



股权激励计划获国资委批复, 智能制造龙头再扬帆

投资要点

- **事件:** 公司实际控制人中国宝武钢铁集团收到国务院国资委《关于上海宝信软件股份有限公司首期A股限制性股票计划的批复》, 公司股权激励计划顺利获得国务院批准。公司首期激励计划拟向不超过350名公司董事、高中层管理人员, 核心技术人员和业务骨干授予不超过780万限制性A股股票, 授予价格为8.6元/股。
- **股权激励提振士气, 解锁指标考核全面, 智能制造龙头再扬帆。** 此次限制性股权激励计划激励对象覆盖较广, 对公司和个人考核全面, 有利于提振公司士气, 利好公司发展。限制性股票将分三年解锁, 2018-2020年每年解锁三分之一, 业绩考核目标要求公司2018-2020年扣非加权平均净资产收益率分别为8%、9%和10%, 且不低于同行业对标企业的75分位值, 2016年公司扣非ROE(摊薄)为6%, 2017年Q3为6.9%; 2018-2020年扣非归母净利润增长率对应2016年分别不低于50%、80%和110%, 即对应同比增速为22.5%(参考2017-2018年增速加权平均值)、20%和16.7%; 2018-2020年主营业务收入占营业收入比重不低于90%。指标对公司盈利能力和质量都做了考核, 对公司主营业务内生增长提出了要求, 有利于指导公司发展。
- **下游盈利能力显著提升, 公司智能制造订单爆发。** 2017年, 公司主要下游, 即钢铁行业, 去产能效果显著, 行业景气回升, 前三季度, 申万钢铁企业总收入达到万亿, 同比增速达51.7%, 归母净利润464.5亿元, 同比提升425.5%, 公司订单有显著提高。在供给侧改革持续推进下, 节能增效是钢铁企业转型升级的重要步骤之一, 未来有望持续推动智能制造订单释放, 公司主业提升有强驱动力。另外公司是智能制造领域龙头企业, 深耕钢铁行业, 为宝钢提供的全套信息化解决方案具有重要的示范作用, 未来有利于获得更多钢铁龙头企业订单, 提高市占率。
- **IDC业务持续推进, 业绩拐点临近。** 公司是优质的IDC提供商, 从2013年开始切入云服务业务, 依托罗泾产业基地优势水电基础资源, 在华东通信超级节点地区形成规模化发展IDC产业的核心竞争力。目前公司已经完成宝之云一、二、三期建设, 第四期正在筹建中, 预计2018年底, 前三期约18000台机柜将上架完成, 上架率有望达到95%, 2019年第四期部分机柜也能完成上架并实现盈利。随着上架率提升, 收入释放, IDC业务利润率有望进一步提升, 业绩拐点临近。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑可转债可能带来的摊薄, 考虑股权激励的摊薄, 预计2017-2019年EPS分别为0.54元、0.70元、0.89元, 归母净利润年复合增速达27.4%。目前申万计算机行业PE(TTM)58.1倍, 行业2017年全年业绩增速不乐观, 给予2018年计算机行业15%的业绩增速假设, 2018年行业51倍的PE, 给予公司2018年35倍的估值, 对应目标价24.5元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 订单落地或不及预期、IDC业务落地或不及预期、政策风险等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3960.27	5151.21	6548.44	8207.84
增长率	0.57%	30.07%	27.12%	25.34%
归属母公司净利润(百万元)	335.66	422.10	551.93	694.01
增长率	7.45%	25.75%	30.76%	25.74%
每股收益EPS(元)	0.43	0.54	0.70	0.89
净资产收益率ROE	8.59%	9.75%	11.49%	12.86%
PE	43	34	26	21
PB	3.47	3.15	2.86	2.56

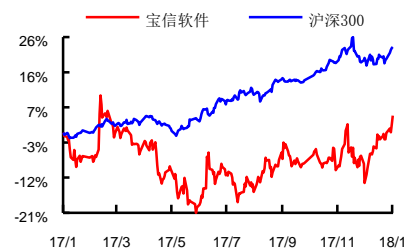
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



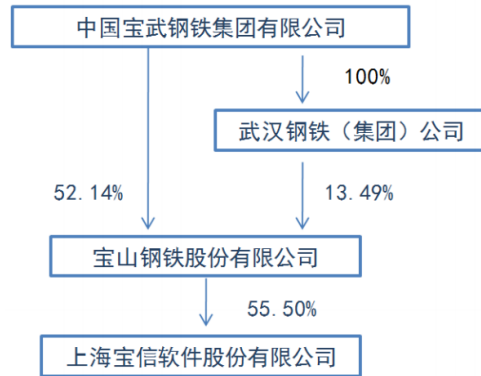
数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.83
流通A股(亿股)	5.24
52周内股价区间(元)	14.57-20.56
总市值(亿元)	151.87
总资产(亿元)	71.09
每股净资产(元)	5.58

相关研究

公司是国内领先的工业软件行业应用解决方案和服务提供商，是国内少数可以为用户提供多行业应用软件开发、信息系统集成及相关信息技术服务的软件企业。公司是宝钢旗下的信息化子公司，截止 2017 年第三季度，宝钢持股比例达 55.5%，绝对控股。

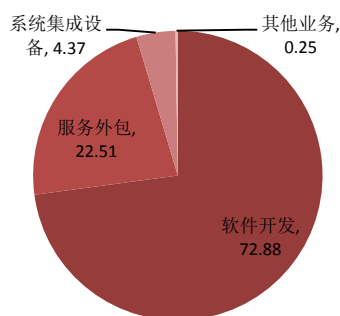
图 1：公司的股权结构图


数据来源：公司公告，西南证券整理

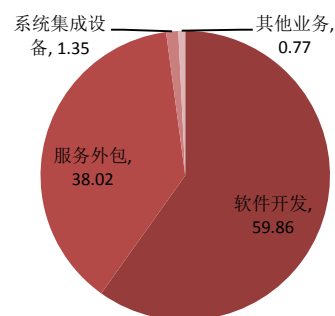
公司产品与服务涉及钢铁、交通、服务外包、采掘、有色、石化、装备制造（含造船）、资源、金属、金融、公共服务等多个行业，公司的 MES、EMS、运维服务等产品及服务在钢铁信息化领域占有率第一。

从 2013 年开始，公司依托宝钢在上海罗泾地区的土地、水、电资源，开始发展 IDC 业务。目前公司已经完成宝之云一、二、三期建设，第四期正在筹建中，预计 2018 年底，前三期约 18000 台机柜将上架完成，上架率有望达到 95%，2019 年第四期 9000 台规划中的部分机柜也能完成上架并实现盈利。

公司主营业务结构：公司主营业务收入主要来自于软件开发、服务外包和系统集成设备等业务，根据 2016 年年报，软件开发贡献了 72.9% 的收入，服务外包贡献了收入的 22.5%；从营业利润看，软件开发贡献了 59.5%，服务外包贡献了 38%。软件开发是公司的传统主业，深耕钢铁行业 ERP、MES 等产品的同事积极开发其他行业市场；服务外包中包含了钢铁企业信息化服务外包和 IDC 业务，毛利率较高，随着在营业收入中的占比提升，在营业利润中占比也在提升。

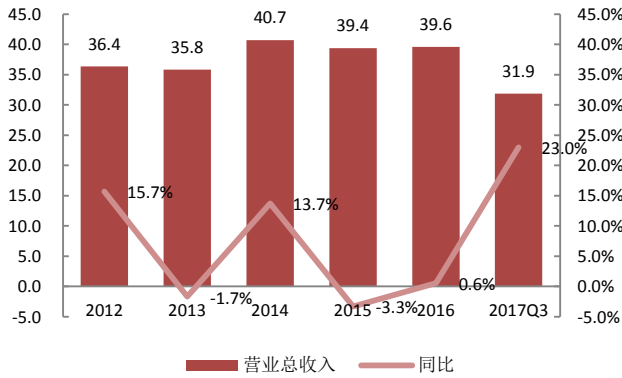
图 2：公司 2016 年主营业务结构


数据来源：Wind，西南证券整理

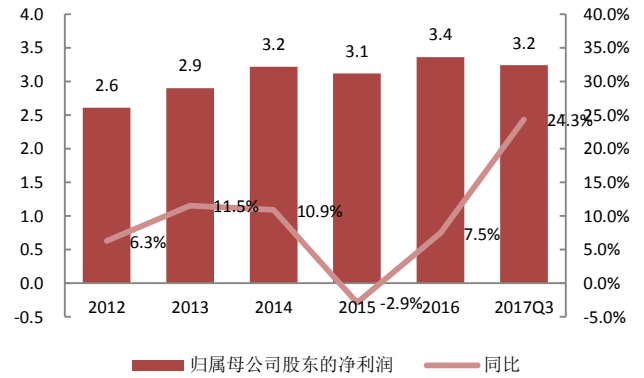
图 3：公司 2016 年营业利润结构


数据来源：Wind，西南证券整理

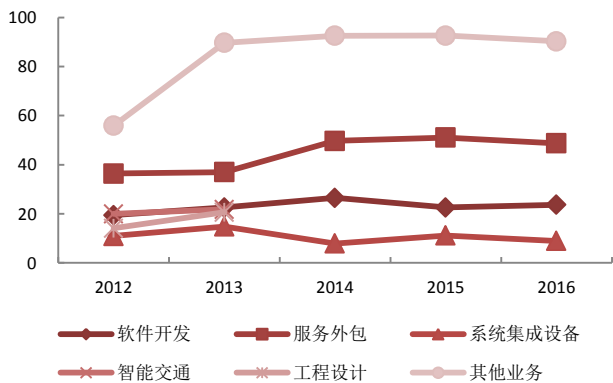
公司业绩状况：随着公司主要下游钢铁行业盈利大幅提升，公司信息化订单有较大幅度的增长，同时随着 IDC 业务逐渐放量，公司整体毛利率也有所提升。根据 2017 年三季报，公司实现营收 31.9 亿元，同比增长 23.0%，归母净利润 3.2 亿元，同比增长 24.3%，同比收入利润规模都有较大提升。

图 4：公司 2012 年以来营业收入（亿元）及增速


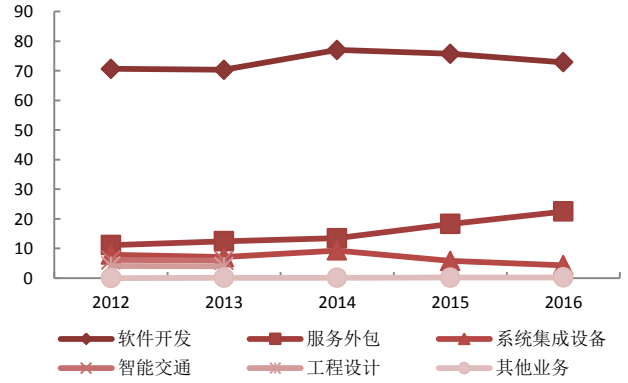
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2012 年以来归母净利润（亿元）及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2012 年以来各业务毛利率（%）变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2012 年以来各业务占比（%）变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

关键假设：

假设 1：考虑到公司下游企业盈利情况转好，软件开发业务订单爆发，假设 2017-2019 年公司软件开发订单增速为 35%、30%和 25%，随着信息化订单在软件开发中占比提升，信息化业务毛利率相对偏高，假设软件开发整体毛利率较往年有所提升后维持在 25%。

假设 2：服务外包业务随着公司 IDC 项目落地逐渐释放，假设 2017-2019 年，折合全年运行的机柜数量分别达到 8300 个、13000 个和 20000 个，随着 IDC 业务在服务外包业务中占比提升，毛利率有所提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
软件开发	收入	2886.4	3896.6	5065.5	6331.9
	增速	-3.2%	35.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
服务外包	收入	891.3	1069.6	1294.2	1682.5
	增速	23.9%	20.0%	21.0%	30.0%
	毛利率	48.8%	48.0%	49.0%	50.0%
系统集成设备	收入	172.9	172.9	172.9	172.9
	增速	-24.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
其他服务	收入	9.7	12.2	15.8	20.5
	增速	19.9%	50.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	90.3%	91.0%	91.0%	91.0%
合计	收入	3960.3	5151.2	6548.4	8207.8
	增速	0.6%	30.1%	27.1%	25.3%
	毛利率	28.9%	29.4%	29.5%	30.0%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3960.27	5151.21	6548.44	8207.84	净利润	365.06	459.07	600.28	754.80
营业成本	2817.37	3637.04	4617.96	5749.36	折旧与摊销	132.10	84.50	92.12	103.61
营业税金及附加	13.64	21.50	26.37	32.66	财务费用	-19.82	-0.25	0.70	1.94
销售费用	131.04	166.38	199.73	258.81	资产减值损失	14.26	15.00	16.00	17.00
管理费用	663.66	870.55	1067.40	1354.29	经营营运资本变动	183.25	-269.01	-329.85	-370.00
财务费用	-19.82	-0.25	0.70	1.94	其他	151.77	-19.75	-25.85	-18.78
资产减值损失	14.26	15.00	16.00	17.00	经营活动现金流净额	826.61	269.57	353.40	488.57
投资收益	-9.79	3.00	4.00	5.00	资本支出	-444.84	0.00	-6.00	-6.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-127.22	3.00	4.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-572.05	3.00	-2.00	-1.00
营业利润	330.33	443.98	624.29	798.78	短期借款	-67.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	80.81	76.22	56.47	56.00	长期借款	-0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	411.14	520.20	680.76	854.77	股权融资	-3.83	67.08	0.00	0.00
所得税	46.08	61.12	80.48	99.97	支付股利	-97.91	-67.13	-84.42	-110.39
净利润	365.06	459.07	600.28	754.80	其他	-16.68	1.10	1599.30	-1.94
少数股东损益	29.40	36.97	48.35	60.79	筹资活动现金流净额	-185.49	-8.95	1514.88	-112.33
归属母公司股东净利润	335.66	422.10	551.93	694.01	现金流量净额	68.93	263.62	1866.27	375.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1742.17	2005.79	3872.06	4247.31	成长能力				
应收和预付款项	2586.56	3270.03	4178.30	5239.50	销售收入增长率	0.57%	30.07%	27.12%	25.34%
存货	744.59	965.77	1234.21	1533.87	营业利润增长率	9.89%	34.40%	40.61%	27.95%
其他流动资产	28.05	36.48	46.38	58.13	净利润增长率	10.14%	25.75%	30.76%	25.74%
长期股权投资	59.87	59.87	59.87	59.87	EBITDA 增长率	13.35%	19.35%	35.76%	26.11%
投资性房地产	16.07	16.07	16.07	16.07	获利能力				
固定资产和在建工程	1158.85	1125.72	1090.98	1044.75	毛利率	28.86%	29.39%	29.48%	29.95%
无形资产和开发支出	181.04	155.99	130.93	105.88	三费率	19.57%	20.13%	19.36%	19.68%
其他非流动资产	320.88	294.55	268.23	241.91	净利率	9.22%	8.91%	9.17%	9.20%
资产总计	6838.09	7930.28	10897.05	12547.29	ROE	8.59%	9.75%	11.49%	12.86%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.34%	5.79%	5.51%	6.02%
应付和预收款项	2397.21	3013.78	3833.86	4804.13	ROIC	10.23%	13.30%	16.61%	18.82%
长期借款	0.69	0.69	0.69	0.69	EBITDA/销售收入	11.18%	10.25%	10.95%	11.02%
其他负债	182.74	208.35	1839.17	1874.72	营运能力				
负债合计	2590.64	3222.81	5673.72	6679.55	总资产周转率	0.60	0.70	0.70	0.70
股本	783.25	791.05	791.05	791.05	固定资产周转率	9.72	10.93	10.85	10.10
资本公积	1361.93	1421.21	1421.21	1421.21	应收账款周转率	1.96	2.18	2.18	2.16
留存收益	2004.85	2359.82	2827.33	3410.96	存货周转率	3.57	4.21	4.18	4.14
归属母公司股东权益	4149.02	4572.08	5039.59	5623.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.69%	—	—	—
少数股东权益	98.42	135.39	183.74	244.53	资本结构				
股东权益合计	4247.44	4707.47	5223.33	5867.75	资产负债率	37.89%	40.64%	52.07%	53.23%
负债和股东权益合计	6838.09	7930.28	10897.05	12547.29	带息债务/总负债	0.41%	0.02%	28.21%	23.96%
					流动比率	2.04	2.01	2.35	2.22
					速动比率	1.75	1.70	2.03	1.91
					股利支付率	29.17%	15.90%	15.30%	15.91%
					每股指标				
					每股收益	0.43	0.54	0.70	0.89
					每股净资产	5.30	5.84	6.43	7.18
					每股经营现金	1.06	0.34	0.45	0.62
					每股股利	0.13	0.09	0.11	0.14
业绩和估值指标									
EBITDA	442.60	528.23	717.11	904.33					
PE	42.88	34.10	26.08	20.74					
PB	3.47	3.15	2.86	2.56					
PS	3.63	2.79	2.20	1.75					
EV/EBITDA	28.37	23.52	16.96	13.03					
股息率	0.68%	0.47%	0.59%	0.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn