

**2014年9月1日****公司研報****評級：買入****目標價：HK\$3.27**

股價(港元)	2.82
預期股票回報	15.96%
預期股息收益率	0.00%
預期總回報	15.96%

前期報告評級及目標價	NA
前次報告日期	NA

分析員：陳宜羈  
電話：(852) 2147 8819  
電郵：markybchen@abci.com.hk

**主要資料**

52 周高/低 (港元)	3.22/1.8
發行股數 (百萬)	1,873
市值 (百萬港元)	5,282
3 個月日均成交額(百萬港元)	13
大股東及持股(%):	
弘毅投資	17.92
陳宇紅	15.18

來源：公司、彭博、農銀國際證券

**FY13 全年收入構成 (%)**

軟體及硬體銷售, %	4.31
專業服務, %	48.56
外包服務, %	44.20
培訓, %	2.94
總計, %	100.00

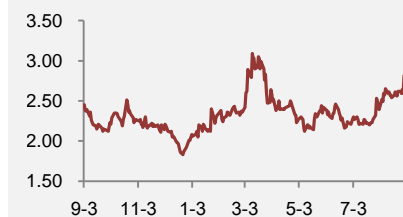
來源：公司、農銀國際證券

**股價表現(%)**

	絕對回報	相對回報*
1 個月	16.05	16.11
3 個月	16.53	9.34
6 個月	16.53	6.57

\*相對恒生指數

來源：彭博、農銀國際證券

**1 年期股價表現 (港元)**

來源：彭博、農銀國際證券

**中軟國際 (0354 HK)****SMAC 轉型初見成效，發展步入快車道；首次推薦評級“買入”**

- 公司業務受惠於移動互聯網，特別是互聯網金融及大數據需求的興起。公司擁有跨行業提供穩定 IT 解決方案的經驗，並擁有包括中移動、華為及國有銀行在內的大量、穩定的優質客戶資源，將成為 SMAC (社交/移動/大資料分析/雲服務) 需求增長的直接受益者
- 公司正積極開拓雲平臺服務，並拓展政務市場；由於公司為唯一具備阿裡雲生態下全方位能力 (雲集成/雲遷移/雲應用/雲運營/雲維護) 的雲服務商，我們預計將受益於中國快速增長的雲服務市場。公司強勁的 1H14 業績預示其發展已經進入快車道
- 公司即將公測的 JointForce 平臺有望成為新型的 IT 服務工程師社交及專案參與平臺，令公司在大幅削減人工成本的同時，將業務延伸至過往無法觸及的地域，擴大市場份額和營業收入
- 首次推薦評級“買入”，目標價 3.27 港元，對應 25 倍 2014 年預測市盈率

**擁有高品質客戶基礎和堅定客戶關係的中國領先 IT 服務商。**中軟國際 (CSI) 是一家總部位於中國的全球領先的 IT 服務供應商，專注於在社交、移動、高級資料分析和雲服務的下一代技術。它在中國擁有良好的聲譽和企業客戶關係，並且在審計、社保、農業、藥監、銀行、保險及證券、電信、軌道交通及機場等 8 大重要垂直行業擁有獨特的市場地位。

**強勁的 1H14 業績顯示公司的轉型初步見效，未來將面臨巨大增長空間。**CSI 的 1H14 業績顯示，公司在專業、外包及新興業務方面分別同比增長 24.3%/45.4%/335.2%，淨利同比增長 40%至 1.01 億元人民幣。新興業務的爆發式增長 意味著公司 SMAC 戰略已初步見效，公司業務發展進入快車道，高盈利增長可期。

**雲計算和互聯網金融領域的新業務進展順利。**CSI 利用其在雲計算和互聯網金融的行業經驗，近期獲得多項重要新業務訂單。由於這兩個行業在中國面臨高速發展階段，需求強勁，我們預計新業務將提振公司收入結構，令其財務表現大大改觀。

**近期迎來較多催化劑，包括：**1) 中國移動互聯網迅速擴張，正重塑現有的商業模式和產業價值鏈。CSI 的過往經驗和龐大客戶基礎令其能很好地把握這些變化，提供高增值服務；2) CSI 是目前阿裡雲生態系統下唯一能提供全方位服務能力的供應商，將大大受益於日益增長的雲服務業務；3) CSI 基於雲基礎的眾包平臺 JointForce 有望於 3Q 投入公測及使用，這將增加其收入來源，並有助於降低人力成本。

**首次推薦報告予以“買入”評級，目標價 3.27 港元：**我們的 12 個月目標價對應 1.0x 的 PEG 比率，25 倍 FY14E P/E 估值和 1.70 倍 FY14E P/B 估值。我們假設公司每股盈利在未來三年 (2014-16E) 能實現 37.35% 的年均複合增長。

**風險因素 (影響我們評級及目標價的風險包括)：**1) 中國雲服務和大數據業務發展低於預期；2) JointForce 的變現能力令人失望；3) 國內同行競爭加劇；4) 並購 Catapult Systems 產生的文化差異與管理風險；5) 公司 2012-2013 未派息

**業績表現及估值**

截止12月31日財年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(人民幣千元)	2,768,171	3,205,985	4,262,425	5,789,621	7,759,819
收入同比變化 (%)	23.37	15.82	32.95	35.83	34.03
淨利潤 (人民幣千元)	133,189	148,301	183,393	245,663	358,123
淨利潤同比變化 (%)	20.43	11.35	23.66	33.95	45.78
每股盈利(人民幣) -攤薄	0.077	0.082	0.102	0.137	0.199
每股盈利同比變化 (%)	2.38	6.46	23.71	33.95	45.78
每股淨資產 (人民幣元)	1.12	1.26	1.51	1.67	1.89
每股淨資產同比變化(%)	(5.05)	12.59	20.09	10.40	13.17
每股派息,人民幣元	-	-	-	-	-
市盈率 P/E (倍)	-	27.10	21.91	16.35	11.22
市淨率 P/B (倍)	-	1.77	1.47	1.34	1.18
股息收益率 (%)	-	-	-	-	-
平均淨資產收益率(%)	7.29	7.07	7.35	8.57	11.17
平均總資產收益率(%)	3.87	3.17	3.32	3.91	4.94

來源：彭博、農銀國際證券預測



中軟國際 (0354 HK)	1
投資亮點	3
公司的業務及優勢	3
負面關注因素	3
業務分析	5
1. 在多行業擁有豐富軟體服務經驗，提供多方位解決方案	5
2. 擁有廣泛且牢固的客戶基礎，以及強大的客戶拓展潛力	7
3. 公司擁全球化執行能力，並積極開拓毛利高的發達市場	9
4. 新發展的雲業務及自有眾包平臺有望驅動盈利高速增長	10
同業比較	14
估值與評級	15
財務預測	16
合併損溢表 (2012A-2016E)	16
合併資產負債表(2012A-2016E)	17
現金流量表(2012A-2016E)	18
部分財務指標(2012A-2016E)	18
風險因素	19
權益披露	20



## 投資亮點

### 公司的業務及優勢

#### 1. 強大的 IT 研發能力及穩定的優質客戶基礎

中軟國際現有員工 23,607 人，擁有多領域開拓新客戶資源的能力，現有客戶包括眾多頂級的中國國有企業，在行業內為使用者提供全面的軟體和資訊服務，並與這些客戶建立了長期的客戶關係，從服務中獲得大量的行業歷史資料，為公司未來開拓大數據分析和雲服務奠定了堅實的基礎；同時這些客戶也為其提供了穩定的經營收入。

公司自主研發的 ResourceOne (RI)，為行業解決方案提供應用支撐的 SOA 中介軟體平臺產品，被評為中國電子政務應用支撐平臺產品第一品牌。

#### 2. 在存在高進入壁壘的行業領域擁有多發展優勢

公司在中國的政府審計、社保、農業等行業擁有獨家或頂級市場優勢；在中國的銀行 IC 卡、銀聯和物流執行系統擁有最大的市場份額；在藥品監督管理方面擁有行業優勢地位；在電信、鐵路運輸和機場建設與付費領域擁有領先的發展地位。上述行業均涉及公眾安全及國家利益，准入壁壘較高。CSI 在這些行業中獲得的長期服務經驗和資料分析能力，實際上為其競爭對手樹立了極高的准入門檻。

#### 3. 領先的雲服務提供者，阿裡雲生態系統中唯一提供全方位服務的 IT 服務公司

移動互聯網在中國這兩年出現爆發式增長，令越來越多的中國企業開始啟動自己的雲服務，創造出巨大的雲遷移現實需求及潛在的大數據分析需求。

公司與阿裡巴巴，全球最大的電子商務平臺之一，有著良好的戰略合作關係，並是阿裡雲生態系統中唯一能提供全方位服務能力的 IT 提供商，同時也是中國首家（甚至是唯一一家）為阿裡巴巴的數千名企業客戶實施雲遷移的 IT 服務商。我們認為 CSI 將會繼續擴大與阿裡巴巴的戰略合作，並在雲服務和大數據分析領域取得新的訂單。

#### 4. 受益於移動互聯網驅生的眾多新生業務

移動互聯網誘發出巨大的互聯網應用創新需求，如互聯網金融（包括移動支付與清算等業務）及移動應用程式服務等。此外，隨著越來越多的中國城市開始實施“智慧城市”規劃（中國通過資訊化技術、高科技及環保措施提升城市化水準的一項發展戰略），市政系統升級或雲遷移的需求將對 CSI 構成重大的利好。集團收購了微軟的頂級 IT 服務商 Catapult 後，將擁有世界級的先進資料分析和雲服務能力。

#### 5. 中國政府高度支持及優惠政策帶來發展潛力

“斯諾登事件”後，中國政府更積極鼓勵國內軟體供應商競標公共服務和政府相關的專案，並且加強了軟體等行業的智慧財產權保護，這有助於為軟體服務商提供一個更健康的外部環境。所有這些措施都將有利於行業內有實力的競爭者。

### 負面關注因素

1. 中國勞動力，特別是軟體工程人員的人工成本在持續上升，能否成功控制成本是近期提升盈利的關鍵因素。

2. 公司的眾包平臺 Joint Force 及雲服務專案能否順利落實，將成為未來盈利增長的關鍵，但兩項業務目前仍處於早期階段，業務上存在較大不確定性。

## 業務分析

中軟國際是中國內地領先的 IT 服務商，擁有跨行業、跨市場及多元化的 IT 服務經驗。公司擁有深厚的軟體服務行業積累和穩定的客戶資源，同時也具備不斷擴展業務領域和技術創新能力。公司近年來努力向 SMAC（社交/移動/大數據分析/雲計算）業務轉型，並取得良好效果。剛剛披露的 2014 年上半年業績顯示，公司的專業服務、外包及新興業務同比增長高達 24.3%/45.4%/335.2%，帶動淨利潤同比增長 40% 至 1.01 億元人民幣。其中，新興業務的爆發式增長，意味著公司 SMAC 戰略已初步見效，公司業務發展進入快車道，高盈利增長可期。

### 1. 在多行業擁有豐富軟體服務經驗，提供多方位解決方案

公司深耕於政府與製造、金融銀行與保險、公共服務、電信、高科技等多個行業，既能提供通用解決方案，也能根據相關行業特點提供解決方案，並會根據互聯網的發展提供技術更新。

公司在政府審計、社保、農業等行業擁有獨家或頂級市場優勢；在中國的銀行 IC 卡、銀聯和物流執行系統擁有最大的市場份額；在藥品監督管理方面擁有行業優勢地位；在電信、鐵路運輸和機場建設與付費領域擁有領先的發展地位。上述行業均涉及公眾安全及國家利益，准入壁壘較高。CSI 在這些行業中獲得的長期服務經驗和資料分析能力，實際上為其競爭對手樹立了極高的准入門檻。

圖表 1：中軟國際的業務發展史（2003~2014）

年份	2003	2005	2007-2008	2009-2010	2011	2012	2013	2014
規模發展	238 人	1055 人	4363 人	10940 人	14496 人	18946 人	23607 人	
行業覆蓋								互聯網
					保險證券	電力	電力	電力
				電信	保險證券	保險證券	保險證券	保險證券
			金融與銀行	電信	電信	電信	電信	電信
		高科技	金融與銀行	金融與銀行	金融與銀行	金融與銀行	金融與銀行	金融與銀行
	政府與製造	高科技	高科技	高科技	高科技	高科技	高科技	高科技
	政府與製造	政府與製造	政府與製造	政府與製造	政府與製造	政府與製造	政府與製造	政府與製造
服務能力							SMAC	SMAC
			IT 諮詢	IT 諮詢	IT 諮詢	IT 諮詢	IT 諮詢	IT 諮詢
		BPO	BPO	BPO	BPO	BPO	BPO	BPO
	IT 培訓	IT 培訓	IT 培訓	IT 培訓	IT 培訓	IT 培訓	IT 培訓	IT 培訓
	ITO	ITO	ITO	ITO	ITO	ITO	ITO	ITO
	解決方案	解決方案	解決方案	解決方案	解決方案	解決方案	解決方案	解決方案
區域覆蓋				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
		美國	美國	美國	美國	美國	美國	美國
	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國

來源：公司，農銀國際證券

**圖表 2：中軟國際提供 IT 服務的行業與相關領域**

行業解決方案 (SaaS)	政府	<ul style="list-style-type: none"> <li>審計和監督管理</li> <li>社會保險與福利管理</li> <li>國有資產管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>食品與藥品管理</li> <li>行政許可管理</li> <li>政府決策支援系統</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>網上申報與審批</li> <li>公眾門戶</li> </ul>	通用解決方案
	製造與流通	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業資源規劃 (ERP)</li> <li>製造執行系統 (MES)</li> <li>物流執行系統 (LES)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>安全生產管理</li> <li>倉儲管理系統 (WMS)</li> <li>企業應用集成 (EAI)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>產品數碼跟蹤</li> </ul>	
	金融銀行與保險	<ul style="list-style-type: none"> <li>支付與清算系統</li> <li>收單業務系統</li> <li>信貸業務系統</li> <li>銀行卡系統</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>信用卡業務系統</li> <li>風險控制系統</li> <li>電子行銷</li> <li>供應鏈融資</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>保險業務系統</li> <li>保險電子商務系統</li> <li>保險展業支援系統</li> <li>報銷銷售管理系統</li> </ul>	
	公共服務	<ul style="list-style-type: none"> <li>一卡通</li> <li>自動售檢票系統 (AFC)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>自動售檢票清算中心 (ACC)</li> <li>智慧交通</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>機場運營管理系統</li> </ul>	
	電信	<ul style="list-style-type: none"> <li>移動支付</li> <li>移動即時通訊</li> <li>移動社區</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業微博</li> <li>移動應用商城</li> <li>一鍵通 (手機對講)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>嵌入式流覽器</li> <li>移動廣告平臺</li> </ul>	
	電力	電力物質管理解決方案	電力行銷管理解決方案		
核心產品	以 SOA 和雲計算為基礎的仲介軟體平臺 ResourceOne® (R1)		TopLink/TSA+平臺	<ul style="list-style-type: none"> <li>廣泛應用於政府、製造業等行業。</li> <li>連續 5 年被賽迪評定為中國電子政務應用支撐平臺軟體產品第一品牌。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>用於銀聯總中心、國家、省市的銀行卡網路交換中心</li> <li>支援跨行跨地區的銀行卡連線交易</li> </ul>

來源：公司，農銀國際證券

**圖表 3：中軟國際在相關垂直領域的優勢**

審計	優勢
社保	1、總諮詢、總集成 2、應用平臺唯一提供商及核心軟體發展商 3、指定全國推廣服務提供者
農業	1、金保縱向系統的核心軟體發展商 2、基金監管軟體全國推廣唯一夥伴 3、社保平臺核心資質入圍廠商
藥監	1、總諮詢、總集成 2、應用平臺唯一供應商和主要的軟體發展商 3、全國“三電合一”工程集成商
金融與銀行	1、戰略合作夥伴 2、“3511”工程核心應用開發商
電信	1、擁廣泛的客戶基礎，覆蓋四大國有銀行、郵政儲蓄銀行、眾多股份制商業銀行、各城市商業銀行及外資在華金融機構等； 2、金融 IC 卡業務市占率第一；支付與清算領域市場前 3；供應鏈金融市場第一；郵政領域市場前 2；銀聯市場第 1 名。
軌道交通	1、中國最早的無線互聯網平臺設計、開發及運營服務商，也是中國最大的專業手機用戶端應用開發及適配服務提供者； 2、領先於新興的電信支付與移動支付細分市場； 3、與華為、中移動建立戰略合作夥伴關係。
機場	1、自動售檢票領域全國前 4 名 2、網路化應用、一票換乘全國首位
審計	領先於機場收費管理和服務領域

來源：公司，農銀國際證券

## 2. 擁有廣泛且牢固的客戶基礎，以及強大的客戶拓展潛力

中軟國際為上千名客戶提供服務，與戰略合作夥伴保持多維度的全方位合作，包括：華為、微軟、弘毅投資、阿裡巴巴、中移動。其大股東弘毅投資是中國本土著名的 PE 投資集團，在多行業領域均擁有強大的投資經驗，這有助於未來擴大中軟國際的客戶基礎及市場份額。

圖表 4：中軟國際的市場地位及部分客戶關係概覽



來源：公司，農銀國際證券



圖表 5：中軟國際大股東弘毅投資的投資專案概覽(截止 2014 年 8 月)



來源: 公司, 農銀國際證券

圖表 6：中軟國際的客戶總覽



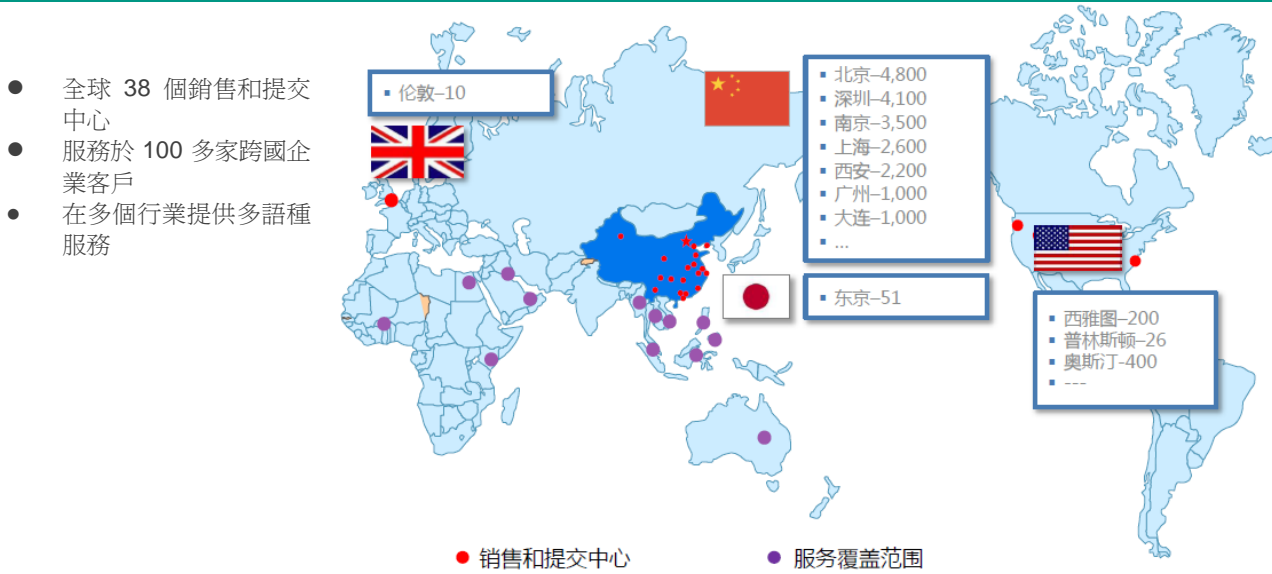
來源: 公司, 農銀國際證券

### 3. 公司擁全球化執行能力，並積極開拓毛利高的發達市場

中軟國際擁有近 10 年的國際化業務經驗，擁有全球提交能力，目前在全球 38 個城市和地區設立了提交中心。

2013 年 11 月，CSI 收購了微軟的頂級 IT 服務商 Catapult，後者同時也是全球“數位化”趨勢最前沿的首要 IT 供應商。此次收購令使 CSI 可以充分提升其研發和服務能力，在社交，移動，大數據分析和雲服務（SMAC）方面獲得全面提升，並有助集團擴大在全球市場的份額。預計公司未來在毛利率較高的歐、美、日市場的外包業務將進一步發展。

圖表 7：中軟國際近年來不斷提升在全球市場的執行能力



來源：公司，農銀國際證券



#### 4. 新發展的雲業務及自有眾包平臺有望驅動盈利高速增長

##### 1) 公司在雲服務及互聯網金融方面獲得重大業務發展機會

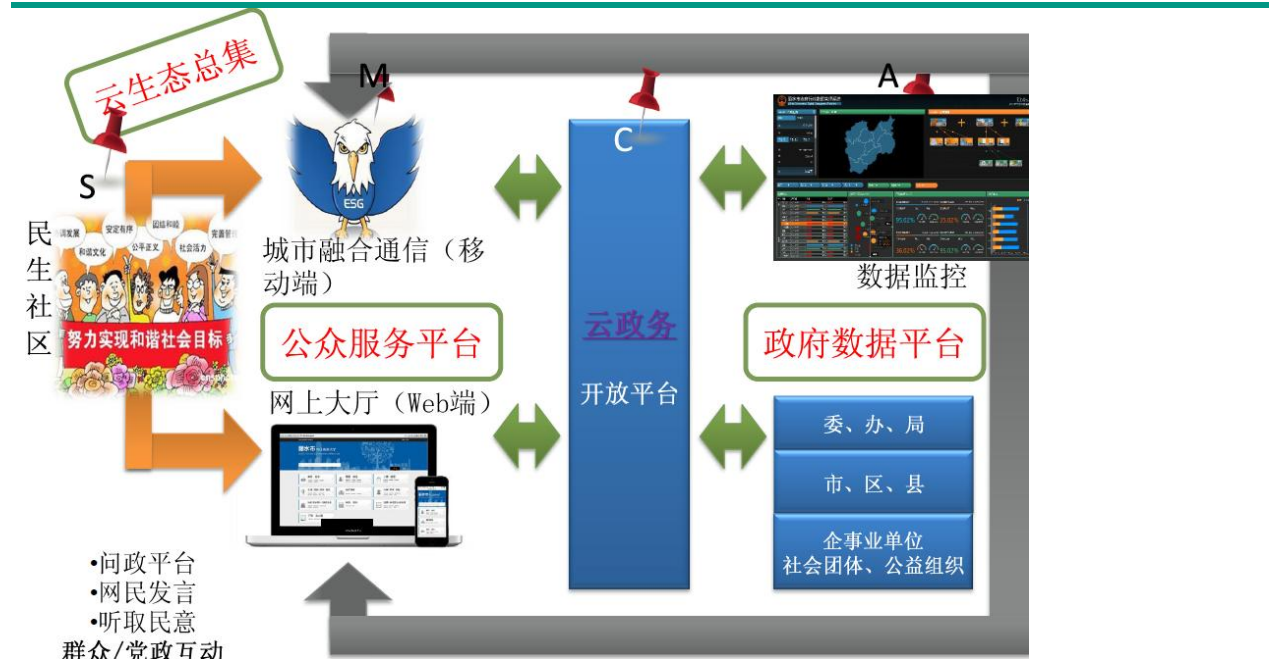
公司借助中國移動互聯網迅速發展的機會，在互聯網金融、雲集成服務及大數據分析方面發揮潛力，並且在這方面取得了實質性的進展，成為中國為數不多在上述前沿領域有實際業務經驗及變現能力的 IT 服務商。

公司在與阿裡巴巴的戰略合作中，協助阿裡巴巴將中小客戶向阿裡雲端遷移，此舉令中軟國際構建起了對接阿裡雲平臺的全方位業務能力，CSI 也是中國迄今唯一擁有阿裡雲全方位（包括雲集成/雲遷移/雲應用/雲運營/雲維護等）業務能力的 IT 服務商。

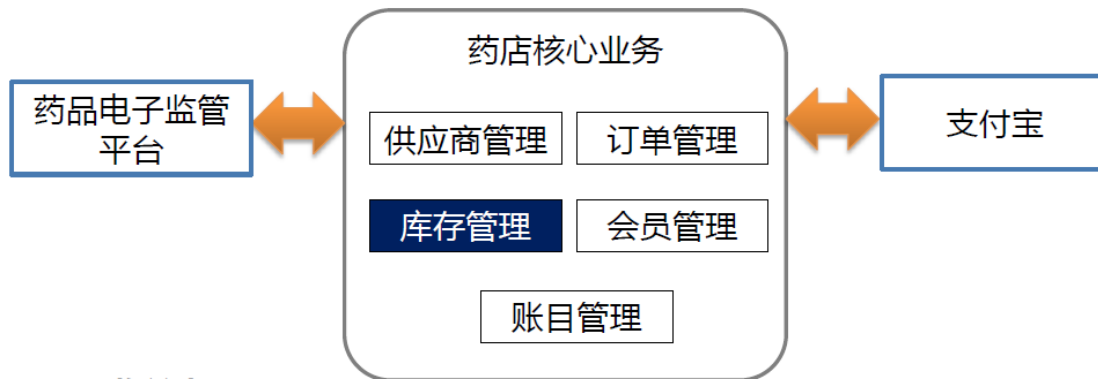
此外，公司通過與阿裡巴巴的子公司中信 21 世紀的合作，為支付寶與藥房的供應鏈管理及藥品電子監管平臺提供 IT 服務平臺，大大拓展了其互聯網金融方面的業務能力。有關業務首批試點計畫將有望覆蓋超過 7 萬家藥房。

鑒於阿裡巴巴的龐大電子商務業務基礎及客戶基礎，我們認為，它與阿裡巴巴的合作，不僅有助於將客戶基礎延伸至中小企業市場，而且因提供雲服務及企業 IT 服務而產生的大量資料，也有助於中軟國際開發新的資料業務及 IT 創新服務。這些新業務將大大提升公司的盈利增長空間，並改善其收入結構，降低外包業務的收入比重。

圖表 8：中軟國際的雲案例—浙江麗水智慧政務雲



來源：公司，農銀國際證券

**圖表 9：中軟國際的雲案例—中信 21 世紀智慧醫藥雲的價值鏈**

**藥店從藥監平臺獲得的價值:**

- 符合國家 GSP 管理要求

**藥店從支付寶獲得的價值:**

- 拓展主流互聯網支付管道
- 會員認證、客戶精準分析

**中軟國際在藥監平視窗的收益點:**

- 以最小成本幫助食藥監局/中信 21CN 通過中軟國際自主研發的掃碼器準確採集 GSP 監管資料
- 獲取平臺建設服務費
- 獲掃碼器銷售收入
- 軟體運營維護費用

**中軟國際在支付寶的收益點:**

- 代理費（手續費形式）

來源：公司，農銀國際證券

**圖表 10：中軟國際的雲集成服務能力概覽**

	设计阶段	试点阶段	全面推广阶段	建成后运营
S A A S  P A A S  I A A S	<b>项目实施方案</b>	完成试点单位指定应用迁移。	逐步涵盖市内所有政府应用，横向融合重点委办局各类业务系统；新建应用系统必须基于云平台之上，根据相关标准规范进行。	完成市政务应用云模式全面转换，基于数据中心构架更加广泛云应用，服务于市民生活、政府办公、领导决策等领域。
	<b>云集成设计方案</b>			
	<b>标准规范</b>			
	总体类	搭建平台，建立应用构件容器云、云门户及云数据交换共享平台，并开放相应的开发服务。	构建云SOA平台，实现基于服务的云应用业务流程集成；PAAS平台建设初具规模并可对外提供服务。	实现智能化的虚拟化调度引擎，提高PAAS平台快速智能适应各种访问规模的能力。
	业务应用类			
	业务支撑平台			
	基础设施类			
	信息安全类	建立智慧政务网络环境、硬件环境和安全环境。	整合更多服务资源形成规模集群体系，构架全市数据安全体系和容灾保障体系。	智慧政务云平台监控与运维
	运维管理类			
	标准先行，注重云集成设计，试点验证			初步建成、持续运营
	充实扩展、迁移建设应用			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 總體諮詢</li> <li>• 總體設計</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 分項建設</li> <li>• 總體集成</li> </ul>	
	諮詢設計 提供雲服務總體諮詢設計全過程監督管理		雲集成 自有智慧財產權 Radar Cloud；PAASS 平臺； 提供雲開發、雲運行、雲集成環境，對接雲生態夥伴	
	雲+端解決方案 SMAC 化雲+端方案整體規劃		雲應用交付 傳統解決方案 SAAS 化，雲端應用研發	
			雲遷移 保護既有資訊資產，迫切而長期的需求	
<b>中軟國際是目前唯一具備阿裡雲生態下全方位服務能力的雲服務商</b>				




來源：公司，農銀國際證券

## 2) 眾包平臺 JointForce: 有望實現開源節流功能，促進盈利增長

CSI 制訂了向產業價值鏈上游遷移的策略，並計畫增強其盈利能力。因此，將需要更多的努力，以提高其在經歷收入集中 PSG(專業服務組)和智慧集中的 ESG(新興業務群)，而在同一時間加強其效率集中 OSG(外包服務組)。

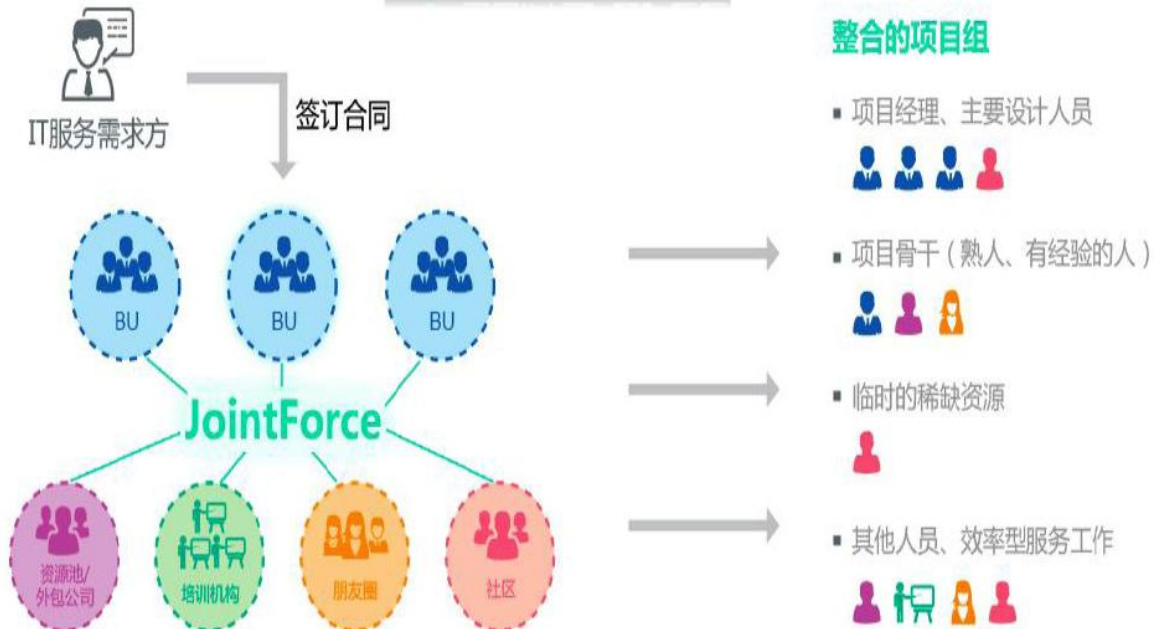
實現上述策略的一個重要工具是公司的眾包平臺 JointForce，這是一個基於雲的眾包平臺，能與外部合作夥伴及工程師連接，使 CSI 能夠更有效地在不同行業、不同地域的工程師團隊中分配資源。這有助於 CSI 接觸到過往因地地理位置而無法觸及的潛在客戶，同時也將大大擴大 CSI 的潛在客戶群，特別是能滿足中小型客戶的服務需求，實現公司推行的“使用者個個都是金牌客戶”的戰略。

圖表 11： JointForce 的主要特點

	Jet Chat (功能类似微信，更适合广大工程师使用的移动通信工具)
	邀请注册制，认证管理(程序员认证&专家认证)，微简历
	Task+ (时间规划、进度监控、质量测试、代码存储管理，提供开发工具)

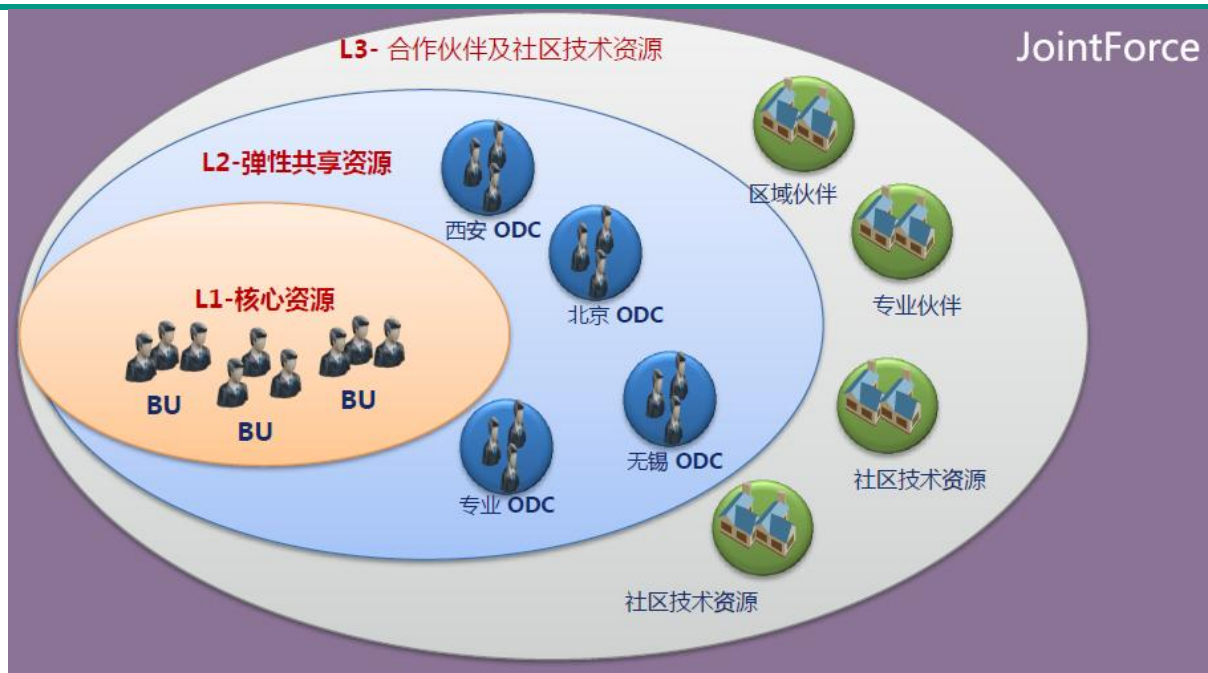
來源：公司，農銀國際證券

圖表 12：中軟國際眾包平臺 JointForce 的主要功能與工作職能



來源：公司，農銀國際證券

圖表 13：中軟國際眾包平臺 JointForce 將聯接內部資源與外部合作夥伴



來源：公司，農銀國際證券

我們預計，JointForce 將有望於 4Q14 正式上線，並且為 CSI 帶來如下的重要發展機會：

### 1、提高生產效率

- 將中軟國際的人力資源進行扁平化管理，提升人員利用率，提高人均產出
- 減少人員招聘，控制成本
- 精準定位，有效獲取專業資源

### 2、擴大主營收入來源

- 服務延伸至小 B（讓客戶獲得更加便宜的服務，讓服務擴展至長尾市場）
- 依靠區域合作夥伴，利用品牌和資源優勢獲取訂單，然後再分包至區域合作夥伴，公司從中收取資源使用和品質管制費用
- 平臺增值收入-客戶關聯式企業同樣可以在此平臺進行拆包和發包，組織“碼農”進行專案的提交，利用平臺的功能進行專案管理

### 3、開源，即在用戶量增至一定程度時，可以產生其他收入來源(包括但不限於)：

- 任務接包提成（向小微企業）
- 廣告收入
- 線上支付沉澱資金的利息收入



## 同業比較

儘管香港市場也有不少科技企業，但中軟國際的業務有其獨特性，因為它在眾多行業擁有重要的大型企業客戶，並成為這些客戶實際上的唯一 IT 服務商或核心軟體供應商，同時它也是唯一能提供全方位阿裡雲平臺配套服務的軟體公司，擁有雲服務、大數據分析及互聯網金融業務的服務經驗。這使得它擁有極強的業務護城河。

中軟國際不僅具備了為大型國有企業集團及政府部門提供長期軟體服務的經驗，同時亦具備為國際客戶提供優質 IT 服務及外包的經驗。有鑑於此，我們認為，迄今為止，在香港上市的軟體服務企業中，並沒有與之有完全類似行業、市場地位及客戶基礎的軟體服務公司可以進行準確對比。

在中國市場上，東軟集團（600718.SH）是其重要的同業競爭者，其 2013 年的盈利指標（未考慮會計因素）與 CSI 接近，但 CSI 近年在盈利增長及收入增速方面超過東軟集團。而香港投資者對 CSI 的估值偏低，截止 8 月 29 日，東軟集團在 A 股的歷史市盈率為 41.4 倍而 2014E 的預測市盈率為 38.2 倍，遠高於中軟國際的 27.1 倍及 20.6 倍。

圖表 14: 部分中國 TMT 公司市場指標對比 (截止 2014 年 8 月 29 日)

代碼	公司	股價	市值 億人民幣	歷史 市盈率	P/E FY14E	P/E FY15E	EPS FY13 (RMB)	EPS FY14E (RMB)	EPS FY15E (RMB)
0354HK Equity	中軟國際-ABCI 預測	2.82	53	27.1	21.9	16.4	0.082	0.102	0.137
0354.HK	中軟國際	2.82	53	27.1	22.4	17.6	0.082	0.100	0.127
3888.HK	金山軟體	22.20	263	31.9	27.9	20.1	0.552	0.630	0.875
1297.HK	中國擎天	2.56	26	17.8	16.7	13.1	0.114	0.122	0.155
1900.HK	中國智慧	1.28	21	11.3	10.6	15.0	0.090	0.096	0.068
1588.HK	暢捷通信	16.00	9	17.0	-	-	0.747	0.000	0.000
0268.HK	金蝶國際	2.50	64	41.1	25.0	17.9	0.048	0.079	0.111
600536.SH	中國軟體	27.35	135	97.7	165.8	107.3	0.2800	0.165	0.255
600588.SH	用友軟體	16.07	187	28.2	29.6	23.1	0.5700	0.544	0.695
600718.SH	東軟集團	13.65	168	41.4	38.2	32.7	0.330	0.358	0.417
600797.SH	浙大網新	7.61	63	190.3	-	-	0.040	-	-
600570.SH	恒生電子	31.49	195	60.6	50.7	39.7	0.520	0.621	0.793

來源: 彭博, WIND, 農銀國際證券預測



## 估值與評級

我們對於公司的財務預測基礎及預測假設如下：

- 強勁的研發能力及大量的優質客戶基礎
- （通過與阿裡巴巴的戰略合作）公司擁有開發政府雲服務方面的優勢；（基於其 JointForce 平臺）公司擁有在其行業為工程師創建虛擬社群服務的優勢；在網路金融領域（如與中信 21 世紀智慧醫藥雲合作）的優勢；以及其在全球 IT 服務市場的高增長潛力（其子公 Catapult Systems 是微軟的一級服務商）

在不斷演變的市場對有高增長潛力的公司進行收入和利潤的預測有一定的風險。而目前通行的估值方法或多或少有行業的局限性，也受到股票市場條件的限制。儘管如此，我們認為結合市盈率（P/E 比率，價格/每股盈餘）和價值盈增值比率（PEG 比率）可以為 CSI 提供較為合理的股票估值。作為一家 IT 服務公司，本集團大部分價值是由它的損益表項目驅動的，而不是像重資產公司那樣憑藉資產負債表（B/S 表）的專案來推動。

此外，鑒於前文所述的公司的市場地位及中國相關行業高增長需求，以及考慮到當前的市場氣氛，我們認為，以 25 倍 P/E 或 1 倍的 PEG 值是 CSI 的合理估值水準，而 20~23 倍的 P/E 或 <1 的 PEG 值則對應較保守的估值水準，這一區間的估值也意味著可以賦予公司“買入”評級。

我們預測，集團 2014-2016 年間的每股收益將達到 37.35% 的複合年增長率。然而，它的淨利潤增速在 2014 年將較低，預計為 23.66% 左右。主要原因是中國的移動互聯網市場和雲服務還處於初始階段，而且 CSI 也需要花更多的成本來推動其新業務發展。

考慮到未來 3 年中軟國際的營業收入和淨利潤的高增長情況，我們估計其 FY14E 每股盈利增長為 23.71%，假設以 1.0x 的 PEG 作為合理買入估值水準，其對應的 FY14E 的 P/E 值為 23.83 倍。我們據此估值水準設定該股 12 個月的目標價為 3.27 港元，這比 2.82 港元的現有價格高出 15.96%。考慮到中軟國際處於中國的高科技行業，並且有望受惠于高增長潛力的行業發展，再加上企業的強勁基本面及現有市場價對應的偏低估值水準，我們在此次首次覆蓋評級中，對該股時予以“買入”評級。



## 財務預測

我們對於中軟國際的關注點主要集中於其營業額及成本控制，因為程式工程人員的費用在過去幾年裡不斷增加的。在我們看來，中軟國際爲了在部分競爭較激烈的傳統市場推進新業務，或需給客戶提供較優惠的服務；另外，其眾包平臺的推廣也需要一定成本，這有可能會降低其毛利率 1~2 個百分點，而隨後幾年，隨著新業務的成長，其毛利有望保持穩定。另一方面，它的收入在未來幾年將隨著新舊業務的擴容，將會有顯著提升。爲了保持其行業優勢，集團將會逐步在現有基礎上提升研發費用，這也構成我們的財務預測基礎。

圖表 15：中軟國際收益及盈利預測指標假設概覽

主要假設	2013A	2014E	2015E	2016E
軟體銷售及硬體產品的增長	-36%	10%	10%	10%
專業服務增長	26%	35%	40%	40%
外包服務增長	16%	35%	35%	30%
培訓收入增長	1%	2%	2%	2%
營業額增速	15.8%	33.0%	35.8%	34.0%
毛利率，%	31.35	31.50	28.50	27.30
銷售及分銷成本/收入	5.47%	5.75%	5.72%	5.85%
管理費用增速	12.64%	13.00%	15.50%	15.50%
研發費用支出/收入	1.63%	1.84%	1.74%	1.79%
實際稅率，%	2	16	15	15

來源：公司，農銀國際證券預測

## 合併損益表 (2012A-2016E)

截止12月31日止(千元人民幣)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
軟體及硬體銷售	216,776	138,058	151,864	167,050	183,755
專業服務	1,236,006	1,556,669	2,101,503	2,942,104	4,118,946
外包服務	1,221,800	1,416,895	1,912,808	2,582,291	3,356,978
培訓	93,589	94,363	96,250	98,175	100,139
<b>收入</b>	<b>2,768,171</b>	<b>3,205,985</b>	<b>4,262,425</b>	<b>5,789,621</b>	<b>7,759,819</b>
收入成本	(1,852,830)	(2,200,799)	(2,919,761)	(4,139,579)	(5,641,388)
毛利	<b>915,341</b>	<b>1,005,186</b>	<b>1,342,664</b>	<b>1,650,042</b>	<b>2,118,430</b>
銷售推廣及行政費用	(615,453)	(687,592)	(834,157)	(1,011,663)	(1,239,846)
其它業務收益	112,172	112,676	214,031	248,556	310,308
除所得稅前收益	<b>187,716</b>	<b>204,918</b>	<b>294,476</b>	<b>389,823</b>	<b>568,276</b>
所得稅	(37,574)	(4,890)	(47,116)	(58,473)	(85,241)
淨利潤	<b>150,142</b>	<b>200,028</b>	<b>247,360</b>	<b>331,349</b>	<b>483,035</b>
利潤分配：					
非控制性權益	16,953	51,727	63,967	85,687	124,912
公司股東應占利潤	<b>133,189</b>	<b>148,301</b>	<b>183,393</b>	<b>245,663</b>	<b>358,123</b>
每股收益,基本	0.080	0.084	0.104	0.139	0.202
每股收益,攤薄值	0.077	0.082	0.102	0.137	0.199
每股股息	-	-	-	-	-

來源：公司，農銀國際證券預測



合併資產負債表(2012A-2016E)

截止12月31日止 (千元人民幣)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
物業、廠房及設備	132,853	174,186	210,000	192,093	201,047
無形資產	159,330	280,649	329,150	304,900	317,025
於聯營公司的權益	27,616	13,519	16,454	11,989	11,377
其他非流動資產項目合計	707,067	1,029,358	1,021,396	504,465	750,223
<b>非流動資產合計</b>	<b>1,026,866</b>	<b>1,497,712</b>	<b>1,577,000</b>	<b>1,013,447</b>	<b>1,279,671</b>
存貨	23,989	19,883	21,312	28,948	38,799
應收票據及應收賬款	1,039,396	1,146,646	1,491,849	2,026,367	2,715,937
預付款項、按金及其他資產	1,038	1,009	1,024	1,016	1,020
現金及現金等價物	774,847	940,823	1,011,062	1,286,993	648,471
其他流動資產	576,214	1,066,884	1,417,035	1,918,800	2,570,070
<b>流動資產</b>	<b>2,415,484</b>	<b>3,175,245</b>	<b>3,942,282</b>	<b>5,262,124</b>	<b>5,974,297</b>
<b>總資產</b>	<b>3,442,350</b>	<b>4,672,957</b>	<b>5,519,282</b>	<b>6,275,572</b>	<b>7,253,968</b>
應付客戶合約工程款項	110,506	217,410	289,845	393,155	527,306
貿易及其他應付帳款	668,918	741,528	852,485	1,248,517	1,612,674
應付票據	7,071	3,387	2,131	2,895	3,880
應付稅項	39,312	28,303	33,808	31,055	32,431
借貸	309,300	471,328	390,314	430,821	410,568
其他短期流動負債	208,358	9,269	13,267	17,337	23,652
<b>流動負債總額</b>	<b>1,343,465</b>	<b>1,471,225</b>	<b>1,581,850</b>	<b>2,123,780</b>	<b>2,610,512</b>
遞延稅項負債	17,602	17,589	17,596	17,592	17,594
借貸	19,000	518,268	763,550	640,909	702,230
其他非流動負債項	0	224,674	224,674	224,674	224,674
<b>非流動負債合計</b>	<b>36,602</b>	<b>760,531</b>	<b>1,005,820</b>	<b>883,175</b>	<b>944,497</b>
<b>負債合計</b>	<b>1,380,067</b>	<b>2,231,756</b>	<b>2,587,669</b>	<b>3,006,956</b>	<b>3,555,009</b>
<b>總權益</b>	<b>2,062,283</b>	<b>2,441,201</b>	<b>2,931,613</b>	<b>3,268,616</b>	<b>3,698,959</b>
非控制性權益	134,659	172,978	207,727	261,489	295,917
<b>歸屬於公司股東之股東權益</b>	<b>1,927,624</b>	<b>2,268,223</b>	<b>2,723,885</b>	<b>3,007,127</b>	<b>3,403,043</b>
<b>每股淨資產, 攤薄 (人民幣元)</b>	<b>1.12</b>	<b>1.26</b>	<b>1.51</b>	<b>1.67</b>	<b>1.89</b>

來源: 公司, 農銀國際證券預測





## 現金流量表(2012A-2016E)

截止12月31日止 (千元人民幣)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
除稅前溢利	187,716	204,918	294,476	389,823	568,276
調整專案：					
物業、廠房及設備之折舊	46,577	52,562	64,440	76,052	91,320
無形資產及預付租賃款項之攤銷	42,967	49,803	46,385	48,094	47,240
財務費用	31,111	47,296	47,296	47,296	47,296
利息收入	(3,326)	(1,958)	(2,642)	(2,300)	(2,471)
出售物業、廠房及設備之虧損	137	1,114	626	870	748
就商譽確認減值虧損	28,054	0	14,027	7,014	10,520
其他調節項目	19,764	30,629	43,047	55,779	77,836
<b>營運資金變動前之經營現金流量</b>	<b>353,000</b>	<b>384,364</b>	<b>507,654</b>	<b>622,627</b>	<b>840,765</b>
營運資金變動					
貿易及其他應收賬款增加	(294,161)	(78,908)	(172,601)	(267,259)	(344,785)
應付客戶合約工程款項增加	54,364	106,904	72,435	103,310	134,151
應收客戶合約工程款項增加	(197,676)	(490,881)	(345,731)	(503,975)	(650,165)
貿易及其他應付帳款增加	55,769	36,886	110,957	396,032	364,157
存貨減少	416	4,106	(1,429)	(7,636)	(9,851)
應付票據減少	(14,454)	(3,684)	(1,256)	764	985
用於業務之現金	(42,742)	(41,213)	170,028	343,863	335,258
其他調節項目	(35,624)	(19,825)	(27,725)	(23,775)	(25,750)
<b>經營業務實現之現金淨額</b>	<b>(78,366)</b>	<b>(61,038)</b>	<b>142,304</b>	<b>320,088</b>	<b>309,508</b>
投資業務					
收購附屬公司	0	(226,887)	(113,444)	(170,165)	(141,804)
購買物業、廠房及設備	(50,145)	(80,663)	(65,404)	(73,034)	(69,219)
已付開發成本	(41,619)	(59,689)	(50,654)	(55,172)	(52,913)
購買軟體	(3,351)	(17,356)	(10,354)	(13,855)	(12,104)
出售物業、廠房及設備所得款項	1,950	2,466	2,208	2,337	2,273
已收利息	3,326	1,958	2,642	2,300	2,471
其他調節項目	(39,483)	(82,557)	(39,509)	(61,033)	(50,271)
<b>用於投資業務之現金淨額</b>	<b>(129,322)</b>	<b>(462,728)</b>	<b>(274,514)</b>	<b>(368,621)</b>	<b>(321,567)</b>
融資活動現金流量					
新增銀行貸款	284,300	1,059,558	585,779	740,761	351,624
償還借貸	(151,200)	(413,504)	(423,528)	(460,368)	(1,104,870)
其他調節項目	77,054	(361,988)	44,397	50,084	131,889
<b>融資活動(耗用)/所得現金流量淨額</b>	<b>210,154</b>	<b>697,570</b>	<b>206,648</b>	<b>330,477</b>	<b>(621,357)</b>
現金及現金等價物增加淨額	2,466	173,804	74,438	281,944	(633,416)
年初的現金及現金等價物	772,950	774,847	940,823	1,011,062	1,286,993
現金及現金等價物的匯兌虧損	(569)	(7,828)	(4,199)	(6,013)	(5,106)
<b>年末的現金及現金等價物</b>	<b>774,847</b>	<b>940,823</b>	<b>1,011,062</b>	<b>1,286,993</b>	<b>648,471</b>

來源：公司，農銀國際證券預測

## 部分財務指標(2012A-2016E)

截止12月31日止	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率, %	33.07	31.35	31.50	28.50	27.30
經營利潤率, %	6.78	6.39	6.91	6.73	7.32
淨利率, %	5.42	6.24	5.80	5.72	6.22
平均淨資產回報率, %	7.29	7.07	7.35	8.57	11.17
平均資產報酬率, %	3.87	3.17	3.32	3.91	4.94
總債務/總權益, %	66.92	91.42	88.27	91.99	96.11

來源：公司，農銀國際證券預測

## 風險因素

對我們的估值產生下行風險的變數包括來自國內外同行的競爭、與外國員工的文化融合、人力資源成本控制幅度，雲計算和大數據領域的應用發展需求及公司眾包平臺的實際變現能力。

### 1、同業競爭

來自國內外業界同行的競爭，構成了 CSI 在大數據和雲計算業務領域的重大不確定性經營風險。雲服務和大數據的應用在中國仍處於初級階段，這也變向鼓勵很多 IT 服務提供者，如金山軟體，東軟等在同一起跑線上參與競爭。目前尚不知道此類同行的競爭是否會降低像 CSI 這樣 IT 服務商的整體毛利率，甚至減少在雲服務和大數據市場的潛在市場份額。

### 2、並購後的文化整合可能或會超過預期，令成本上升

CSI 有可能需要更多的努力和耗費更多的精力實現國際化並購 Catapult Systems 後的文化整合和海外團隊的融合發展。收購 Catapult Systems 公司擴大了 CSI 在微軟的業務服務領域，並協助其進入歐美市場。但是，跨國並購如果不成功，公司或無法順利地充分利用 Catapult 在海外的資源和網路，其海外市場的發展將會受到阻礙，反而行政成本會不斷攀升。

### 3、國內人力資源成本上升，可能壓迫利潤率

如果 IT 服務和外包業務的人力資源成本增長速度超過其主營業務的增速，CSI 或需要比預期更長的時間來穩定其整體毛利水準。

### 4、雲服務及大數據分析應用的行業發展或低於預期

中軟 2013 財年的收入分別有 49%和 44%源自專業服務和外包服務。雖然我們預計中國的雲服務市場和大數據領域將仍有較快的增長速度，但我們不能排除這兩個行業因為種種原因，有可能增長低於預期。若果如此，CSI 又不能產生足夠的其他收入來源來彌補新業務收入增速的放緩，那麼它的未來盈利能力可能會低於我們的預期值。

### 5、JointForce 有可能未能達到預期目標

順利實施雲服務戰略和眾包平臺 (JointForce 平臺) 將是 CSI 未來重要的盈利增長保障。然而，JointForce 仍處起步階段，面臨較大的不確定性。雖然集團擬通過它提升生產力，開源節流，但這個平臺仍然有可能無法實現其目標，抑或公司要花費更長的時間來實現其目標，這些可能性都有可能對我們的盈利增長預測形成衝擊，儘管如此，我們預計這兩項因素不會對其現有外包業務的增長造成太大影響。



## 權益披露

分析員，陳宜飆，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

### 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 $\geq$ 市場回報
持有	市場回報 - 6% $\leq$ 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率  
市場回報是 2009-2013 年市場平均回報率

### 股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 1.5$
低	$180$ 天波動率/ $180$ 天基準指數波動率 $< 1.0$

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。 $180$  天的價格波動率等於最近的  $180$  個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

### 免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2014 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183