

公司报告

招商证券(香港)有限公司

中软国际 (354 HK)

IT服务“互联网+”再出发

- 中软国际的“互联网+”：整合IT服务长尾市场，组织结构全面变革
  - 蓝筹客户、行业经验和云服务为业务模式的转型奠定基础
  - 恢复覆盖给予买入评级，目标价HK\$3.66，具有22%的潜在上升空间
- 中软国际IT服务转型战略逐步落地，新的盈利模式雏形初现**

中软国际的“互联网+”实践主要依托其“JointForce”众包平台展开。今年2季度平台以“解放号”为品牌正式商业化，并开始提供“多快好省”的新型解决方案服务，并帮助企业大幅降低信息技术服务的成本。同时平台通过海量的代码/工具资源和基于社交的业务推广整合社会中的IT技术人员。我们相信公司能够通过互联网将IT服务需求同中国数百万计的IT工程师资源对接，并通过由此衍生出的IT培训、招聘、广告和项目融资等新型服务品类实现货币化。同时中软国际配合“互联网+”IT的思路对企业管理进行变革，将技术人员按照核心资源、弹性共享资源和合作伙伴三个维度进行了重新组合，从而有效提升人员的利用率和公司在单位时间内承接项目的的能力。

蓝筹客户、行业经验和云服务增强公司的综合竞争力

中软国际凭借自身丰富的项目管理经验、高质量的产品提交能力和充足的工程师资源赢得了包括华为、阿里云和腾讯等高科技龙头企业的青睐，且在金融、互联网和能源等新兴行业积累了大量优秀的企业客户群。在经济增速整体减缓和大多数行业景气程度下降的大背景下，我们相信中软国际良好的蓝筹客户基础将提升公司在收入和盈利方面的稳定性，并为公司将来在细分领域的进一步拓展奠定了基础。此外，中软国际长期积累的IT服务技术优势与云计算亦能够有效结合，并通过与阿里云和华为云等主要平台的紧密合作，在PaaS业务(如RCloud)和SaaS领域获得新的突破。

估值与评级

我们对于中软国际2015/16年的净利润预测分别较市场平均低7%/14%，这是由于1)宏观经济增速放缓而可能导致IT服务需求下降；以及2)基于审慎的原则未计算“JointForce”平台所带来的增量收入。同时我们预计中软国际2H15的收入和净利润增速可能慢于上半年。中软国际目前的股价对应16.7x 2016E P/E，而全球IT服务和解决方案公司的平均2016E P/E为20.4x。由于中软国际具有1)互联网IT服务众包平台；2)与蓝筹客户的长期合作关系；以及3)云服务方面的催化剂，我们相信公司目前的估值水平仍有提升空间。我们恢复覆盖中软国际，并按照全球IT服务和解决方案公司的平均2016E P/E 20.4x给予公司HK\$3.66的目标价和买入评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	3,206	4,429	5,380	6,435	7,630
同比增长(%)	16%	38%	21%	20%	19%
归属股东净利润	148	200	256	306	412
同比增长(%)	11%	35%	28%	20%	35%
每股盈利(元)	0.08	0.11	0.12	0.15	0.20
每股股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	29.8	23.3	20.0	16.7	12.4
市净率(X)	2.0	1.9	1.6	1.5	1.3
ROE(%)	6%	7%	8%	8%	10%

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

郝云帆 黄轩  
852-3189 6117 852-3189 6179  
haoyf@cmschina.com.hk huangx@cmschina.com.cn

最新变动

恢复覆盖

买入

前次评级	无
股价	HK\$3.01
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$3.66 (+22%)
前次目标价:	无

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
354 HK	5.6	9.4	13.5
HSI	(4.9)	(13.0)	(10.6)

行业：TMT

恒生指数	21303
国企指数	9570

重要数据

52周股价区间(港元)	2.12-5.79
港股市值(百万港元)	6166
日均成交量(百万股)	23.47
每股净资产(港元)	1.6

主要股东

Chen Yuhong	12.46%
EJF Sidecar Fund	5.70%
UBS	4.77%
Microsoft	4.76%
总股数(百万股)	2042
自由流通量	77.1%

相关报告

无

## 投资主题

### 中软国际的“互联网+”：布局长尾IT服务市场，推进组织架构优化升级

中软国际在2013年度提出面向社交(Social)、移动(Mobile)、分析(Analytics)和云计算(Cloud)(以下简称“SMAC”)进行战略转型的计划后，推出了以“JointForce”众包平台和配套的项目管理体系。公司在市场拓展方面旨在加速向IT服务长尾市场(中小企业用户/二三线城市)渗透；而在内部组织变革层面希望构建扁平化的管理体系，提升公司整体的盈利水平和工作效率。

公司在2Q15发布了以“解放号”为品牌的众包服务体系，使“JointForce”平台实现了正式的商业化。目前“解放号”中已经积累了超过50000人的IT工程师资源和近2000家的发包企业，并已经建立了较为规范的项目发包和接包运行机制。而公司在2015下半年的重点将着眼于1)建立项目从签约、执行到质检/结算的完整业务流程；2)继续完善代码资源库、工程师社交应用、在线培训和广告推广等用户界面，提升货币化的能力；以及3)将注册工程师人数提升至10万人以上。

中软国际对于公司内部的人员将基于核心技术人才、弹性共享项目团队和合作伙伴三个维度(“三环人才”模型)进行重构，并将原有的中小型项目(收入在人民币600万元以下)和相关的人员全部转移到“解放号”平台中，最终形成基于线上的互联网IT服务集团(IIG)和基于线下的技术和专业服务集团(TPG)。我们认为组织架构的调整将使公司现有的人才逐步转移到具有高附加值的项目中，使员工的利用率达到最大化，从而提升公司整体的盈利水平。

### 蓝筹客户、行业经验和云服务将提升公司的综合竞争力和抗风险能力

中软国际的业务模式分为以人数和单价计费的外包业务和基于市场定价，并利用自身的技术和项目管理经验为客户提供的IT解决方案业务。公司主要的优势在于其丰富的蓝筹客户群以及在多个细分行业深入的IT服务经验。通过多年的服务和优质的项目执行提交能力，中软国际已经与华为、阿里云和腾讯等巨头企业建立了长期稳定的战略合作关系；同时中软国际在金融、互联网和能源等新兴行业也积累了广泛的优质客户群体。我们相信优质的客户群体不但能够帮助公司在经济增速放缓和行业景气度下滑的环境中抵御业务风险，而且能够使公司在经济回暖，IT服务需求上升的时期快速把握新的市场机遇。同时，公司在云计算领域推出了RCloud中间件产品、大数据管理和云迁移等服务项目，并与华为云和阿里云等主要平台进行了资源的对接，旨在PaaS中间件服务和SaaS敏捷开发等新兴商业模式中打开货币化的空间。

### 催化剂与风险

催化剂：1)“解放号”货币化程度超预期，并获得新的融资；2)公司毛利率得到明显改善；以及3)华为业务收入超预期增长，并以较高的市场价格入股中软国际。

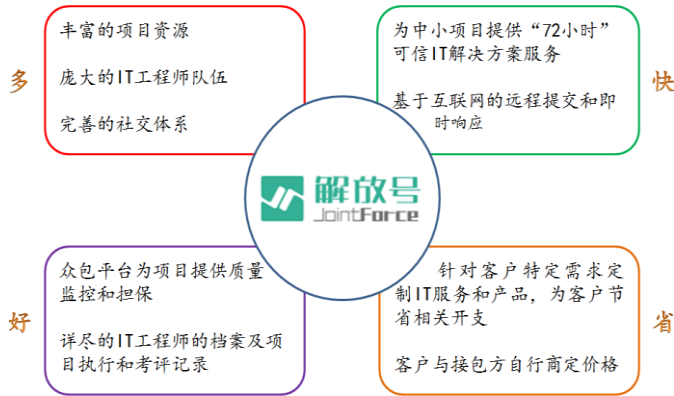
潜在的风险：1)IT服务需求下降对于公司的冲击超过预期；以及2)公司业务重组所产生的潜在的人员流失和项目进展放缓等不良影响。

### 盈利预测、估值与评级

我们相信中软国际未来的收入的增长动力包括IT长尾市场中的大量中小型项目和与蓝筹客户战略合作范围的扩展。而公司的盈利水平提升则是靠提升人员的使用效率和使用更多外部的IT开发者替代全职员工的成长。我对于中软国际2015/16年的收入预测分别较市场平均低1%/4%，以考虑到宏观经济增速放缓而导致的IT服务需求下降的风险且未计算“JointForce”平台所带来的潜在增量收入。我们的净利润预测分别较市场平均低7%/14%，主要是由于我们的毛利率预测较市场低接近200bps。由于有诸多的催化剂支撑，我们相信公司的估值水平仍有提升的空间。我们恢复覆盖中软国际并按照全球IT服务和解决方案公司的平均2016E P/E 20.4x给予公司HK\$3.66的目标价，同时给予买入评级。我们的目标价格据公司当前股价有22%的上升空间。

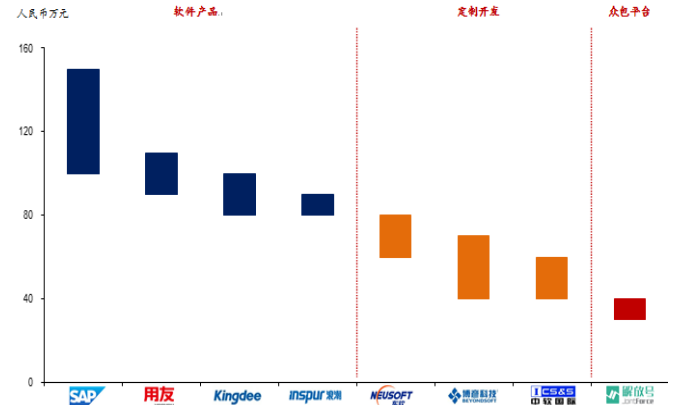
重点图表

图1: JointForce提供“多、快、好、省”的IT众包服务



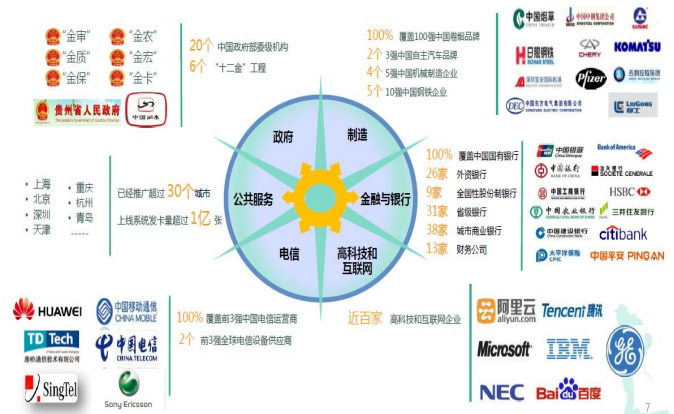
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: JointForce提供IT服务的价格低于其他方式



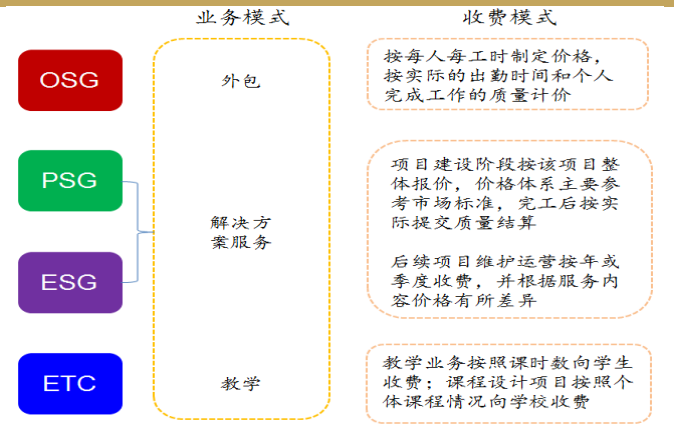
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 中软国际具有广泛的蓝筹客户基础



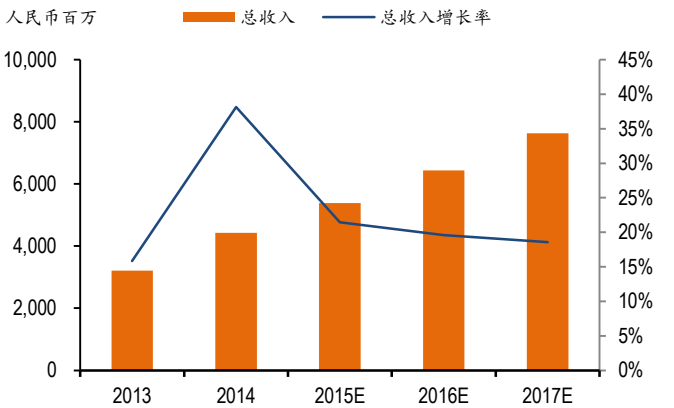
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 中软国际现行组织架构、业务内容和收费模式



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 中软国际收入和增速



来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图6: 中软国际预测市盈率区间



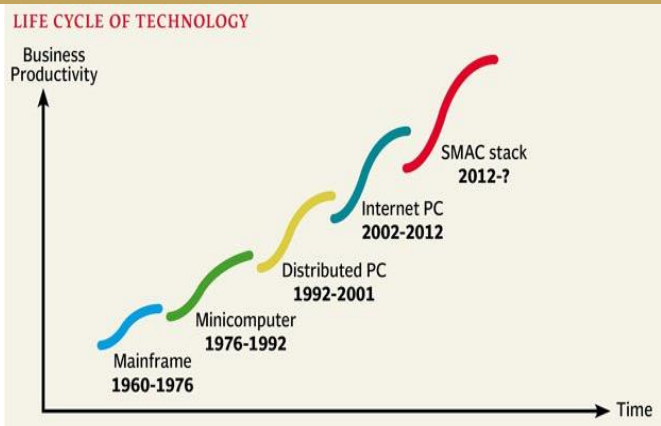
来源: Bloomberg, 招商证券(香港) 预测

中软国际的“互联网+”：以“JointForce”为载体布局长尾IT服务市场，推进人才管理的优化升级

JointForce (“解放号”)：融合SMAC四力塑造全新的IT服务商业模式

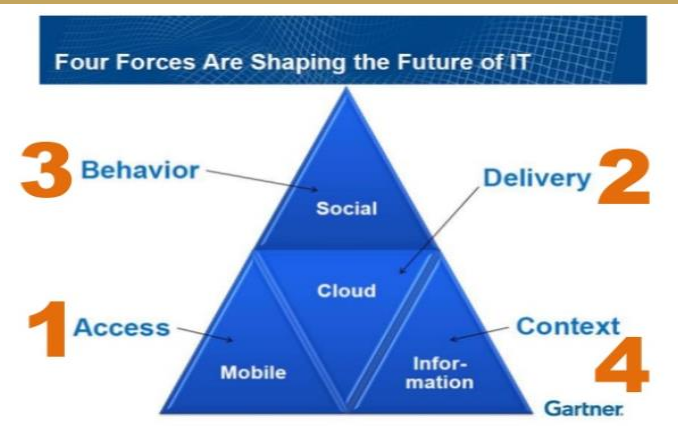
社交 (Social)、移动 (Mobile)、分析 (Analytics) 和云计算 (Cloud) (以下简称“SMAC”) 是移动互联网对于传统商业模式的四种冲击，而最终的结果是减少各类商业活动的中间环节和信息流转的壁垒，使产品和服务与消费者的最终需求以较低的成本精准对接。根据Gartner的定义，SMAC将是信息技术领域继计算机时代之后又一个新的里程碑。由于移动互联网和各类可穿戴智能交互设备的兴起，未来的商业模式也将随着信息和数据流转方式的改变而发生新的变革。目前SMAC的变革仍处于初级的阶段，商业模式的变革首先将从企业的IT管理模式开始，因此这个时期对于IT服务商而言也是一个极为重要的转型期。我们相信SMAC对于IT服务在项目管理、数据分析和提交等方面提出了更高的要求；而IT服务商的价值也从从传统的系统集成、外包服务 (ITO、BPO和KPO等) 向基于云计算和大数据的综合性解决方案转型。中软国际的JointForce众包平台也是顺应SMAC四力并结合中国市场的特点而做出的创新实践。

图7：SMAC将开启信息技术发展的又一个时代



来源：Gartner, 招商证券(香港)

图8：SMAC四力将重塑IT服务的价值和商业模式



来源：Gartner, 招商证券(香港)

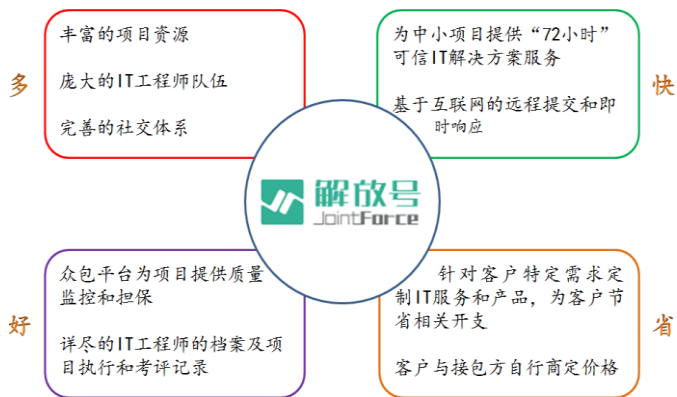
图9：SMAC为IT服务运营模式带来的改变



来源：公司资料, 招商证券(香港)

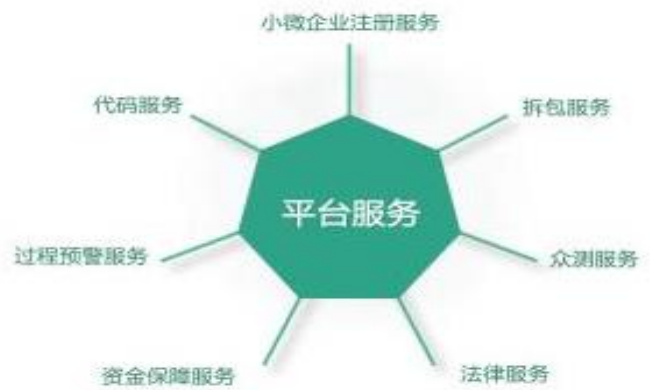
具体而言，JointForce对于SMAC的实践在于其基于互联网提供“多、快、好、省”的消费化IT服务，这也是JointForce希望塑造的IT服务新价值。我们相信JointForce能够凭借1) 海量的IT工程师资源；2) 中软国际在项目管理和提交方面的丰富经验；以及3) 社交化的资源共享工作平台为各行业的IT服务需求者提供最优质和最适合的解决方案服务。而在成本方面，由于JointForce运用的是社会上弹性的IT工程师资源和可以复制的程序代码，其服务相比传统的IT解决方案人力资源成本更低，所需的工时也更少，因此在理论上能够以更低的价格针对客户的特定需求提供高质量的IT服务。此外，众包平台为买卖双方提供丰富的项目管理、沟通、质保和开发工具等支援，更有效地帮助交易双方达成协议并加快项目开发的进度。

图10: JointForce提供“多、快、好、省”的IT众包服务



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

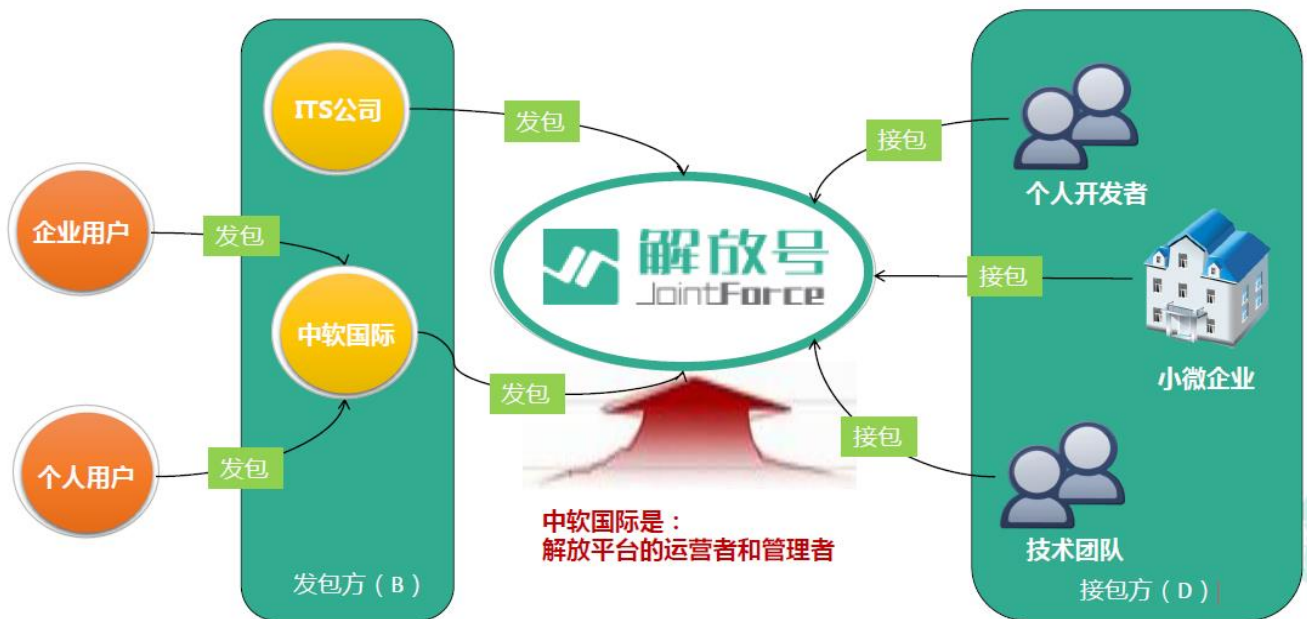
图11: 众包平台为交易双方提供多元化全方位的服务



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

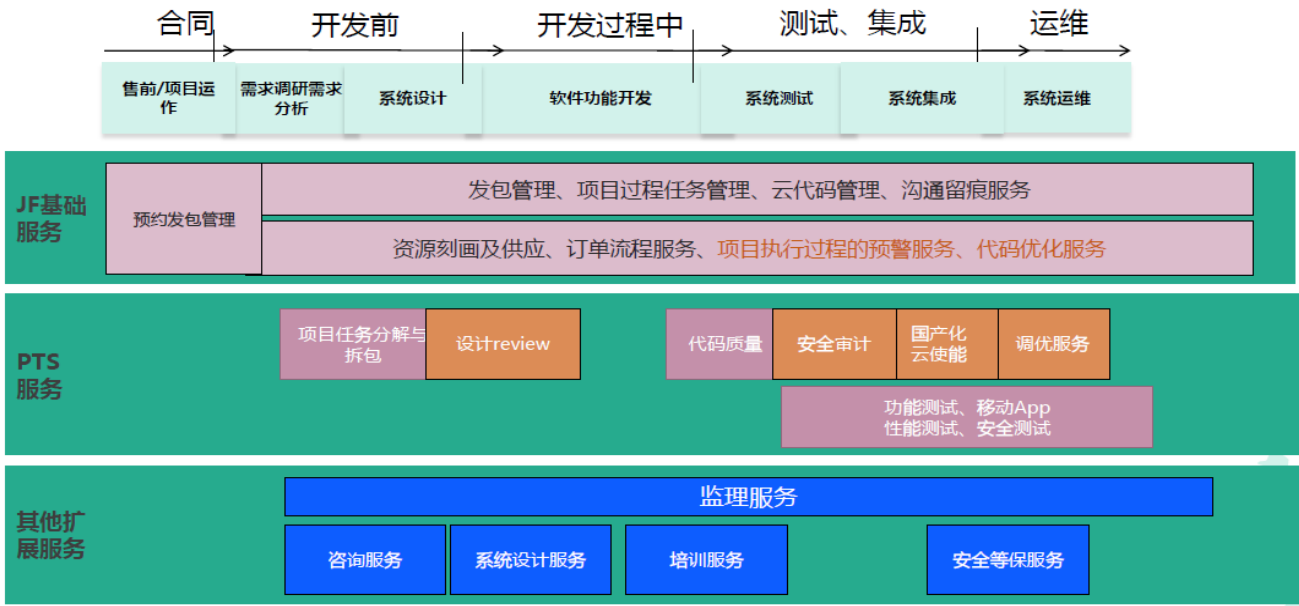
在具体的运行原理层面，JointForce的实质就是将传统IT服务的接包、发包和提交结算的全流程，通过一个整合的基于的互联网众包平台加以实现，从而成为“IT服务的电商”。同时“解放号”也作为IT项目操作和提交的载体，提供项目从签约到结算的全程审核和服务，且在每一个环节都有专门的人员处理相关的技术问题和纠纷。因此，IT众包平台相对普通的电商平台需要更多的IT专业服务并为项目双方承担更多的结算和质量担保责任。作为“解放号”的运营者和管理者，中软国际是连接发包方和接包方的重要纽带，并需要维护所有的利益相关者的合法权益和最佳体验。与此同时，中软国际也可以扮演咨询顾问的角色，为平台中的发包者代理分发较大规模或技术难度较高的项目，并根据项目的具体情况寻找合适的接包人或将项目拆分后重新发包。

图12: JointForce是连接项目发包方和接包方的平台



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图13: JointForce对项目的全程实施技术支持和质量保证



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图14: “JointForce”提供基于PC和移动端的项目管理、社交互动、代码资源和行业资讯等全方位的线上资源和支持

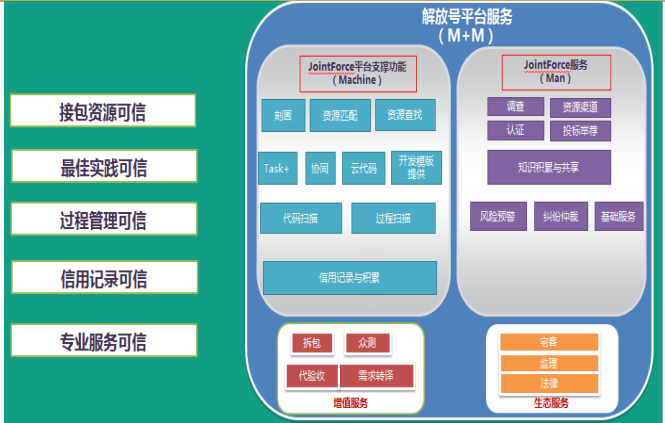
The figure displays various features of the JointForce platform:

- 项目进度记入工程师日历 (Project progress recorded in engineer calendar):** A screenshot of a calendar interface showing project tasks and progress for October 2014.
- 简洁的移动端主页面 (Simple mobile app main page):** A screenshot of the mobile app's home screen with various service icons.
- 自动匹配合适的项目 (Automatically matched suitable projects):** A screenshot showing a list of project listings with details like price and location.
- “微信”化的实时交流 (“WeChat”-style real-time communication):** A screenshot of a chat interface for a user named Tracey.
- 明晰的提交记录和进度控制 (Clear submission records and progress control):** A screenshot of a project management dashboard showing task completion rates and timelines.
- 丰富的社区资源 (Rich community resources):** A screenshot of the JointForce community page with various articles and resources.
- 充足的资讯和知识 (Ample information and knowledge):** A screenshot showing a list of articles and news items.
- 清晰的项目收支统计 (Clear project financial statistics):** A screenshot of a financial summary page showing account balances and transaction records.

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

我们认为JointForce的另一个重要创新是其涵盖“计划”、“执行”、“检验”和“调整”四个环节的PDCA管理模型。PDCA模型使平台上的IT项目具有更高的透明度，且平台能够支持网页、移动端和PC客户端等多种接入渠道，实现了项目的利益各方“Anytime, Anywhere”对项目进行监控和沟通交流的需要。由于发包商需要在项目招标时向平台支付押金，而承包者的行为将被系统记录并被平台管理者考核，我们相信通过这样的模式将为IT服务营造一个公开公正的交易环境，保证了项目的质量，减少了不必要的纠纷。对于IT工程师而言，Jointforce平台上所分享的代码资源、行业资讯以及同行之间的互动交流互动将对其自身的职业发展提供重要的参考和支持，同时也鼓励优秀的IT工程人员通过改进完善自身的技能和沟通技巧提升自身的价值并获得更高的收入。

图15：“JointForce”多重保障营造可信的营商环境



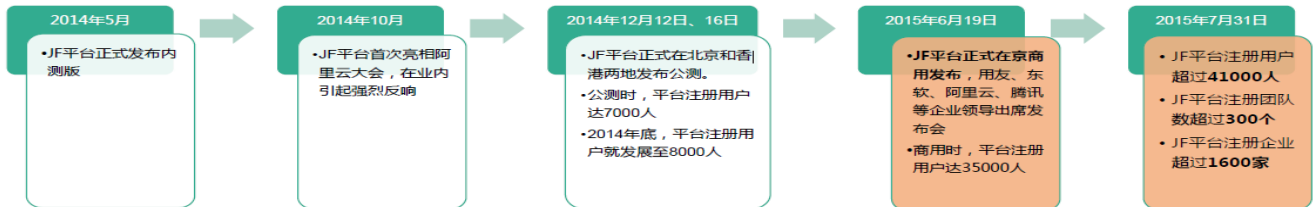
来源：公司资料，招商证券(香港)

图16：PDCA模型保证了项目执行的规范化



来源：公司资料，招商证券(香港)

图17：解放号商用化的工作进度

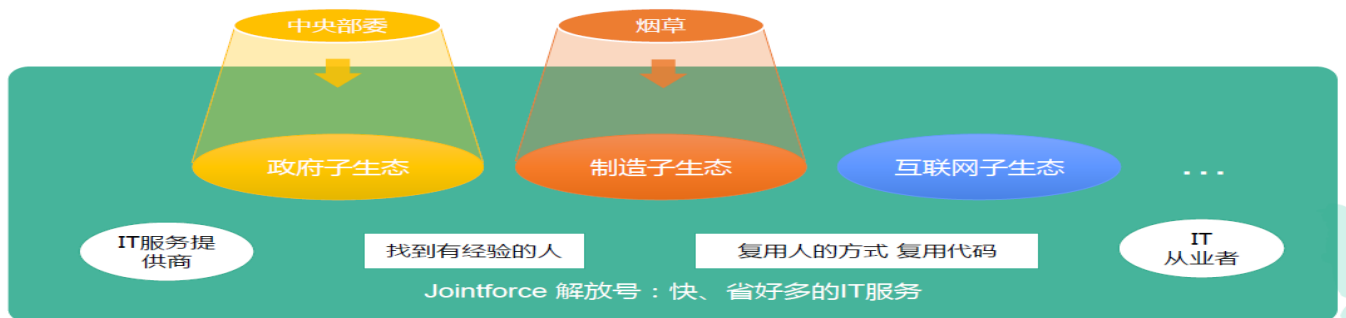


2015年解放号的工作方向是：

平台业务量出现替代性增长的确切态势。这里的替代，是指以平台模式发展业务的替代模式，即业务增长所对应的人数增长是非线性的，前者应远高于后者。与此同时，建设JF生态以及针对不同行业的子生态，我们首先将从政务云和工业互联网两个长尾市场的子生态开始。

来源：公司资料，招商证券(香港)

图18：解放号以特定行业资源为突破口，打造深度的行业IT解决方案商业生态



来源：公司资料，招商证券(香港)

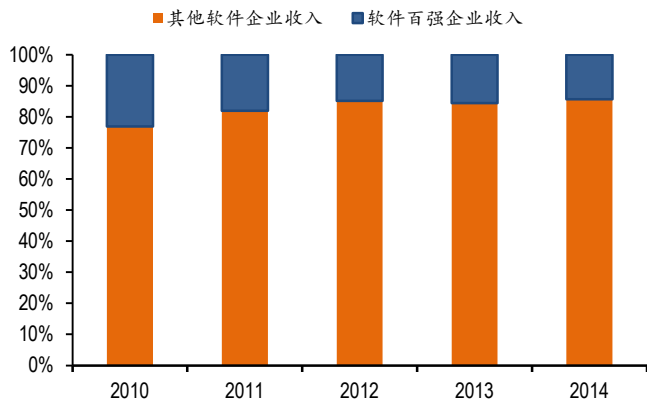
“解放号”作为JointForce众包平台的品牌在2015年6月正式发布并投入商业化的运营。在经过一年多的测试以及内部人员和项目的迁移上线工作后，目前该平台在技术测试、代码资源、开发工具和社区建设等基础架构的层面已经非常完善。经过3个月商业化运作，目前“解放号”中的注册工程师人数已经超过50000人，且绝大多数来自公司外部；而注册的企业也超过2000家，并已经出现了数量较多的在线项目招标、竞标和结算支付等商业行为。

“解放号”的推广方式主要包括1)在软件和IT服务业务集中的城市向IT服务企业和潜在的发包方进行地推；2)通过中软国际现有员工的人际网络与合作伙伴企业进行社交化的推广(如介绍和试用等方式)；以及3)通过信息技术高等院校向未来的IT工程人员推广。我们预计“解放号”将在2015年基本完成工程师团队的储备(公司目标：10万人)和在重点区域(如浙江、陕西、北京、上海、深圳和大连等IT服务集中的地域)的布局，并开始贡献增量的服务收入。而在行业布局方面，“解放号”将依托中软国际内部已经迁移到众包平台中的政府、烟草和移动通信等垂直行业的项目及人员，结合从外部引入的工程师及项目资源，搭建相关垂直行业的IT服务商业生态。

“解放号”将帮助中软国际整合IT服务长尾市场，货币化潜力巨大

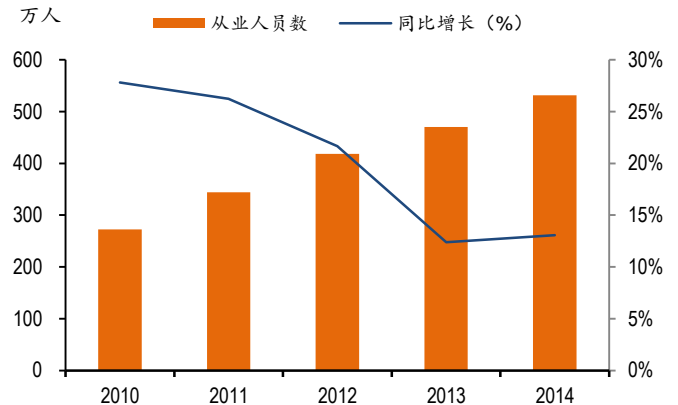
“解放号”能够为中软国际带来大量增量收入的战略背景在于中国IT服务产业是一个巨大的长尾市场。根据工信部过去4年的统计数据，中国软件行业(含解决方案、咨询、产品和外包等全部细分品类)2014年度的总收入规模达到人民币3.7万亿元，而工信部所评选的“软件服务收入百强企业”的总收入占软件产业总收入的比例均未超过20%，且随着移动互联网的发展和众多新型IT服务创业企业的出现，行业的收入集中度反而有所下滑。从软件企业数量分析，我们注意到2014年度中国登记在册的软件企业数量达到37000家，且过去三年的平均同比增速达到15%。而2014年度收入在人民币1000万元以下和人民币1000万-5000万元之间的企业分别占软件企业总数的45%和31%。另外，全国的软件和IT行业从业人数由2010年的272万人增长至2014年的532万人，且零散分布于中国的各个地区。由此可见，较为分散的市场集中度、众多的从业人数和广阔的地域分布为“解放号”提供了极大的市场整合空间。

图19：中国软件百强企业占行业总收入的比重



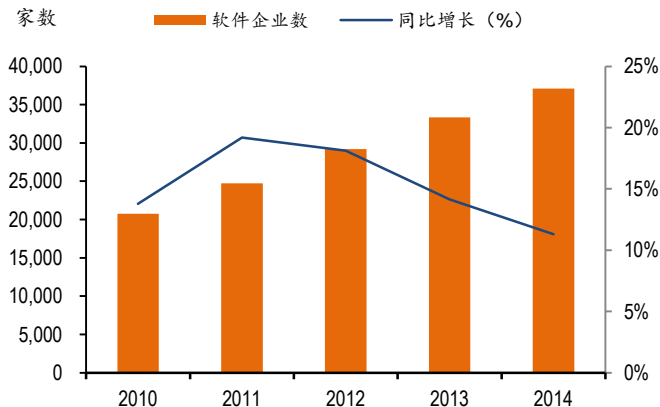
来源：Wind, 工信部, 招商证券(香港)

图20：中国软件行业从业人数数量



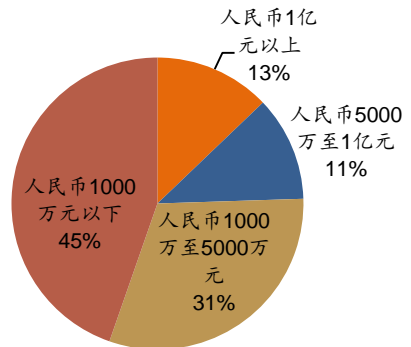
来源：Wind, 工信部, 招商证券(香港)

图21：中国软件企业数量



来源：Wind, 工信部, 招商证券(香港)

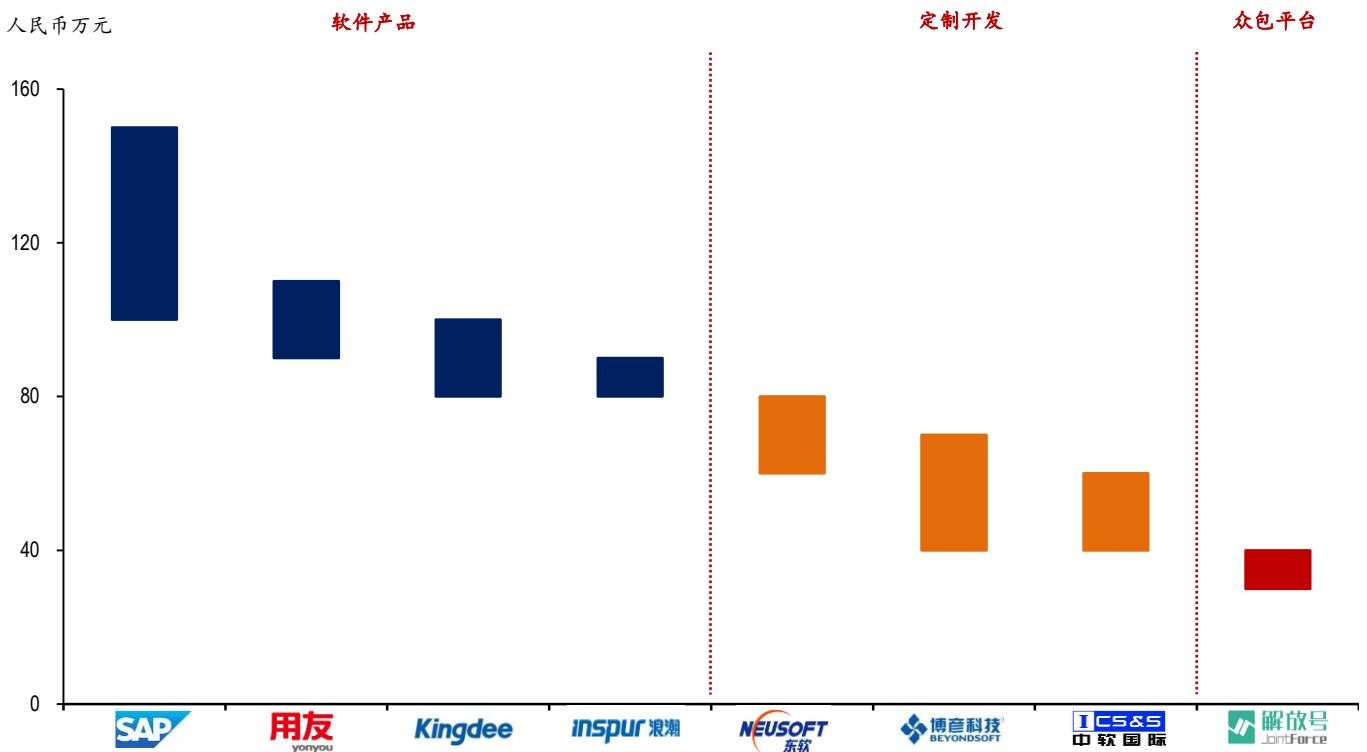
图22：2014年度中国软件企业按收入分布情况



来源：Wind, 工信部, 招商证券(香港)

价格昂贵是传统的IT服务和软件销售对于用户带来的一个共同痛点。由于软件开发需要占用大量的IT技术工程人员和工时，且IT人员的薪酬在世界各地都属于当地较高的水平，因此软件和IT服务的定价都是非常昂贵的。例如，一家中小型企业（公司员工人数在100-1000人之间）建立一套完备的ERP管理系统（含销售、财务、人力资源、存货、移动办公和文件管理等模块），如果采用直接购买软件（如SAP，用友和金蝶等），其价格至少在人民币80万元以上；如雇佣IT服务公司定制开发则至少需要人民币50万元，但开发时间需要至少三个月。而且在软件购买或项目完成后，需求方还需要在后续的年度缴纳数万元至数十万元不等版权使用费、售后服务费或版本更新的相关费用。但是根据“解放号”中的相关报价，类似的项目只需花费30-40万元即可完成，且提供至少一年的质保期限。而后续的软件更新维护费用亦可以由买卖双方协商定价。

图23：从不同类型的软件公司对于中小企业ERP的报价比较



来源：招商证券(香港)

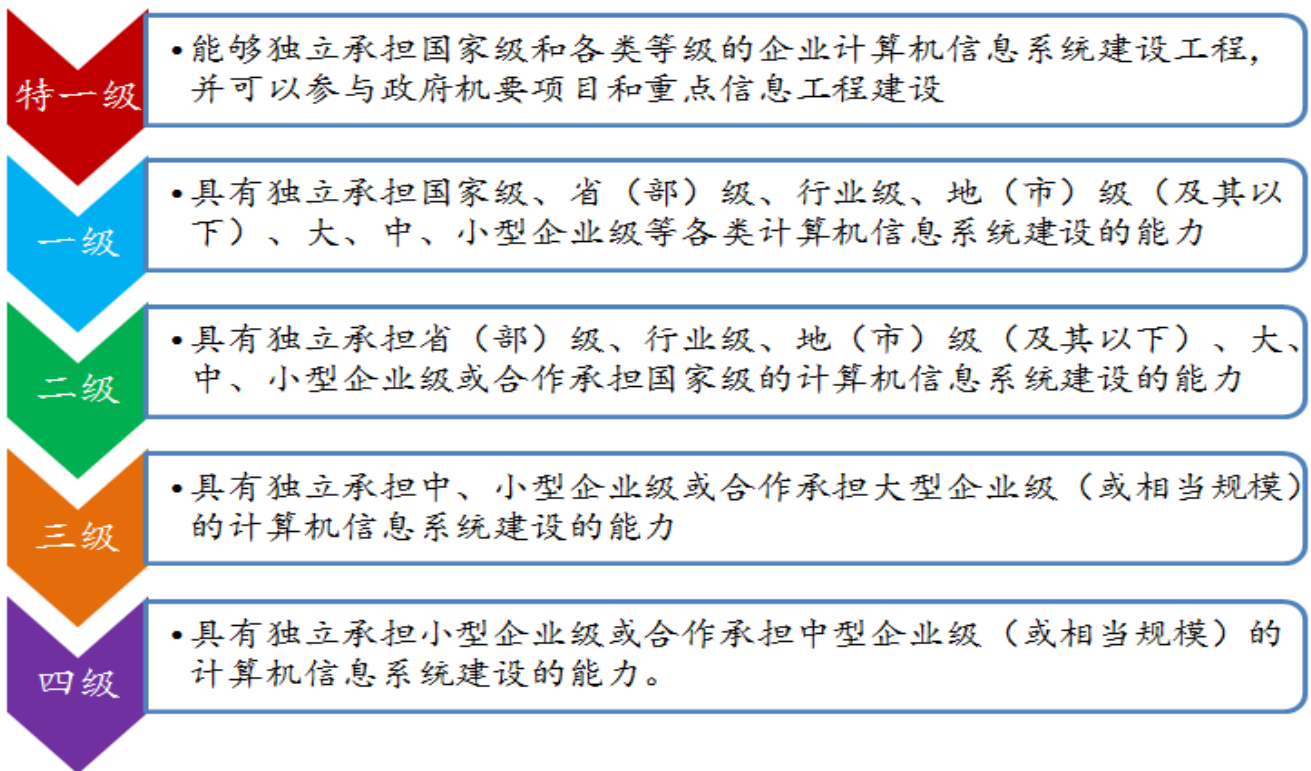
图24：三种IT实施方案的比较

	直接购买软件产品	使用传统 IT 解决方案	使用 IT 众包开发
价格	最高	中等	最低
项目实施周期	最短	最长	中等
定价方式	完全的市场化定价	基于“成本+利润”的定价模式	双方根据特定项目协商价格
直接项目成本内容	一次开发，重复销售，直接开发成本随着销量增加而占比逐渐摊销	主要是开发人员的工资福利成本和必要的物料、差旅费等	开发人员的时间成本、众包平台提取的佣金以及个人所得税
质量控制	统一的质量标准和一致的用户体验	质量受到 IT 工程师技术水平以及与客户沟通效率的影响。双方对项目的质量评价尺度往往不同，也会出现拖欠工程款的问题，容易产生纠纷	在有第三方监管的情况下选择最适合的项目开发人员，并由平台管理人员最终对项目做出客观的质量评价，买卖双方产生纠纷的概率相对较低

来源：招商证券(香港)

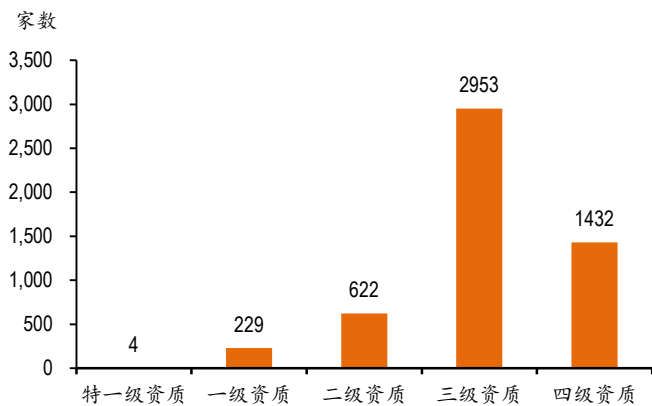
从成本端分析，我们相信“解放号”能够以低价格提供高质量服务的根本原因在于人力资源成本的节省。软件产品企业的定价主要是依托其品牌的优势并考虑了宣传品牌而产生的大量营销费用，因而软件产品的销售单价大都非常昂贵。而传统的IT服务企业定价是依托“成本+利润”的模型，而成本主要是IT工程人员的工资。我们注意到无论项目的多少和价格的高低，企业都要按时支付工资；且由于IT项目实施和软件开发的进度并不是线性的，因此工程师人员的利用率并不能达到100%。在这样的管理体系下，员工闲置的时间及其对应的工资开支将成为项目的沉没成本，但是仍然被计入了报价之中。而对于在众包平台发包的需求方而言，在线注册的工程师和团队都是按照项目计提报酬，不存在与任何雇主签订长期的劳动合同以及由此产生的沉没成本，因而需求方所承担的成本仅仅是双方协定的项目报价。此外，对于地处二、三线城市的IT需求者来说，“解放号”通过互联网将全国范围内的优秀IT服务资源与之对接，使其有机会了解其他地区的IT服务水平并通过平台在更大的范围内寻找水平更高的IT服务供应商。

图25：工信部“计算机信息系统集成企业资质”等级设置和业务权限介绍



来源：工信部，招商证券(香港)

图26：各级计算机信息系统集成资质企业数



来源：工信部，招商证券(香港)

图27：中软国际拥有计算机信息系统集成一级资质



来源：工信部，招商证券(香港)

我们相信众包模式能够取得成功的因素除了为IT需求方节省成本外，另一个重要的原因是其为中小型的IT服务商和工程师个人的跨地域和跨资质发展提供了可能性。由于高昂的交通和住宿成本，中小型的IT服务商很难跨地域承揽IT项目。且大型的IT公司承揽二、三线城市的项目也要付出高昂的差旅费用，使项目的盈利水平受压。从资质方面看，中国的IT服务企业需要获得工信部颁发的《计算机信息系统集成企业资质证书》，才可以独立承揽相应规模的IT服务项目。因此，在严格的技术资质管理体系下，资质较低的中小企业很难独立承揽到收入规模大，利润率水平较高的大型高端IT项目。

通过“解放号”众包平台，大型高端的IT项目可以被具有较高资质的IT服务企业承揽（如中软国际本身），再由该企业根据项目的属性将可以分包的部分在平台上做二次发包，使更多的中小开发者更加容易地参与到高端的项目中，同时也满足自身其在短时间内聚集更多项目人员的诉求，降低了招聘的时间和财务成本。大型项目发包商亦可以通过众包平台了解分包的细节安排和每个环节的进度，避免了传统模式下责任不清、暗箱操作和质量问题频出的弊端。而对于中小接包团队和工程师而言，参与大型的项目能够分享到IT服务产业链中更多的价值，提升项目开发和管理水平并获得与大型发包商建立合作关系的机会。

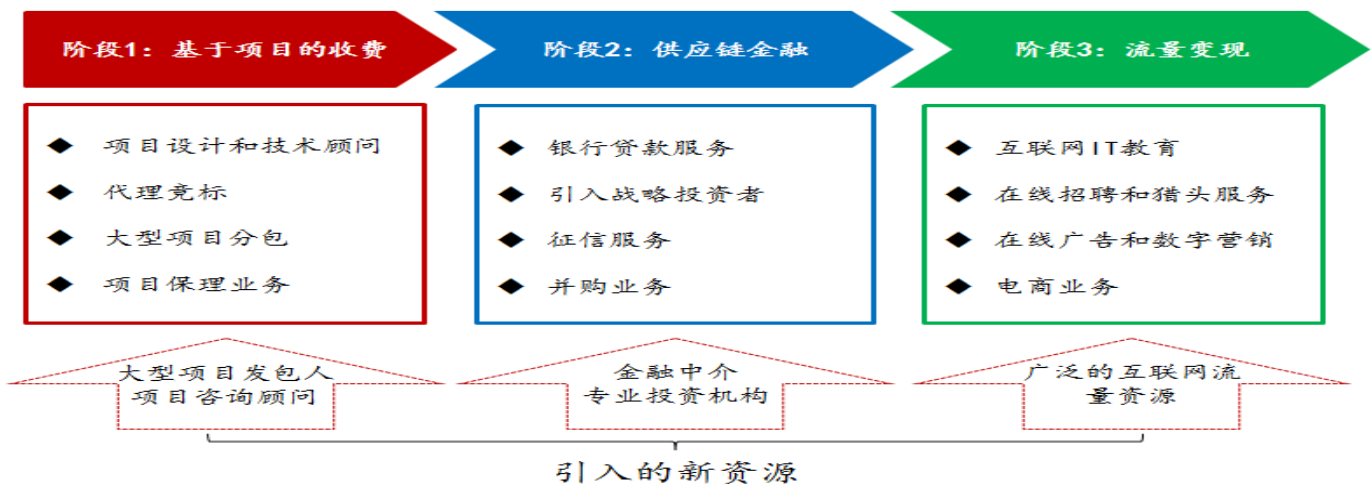
图28：中软国际可以利用其资质和解放号的生态系统将大型项目与广大的中小型IT服务商对接



来源：招商证券(香港)

综上所述，我们认为解放号众包平台的货币化潜力主要来自于将IT服务的需求方通过互联网平台与广泛的IT开发人才有效对接，实现跨地域和跨资质的资源整合，并通过更透明的质量控制和社交化的运营管理有效提升了IT服务的质量。而我们相信这样的运作机制虽然没有改变IT服务基本的盈利模式，但是其利用互联网降低成本，提升质量的思路将在长期成为IT服务行业新的运作方法，从而彻底打破传统IT服务价格昂贵和效用低下的怪圈。具体而言，我们相信“解放号”的货币化的路径包括基本的项目管理、供应链金融和流量变现三个方面：

图29：“解放号”的货币化路径

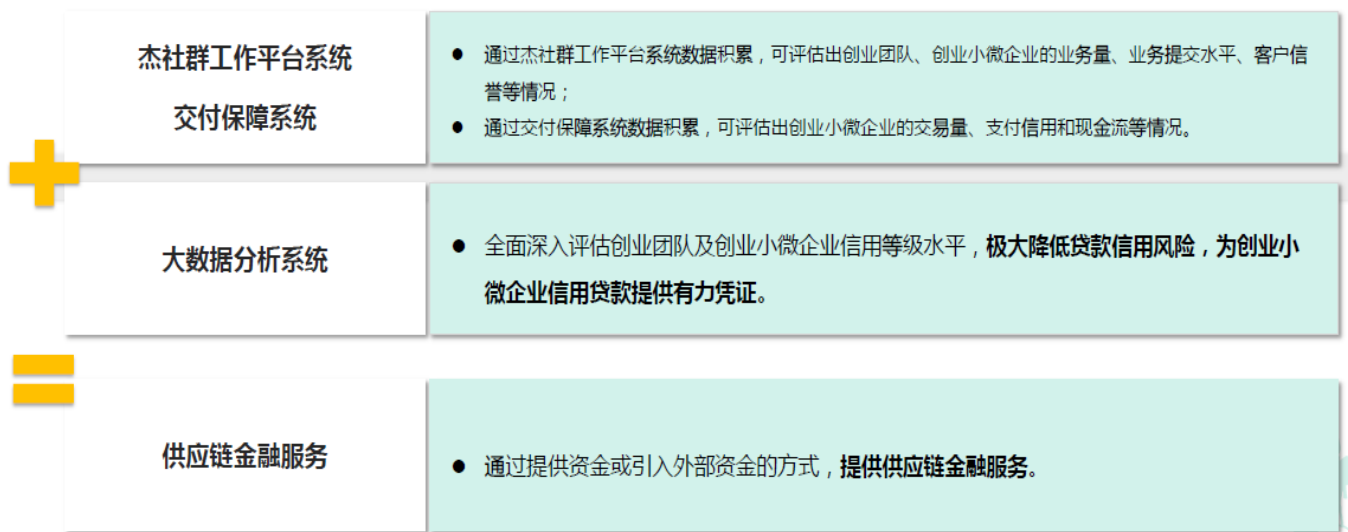


来源：招商证券(香港)

首先，“解放号”最基本的货币化模式来自于中软国际及其“解放号”平台在对项目的管理、咨询和分发环节中所产生的收入。在传统的IT服务模式中，分包已经是一种惯常的商业行为。规模大且资质高的IT服务企业中标项目后，会根据地域、提交能力和人员素质等维度将项目拆分并分配给合适的中小型IT服务商。而中小型IT服务商完成相应的开发任务并提交给分包企业后，分包企业再将各分散的模块整合集成并最终提交给IT服务需求者进行结算验收。验收完成后，分包企业将会向接包商分配项目的收入。另外，大型的IT厂商亦可以帮助中小IT服务商竞标其资质不能达到的项目，并在承担项目质量保证的责任的前提下全部交由中小IT服务商执行开发。通常代理竞标的厂商根据项目的复杂程度和所承担的责任收取8%-15%不等的代理费用。我们相信解放号的平台将使这种“委托-代理”的合作关系通过互联网变得更为紧密，且高度透明的操作也将使项目的利益各方能够更加明确自身的职责与合法权益，并使项目的开发周期更短，现金流转更加快捷。

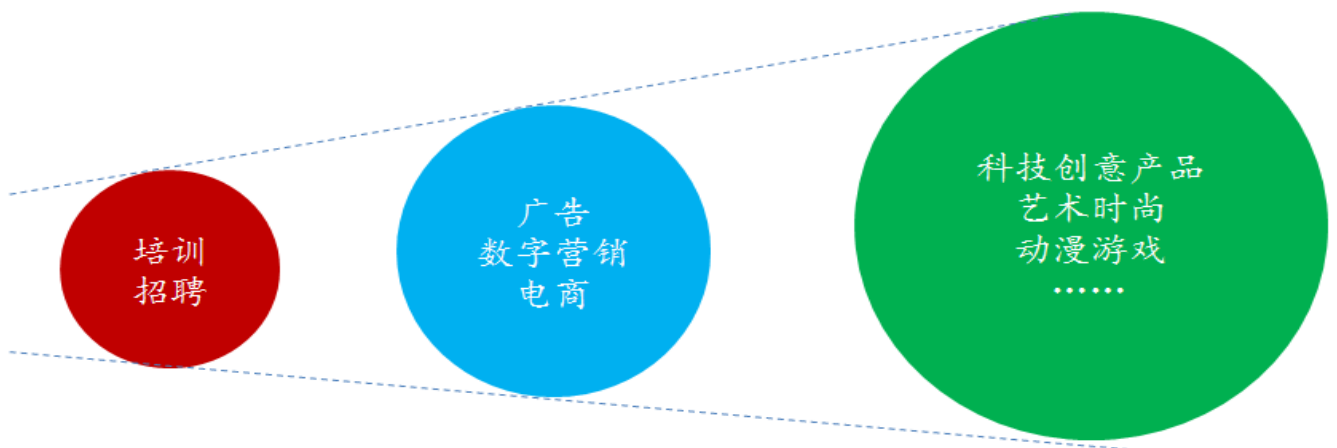
其次，在“解放号”积累了大量的中小型IT服务商、项目发包商和接包团队后，基于项目的金融服务和相关的中介服务将成为“第二波”货币化的动力。由于上述的利益相关者在平台中的商业活动都会留痕，且其项目质量、信用记录、专业资质和技术能力等都有完整真实的大数据记录作为支持，我们相信这些数据将成为企业取得银行贷款、引入战略投资和寻找并购对象的重要依据。我们相信随着“解放号”所覆盖中小企业（包括IT服务商和发包商）数量的不断增加，“解放号”可以有机会逐步将银行、创投公司、保险和券商等金融机构或资本中介引入，并形成基于技术和项目执行力的IT服务供应链投融资服务。

图30：“解放号”对于供应链金融服务的构想



来源：公司资料，招商证券(香港)

图31：“解放号”未来流量变现的潜在路径



来源：招商证券(香港)

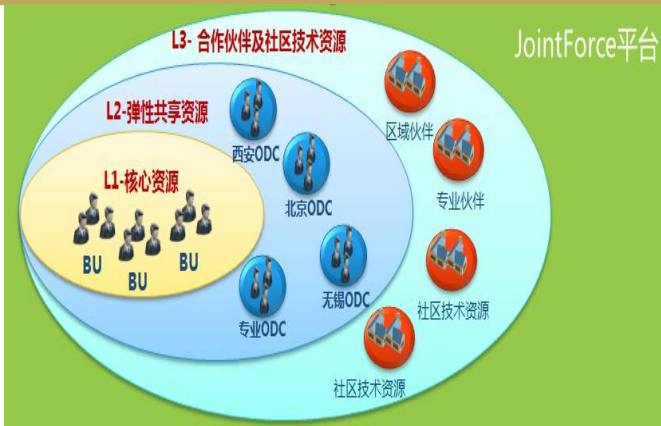
第三，随着用户的积累，来自互联网的流量也将出现爆炸式的上升。我们相信“解放号”随着流量的积累会在流量变现方面引起质变。与众多的互联网平台不同，“解放号”中的流量主要是围绕着IT生态圈而形成的，流量的偏好和目的性都相对明确，这一点能够加速流量变现的进程。我们认为在以IT工程人员和IT服务企业为基础的流量体系中，相关的培训和招聘业务将是较为直接和明确的变现突破点。而随着企业资源的累积和平台内竞争的加剧，广告、数字营销和与IT/信息设备相关的电商业务也将是潜在的变现路径。此外，由于互联网的流量具有跨界传播的效应，其他与IT相关的业务如科技创意产品、艺术时尚和动漫等周边业务也将有可能与“解放号”平台的流量进行有效的融合。

众包平台将帮助中软国际优化自身的人才结构

JointForce对于中软国际的意义不仅仅在于利用互联网思维和相关的商业模式整合长尾的IT服务市场，而且其也倒逼了公司的人才观和对于人才管理方式的改革。中软国际自成立以来的10余年中，一直保持着员工人数和收入线性增长的关系，即单位员工所创造的价值是固定的，因而公司在同一业务线或垂直行业的IT服务毛利率也相对固定。虽然中软国际在2010年左右通过自然的外延扩张和并购等方式从基础的外包业务（如ITO、BPO和KPO等）向以咨询、自主项目开发 and 独立提交的专业服务模式转型，并成立了专业服务集团，但是公司整体的业务增长模式并没有最终摆脱线性增长的路径。

随着众包平台的逐渐成熟以及公司内部中小项目逐渐上线，中软国际也逐渐搭建起新型的以核心资源、弹性共享资源和合作伙伴为主体的“三环人才”体系。从长期来看，我们相信中软国际本身雇佣的全职员工数量增长将会逐步放缓，甚至停止增长，而公司自有的项目经理、咨询顾问和技术专家团队将会逐步进入核心人力资源的范畴，承担较为高端的项目设计咨询、平台运营管理、基于互联网的市场推广和供应链金融相关的工作。而具有一定项目经验的和技术水平的程序员和项目服务人员将作为能够灵活调配的弹性共享资源并入分布于全国各地项目提交中心（ODC），负责直接与客户对接并在线下解决处理相关的技术问题。而目前占员工总数较大的基层初级员工则更多地被合作伙伴和来自IT社群的人才所替代，基于“即插即用”的原则通过接包的方式为中软国际服务。我们相信这样的安排将从根本上转变线性增长的发展模式，并将会通过更加富有弹性的人才架构和管理体系提升公司的盈利能力。

图32: JointForce搭建“三环人才”体系



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图33: “三环体系”能够提升人员使用效率和整体效益



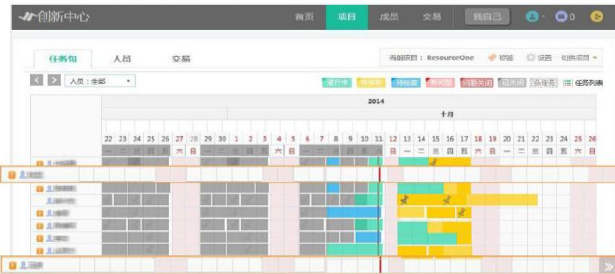
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

从短期来看，员工利用率提升和工作满意度的增加是JointForce带来的更为显著的效果。按照传统的科层式组织架构，指令的传达和信息的反馈需要多个层级的传导，因而会导致沟通不畅和执行出现偏差的情况，而由此导致的结果是员工的利用率不能达到100%，许多空闲的工作时间被浪费。从更为细微的层面看，即使员工被安排在特定项目的工程中，在上下游衔接和团队交接等环节出现的问题也会带来项目暂停、等待协调甚至是返工的后沟。这样的情况将使员工的有效工作时间出现更大的折扣。JointForce凭借其基于互联网的项目追踪系统，可以使各级项目管理者与员工本人清晰地了解未来的任务以及目前的进度，以便提早将空闲的时间安排其他的工作或安排人员帮助工期紧张的项目，使员工的利用率显著提高。目前中软国际的员工综合利用率可以达到80%，而我们相信JointForce平台能够使这一数字获得进一步的提升。

员工的满意度与其收入、人际关系和公司所提供的技术支援密切相关。JointForce平台中的接包功能可以使员工充分利用闲暇的时间接纳额外的工作并取得除工资和奖金之外的项目收入，从而提升了个人的收入水平。另外，JointForce中丰富的代码资源、学习材料和资讯周刊等也将帮助员工减轻工作的强度并获得培训进修的机会，从而增加了对于工作的热情和未来职业生生涯的信心。

图34: JointForce使员工的工作安排更加富有条理

JF解决之道



持续刻画员工, 工作表现尽收眼底、客观真实

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图35: JointForce使项目的进度能够及时被追踪

JF解决之道



为项目建立关键阶段点, 结合微任务通过关键环节的风险控制实现促进项目有效执行

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图36: JointForce激励员工提升工作质量和技术水平

JF解决之道



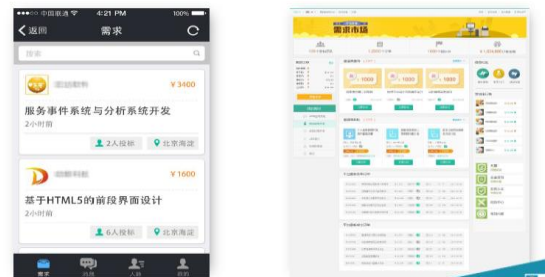
积分体系、勋章体系、趋势分析有助于全面和客观了解及评价员工

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图37: JointForce为员工推送IT众包项目机会

JF解决之道

这里有大把的创收机会等着您来把握



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图38: JointForce为员工提供丰富的学习资料

JF解决之道



这里有真实的案例可供学习

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图39: JointForce为员工提供有用的代码和组件资源

JF解决之道

有成型套路和成熟组件, 让您少走弯路

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

### 跨行业综合性的IT服务经验和广泛的蓝筹客户群体打开成长空间

跨行业综合IT服务经验帮助公司把握更多的垂直行业发展机遇

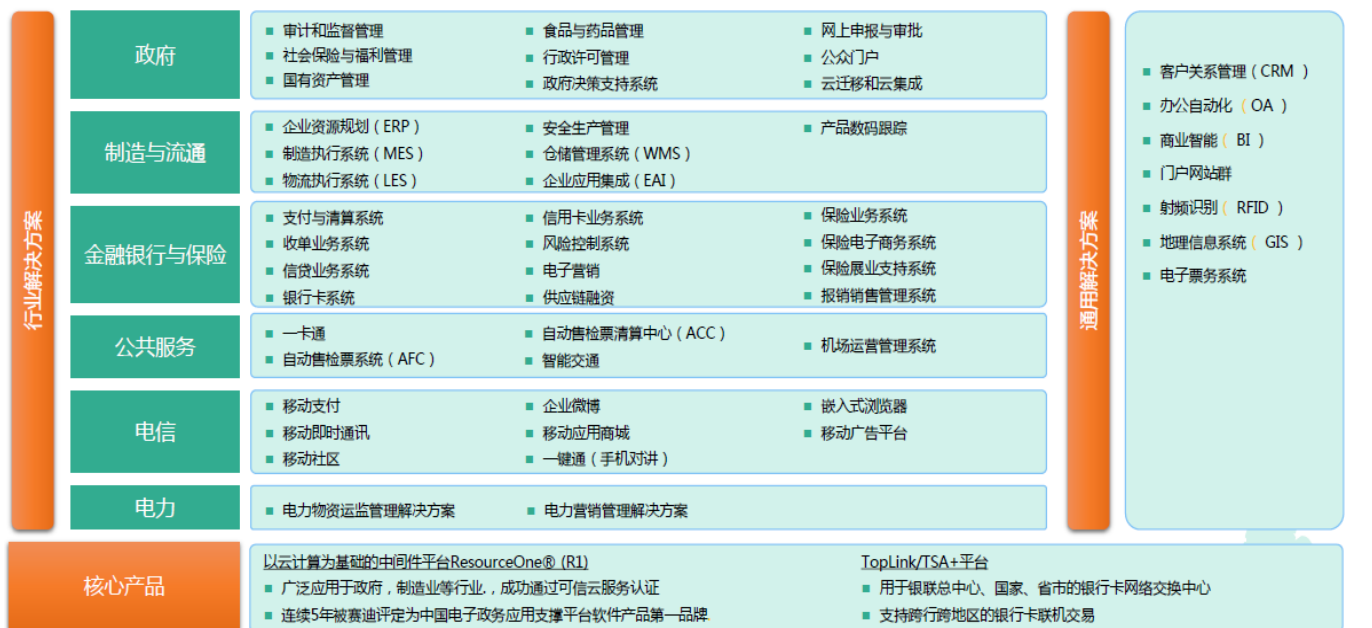
中软国际的成长路径是由基础的IT外包业务（ITO）和软件集成起步，逐步向高端的外包服务（如业务流程外包（BPO）知识流程外包（KPO）等）业务模式渗透。与此同时，公司亦在执行外包过程中将各案例的经验与自身的技术能力相结合，衍生出差异化的IT解决方案服务，并在制造流通（如烟草）、金融（如银联）和电信等领域进行应用，并通过积极的并购吸收新的技术和特定垂直行业的经验。因此，我们认为中软国际的成长道路并不是“切入式”的，而是通过渐进的方法通过广泛承接各行业的项目积累扎实的技术和项目管理功底，从而最终在多个垂直行业中都建立自身独特的竞争优势。

图40：中软国际的发展历程和行业覆盖范围的扩大

年份	2003	2005	2007-2008	2009-2010	2011	2012	2013	2014	2015
行业覆盖						电力	电力	互联网	长尾市场
					保险证券	保险证券	保险证券	保险证券	保险证券
				电信	电信	电信	电信	电信	电信
			金融与银行	金融与银行	金融与银行	金融与银行	金融与银行	金融与银行	金融与银行
		高科技	高科技	高科技	高科技	高科技	高科技	高科技	高科技
	政府与制造	政府与制造	政府与制造	政府与制造	政府与制造	政府与制造	政府与制造	政府与制造	政府与制造
服务能力							S M A C	S M A C	S M A C
				I T 咨询	I T 咨询	I T 咨询	I T 咨询	I T 咨询	I T 咨询
			B P O	B P O	B P O	B P O	B P O	B P O	B P O
		I T 培训	I T 培训	I T 培训	I T 培训	I T 培训	I T 培训	I T 培训	I T 培训
		I T O	I T O	I T O	I T O	I T O	I T O	I T O	I T O
		解决方案	解决方案	解决方案	解决方案	解决方案	解决方案	解决方案	解决方案
区域覆盖				中美、南美	中美、南美	中美、南美	中美、南美	中美、南美	中美、南美
			日本	日本	日本	日本	日本	日本	日本
		美国	美国	美国	美国	美国	美国	美国	美国
		中国	中国	中国	中国	中国	中国	中国	中国

来源：公司资料，招商证券(香港)

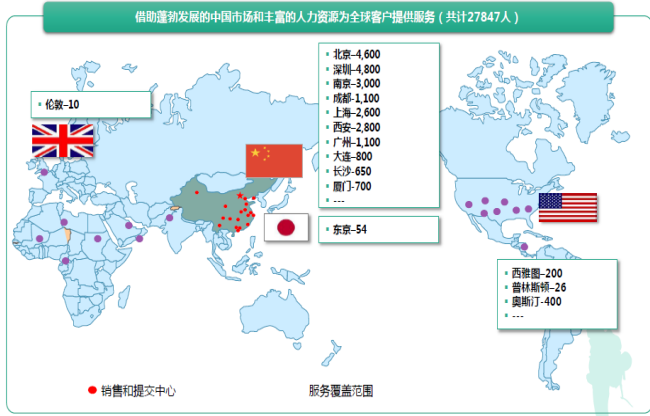
图41：中软国际能够提供不同行业多种类型的IT解决方案



来源：公司资料，招商证券(香港)

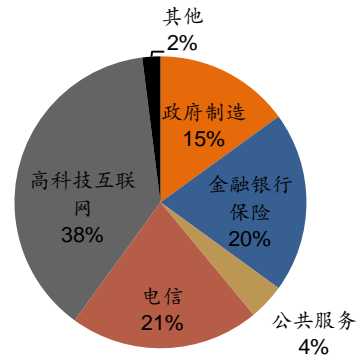
目前，中软国际所覆盖的行业既包括了政府/公用事业、物流、制造和电力等基础的传统行业，也包括了互联网、高科技公司和金融等新兴的高成长行业。我们相信广泛的行业布局能够有效抵御来自单一行业景气度变化所带来的风险，同时也能享受到特定的高成长行业所带来的发展红利。更为重要的是，随着企业跨行业经营逐渐成为趋势，我们相信广泛的行业布局可以为公司带来更多的交叉销售和“跨行业IT解决方案”的发展机会。同时，中软国际在海外的布局也有助于公司快速掌握新兴的信息技术并将服务向更多的海外客户销售，加深公司业务国际化进程。而从各行业收入占比的情况看，我们注意到政府制造、金融、公共服务、电信以及高科技/互联网是最大的五个服务收入来源，且收入分布总体上也比较平均。而我们同时注意到来自互联网/高科技行业的服务收入占比最大（38%）。

图42：中软国际拥有全球化的IT服务提交能力



来源：公司资料，招商证券(香港)

图43：中软国际服务收入分行业分布情况（1H15）

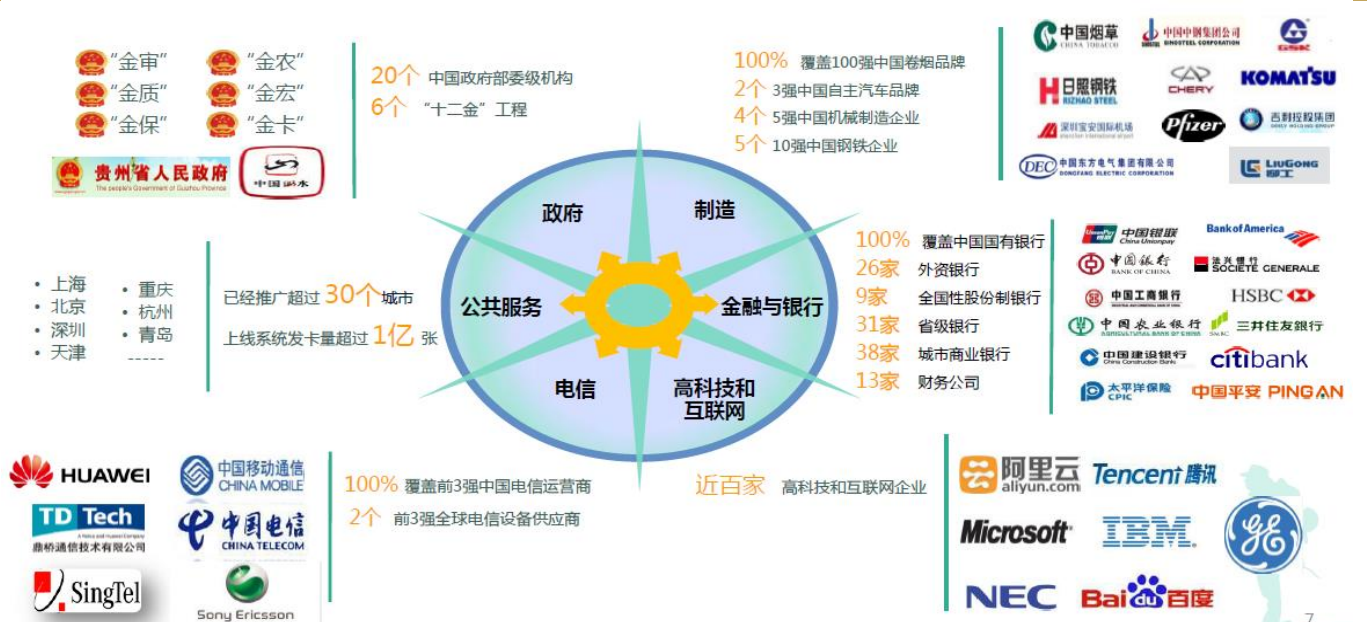


来源：公司资料，招商证券(香港)

蓝筹客户保障公司的长期稳定发展

中软国际在发展过程中通过自身优质的IT服务水平赢得了众多大型知名企业和行业龙头企业（以下统称“蓝筹客户”）的战略合作，并成为公司长期发展的坚实基础。而从中软国际的客户分布中可以看出，目前公司的蓝筹客户均是政府机构和各行业的领军企业。我们相信在中国宏观经济增速放缓和众多传统行业逐渐萎缩的背景下，蓝筹客户1) 雄厚的资金储备和现金支付能力；2) 日益增长的信息服务投入；以及3) 由于劳动力价格上涨而产生的IT业务外包需求仍然能够为包括中软国际在内的IT服务企业 提供新的收入来源和成长机会。

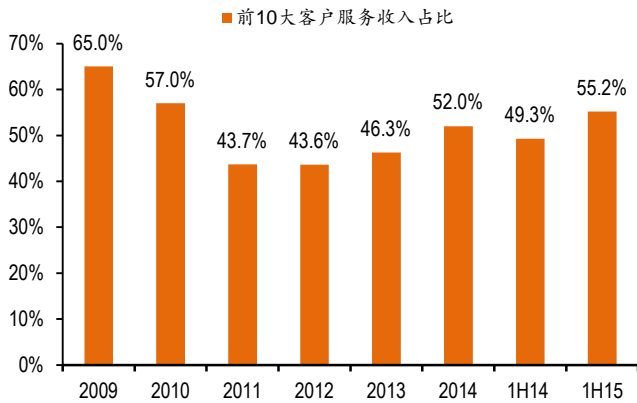
图44：中软国际拥有丰富的蓝筹客户基础



来源：公司资料，招商证券(香港)

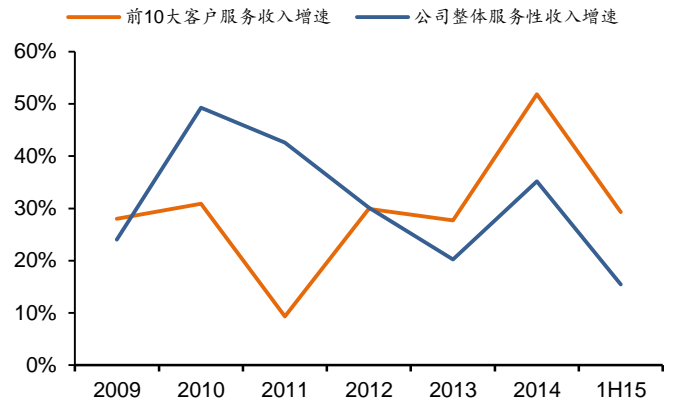
从公司的财务数据可以看出，中软国际来自前十大客户的服务性收入（不含与硬件集成和采购相关的收入）占比在1H15达到55.2%，且这一数字从2012年度的43.6%上升至2014年度的52.0%，显示出公司对于蓝筹客户的重视以及来自蓝筹客户收入的快速增长。而通过前10大客户服务性收入增速与公司整体服务性收入增速的对比，我们注意到公司前10大客户服务性收入的增速在大多数的年份都高于整体的服务性收入增速，其原因主要包括1) 前10大客户多来自新兴行业（如金融、互联网和电信等），对IT服务的采购需求快速增长；以及2) 中小企业客户在其本身盈利状况普遍不佳的背景下，很难在短期内提升对IT服务的采购需求。

图45：中软国际前十大客户服务性收入占比情况



来源：公司资料，招商证券(香港)

图46：中软国际前十大客户服务收入增速

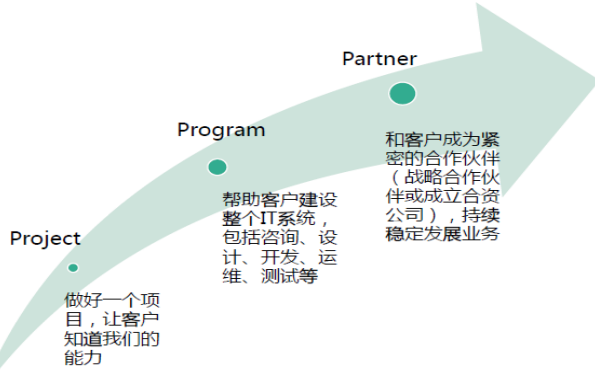


来源：公司资料，招商证券(香港)

从运营层面来看，我们相信中软国际在技术、提交能力和项目管理方面的丰富经验也能够满足蓝筹客户对于IT服务日益增长的质量要求，从而在政府和企业IT服务市场中占有优势地位。中软国际对于吸引和维护蓝筹客户的策略可以用“单一项目-全面解决方案-战略合作”的3P模型概括，而这一模型的核心在于高质量的IT服务以及良好的项目管控和沟通协调能力。中软国际与中国烟草和微软进行了超过10年的战略合作；与中国移动和华为的战略合作超过5年以及公司近年来发展阿里巴巴和腾讯等互联网行业的重要客户证明了其3P模型的有效性。我们相信中软国际的蓝筹客户基础是牢固的，并且能够在长期为公司持续带来广泛的业务合作机会。

图47：中软国际的3P业务模型

3P模型：



来源：公司资料，招商证券(香港)

图48：中软国际与各主要巨头企业的合作情况

年份	合作内容
2004	中国烟草 CHINA TOBACCO: 烟草产品的生产、物流和销售的全方位IT解决方案
2005	Microsoft: 微软产品的汉化、前期研发测试和对其主要客户技术咨询服务等
2009	HUAWEI: 华为与通信基础设施相关的软件集成，移动产品软件开发，内部IT系统构建
2010	中国移动 China Mobile: 中移动飞信的开发和测试，移动商城和融合通信的软件端研发
2012	阿里巴巴 Alibaba.com: 与阿里云进行云迁移和政府解决方案合作
2014	Tencent 腾讯: 与腾讯在游戏测试和各类应用开发方面的合作

来源：公司资料，招商证券(香港)

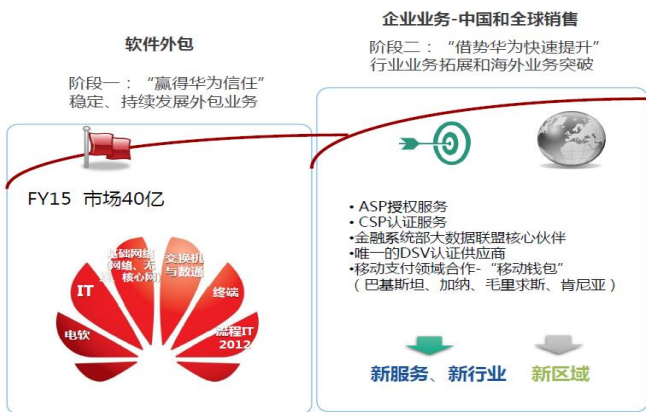
华为业务：战略合作持续深化，依托巨人企业的网络拓展新的市场

中软国际与华为的业务经历了从单纯的软件开发外包，到通信基础网络/交换系统的软件集成，再到华为内部流程IT的设计和在特定行业（如金融、制造和云计算等）提供解决方案的发展过程。目前中软国际来华为的收入达到人民币13亿元，过去三年的年复合增长率接近50%，且中软国际已经成为华为的金牌代理，并逐渐以核心合作伙伴的身份开始依托华为的生态系统为不同行业的IT服务需求者提供差异化的软件服务。我们同时注意到，中软国际在2014年度收编了原文思海辉的华为外包业务（主要是流程外包（BPO）业务）后，其收入上已经是华为最大的外包服务供应商，且2014年度的收入占到华为外包服务市场收入的40%，收入规模远远领先第二名的企业。

我们认为公司来自华为业务的增长潜力来自于以下三个方面。首先，华为在国际市场的业务渗透将给中软国际带来新的机遇。目前华为的业务在东南亚、中东及非洲主要国家已经有了较为完整的布局，在基础设施建设趋近完成的情况下，配套的软件工程和服务将成为中软国际的潜在的收入来源。另外，中软国际亦有机会与华为携手打开东欧和南美等国家的市场。其次，华为的移动通讯业务和云计算服务也是中软国际的潜在的着眼点。由于中软国际在智能手机应用的开发和云迁移/中间件方面具有丰富的经验，我们相信公司可以凭借上述的经验成为华为拓展业务的有效补充，并有机会作为华为的战略伙伴独立为其客户提供咨询、解决方案和数据分析等全方位的服务。第三，我们注意到华为已经依托其云计算和硬件方面的优势开始加速渗透企业级IT服务的蓝海市场。而华为自身也提出了其中国区企业级IT服务在2019年达到人民币100亿元，合作伙伴服务收入10倍增长的目标。而作为华为生态体系中的重要成员，中软国际也将受益于华为的上述战略布局。

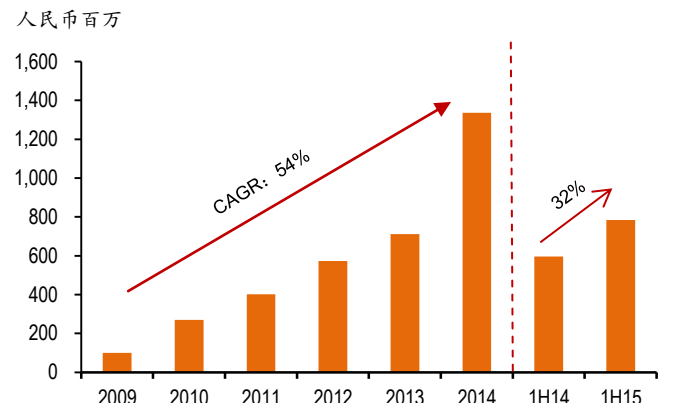
此外，我们从华为的财务报表中看出，其过去5年的收入平均年增长率达到12%，而2014年度收入同比增长达到了20%，有明显的加速增长趋势。根据华为公司的年报显示，其总收入未来五年预计仍将保持10%以上的年复合增长率，且在新技术和新产品研发方面继续保持较大力度的资金投入。而从华为自身业务的分布看，我们相信华为的增长除了原有面向电信运营商的通信设备和集成服务以及面向政府和大型企业解决方案服务外，华为在2013年度起开始布局的智能手机和云计算业务也成为公司新的增长动力---其中2015年上半年华为智能手机全球销量超过5000万台。我们相信这些新业务将会为其合作伙伴带来大量的云迁移、中间件服务、SaaS敏捷开发和智能手机App定制等业务资源。而随着华为公司宣布控制人员的增长以及未来在新技术领域需要持续加大研发的投入，我们相信华为的外包需求和与战略合作伙伴的合作空间将会进一步加大。

图49: 中软国际由华为的外包供应商成长为合作伙伴



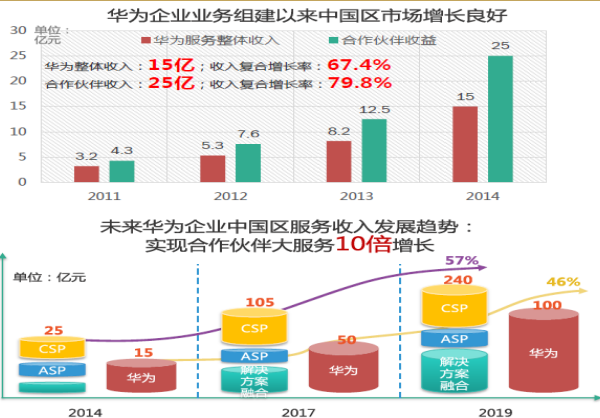
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图50: 中软国际来自华为的业务收入快速增长



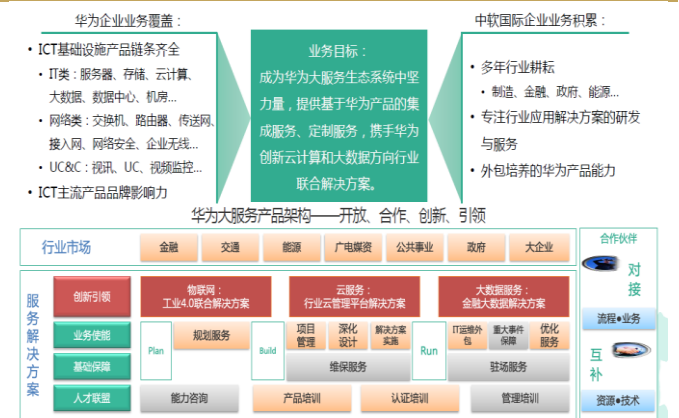
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图51: 华为的生态系统给予了合作伙伴广阔的发展空间



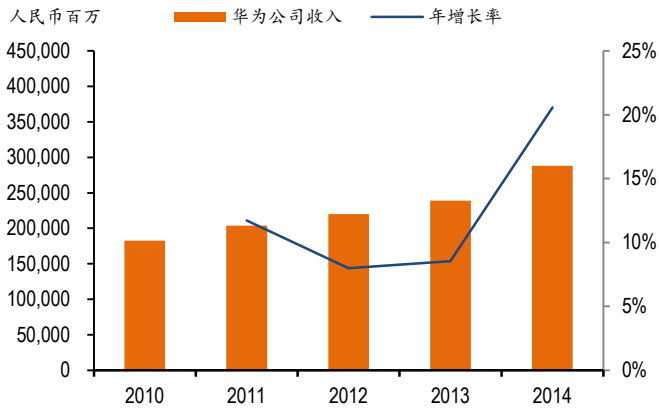
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图52: 中软国际的技术经验与华为的业务需求有效对接



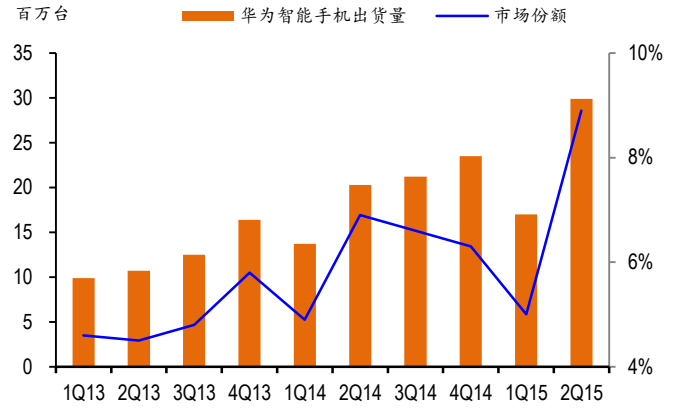
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图53: 华为公司收入保持稳健增长



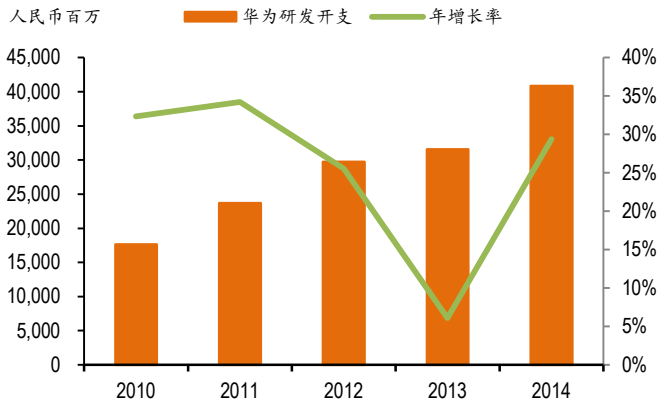
来源: 华为, 招商证券(香港)

图54: 华为季度智能手机出货量和市场份额



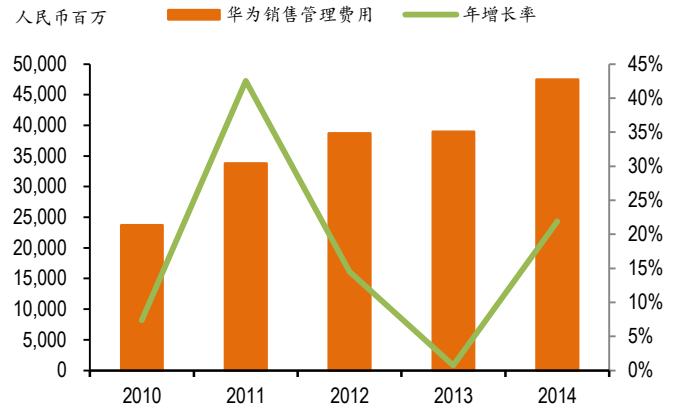
来源: Wind, 华为, 招商证券(香港)

图55: 华为公司持续投入研发开支



来源: 华为, 招商证券(香港)

图56: 华为公司对于销售管理费用有较强的管控



来源: 华为, 招商证券(香港)

### 阿里云业务: 从云迁移、中间件到全面的PaaS和SaaS服务

中软国际与阿里云的业务开始于中间件的合作, 并于2012年开始与阿里云共同开发其PaaS平台。同时, 中软国际自有的R1中间件在阿里云的生态系统内实现了云端植入。之后公司又结合阿里云的客户需要开发了具有自主知识产权的RCloud中间件平台和开放了相关的SaaS敏捷开发和云迁移服务。

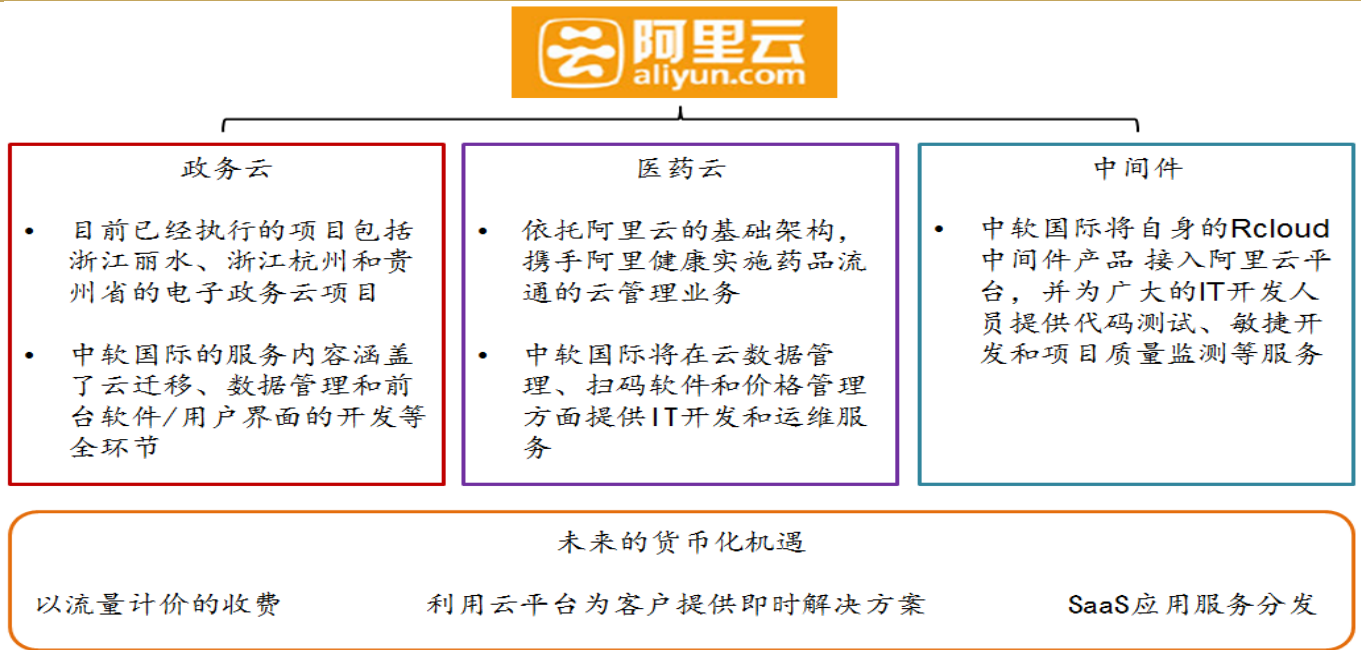
在医药云领域, 公司于2013年度开始携手阿里健康开始提供医药分销系统的云迁移服务, 并为药店、厂家和消费者开发出管理药品生产流通和价格的移动端和PC端的应用软件。目前该医药云项目已经覆盖了全国数十个城市和超过10000家药店, 并将基于支付宝的扫码付费功能接入到医药云的管理体系中。中软国际也凭借此项目进入了阿里云的合作伙伴生态圈, 并在2013年担任了“云栖联盟”首个轮值召集人。

此后, 中软国际与阿里云的合作逐步渗透到政务云的领域。公司在2013年底成功为浙江丽水市完成了政务云的构建和主要便民服务和公共信息模块的云迁移工作, 并获得数百万人民币的收入。此后, 中软国际依托阿里云的生态体系, 为丽水市政府和相关的事业单位研发了基于云生态的移动办公、在线业务受理和安全监控等软件应用模块, 有效地利用云计算的技术提升了当地政府的行政效率。2014年度, 中软国际基于阿里云的“云迁移+数据管理+应用开发”的云服务模式被复制到贵州省和浙江杭州市的两个电子政务云项目中, 这也是中软国际电子政务云解决方案在省会级城市和省级政府的普及。此外, 中软国际在2014年下半年开始与阿里云共同进入了企业级IT服务的市场, 并为多家跨区域经营的房地产和物流企业提供基于云平台的信息流程管理、成本预算和存货/资产监控等软件模块的开发和运营服务。

我们相信随着阿里云业务量的扩大和业务体系的不断成熟, 中软国际将获得更为广阔的货币化空间。在过去的3年时间内, 阿里巴巴集团自身的电商业务快速增长以及在物流(菜鸟物流)、金融(支付宝和蚂蚁金服等)和本地生活领域的

扩展增加了对于云计算服务的需求。且阿里巴巴先后投资中信21世纪(阿里健康)和恒生电子等合作伙伴也彰显出其加强与战略伙伴的合作力度,共同建设云生态的决心。具体而言,我们相信在PaaS层面,中软国际具有自主知识产权的RCloud中间件产品以及Toplink和Task+等IT开发和管理平台仍具有与阿里云深度对接的空间,并在为广大IT开发者提供服务的同时,与阿里云共同分享由此带来的流量/数据存储收费和解决方案服务收入。而在SaaS层面,中软国际自身的IT定制开发能力可以为阿里云的客户在敏捷开发和即使解决方案,甚至是移动App内容分发的层面提供服务,从而拓宽收入的来源。此外,中软国际的“解放号”平台也能够与阿里云的基础架构有效对接,以满足其在用户群和项目数量快速增长后对于存储和流量的需求。

图57: 中软国际与阿里云的合作范畴



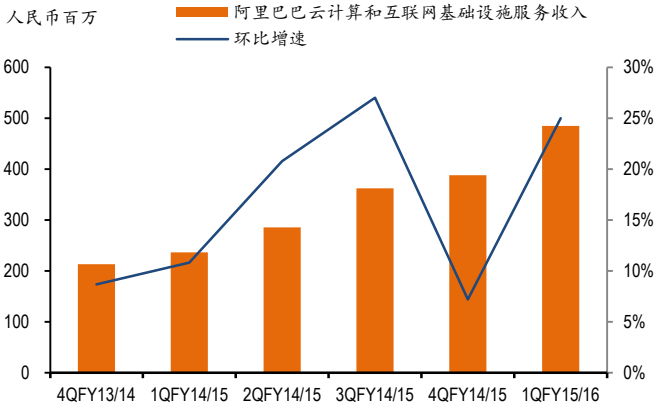
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图58: 中软国际与阿里云的合作演进



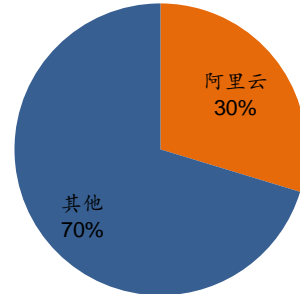
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图59: 阿里巴巴集团云计算相关业务的季度收入情况



来源: 阿里巴巴集团, 招商证券(香港)

图60: 阿里云位居中国公有云市场收入份额第一名



来源: IDC, 招商证券(香港)

图61: 中软国际基于阿里云的电子政务解决方案



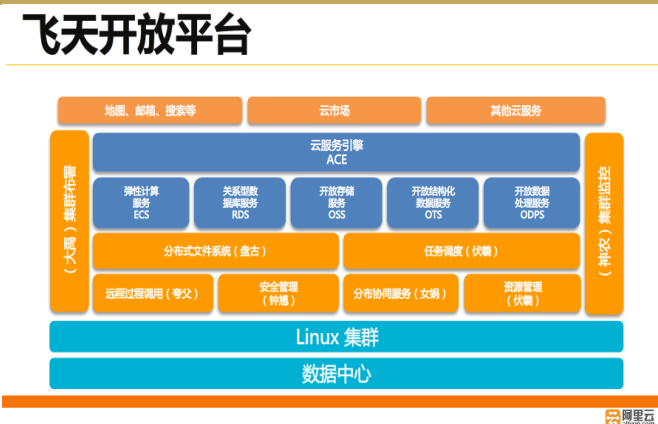
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图62: 中软国际基于阿里云的制造流通行业解决方案



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图63: 阿里云飞天开放平台将整合来自合作伙伴的资源



来源: 阿里云, 招商证券(香港)

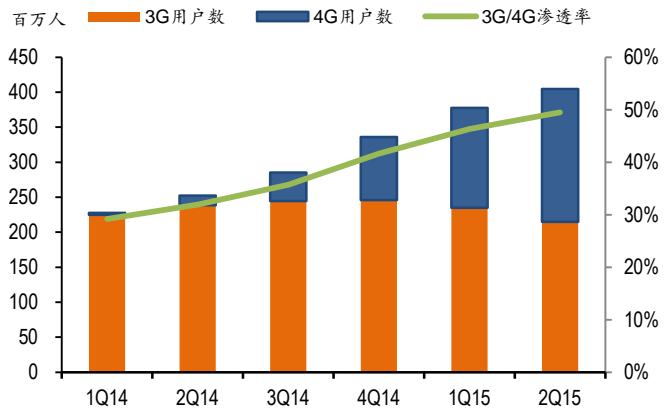
图64: 阿里云提供完整的云计算服务产品线



来源: 阿里云, 招商证券(香港)

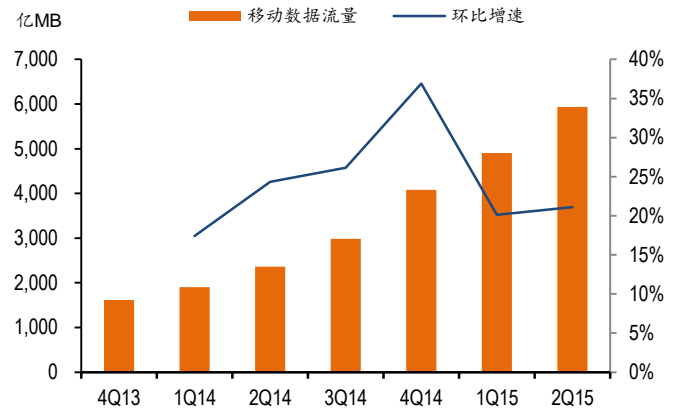


图68: 中国移动3G/4G总用户数快速增长



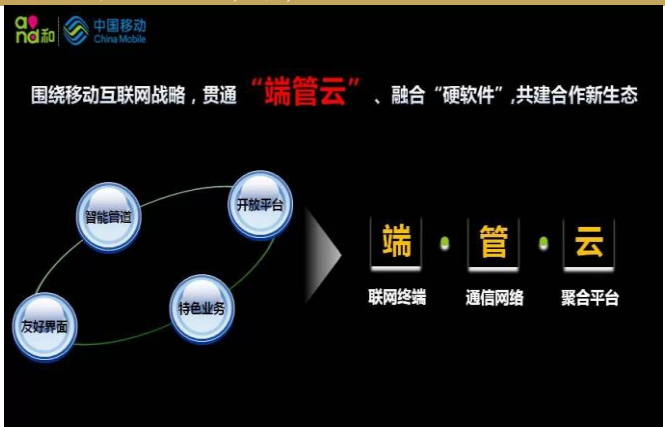
来源: 中国移动, 招商证券(香港)

图69: 中国移动数据流量快速上升



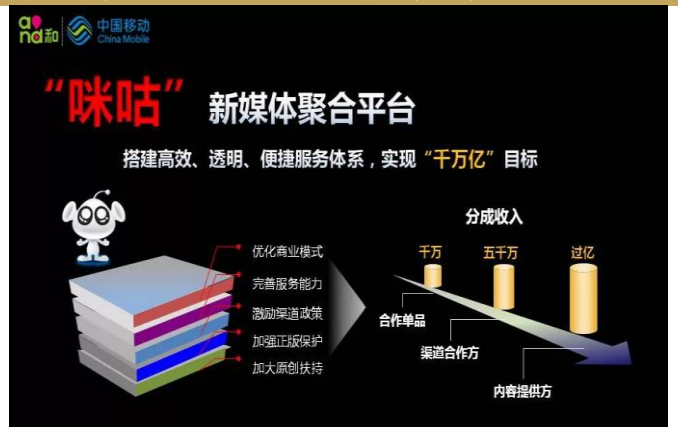
来源: 中国移动, 招商证券(香港)

图70: 中国移动“端, 管, 云”一体化的融合通信战略



来源: 中国移动, 招商证券(香港)

图71: 中国移动打造“咪咕”新媒体聚合平台



来源: 中国移动, 招商证券(香港)

## 中国软件行业快速发展为中软国际的持续成长提供了有利的外部条件

### 中国软件行业的分类

从商业模式和价值来看, 中国的软件行业分为软件产品和IT服务两个范畴。软件产品是厂商设计研发出成型成套的软件模块, 然后作为商品在市场公开销售。这类产品通常在内容、界面和操作方法上都是统一的, 较少针对客户特定需求进行特殊的设计改造。而IT服务则是厂商按照客户的要求提供特定的从软件开发到后期运营维护等一系列的服务。

IT服务业又分为外包业务和解决方案业务两个大的板块。外包业务主要是以低成本的专业人员按照客户的要求完成相应的工作任务。由于参与外包任务的人员薪酬普遍低于企业自行招聘人才所支付的成本, 因此外包业务可以在提供同等质量IT服务的前提下, 帮助客户节省人员方面的开支。通常外包服务企业与客户商定每人每工时的单价, 然后在项目结束验收时根据实际投入的工时和人数进行结算。外包业务通常又可以分为信息技术服务外包 (ITO)、业务流程外包 (BPO) 和知识流程外包。

而解决方案业务则主要是IT服务企业以自有的技术和管理经验, 并运用适当的信息技术手段帮助客户的达成特定的管理目的。其收费模式则更加市场化, 按照项目和技术难度进行整体的报价并在完工验收时按照实际的交付质量进行支付。相对外包服务而言, 解决方案业务对IT服务企业在资质、技术和人员素质方面的要求更高, 因而具有较高的进入门槛。同时, 解决方案业务的毛利率也通常高于外包业务。

图72: IT服务业中外包业务和解决方案业务类型分布和盈利方式的比较

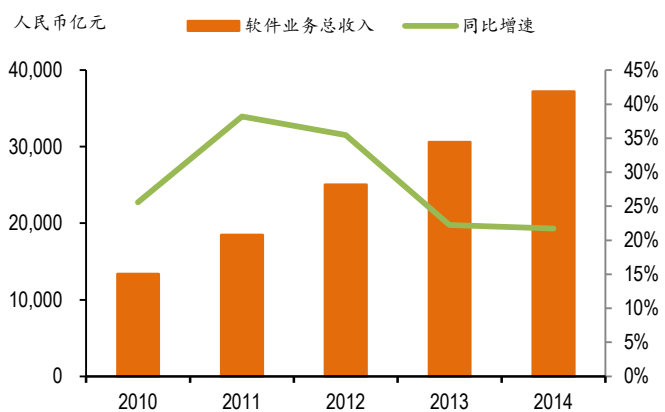


来源: 招商证券(香港)

中国软件行业仍具有巨大的成长空间

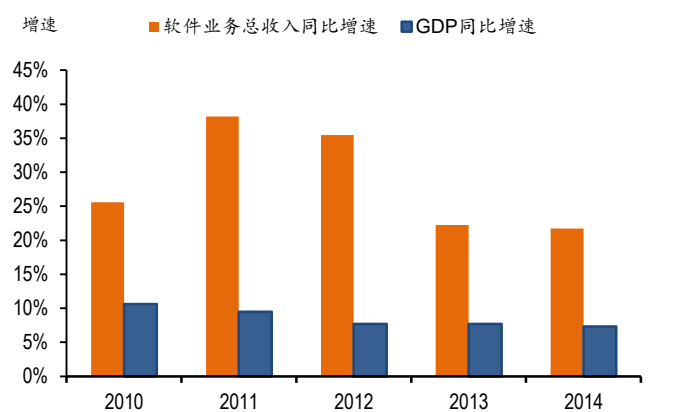
虽然近年来中国宏观经济增速整体放缓, 但是我们注意到中国软件和IT服务市场规模的增长仍远远高于中国GDP的增速。根据工信部的统计数据, 中国软件和IT服务市场过去三年的年复合增长率接近30%, 且市场收入总规模达到人民币3.7万亿元, 较2010年增长近200%。而相对于中国GDP增速放缓的现状, 虽然软件行业的整体增速较2011-2012年的峰值水平有所下降, 但仍保持着20%以上的快速增长。我们认为中国的软件在过去保持高增长的原因在于1) 政府和企业加大对信息化改造的投入; 2) 去IOE的潮流使用户对国产软件和IT服务的采购增加; 以及3) 云计算和企业级ICT服务市场开始进入爆发阶段等。由于上述的行业变革需要较长的时间才能完成, 因此我们相信中国的软件和IT服务企业在未来数年仍将享受来自信息技术升级和政策支持等方面的红利。

图73: 中国软件和信息服务业总收入和增速



来源: 工信部, 招商证券(香港)

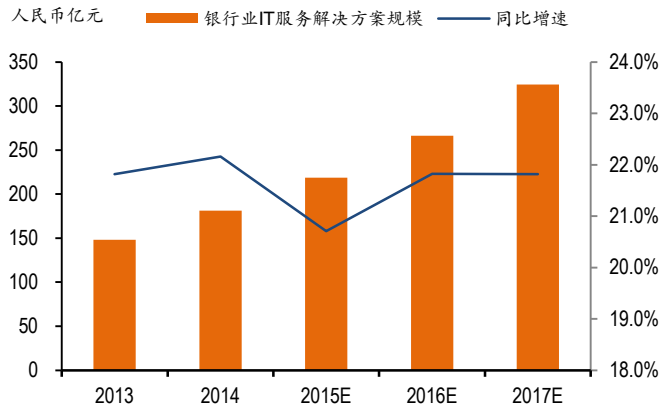
图74: 中国软件和信息服务业的增速显著高于GDP增速



来源: 工信部, 招商证券(香港)

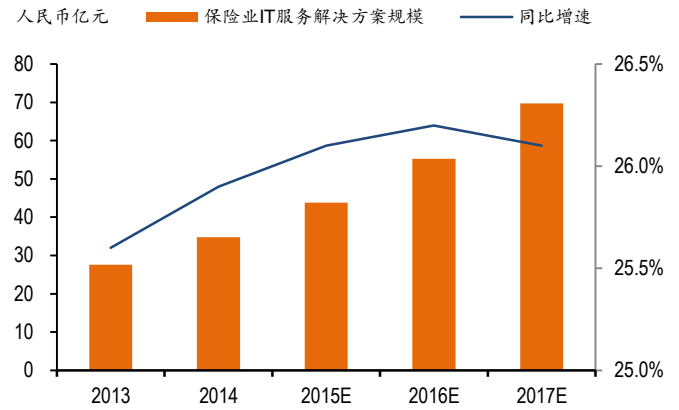
具体而言，我们相信未来中国软件行业的机遇来自如下几个方面。首先，来自新兴行业的IT服务需求持续增加，有效地抵消了宏观经济增速下滑和中小企业IT服务采购需求下降的负面因素。根据IDC的分行业统计数据，银行、保险、医疗和电信等需要进行大规模信息技术升级改造行业对于相关的软件服务都有较大的需求，因此上述垂直行业的解决方案市场的前景也相对广阔。IDC预计，中国的银行业、保险业和医疗行业的IT解决方案市场规模在未来3年均有望保持20%以上的年复合增长率。而电信行业本身体量较大，且受益于运营商的互联网化转型，在软件开发和集成方面的需求也有望持续增加。

图75：银行业IT服务解决方案规模及增长预测



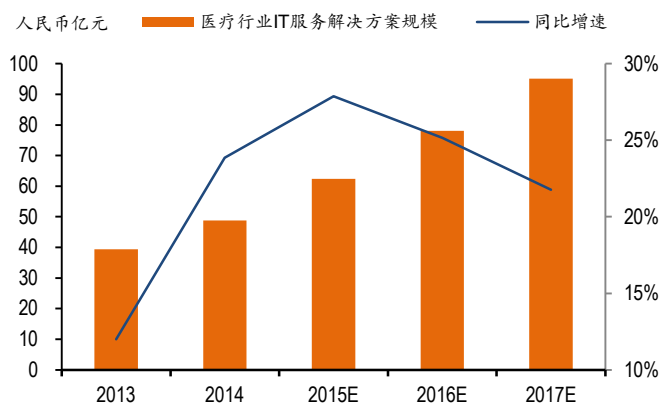
来源：IDC，招商证券(香港)

图76：保险业IT服务解决方案规模及增长预测



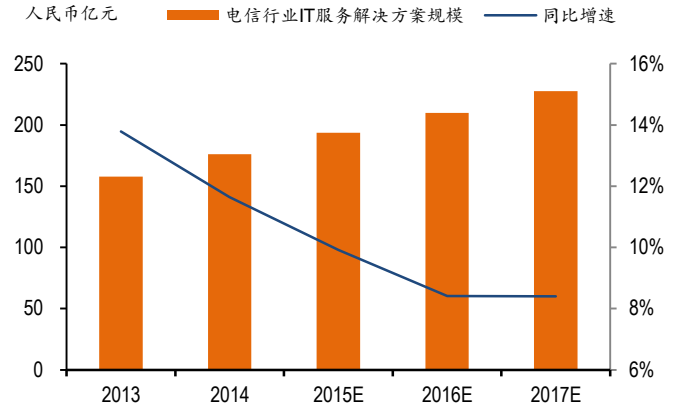
来源：IDC，招商证券(香港)

图77：医疗行业IT服务解决方案规模及增长预测



来源：IDC，招商证券(香港)

图78：电信行业IT服务解决方案规模及增长预测



来源：IDC，招商证券(香港)

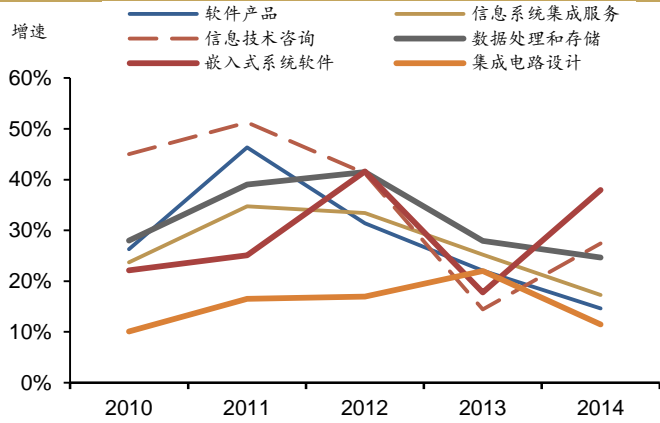
其次，随着云计算技术和商业模式的逐步成熟，软件行业的商业模式将出现转变，而互联网化的企业级IT服务将成为新的“风口”。云计算的服务分为三个层面：基础设施即服务(IaaS)、平台即服务(PaaS)和软件即服务(SaaS)。我们注意到近年来以阿里巴巴、腾讯、百度、金山和盛大等为代表的互联网公司在IaaS方面做了积极的投资部署，已经建立了基础的IDC、CDN和数据安全等服务体系；中国的电信运营商也利用其自身在机房和通信线路方面的资源优势为企业客户提供IaaS和PaaS的服务；而国外的云计算巨头如Amazon等也通过与中国厂商合作的模式布局中国的市场。

根据IDC的统计，中国云计算市场的规模(IaaS、PaaS和SaaS)在2018年有望超过20亿美元，未来三年的年复合增长率将超过30%，且由云计算和大数据衍生的新型IT服务将拥有更为广阔的发展空间。由于中国特殊的国情以及政府和大型企业对于数据安全的要求，我们注意到中国的私有云市场同样具有巨大的发展潜力。从短期来看，我们相信云计算和大数据将为IT服务行业带来在1) 算法和数据分析服务；2) 云迁移和云集成；以及3) 网络安全解决方案等领域的发展机遇。

另外，新技术对于商业模式的改变已经初见端倪。根据工信部的统计数据，自2013年以来，软件产品销售的同比增速由30%以上下降至20%以下，主要原因是企业对于软件产品采购需求增长放缓和软件产品开始普遍降价。而受益于大型企业和政府机构对于高端IT服务和定制开发的需求增加，信息技术咨询和嵌入式系统软件开发业务的增长开始加快。从根本上说，我们认为这一转变的核心原因是SaaS服务和基于互联网的敏捷开发对于传统的软件产品的替代。在这一过程中，用户可以用更低的价格精确匹配自身的IT服务需求。此外，国际的大型软件厂商如微软、Oracle和SAP等也

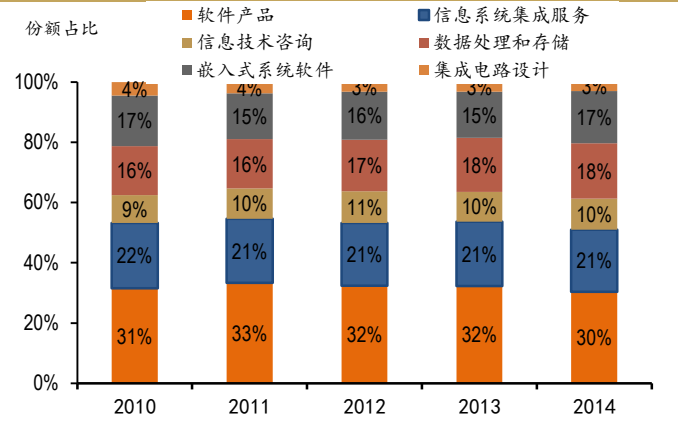
将业务模式从传统的软件销售，逐渐转变为基于互联网和云平台的SaaS服务，并降低了部分软件产品的销售价格。而国内的软件产品销售商如用友、浪潮和金蝶等也在传统的软件产品中加入了基于互联网的解决方案模块，并与各类合作伙伴和云服务供应商协作展开基于云端的SaaS服务。而对于IT服务商而言，由于其拥有在项目咨询、管理和运营等方面的先天优势，我们相信其在利用互联网和云计算进行商业模式转型的过程中将会更加顺利，同时也能够更快地获得先发优势。

图79：中国软件和信息服务业各子行业增速对比



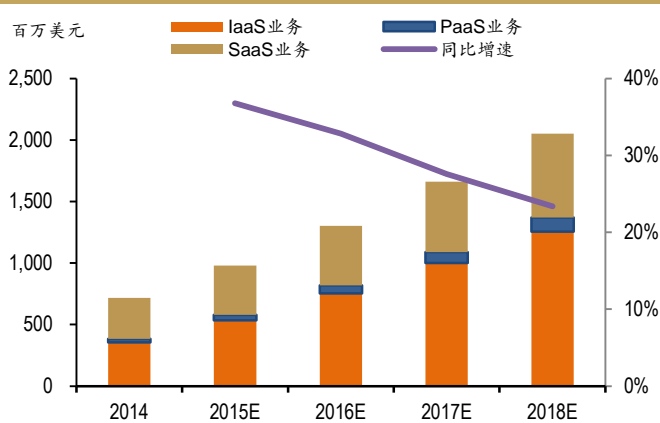
来源：工信部，招商证券(香港)

图80：中国软件和信息服务业各子行业收入分布



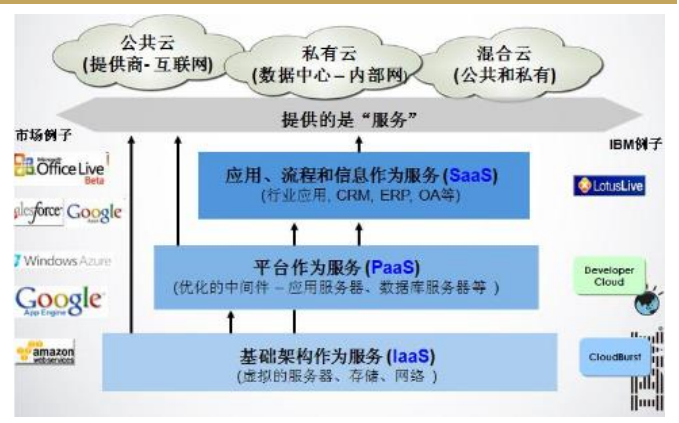
来源：工信部，招商证券(香港)

图81：中国云计算市场规模和预测



来源：IDC，招商证券(香港)

图82：云服务生态体系示意图



来源：IBM，招商证券(香港)

第三，政策的支持也为软件和IT服务企业的发展提供了有力的支撑。在国家战略层面，国务院在2009年发布了《电子信息产业调整和振兴规划》和《2009-2020年国家信息化发展战略》，明确了加强国产软件和行业解决方案推广应用的方针，并将电子政务列为信息化发展的战略重点。2012年度，国务院印发了《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》和《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》，再次将信息化建设和软件行业发展提升到国家战略的高度。在财税方面，中国政府在2011年和2012年分别发布了《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》和《关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的企业所得税政策的通知》，从国家的层面明确了对软件和集成电路企业的税收减免、财政补贴和提供投融资便利政策等若干支持手段。而各地的高新技术园区也对软件研发和IT服务外包等企业给予“两(年)免(税)三(年)减半(征税)”的所得税减免政策和在土地、基建以及交通配套设施等方面的补贴措施。

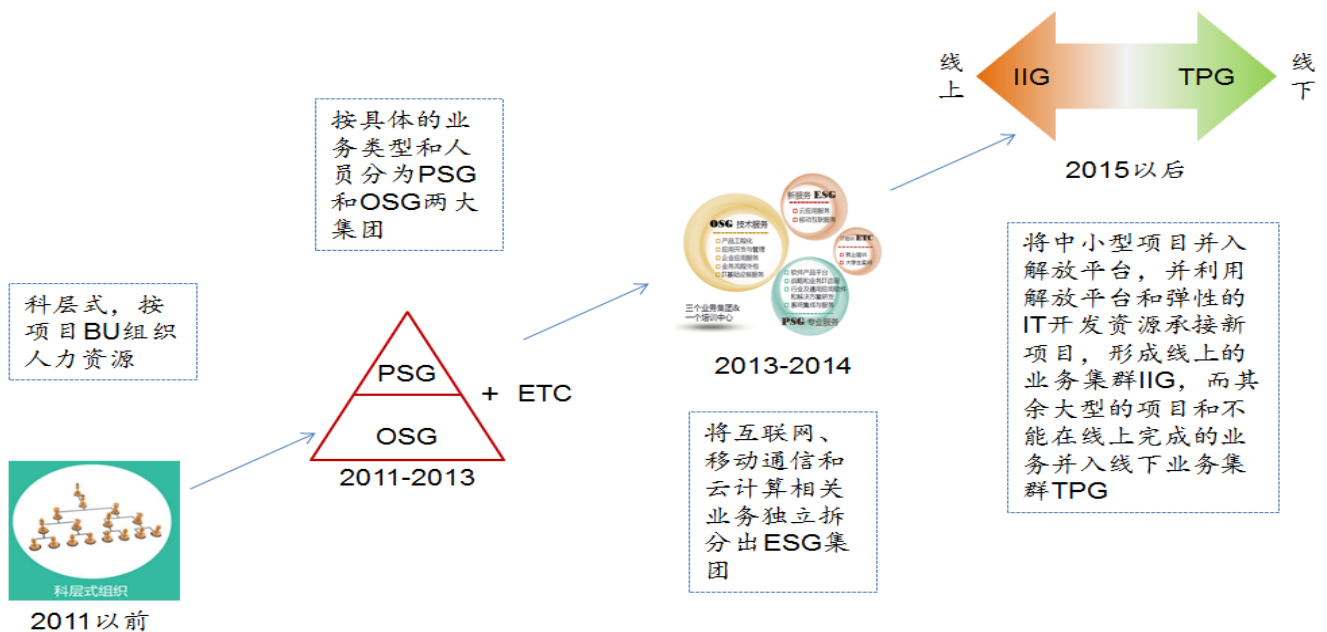
2015年9月，国务院发布了《促进大数据发展行动纲要》，明确了大数据对于推动经济发展和完善政府社会治理监管的重要意义，并提出了“利用大数据打造社会治理新模式、建立安全高效的经济运行新机制、构建民生服务新体系和开启大众创业万众创新的新格局”的战略目标。我们相信《纲要》的出台打开了IT服务企业在云计算、大数据分析、网络安全和大型国家级数据中心建设等方面的市场机遇。而《纲要》中提出的健全市场发展机制、建立标准规范体系和加大财政金融支持等具体的政策机制则为IT服务企业在财务和经营环境上创造了更加有利的条件。

### 从“P-O-E”到“O-2-O”：中软国际的业务架构和盈利模式

中软国际现行的组织架构简称“P-O-E”，是按照专业服务集团（Professional Service Group，简称PSG），外包服务集团（Outsourcing Service Group，简称OSG）和新兴业务集团（Emerging Service Group，简称ESG）组成。同时，公司也拥有自身的“中软国际卓越培训中心（ETC）”为大专院校IT专业的学生和广大的IT从业人员提供专业培训，并取得来自课程学费和课件设计方面的收入。

具体而言，中软国际的“P-O-E”架构是在2011年开始搭建的。由于当时中软国际经历了10年的发展后员工人数达到10000余人，且承接的业务跨越多个行业，服务的种类也涵盖了多种形式，因此原有的项目部组织模式和多级的科层式架构已经不能满足敏捷开发（DevOps）和对大型客户提供从“咨询-实施-运营”一体化IT服务的需要。因此，公司及时将其人员和项目按照单纯的外包和独立的解决方案两个维度组合为OSG和PSG两大业务集团，并任命了各自集团的管理层负责统筹集团内的人员调配和项目间的协作分工。具体而言，OSG主要侧重于以经验、效率和成本为核心价值的IT外包业务，包括ITO、BPO和KPO等细分模式，并以每人每工时的单价与客户协定外包的价格，按照年度或季度参照实际投入外包人员的数量和工作质量考核结算外包费用。而PSG则侧重利用自有的IT服务经验为大型客户提供全方位的IT解决方案，且具体的服务项目包括系统集成、软件和App的定制开发、企业/政府部门整体IT架构设计和数据分析服务等。其收费模式是按照市场价格、项目的技术难度和工期等给予整体的报价并在项目完工验收后按照实际的质量付费。此外，对于已完成项目的后续运营维护和系统升级等服务，PSG主要的收费模式则按照年度服务费的方式收取。2014年，由于JointForce的开发趋近完成以及公司在云计算和移动通信领域的快速发展，中软国际从PSG中将上述的新兴业务分离并成立了ESG，形成了目前的组织架构。但是ESG的业务模式和收费方法与PSG在本质上是相同的。

图83：中软国际的组织架构演进过程



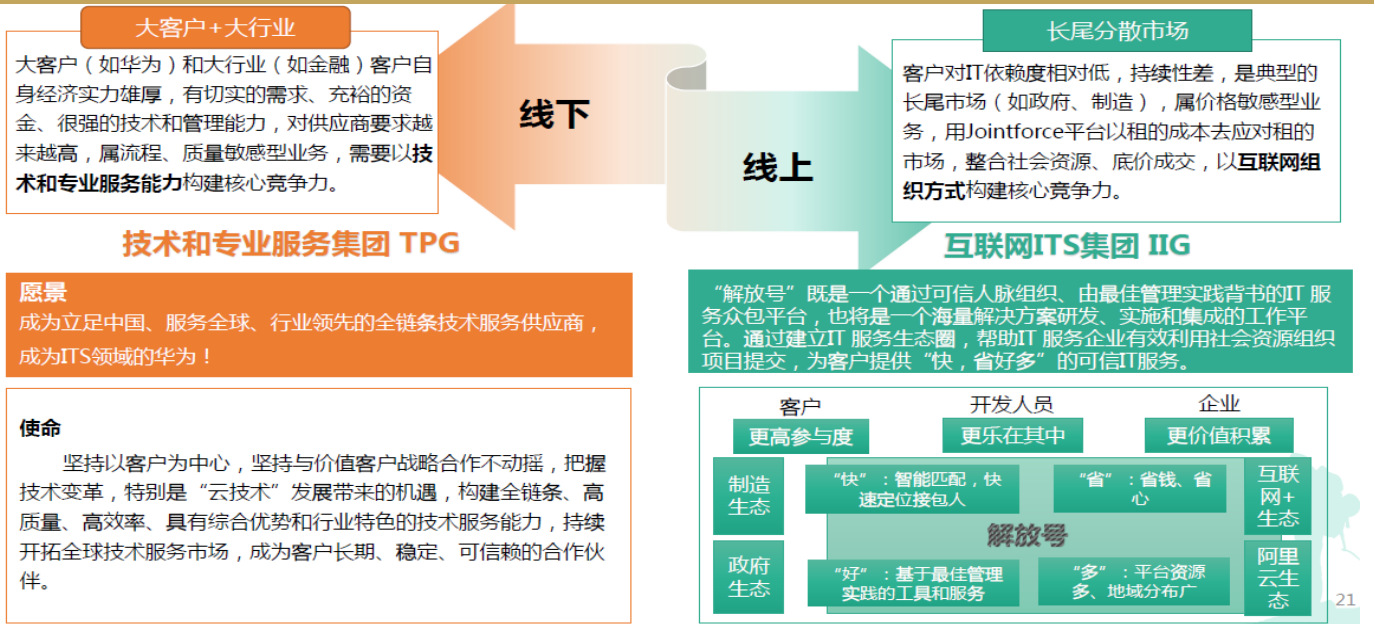
来源：公司资料，招商证券(香港)

中软国际将在2015年继续深化组织的变革，并按照线上（Online）和线下（Offline）的业务部署将原有的项目继续重组融合为互联网IT服务集团（IIG）和技术专业服务集团（TPG）。IIG的主要使命是利用JointForce众包平台的人力资源以“租”的形式去应对要求敏捷开发和小型项目提交的需要，并以互联网众包的形式为客户提供优质低价的IT服务，占领对于价格敏感的长尾市场。而TPG的使命则重点放在大型企业客户（如华为等）和国家级的项目，为客户提供高价值、专业化和一站式的IT解决方案服务。同时，中软国际的培训业务（ETC）也将与“解放”平台高度融合，建立“宅客学院”，从而更为有效地聚拢在校学生和青年人群体中的潜在IT人才力量。

我们相信基于互联网和O2O的组织架构变革将使公司能够及时有效地配合自身“互联网+”战略，实现从“综合性软件与信息服务供应商”到“基于云计算、大数据的互联网创新型IT服务公司”的转型。结合公司计划构建的“三环人才”体系，我

们相信中软国际未来的发展路径将会逐渐从“以人数增长换取收入增长”的模式向高业务附加值与高单位产出的“双高”型IT服务转变，实现在收入增长幅度和利润率方面的飞跃式提升。此外，我们相信随着中国各级政府和大型企业越来越重视信息安全和其自身信息化的建设，中软国际将面临更为有利的外部市场环境以支持其业务的转型。而在短期内，我们期望看到1) 公司来自长尾IT服务市场项目数量和收入的增长；2) 公司基于互联网平台衍生出新的收费模式和IT服务手段；以及3) 与战略客户的关系更加紧密，合作的项目在技术层面更为高端，从而使项目利润率取得一定的提升。

图84：中软国际基于O2O的组织变革及新的业务集团使命

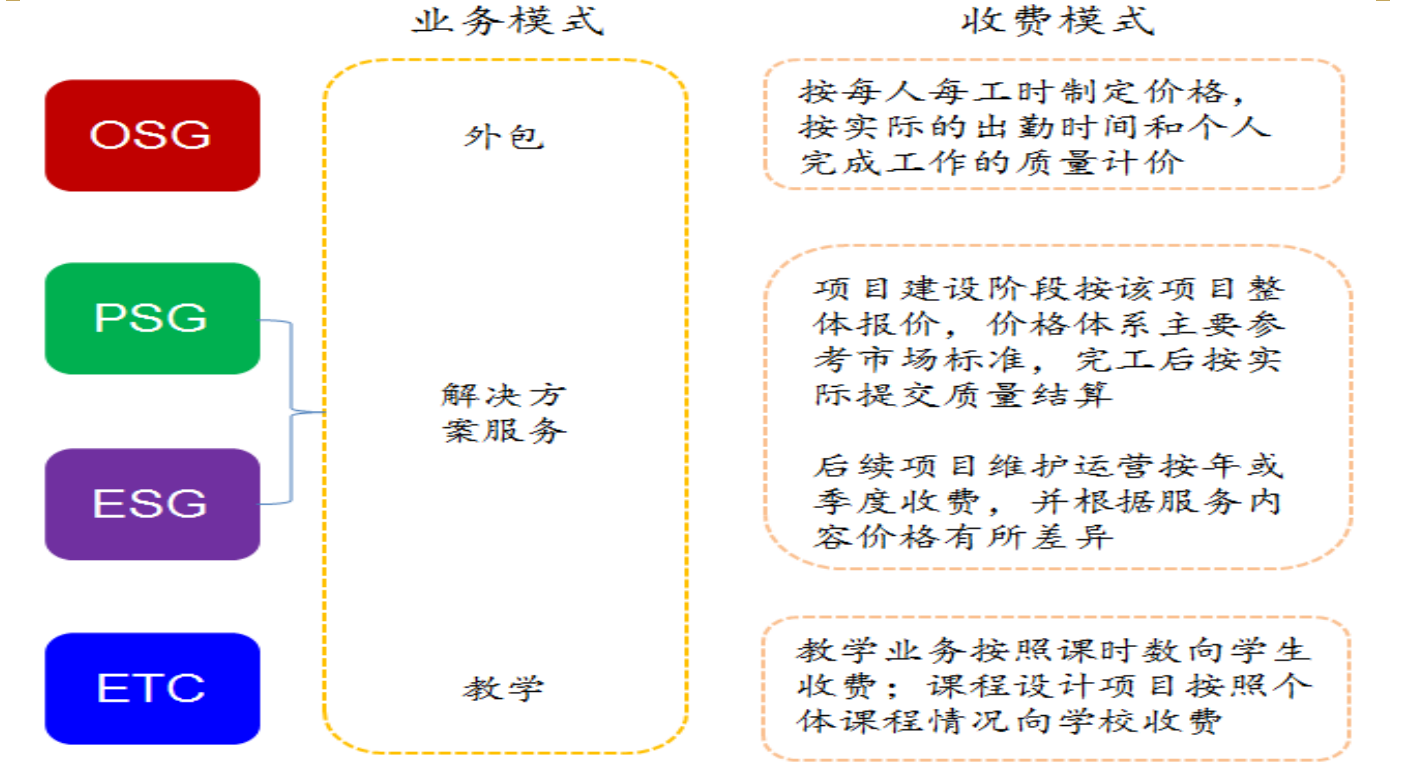


来源：公司资料，招商证券(香港)

财务分析与盈利预测

收入分析和预测：新兴业务打开新的成长空间，原有业务保持稳定，“解放号”的货币化值得期待

图85：中软国际现行组织架构及业务和收费模式简介



来源：公司资料，招商证券(香港)

自2011年中软国际开始推行新的“P-O-E”架构后，其财务的分部也按照这一原则展开。按照业务的细分，我们注意到公司的OSG业务受到华为业务高速增长带动增长较快。但是受到收费模式的制约（固定的单价，按照人数和工时计算收入）其毛利率一直处于较低的水平。根据行业的普遍情况，我们估计OSG大多数项目/客户的毛利水平应在20%-25%之间。因为中软国际外包业务客户多为华为、微软和IBM等国内外大型知名企业，具有强大的业务收入和资金资源作为支撑，所以OSG的业务的客户风险总体较小。结合中软国际在中国外包行业的品牌效应和在技术与人员方面的竞争优势，我们相信公司来自外包行业的收入能够在长期保持稳定增长的趋势。

PSG服务性收入受到1) 经济下滑导致企业对IT服务需求减少；以及2) 公司业务调整，部分原有PSG业务（如政府和制造流通的业务）向JointForce迁移的影响，2015年上半年增长仅4%。同时，为了布局面向“工业4.0”的解决方案市场，我们注意到PSG在上半年承接了多项交通运输和制造领域的设备集成和基于设备的软件操作系统开发业务。虽然上述业务的毛利较低（行业通常的毛利水平不到10%），但是我们相信这类业务是中软国际向“工业4.0”渗透的必经之路，且公司在这一领域有望取得更多高利润率的项目。我们预计下半年随着1)“解放号”为公司带来更多的IT服务业务机会；2) 受益于国家大数据和云计算方面的政策；以及3) 金融行业和互联网公司加大IT服务的采购，PSG在解决方案服务层面的收入增长将好于上半年。

我们相信ESG仍然是中软国际最为强劲的增长动力。中软国际与阿里云和中国移动紧密的战略合作将继续为公司带来持续的项目订单，从而拉动收入的增长。而公司与华为的深度外包合作以及公司2013年在美国收购的Catapult公司也有望分别依托华为云和微软Azure衍生出全新的基于云计算和大数据的高端IT解决方案业务。

同时，由于公司与全国超过100所大专院校建立了长期的合作关系，ETC与学校的合作已经从单纯的培训发展到学业考评、毕业生入职前培训和课程设计等业务模式。同时ETC面向社会的线上线下相结合的职业培训和等级考试培训也陆续展开。虽然我们预计ETC的业务收入也能够保持稳定的增长，但是考虑到其主要业务仍是在学校展开，定价和培训形式均受到国家教育相关法规的约束，我们相信ETC未来1-2年出现收入爆发性增长的概率较低。

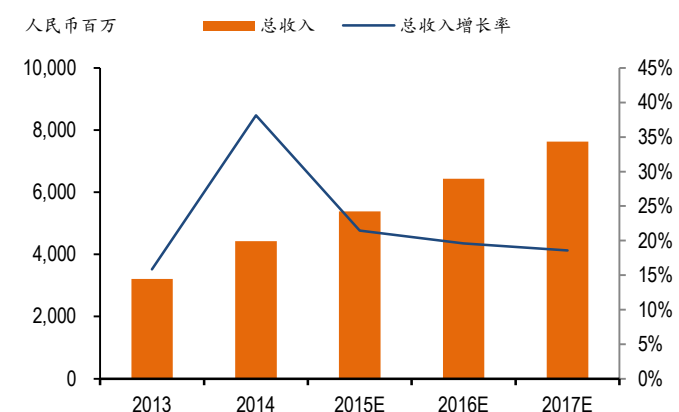
此外，由于“解放号”仍处在商业化初期，且未来1年的主要目标仍是围绕商业生态建设、发包企业和工程师积累以及在线开发工具/社交体系的完善，我们相信“解放号”在短期内将不会为中软国际带来明显的收入贡献。基于稳健审慎的原则，我们在收入预测中也并未对来自“解放号”的收入作出单独的估计。

图86: 中软国际收入预测表

人民币百万	2013	2014	2015E	2016E	2017E
OSG 收入	1,388	2,026	2,461	2,909	3,409
其中: 华为业务	712	1,337	1,765	2,206	2,691
其他业务	676	689	696	703	717
OSG 收入增长率	14%	46%	21%	18%	17%
华为业务收入增长率	24%	88%	32%	25%	22%
其他业务收入增长率	4%	2%	1%	1%	2%
PSG 收入	1,569	1,986	2,353	2,771	3,258
其中: 服务收入	1,430	1,704	1,986	2,349	2,803
设备收入	138	282	367	422	456
PSG 收入增长率	8%	27%	18%	18%	18%
服务收入增长率	16%	19%	17%	18%	19%
设备业务收入增长率	-36%	104%	30%	15%	8%
ESG 收入	155	326	468	648	843
ESG 收入增长率	N/A	111%	44%	38%	30%
ETC 收入	94	91	97	107	120
ETC 收入增长率	1%	-3%	7%	10%	12%
<b>总收入</b>	<b>3,206</b>	<b>4,429</b>	<b>5,380</b>	<b>6,435</b>	<b>7,630</b>
<b>总收入增长率</b>	<b>16%</b>	<b>38%</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>

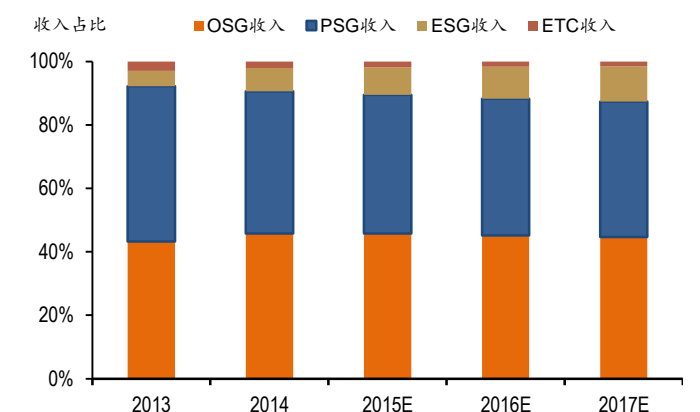
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图87: 中软国际收入和增速



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图88: 中软国际各业务群收入分布



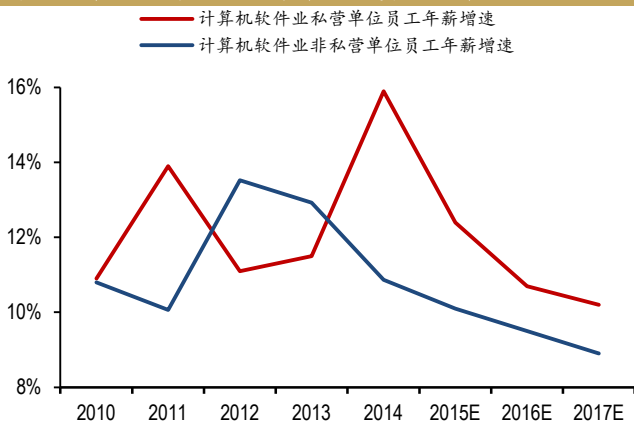
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

**成本分析和预测：2015年毛利率有所下降，其他成本结构保持稳定**

作为IT服务和解决方案的供应商，中软国际的主要成本是人员的工资，且人员工资依据其所在的岗位属性分别计入直接销售成本、市场营销费用和一般行政管理费用等科目。公司其他的成本还包括设备折旧摊销、外购及自研软件所产生的无形资产摊销、分包成本、办公室租金和渠道推广费用和其他的专业费用等。

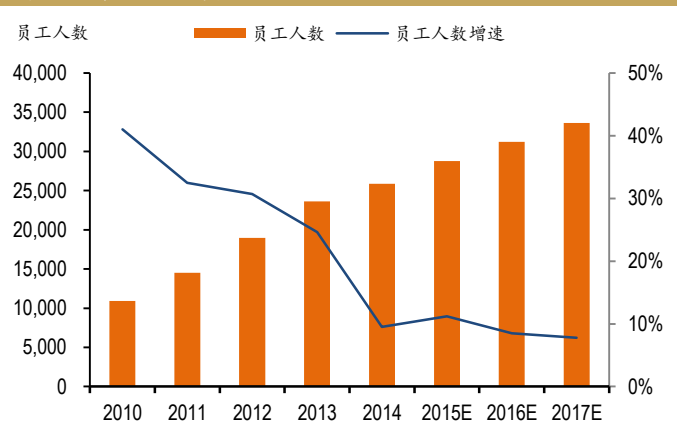
直接销售成本绝大多数来自于与项目直接相关人员的工资以及与项目直接相关的差旅费和补贴等。PSG集团的直接销售成本还包括了设备和硬件的采购成本和部分项目的分包成本。由于设备和硬件业务占总收入和总直接销售成本比重较低，我们对于中软国际未来的直接销售成本预测将采用“员工工资x员工人数增长”的方式。首先，根据人力资源和社会保障部的数据，中国计算机软件行业私营及非私营企业的员工在2010-2014年间平均的年化增长率分别为13.7%和12.5%，而未来三年这一增长率也有望维持在10%左右。我们也将沿用这一数据预测中软国际的员工平均工资的增长率。同时，我们相信随着1) 众包平台中的社会化IT工程人员对自有人员的替代；以及2) 公司前期的人员储备基本到位，公司员工数量的增长将逐渐趋缓。

图89：中国软件业职工年平均工资增长率



来源：Wind, 人社部, 招商证券(香港)预测

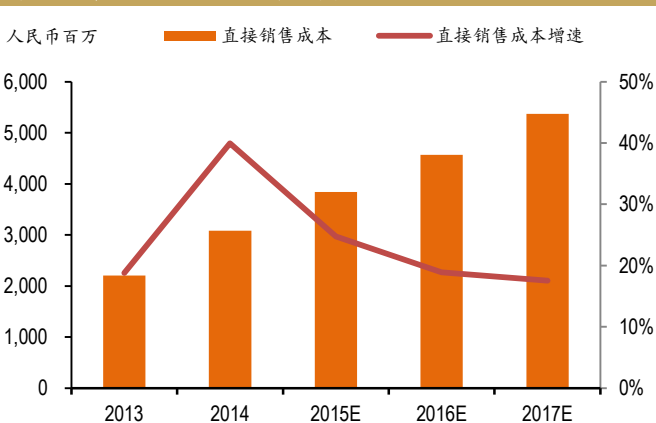
图90：中软国际员工人数增长及预测



来源：公司资料, 招商证券(香港)预测

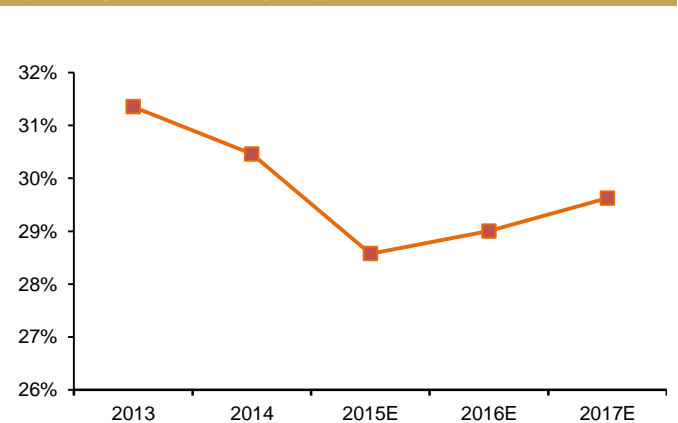
综合以上的因素，我们相信公司2015年的毛利率较2014年度出现接近200bps的下降，原因包括1) 公司增加了低毛利的硬件和设备产品集成业务；2) 员工整体工资水平的上涨；以及3) 部分垂直行业景气度下滑而导致IT服务项目毛利率萎缩。我们同时认为公司可以凭借1) “解放号”为公司带来的新增项目收入和人员成本节省；2) 公司通过改进管理方式和组织架构变革提升员工使用效率；以及3) 项目资源逐步向蓝筹客户和新兴行业转移，在未来逐步改善整体的毛利率水平。

图91：中软国际直接销售成本增长及预测



来源：公司资料, 招商证券(香港)预测

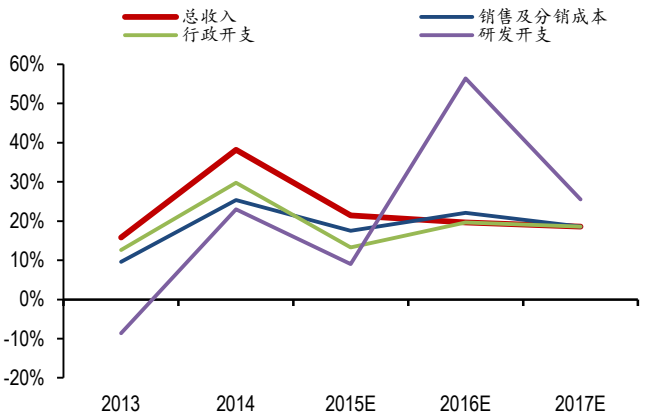
图92：中软国际毛利率趋势及预测



来源：公司资料, 招商证券(香港)预测

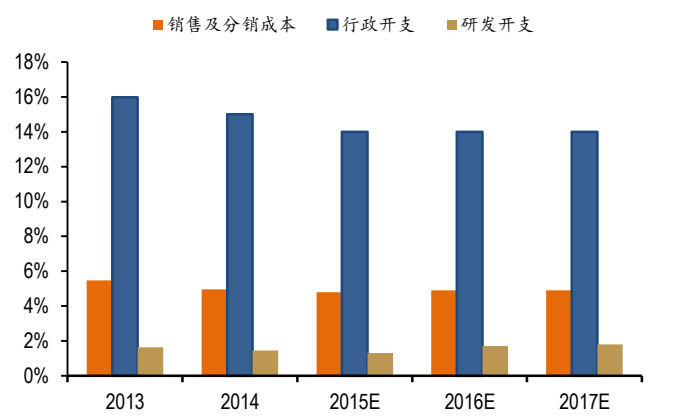
中软国际在过往的年度对市场营销费用和一般行政管理支出均有严格的管理，因此上述费用的增速和占收入的比例均比较平稳。尽管2014年度由于Catapult公司财务数据开始并表导致了各项费用增长率出现了较大提升，但是我们仍然相信公司在费用管理制度未发生改变的情况下，在未来仍将维持上述费用的稳定增长趋势且能够使费用的增速低于总收入的增速。而在研发方面，我们相信公司将继续保持在云计算、JointForce平台和移动通信领域的持续投入，以保证各项新业务的稳步推进。

图93: 各项费用开支的增长率预测及与收入增长的比较



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图94: 各项费用开支的占收比及预测

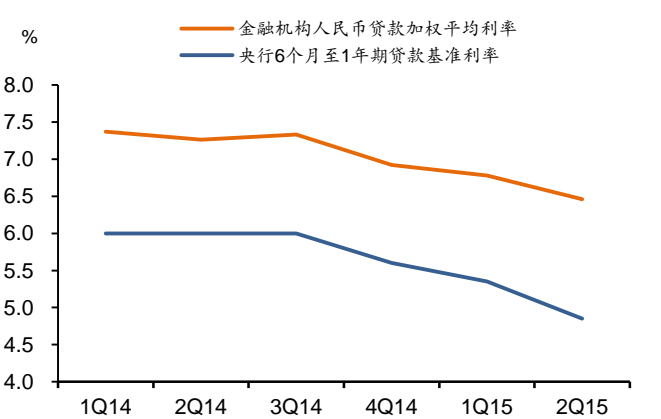


来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

债务及利息: 中国降息周期有利于减少财务成本, 财务杠杆处于安全范围

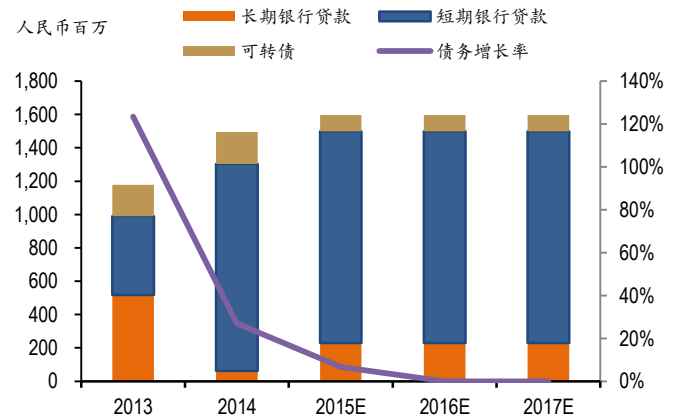
中软国际的付息债务包括银行贷款和可转债两个部分。银行贷款主要是为了满足日常经营的现金需要和必要时作为投资并购的支付来源; 而可转债是引入长期战略投资者的必要安排。根据公司的披露, 公司2014年末境内的人民币贷款余额为6.13亿元 (2013年: 5.29亿元), 平均的有效利率为5.89% (2013年: 6.30%); 美元贷款的余额折合人民币6.89亿元, 主体为2013年底申请获得的额度为1亿美元的三年期境外银团贷款, 并执行Libor+2.95%的贷款利率。而截止1H15, 公司的在国内的人民币银行贷款规模继续上升; 而美元银团贷款受到相关条款的变化需要公司重新与相关机构协商新的贷款安排, 且公司在新协议生效之前偿还了部分贷款。虽然我们认为海外银团贷款的协议将会最终签订, 但是由于1) 美国加息预期提升, 全球资金在新兴市场的布局相对减少; 以及2) 公司今年股权结构发生变动将作为银行重新审视贷款条款的一个因素, 新的贷款利率将可能高于之前的水平。但是我们同时相信, 随着中国国内基准利率的下降, 加上各项鼓励高科技和互联网企业发展的信贷政策逐步落实, 我们相信中软国际能够以低于之前的利息水平获得新的人民币贷款, 并有望在基准利率的基础上获得一定的折扣。但是从整体上看, 由于国内的整体利率水平仍高于海外市场, 我们相信公司增加人民币贷款的比重将使利息费用在短期内将有将所上升。出于保守的原则以及考虑到公司并未提供具体的债务偿还时间表, 我们假设公司未来三年保持债务余额不变。在这样的前提下, 公司的整体负债率将有所下降而利息成本随着市场利率水平的下降也将有所减少。

图95: 央行贷款基准利率和金融机构平均贷款利率走势



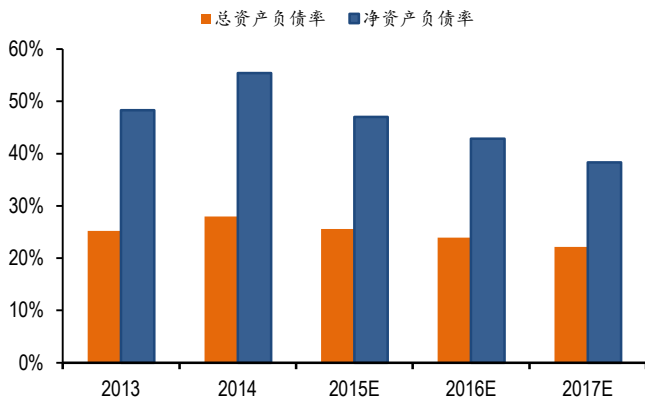
来源: 中国人民银行, 招商证券(香港)

图96: 中软国际各类付息债务分析



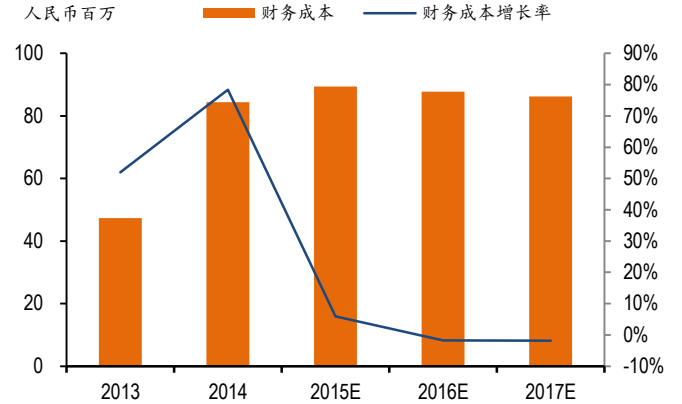
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图97: 中软国际资产负债率情况 (仅包括付息债务)



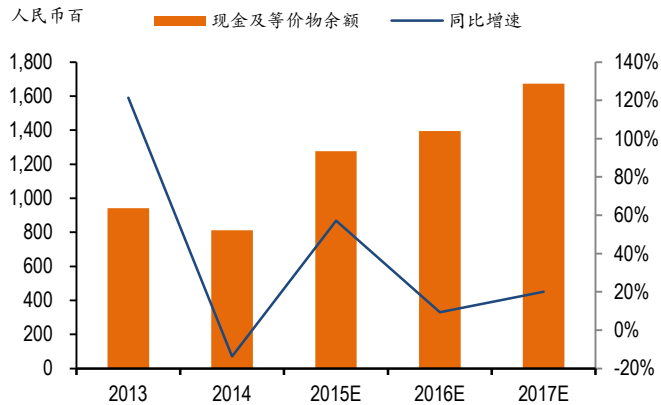
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图98: 中软国际财务成本变化情况及预测



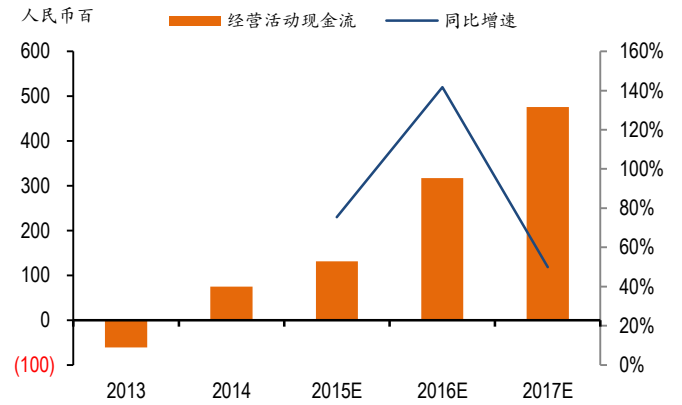
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图99: 中软国际现金及等价物余额变化情况



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图100: 中软国际经营现金流变化情况



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

从财务结构来看, 尽管公司在申请海外银团贷款后使资产负债率水平出现了明显的提升, 但是其总资产负债率仍能够控制在30%以下; 而净资产负债率则维持在50%左右, 均处于相对安全的范围。公司的经营现金流在2014年度由负转正, 体现了客户信誉度质量提升和收款效率改善。

我们同时注意到公司的现金余额也一直保持在人民币8亿元以上, 能够满足每年的利息支出和到期债务清偿的需要。但是我们仍然建议持续关注以下的几个指标, 以便对公司财务的稳定性作出更为准确的判断: 1) 应收账款(包括应收合约工程款项)的账期分布变化和过期末支付部分的余额; 2) 经营现金流是否能够持续保持与净利润(或EBITDA)的同步增长; 以及3) 商誉和其他资产减值拨备的变化。基于以上的分析, 我们认为公司在近期继续增加债务的概率较低。

图101: 中软国际2014和2015年半年度盈利增长对比

人民币百万	1H14	1H15	YoY%	2H14	2H15E	YoY %
收入	1,938	2,389	23%	2,492	2,991	20%
毛利	581	677	17%	768	860	12%
经营利润	159	193	21%	193	224	16%
归属公司股东净利润	101	140	38%	99	116	18%
毛利率	30%	28%	-164 bps	31%	29%	-207 bps
经营利润率	8%	8%	-13 bps	8%	7%	-25 bps
归属股东净利率	5%	6%	62 bps	4%	4%	-8 bps

来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图102: 中软国际盈利预测汇总表

人民币百万	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	3,206	4,429	5,380	6,435	7,630
毛利	1,005	1,349	1,537	1,866	2,261
经营利润	253	352	417	481	616
净利润	200	255	278	330	440
归属公司股东净利润	148	200	256	306	412
<b>增长率(%)</b>					
收入	16%	38%	21%	20%	19%
毛利	10%	34%	14%	21%	21%
经营利润	20%	39%	18%	15%	28%
净利润	33%	28%	10%	19%	33%
归属公司股东净利润	11%	35%	28%	20%	35%
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	31%	30%	29%	29%	30%
经营利润率	8%	8%	8%	7%	8%
净利率	5%	5%	5%	5%	5%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图103: 招商证券(香港)预测 vs 市场一致预期

人民币百万	招商证券(香港)			市场一致预期			差异		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收入	5,380	6,435	7,630	5,458	6,697	7,944	-1%	-4%	-4%
毛利	1,537	1,866	2,261	1,670	2,059	2,448	-8%	-9%	-8%
经营利润	417	481	616	460	573	696	-9%	-16%	-11%
归属股东净利润	256	306	412	276	356	458	-7%	-14%	-10%
EPS(人民币元)	0.12	0.15	0.20	0.14	0.17	0.22	-11%	-16%	-9%
毛利率	29%	29%	30%	31%	31%	31%	-202 bps	-174 bps	-119 bps
经营利润率	8%	7%	8%	8%	9%	9%	-67 bps	-108 bps	-68 bps
归属股东净利率	5%	5%	5%	5%	5%	6%	-31 bps	-56 bps	-36 bps

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

## 估值与评级

图104: 全球IT服务和解决方案可比公司估值一览

代码	公司	市值(百万美元)	P/E			P/B			ROE(%)		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
<b>香港市场上市 IT 服务公司</b>											
696 HK	中国航信	3,791	15.2	14.8	14.2	2.0	1.8	1.7	14.1	13.9	13.6
861 HK	神州数码	1,043	13.9	16.0	10.8	1.0	1.0	1.0	7.5	6.8	8.4
1297 HK	擎天软件	519	18.9	14.9	13.2	3.7	3.0	2.6	20.1	22.0	22.3
<b>香港平均</b>			<b>16.0</b>	<b>15.2</b>	<b>12.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>13.9</b>	<b>14.2</b>	<b>14.8</b>
<b>美国 IT 服务公司</b>											
CAN US	Accenture	64,598	20.4	18.7	17.1	9.9	9.0	8.2	52.7	51.6	53.6
DOX US	Amdocs	8,998	17.3	15.9	14.3	2.6	2.4	N/A	14.8	14.8	14.5
CTSH US	Cognizant	37,943	20.5	17.9	15.4	4.0	3.3	2.8	19.9	19.1	19.4
CSC US	Computer Science	8,423	13.3	12.4	11.5	2.6	3.1	2.7	13.6	24.9	31.9
CVG US	Convergys	2,252	13.5	12.2	11.0	1.9	1.7	N/A	11.7	12.4	N/A
EXLS US	ExlService	1,287	19.9	17.5	15.4	2.8	2.4	N/A	13.6	12.9	14.6
G US	Genpat	5,000	19.5	16.8	14.6	3.6	3.0	2.6	18.0	17.9	19.3
TTEC US	TeletechUS	1,296	16.8	14.4	N/A	2.8	2.6	N/A	17.3	17.9	N/A
WNS US	WNS Holding	1,520	17.0	16.6	15.1	3.8	3.5	3.2	17.9	18.9	17.5
<b>美国平均</b>			<b>17.6</b>	<b>15.8</b>	<b>14.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>3.9</b>	<b>19.9</b>	<b>21.2</b>	<b>24.4</b>
<b>印度 IT 服务公司</b>											
TCS IN	Tata Consultancy	75,893	23.6	20.9	18.4	8.5	7.4	6.1	36.7	37.7	35.1
INFO IN	Infosys	39,304	20.8	19.5	17.0	4.9	4.4	3.9	24.7	23.3	24.3
WPRO IN	Wipro	22,121	17.0	15.8	14.3	3.6	3.1	2.8	22.9	20.9	20.3
HCLT IN	HCL Tech	20,115	18.2	16.9	14.7	5.4	4.5	3.7	32.6	28.8	27.7
TECHM IN	Tech Mahindra	8,235	18.1	17.9	14.8	4.4	3.7	3.1	27.1	21.5	22.1
CYL IN	Cyient	984	18.5	17.0	14.6	3.5	3.0	2.6	19.8	19.0	19.4
<b>印度平均</b>			<b>19.4</b>	<b>18.0</b>	<b>15.6</b>	<b>5.0</b>	<b>4.4</b>	<b>3.7</b>	<b>27.3</b>	<b>25.2</b>	<b>24.8</b>
<b>中国 A 股上市 IT 服务和解决方案公司</b>											
600718 CH	东软集团	2,804	36.9	30.4	N/A	3.7	3.4	N/A	8.3	7.2	N/A
002649 CH	博彦科技	1,060	27.4	24.4	18.2	N/A	N/A	N/A	13.4	13.7	15.3
002065 CH	东华软件	4,561	21.8	17.6	14.2	4.1	3.3	2.7	19.1	19.4	19.3
300002 CH	神州泰岳	3,391	25.9	21.8	17.6	2.6	2.2	1.9	12.7	14.4	15.9
600536 CH	中国软件	2,436	174.6	73.1	19.9	7.8	6.8	5.2	5.2	15.3	26.4
600271 CH	航天信息	7,354	28.0	22.5	16.6	6.1	5.3	4.5	22.2	24.4	27.5
600410 CH	华胜天成	2,010	54.7	24.1	17.7	5.2	4.3	3.8	8.7	17.4	21.5
<b>中国 A 股平均</b>			<b>52.8</b>	<b>30.5</b>	<b>17.4</b>	<b>4.9</b>	<b>4.2</b>	<b>3.6</b>	<b>12.8</b>	<b>16.0</b>	<b>21.0</b>
354 HK	中软国际	795	20.0	16.7	12.4	1.6	1.5	1.3	8%	8%	10%
<b>全部平均</b>			<b>27.7</b>	<b>20.4</b>	<b>15.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>	<b>19.0</b>	<b>19.8</b>	<b>22.3</b>

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

根据我们目前的盈利预测，中软国际目前的股价对应16.7x 2016E P/E，而全球IT服务和解决方案公司的平均2016E P/E为20.4x。由于中软国际具有1) JointForce互联网化的IT服务众包平台能够有效帮助公司带来长尾IT服务市场的新收入并提升公司整体的利润率；2) 公司高质量的蓝筹客户基础和长期战略合作关系；以及3) 公司在基于云计算的中间件产品和SaaS敏捷开发方面的经验和优势等催化剂，我们认为公司目前的估值水平仍有提升的空间。我们恢复覆盖中软国际，并按照全球IT服务和解决方案公司的平均2016E P/E 20.4x给予公司HK\$3.66的目标价，同时给予买入评级。

图105: 预测市盈率区间



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图106: 预测市净率区间



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

## 财务报表汇总

## 资产负债表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>3,175</b>	<b>3,594</b>	<b>4,538</b>	<b>5,025</b>	<b>5,626</b>
现金及等价物	941	811	1,275	1,394	1,673
受限制现金	5	22	22	22	22
预付租赁款	1	1	1	1	1
应收账款	1,147	1,316	1,592	1,708	1,760
其他应收款	1,062	1,411	1,615	1,867	2,137
存货	20	32	32	32	32
<b>非流动资产</b>	<b>1,498</b>	<b>1,751</b>	<b>1,694</b>	<b>1,642</b>	<b>1,572</b>
固定资产	174	336	321	314	295
无形资产	281	325	285	240	190
商誉	937	983	983	983	983
长期股权投资	14	10	10	10	10
可供出售金融资产	25	43	43	43	43
其他非流动资产	67	53	52	51	50
<b>资产总计</b>	<b>4,673</b>	<b>5,344</b>	<b>6,232</b>	<b>6,666</b>	<b>7,198</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,471</b>	<b>2,329</b>	<b>2,455</b>	<b>2,558</b>	<b>2,650</b>
应付账款	742	772	811	861	893
应付合约工程款	217	212	269	322	382
银行借款	471	1,240	1,270	1,270	1,270
应交税费	28	53	53	53	53
其他应付款	13	53	53	53	53
其他借款	0	0	0	0	0
<b>长期负债</b>	<b>761</b>	<b>314</b>	<b>385</b>	<b>385</b>	<b>385</b>
长期借款	518	62	229	229	229
可转换债券	189	194	97	97	97
其他	53	58	58	58	58
<b>负债合计</b>	<b>2,232</b>	<b>2,643</b>	<b>2,839</b>	<b>2,942</b>	<b>3,034</b>
股本	87	88	94	94	94
股本溢价	1,667	1,687	2,094	2,094	2,094
储备	514	723	979	1,284	1,697
非控股权益	173	204	226	251	278
<b>负债及权益合计</b>	<b>4,673</b>	<b>5,344</b>	<b>6,232</b>	<b>6,666</b>	<b>7,198</b>

## 现金流量表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-61</b>	<b>75</b>	<b>131</b>	<b>317</b>	<b>476</b>
税前利润	205	297	327	393	530
折旧摊销	102	141	148	164	181
财务净收入	45	82	89	88	86
营运资金变动	-426	-434	-385	-265	-231
其它	12	-11	-49	-63	-90
<b>投资活动现金流</b>	<b>-463</b>	<b>-438</b>	<b>-92</b>	<b>-111</b>	<b>-111</b>
净资本开支	-463	-410	-92	-111	-111
其他投资净额	0	-28	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>698</b>	<b>236</b>	<b>425</b>	<b>-88</b>	<b>-86</b>
借款变动	604	238	11	-88	-86
其他筹资活动	94	-2	414	0	0
<b>净现金流量</b>	<b>174</b>	<b>-128</b>	<b>464</b>	<b>119</b>	<b>279</b>
汇兑损益	-8	-2	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>166</b>	<b>-129</b>	<b>464</b>	<b>119</b>	<b>279</b>

## 利润表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>3,206</b>	<b>4,429</b>	<b>5,380</b>	<b>6,435</b>	<b>7,630</b>
收入成本	-2,201	-3,080	-3,843	-4,569	-5,370
<b>毛利</b>	<b>1,005</b>	<b>1,349</b>	<b>1,537</b>	<b>1,866</b>	<b>2,261</b>
其他收益	62	59	65	51	53
管理费用	-512	-665	-753	-901	-1068
销售费用	-175	-220	-258	-315	-374
研发费用	-52	-64	-70	-109	-137
折旧与摊销	-74	-108	-104	-111	-118
<b>经营利润</b>	<b>253</b>	<b>352</b>	<b>417</b>	<b>481</b>	<b>616</b>
财务费用	-47	-84	-89	-88	-86
其他损益	-1	29	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>205</b>	<b>297</b>	<b>327</b>	<b>393</b>	<b>530</b>
所得税	-5	-42	-49	-63	-90
<b>利润总额</b>	<b>200</b>	<b>255</b>	<b>278</b>	<b>330</b>	<b>440</b>
少数股东损益	52	55	23	25	28
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>148</b>	<b>200</b>	<b>256</b>	<b>306</b>	<b>412</b>
<b>每股收益(RMB)</b>	<b>0.08</b>	<b>0.11</b>	<b>0.12</b>	<b>0.15</b>	<b>0.20</b>
<b>每股股息(HKD)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

## 主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>年成长率</b>					
营业收入	16%	38%	21%	20%	19%
毛利	10%	34%	14%	21%	21%
EBITDA	18%	46%	11%	14%	24%
经营利润	20%	39%	18%	15%	28%
净利润	11%	35%	28%	20%	35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31%	30%	29%	29%	30%
EBITDA率	11%	12%	11%	11%	10%
经营利润率	8%	8%	8%	7%	8%
净利率	5%	5%	5%	5%	5%
ROE	6%	7%	8%	8%	10%
ROA	3%	4%	4%	5%	6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25%	28%	26%	24%	22%
流动比率	2.16	1.54	1.85	1.96	2.12
速动比率	2.14	1.53	1.84	1.95	2.11
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.79	0.88	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	2.93	3.60	3.70	3.90	4.40
应付帐款周转率	4.55	5.85	6.80	7.70	8.70
<b>估值比率</b>					
PE	29.8	23.3	20.0	16.7	12.4
PB	2.0	1.9	1.6	1.5	1.3

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828