

# 智慧制造和 IDC 齐头并进

——宝信软件（600845）



## 核心观点

### ❖ 公司致力于智慧制造和智慧城市建设，领军工业软件

公司是由实力雄厚的中国宝武钢铁集团控股，三大主营业务分别是软件开发及工程服务、服务外包、系统集成。公司战略规划明晰，经营规划落实到实地。公司的财务指标优秀，现金流稳健，近三年研发投入占营业收入的 10% 以上。

### ❖ 2018 年工业互联网开局之年，公司入围钢铁行业工业互联网平台

2018 年是全面实施工业互联网的开局之年，公司凭借在工业软件领域的实力入围了工业互联网创新发展工程拟支持的项目名单。2017 年我国工业互联网市场规模约为 4700 亿元，预计工业互联网的市场规模在 2018 年到 2020 年的年均增速 18%。公司于 2017 年正式发布宝信工业互联网平台，且成功的运用在宝钢的表检仪实时分析上，优化了产品质量，提升了效益。

### ❖ 公司 IDC 业务进入运营投资回收期，规模效应即将凸显

我国 IDC 市场增速相比全球仍较快。2017 年全球 IDC 市场规模达到 534.7 亿美元，增速为 18.3%，中国 IDC 市场总规模为 946.1 亿元，同比增长率 32.4%。公司 IDC 业务具有独特的天然优势：股东资源助力公司 IDC 业务规模化发展；IDC 业务立足上海，有望拓展武汉；宝之云基地建设高效，技术团队经验丰富。公司根据订单情况计划机柜建设，采用批发型经营模式，业务毛利率高于市场平均水平，IDC 业务的市场占有率有望在宝之云建设落地进一步提升。

### ❖ 宝武合并或将提振公司业绩

2018 年是宝武合并后信息化建设的重要时期。公司软件开发及工程服务增速与宝钢在建工程增速的相关性 46%，与宝钢集团的关联交易金额占比 30% 左右，而武钢股份的体量是宝钢股份的 70%，预计能够给宝信软件的收入提振 20%。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

预计 2018~2020 年主营业务收入分别为 58.76、72.64、90.84 亿元，净利润有望达到 5.64、7.03、8.90 亿元，实现 EPS 分别为 0.59、0.73、0.93 元。对应 PE 分别为 44.4、35.9、28.2 倍。公司未来业绩增长相对有保障，首次覆盖给予“增持”评级。

### ❖ 风险提示：公司 IDC 建设不及预期；IDC 上架率低于预期

#### 盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	4776	5876	7264	9084
+/-%	21%	23%	24%	25%
净利润(百万)	425	564	703	890
+/-%	15%	33%	25%	27%
EPS(元)	0.54	0.59	0.73	0.93
PE	48.52	44.41	35.89	28.17

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	计算机
报告时间	2018/7/31
前收盘价	26.20 元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

方科

证书编号：S1100518070002  
021-68595195  
fangke@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 投资摘要

公司是中国领先的工业软件行业应用解决方案和服务提供商，控股股东为宝钢股份，实际控制人为宝武钢铁集团，最终实际控制人为国务院国资委。公司产品与服务遍及钢铁、交通、医药、采掘、有色、化工、装备制造、金融、公共服务、水利水务等多个行业。公司战略清晰，契合中国制造的发展战略。

### 对于未来成长：

长期来看，第一，公司背靠钢铁制造业龙头，入围了钢铁行业工业互联网平台，彰显了公司在信息化领域的实力。2017年正式发布宝信工业互联网平台，实现企业内部信息流、资金流和物流的集成和融合。在宝武合并后，公司助力集团的信息化建设，并且努力践行工业互联网的发展，为未来2-3年公司业务持续增长提供了坚实的基础。第二，IDC业务由建设期开始进入运营回报期，基于公司的优势，未来市场占有率有望进一步提升。

短期来看，公司IDC业务订单持续放量，2017年按期建设交付宝之云IDC三期项目。公司有近2万个机柜，采用批发型经营模式和盈利模式。我国IDC市场仍处于高速增长阶段，公司具有独特的天然优势（股东资源、地理优势、技术团队），IDC业务毛利率和规模优势明显。

### 对于与市场观点主要差异：

市场普遍认为公司IDC业务是最大的亮点，而软件服务业进入相对平稳的增长阶段。我们认为：1、宝武合并后带来的信息化建设，是公司经营计划中的第一条。考虑到合并的复杂性及规模性，集团层面的信息化建设任务将保证公司未来软件服务业务的高速增长；2、公司背靠钢铁制造业龙头，于2017年发布了宝信工业互联网平台，宝钢成功运用此平台实现了质量优化。未来将可能得到广泛的运用，增厚公司在软件服务业上的收入；3、IDC市场份额有望进一步提升。公司在IDC业务上具有先发优势，其经营模式和股东支持保证了公司的稳步发展。

市场的焦点仍在IDC业务的增长上。考虑到公司面临着历史的发展机遇，且公司具有钢铁制造业的基因，我们认为“智慧制造+IDC”将成为市场关注的焦点。

**首次覆盖给予“增持”评级。**综上，基于公司在智慧制造上的优势和IDC业务进入运营投资回报期，公司将迎来投资的最佳时点。预计2018~2020年主营业务收入分别为58.76、72.64、90.84亿元，净利润有望达到5.64、7.03、8.90亿元，实现EPS分别为0.59、0.73、0.93元。对应PE分别为44.4、35.9、28.2倍。公司未来业绩增长相对有保障，首次覆盖给予“增持”评级。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 正文目录

投资摘要 .....	2
一、公司经营实力过硬，业务上传统与新兴并驾齐驱 .....	5
1.1 公司是由实力雄厚的宝武钢铁控股 .....	5
1.2 致力于智慧制造和智慧城市建设，领军工业软件 .....	6
1.3 公司战略明晰 .....	7
1.4 公司的历史财务指标优秀 .....	8
二、入围钢铁行业工业互联网平台，彰显智能制造潜力 .....	9
2.1 受益于工业互联网进入建设实施期 .....	9
2.2 宝信工业互联网平台助力智能工业 .....	11
三、IDC 业务进入运营投资回报期，规模效应即将凸显 .....	12
3.1 我国 IDC 市场正从高速发展期过渡向成熟期 .....	12
3.2 独特的天然优势，规模化效应明显 .....	13
3.3 IDC 业务将成为公司的主要增量利润来源 .....	16
四、受益于宝武联合重组后带来的信息化整合工作 .....	18
4.1 宝武合并是公司历史性发展的机遇 .....	18
4.2 武钢集团业务预计将显著提振公司业绩 .....	19
五、盈利预测及估值 .....	20
5.1 盈利预测 .....	20
5.2 估值分析 .....	21
风险提示 .....	22
盈利预测 .....	23

## 图表目录

图 1:	公司与实际控制人之间的产权及控制关系	5
图 2:	截止到 2018 年 7 月 27 日, 公司可转换公司债转股后公司的股权结构	5
图 3:	2017 年公司主营业务收入(外圈)与毛利率	6
图 4:	三大业务毛利率情况	6
图 5:	公司的核心竞争力	6
图 6:	公司营业收入及增速(百万元)	8
图 7:	归属母公司净利润及增速(百万元)	8
图 8:	公司现金流稳健(百万元)	8
图 9:	公司管理费用下降明显, 销售费用平稳	8
图 10:	近三年以来公司的研发支出占营业收入比例维持 10%以上	9
图 11:	2016 年以来关于工业互联网的政策梳理	10
图 12:	2017 年工业互联网市场规模达 4709 亿	10
图 13:	预计 2018 年工业互联网规模增速达 18%	10
图 14:	工业互联网市场细分结构(单位: 亿元)	11
图 15:	工业互联网细分结构份额(销售额)	11
图 16:	宝信工业互联网平台架构图	11
图 17:	全球 IDC 市场规模(亿美元)	12
图 18:	中国 IDC 市场规模(亿元)	12
图 19:	2018-2020 年中国 IDC 市场规模预测	13
图 20:	宝之云罗泾 IDC 基地	14
图 21:	宝之云的施工完成率	15
图 22:	宝之云 IDC 一、二、三期项目的实际运营	16
图 23:	主流公司 IDC 业务公司的规划和毛利率比较	17
图 24:	关联交易金额与比例(元)	18
图 25:	宝钢在建工程增速与宝信软件开发及工程服务增速相关性 46%	19
图 26:	八钢、武钢被宝钢重组前钢产量(万吨)	19
图 27:	预估武钢为宝信营业带来的收入(万元)	19
图 28:	近 10 年公司的 PE(TTM)	21
图 29:	IDC 行业可比公司估值比较	21
图 30:	非 IDC 行业可比公司估值比较	22
表格 1:	公司战略规划	7
表格 2:	公司经营规划	7
表格 3:	公司 IDC 建设周期	18

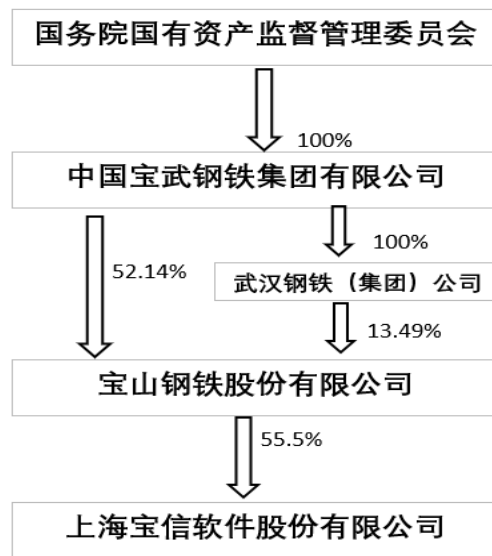
## 一、公司经营实力过硬，业务上传统与新兴并驾齐驱

### 1.1 公司是由实力雄厚的宝武钢铁控股

上海宝信软件股份有限公司是中国领先的工业软件行业应用解决方案和服务提供商，控股股东为宝钢股份，实际控制人为宝武钢铁集团，最终实际控制人为国务院国资委。公司产品与服务遍及钢铁、交通、医药、采掘、有色、化工、装备制造、金融、公共服务、水利水务等多个行业。

公司实际控制人中国宝武钢铁集团是中国现代化程度最高、最具竞争力的钢铁集团。中国宝武钢铁集团注册资本 527.9 亿元，资产规模 7395 亿元，产能规模 7000 万吨，位居中国第一、全球第二，是国有资本投资公司试点企业。2017 年，中国宝武钢铁集团取得了中国钢铁行业最佳经营业绩，实现营业收入 4005 亿元，利润 142.7 亿元，位居《财富》世界 500 强第 204 位。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司 2017 年财报，川财证券研究所

图 2：截止到 2018 年 7 月 27 日，公司可转换公司债转股后公司的股权结构

	数值 (万股)	占比
流通受限股份	3828.72	4.36%
已流通股份	83911.26	95.64%
已上市 A 股	61031.26	72.73%
已上市 B 股	22880	27.27%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

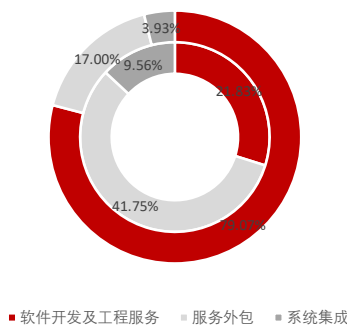
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 1.2 致力于智慧制造和智慧城市建设，领军工业软件

公司致力于智慧制造和智慧城市建设，大力推进制造业技术研发和宝钢股份 1580 智能车间示范试点落地。此外，公司持续保持工业软件的领军地位：荣膺“2017 年度中国软件和信息技术服务综合竞争力百强榜单”第 20 名；被中国软协授予“2017 十大创新软件企业”；入围工信部“第一批智能制造系统解决方案供应商推荐目录”；IRail 综合监控软件平台在国内率先通过欧标 SIL2 级安全认证：“信息系统集成及服务大型一级企业证书”复审通过。

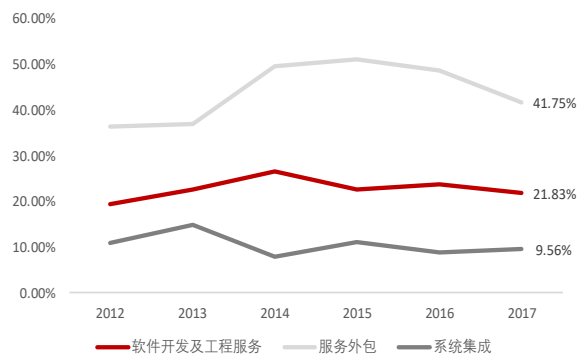
公司的三大主营业务分别是软件开发及工程服务、服务外包、系统集成。软件开发及工程服务和外包服务占总营业收入的 95% 以上，两者的毛利率分别是 21.83%、41.75%。从历史财报数据来看出，软件开发及工程服务的毛利率较为稳定，服务外包的毛利率较高，是影响公司增量利润的重要部分。

图 3：2017 年公司主营业务收入(外圈)与毛利率



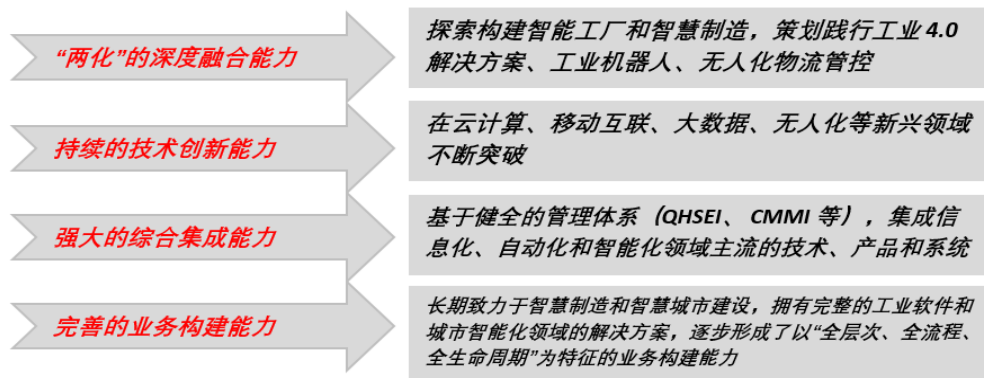
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：三大业务毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：公司的核心竞争力



资料来源：公司 2017 年报，川财证券研究所

### 1.3 公司战略明晰

公司的战略规划明晰，经营规划落实到实地。公司在“十三五”期间的规划目标是“打造一个稳定盈利、备受尊敬的智慧服务企业”。公司制定了详细的战略规划，涉及公司的各项主营业务，从规划的领域上看，公司在夯实已有的优势领域的情形下，加大对工业互联网、云计算等新兴领域的投入和发展，积极拥抱新经济。此外，公司将依据战略规划，结合当前最新形势，积极推进战略转型工作。全面落实年度经营计划，细化工作任务，明确目标责任，力求规模增长稳定、业务结构优化、服务能级提升、经营质量稳健。

表格 1. 公司战略规划

发展战略	规划领域
聚焦两个业务领域	智能制造、智慧城市
培育三个新的业务方向	云计算服务、工业大数据、金融软件和金融服务
发展四个战略业务	IDC、无人化、物联网、智能交通
优化构成核心竞争力的五大传统业务	信息化、自动化、信息服务、智能化、机电一体化

资料来源：公司 2017 年年报，川财证券研究所

宝信软件是宝武集团业务板块中信息化服务的重点企业。2016 年 9 月 22 日，国资委同意宝钢集团与武汉钢铁（集团）实施联合重组。宝信软件作为宝武集团业务板块中的工业服务的重点企业，担负起信息服务业的重担，定位于以服务集团和行业为起点，为企业和社会提供全生命周期高效运营的系统解决方案及相应的工程服务。

表格 2. 公司经营规划

经营计划	具体措施
积极投身宝武整合融合化合的相关工作	全面、深入推进宝武信息化整合、武汉为基地推进中部业务发展
争取形成冶金工厂全流程智能化整体方案	加大智能制造领域的资源投入、形成冶金工厂全流程智能化整体方案
大力拓展 IDC、智能装备和智慧城市业务	推进 IDC 项目建设工作、加快智能装备相关领域的产品研发
持续优化公司管理体系与体系支撑能力	打造体现行业专业特点的宝信 QHSEI 综合管理体系
切实完成“两金”压控和“瘦身健体”的目标任务	加强“两金”压控、开展“瘦身健体”，聚焦资源投入
努力探索业务经营模式与产品开发模式创新	集中精力和资源投入产品开发，探索平台化研发与产品化销售模式
继续坚持内生与外延并举的发展策略和寻源实践	聚焦核心业务，加强外部寻源，积极谨慎通过收购、兼并、合资

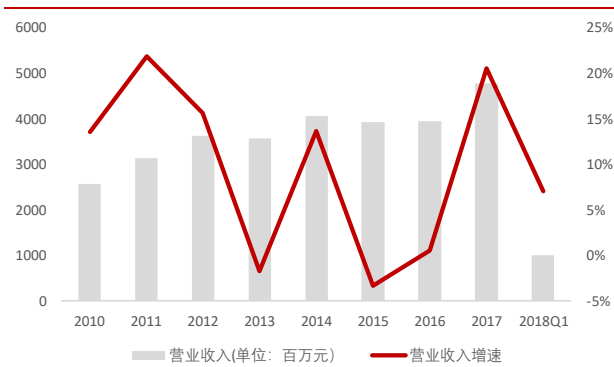
资料来源：公司 2017 年年报，川财证券研究所

### 1.4 公司的历史财务指标优秀

2017 年公司的营业收入和归属母公司净利润同比增速分别是 20.59% 和 26.17%，已经连续 2 年回升。

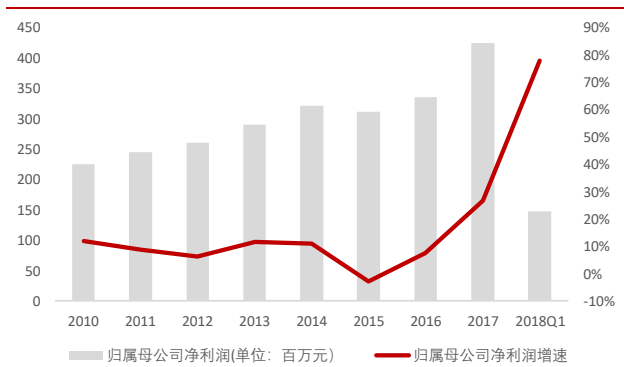
公司的财务指标优秀。在 2018 年公司已实施分红，每股股利税前 0.17 元。2015-2017 年每股股利税前分别是 0.27、0.25、0.13 元，相较于 25 家同行业对标公司，平均分红在 0.08-0.13 元之间，公司的分红比例水平相对较高。

图 6： 公司营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 归属母公司净利润及增速（百万元）

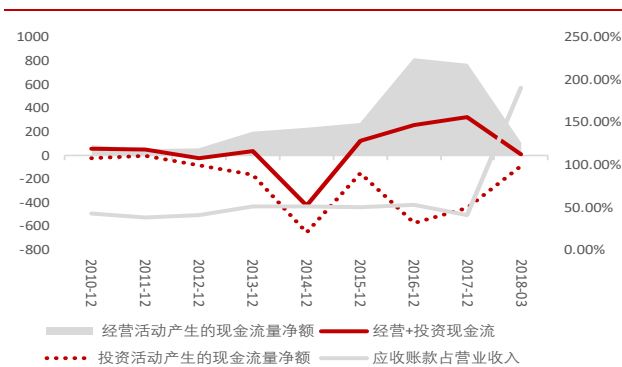


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司 2018 年一季度应收账款占营业收入的比例较高，是源于订单的结算情况，具有季节性因素。公司 2015-2017 年的应收账款占比分别 49.76%、52.50%、40.66%。综合投资活动、经营活动的净现金流来看，公司的现金流情况相对稳健。

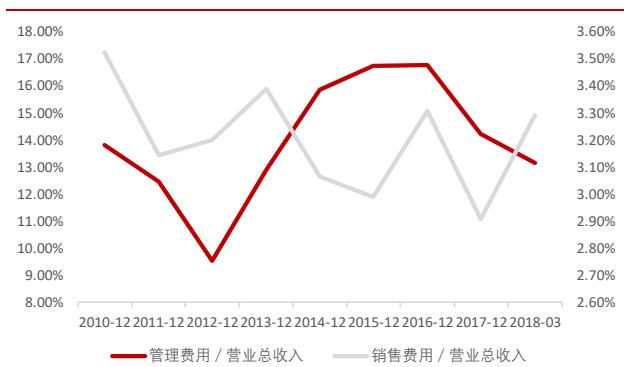
公司的管理费用率及销售费用率在 2015 年达到峰值后呈现下降的趋势。近三年公司的研发投入占营业收入比例维持在 10% 以上。

图 8： 公司现金流稳健（百万元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

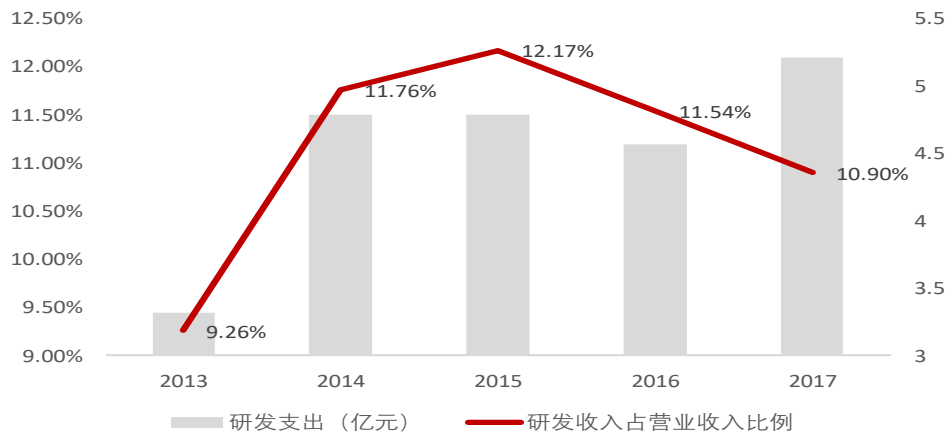
图 9： 公司管理费用下降明显，销售费用平稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 10：近三年以来公司的研发支出占营业收入比例维持 10% 以上



资料来源：wind，川财证券研究所

## 二、入围钢铁行业工业互联网平台，彰显智能制造潜力

### 2.1 受益于工业互联网进入建设实施期

工业互联网是全球新一轮产业竞争的制高点。工业互联网打造机器、物料、人、信息系统的基础网络设施，形成智能化发展、科学决策与智能控制，大幅提高了制造资源配置效率。对于振兴我国实体经济、推动制造业向中高端迈进具有重要意义。

**2018 年是全面实施工业互联网的开局之年。**2015 年开始以去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板为重点的供给侧结构性改革拉开大幕，三年来，落后产能得到了有效的出清。中国制造的转型升级已势在必行，相关配套政策的出台，提出了“三步走”实现制造强国的战略目标。2017 年 10 月 30 日国务院常务会审议通过《深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，促进实体经济振兴，加快转型升级。工信部积极推进工业互联网平台，相继出台《工业互联网发展行动计划》、《工业互联网专项工作组 2018 年工作计划》、《2018 年工业互联网创新发展工程拟支持的项目名单》等文件。

此外工信部部长苗圩表示，工信部将开展工业互联网发展“323”行动，即打造网络、平台、安全三大体系，推进大型企业集成创新和中小企业应用普及两类应用，构筑产业、生态、国际化三大支撑。

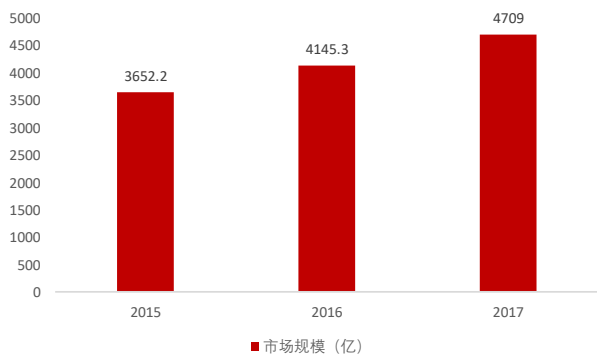
图 11： 2016 年以来关于工业互联网的政策梳理

时间	部门	文件	主要内容
2015年5月	国务院	《中国制造2025》	提出强化工业基础能力；鼓励推动核心信息通信设备体系化发展及规模化应用
2016年5月	国务院	《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	提出以建设制造业与互联网融合“双创”为抓手，围绕制造业与互联网融合关键环节，积极培育新模式新业态，充分释放“互联网+”的力量，加快推动“中国制造”提质增效升级，实现从工业大国向工业强国迈进。
2016年12月	财政部、工信部	《智能制造发展规划（2016-2020）》	提出统筹整合优势资源，针对制造业薄弱与关键环节，系统部署工业互联网建设，推进智能制造发展。在工业互联网等重点领域，以系统解决方案供应商、装备制造商与用户联合模式，集成开发一批重大成套设备，推进工程应用和产业化等
2017年1月	国家发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）版》	明确将新一代移动通信设备、云计算设备、新一代移动终端设备等列入战略性新兴产业重点产品目录。
2017年1月	工信部	《信息产业发展指南》	提出工业互联网是发展智能制造的关键基础设施，主要任务包括充分利用已有创新资源，在工业互联网领域布局建设若干创新中心，开展关键共性技术研发和产业示范。
2017年4月	科技部	《“十三五”先进制造技术领域科技创新专项规划》	强化制造核心基础和智能制造关键技术，在增材制造、激光制造、智能机器人、智能成套装备、新型电子制造装备等领域掌握一批具有自主知识产权的核心关键技术与装备产品，实现制造业由大变强的跨越。
2017年11月	国务院	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网指导意见》	提出加快建设和发展工业互联网，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，发展先进制造业，支持传统产业优化升级。
2017年11月	工信部	《深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网指导意见》	确定的主要任务是，打造网络、平台、安全三大体系，推进大型企业集成创新和中小企业应用普及两类应用，构筑产业、生态、国际化三大支撑7项任务（简称“工业互联网发展323行动”）
2018年2月	工信部	《工业互联网三年行动计划》	拓宽工业互联网企业的融资和上市渠道，为企业提供必要的支持。工信部将统筹推进工业互联网发展的“323”行动，即着力打造网络、平台、安全三大体系，加快大型企业集成创新和中小企业的应用普及，不断健全产业、生态、国际化三大支撑
2018年2月	工信部	《关于设立工业互联网专项工作组的通知》	国家制造强国建设领导小组下设工业互联网专项工作组，工信部部长苗圩任组长。工作组主要统筹协调我国工业互联网发展的全局性工作，审议推动工业互联网发展的重大规划、重大政策、重大工程专项和重要工作安排，加强战略谋划，指导各地区、各部门开展工作，协调跨地区、跨部门重要事项，加强对重要事项落实情况的督促检查。
2018年5月	工信部	《工业互联网APP培育工程实施方案（2018-2020年）》	实施工业APP培育工程，有利于发挥软件赋能、赋值、赋智作用，推进两化深度融合；有利于将制造业企业内部原本分散、隐性的工业技术挖掘出来、传播开来、传承下去，破解国内工匠不足难题；有利于汇聚海量开发者、提升用户粘性，打造资源富集、多方参与、合作共赢、协同演进的工业互联网平台应用生态；有利于更大程度激发“双创”活力，培育产业发展新动能，带动形成新的增长极。为推进实施工业APP培育工程，制定本实施方案。
2018年6月	工信部	《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》	深入实施工业互联网创新发展战略，推动实体经济与数字经济深度融合，
2018年6月	工信部	《工业互联网专项工作组2018年工作计划》	专项工作计划
2018年6月	工信部	工业互联网创新发展工程拟支持项目公示	本次公示的93个项目里网络安全项目达到29个，凸显了工业互联网安全的重要性

资料来源：中国政府网，工信部，川财证券研究所

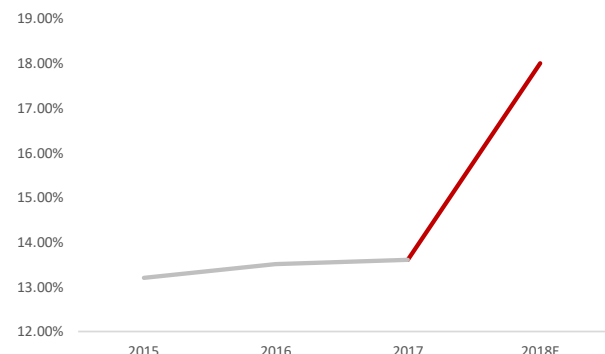
工业互联网市场空间广阔。2017 年我国工业互联网市场规模约为 4700 亿元，预计工业互联网的市场规模在 2018 年到 2020 年的年均增速 18%。具体到细分结构，主要有基础设施（40.90%）、软件与应用（30.70%）、通信与平台（27.60%）、工业安全（0.80%）。

图 12： 2017 年工业互联网市场规模达 4709 亿



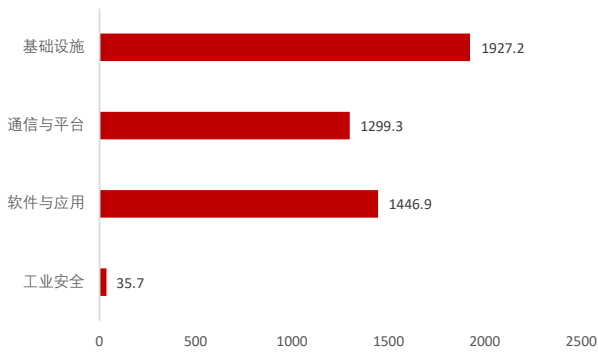
资料来源：赛迪，川财证券研究所

图 13： 预计 2018 年工业互联网规模增速达 18%



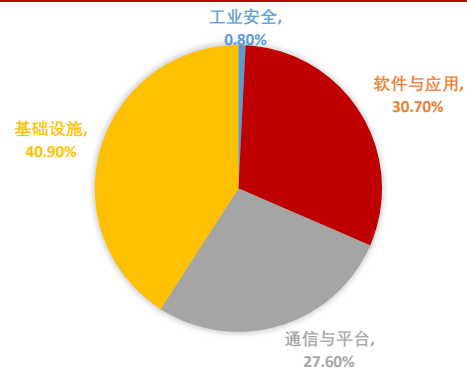
资料来源：中国工业互联网产业联盟，川财证券研究所

图 14： 工业互联网市场细分结构（单位：亿元）



资料来源：赛迪，川财证券研究所

图 15： 工业互联网细分结构份额（销售额）



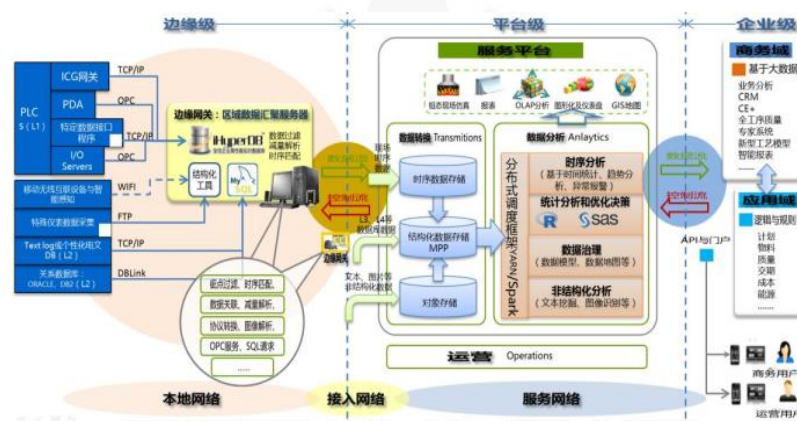
资料来源：赛迪，川财证券研究所

## 2.2 宝信工业互联网平台助力智能工业

2018 年 6 月 12 日，工信部信管局公示了 2018 年工业互联网创新发展工程拟支持项目名单，公司入围了钢铁行业工业互联网平台，彰显了公司在信息化领域的实力。宝信软件探索将数字技术与其在冶金、石化、电力等领域的专业优势结合，于 2017 年正式发布宝信工业互联网平台，实现企业内部信息流、资金流和物流的集成和融合。

宝钢集团已经基于宝信工业互联网平台，通过现场设备数据的采集和协议转换，实现了企业 OT 层与 IT 层的打通，使数据得以在整个制造系统和 IT 系统之间高效流通。在产品质量优化上，宝钢通过宝信工业互联网平台，实现了表检仪实时分析。通过对多源、多结构数据信息的融合处理，完成了对生产过程中的钢板进行质量闭环控制，减少了人工的直接参与，降低了工人的劳动强度，减少了出错的几率，同时也减少了人力成本的投入。

图 16： 宝信工业互联网平台架构图



资料来源：工业互联网白皮书,川财证券研究所整理

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 三、IDC 业务进入运营投资回报期，规模效应即将凸显

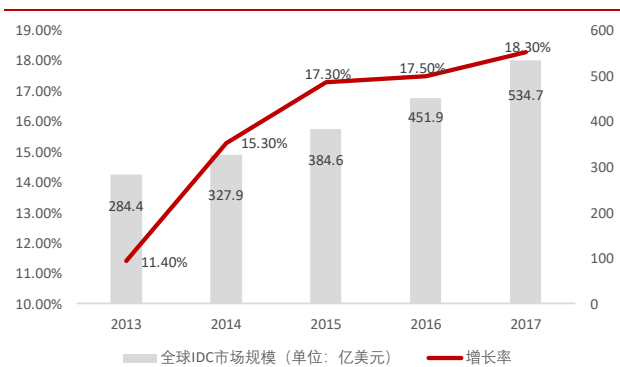
#### 3.1 我国 IDC 市场正从高速发展期过渡向成熟期

互联网数据中心，作为数据存储中心和数据交换中心，是大数据时代重要的基础设施，是承载云计算与未来业务发展的重要载体。IDC 服务商根据资源不同和运营模式不同可以分为基础电信运营商、专业 IDC 服务商和云服务商。类型上第三方批发型 IDC 厂商成为主流，业务属性上增值服务收入占比不断提升。

2017 年全球 IDC 市场在云计算业务的带动下继续保持较稳定增长，整体市场份额达到 534.7 亿美元，增速为 18.3%。亚洲地区继续在各区域中保持领先，整体增长速度超过 30%，其中以中国、印度及东南亚国家为代表的 IDC 市场增长最为显著。

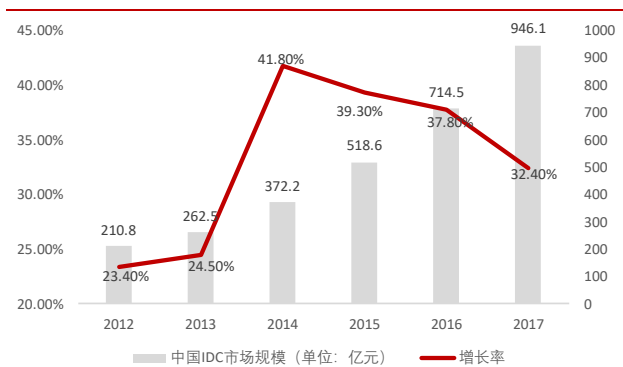
2017 年中国 IDC 市场总规模为 946.1 亿元，同比增长率 32.4%，增长率放缓 5.4 个百分点。IDC 市场规模的绝对值仍然保持增长，我国 IDC 市场正在从高速发展期过渡向成熟期，客户需求更加明确清晰，在采购 IDC 业务时能够准确评估实际需求；同时，IDC 服务商也保持均速扩张原则，稳步开拓市场。市场供给双方均理性处理采购需求与供给能力，这标志着中国 IDC 正发展为专业、合规、良性的市场。

图 17：全球 IDC 市场规模（亿美元）



资料来源：中国 IDC 圈，川财证券研究所

图 18：中国 IDC 市场规模（亿元）



资料来源：中国 IDC 圈，川财证券研究所

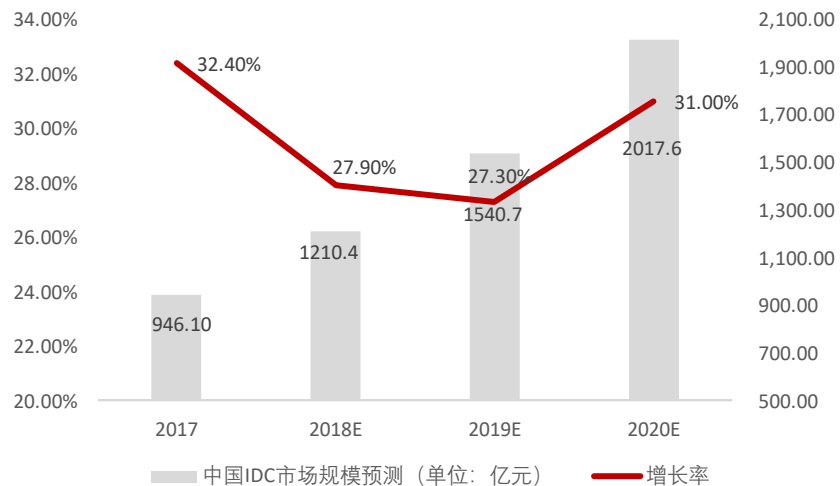
国内 IDC 市场进入成熟期，互联网企业的 IDC 应用场景更加稳定、传统企业数字化转型占比日趋提升，未来两年 IDC 市场增速趋缓，整体市场规模仍将保持上升趋势，预计 2018 年将超过 1200 亿元。

我国 IDC 市场有三大特点，第一，政策引导 IDC 产业重心向西部地区转移。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

整体上，我国 IDC 产业呈现出明显的东热西冷格局；第二，传统行业继续跨界 IDC 市场，2017 年这一趋势尤其明显，一方面通过收并购扩展新的业务领域；另一方面，引入合作伙伴的数据中心运营与运维能力，支撑既有 IDC 业务快速升级；第三，受国家政策的鼓励和推动，国内企业拓展海外市场逐渐成为趋势。

图 19：2018-2020 年中国 IDC 市场规模预测



资料来源：中国 IDC 圈，川财证券研究所

### 3.2 独特的天然优势，规模化效应明显

宝信软件早在 2005 年起便开展 IDC 业务，目前已经积累了较为成熟的 IDC 营运经验。公司 IDC 业务市场需求持续放量，2017 年按期建设交付宝之云 IDC 三期项目。同时，公司持续推进 IDC 业务管理体系的建设与完善工作，不断优化运营管理流程，保障运营安全稳定，确保在效益达标的同时实现规范化、规模化运营。我们认为宝信作为 IDC 厂商有三大优势。

#### 第一，股东资源助力公司 IDC 规模化发展

**规模化是 IDC 最大的优势。**基础电信运营商通常倾向于选择具有规模优势的 IDC 服务商，且基于硬件建设以及服务、安全等一致性方面的考虑，合作关系一旦建立，将会为 IDC 服务商带来稳定持续的收益和广泛的品牌宣传效应。具有规模优势的 IDC 服务商在争取与基础电信服务商的合作关系中具有明显的先入优势。制约 IDC 规模化发展的因素主要有土地、供电等。

**公司具备 IDC 规模化发展的条件。**首先，公司背靠宝武钢铁，股东资源丰富。宝钢集团罗泾厂区为 IDC 提供了天然的优良土地供电资源。园区内充沛

的土地供应（2.8 平方公里）、厂房资源、以及宝钢现有的自备电厂、完善的供配电与供水资源，可以为大客户提供大批量的、定制化的机柜空间。在宝钢集团公司的支持下，宝信软件顺利获得罗泾厂区 and 以上资源的租用权，充分利用已有的厂房、供配电等设施资源，结合宝之云 IDC 项目需求进行适当的改造，完美解决了 IDC 机房严格苛刻的土地水电要求。

图 20：宝之云罗泾 IDC 基地



资料来源：百度地图，川财证券研究所

其次，在解决限制 IDC 发展的土地、电力问题后，随着宝之云基地建设的完成，未来公司机柜有望拓展到 3 万个以上，规模效应愈加显现，市场竞争力也将更强，极大的提升了宝信软件 IDC 业务的竞争优势，这是竞争对手所不具备的，为宝信软件 IDC 业务的长远发展奠定了基石。

最后，公司的主要客户是国企和大型互联网公司，稳定性较高。在公司 IDC 业务毛利率相对较高，且订单放量的情况下，未来公司 IDC 市场占有率有望进一步上升。

## 第二，IDC 业务立足上海，有望拓展武汉

上海区域市场历来是大型客户全国数据中心资源部署的重要节点。IDC 服务商区域分布与该地区 IDC 行业市场规模具有显著相关性，市场规模越大的地区聚集的服务商越多。北京、广东和上海是我国 IDC 行业市场规模最大的三个区域，上海占比约在 11.4% 左右。

宝信软件立足于上海市，上海集成了硬件、软件、客户、人才、资金等多方面优势，使得公司得以迅速成长。依托于宝钢罗泾厂区，规避了土地、电力的劣势，而又享用了上海作为一线城市的优势，使得公司具有较大的先发优势。

宝钢集团与武钢集团重组，武钢集团所在的武汉市，也将成为宝信软件的“自家大本营”。而武汉是 IP 骨干核心网 ChinaNet 的六个普通核心节点之一，在网络资源上也是全国非常突出的城市。

在 2017 年公司的年报中提到，公司将继续全面、深入推进宝武信息化整合，逐步扩展系统覆盖范围，保障业务协同支撑；并进一步探索在服务属地业务的基础上，以武汉为基地推进中部业务发展。武钢在武汉的优势有可能再次为宝信软件提供天时地利的优势，助力宝信软件 IDC 业务顺利进军武汉、湖北乃至华中市场。

### 第三，宝之云建设高效，技术团队经验丰富

宝之云 IDC 一期占地约 1 万平方米，2013 年下半年启动建设，2014 年 9 月投入运营，创下最快建设交付速度。宝之云 IDC 一期、二期、三期项目现有机柜签约率为 100%，使用率情况良好。

公司是最早获得“计算机系统集成企业资质证书(壹级)”单位之一。具有 30 多年信息化系统设计、实施及运行维护的技术与经验积淀，10 多年的服务管理实践与创新历程，跨产品、跨专业的横向整体集成技术能力和纵向的专项 IT 技术能力。拥有 IBM、HP、微软、EMC、Oracle、VMWare 等原厂商高级技术认证者数十人，思科认证网络专家 CCIE 认证 8 人，注册信息安全专家 CISP 认证 7 人，注册信息系统安全师 CISSP 认证 4 人。

图 21：宝之云的施工完成率

	宝之云二期	宝之云三期	宝之云四期
2017 年中报	87.72%	75.34%	0.31%
2017 年年报	88.44%	86.35%	0.85%

资料来源：公司财报，川财证券研究所

图 22：宝之云 IDC 一、二、三期项目的实际运营

内容	IDC一期	IDC二期	IDC三期
规划机柜数量(个)	约 4,000	约 4,000	约 9,500
<b>1、机柜签约情况</b>			
签约率	100%	100%	100%
签订合同客户	中国电信股份有限公司上海分公司 (以下简称“上海电信”)	中国移动通信集团上海有限公司(以下简称“上海移动”)	上海电信
合同签订日期	2013.10.18	2014.6.12	2015.10.20、2016.8.29
<b>2、实际运营情况</b>			
建成机柜数量(个)	4,000	4,292	4,600
2001/1/3			
建成率	100%	95%	46%
使用机柜数量(个)	4,000	2,522	3,325
使用率	100%	59%	72%

资料来源：公司公开发行 A 股可转换公司债券申请文件反馈意见回复（修订稿），川财证券研究所

### 3.3 IDC 业务将成为公司的主要增量利润来源

公司的宝之云 IDC 产业基地是国内领先的高端中立数据中心，现有产业规模近 2 万个机柜。2013 年以来，公司先后建设了宝之云 IDC 一期、二期、三期、四期并陆续进入商业化运营。未来将建成拥有 30000 个机柜规模的 IDC 园区，是华东地区单体机柜密度最大的 IDC。一期已建成电信运营商级定制数据中心，拥有 4000 个 4.5kW 机柜，二期在建的电信运营商级定制数据中心拥有 4000 个 4kW 机柜。战略合作上，阿里巴巴定制化 IDC 机房是上海单体最大 IDC 项目，约 4000 个机柜，总体建筑面积 26270 平方米。

**IDC 业务市场占有率稳步提升。**公司采取先订单，后建设的业务模式，保证机柜上架率和运营效益。按照第三方中立数据中心服务市场占比约三分之一估算，第三方中立数据中心市场规模 315.34 亿元，我们按照 2016 年 IDC 业务占服务外包营业收入的比例估算宝信软件 2017 年 IDC 业务营业收入 5.07 亿元，市场占有率约 1.61%，高于 2016 年的 1.54%。我们认为随着宝之云 IDC 一期、二期、三期、四期的建设完成并陆续投入商业化运营，IDC 业务的市场占有率有望继续提升。

**公司采用批发型经营模式和盈利模式。**根据用户提出的数据中心规划设计和运营服务等级要求来投资建设数据中心，公司负责运营维护定制化数据中心，包括内部建设、日常管理、为用户提供维护服务等。通常批发型数据中心服务签订合同的服务期长达 5-10 年，订单规模大、周期长、用户粘性高，具有稳定现金流和较高资本回报率。批发型数据中心不仅能够满足客户定制化需求，在能耗和规模经济效益上也更具有优势。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

盈利模式：公司与电信运营商等客户的合同约定，每个月按照实际使用的机柜数量向电信运营商等客户收取 IDC 机柜托管服务费等费用；终端客户根据与电信运营商等的合同约定按期向电信运营商等支付 IDC 服务费用。公司向电信运营商收取的服务费扣除运营成本后，形成 IDC 业务的利润。

公司 IDC 业务毛利率和规模优势明显。IDC 行业属于重资产行业，需要较大的前期投入，运营模式跟商业地产类似，回收周期长。美国的金融业相对发达，部分 IDC 企业选择进行资产证券化，以降低公司的财务压力。而国内企业更多的选择自有资金和加大财务杠杆，相比其他 IDC 企业，国内的光环新网的资产负债率远低于其他几家企业，财务费用低，盈利能力明显强于竞争对手。反观宝之云，公司的具有独特的地理和天然的成本优势。据测算，公司 IDC 业务毛利率 2014-2016 年分别是 44.25%、47.13%、43.14%。较其他同类的毛利率相比，具有一定的优势。

图 23：主流公司 IDC 业务公司的规划和毛利率比较

公司	现有机房规模	未来规划	机房位置	毛利率
光环新网	约23000机柜	预计2018年太和桥并入后达到30000	北京、上海	52.50%
鹏博士	超过28000机柜	预计2020年达到50000个	北京、上海、广州、武汉	44.93%
万国数据	约12000机柜	预计未来建成30000机柜	北京、上海、深圳、广州、香港、成都	26.00%
宝之云	13000机柜	预计18年新增17500个机柜	上海	-
世纪互联	超过27000机柜	预计18年新增4000-5000机柜	北上广等80多个城市	21.00%
美利云	-	云创机房建成后预计达到19700机柜	宁夏	-
科华恒盛	约10000机柜	预计2018年达到13600机柜，未来预计达到17000机柜	北京、上海、广州、成都	30.84%
数据港	7017机柜	-	上海、杭州、张家口	41.93%
华星创业	约10000机柜	-	北京、上海、广州	30.17%
高升控股	约8034机柜	-	-	32.90%
浙大网新	约10000机柜	约1万个4.5KW机柜，容纳16万台服务器	上海、杭州	-
奥飞数据	约1500机柜	两个新机房建成后将新增可用机柜3,500个左右，数量将接近5,000个	广州、深圳	34%

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

公司的定价优势明显。从实际订单情况来看，按照合同约定的租赁机柜数量、租赁期限和总金额，平均一个机柜年租金约 6.5 万元（按照 10 年 26 亿元，4000 个机柜计算）。宝之云 IDC 四期与中国太保的签约合同，平均一个机柜年租金 9.17 万元（按照 20 年 55 亿元，3000 个机柜计算），单价涨幅 41%。与数据港比较，根据上海数据港股份有限公司《首次公开发行 A 股股票招股说明书》，其 IDC 数据中心业务 2013 年至 2016 年 6 月的机柜平均单价区间在 6,128.43-6,521.85 元/月，年化在 7.35-7.8 万元/年。市场平均单个机柜定价在 6-7 万元之间，公司的定价相对有优势。

表格 3. 公司 IDC 建设周期

名称	阶段	签约时间	开工时间	签约机柜数	直接客户	最终客户	协议期	总金额	建成机柜数	投入运营时间	年租金
一期		2013/10/18	2013	3752	上海电信	阿里巴巴	10	25-26	4000	2014/9	6.80
二期	一阶段	2014/6/12	2014	2000	上海移动		10	25-26	2000	2016/3	12.75
	二阶段			1800					2292	2016/10	
三期	1号楼	2015/10/20	2015	4000	上海电信		10	25-26	4600		6.38
	2号楼	2016/8/29		2500		阿里巴巴	10	12-13			
	3号楼	2016/8/29		3000			10	14-15			
四期		2017/6/28	2016	9000		中国太保	20	55			9.17

资料来源：公司公开发行 A 股可转换公司债券申请文件反馈意见回复（修订稿），川财证券研究所

备注：协议期单位为年，总金额单位为亿元，年租金为一个机柜年租金，单位为万元/年。

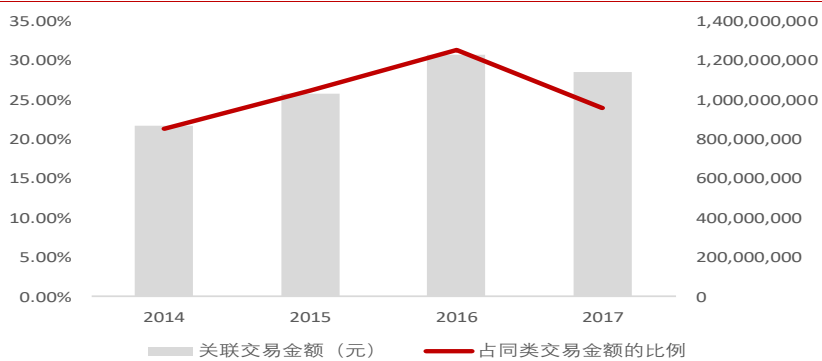
## 四、受益于宝武联合重组后带来的信息化整合工作

### 4.1 宝武合并是公司历史性发展的机遇

公司在 2017 年年报里经营计划中第一条明确提到公司将积极投身宝武整合融合化合的相关工作，继续全面、深入推进宝武信息化整合，逐步扩展系统覆盖范围，保障业务协同支撑；并进一步探索在服务属地业务的基础上，以武汉为基地推进中部业务发展。

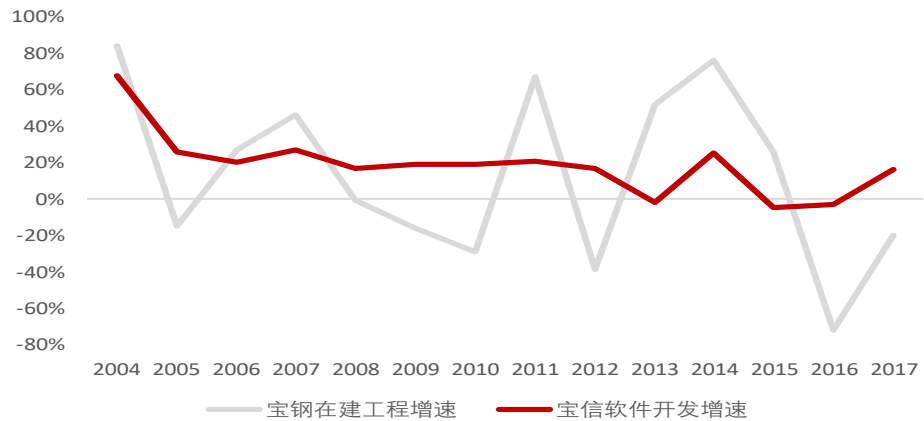
宝信公司在置入公司前系宝钢集团有限公司的全资子公司，长期以来主要为宝钢集团内其他关联公司提供 IT 服务；置入后，由于持续经营和服务的需要，该等情况也将长期存在，因此造成公司主营业务关联交易持续存在。

图 24：关联交易金额与比例（元）



资料来源：公司财报，川财证券研究所

图 25: 宝钢在建工程增速与宝信软件开发及工程服务增速相关性 46%



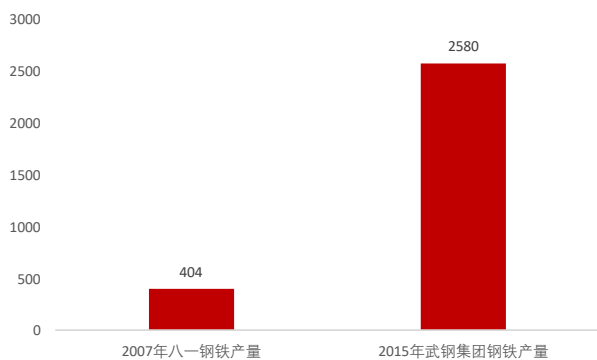
资料来源: wind, 川财证券研究所

## 4.2 武钢集团业务预计将显著提振公司业绩

宝信软件与宝钢集团的关联交易金额大约在 30% 左右, 而武钢股份的体量是宝钢股份的 70%, 这样简单估算, 宝武合并预计能够给宝信软件的收入提振 20%。考虑到武钢集团组织机构更繁琐, 信息化程度更高, 以及其他因素, 以上的估算仍是偏保守的。

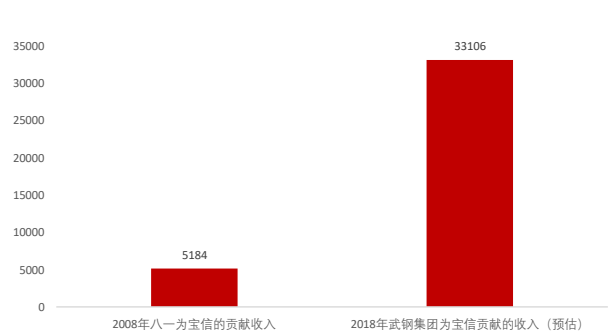
如果武钢集团本次被宝钢集团重组, 与 2008 年八一钢集团被宝钢集团收购路径相似, 我们以八一钢集团的体量, 大致估算武钢集团后期对宝信软件营业收入的贡献: 2007 年八一钢粗钢产量约 400 万吨, 与宝钢集团重组后, 2008 年八一钢集团为宝信软件贡献营业收入 5184 万元。

图 26: 八一钢、武钢被宝钢重组前钢产量 (万吨)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 27: 预估武钢为宝信营业带来的收入 (万元)



资料来源: wind, 川财证券研究所

## 五、盈利预测及估值

### 5.1 盈利预测

公司的三大主营业务分别是软件开发及工程服务、服务外包、系统集成，2017 年营业收入占比分别是 70.05%、25.86%、3.85%。在 2017 年年报中，软件开发及工程服务同比增速达到了 2012 年以来的高位 15.91%，而 2015 年、2016 年同比增速还是负的；服务外包的同比增速达到了 38.57%。基于以下假设和逻辑对未来业务的增速进行预测。

#### 软件开发及工程服务：受益于宝武合并带来的信息化建设

假设：

近三年钢铁行业持续回暖，整个钢铁行业的利润维持较高的增速，宝武合并带来信息化建设需求影响，结合 2017 年该业务营业收入增速 16%，2018 年可能是宝武信息化建设的高峰期，这从 2017 年公司财务报告中可以佐证。未来增速水平大概率向制造业投资增速趋近，注意到制造业投资增速在 2018 年 6 月份回升至 6.8%，考虑到宝武信息建设的复杂性以及作为钢铁制造业龙头的信息化建设平台，担负起工业互联网建设的重担，该项业务的增速未来可能高于制造业投资增速。预计 18/19/20 年软件开发及工程服务营业收入增速 18%/15%/12%。

在毛利率方面，该项业务近三年的毛利率分别是 22.57%/23.70%/21.83%。考虑到钢铁企业担负起出清落后产能的重任，公司的毛利率有望维持。预计 18/19/20 年软件开发及工程服务营业收入毛利率 22%/23%/24%。

#### 服务外包：IDC 业务开始进入运营回报期

假设：2017 年服务外包业务增速高达 38.57%，未来几年的主要业绩增长预计将是 IDC 业务的贡献。IDC 市场仍维持较高的增速，毛利率在 40%左右。公司作为第三方中立数据中心，具有独特的天然优势，且宝之云的建设进度、签约率、定价均具有优势。根据公司的经营模式，预计 18/19/20 该项业务的营业收入增长率维持 5% 的增长。综上，预计 18/19/20 年服务外包业务营业收入增速 40%/45%/50%。毛利率维持在市场平均水平 40%。

#### 系统集成：维持平稳

系统集成等其他业务预期维持稳定。16/17 年公司系统集成设备业务营业收入

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

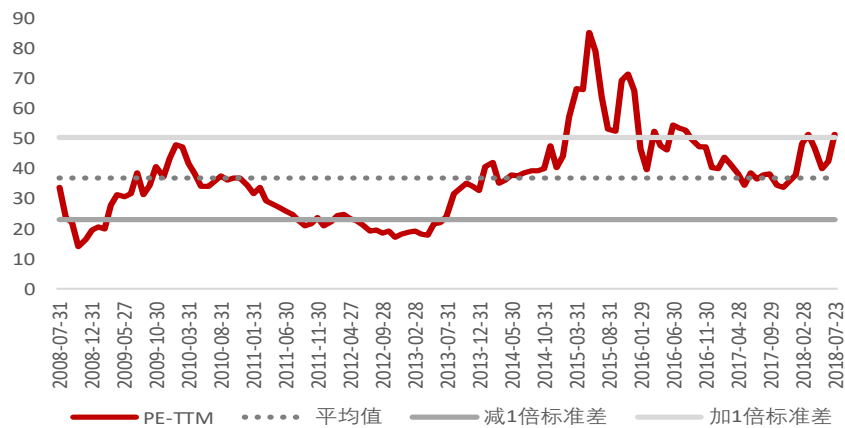
入增速分别为-24.19%和 6.41%，假设 18-20 年营业收入增速 8%/9%/10%。毛利率为 10%。

综上，我们预计公司 2018~2020 年主营业务收入分别为 58.76、72.64、90.84 亿元，净利润有望达到 5.64、7.03、8.90 亿元，实现 EPS 分别为 0.59、0.73、0.93 元。对应 PE 分别为 44.4、35.9、28.2 倍。公司未来业绩增长相对有保障，首次覆盖给予“增持”评级。

## 5.2 估值分析

公司 10 年 PE-TTM 的均值在 36.8 倍，目前公司估值接近一倍标准差。

图 28：近 10 年公司的 PE(TTM)



资料来源：wind，川财证券研究所

公司 IDC 业务未来现金流稳定，目前处于扩量的过程中，且具有一定的定价权。比较取同属计算机行业并有 IDC 业务的光环新网、数据港、科华恒盛作为可比公司，当前的 PE(TTM)分别是 30.3 倍、44.7 倍、17.6 倍。

图 29：IDC 行业可比公司估值比较

日期	2018/7/31	股价	总市值	EPS			PE		
				18E	19E	20E	18E	19E	20E
600845.SH	宝信软件	26.20	198.99	0.59	0.73	0.93	44.41	35.89	28.17
300383.SZ	光环新网	13.90	201.04	0.48	0.68	0.90	28.96	20.44	15.44
603881.SH	数据港	36.91	77.73	0.85	1.31	1.93	43.42	28.18	19.12
002335.SZ	科华恒盛	18.58	51.97	1.07	1.35	1.65	17.36	13.76	11.26
平均值				<b>0.75</b>	<b>1.02</b>	<b>1.35</b>	<b>33.54</b>	<b>24.57</b>	<b>18.50</b>

资料来源：Wind，川财证券研究所

备注：除宝信软件，其他公司 EPS 采用 Wind 一致预期

非 IDC 业务的营业收入占公司营业收入 70%左右。结合目前公司具有宝武合并的信息化建设的重任，且入选工信部推出的钢铁工业互联网平台，这与中国的发展战略相契合，因此这一块业务的发展具有根基大，潜力大的优点。非 IDC 行业可比公司估值比较而言，宝信软件估值相对较低。

图 30：非 IDC 行业可比公司估值比较

日期 股票代码	2018/7/31 公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				18E	19E	20E	18E	19E	20E
600845.SH	宝信软件	26.20	198.99	0.59	0.73	0.93	44.41	35.89	28.17
300024.SZ	机器人	17.09	266.64	0.35	0.43	0.50	48.83	39.74	34.18
600588.SH	用友网络	25.80	490.10	0.34	0.47	0.60	75.88	54.89	43.00
平均值				<b>0.43</b>	<b>0.54</b>	<b>0.68</b>	<b>56.37</b>	<b>43.51</b>	<b>35.12</b>

资料来源：Wind，川财证券研究所

备注：除宝信软件，其他公司 EPS 采用 Wind 一致预期

## 风险提示

### 公司经营风险

公司 IDC 建设不及预期的风险，IDC 上架率低于预期

### 行业景气度不及预期

IT 新技术及新业务拓展风险，行业竞争加剧，使产业格局发生改变

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	6488	9231	10057	13503	<b>营业收入</b>	4776	5876	7264	9084
货币资金	3365	3145	4831	4372	营业成本	3502	4296	5195	6335
应收和预付款项	2473	4610	4134	6784	营业税金及附加	16	21	25	89
存货	638	1464	1078	2022	营业费用	139	206	291	454
其他流动资产	12	12	12	325	管理费用	680	764	1017	1272
<b>非流动资产</b>	1929	1809	1720	1600	财务费用	-24	16	23	34
长期投资	61	61	61	61	资产减值损失	10	10	10	10
投资性房地产	15	12	8	5	公允价值变动收益	9	0	0	0
固定资产和在建工程	1128	1285	1473	1383	投资净收益	0	0	0	0
无形资产和开发支出	141	114	88	61	<b>营业利润</b>	461	564	703	890
其他非流动资产	584	337	90	90	其他非经营损益	-4	0	0	0
<b>资产总计</b>	8418	11040	11777	15103	<b>利润总额</b>	457	564	703	890
<b>流动负债</b>	2232	3890	3524	5560	所得税	34	0	0	0
短期借款	10	0	0	0	<b>净利润</b>	423	564	703	890
应付和预收款项	2222	3890	3524	5560	少数股东损益	35	47	59	74
<b>非流动负债</b>	1277	1677	2077	2477	<b>归属母公司净利润</b>	387	517	644	816
长期借款	1271	1671	2071	2471	EBITDA	617	999	1144	1093
其他非流动负债	6	6	6	6	EPS (元)	0.54	0.59	0.73	0.93
<b>负债合计</b>	3508	5567	5600	8036					
少数股东权益	126	173	232	306	<b>主要财务比率</b>				
股本	783	877	877	877	<b>会计年度</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
资本公积	1362	1362	1362	1362	<b>成长能力</b>				
留存收益	2544	3061	3705	4521	营业收入	20.6%	23.0%	23.6%	25.1%
<b>归属母公司股东权益</b>	4689	5300	5944	6760	营业利润	39.7%	22.3%	24.6%	26.6%
<b>负债和股东权益</b>	8418	11040	11777	15103	归属于母公司净利润	15.4%	33.5%	24.6%	26.6%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	26.7%	26.9%	28.5%	30.3%
					净利率(%)	8.8%	9.6%	9.7%	9.8%
					ROE(%)	8.1%	9.8%	10.8%	12.1%
					ROIC(%)	14.6%	20.2%	17.9%	26.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	41.7%	50.4%	47.6%	54.3%
					带息负债比率(%)	36.50%	30.01%	36.97%	30.74%
					流动比率	2.91	2.37	2.85	2.37
					速动比率	2.62	1.99	2.54	2.01
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.57	0.53	0.62	0.61
					应收账款周转率	2	1	2	1
					存货周转率	5.49	2.93	4.82	3.13
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.59	0.73	0.93
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	-0.33	1.88	-0.52
					每股净资产(最新摊薄)	5.45	6.04	6.78	7.70
					<b>估值比率</b>				
					P/E	48.52	44.41	35.89	28.17
					P/B	4.81	4.34	3.87	3.40
					EV/EBITDA	34	22	18	20

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	775	-286	1649	-454
税后经营利润	452	564	703	890
折旧摊销	187	423	423	176
利息费用	2	12	18	27
资产减值损失	10	10	10	10
营运资金变动	112	-1294	495	-1557
其他经营现金流	11	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-4	-313	-344	-378
资本支出	0	-313	-344	-378
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-4	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-126	378	382	373
短期借款	-153	-10	-0	-0
长期借款	0	388	382	373
股权投资	0	0	0	0
支付股利	0	0	0	0
其他筹资现金流	27	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	645	-220	1687	-460

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003