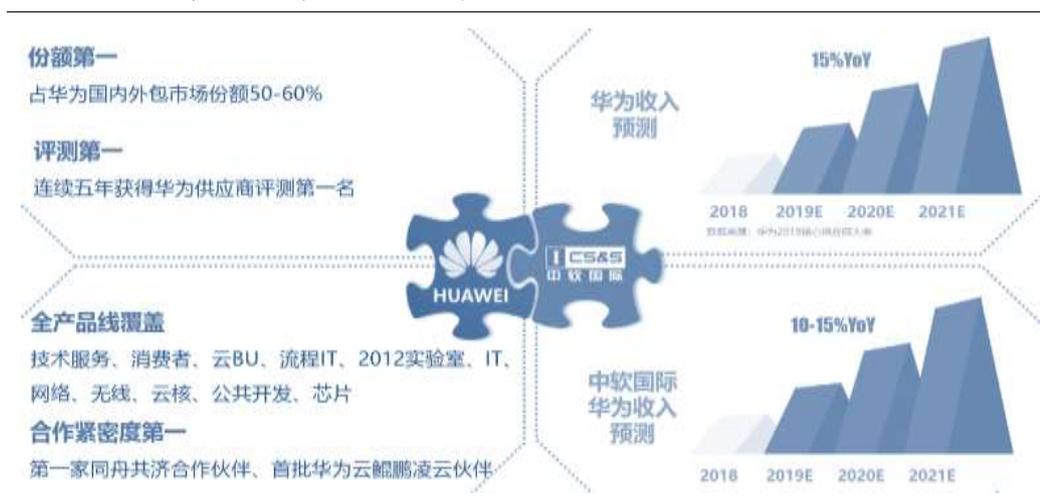


资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

公司未来的增长点预期主要来自于：（1）来自华为的研发外包持续增长；（2）以平安、腾讯、阿里、百度、微软、AIA+渣打+GE 等为代表的新 1 亿美金大客户群的培育；（3）解放号人力外包专区快速发展，布局全国性生态；（4）搭建咨询驱动的全栈式云服务，跟随华为云快速成长。

未来增长点一：基石业务--来自华为的研发外包收入将持续增长，预计 2020 年同比增速 10-15%。公司的第一大客户（超半数公司收入）华为 2019 年实现收入超过 60 亿元，预计 2020 年收入增量约为 10 亿元。公司是华为软件领域重要供应商，为华为消费者、企业、运营商、2012 实验室等所有业务线提供优质软件开发服务。中美贸易争端以来，华为持续加大对关键领域的研发投入，公司来自华为的收入持续增长，在华为研发领域保持第一的市场份额。

图 20：公司与华为开展全产品线深入合作



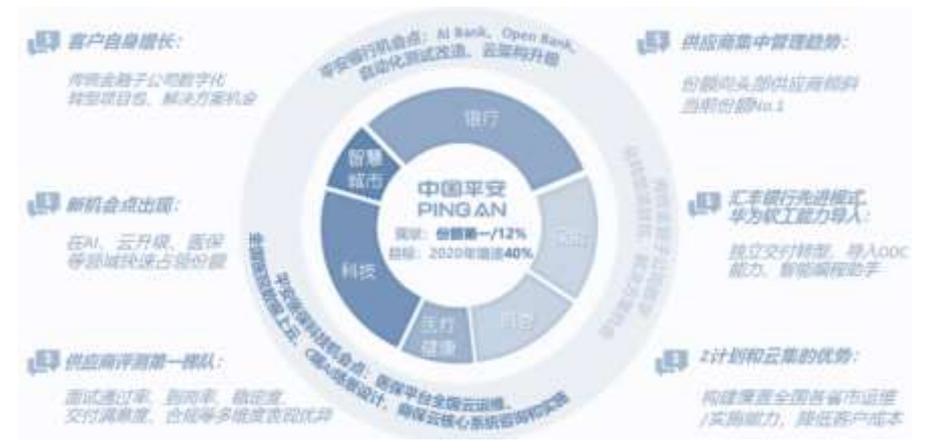
资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

未来增长点二：基石业务--公司未来有望培育一批以平安、腾讯、阿里、微软等为代表的新 1 亿美金大客户群。目前公司在腾讯、阿里、百度等的外包份额中与第一位的占比差距还较大，未来公司将基于与华为合作多年打造的供应商体系以及软件工程可信的产品交付能力努力竞争这部分市场份额。

汇丰：作为公司的第二大客户，公司份额占汇丰全球外包第一，未来的发展重点在于模式转变，抽取能力、方案等形成可复用的实践并输出给其他客户。

平安：公司的份额占整体外包第一，未来增长主要来自于：（1）平安自身数字化转型带来的增长；（2）在 AI、云、医保等领域的新机会点出现；（3）供应商集中管理趋势，份额向头部供应商倾斜；（4）汇丰银行的管理模式和华为软件工程能力的导入；（5）解放号云集专区和人力外包专区构建了覆盖全国的运维实施能力，帮助客户降低成本从而获得更多订单。

图 21：公司助力平安数字化转型



资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

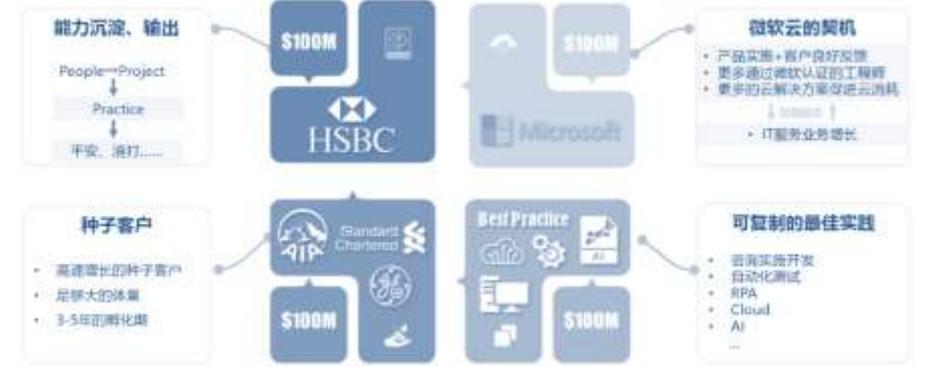
腾讯：公司的份额占整体外包第二，增长主要来自于：（1）游戏、微信事业群需求稳健增长；（2）腾讯云和 PCG 业务（腾讯视频、腾讯体育、腾讯新闻等）需求将保持高速增长；（3）供应商集中管理趋势，份额向头部供应商倾斜。

阿里：公司的份额占整体外包第三，增长主要来自于：（1）阿里云、电商、投后、蚂蚁金服、菜鸟物流、AI 等领域全面发力；（2）供应商集中管理趋势，份额向头部供应商倾斜。

百度：公司的份额占整体外包第二，增长主要来自于：（1）百度云、联合 AI 解决方案、自动驾驶生态共建、度小满金融等业务需求保持高速增长，合作深度不断增加；（2）供应商集中管理趋势，份额向头部供应商倾斜。

AIA+渣打+GE 等种子客户，汇丰银行的管理模式和华为软件工程能力的导入，有望迅速成长。

图 22：公司着力培育 1 亿美金级别的国际客户群



资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

未来增长点三：云智能业务--解放号人力外包专区快速增长，解放号云集全国性生态搭建。中软国际旗下的“解放号”平台是国内专注于软件定制领域，专业的在线交易及开发管理的软件生态云平台。

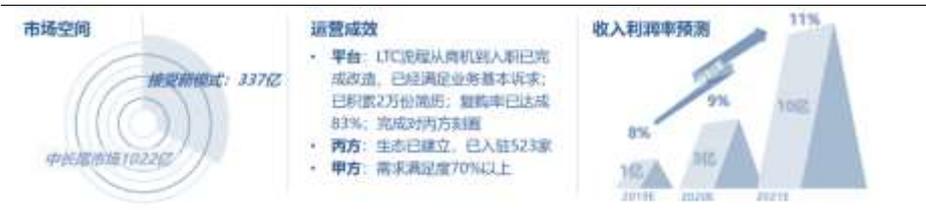
图 23：解放号 IT 服务生态体系



资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

2019 年新上线的人力外包专区主要面向中长尾企业客户在传统外包模式下无法满足的四类需求（毛利率低于 30% 的需求、一年以下驻场需求、两周内的紧急需求、人数少于 10 人的需求），基于解放号平台，提供信用评级、定价、工程师简历解析、匹配、在线考试、面试、人员电子合同、社保工资代缴、在线考勤、工时结算、支付等功能。

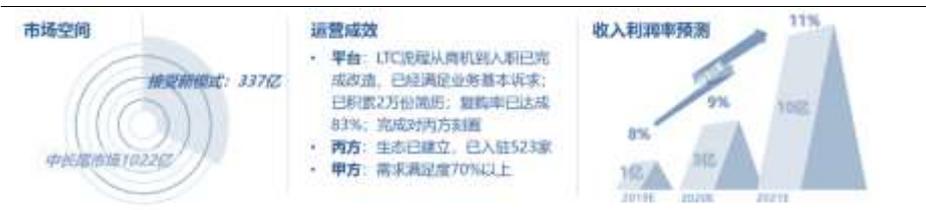
图 24：解放号人力外包专区市场空间、运营成效及业绩预测



资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

2018 年上线的云集专区拓展顺利，目前已签约 15 个城市；主要面向政府限额以下采购单位、政府大预算单位、大型信息化建设企业，基于中软国际的管理实践和工具，提供立项咨询、采购交易、供应商管理、数字监理等服务。

图 25：解放号云集专区市场空间、运营成效及拓展计划



资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

未来增长点四：搭建咨询驱动的全栈式云服务，跟随华为云快速成长。公司的云智能业务除了平台类业务外，还构建了全栈式的云服务：主要基于华为云和微软云，提供 DaaS 层的数据中台、PaaS 层的开发工具、SaaS 和云化的解决方案（多款产品入选华为严选商场），以及发力咨询驱动的云管理服务，洞察+云转型带来的洗牌机遇。根据 IDC 数据，2019 年第一季度中国公有云 IaaS+PaaS 整体市场中，华为云以 5.2% 的市场份额排名中国公有云市场前五；2018 年中国云管理服务厂商份额中，公司以 5.2% 的市场份额位列第三。

图 26：公司全栈式的云服务



资料来源：中软国际投资者 PPT、国信证券经济研究所整理

公司服务在安可推进中发挥重大作用，同时安可趋势将使公司充分受益。国家推进安可，行业内生动力充足，国内技术逐步成熟，使得企业定制化需求扩大，追求降本增效。而公司拥有对行业的理解、服务经验以及可信的软件工程能力，云服务 SaaS 等及解决方案将充分受益。目前在安可领域，市场的关注焦点停留在硬件、基础软件、应用软件、硬件集成等领域，忽视了 IT 服务在安可中发挥的作用和巨大的潜力。同时，华为鲲鹏生态有待进一步完善：基础软件厂商（操作系统 OS、数据库、中间件、大数据、云平台）对鲲鹏计算平台的适配仍处于起步阶段，例如操作厂商适配多种 CPU 架构导致版本多，OS 与应用适配工作量大；行业广、应用多、堆栈深、区域属性强，软件组件依赖关系复杂，其中环节不支持将导致应用不可用；大量的应用软件需迁移到新计算平台。

表 1：公司切入行业安可领域

维度	阐述
提供鲲鹏云化服务	包括鲲鹏服务解决方案咨询、解决方案设计、应用改造支持、测试验证、移植实施、售后保障、培训等服务。
围绕华为产品提供增值工具集	凭借自身深厚的应用能力，帮助华为抵达政府客户，以适应客户需求。
提供数据中台、技术中台、业务中台等中间件	以具备自主知识产权的数据资产管理平台为核心，依托在金融、大交通、制造流通、政务、房地产等行业的深刻理解，挖掘数据潜力，驱动上层应用。
行业应用	在制造领域，中软国际凭借核心 MES 解决方案，联合华为替代亚马逊+西门子，推动制造业软件自主可控；在政府领域，中软国际的 R1 连续多年作为电子政务平台知名品牌，成为国产政务自主产品的主力；在金融领域，公司以 TOPLINK 为支撑，联合华为助力金融机构去 IOE。

资料来源：公司介绍、国信证券经济研究所整理

■ 营收与利润情况长期向好，毛利率水平稳中有升

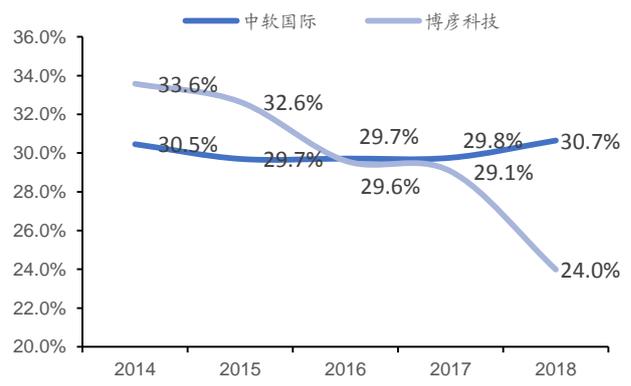
摆脱外界不利环境，营收与利润将重回正轨。2018 年前公司的营收与利润都保持着较高增速，随着 2018 年下半年起华为受到美国制裁，2019 年上半年的手机业务也受欧美政策的影响，公司的业务量骤减，而短期招募的技术人员难以调整，因而利润端受到较大的影响。而随着 2019 年下半年非华为客户的促进下，利润端有所回暖。公司预计未来将逐步摆脱外部因素的负面影响，公司内部转型升级、新客户与新业务的培育也将为收入带来额外增量。

图 27：中软国际营业收入及增速（单位：亿元人民币、%）

图 38：中软国际与博彦科技销售毛利率对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率稳中有升，云智能业务占比逐步提高有望持续提升毛利率水平。云智能业务增速预期超越传统业务，未来随着云智能业务占比逐步提升，公司的整体毛利率呈稳中有升的态势。

图 29: 中软国际归母净利润及增速 (单位: 亿元人民币、%)

图 30: 中软国际扣非归母净利润及增速(单位: 亿元人民币、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

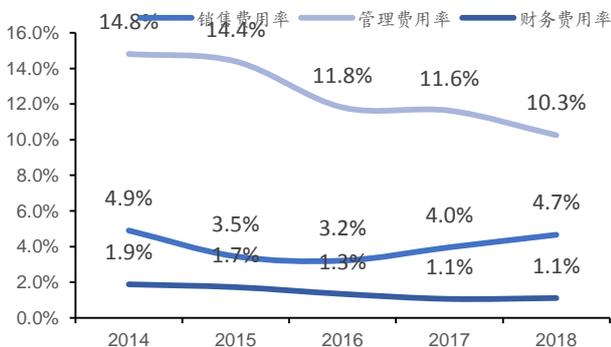


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

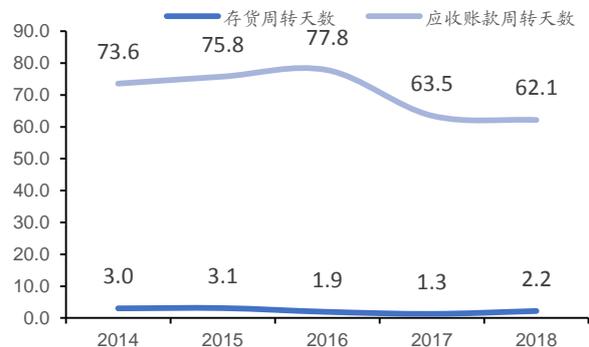
费用率持续下行，资产周转情况良好。近年来公司的销售、管理、财务费用降低趋势明显，2018 年三项费用率之和降至 16%。应收账款情况也保持良好，近年有小幅回落，体现出公司对应收账款的有效管理。

图 31: 中软国际三项费用率变化情况

图 32: 主要流动资产周转情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 目前估值处于低位:

公司静态 PE (2018 年 PE) 目前 14 倍, 历史公司 PE Band 在 15-20 倍之间。关于天花板, IT 服务的市场空间广阔, 公司仅占比国内 IT 服务市场 4% 份额; 关于模式, “卖人头” 模式虽然边际成本高于产品型公司, 但优势在于客户较强的粘性和较高的壁垒, 较高的业绩确定性和较低的风险; 关于成长性, 相比埃森哲、Infosys 这类低成长、高分红的现金牛, 中软国际仍处于快速扩张的发展阶段, 具备更高的弹性和收益预期。

■ 盈利预测

1、假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

(1) 传统 IT 服务业务: 预计来自华为的研发外包持续增长, 以平安、腾讯、阿里、百度、微软、AIA+渣打+GE 等为代表的新 1 亿美金大客户群持续培育; 行业安可的推进预期带来新增需求。预测 2019-2020 年收入增速分别为 6%、18%、16%, 毛利率 2019 年由于华为业务调整而有所降低, 后续预期稳步提升。

(2) 云智能业务: 解放号人力外包专区快速发展, 布局全国性生态; 搭建咨询驱动的全栈式云服务, 跟随华为云快速增长。预测 2019-2020 年收入增速分别为 40%、40%、40%, 毛利率预期高于传统业务水平。

(3) 公司销售费用率预期保持稳定, 管理费用率由于云智能业务等创新业务高薪酬员工招聘增加而略有增长。

表 2: 公司业务分拆预测

		2019E	2020E	2021E
技术专业服 务业务	收入 (万元)	972,535.16	1,147,591.49	1,331,206.13
	收入增速	6.00%	18.00%	16.00%
	毛利率	26.70%	26.90%	26.90%
	收入 (万元)	197,422.40	276,391.36	386,947.90
云智能业务	收入增速	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	40.00%	40.00%	40.00%
	收入 (万元)	1,169,957.56	1,423,982.85	1,718,154.03
合计	收入增速	10.53%	21.71%	20.66%
	毛利率	28.94%	29.44%	29.85%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

2、未来 3 年盈利预测

表 3: 未来 3 年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10585	11700	14240	17182
营业成本	7340	8313	10047	12053
销售费用	218	545	664	801
管理费用	32	2069	2609	3173
财务费用	(118)	3	(58)	(74)
营业利润	768	845	1066	1309
利润总额	760	838	1059	1302
所得税费用	44	84	127	156
归属于母公司净利润	716	754	931	1145
EPS	0.28	0.30	0.37	0.45
ROE	12%	11%	12%	13%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 117.00 亿元、142.40 亿元、171.82 亿元, 归母净利润 7.54/9.31/11.45 亿元, 利润年增速分别为 5/23/23%, 摊薄 EPS=0.30/0.37/0.45 元。

3、盈利预测的敏感性分析

我们以上述结果为中性预测结果, 此部分我们进行盈利预测情景分析。由于公司订单需求多于年初确定, 目前预测存在一定的不确定性, 乐观预测上调 2019-2021 年公司整体营收 5%, 悲观预测下调 2019-2021 年公司整体营收 2%, 得到预测结果与收入变动之间较为敏感, 具体情况如下:

表 4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	9244	10,585	12,229	15,495	19,471
(+/-%)	36.3%	14.5%	15.5%	26.7%	25.7%
净利润(百万元)	566	716	787.37	1006.50	1287.81
(+/-%)	27.9%	26.6%	10.0%	27.8%	27.9%
每股收益 (元)	0.22	0.28	0.31	0.40	0.51
中性预测					
营业收入(百万元)	9244	10,585	11,700	14,240	17,182
(+/-%)	36.3%	14.5%	10.5%	21.7%	20.7%
净利润(百万元)	566	716	754.02	931.11	1145.23
(+/-%)	27.9%	26.6%	5.3%	23.5%	23.0%
每股收益 (元)	0.22	0.28	0.30	0.37	0.45
悲观预测					
营业收入(百万元)	9244	10,585	11,488	13,752	16,318
(+/-%)	36.3%	14.5%	8.5%	19.7%	18.7%
净利润(百万元)	566	716	740.68	901.84	1091.45
(+/-%)	27.9%	26.6%	3.5%	21.8%	21.0%
每股收益 (元)	0.22	0.28	0.29	0.35	0.43
总股本 (百万股)	2,544	2,544	2,544	2,544	2,544

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

■ 风险提示

华为业务持续受国际环境影响的可能; 行业安可推进不及预期的可能; 新重点客户群业务发展不及预期的可能。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2646	5626	6364	7409
应收款项	2676	2942	3580	4320
存货净额	64	71	86	104
其他流动资产	2839	0	0	0
流动资产合计	8225	8639	10031	11833
固定资产	838	1000	1164	1308
无形资产及其他	1155	1108	1062	1016
投资性房地产	39	39	39	39
长期股权投资	144	155	166	177
资产总计	10400	10941	12461	14373
短期借款及交易性金融负债	1874	1161	1240	1425
应付款项	810	908	1098	1318
其他流动负债	1042	1445	1763	2124
流动负债合计	3726	3513	4101	4867
长期借款及应付债券	720	720	720	720
其他长期负债	11	11	11	11
长期负债合计	731	731	731	731
负债合计	4457	4244	4832	5598
少数股东权益	65	65	65	66
股东权益	5967	6721	7652	8797
负债和股东权益总计	10488	11030	12550	14461

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.28	0.30	0.37	0.45
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.35	2.64	3.01	3.46
ROIC	35%	11%	17%	20%
ROE	12%	11%	12%	13%
毛利率	31%	29%	29%	30%
EBIT Margin	28%	7%	6%	7%
EBITDA Margin	26%	8%	7%	8%
收入增长	15%	11%	22%	21%
净利润增长率	27%	5%	23%	23%
资产负债率	43%	39%	39%	39%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	15.0	14.2	11.5	9.4
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.7	17.3	15.3	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10585	11700	14240	17182
营业成本	7340	8313	10047	12053
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	218	545	664	801
管理费用	32	2069	2609	3173
财务费用	(118)	3	(58)	(74)
投资收益	0	12	12	12
资产减值及公允价值变动	0	64	76	68
其他收入	(2345)	0	0	0
营业利润	768	845	1066	1309
营业外净收支	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	760	838	1059	1302
所得税费用	44	84	127	156
少数股东损益	0	0	1	1
归属于母公司净利润	716	754	931	1145

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	716	754	931	1145
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(192)	135	146	158
公允价值变动损失	0	(64)	(76)	(68)
财务费用	(118)	3	(58)	(74)
营运资本变动	(935)	3066	(145)	(176)
其它	0	0	1	1
经营活动现金流	(411)	3892	857	1059
资本开支	15	(188)	(188)	(188)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	4	(199)	(199)	(199)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(234)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	1735	(713)	79	185
融资活动现金流	1268	(713)	79	185
现金净变动	861	2980	738	1046
货币资金的期初余额	1785	2646	5626	6364
货币资金的期末余额	2646	5626	6364	7409
企业自由现金流	1708	3709	623	810
权益自由现金流	3321	2993	754	1060

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032