

投资评级 **买入** 首次覆盖

# 中国 IT 服务龙头，双轮战略持续推进

## 股票数据

6个月内目标价(港元)	6.67
04月11日收盘价(港元)	4.45
52周股价波动(港元)	4.71-2.62
总股本/流通港股(百万股)	2402.67/2402.67
总市值/流通市值(百万港元)	10691.88

## 主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	24.62	20.61	15.44
市净率	2.55	2.27	2.19
市销率	1.60	12.40	5.64
EV/EBITDA	22.82	10.46	10.16
分红率(%)	—	—	—

## 相关研究

## 市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	18.07	19.28	22.75
相对涨幅(%)	14.66	13.78	14.09

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 谢春生

Tel: (021) 23154123

Email: xcs10317@htsec.com

证书: S0850516060005

## 投资要点:

- 中国 IT 服务业龙头。**中软国际是中国领先的大型综合性软件与信息服务企业，专注于提供 IT 服务，2016 年公司服务性收入约占公司总收入的 96.9%。公司提供从咨询、解决方案、技术服务到 IT 人才培养的“端到端”软件及信息服务，服务于全球百余家跨国企业客户，员工逾 47,000 人，在其覆盖的政府、金融银行、电信、公用事业、能源等多个行业市场位势均名列前茅；
- 双轮驱动战略落地，IIG 业务前景广阔。**数字化革命正在给 IT 服务行业带来巨大变化，但 IT 服务的业务模式却似乎停滞不前。随着技术性创新型工具的产生，“生产力和生产关系”之间矛盾凸显。公司于 2015 年开始实施“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，启动实施 IT 服务的双模式；
- 华为深度合作，是公司营收的强推动力。**2012 年公司与华为合资成立了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。经过多年的合作，公司目前是华为最大的外包服务供应商之一，2016 年来自华为的营收占比由 2015 年的 38.1% 提升至 53.6%，我们预期公司与华为的关系将更加紧密，两者的战略合作关系将有益于公司传统业务的稳定增长及新兴业务的持续推进；
- 解放号平台发展势不可挡。**公司于 2013 年开始研发基于 SMAC 模式的互联网云众包平台产品——JointForce（“解放号”），平台通过众包模式整合社会 IT 服务资源，建立 IT 服务生态系统，在提高 IT 行业效率的同时满足各方参与者的需求。截至 2016 年底，公司旗下解放号接包企业近 3,000 家，发包企业近 2 万家，发包额超过 6 个亿。转型创新型的 IT 开发获得了充分验证和行业认可。此外，解放号与华为软件开发云达成深度战略合作，将建立软件定制开发生态，进一步推动软件行业生产力的变革；
- 盈利预测与投资建议：**我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.22 元、0.29 元和 0.39 元（人民币），未来三年年均复合增长 25%。考虑到公司解放号平台盈利模式升级，云计算、大数据等业务推进顺利，我们认为公司可享受一定估值溢价。参考可比公司估值，给予公司 2017 年约 23 倍市盈率，6 个月目标价 6.67 港元，首次覆盖，给予买入评级。
- 风险提示：**解放号平台增速低于预期；云计算、大数据业务推进减缓。

## 主要财务数据及预测

单位: 人民币	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5129.11	6783.37	8413.23	10095.87	12115.05
(+/-)YoY(%)		32.25%	24.03%	20.00%	20.00%
净利润(百万元)	280.06	442.08	527.96	705.01	928.15
(+/-)YoY(%)		57.85%	19.43%	33.53%	31.65%
全面摊薄 EPS(元)	0.18	0.22	0.29	0.39	0.48
毛利率(%)	29.70%	29.72%	29.96%	29.96%	29.96%
净资产收益率(%)	10.37%	11.02%	14.19%	17.88%	22.73%

资料来源: 公司年报(2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 中国 IT 服务业龙头.....	5
1.1 公司主营业务结构.....	5
1.2 公司发展历程.....	8
1.3 IT 巨头华为和微软战略持股, 公司股权结构清晰.....	8
2. 软件产业需求加速释放, 助力外包市场增长.....	10
2.1 全球 IT 外包服务市场容量巨大且逐年稳步增长.....	10
3. 双轮驱动战略落地, IIG 业务前景广阔.....	12
3.1 拥有众多蓝筹客户, 支持 TPG 业务稳定增长.....	12
3.2 华为深度合作, 是公司营收的强推动力.....	13
3.3 解放号平台势不可挡.....	15
4. 盈利预测与投资建议.....	17
5. 风险提示.....	18

## 图目录

图 1	TPG 业务流程.....	5
图 2	解放号运营模式.....	6
图 3	公司分业务营收 (单位: 万元).....	6
图 4	公司营业收入增长.....	7
图 5	公司毛利率保持稳定.....	7
图 6	公司净利润、同比增长率、及净利率水平.....	7
图 7	公司发展历程.....	8
图 8	公司股权结构.....	9
图 9	全球 IT 外包市场规模 (单位: 亿美元).....	10
图 10	中国 IT 外包市场规模 (单位: 亿元人民币).....	11
图 11	TPG 业务与 IIG 业务比较.....	12
图 12	TPG 业务在多个行业处于领先地位.....	13
图 13	公司与华为合作历程.....	14
图 14	解放号平台各类用户注册数.....	15
图 15	解放号平台注册发包数 (单位: 个).....	16
图 16	2016 年解放号累计发包金额 (单位: 亿元).....	16

## 表目录

---

表 1	可比公司估值表 .....	17
表 2	公司分业务收入 .....	17
表 3	公司分业务毛利和毛利率 .....	17

## 1. 中国 IT 服务业龙头

中软国际是中国领先的大型综合性软件与信息服务企业,专注于提供 IT 服务,2016 年公司服务性收入约占公司总收入的 96.9%。公司提供从咨询、解决方案、技术服务到 IT 人才培养的“端到端”软件及信息服务,服务于全球百余家跨国企业客户,员工逾 47000 人,在其覆盖的政府、金融银行、保险证券、移动应用、电信、公用事业、能源等多个行业市场位势均名列前茅。

公司作为中国 IT 服务业的龙头企业,倍受业界及国家行业管理部门的关注。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。

### 1.1 公司主营业务结构

公司致力于成为“一流的大型综合软件与信息服务企业”,主要业务包括**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。

**(1) 技术与专业服务集团 (TPG 业务):** TPG 业务也可称之为“线下业务”,是公司为企业提供线下的咨询、解决方案以及技术服务的“端到端”软件及**信息技术服务**。TPG 的主要服务对象是大客户和大项目,其中华为业务和银行金融业务为 TPG 业务的核心业务。

**TPG 的具体细分业务有 9 类:** 分别为软件平台服务、战略和业务咨询及信息化咨询、行业及通用应用软件和解决方案研发、系统集成与服务、产品工程化、应用开发管理服务、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、以及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。

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1 TPG 业务流程



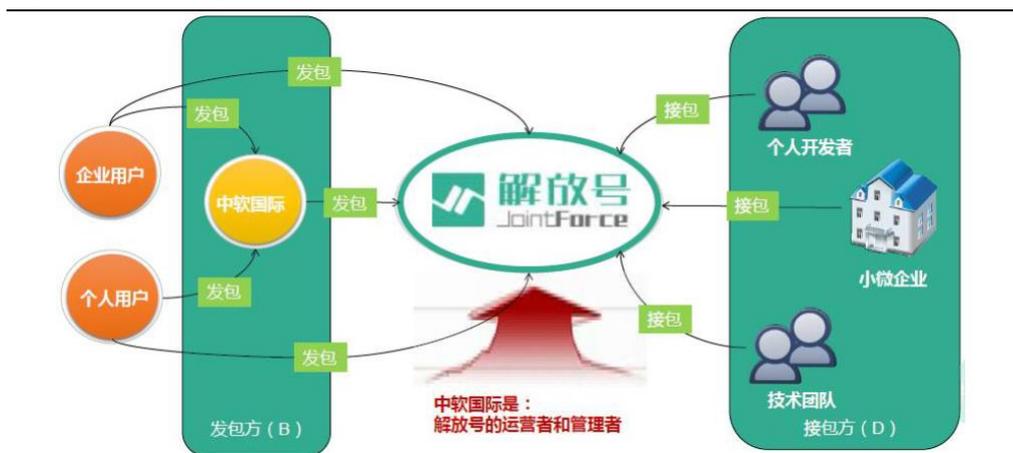
资料来源:公司 2015 年报,海通证券研究所

**(2) 互联网 IT 服务集团 (IIG 业务):** IIG 业务也可称之为“线上业务”,IIG 业务包括解放号 IT 众包平台及云软件业务,其大多数线上业务通过解放号 (JointForce) 平台完成,其主要服务对象为一些长尾客户 (小客户/小的时间有限的项目)。

IIG 的具体细分业务有 3 类: Jointforce、云迁移及运维服务、以及云咨询和 SaaS 定制服务。Jointforce 为 IIG 中最为核心的业务,

JointForce 平台（解放平台），通过众包模式整合社会 IT 服务资源，建立由 IT 从业者、IT 企业及各个行业用户组成的 IT 服务生态系统，实现 IT 服务在线提交；用户通过平台组织接包资源、完成服务交易、获得可信交付。解放平台帮助客户快速、有效地撮合交易，解决了企业面临的人工成本增长和生产效率不高等诸多增长瓶颈。平台正式发布以来，业务量出现替代性增长的确切态势，势将形成中国 IT 服务界最具规模、最可靠的兼职和众包资源池。

图2 解放号运营模式

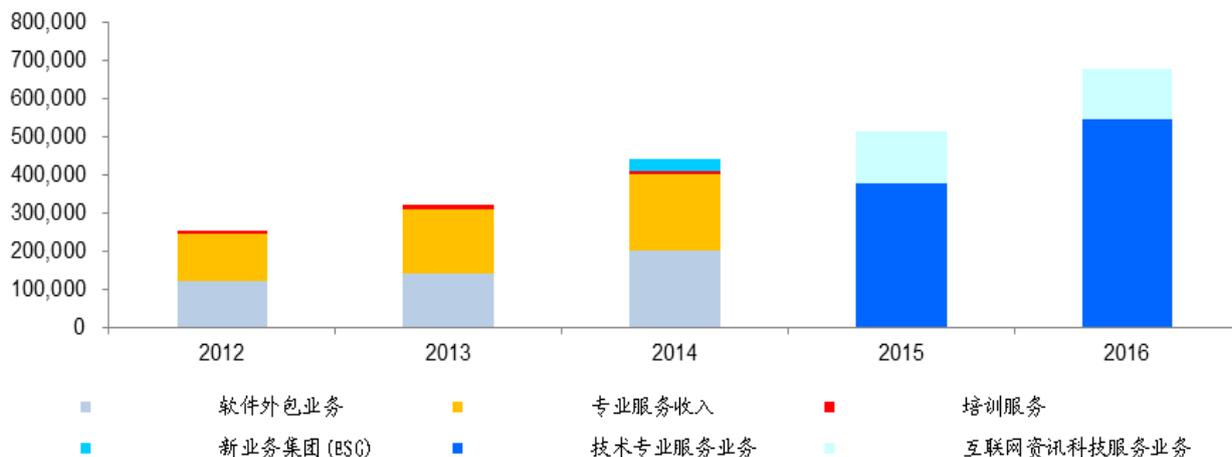


资料来源：公司网站，公司 2015 年年报，海通证券研究所

### 营收结构

公司在 2015 年以前，主营业务由专业服务、技术服务、新兴服务和 IT 培训 4 个部分构成，其中技术服务和专业服务营收占比分别为 46%和 45%。2015 年公司重新调整了组织架构，技术服务和专业服务部分划为 TPG 集团下；其他线上，如 Jointforce 平台和云服务划为 IIG 集团下；而 IT 培训业务于 2015 年已出售。因此，目前 TPG 业务仍在总营收中占比较大，2016 年约为 96.9%，但 IIG 服务作为公司未来重点发展方向，2016 年研发投入进一步加大，加之解放号平台发展迅猛，盈利模式升级，我们认为 IIG 服务营收占比有望持续提升。

图3 公司分业务营收（单位：万元）



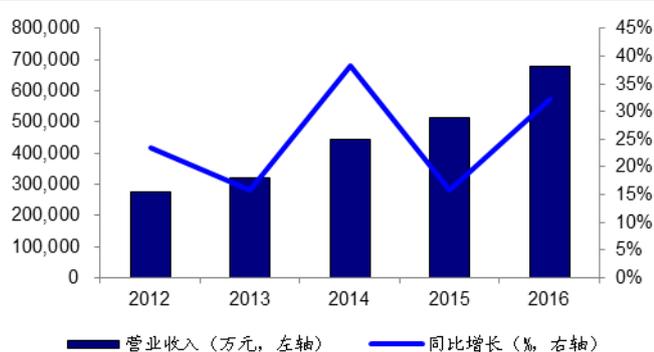
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 业绩增长

公司收入维持高速增长, 近三年来收入增长均在 15% 以上。2016 年营收 67.83 亿元, 同比增长 32.25%。公司 TPG 业务收入维持高速增长, 公司的技术与专业服务集团 (TPG) 营收达 54.82 亿元, 同比增长 45%, 其中服务性收入同比增长约 36.1%, 主要受益于来自华为、汇丰、腾讯等主要客户的收入增长。

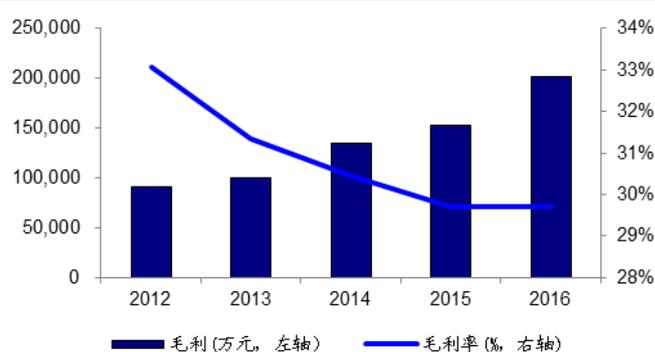
IIG 业务仍处于初步发展阶段, 由于公司于 2015 年出售 IIG 业务中培训业务的部分股权, 2016 年培训业务不再合并报表, 导致 IIG 业务收入同比下降了 3.5%, 属于短期结构性的影响。IIG 业务是公司的主要战略发展方向, 未来有望成为公司营收增长的主要驱动力。

图4 公司营业收入增长



资料来源: wind, 海通证券研究所

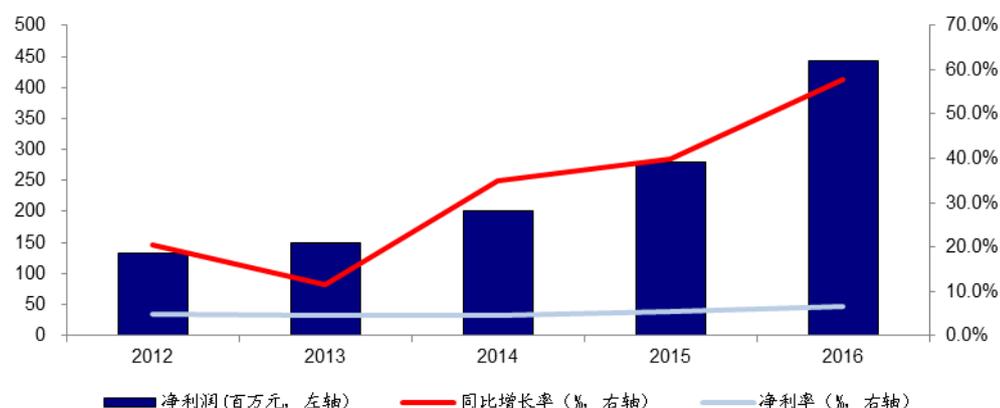
图5 公司毛利率保持稳定



资料来源: wind, 海通证券研究所

公司净利润长期维持高速增长, 近三年来净利润增长均在 20% 以上。2016 年净利润达 4.42 亿, 同比增长 57.9%, 增速加快; 公司 2016 年净利润增长速度超过了营收增长, 主要来源于管理费用率的降低, 相比 2015 下降了 2.62 个百分点。主要原因是公司在 2016 年专注于大客户及大行业的线下业务, 使市场拓展和行政管理效率提高, 从而使整体利润率提高, 相比 2015 年上升了 1.06 个百分点。

图6 公司净利润、同比增长率、及净利率水平



资料来源: 公司网站, 公司 2015 年年报, 海通证券研究所

## 1.2 公司发展历程

### 第一阶段：主攻国内电子政务项目

中软国际成立于 2000 年，公司在成立之初的主要产品是自主知识产权应用支撑平台 ResourceOnceV1.0。2001 年，公司与中国电子信息产业集团有限公司（CEC）联合组建中国电子政务研究中心；2002 年，公司承接了中国前 5 大经济技术开发区（天津、大连、哈尔滨、北京、广州）的电子政务建设项目。

### 第二阶段：港交所创业板上市，进军国际 IT 外包业务

2003 年，公司于在香港联合交易所创业板上市。2005 年获得了微软、国际金融公司、摩根大通公司的资源投资，并收购中软资源，开始进军欧美 IT 外包服务业务。

2006 年，收购创智国际软件外包团队，开始进军日本外包市场。随后公司又陆续进行外延收购，拓展了海外金融与银行服务、制药、商务流程等领域的外包服务。

### 第三阶段：港交所主板上市，深化大企业战略合作

2008 年公司转往香港联合交易所主板上市，成为 IBM SOA 顶级合作伙伴，并共同建设中软国际 SOA 创新中心。

2009 年，公司成为全球第七家、中国第一家微软首席供应商（Microsoft Premier Vendor）。

2011 年，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，并进入新加坡、俄罗斯、欧洲等国家。同时与华为合资成立中软国际科技服务有限公司。

图7 公司发展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

## 1.3 IT 巨头华为和微软战略持股，公司股权结构清晰

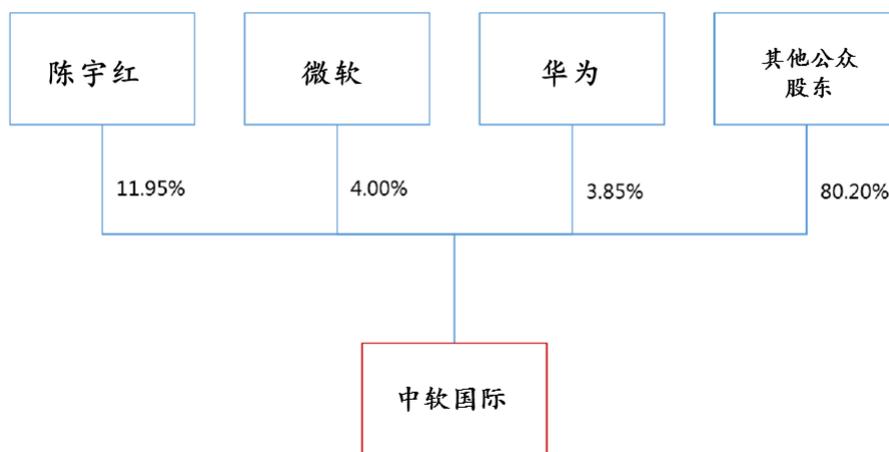
截止 2016 年 6 月 30 日，公司董事局主席、CEO 陈宇红为最大股东，持股 11.95%，陈宇红 1991 年毕业于北京理工大学获工学博士学位，在软件信息化行业有 20 余年从业经验。曾经担任中国长城计算机软件公司副总经理、中软总公司副总经理、中软国际有限公司总经理和公司高级副总经理。

### IT 巨头华为战略持股，彰显对公司价值认可

2015 年 10 月 26 日公司宣布，与华为技术有限公司签订协议：1) 双方有条件同意华为按 2.38 亿元港币认购中软国际股份 85,109,515 股；2) 双方有条件同意中软国际以 2.38 亿港元认购华为所占中软国际科技服务有限公司 40% 的股权。

交易完成后，华为持有中软国际 3.97% 的股权，成为继微软入股公司之后，又一个入驻的巨头股东。截止 2016 年 6 月 30 日，微软持股约 4%，华为持股约 3.85%。华为战略入股中软国际，彰显了前者对公司价值和发展方向的认可，双方的战略合作关系有望进一步深化。

图8 公司股权结构



资料来源：《股份发行人之证券变动月报表》，Bloomberg，海通证券研究所

## 2. 软件产业需求加速释放，助力外包市场增长

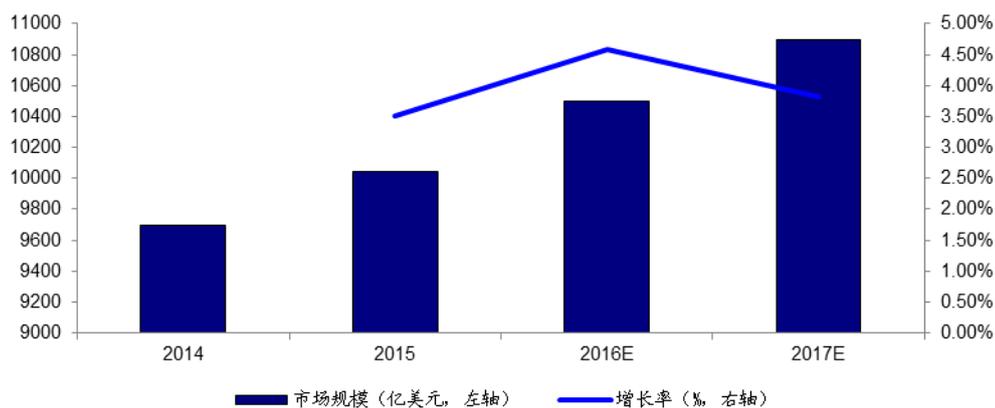
### 2.1 全球 IT 外包服务市场容量巨大且逐年稳步增长

随着信息技术的高速发展和广泛应用，全球工业转型升级的不断加速，软件行业发展为工业生产信息化、智能化、服务化等创造了有利条件。软件产业和传统行业的融合正不断加深，推动工业企业生产率提高、灵活性增强，从而使市场需求的加速释放，带动全球软件产业保持平稳增长。

正由于对软件需求日益提高，使全球客户普遍面临着削减 IT 成本的压力，而 IT 服务外包作为优化成本结构、助力转型升级的有效手段，获得了蓬勃发展的机遇。

根据市场研究机构 Gartner 在 2015 年 10 月发布的数据显示，扣除美元汇率波动影响，2015 年预计全球 IT 外包服务支出为 10060 亿美元，比 2014 年增长 3.27%。预计 2016 年、2017 年 IT 外包市场将保持同比 4.0% 和 4.1% 的增速，预期全球 IT 服务支出分别为 10460 亿美元、10890 亿美元。全球 IT 服务支出呈现稳步上升的趋势，全球信息技术投资市场容量巨大。

图9 全球 IT 外包市场规模 (单位: 亿美元)

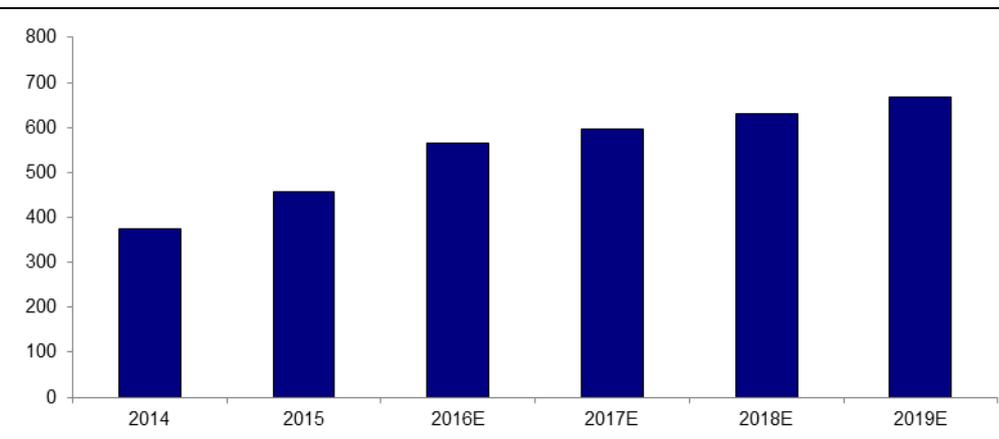


资料来源: Gartner, 海通证券研究所

#### 国内的成长速度更快

相较于全球，国内 IT 外包市场增速更快，国内政府大力推动“互联网+”及“工业 4.0”等是重要因素。

根据易观的调查显示，2011 到 2015 中国的 IT 外包市场规模呈现出翻倍的成长结果，从 2011 年的 218.22 亿元增长至 2015 年的 457.42 亿元。

**图10 中国 IT 外包市场规模 (单位: 亿元人民币)**


资料来源: 易观, 海通证券研究所

### 国内软件外包市场呈现出增速快、结构优和空间大三大特点。

首先, 国内软件正处于规模化形成的发展过程中。根据商务部公布的消息, 2016 全年新签服务外包合同额 10213 亿元人民币, 首次突破 1 万亿元, 增长 20.1%; 执行额 7385 亿元, 增长 17.6%。其中, 离岸服务外包合同额 6608 亿元, 执行额 4885 亿元, 同比分别增长 16.6% 和 16.4%。我国离岸服务外包规模约占全球市场的 33%, 稳居世界第二, 离岸外包执行额占我国服务出口总额的 1/4。

其次, IT 外包服务产业结构逐步优化。借助于云计算、大数据、物联网、移动互联网等新一代信息技术, 推动“互联网+服务外包”模式快速发展, 服务外包企业稳步向高技术、高附加值业务转型。服务外包内需市场中以软件研发及开发的 ITO 服务占据主导, 2016 年承接离岸信息技术外包 ITO 为 2293 亿元, 占比为 46.9%, 同比增长 11.4%。

最后, 国内的软件外包行业的上升空间很大。该行业尚处于成长期, 行业内企业众多, 市场化程度较高, 但市场集中度较低, 其中东软为市场的龙头, 中软国际排名第二。行业内前 12 名上市公司的市占率仅为 5% 左右, 表明了目前国内 IT 外包市场较为分散, 也说明了该市场的成长潜力。

### 公司目前约 75% 收入来自国内, 但正积极进行全球化布局。

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。2016 年上半年新增了 39 个全球销售和提交中心, 环比增速约 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, 公司计划在未来 3 年内在美国、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。

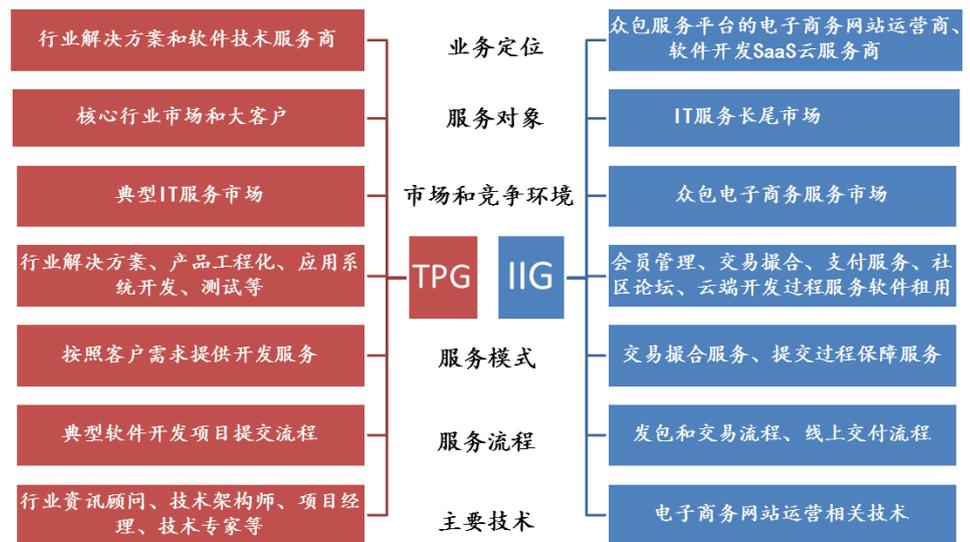
公司是中国领先的 IT 服务公司, 并已拥有 100 多家跨国企业客户, 我们认为公司已有能力拓展国际市场。鉴于中国 IT 服务市场仅占全球 IT 服务市场的小部分份额, 我们认为公司在国际市场上仍有很大的拓展空间, 全球化布局将在未来给公司带来巨大收益。

### 3. 双轮驱动战略落地，IIG 业务前景广阔

正如互联网和相关技术的进步，对交互方式产生革命性的影响一样，数字化革命正在给 IT 服务行业带来巨大变化。虽然 IT 技术和 Service 都在不断革新，但 IT 服务的业务模式却停滞不前。从印度的全球领先者到中国的 IT 服务公司，依然都是传统的按人头收费的模式。随着技术性创新型工具的产生，“生产力和生产关系”之间矛盾凸显，因此，传统的业务模式障碍也需要及时突破。

公司在开发 JointForce 平台的过程中，意识到 IT 服务的新业务模式——强调资源“共享”的可信众包平台，将成为数字化革命下的 IT 服务的重要模式。为了更好的应对客户需求的变化，公司于 2015 年开始实施“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11 TPG 业务与 IIG 业务比较



资料来源：公司 2015 年报，公司官网，海通证券研究所

#### 3.1 拥有众多蓝筹客户，支持 TPG 业务稳定增长

TPG 业务主要为企业提供线下的咨询，从解决方案到技术支持的“端到端”服务，为数字化时代支持企业稳定发展提供必不可少的 IT 服务。我们认为 TPG 业务的市场需求不会随数字化的推进而减少，相反会因其在传统业基础上的创新而博得市场更多的关注。

公司目前拥有 50 多个标准化行业解决方案及 300 个软件著作权。客户广泛分布于多个行业，避免了公司对单一行业客户的依赖。公司长期服务于多元化的行业，包括政府、电信、金融、互联网等，目前已于多个细分领域中占据显著的市场份额。

图12 TPG 业务在多个行业处于领先地位

<b>政府与制造</b>		<b>电信</b>	
政府：解决方案整体市场	<b>NO.3</b>	中国手机客户端应用开发及配送服务	<b>NO.1</b>
电子政务平台细分市场	NO.1	中国移动互联网基地的核心供应商	
社保细分市场	NO.3	华为最大的IT服务供应商	
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		
<b>金融与银行</b>		<b>公共服务</b>	
银行：解决方案整体市场	<b>NO.6</b>	公共交通细分市场	<b>NO.1</b>
银行卡细分市场	NO.1	全国第一个城市轨道交通清分清算系统	
支付与清算细分市场	NO.3	全国第一个城市轨道交通一卡通支付清算系统	
信贷操作细分市场	NO.4	全国第一个具有自主知识产权自动售检票系统	
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		
		<b>高科技</b>	
		中国离岸外包市场	<b>NO.3</b>
		微软全球首席供应商	
		微软的中国本地化最大供应商	
		腾讯游戏最大的IT服务供应商	

资料来源：公司官网，公司 2015 年年报，海通证券研究所

TPG 业务专注于行业大客户及大项目。公司逐渐积累的行业经验及品牌地位使公司取得了来自不同行业的数百家大型企业客户的认可。公司目前已做到百分之百覆盖前三中国电信运营商、中国国有银行以及前 100 家中国卷烟品牌。2016 年上半年，公司前十大客户服务性收入占比为 67.9%，超过 600 万以上的客户为 76 家，有约 70% 左右的客户为长期客户。广泛且不断壮大的蓝筹客户基础为 TPG 业务稳定的增长提供了强力支撑。

### 3.2 华为深度合作，是公司营收的强推动力

公司与华为之间的合作源远流长。2009 年，华为成为公司的客户；2012 年，公司与华为合资成立了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。

经过多年的合作，公司于华为的合作不仅数量上在持续提升，且合作内容也向更深层次，更全面方向发展。公司目前是华为最大的外包服务供应商之一，2016 年来自华为的营收占比由 2015 年的 38.1% 提升至 53.6%，预计未来仍将继续稳定增长。此外，公司在华为的外包业务仍有相当大的扩展空间。依托华为强大的国内外销售渠道，公司将在十余个城市与华为公有云及大数据平台结合，合力开拓区域市场并加大海外业务开发力度。

图13 公司与华为合作历程

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。
2012年	公司在华为的主要产品线 and 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。
2012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。
2012年	与华为合作开发企业云解决方案，提供企业云服务  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
2012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：公司官网，公司2016年中报，公司官网新闻，海通证券研究所

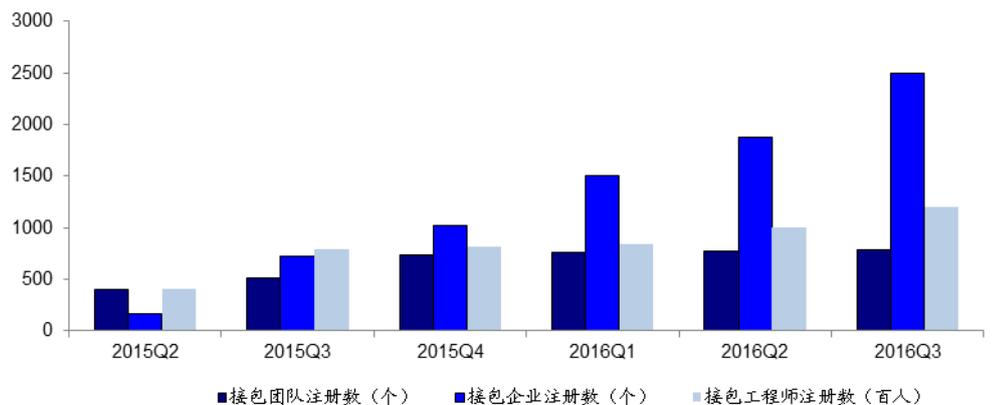
随着华为的合作项目逐步增多，公司已全面参与到华为的业务(包括运营商、企业、消费者业务)中，在华为的发展中扮演的角色愈发重要。因此，我们预期公司与华为的关系将更加紧密，两者的战略伙伴关系将有益于公司传统业务的稳定增长及新兴业务的持续推进。

### 3.3 解放号平台势不可挡

IT 服务行业经历常年发展，逐渐成熟，同时也出现了人力成本上升、毛利下降、IT 从业人员频繁跳槽以及客户期望质优价廉的服务等问题及现象。

公司针对 IT 服务行业中人工成本增长和生产效率不高等诸多增长瓶颈，开发了 JointForce 平台（解放平台），打开了行业革新的机遇。公司于 2013 年开始研发基于 SMAC（社交（Social）、移动（Mobile）、分析（Analytical）及云计算（Cloud））模式的互联网云众包平台产品——JointForce（“解放号”），平台通过众包模式整合社会 IT 服务资源，建立由 IT 从业者、IT 企业及各个行业用户组成的 IT 服务生态系统，实现 IT 服务在线提交。用户通过平台组织接包资源、完成服务交易、获得可信交付，在提高 IT 行业效率的同时满足各方参与者的需求。

图14 解放号平台各类用户注册数



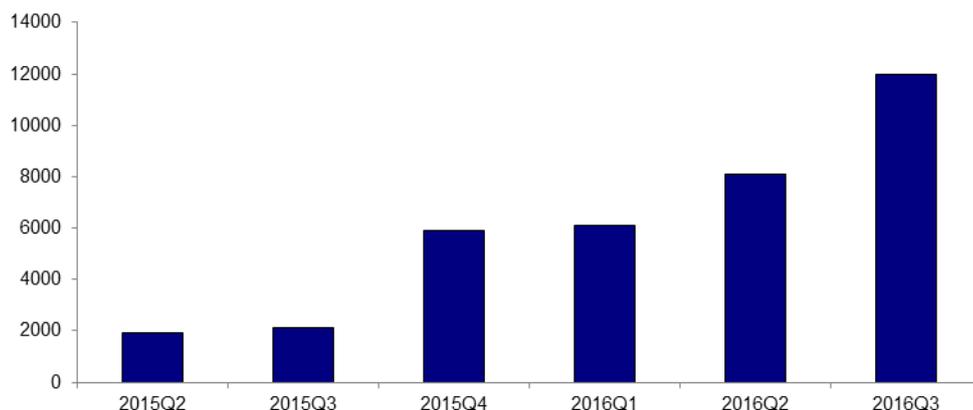
资料来源：公司 2016 年中报，公司官网新闻，海通证券研究所

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。2015 年 6 月，公司发布解放号商用版，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，反映出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 服务的企业均有很强的吸引力，公司对行业需求的判断得到了印证。

#### 2016 年为解放号元年

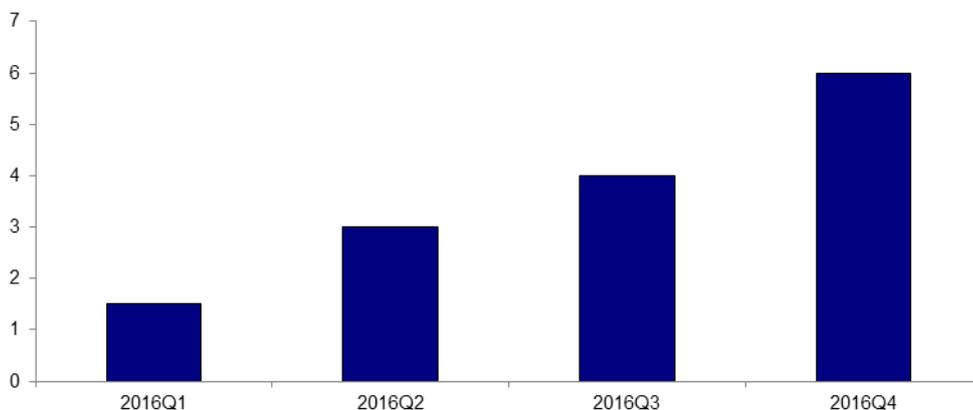
解放号主要服务于长尾客户，即小客户或时间有限的小型项目。这类客户对价格较为敏感，因此平台聚焦于高效提供质优价廉的服务。2016 年解放号发展顺利，被公司称为“解放元年”。

2016 年上半年，解放号与多家大型企业开展了合作，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以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15 解放号平台注册发包数 (单位: 个)**


资料来源: 公司 2016 年中报, 公司官网新闻, 海通证券研究所

截至 2016 年底, 公司旗下解放号注册接包团队达到 1,000 多个, 接包企业近 3,000 家, 接包工程师 13 万多名, 发包企业近 2 万家, 发包额超过 6 个亿。转型创新型的 IT 开发获得了充分验证和行业认可。此外, 解放号与华为软件开发云达成了深度战略合作, 以建立软件定制开发生态, 推动软件行业生产力的变革。

**图16 2016 年解放号累计发包金额 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司 2016 年中报, 公司官网新闻, 海通证券研究所

我们认为, 解放号平台注册用户的快速增长已奠定了坚实的基础, 随着平台共享资源的增加, 运营经验的丰富, 以及品牌效应的增强, 通过平台尝试发包的企业将会增多, 项目数量及交易金额将进一步将会提高。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。基于公司丰富的 IT 行业经验、庞大的客户及合作伙伴网络, 我们相信解放号平台发展空间十分广阔。

## 4. 盈利预测与投资建议

我们看好公司 IT 服务业龙头地位的进一步巩固,与华为更加紧密的战略合作关系将持续推动 TPG 业务稳健增长,且有利于公司在各区域市场以及海外渠道上的拓展。此外,解放号平台由抽佣制转为会员制的盈利模式升级,促进用户黏度提升,各参与者得以共同活跃平台生态。未来随着平台功能的逐步完善和高效推广,预期其收入贡献还将不断提升。

我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.22 元、0.29 元和 0.39 元(人民币),未来三年年均复合增长 25%。考虑到公司解放号平台盈利模式升级,云计算、大数据等业务推进顺利,我们认为公司可享受一定估值溢价。参考可比公司估值,给予公司 2017 年约 23 倍市盈率,6 个月目标价 6.67 港元,首次覆盖,给予买入评级。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (港币)	市值 (亿港元)	EPS (人民币元)			PE (倍)			CAGR(15-18E) (%)	PEG
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E		
中国民航信息	00696.HK	19.68	576	0.83	0.85	0.95	23.7	23.2	20.7	11.39%	0.91
金蝶国际	00268.HK	3.17	93	0.10	0.09	0.11	31.7	35.2	28.8	5.55%	1.00
<b>平均</b>				<b>0.47</b>	<b>0.47</b>	<b>0.53</b>	<b>27.7</b>	<b>29.2</b>	<b>24.8</b>	<b>8.47%</b>	<b>0.25</b>
<b>中国软件国际</b>	<b>00354.HK</b>	<b>4.45</b>	<b>107</b>	<b>0.18</b>	<b>0.22</b>	<b>0.29</b>	<b>24.1</b>	<b>20.2</b>	<b>15.1</b>	<b>25.32%</b>	<b>0.85</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 海康威视采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2017 年 4 月 11 日收盘价。

表 2 公司分业务收入

收入(百万元)	2015	2016	2017E	2018E
<b>技术专业服务业务</b>	<b>3780.7</b>	<b>5481.9</b>	<b>6852.4</b>	<b>8359.9</b>
同比增长(%)		45.0%	25.0%	22.0%
<b>互联网资讯科技服务业务</b>	<b>1301.5</b>	<b>1388.4</b>	<b>1560.8</b>	<b>1735.9</b>
同比增长(%)		6.7%	12.4%	11.2%
<b>合计</b>	<b>5129.1</b>	<b>6783.4</b>	<b>8413.2</b>	<b>10095.9</b>
同比增长(%)		32.3%	24.0%	20.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 公司分业务毛利和毛利率

毛利(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>技术专业服务业务</b>	<b>1126.6</b>	<b>1609.2</b>	<b>2055.7</b>	<b>2508.0</b>
毛利率(%)	29.8%	29.4%	30.0%	30.0%
<b>互联网资讯科技服务业务</b>	<b>396.6</b>	<b>406.6</b>	<b>468.2</b>	<b>520.8</b>
毛利率(%)	30.5%	29.3%	30.0%	30.0%
<b>合计</b>	<b>1523.2</b>	<b>2015.8</b>	<b>2520.6</b>	<b>3024.7</b>
毛利率(%)	29.7%	29.7%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5. 风险提示

- (1) 解放号平台增速低于预期;
- (2) 云计算、大数据业务推进减缓。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6783.37</b>	<b>8413.23</b>	<b>10095.87</b>	<b>12115.05</b>
每股收益	0.18	0.22	0.29	0.39	营业成本	4767.53	5892.76	7071.32	8485.58
每股净资产	1.78	2.00	2.08	2.17	毛利率%	29.72%	29.96%	29.96%	29.96%
每股经营现金流	0.00	0.08	0.05	0.08	营业税金及附加	-	-	-	-
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	-	-	-	-
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	219.01	360.56	382.20	458.64
P/E	24.62	20.61	15.44	11.72	营业费用率%	3.23%	4.29%	3.79%	3.79%
P/B	2.55	2.27	2.19	2.10	管理费用	806.61	1000.42	1200.50	1440.60
P/S	1.60	1.29	1.08	0.90	管理费用率%	3.23%	4.29%	3.79%	3.79%
EV/EBITDA	22.82	10.46	10.16	8.35	EBIT	582.70	700.03	912.52	1177.59
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	95.73	90.88	93.40	93.33
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.41%	1.08%	0.93%	0.77%
毛利率	29.72%	29.96%	29.96%	29.96%	资产减值损失	-	-	-	-
净利润率	6.52%	6.28%	6.98%	7.66%	投资收益	-	-	-	-
净资产收益率	10.37%	11.02%	14.19%	17.88%	<b>营业利润</b>	<b>486.97</b>	<b>609.15</b>	<b>819.12</b>	<b>1084.26</b>
资产回报率	6.12%	6.37%	7.34%	8.13%	营业外收支	37.62	50.48	60.58	66.63
投资回报率	10.73%	12.28%	13.84%	14.92%	<b>利润总额</b>	<b>524.59</b>	<b>651.22</b>	<b>869.60</b>	<b>1144.83</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	440.09	914.70	973.37	1250.61
营业收入增长率	32.25%	24.03%	20.00%	20.00%	所得税	114.75	123.26	164.59	216.69
EBIT 增长率	-	20.14%	30.35%	29.05%	有效所得税率%	21.87%	18.93%	18.93%	18.93%
净利润增长率	23.08%	28.82%	33.53%	31.65%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>442.08</b>	<b>527.96</b>	<b>705.01</b>	<b>928.15</b>
资产负债率	40.07%	37.37%	42.80%	48.39%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>404.46</b>	<b>477.48</b>	<b>644.43</b>	<b>861.51</b>
流动比率	2.02	2.13	2.25	2.37	<b>资产负债表 (百万元)</b>				
速动比率	2.01	2.12	2.24	2.36	货币资金	1298.97	1625.48	1933.29	2319.95
现金比率	1.41	1.42	1.41	1.41	应收款项	3606.89	4277.33	5175.25	6270.51
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	20.89	25.91	31.09	37.31
应收帐款周转天数	77.80	80.59	79.12	80.64	其它流动资产	0.68	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	1.93	1.43	1.45	1.45	流动资产合计	4927.43	5928.73	7139.63	8627.77
总资产周转率	1.00	1.08	1.13	1.15	长期股权投资	104.19	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	9.99	10.02	10.30	9.71	固定资产	819.80	858.68	1102.08	1394.16
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	1278.27	1278.27	1278.27	1278.27
					非流动资产合计	2301.87	2354.92	2471.71	2782.06
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>资产总计</b>	<b>7229.31</b>	<b>8283.64</b>	<b>9611.34</b>	<b>11409.84</b>
净利润	442	528	705	928	短期借款	922.45	1144.09	1372.91	1647.49
折旧摊销	112	61	73	80	应付账款	553.29	686.23	823.48	988.17
营运资金变动	551	742	908	-107	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>180</b>	<b>118</b>	<b>187</b>	<b>1426</b>	其它流动负债	963.19	954.38	978.71	1007.91
固定资产投资	-254	-304	-365	-402	流动负债合计	2438.93	2784.70	3175.10	3643.57
无形资产投资	0	0	0	0	长期借款	438.79	310.79	988.74	1998.94
资本支出	-254	-304	-365	-402	其它长期负债	18.94	0.00	-50.48	-121.15
<b>投资活动现金流</b>	<b>-306</b>	<b>-215</b>	<b>-383</b>	<b>-413</b>	非流动负债合计	457.73	310.79	938.26	1877.79
债务变化	-12	-289	-339	-79	<b>负债总计</b>	<b>2896.66</b>	<b>3095.49</b>	<b>4113.36</b>	<b>5521.36</b>
股票发行	11	0	0	0	实收资本	106.39	106.39	106.39	106.39
<b>融资活动现金流</b>	<b>129.08</b>	<b>-154.06</b>	<b>-157.42</b>	<b>-6.53</b>	普通股股东权益	4264.22	4792.18	4969.23	5192.37
现金净流量	3.50	-251.62	-353.89	1007	少数股东权益	68.43	395.97	528.75	696.11
公司自由现金流	-122.93	-417.40	-459.87	740.40	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7229.31</b>	<b>8283.64</b>	<b>9611.34</b>	<b>11409.84</b>
股权自由现金流	-452.69	439.92	1534.81	1954.62					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 11 日

资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郑宏达 计算机行业  
谢春生 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 佳都科技, 润和软件, 易华录, 新开普, 四维图新, 京山轻机, 中海达, 天源迪科, 万惠金科, 辰安科技, 数字认证, 云赛智联, 银江股份, 用友网络, 广联达, 通鼎互联, 雄帝科技, 启明信息, 南天信息, 神州泰岳, 信雅达, 中科曙光, 达实智能, 捷成股份, 东华软件, 捷顺科技, 诚迈科技, 恒华科技, 创意信息, 熙菱信息, 拓尔思, 同有科技, 艾派克, 鼎捷软件, 海立美达, 航天信息, 久远银海, 优博讯, 超图软件, 长亮科技, 中科金财, 启明星辰, 二三四五, 奥马电器, 佳发安泰, 汉邦高科, 四方精创

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准		
	投资评级分为股票评级和行业评级	
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	
	2. 投资建议的评级标准	
	报告发布日后的 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长  
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
联系人  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
史霄安 sxa11398@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com  
联系人  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
联系人  
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com  
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com  
李影 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

### 汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
联系人  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

### 公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
联系人  
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

### 互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
联系人  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
唐宇 ty11049@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com  
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com  
联系人  
金晶 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 张天闻 ztw11086@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 联系人 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com 联系人 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 联系人 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立 ll11383@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 联系人 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 联系人 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com 唐蓉(021)23212208 tr9709@htsec.com 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 马榕 23219431 mr11128@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 联系人 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟 dsw11227@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 联系人 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
<b>军工行业</b> 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 张恒恒(010)68067998 zhx10170@htsec.com	<b>银行行业</b> 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 林瑾璐 lj11126@htsec.com 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 联系人 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾熹阁 gxm11214@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 联系人 朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com 赵洋 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com 黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 杨洋(021)23219281 yy9938@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 殷怡琦 (010) 58067988 yyq@htsec.com 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com 杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com 张景才 (010)58067977 zjc10211@htsec.com 李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com 张妍 (010)58067903 zy9289@htsec.com
--	---	--

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com