



宝信软件 (600845)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

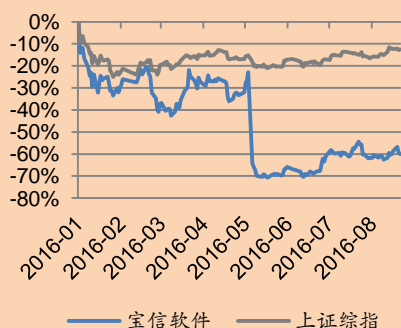
报告日期: 2016-09-01

当前价格 (元) 23.72

目标价格 (元)

目标期限 (月)

股价走势 (前复权):



主要数据

总股本(百万股)	783.25
摊薄股本(百万股)	554.45
B/H股股本(百万股)	228.8/0
总市值(亿元)	183.2
A股流通比例(%)	60.5
第一大股东	宝山钢铁股份有限公司
第一大股东持股比例	55.50
12个月最高/最低(元)	57.95/16.98

TMT 研究组

联系人: 袁晓雨

021-60958362

yuanxiaoyu_hazq@163.com

雷涛

021-60956107

leitao922@163.com

联系人: 张晶

0551-65161837

zhangjing_hazq@163.com

宝信软件: IDC 和云计算优质标的

主要观点:

□ IDC 成为公司增长亮点

公司通过宝之云项目的一期、二期、三期的建设, 不断提高 IDC 收入构成。随着 IDC 项目的投产运营, 云计算业务的规模效益慢慢体现, 为收入和毛利提高均做出贡献, 成为公司业务的增长亮点。

□ IDC 及云计算业务放量时点将近

截止 2016 年 6 月底, 公司宝之云一期已经完成并实现满负荷运营。二期和三期仍然在进行建设, 其中宝之云二期在 2015 年底的进展是 51.41%, 而目前 6 月底的进展为 54.69%, 这个进度与项目拟投资的交付计划有不小的延迟。我们预计今年年底能够基本完成第二期和第三期项目的建设, 将在明年逐步实现满负荷运行, 为公司带来收入和毛利的提升。

□ 工业信息化业务稳步推进

我们认为, 公司在工业信息化方面有很好的积累, 随着公司在非钢市场的开拓, 这部分收入的毛利率也随着提高, 从中期报表来看, 软件开发及工程服务业务毛利率增加 1.49 个百分点。借助国家的工业 4.0 的战略规划的推进, 公司以宝钢为依托, 探索构建智能工厂和智慧制造, 践行落地工业 4.0 项目, 继续保持工业软件相关领域的领军地位。

□ 业绩预测

我们基于以上的分析, 考虑到公司在 IDC 建设能够按照预期的完成, 即在今年完成二期和三期的建设并尽快投入运营。同时, 公司在接下来的 2017 和 2018 年, 利用已有的园区资源, 逐步落实可规划的 3 万机柜建设和合约签订。与此同时, 考虑工业信息化业务发展微增的情况下, 我们给出公司 2016 年到 2018 年的 EPS 分别为 0.60 元/0.79 元/0.94 元; 对应的 PE 为 38 / 29 / 24。我们对公司给出增持的评级。

□ 风险提示

已有 IDC 项目建设低于预期, 以及 IDC 业务开拓不及预期; 工业信息化业务发展低于预期。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3938	4442	5072	5635
收入同比(%)	-3%	13%	14%	11%
归属母公司净利润	312	470	621	738
净利润同比(%)	-3%	51%	32%	19%
毛利率(%)	27.3%	28.1%	30.5%	31.5%
ROE(%)	8.3%	10.3%	12.4%	13.4%
每股收益(元)	0.40	0.60	0.79	0.94
P/E	59.47	39.49	29.94	25.16
P/B	4.75	4.00	3.65	3.32
EV/EBITDA	56	32	24	20

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1: IDC 成为公司增长亮点.....	3
2: IDC 及云计算业务放量时点将近	4
3、工业信息化业务稳步推进.....	5
4、盈利预测	7
5、风险提示	7
附录：财务报表预测	7

图表目录

图表 1：公司营业收入和营业利润（百万元）及同比.....	3
图表 2：公司营业收入细分占比	3
图表 3：2011 年到 2016 年 Q2 业务毛利率.....	3
图表 4：公司 IDC 和云计算业务梳理	4
图表 5：PAAS 基础环境服务.....	5
图表 6：制造业信息化	6

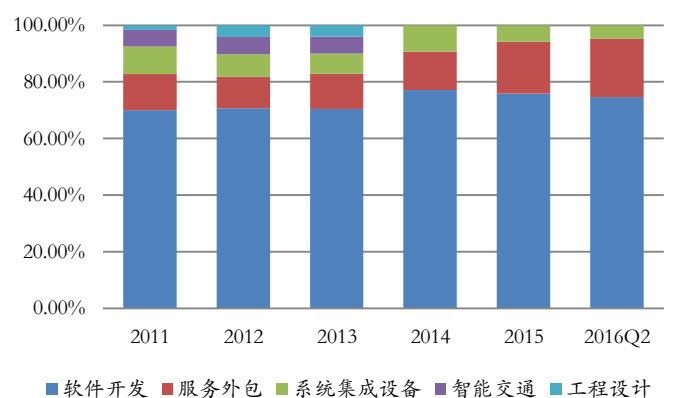
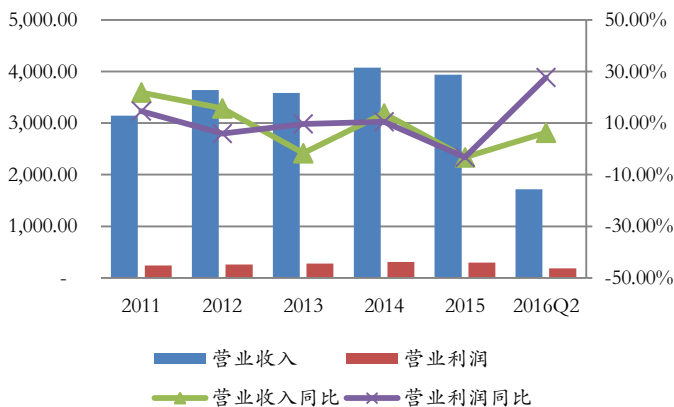
1: IDC 成为公司增长亮点

公司是宝钢集团控制下属公司，通过宝山钢铁股份有限公司控股 55.5%。公司的主要业务是面向钢铁行业提供信息化服务，依托于宝钢集团，公司在钢铁、冶金行业的经验，逐步开展公共服务、化工、水利等行业的信息化服务业务。从 2013 年开始，利用闲置的工业厂房建筑，经合理规划布局，结构改建和升级，为客户提供高可用性机房环境。公司定增建设宝之云 IDC 项目第一期，为公司开拓 IDC 业务。宝之云 IDC 第一期工程为 4000 个机柜，提供设备托管的 IDC 外包服务。到目前为止，宝之云项目已经成功落实到第三期，IDC 也将成为公司后续收入增长的重要贡献力量。公司同时以 IDC 为基础，加大拓展云计算、大数据、信息安全等增量业务，极大的开拓了公司的增长空间。

公司的营业收入规模在近几年曲折缓慢增长，2013、2015 年收入呈现小幅负增长，从今年中报的表现来看，营业收入将再次回到增长之路。而从营业利润来看，在 2011 年到 2014 年，营业利润同比增速稳定在 10% 左右，但是 2015 年是负增长。然而，**今年中报显示的营业利润表现非常靓丽，增速达到 27.69%**，大幅的超过近几年的增速水平。其中的主要原因在于，公司整体毛利率有所上升。其中，软件开发及工程服务业务、服务外包业务均出现增长，收入和毛利率同时上升。并且，公司服务外包业务在公司收入的占比中进一步提升，毛利也同比提升。也就是公司 IDC 项目的不断投产运营，云计算业务的规模效益慢慢体现，为收入和毛利提高均做出贡献，成为公司业务的增长亮点。

图表 1: 公司营业收入和营业利润 (百万元) 及同比

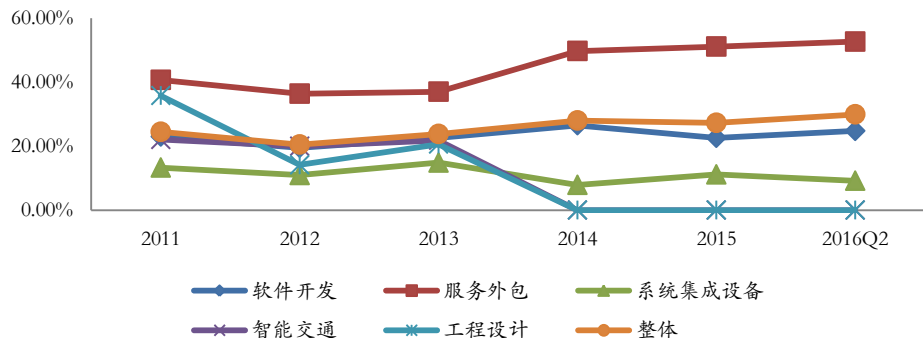
图表 2: 公司营业收入细分占比



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

图表 3: 2011 年到 2016 年 Q2 业务毛利率



资料来源: Wind、华安研究所

2: IDC 及云计算业务放量时点将近

公司在 2013 年 7 月公布非公开发行股票预案，募集资金 6.5 亿元，其中拟投资超过 5 亿元用于建设宝之云 IDC 一期项目，从此拉开了公司在 IDC 业务的大幕。在 2014 年、2015 年分别开始投资建设宝之云 IDC 二期和三期项目。整个三期项目一起，将规划建设 17500 个机柜。鉴于 IDC 的属于资金密集型业务，公司在进行投入之前，已经获得运营商的合同，确保项目的建设完成之后将立刻产生效益。

公司背靠大股东在上海的工业厂房和基础设施储备，在宝钢罗泾厂区拥有 2.82 平方公里的厂区建筑面积，先有的资源拥有足以支撑起 3 万个以上的机柜能力。以目前储备的资源部署 IDC，将极大地节约了基建成本和交付时间，公司能够利用这一优势，占据上海 IDC 供应的龙头地位，是上海大规模 IDC 供应商的稀缺潜力标的。

从下表我们可以看到，截止 2016 年 6 月底，公司宝之云一期已经完成并实现满负荷运营。二期和三期仍然在进行建设，其中宝之云二期在 2015 年底的进展是 51.41% 的进度，而目前 6 月底的进展为 54.69%，这个进度与项目拟投资的交付计划有较大的延迟。但是项目整体，我们预计今年年底能够基本完成二期和三期项目的建设，将在明年逐步实现满负荷运行，为公司带来收入和毛利的提升。而公司储备的 IDC 建设资源，将进一步为公司后续的发展开拓了空间，依据 3 万个机柜的规模进行初步估计，这将为公司每年提供将接近 20 亿元的收入空间。

图表 4: 公司 IDC 和云计算业务梳理

时间	项目名称	项目详情	当前进展	预计收益
2013-07	宝之云一期	提供 4000 个机柜，拟 12 个月内建设完成，第 3 年负荷率为 100%。	2015 年底，已经实现满负荷运营	建设前预计达产年度利润总额 8,461 万元； 2015 年实现利润总额 10,590.37 万元
2014-06	宝之云二期	与上海移动合作，建设宝之云 IDC 二期项目，定制化数据中心资源 3800 个机柜，公司先以自有资金投资。一阶段约 2000 个机柜将于 2014 年 11 月 30 日前交付，二阶段约 1800 个机柜将于 2015 年 12 月 1 日前交付。	截止 6 月 30 日，建设进 54.69%，尚未达产	经测算，合同服务期内，总金额 25~26 亿元，分 10 年收取，平均每年收取费用 2.5~2.6 亿元。
2015-10	宝之云三期	公司先行利用自有资金建设宝之云 IDC 三期项目，待定增完成后用募集资金进行建设。一号楼建设部分已经与中国电信签订合同定制化数据中心资源约 4,000 个机柜。二号楼与上海电信签约向阿里巴巴公司提供服务，三号楼与上海电信签约，从 2016 年开始交付。全部建成后 will 形成 9,500 个机柜的大型数据中心	截止 6 月 30 日，完成进度 40%，尚未达产	预计项目完全达产后每年新增销售收入 65,846 万元，新增年净利润 17,372 万元。
2016-02	重庆企业云	公司与重庆市经信委、两江新区签署了战略合作协议，合作建设“重庆企业云平台”及“重庆企业大数据支撑服务中心”。公司出资 3,000 万元在重庆全资设立宝信云计算（重庆）有限公司，定位于为企业级客户提供云计算服务		

资料来源：公司公告、华安证券研究所

另外，公司在 IDC 投入的同时，也在积极开拓云计算的业务。首先宝钢集团总部及分子公司的主要经营管理系统等共 228 套业务系统已迁移至宝之云云服务平台，运行平稳。同时在云服务平台上为欧冶云商开辟了欧冶云专区，有力支撑了电商平台的发展。互联网金融云已形成大钱支付、信安保理等典型案例。我们认为公司的云计算业务在公司内部逐步的应用之后，依托 IDC 业务的扩大，将云计算产品投入市场。这一部分将很大程度上体现在 IDC 增值业务的推出，提升 IDC 业务的毛利。

公司不仅仅满足于在上海发展云计算业务，也将目光积极投放到全国，以期放大业务收入空间。2016 年 2 月，公司与重庆市经信委、两江新区签署战略合作协议，合作建设“重庆企业云平台”及“重庆企业大数据支撑服务中心”，这是公司云服务战略在异地开花结果的重要一步。公司有望在重庆复制上海的 IDC 和大数据的经验。2016 年 6 月，公司与河北省秦皇岛市政府签订了建立北方智慧能源云平台战略合作框架协议。双方将合作建设由“城市能源监管系统”和“智慧能源云服务平台”组成的“智慧能源云平台”。

图表 5: PaaS 基础环境服务



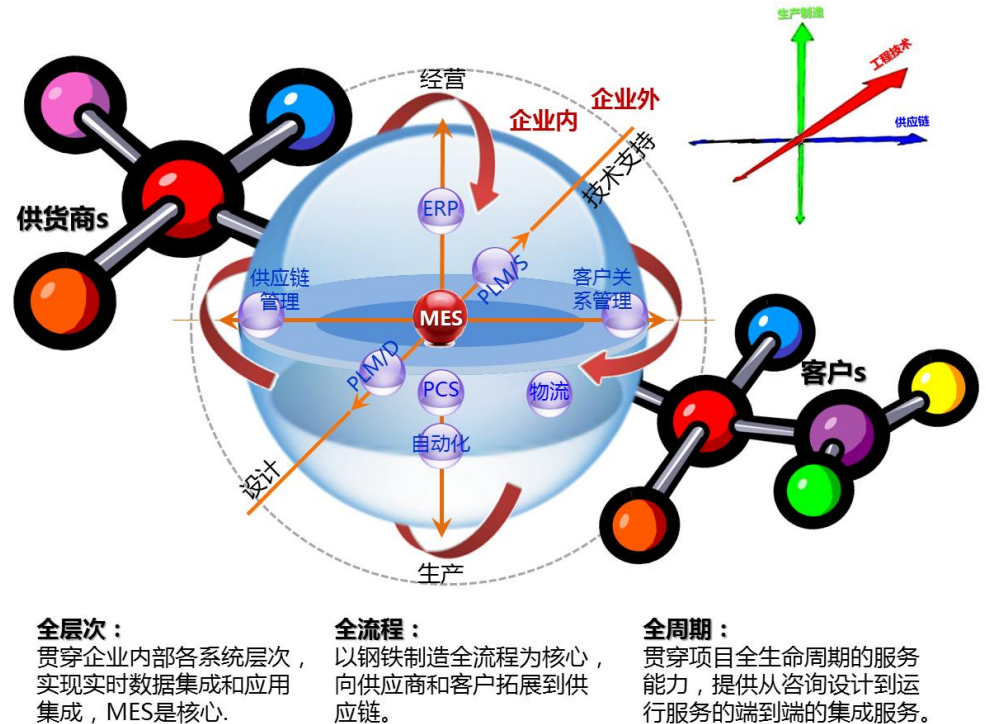
资料来源：宝信软件官网，华安研究所

3、工业信息化业务稳步推进

公司的传统业务是 MES 业务，即制造企业生产过程执行系统，是一套面向制造企业车间执行层的生产信息化管理系统。这是制造业信息化中极其重要的一个系统，这里面涉及到整个生产车间的操作以及进出生产车间从原料到产品的全部生产过程。公司以此为基础，积极开拓 MES 的业务范畴，成为也是工业 4.0 时代的信息化供应商的领头羊。公司依托宝钢在钢铁行业的优势，成功的取得了钢铁行业信息化的优势地位。并且在目前钢铁行业低迷的时候，一直巩固自己的位置。MES 相继取得了江阴兴澄信息化系统升级改造项目和柳钢全厂 MES 项目，使宝信在国内钢铁行业信息化解决方案首选供应商的领导地位得到了延续。开拓了冷轧处理线和冷轧轧机新领域，新签了非宝钢的宏旺、永兴等不锈钢项目。凭借宝信自有产品“宝信冷轧过程控制软件”，新签天津新宇、唐山瑞丰、河北兆建三条

冷轧酸洗轧机联合机组三电项目。继包钢新区 EMS 系统后，又签包钢老区 EMS 系统。轧钢加热炉燃烧节能控制技术已在宝钢 2050 热轧 4 号炉上试验成功。

图表 6：制造业信息化



资料来源：宝信软件官网，华安研究所

另外，非钢市场实现量变到质变。自 2007 年 9 月 中标第一个地铁综合监控项目 成都地铁 1 号线后，再次中标成都地铁综合监控系统集成及施工总承包项目（4 号线二期工程）；签订静安区智能公共信息导向系统软件开发及硬件建设与维护项目，为 MES 进入智慧城市领域进行了有益的尝试；与重庆能源投资集团签署了能投集团 ERP 系统平台项目，实现资源行业大型 ERP 零的突破；凭借自主研发的 IXBus 产品中标上海医药数据交换平台项目；与大钱信息签订金融云服务合同，标志着宝信着力构建的金融行业云平台起航；OEM 成套业务走出冶金行业进入海尔集团；继天津神华（10 台）和国投曹妃甸煤码头（8 台）堆取料机智能控制系统实施后，又新签华能曹妃甸项目（5 台）堆取料机；有色行业签订天津忠旺主机硬件设备、云南冶金集团数字化生产集成管理信息系统开发等项目；煤化工行业在极其不景气情况下，签约伊泰安全监控项目。

我们认为，公司在工业信息化方面有很好的积累，但是由于钢铁行业的低迷，对公司的业务增长存在较大的影响。从中报的信息来看，这部分业务增长 6.36%，显示了一定程度上的增长。这也有部分功劳在于公司在非钢市场的开拓，这部分在收入增加的同时，也帮助公司在毛利率也提高，从中期报表来看，软件开发及工程服务业务毛利率增加 1.49 个百分点。借助国家的工业 4.0 的战略规划的推进，公司以宝钢为依托，探索构建智能工厂和智慧制造，落地工业 4.0 项目，继续保持工业软件相关领域的领军地位，公司这部分业务有望在钢铁行业低迷的情况下实现稳定的小幅增长。

4、盈利预测

凭借公司在上海 IDC 业务得天独厚的优势，借助国家大力推进工业 4.0 和云计算的产业的发展历史机遇，公司进行战略转型。从传统的钢铁行业信息化逐步拓展成为工业信息化，以 IDC 为基础的云计算和大数据分析整体解决方案供应商。我们认为公司将在这个道路上打开新的增长空间。

我们基于以上的分析，考虑到公司在 IDC 建设能够按照预期的完成，即在今年完成二期和三期的建设并尽快投入运营。同时，公司在接下来的 2017 和 2018 年，利用已有的园区资源，逐步落实可规划的 3 万机柜建设和合约签订。与此同时，考虑工业信息化业务发展微增的情况下，我们给出公司 2016 年到 2018 年的 EPS 分别为 0.60 元/0.79 元/0.94 元；对应的 PE 为 38 /29 /24。我们对公司给出增持的评级。

5、风险提示

- 已有 IDC 项目建设低于预期，以及 IDC 业务开拓不及预期
- 工业信息化业务发展低于预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,098	6,119	6,836	7,555	营业收入	3,938	4,442	5,072	5,635
现金	1,708	2,602	2,966	3,434	营业成本	2,864	3,193	3,525	3,860
应收账款	2,022	2,313	2,640	2,921	营业税金及附加	19	21	25	27
其他应收款	63	75	86	94	销售费用	118	140	156	173
预付账款	132	102	62	21	管理费用	659	673	807	898
存货	819	821	949	1,046	财务费用	(9)	(29)	(39)	(46)
其他流动资产	354	205	133	41	资产减值损失	24	0	(0)	0
非流动资产	1,279	1,271	1,264	1,289	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	62	35	38	45	投资净收益	37	40	42	45
固定资产	327	307	286	265	营业利润	301	484	641	768
无形资产	203	296	270	315	营业外收入	83	0	0	0
其他非流动资产	687	634	671	664	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	6,377	7,390	8,100	8,844	利润总额	382	484	641	768
流动负债	2,291	2,643	2,914	3,150	所得税	51	0	0	0
短期借款	77	63	46	28	净利润	331	484	641	768
应付账款	1,103	1,301	1,435	1,544	少数股东损益	19	14	20	30
其他流动负债	1,112	1,280	1,433	1,578	归属母公司净利润	312	470	621	738
非流动负债	112	30	8	(32)	EBITDA	370	497	642	766
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.40	0.60	0.79	0.94
其他非流动负债	111	30	8	(33)					
负债合计	2,403	2,673	2,923	3,118					
少数股东权益	59	73	93	123					
股本	392	783	783	783					
资本公积	1,757	1,757	1,757	1,757					
留存收益	1,767	2,103	2,543	3,062					
归属母公司股东权益	3,915	4,644	5,084	5,603					
负债和股东权益	6,377	7,390	8,100	8,844					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	274	668	475	690
净利润	331	470	621	738
折旧摊销	99	42	40	43
财务费用	5	(29)	(39)	(46)
投资损失	(37)	(40)	(42)	(45)
营运资金变动	(183)	211	(125)	(31)
其他经营现金	58	14	20	30
投资活动现金流	(149)	(46)	46	(30)
资本支出	0	(114)	6	(67)
长期投资	(46)	27	(3)	(7)
其他投资现金	(103)	40	42	45
筹资活动现金流	1,024	272	(158)	(192)
短期借款	5	(14)	(16)	(19)
长期借款	1	0	0	0
普通股增加	27	392	0	0
资本公积增加	1,123	0	0	0
其他筹资现金	(132)	(106)	(141)	(173)
现金净增加额	1,149	893	363	469

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-3.30%	12.80%	14.20%	11.10%
营业利润	-3.27%	61.02%	32.43%	19.88%
归属于母公司净利润	-2.90%	50.60%	31.90%	18.99%
获利能力				
毛利率(%)	27.26%	28.12%	30.50%	31.50%
净利率(%)	7.93%	10.59%	12.23%	13.10%
ROE(%)	8.34%	10.26%	12.38%	13.42%
ROIC(%)	19.78%	20.94%	29.35%	34.38%
偿债能力				
资产负债率(%)	37.68%	36.18%	36.08%	35.25%
净负债比率(%)	19.30%	-5.87%	-6.87%	-9.76%
流动比率	2.22	2.32	2.35	2.40
速动比率	1.87	2.00	2.02	2.07
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.65	0.65	0.67
应收账款周转率	1.95	2.12	2.12	2.09
应付账款周转率	3.34	3.70	3.71	3.78
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.60	0.79	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.85	0.61	0.88
每股净资产(最新摊薄)	5.00	5.93	6.49	7.15
估值比率				
P/E	59.5	39.5	29.9	25.2
P/B	4.7	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA	56.46	32.16	24.29	19.78

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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。

信息披露

分析师承诺

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。