

解放号迎盈利拐点，IT 生态型企业蜕变进行时

海外公司简报

11 月 9 日我们参加了中软国际携手西安政府举办的全球首届程序员节大会，会上管理层就中国 IT 服务生态、解放号及云业务拓展等内容进行了交流。

◆程序员节打造中软独特 IP，发力构建 IT 服务生态

全球程序员节当日直播在线人数达 105 万人，在 IT 从业者、政府、软件企业乃至整个 IT 圈引起广泛关注，显示公司在业界的较高认可度及号召力。随着未来程序员节的持续举办，全球程序员节将成为公司的独特 IP，品牌影响力将得以不断深化，助力线上线下业务加速发展，标志着公司 IT 服务生态战略又迈出重要一步。

◆解放号迎盈利拐点，期待平台加速扩大带来质的蜕变

JF 平台由抽佣制升级为会员制后，平台活跃度及货币化能力提升明显，2017 年有望实现约 3 亿元营收，高于年初公司预期的 2 亿元，并实现盈利。依托华为强大的销售渠道，加上自身在销售端及运营端的快速投入，公司计划于五年后实现国内 300 个线下软件园区的全面覆盖，汇聚 10 万家发包方，发展 2 万家会员。JF 平台收入来源多元且持续，盈利模式愈发清晰成熟，除转包收入、会员费外，未来还将包括围绕 IT 产业链的招聘、广告等各类增值服务、对接双创的投融资功能、优质解决方案包装再推广等。期待各项经营指标加速扩大，不断印证中软由软件外包商向 IT 服务生态型企业的逐步蜕变。

◆搭载华为云高速发展快车，或与腾讯云合作创造惊喜

作为华为云的同舟共济型伙伴，公司自身 IT 服务能力及发展战略与华为云高度契合，双方将在江苏、广东、北京、上海等软件业活跃城市重点布局，继智造云后继续推进线下十余个解决方案云化，全面挖掘企业级云服务市场。公司指引 2018 年可持续订阅收入有望超 1 亿美元。随着公司与腾讯合作持续深入，双方在云业务层面存在潜在合作机会，届时有望受益于腾讯云广阔的中小型企业客户基础实现加速扩张。

◆目标价 6.2 元港币，重申“买入”评级

综合公司各项业务发展，我们维持公司 2017-2019 年净利润预测，分别为 5.57 亿、7.58 亿和 9.81 亿元人民币，复合增速为 30%。考虑广阔蓝筹客户基础保障传统业务稳健增长，云业务逐步深入，JF 平台对盈利弹性影响逐渐明显赋予估值向上动力，重申“买入”评级，维持目标价 6.2 元港币，对应 2017/2018 年 23x/17x 的 PE，较当前价具有 38% 的上行空间。

◆风险提示：IT 服务行业竞争加剧；云业务及解放号发展不及预期

指标 (单位: 人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,129	6,783	8,916	10,934	13,482
营业收入增长率 (%)	15.8	32.3	31.4	22.6	23.3
归属股东净利润 (百万元)	280	442	557	758	981
净利润增长率 (%)	40.0	57.9	26.0	36.1	29.4
EPS (元)	0.14	0.20	0.23	0.32	0.41
P/E	27	19	16	12	9

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

买入 (维持)

当前价/目标价：4.5/6.2 港元

目标期限：6 个月

分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA, FRM

021-22167333

futz@ebcn.com

联系人

吴柳燕

021-22167197

wuliuyan@ebcn.com

市场数据

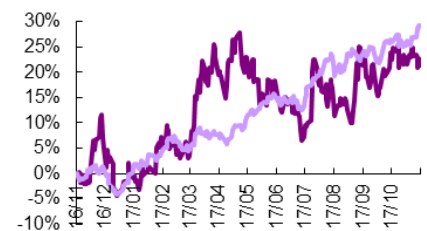
总股本(亿股)：24.02

总市值(亿港元)：107.86

一年最低/最高(港元)：3.51/4.81

近 3 月换手率：59.4%

股价表现(一年)



—— 中国软件国际 —— 恒生指数

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.1	25.5	-7.6
绝对	-2.8	40.7	21.7

相关研报

华为业务高速增长，转型云端可持续变现能力强…………… 2017-08-23
 搭载华为云高速发展快车，业绩及利润率提升可期…………… 2017-07-18
 面朝百亿营收继续迈进，技术能力升级走向国际…………… 2017-03-28
 业绩持续走强，双轮驱动战略加速落地…………… 2016-08-24

表 1: 损益表

(单位: 百万元人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,129	6,783	8,916	10,934	13,482
技术与专业服务	3,781	5,482	7,510	9,388	11,735
互联网 IT 服务	1,348	1,301	1,406	1,546	1,747
营业成本	(3,606)	(4,768)	(6,269)	(7,685)	(9,472)
毛利	1,523	2,016	2,647	3,249	4,010
其它收入	51	(24)	(34)	(36)	(38)
营业开支	(1,063)	(1,389)	(1,873)	(2,208)	(2,683)
营业利润	511	603	739	1,005	1,288
财务成本净额	(93)	(96)	(91)	(123)	(145)
应占利润及亏损	2	17	27	37	47
税前利润	420	525	676	920	1,190
所得税开支	(87)	(115)	(101)	(138)	(179)
税后经营利润	333	410	574	782	1,012
少数股东权益	(53)	32	(17)	(23)	(30)
净利润	280	442	557	758	981
息税折旧前利润	539	727	1,065	1,379	1,711
息税前利润	397	583	739	1,005	1,288
每股收益 (元)	0.14	0.20	0.23	0.32	0.41
每股股息 (元)	0.00	0.01	0.01	0.02	0.03

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2：资产负债表

(单位：百万元人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	6,348	7,229	8,914	10,416	12,268
流动资产	4,346	4,927	6,563	8,049	9,924
现金及短期投资	1,311	1,300	1,783	2,187	2,696
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	2,721	3,236	4,220	5,176	6,382
存货	30	21	63	77	95
其它流动资产	285	371	497	610	752
非流动资产	2,002	2,302	2,351	2,367	2,344
长期投资	79	104	118	137	160
固定资产净额	118	812	818	788	716
其他非流动资产	1,805	1,385	1,415	1,442	1,467
总负债	2,862	2,897	4,032	4,786	5,675
流动负债	2,539	2,439	3,492	4,165	4,974
应付账款	595	713	940	1,153	1,421
短期借贷	1,387	922	1,827	2,252	2,714
其它流动负债	557	804	725	760	839
长期负债	323	458	540	621	701
长期债务	263	439	520	601	682
其它	60	19	20	20	19
股东权益合计	3,486	4,333	4,883	5,630	6,593
股东权益	3,247	4,264	4,797	5,521	6,454
少数股东权益	239	68	86	109	139
负债及股东权益总额	6,348	7,229	8,914	10,416	12,268
净现金/(负债)	(399)	(81)	(583)	(686)	(719)
营运资本	2,156	2,544	3,343	4,100	5,056
长期可运用资本	3,809	4,790	5,422	6,250	7,294
股东及少数股东权益	3,486	4,333	4,883	5,630	6,593
净负债率(%)	12	2	12	12	11

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万元人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	260	292	(64)	385	485
净利润	280	442	557	758	981
折旧与摊销	143	144	326	374	423
营运资本变动	(426)	(434)	(799)	(757)	(956)
其它	262	139	(149)	10	37
投资活动现金流	(326)	(251)	(323)	(330)	(325)
资本性支出净额	(279)	(304)	(349)	(349)	(349)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(69)	(25)	(14)	(19)	(24)
其它资产变化	23	78	39	37	47
自由现金流	(62)	(210)	(739)	(274)	(259)
融资活动现金流	518	(14)	870	349	349
股本变动	326	55	0	0	0
净债务变化	154	(289)	985	507	543
派发红利	0	0	(25)	(34)	(48)
其它长期负债变化	37	219	(91)	(123)	(145)
净现金流	451	27	484	404	510

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证,本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

付天姿, CFA, FRM, 德雷克赛尔大学金融学硕士。之前在美国对冲基金从事近 2 年的量化研究工作, 2014 年回国于咨询行业担任 TMT 分析师, 主要覆盖美国中概股。2015 年 3 月加入光大担任海外 TMT 分析师, 主要覆盖海外软件和电子硬件行业。获得 2015 年新财富最佳海外研究团队第四, 2016 年新财富最佳海外研究团队第一。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
北京	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169491	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com