

计算机
钢铁信息化龙头，IDC 业务前景广阔

2019 年 09 月 06 日

——宝信软件 (600845.SH) 深度研究报告
公司评级：增持 (首次)
分析师：梁希民

执业证书号：S1030510120001

0755-23602217

liangxm@csc.com.cn

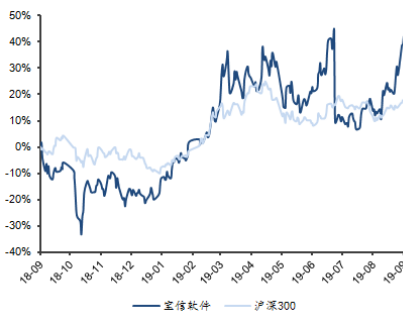
研究助理：罗云扬

0755-23602217

luoyy1@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

宝信软件(600845.SH)与沪深300 对比表现


公司数据与预测

Wind 资讯

总市值 (百万)	34554.49
流通市值 (百万)	30090.81
总股本 (百万股)	1140.50
流通股本 (百万股)	833.08
日均成交额 (百万)	242.98
近一个月换手 (%)	26.15
第一大股东	宝钢股份

证券研究报告请阅读文后免责声明

核心观点：

- 1) **公司背靠宝武集团，是钢铁信息化龙头。**公司起源于宝钢股份自动化部门，多年来致力于钢铁行业信息化改造，在钢铁 MES 领域市占率超 50%。目前已经将主营业务拓展至集团外的钢铁、医药、交通等多个领域，是国内工业软件领先企业。
- 2) **把握核心资源切入数据中心领域，企业焕发新活力。**公司从 12 年起布 IDC 行业，以旧钢厂现成土地和电力设备为基础做改建，相对同类企业地理位置和成本优势较大。自 14 年 IDC 业务进入收获期，公司业绩增速、毛利率、现金流、ROE 等各类经营指标明显优化。目前公司已经拥有机柜近 2 万架，并拥有超 10 万架机柜的建设用地。我们认为，随公司机柜建设继续推进，IDC 业务收入可持续。同时，公司有望在 IDC 服务器租用服务基础上衍生出更多元化的增值服务，单机柜创收可进一步提升，推动公司整体业绩持续高速增长。
- 3) **工业互联网平台前景广阔，宝武集团并购为公司带来高确定性市场增量。**工业互联网平台是对传统工业 IT 架构的全面优化升级，公司作为传统的龙头企业，对领域内细分工艺理解透彻，在新的蓝海市场中竞争力强，有望在新技术路径下享受更多行业红利。同时，未来钢铁行业整合将持续进行，宝武集团 18 和 19 年收购重钢、马钢为公司打开超 45 亿元市场空间，公司未来增长确定性进一步提升。
- 4) **盈利预测与投资评级。**根据盈利预测，2019-2021 年 EPS 分别为 0.72 元/0.90 元/1.09 元。对应市盈率为 50 倍/40 倍/33 倍。公司是钢铁信息化龙头，掌握 IDC 领域核心资源，成本优势显著，收入确定性强，首次给予“增持”评级。
- 5) **风险提示：**IDC 业务推进不及预期、钢铁信息化技术研发受阻、非钢铁领域拓展迟缓

预测指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5471.10	6651.10	7993.30	9529.50
收入同比	14.56%	21.57%	20.18%	19.22%
净利润(百万元)	669.12	819.87	1021.45	1243.52
净利润同比	57.34%	22.53%	24.59%	21.74%
毛利率	27.94%	29.54%	30.66%	31.58%
归母净利率	13.03%	13.30%	13.78%	14.08%
EPS (元)	0.59	0.72	0.90	1.09
PE (倍)	61.57	50.25	40.33	33.13

目录

一、宝钢旗下工业信息化服务商，新兴业务带动公司业绩高增长.....	4
1、以钢铁信息化为基，业务多维拓展.....	4
2、新兴业务优化公司经营质量，各项指标向好.....	6
二、数据中心是新一代基础设施之一，公司拥有核心土地资源.....	8
1、数据中心下游需求旺盛，第三方 IDC 厂商服务针对性强.....	8
2、掌握核心一线城市土地资源，成本优势显著.....	12
3、公司 IDC 业务收入、毛利率测算.....	15
三、工业互联网平台：背靠宝武集团，公司传统业务焕发新活力.....	16
1、工业互联网平台将是工业信息化未来主要发展趋势.....	16
2、宝武集团产业升级排头兵，公司是钢铁工业信息领域龙头.....	19
四、盈利预测与评级.....	22
关键假设：.....	22
盈利预测：.....	23
估值与评级：.....	23
五、风险提示.....	25

图表目录

FIGURE 1 公司前十大股东 (截止 19 年 2 季度)	4
FIGURE 2 公司发展历程	5
FIGURE 3 公司业务收入占比	5
FIGURE 4 公司业务毛利占比	5
FIGURE 5 公司营业收入及增长率	6
FIGURE 6 公司扣非净利润及增长率	6
FIGURE 7 公司三项费率和毛利率	6
FIGURE 8 公司 ROE 以及杜邦分拆	6
FIGURE 9 公司现金流状况	7
FIGURE 10 公司研发支出及同比	7
FIGURE 11 未来数据将呈指数级增长	8
FIGURE 12 数据中心 (IDC) 产业链	9
FIGURE 13 全球 IDC 行业规模与增速	9
FIGURE 14 全球大型以上数据中心区域分布	9
FIGURE 15 中国 IDC 行业规模与增速	10
FIGURE 16 中国 IDC 市场竞争格局	10
FIGURE 17 中国 IDC 各类厂商竞争优劣势对比	10
FIGURE 18 中国 IDC 基础业务和增值业务收入占比	10
FIGURE 19 全球数据中心数量和机柜数量	11
FIGURE 20 中国大型以上和中小型 IDC 机柜数量	11
FIGURE 21 中国大型数据中心区域分布	11
FIGURE 22 各第三方厂商 IDC 业务简况	12
FIGURE 23 公司机柜数量测算	13
FIGURE 24 公司服务外包收入增速	13
FIGURE 25 宝之云 1-4 期平均年租金	13
FIGURE 26 中国 IDC 行业平均成本构成	14
FIGURE 27 宝之云四期预算成本构成	14
FIGURE 28 公司服务外包毛利率情况	14
FIGURE 29 公司 IDC 业务收入与毛利率测算	15
FIGURE 30 传统工业 IT 架构与工业互联网平台对比	16
FIGURE 31 各行业工业主要痛点、以及平台应用场景及成效	17
FIGURE 32 工业互联网平台细分	17
FIGURE 33 工业互联网相关政策	18
FIGURE 34 全球工业互联网平台市场规模预测	18
FIGURE 35 2018 全球工业互联网平台应用行业分布	18
FIGURE 36 中国各行业智能制造就绪率	18
FIGURE 37 钢铁行业上市公司 Top5 营收占比	19
FIGURE 38 钢铁行业上市公司利润率情况	19
FIGURE 39 工业软件前十大厂商市占率	19
FIGURE 40 公司关联交易收入、占总收入比重和增速	20
FIGURE 41 公司关联交易毛利率	20
FIGURE 42 公司工业互联网平台案例	20
FIGURE 43 公司历年从湛江钢铁获取收入	21

FIGURE 44 收入预测 (亿元)	22
FIGURE 45 毛利率预测	23
FIGURE 46 费用率预测	23
FIGURE 47 可比公司相对估值比较.....	24
附：报表预测.....	26

一、宝钢旗下工业信息化服务商，新兴业务带动公司业绩高增长

1、以钢铁信息化为基，业务多维拓展

宝钢股份于1978年成立自动化部门，经过20多年发展，在2001年宝信软件正式成立并在2001年4月在上交所正式挂牌上市。截止2019年6月30日，公司拥有总资产98.05亿元，资产负债率为31.13%。公司第一大控股股东为宝山钢铁股份有限公司，持股比例为50.81%，十大股股东中有多家中外机构投资者。由于公司IDC业务持续向好，相比19年1季度，公司机构投资者从89家增加到315家，合计持仓比例从8.02%上升至18.72%。

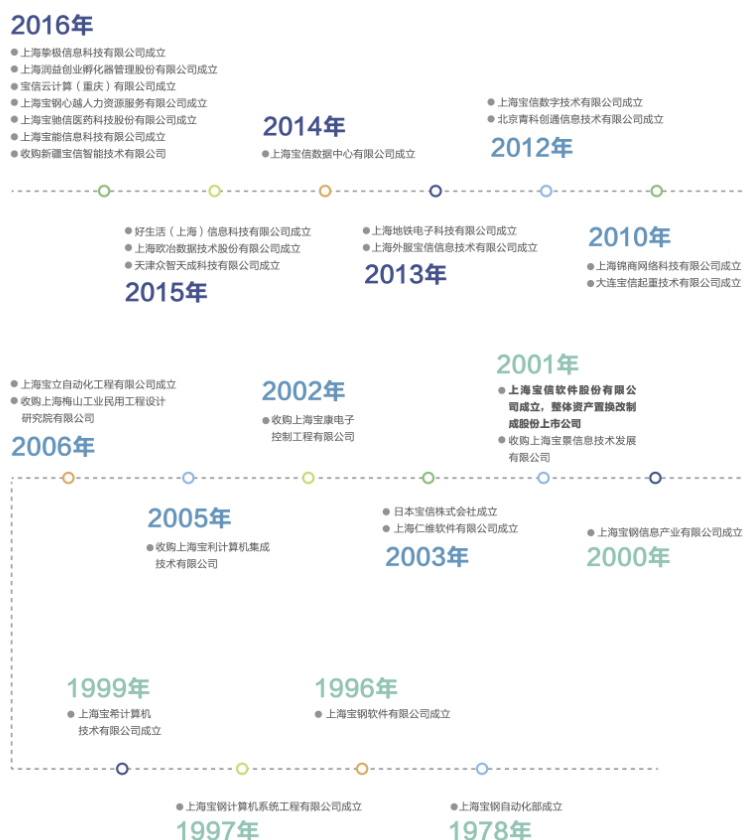
Figure 1 公司前十大股东（截止19年2季度）

股东名称	持股数量	持股比例 (%)	变动方向	持股比例变动 (%)
宝山钢铁股份有限公司	579443712	50.81	不变	0
ISHARES IV PUBLIC LIMITED	12051728	1.06	减少	-0.39
MORGAN STANLEY &	10393547	0.91	不变	0
中国工商银行股份有限公司-国泰估值优势混合型证券投资基金	6726090	0.59	增加	0.11
上海浦东发展银行股份有限公司-国泰金龙行业精选证券投资基金	5633824	0.49	增加	0.11
VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND	5605634	0.49	不变	0
法国巴黎银行-自有资金	5168515	0.45	新进	0.45
SHENWAN HONGYUAN NOMINEES (H.K.) LIMITED	5147081	0.45	不变	0
中国工商银行股份有限公司-汇添富移动互联股票型证券投资基金	4941776	0.43	增加	0.01
VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND	4605323	0.4	减少	-0.01
合计	639717230	56.08		--

资料来源：Wind 咨询、世纪证券研究所

源于宝钢自动化部，业务目前已覆盖多个领域。公司从一开始为宝钢股份提供信息化改造服务，之后通过将共性技术进行衍生，目前已经将业务领域拓展到智慧交通、制药、有色金属、化工、水利水务以及金融行业，成长为国内软件服务领先厂商。11年底，宝之云成立，公司开始布局数据中心业务，现已建成宝之云1-3期，项目进展顺利。宝信新一轮发展战略为：聚焦智能制造和智慧城市两大领域；继续为工业自动化、信息化和智能化贡献力量；大力发展工业互联网、云计算、大数据等新兴技术；旨在打造一个“稳定盈利、备受尊敬的智慧服务企业”。

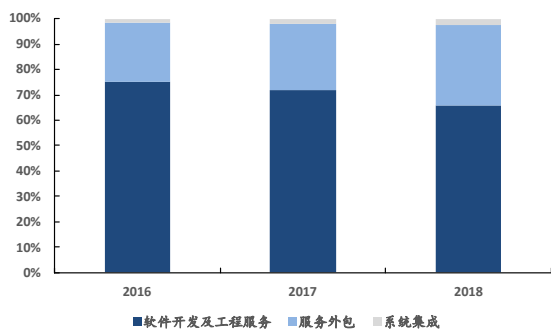
Figure 2 公司发展历程



资料来源: 公司官网、世纪证券研究所

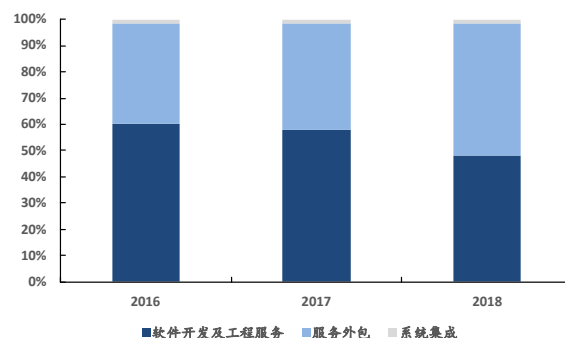
工业软件是收入主要来源, IDC 业务毛利贡献加大。公司收入按业务分为: 软件开发和工程服务: 主要以为钢铁或其他领域企业销售工业为主, 18 年占收入和毛利比重分别为 64.58%和 48.22%; 服务外包: 由 IDC、云计算和传统业务的维修运营组成, 由于 IDC 业务进入收获期, 18 年占毛利比重达 50.32%; 系统集成: 主要是少量硬件销售和整合, 收入与毛利占比较小。

Figure 3 公司业务收入占比



数据来源: 公司公告, 世纪证券研究所

Figure 4 公司业务毛利占比

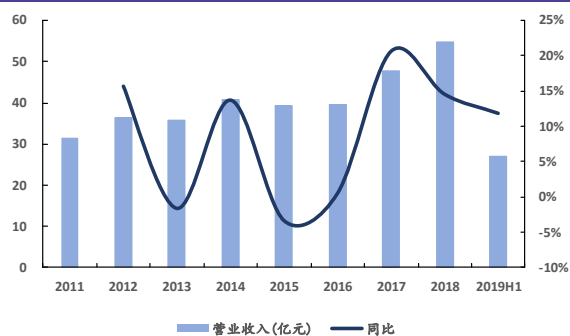


数据来源: 公司公告, 世纪证券研究所

2、新兴业务优化公司经营质量，各项指标向好

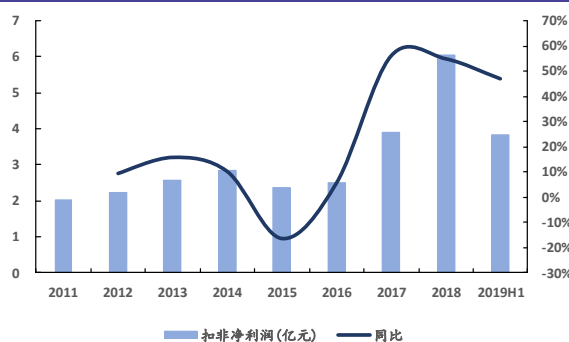
公司业绩进入高速增长期。受益于公司 IDC 业务落地，项目进入收获期，公司 18 年和 19 年上半年分别实现营业收入 54.71 亿元和 26.99 亿元，同比增长 14.55% 和 11.85%。IDC 业务为公司经营的改善在扣非净利润上体现得更为显著：公司扣非净利润在 17-18 连续两年实现超 50% 增长，19 年上半年实现净利 3.85 亿元，同比增长 46.95%。

Figure 5 公司营业收入及增长率



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

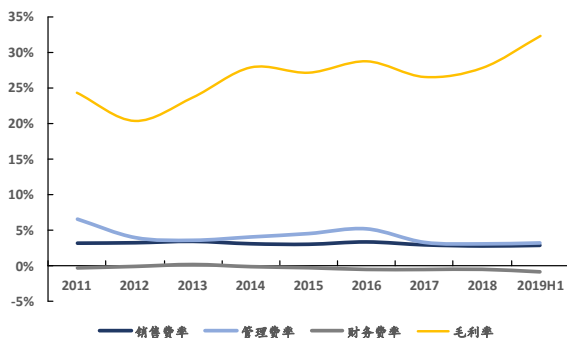
Figure 6 公司扣非净利润及增长率



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

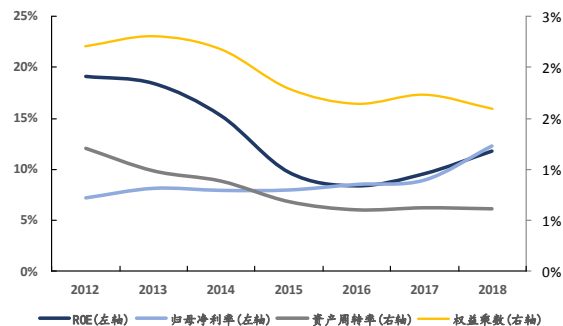
公司费用率稳定，杠杆率逐渐下降，盈利能力提升。公司三项长期费用率稳定：其中，销售费率 18 年之前在 3% 左右，18 年和 19 年上半年开始呈现下降趋势，分别为 2.75% 和 2.85%（18 年 H1 为 3.04%），我们认为主要是由于 IDC 业务贡献增量收入花费销售费用较少的原因。盈利能力方面：公司 19 年 H1 毛利率为 32.42%，相比去年同期上升 3.51 个百分点；由于杠杆率和资产周转率（投资 IDC 业务使得总资产上升）逐年下降，公司 ROE 从 13 年起开始下降，而随着 IDC 业务逐步落地公司 ROE 自 16 年起稳步回升，18 年达 11.74%。

Figure 7 公司三项费率和毛利率



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

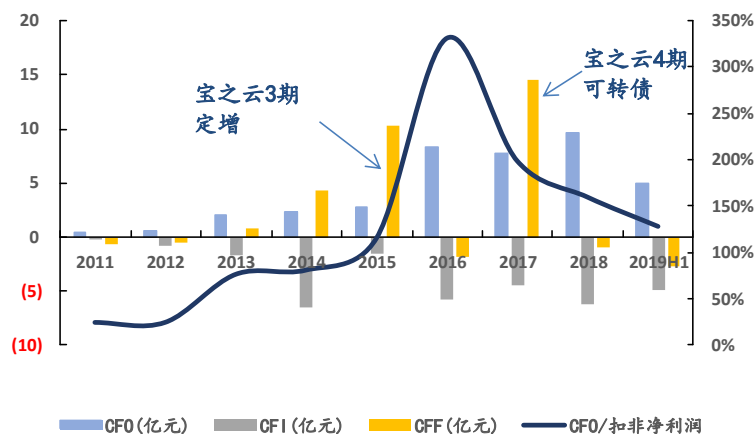
Figure 8 公司 ROE 以及杜邦分析



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

经营性净现金流快速增长，净利润现金含量超过 100%。数据中心业务模式主要以预先收取租金，然后提供基础租用和各类增值服务为主，公司近几年来现金流表现良好。公司 18 年和 19 年上半年经营性净现金流分别为 9.65 亿元和 4.94 亿元，分别占同期扣非净利润比例为 159.77% 和 128.31%。我们认为，公司经营性净现金流稳中有升，对未来短期业绩起到强有力的支撑作用，同时也极大程度上优化了公司资本结构，降低了公司经营风险。

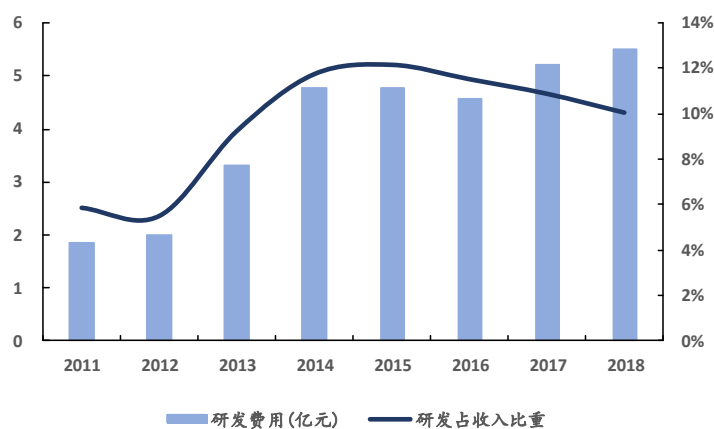
Figure 9 公司现金流状况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司注重技术创新，研发投入全部费用化。公司智能工厂平台 iPlat、生态技术 ePlat 和大数据平台设计持续推进，13 年起历年研发投入占总收入比重超过 10%。截止 19 年 6 月，公司已经完成工业 PaaS 平台部署，开始开展工业 APP 开发和测试工作。目前已经拥有完整的工业自动化和城市智能化解决方案，形成了“全层次、全流程、全生命周期”为特征的业务结构能力。

Figure 10 公司研发支出及同比



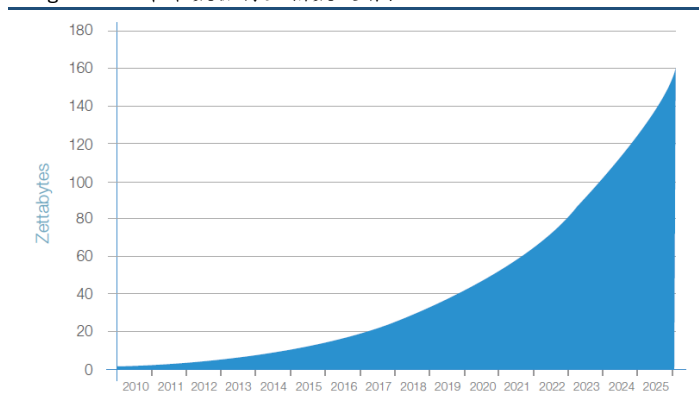
资料来源：公司公告、Wind、世纪证券研究所

二、数据中心是新一代基础设施之一，公司拥有核心土地资源

1、数据中心下游需求旺盛，第三方 IDC 厂商服务针对性强

数据呈指数级增长，上游核心资源是土地。随着物联网、云计算、人工智能等技术的不断发展，下游不论是对应 C 端用户流量的互联网企业、还是产生物联数据的制造业企业、又或是面临大量复杂度高的非结构化数据的金融/政府机构对数据中心需求都将持续快速增长。根据英特尔预测，2020 年全球数据量达到 44ZB (1ZB 约等于 1 万亿 GB) 的数据量，而中国将占据其中 18%。数据增长是指数级的，而数据中心建设却是线性的，在摩尔定律逐渐失效，单位面积芯片算力难以继续成倍增长的时代，数据中心未来是一片蓝海市场。

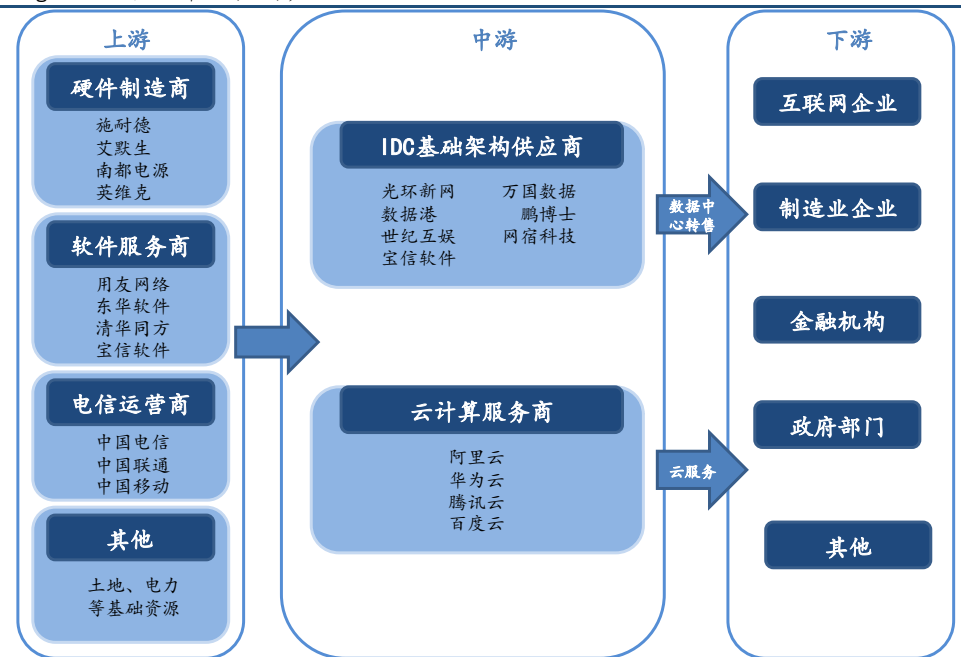
Figure 11 未来数据将呈指数级增长



资料来源：IDC、世纪证券研究所

从上游供给上看：主要是提供电源、空调的硬件制造商；提供系统软件的软件服务商；以及三大电信运营商。其中硬件制造商产品大体趋同，议价能力不强；软件方面，公司自身便是相应细分领域软件龙头，具备整体服务能力；三大运营商提供的通信网络服务已具有成熟的行业标准，收费较为透明。而数据中心最核心的稀缺资源是临近下游企业的土地和电力配套。

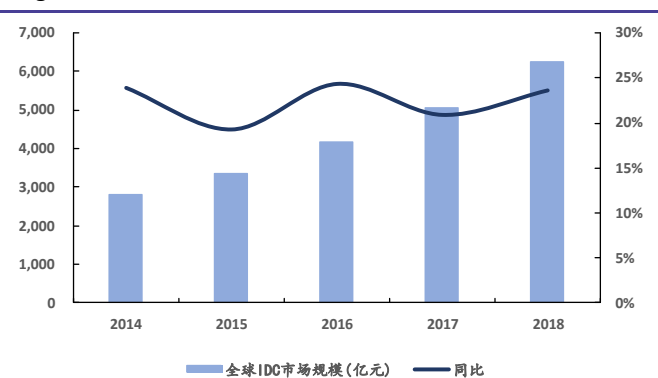
Figure 12 数据中心 (IDC) 产业链



资料来源： 前瞻产业研究院、世纪证券研究所

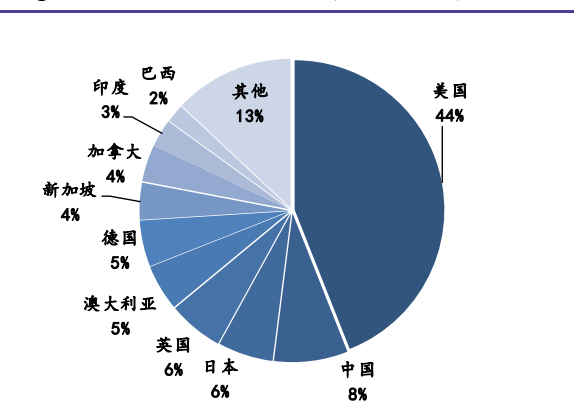
中国 IDC 市场保持快速增长，市场主要由三大电信运营商占有。中国 IDC 行业整体规模近年来持续高速增长，18 年整体规模达到 1228 亿元，同比增长 29.8%。根据科智咨询预测，未来三年行业整体增速仍将超过 30%。目前 IDC 市场主要集中在美国，作为基础设施以 REITs 方式运营，全球大规模数据中心 44%集中在美国。国内方面，主要由三大运营商占据，17 年三者合计市占率超过 73%，主要以提供基础化标准化服务为主。包括公司在内的第三方 IDC 厂商与部分采用自建 IDC 的公司合计占据 27%的市场。

Figure 13 全球 IDC 行业规模与增速



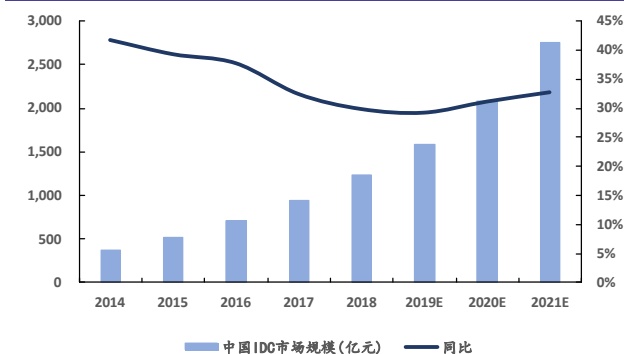
数据来源：中国 IDC 圈、世纪证券研究所

Figure 14 全球大型以上数据中心区域分布



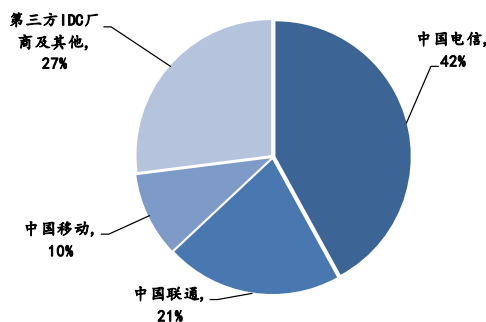
数据来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

Figure 15 中国 IDC 行业规模与增速



数据来源：中国 IDC 圈、世纪证券研究所

Figure 16 中国 IDC 市场竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

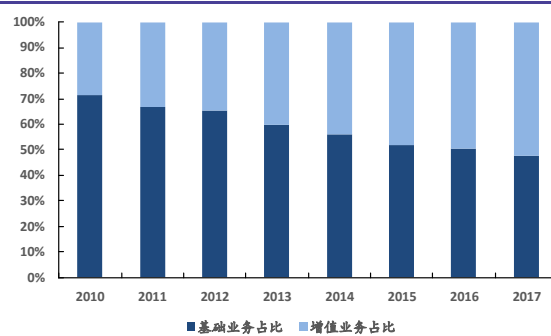
第三方 IDC 服务商定制化服务能力强，增值业务受重视程度加深。相比于拥有丰富资源和规模优势的基础电信运营商，第三方 IDC 厂商基于细分领域理解，在针对特定领域的定制化增值服务方面具备显著优势。据统计，数据中心增值业务收入占比从 2010 年的 28.47% 到 17 年首次超过基础业务达到 52.48%。随着数字经济持续发展，下游企业对数据中心的要求也不断提高，浅层次的数据存储、读写等基础服务已经无法满足要求。企业对于数据中心的异地容灾、数据备份、设备检测等功能也愈加重视，增值业务的产品溢价也相对更高。未来针对性更高的第三方 IDC 厂商（包括宝信软件在内）将拥有更多机会，市占率有望提升。

Figure 17 中国 IDC 各类厂商竞争优势对比

服务商分类	传统 IDC 业务		云服务业务	
	优势	劣势	优势	劣势
基础电信运营商	网络与机房资源丰富、资金雄厚、具有较强品牌影响力及价格竞争。	服务种类及深度不足、无增值服务。	能实现规模化云服务，并具有网络优势、销售渠道较多。	中小型客户开拓能力弱，服务方式不够灵活，产品周期开发长。
第三方 IDC 服务商	服务相对灵活，且可提供 BGP 多线服务，及定制化服务。	基础资源受制于运营商，议价能力较弱。	基础设施运维能力方面较强，部分分公司有一定开发能力。	销售和技术能力不足。
公共云 IaaS 服务商	资金实力雄厚，可承受高强度价格竞争。	数据中心运维能力提升空间大，自建数据中心较少。	细分专业领域技术领先实施能力强。	基础设施运维能力较弱。

数据来源：科智咨询、世纪证券研究所

Figure 18 中国 IDC 基础业务和增值业务收入占比

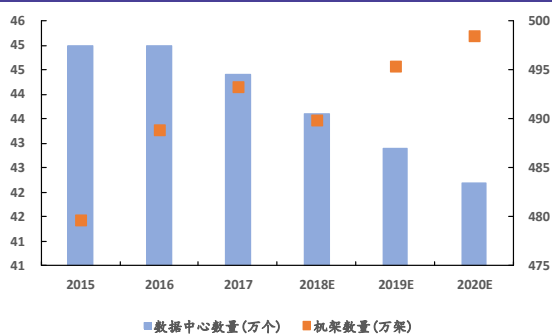


数据来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

数据中心建设正向集中化、规模化方向发展。全球目前在用数据中心数量约在 45 万个左右，未来将呈下降趋势。与此同时，机柜数量却将稳步上升。这反应了未来数据中心将向规模化方向发展的趋势。大型数据中心能源利用率和性能上相对中小型数据中心具有优势，未来行业增长将主要有大型以上数据中心带动。根据中国信通院统计，截止 17 年底，我国在用数据中心机柜总体规模达到 166 万架，规划在建规模达 107 万架，其中大型数据中心机柜数量

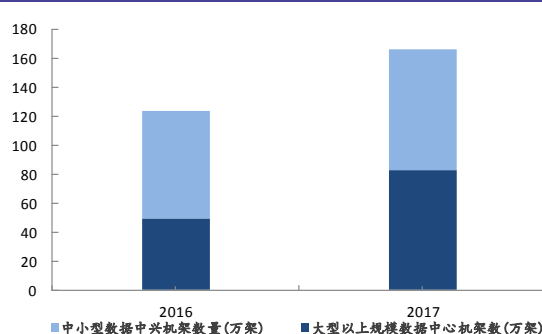
相比16年增加近33.5万架，而中小型机柜仅增加8.5万架，数据中心集成化、高密度趋势明显。公司在上海的宝之云项目拥有总面积2.8平方公里，可容纳约6万个机柜，是中国极少数的超大型数据中心。

Figure 19 全球数据中心数量和机柜数量



数据来源：中国信通院、世纪证券研究所

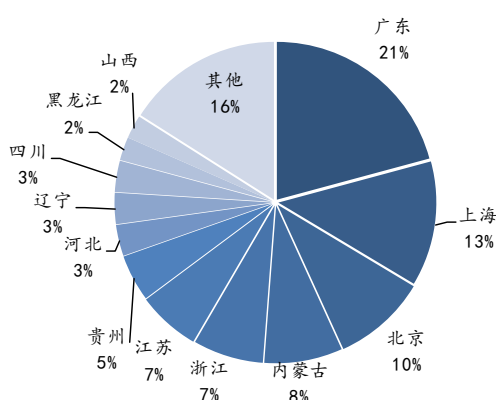
Figure 20 中国大型以上和中小型 IDC 机柜数量



数据来源：中国信通院、世纪证券研究所

一线城市严格把控能耗指标，数据中心区域下沉是未来趋势。截止17年底，我国数据中心43%左右分布在一线城市，近年来，顺应IDC绿色化发展趋势，我国一线城市相继发布新增IDC建设规范政策。其中：北京发布《北京市新增产业禁止和限制目录（2018）》，明确禁止新建数据中心，PUE（PUE=数据中心总设备能耗/IT设备能耗）小于1.4的云计算中心除外；上海也制定相应政策，明确截止2020年，新增机柜数不超过6万，PUE小于1.4；深圳也发布类似政策，严格把控新增数据中心技术标准。在一线城市资源紧张的现状下，工信部印发《全国数据中心应用发展指引》，引导数据中心建设想底线城市下沉。截止17年底，西部地区在用数据中心机柜数全国占比从16年的20%提升到22%，中国数据中心布局渐趋完善。

Figure 21 中国大型数据中心区域分布



资料来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

2、掌握核心土地资源，成本优势显著

第三方 IDC 厂商竞争格局分散，公司属于批发型厂商。目前与公司相似的第三方 IDC 厂商主要有 A 股的光环新网、鹏博士和数据港，以及在美国上市万国数据和世纪互联。除数据港外，其余四家公司均拥有 3 万架左右的机柜。从类型上划分，与公司相似的服务大型企业的批发型 IDC 厂商单机柜年租金大约在 6.7-6.9 万元左右，毛利率相对较低。而零售型 IDC 厂商中，世纪互联由于在基础的服务器租用服务基础上增加了更多诸如内容分发、娱乐等方面的服务，将这部分收入做了合并统计，所以平均单机柜贡献收入较大。光环新网和鹏博士在单机柜平均收入和毛利率上基本趋同。我们将就机柜数量、单机柜租金和毛利率三个方面对公司做进一步分析。

Figure 22 各第三方厂商 IDC 业务简况

公司	18年机柜数(个)	(近似)单机柜年租金(万元)	IDC相关收入(亿元)	毛利率	类型
光环新网	30000+	5.0	14.88	56.70%	零售
鹏博士	约30000	4.5	13.54	49.03%	零售
数据港	13622	6.7	9.1	37.34%	批发
万国数据	30000+	6.9	21.04	22.29%(整体)	批发
世纪互联	30654	15.3	33.11	27.78%	零售

资料来源：各公司公告、世纪证券研究所

公司数据中心建设进展顺利，目前拥有近 20000 架机柜。公司在上海利用宝钢旧厂土地，建设 IDC 项目，IDC 机柜建设空间达 6 万架。除宝之云 2 期的建设是使用的公司自有资金投资建设之外，其余 3 期公司均使用定增或可转债募集方式筹集资金建设。根据公司历年公布的募集使用情况公告，我们得出截止 18 年 12 月 31 日公司拥有 IDC 机柜约 2 万架，其中除宝之云 4 期之外，其余 3 期工程基本完成，进入收获期。未来增量空间方面：

上海：除宝之云 4 期未完成的 6000 架左右的机柜外，目前公司在上海仍拥有约 3-4 万个机柜的建设用地；

武汉：19 年初，公司在武汉投建武钢大数据产业园区，计划 19 年底建成机柜 2000 架，20-23 年建设总计 1.6 万个机柜；

南京：南京梅钢 18 年底确认搬迁，公司计划钢厂原址建设宝之云梅山产业园，以建设云计算数据中心为基础，总建筑面积约为 30 万平方米。若以平均每个机柜 5 平方米占地面积和建筑仅一层考虑，增量机柜大约有 6 万架。根据南京市雨花台区政府最新报道，宝之云梅山基地有望年内开工建设。

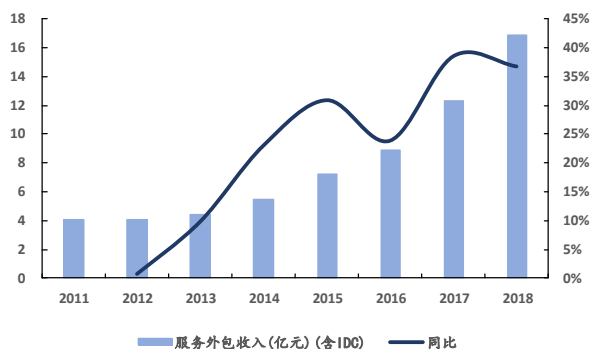
Figure 23 公司机柜数量测算

	项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018
公司公告 中投资完 成度	宝之云1期	36.91%	82.07%	83.06%	100%	-	-
	宝之云2期	-	14.51%	51.41%	87%	88.44%	100%
	宝之云3期	-	-	21.82%	58.80%	84.27%	93.80%
	宝之云4期	-	-	-	0%	1.36%	29.84%
机柜数量 估算(个)	宝之云1期	1476	3283	3322	4000	4000	4000
	宝之云2期	0	551	1954	3297	3361	3800
	宝之云3期	0	0	2073	5586	8006	8911
	宝之云4期	0	0	0	27	122	2686
机柜总数估算(个)		1476	3834	7349	12910	15489	19397

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

随机柜建设逐步落地，公司服务外包收入增速表现显著。自公司 IDC 陆续进入收获期对公司业绩积极影响显著，18 年公司服务外包业务（含 IDC）实现收入 16.9 亿元，增速高达 36.84%。随着公司后续 IDC 项目继续建设，未来有望持续保持业绩快速增长。

Figure 24 公司服务外包收入增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

从机柜单价上看，公司单机柜年租金位于批发型 IDC 正常水平。公司宝之云 1-3 期均采用 10A 规格的机柜，按照签订合同金额和合同服务日期来测算，宝之云 1-3 期单机柜年租金基本与行业同类企业吻合。宝之云 4 期采用功率更高的 20A 机柜，根据公司公告测算，机柜单价大约在 8.1 万元左右。宝之云目前已经具备提供灾备云、安全云等各类增值服务能力，且已经有项目实例，未来有望衍生出更多元化的服务类型，单机柜创收有望上升。

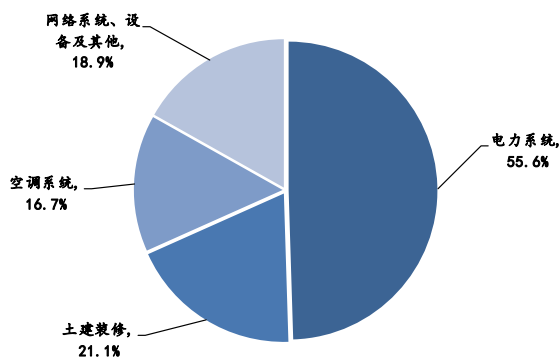
Figure 25 宝之云 1-4 期平均年租金

项目	单机柜年租金(万元)	机柜型号	描述
宝之云1期	约6.3	10A	公司与上海电信签订合同，建设不少于3752个机柜，合同金额25-26亿元，为期十年。
宝之云2期	约6.7	10A	公司与上海移动签订合同，建设3800个机柜，合同金额25-26亿元，为期十年。
宝之云3期	约6.4	10A	公司与上海电信签订合同，建设3800个机柜，合同金额25-26亿元，为期十年。
宝之云4期	约8.1	20A	公司可转债公告，达产年度收益为7亿元。

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

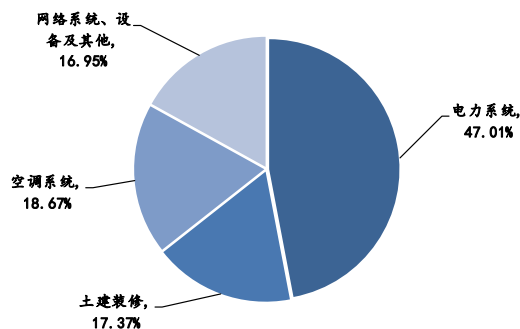
公司通过旧钢厂改造建设数据中心，成本端具有天然优势。公司数据中心建设都是以原本的钢铁旧厂改建为主，在土地购置/租赁费用、电力系统建设方面具有天然优势。据统计，IDC行业平均电力系统和土建装修成本占比分别为55.6%和21.1%，而公司宝之云4期的成本构成中，电力和土建占比均低于行业平均水平。我们认为，公司IDC业务毛利率水平相对同行业公司应该较高。

Figure 26 中国 IDC 行业平均成本构成



数据来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

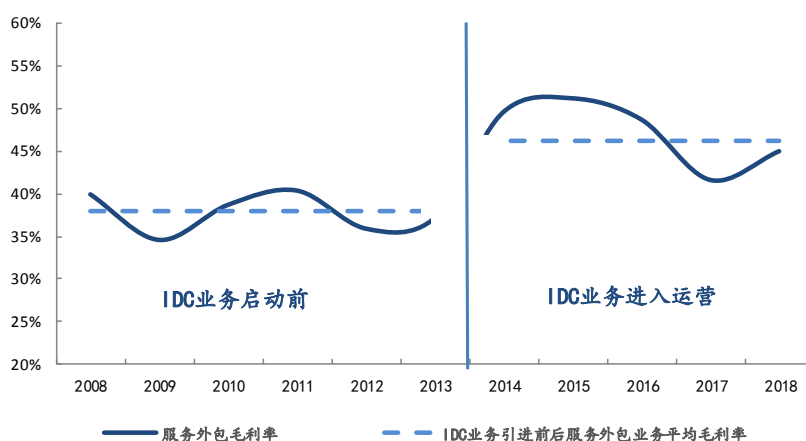
Figure 27 宝之云四期预算成本构成



数据来源：公司可转债募集说明书、世纪证券研究所

公司服务外包毛利率自 IDC 逐步落地以来提升显著。在公司布局 IDC 业务前，服务外包业务平均毛利率为 37.9%。引进 IDC 业务后公司服务外包业务毛利率提升显著，14-18 年平均为 46.3%。随着公司 IDC 项目建设持续推进，业务占比进一步加大，服务外包毛利率有进一步提升可能。

Figure 28 公司服务外包毛利率情况



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

3、公司 IDC 业务收入、毛利率测算

公司 IDC 业务盈利能力显著高于竞争对手。我们对比了主营业务只有 IDC 相关业务的数据港与公司宝之云 4 期的 IDC 项目。根据数据港 18 年 8 月发布的募投项目可行性分析报告,数据港计划投资 10.4 亿元建设阿里巴巴数据中心,项目分为两部分,内部投资收益率 (IRR) 分别为 10.5%和 10.6%。而宝之云 IDC 项目 IRR 基本在 18.5%左右,根据公司公告,宝之云 1 期预计达产年度净利润约为 0.84 亿元,而实际 16 年达产年度净利润达到 1.16 亿元,超额完成收益要求。我们假设数据港的阿里巴巴数据中心与公司宝之云 4 期均能达到预计 IRR 要求,以宝之云 4 期投资额为基数、两家公司预计 IRR、同类项目投资进程作为输入值,最终得出数据港 IDC 项目的净利润约为公司宝之云 4 期在同等规模下净利润的 62%左右。

根据测算公司 IDC 业务收入在 10-11 亿元左右,毛利率约在 50%左右。公司公布的业务分项收入将 IDC 业务和工业软件的运维/售后维修统一归入服务外包项目。从公司业务本质上看,除 IDC 外的服务外包收入本质上与软件业务是同一业务体系,我们以历年来软件业务复合增速 (7%左右) 来估计传统服务外包收入,以 14 年之前的服务外包毛利率做小幅上调 (假设为 40%) 作为 14-18 年传统服务外包业务平均毛利率,最终得出公司 18 年 IDC 业务收入约为 10.64 亿元 (14-15 年规模较小,误差较大),单机柜平均年租金为 5.49 万元。14-18 年 IDC 业务估计的总体毛利率为 51.77%。公司宝之云 1 期在 14 年 9 月建设完毕进入运营,15-16 年年报中披露宝之云项目收入相对前一年分别增长 1.6 和 1.41 亿元,由此可得 16 年宝之云收入相对 14 年增长 3.01 亿元。而根据我们的假设,估测 16 年宝之云 IDC 项目收入为 3.45 亿元,得出 14 年四季度 IDC 收入为 0.44 亿元,综上,我们认为该估算相对合理。

Figure 29 公司 IDC 业务收入与毛利率测算

项目		2013	2014	2015	2016	2017	2018
实际值	软件收入	28.75	31.36	29.82	28.86	33.46	35.22
	软件收入增速	-	9.08%	-4.91%	-3.22%	15.94%	5.26%
	服务外包收入	4.46	5.49	7.19	8.91	12.35	16.90
	服务外包成本	2.80	2.76	3.50	4.56	7.20	9.28
	服务外包毛利	1.66	2.73	3.69	4.35	5.15	7.62
	服务外包毛利率	37.22%	49.73%	51.32%	48.82%	41.70%	45.09%
估计值	传统服务外包收入	4.46	4.77	5.11	5.46	5.85	6.26
	传统服务外包毛利	1.78	1.91	2.04	2.19	2.34	2.50
	IDC收入	-	-	-	3.45	6.50	10.64
	IDC毛利	-	-	-	2.16	2.81	5.12
	单机柜收入(万元)	-	-	-	2.67	4.20	5.49
	IDC毛利率(收入规模加权)				49.01%		

资料来源:公司公告、世纪证券研究所

三、工业互联网平台：背靠宝武集团，公司传统业务焕发新活力

1、工业互联网平台将是工业信息化未来主要发展趋势

工业互联网平台是对传统模式的全面升级。结合云计算、大数据以及人工智能底层技术，工业信息化在技术架构、数据、应用和价值模式上都迎来全面升级。相比于传统的工业 IT 架构，工业互联网平台从技术架构上柔化了 IT 部署，研发更为灵活。从数据价值利用上，数据实时采集和整合后可以形成新的知识，微模块形式使得技术更具专业性，数据价值指数级提升。

Figure 30 传统工业 IT 架构与工业互联网平台对比

	传统工业 IT 架构	工业互联网平台	优势总结
技术架构	<ol style="list-style-type: none"> 1. 封闭大系统 2. 垂直紧耦合架构 3. 专用接口或中间件 4. 开发周期长 5. 系统整体升级成本高 6. 本地部署 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 大平台+小APP 2. 分层、微服务架构 3. 开放API 4. 敏捷开发 5. 小范围升级业务逻辑 6. 边缘+云端部署 	柔性部署 灵活开发 成本平滑
工业数据	<ol style="list-style-type: none"> 1. 数据获取来源有限 2. 独立系统、信息孤岛 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 更具广度和深度的数据采集 2. 在线实时管理和应用 3. 易于整合和集成数据资源 	数据开放 易于管理 实时采集
工业应用	<ol style="list-style-type: none"> 1. 工业知识依靠老师傅经验 2. 存在工业知识空白 3. 工业知识被封装在工业软件里，无法复用 4. 面向流程的共用软件系统 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 经验知识固化成平台核心资源 2. 解耦成工业机理模型，灵活组合和管理 3. 基于数据和新技术易形成新知识 4. 面向独特角色的专用APP 	知识图谱 针对性强
价值模式	<ol style="list-style-type: none"> 1. 线性价值链 2. 资源自用，技术创新周期长 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 互联互通的价值网络 2. 资源开放共享，技术创新快速迭代 	数据价值 指数级提

资料来源：《工业互联网平台创新发展白皮书》、世纪证券研究所

工业互联网平台对各行业痛点均有解决方案。公司所处的钢铁行业工序繁多，铁区、炼钢、热轧、中厚板、棒线、型钢、冷轧、钢管及特钢等各类工艺流程区别极大、能耗高且受下游需求工艺改造程度较大。传统的 IT 系统基本以面向全流程的共用系统为主，钢铁工业的繁杂性、易变性使其难以完美满足需求。工业互联网平台打通了上下游，将原材料商、工厂和下游客户数据互联互通，一旦需求改变可以更快速的传递到整个产业链。加之架构部署上以微模块为主，针对新需求的特定工艺升级更为灵活。能耗方面，全新系统可各对设备能耗直接实时监测，并进行异常报警，极大节省了能源消耗。

Figure 31 各行业工业主要痛点、以及平台应用场景及成效

行业	行业特点	业务痛点	典型应用场景	主要成效
电力	技术/装备密集型行业	发电设备维护成本高、并网协调难度大	预测性维护远程运维电力调度优化	降低运维成本提高功率预测准确率
石化	产业链条长、产品覆盖面广、设备资产密集	安全生产是重中之重，工艺技术传承难	安全管理员工赋能预测性维护	降低事故发生概率缩短员工培养周期，降低培养成本降低设备保费和大修费
钢铁	工序繁多、工艺复杂；前端流程，后端离散	高能耗、高排放；设备和工序管理难度大；下游行业需求多元化	能源管理设备状态监测与工艺优化供应链协同	节能减排，降低成本提升产品质量缩短供应链周期，降低库存
交通设备	技术密集，多品种小批量，混线生产，工艺复杂	工序复杂，产品研发周期长，产品质量不稳定，产品出厂后运维难度大	协同研发设计工艺优化远程运维协同制造	缩短产品研发周期提高生产效率降低次品率降低车辆运维成本
机械	市场规模大、覆盖范围广，集中大量生产设备制造企业	设备维护水平低、转型需求迫切	生产制造优化资源调度优化分享制造产融合作	降低维修成本提高设备使用率优化设备后市场服务
家电	市场竞争激烈，产品多元化、高端化、服务化、智能化需求不断提升	市场需求响应慢、产品研发周期长、库存压力大	按需定制	缩短产品研发周期，提高采购效率、降低库存缩短交付周期、提高满意度
服装	中小企业主导，劳动密集	预估生产无法满足多元化需求，积压库存；市场需求响应慢	按需定制协同制造	快速响应需求，降低库存缩短订单交付周期
电子	技术含量高、附加值高	设备先进但通讯方式各异，人工调机耗时长，工序衔接响应时间长	远程运维生产制造优化	减少生产过程人工干预和用工人数量实现智能调机缩短生产环节响应时间

资料来源：《工业互联网平台创新发展白皮书》、世纪证券研究所

对细分领域的深刻理解是工业 PaaS 平台的核心。工业互联网平台可细分为 6 大类别：通用型高的云平台和通用 PaaS 平台集中度较高，市场主要被 BAT 以及华为占有；工业数据分析与可视化属于全新领域，场内主要是创业公司；边缘计算领域则主要是各类硬件厂商；公司主要覆盖的工业 PaaS 和 SaaS 平台靠近下游应用，针对性较强，主要竞争力来自于公司对应用场景的深刻理解和客户资源。这类市场参与者众多，细分工业领域传统龙头具有较大优势。

Figure 32 工业互联网平台细分

平台类型	平台能力及服务	针对性	通用性	集中度	主要参与者
工业SaaS平台	通过调用和封装工业 PaaS 平台开发工具与数字化模型，构建面向特定行业，特定场景的工业 APPs。	强	弱	极低	宝信、用友、金蝶、海尔、航天云网、树根互联等
工业PaaS平台	基于各行业，各领域的知识与经验构建数字化模型，以工业微服务组件的形式提供服务。	强	弱	较低	宝信、用友、金蝶、海尔、航天云网、树根互联等 foxconn等
工业数据分析与可视化	提供海量工业数据分析，预测及可视化服务。	中等	中等	-	昆仑数据、航天云网、树根互联、ADVANTECH等
通用PaaS平台	集成微服务、容器等框架和软件开发工具，提供 IT 资源分配，应用调度及开发部署管理服务。	弱	强	高度集中	阿里、百度、腾讯、华为等
云服务平台	提供数据存储、计算及网络服务。	弱	强	高度集中	阿里、百度、腾讯、华为等
连接与边缘计算平台	提供工业设备，工业产品、工业服务的连接管理及边缘计算服务；是海量工业数据的入口。	-	强	较低	阿里、华为、小米、海尔、中国移动 ADVANTECH等

数据来源：艾瑞咨询、世纪证券研究所

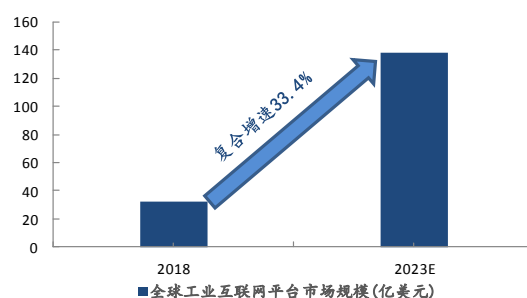
政策不断加码，行业未来有望保持快速增长。根据艾瑞咨询预测，未来全球工业互联网平台市场规模仍将保持复合增速 33.4% 的速度快速增长。在中国，国务院在 2015 年发布《中国制造 2025》战略，其后关于工业互联网的战略性和指导性文件频发，我国经济转型和提高优质产能的趋势愈加明显。我国工业互联网平台市场有望在技术和政策等多重推动下不断加速发展。

Figure 33 工业互联网相关政策

时间	部门	政策
2015	国务院	《中国制造2025》
2016	国务院	《关于深化制造也互联网融合发展的指导意见》
2016	工信部	《智能制造发展规划（2016-2020）》
2018	工信部	《工业互联网发展行动计划》
2018	工信部	《工业互联网平台建设及推广指南》
2018	工信部	《工业互联网平台评价方法》
2019	工信部	《工业互联网网络建设及推广指南》

数据来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

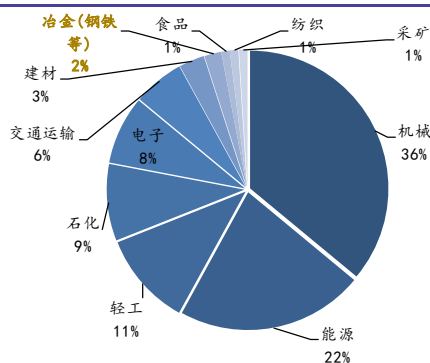
Figure 34 全球工业互联网平台市场规模预测



数据来源：艾瑞咨询、世纪证券研究所

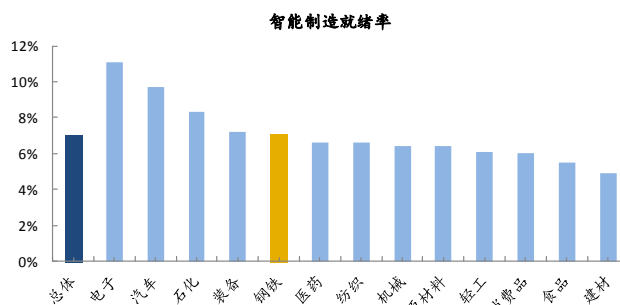
钢铁行业工业互联网平台正处于起步期，市场增量空间巨大。全球工业互联网平台应用大多分布在机械、能源领域，钢铁行业应用仅占 2% 比重。根据中国信通院调查显示，我国钢铁行业工业互联网应用处于各行业中的第三梯队，智能制造就绪率仅 7.1%。从关键指标上看，钢铁行业在生产设备数字化率、研发设计工具普及率、关键工序数控率等方面均处于较高位置，而更高层次的管控集成和产供销集成比例上总体水平均低于 20%，产业链协同总体比例仅 5.4%，大型企业也只有 14.5%，未来行业内全方位技术改造空间仍然巨大。

Figure 35 2018 全球工业互联网平台应用行业分布



数据来源：前瞻产业研究院、世纪证券研究所

Figure 36 中国各行业智能制造就绪率

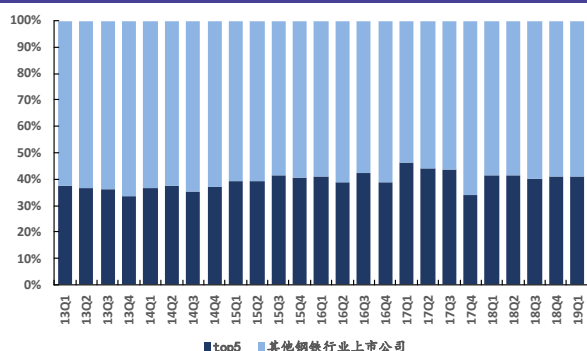


数据来源：《中国两化融合发展数据地图（2018）》、世纪证券研究所

2、宝武集团产业升级排头兵，公司是钢铁工业信息领域龙头

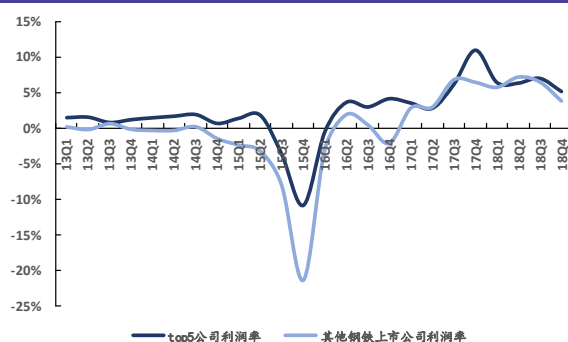
钢铁行业集中度高，龙头企业利润率总体高于余下企业。钢铁行业上市公司营业收入前5的企业占钢铁上市企业总收入超40%，行业集中度高。公司实际控制人宝钢股份18年收入占有所有钢铁上市公司总营收比重为18.08%，占总净利润比重为21.01%，是行业当之无愧的龙头。16年宝钢与武钢重组，目前宝武集团已经是世界第二大钢铁企业，公司背靠宝武集团，将享受更多工业转型升级红利。

Figure 37 钢铁行业上市公司 Top5 营收占比



数据来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 38 钢铁行业上市公司利润率情况



数据来源：Wind、世纪证券研究所

公司是工业软件行业领先者。由于不同类型工业制造的细分工艺差别巨大，工业软件市场整体集中度较低。我国传统工业软件前十大市占率合计为35.5%，其中公司市占率位于中国第四位，在钢铁MES软件市占率超50%。目前公司已经通过以宝武集团工程服务为基础，将业务拓展至集团外的钢铁和非钢铁行业，企业规模大，市场竞争力较强。

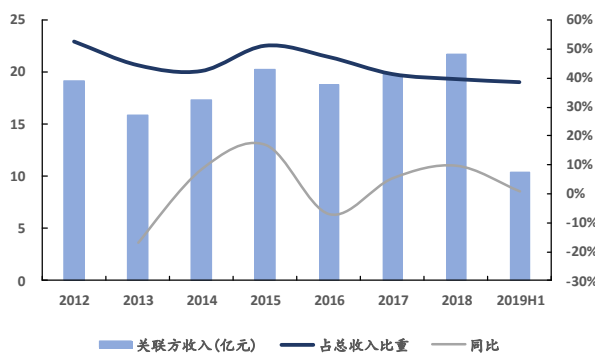
Figure 39 工业软件前十大厂商市占率

排名	企业	国家	市占率
1	华为	中国	9.4%
2	西门子	德国	5.4%
3	国电南瑞	中国	3.9%
4	宝信软件	中国	3.1%
5	ABB	瑞士	3.0%
6	用友网络	中国	2.8%
7	SAP	德国	2.3%
8	霍尼韦尔	美国	2.1%
9	Oracle	美国	1.8%
10	和利时	中国	1.7%
前十厂商合计			35.5%

资料来源：赛迪顾问、世纪证券研究所

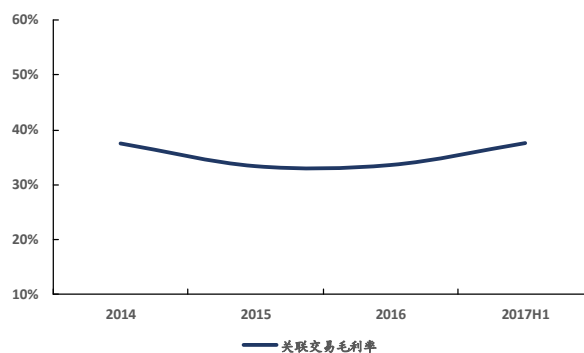
宝武集团业务空间巨大，相关收入稳定。公司历年为集团提供自动化改造收入稳定，关联方交易占总收入比重约在 45%左右。随着公司 IDC 业务收入贡献逐渐加大，关联交易占比呈稳步下降趋势。根据公司可转债募集说明书，公司 14-17H1 关联方交易毛利大致在 33%-37%之间，我们认为集团内服务毛利率波动相对较小，该数值也适用于公司未来关联交易毛利率预测。

Figure 40 公司关联交易收入、占总收入比重和增速



数据来源：Wind、世纪证券研究所

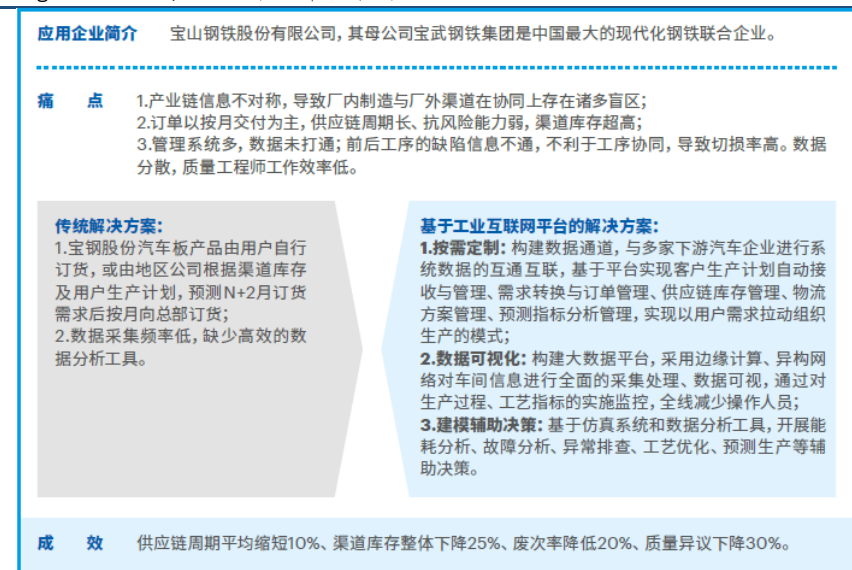
Figure 41 公司关联交易毛利率



数据来源：公司可转债募集说明书、世纪证券研究所

工业互联网平台带来全面软硬件更新换代，公司未来收入可持续。经过多年行业深耕，公司目前已经能够提供高质量的工业互联网平台解决方案。以公司为宝钢供应链提供的解决方案为例，公司为宝钢平均缩短 10%的供应链周期、渠道库存降低 25%、废次率降低 20%、异议率降低 30%，工业效率大幅提升。公司在 18 年作为长三角首批工业互联网平台公司与中国信息通信研究院签署《长三角地区推进工业互联网平台集群联动战略合作框架协议》，未来公司工业互联网平台有望持续扩大市场占有率，为公司带来可持续收益。

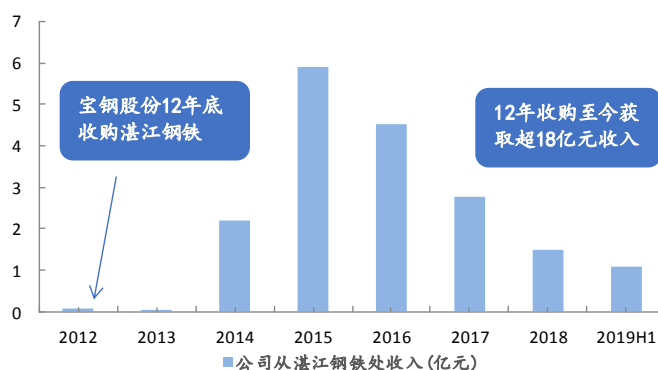
Figure 42 公司工业互联网平台案例



资料来源：《工业互联网平台创新发展白皮书》、世纪证券研究所

宝武集团重组马钢、重钢，公司市场空间打开。近年来我国经济转型持续深化，钢铁行业落后产能将继续被行业龙头企业整合。国务院于2016年的发布钢铁行业发展指导意见中指出，到2025年，我国前十大钢铁行业市场占有率要达到60%-70%，未来行业充足并购将持续开展。宝武集团于18年和19年分别并入重钢和马钢，两者的信息化改造将为公司打开巨大增量收入来源。以公司12年收购湛钢为例，截止19H1，公司从湛钢处总计获得18亿元收入。我们以粗钢产能估算：重钢18年粗钢产能约638万吨；马钢约1964万吨；湛钢则以一千万吨计，重钢和马钢有望为公司带来超45亿元收入。

Figure 43 公司历年从湛江钢铁获取收入



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

四、盈利预测与评级

关键假设：

1、**收入预测：**我们将公司业务拆分为 IDC 业务、工业互联网关联方和非关联方业务来进行盈利预测。其中：

(1) **IDC 业务：**公司宝之云 4 期截止 18 年 12 月 31 日未建机柜在 6000 架左右；武钢大数据中心 19 年承诺建设 2000 架机柜，20-21 年建设 6000 架机柜，21-23 年建设 10000 架机柜；南京的宝之云梅山基地一期有望 19 年底开工建设，综上所述我们预计 19-21 年公司新增机柜分别约为 5000、7000、7000。新建机柜均为高功率更高的 20A 机柜，将带来单机柜平均年租金提升。综上所述，我们预计 IDC 业务 19-21 年收入增速分别为：45%、35%和 30%。

(2) **工业互联网业务（关联方）：**宝武集团内部工业改造将持续深化，未来公司集团内原有收入来源预计维持稳定。增量方面，宝武收购马钢和重钢有望为公司带来的增量收入超 45 亿元，参考湛江钢铁为公司贡献收入历年分布，预计 19-21 年该项业务整体收入增速为：22%、21%和 20%。

(3) **工业互联网业务（非关联方）：**工业互联网平台为工业信息化注入新活力，公司凭借为股东服务积累的经验、技术与口碑，该项业务有望稳步增长。预计 19-21 年该项业务平均增速为 10%。

Figure 44 收入预测（亿元）

收入预测（亿元）	收入				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
IDC 业务	6.50	10.64	15.43	20.84	27.09
增速		63.67%	45.00%	35.00%	30.00%
工业互联网业务（关联方）	19.78	21.69	26.46	32.02	38.43
增速		9.66%	22.00%	21.00%	20.00%
工业互联网业务（非关联方）	21.47	22.37	24.61	27.07	29.78
增速		4.18%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	47.76	54.71	66.51	79.93	95.29
增速		14.55%	21.57%	20.18%	19.22%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

2、**毛利率预测：**IDC 业务随规模效应逐渐显现，毛利率将上升，我们预计 19-21 年公司 IDC 业务平均毛利率为 50%；关联方交易毛利率参照 15-16 年数据确定为 33%；非关联方业务由剩余收入与毛利计算得出，总体稳定在 13%左右。综上所述，预计公司 19-21 年毛利率为 29.54%、30.66%和 31.58%。

Figure 45 毛利率预测

毛利预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
IDC业务	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
工业互联网业务(关联方)	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
工业互联网业务(非关联方)	13.75%	12.54%	13.00%	13.00%	13.00%
总毛利率	26.66%	27.94%	29.54%	30.66%	31.58%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

3、费用率预测：销售和管理费率：行业处于持续发展阶段，公司作为龙头厂商，股东背景强大，预计19-21年销售费率和管理费率分别平均2.8%和3.2%；公司未来或将在工业互联网和云计算方面加大投入以提升产品竞争力，预计19-21年研发费率分别为10.5%、11%和11.5%；财务费率维持近三年平均水平。

Figure 46 费用率预测

费率预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费率	2.91%	2.75%	2.80%	2.80%	2.80%
管理费率	3.34%	3.13%	3.20%	3.20%	3.20%
财务费率	-0.51%	-0.48%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
研发费用	10.90%	10.07%	10.50%	11.00%	11.50%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

4、公司税率维持三年平均水平。

盈利预测：根据我们的假设，预计公司2019-2021年实现营业收入分别为66.51亿元/79.93亿元/95.29亿元，同比增长21.57%/20.18%/19.22%。2019-2021年公司归属于母公司净利润分别为8.20亿元/10.21亿元/12.44亿元，同比增速为22.53%/24.59%/21.74%，对应的EPS分别为0.72元/0.90元/1.09元。

估值与评级：公司是工业信息化服务商和IDC厂商，A股可比公司包括用友网络、光环新网、数据港、东方国信和鹏博士等。根据wind数据，目前可比公司平均市盈率为38.2倍，而根据我们的盈利预测，宝信软件2019-2021年市盈率为50倍/40倍/33倍。公司作为钢铁工业信息化龙头厂商，并在IDC行业具有显著成本和土地资源的优势，理应具有一定龙头溢价，目前估值相对合理。首次给予“增持”评级。

Figure 47 可比公司相对估值比较

简称	收盘价	总市值(亿元)	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
用友网络	34.29	800.54	0.32	0.34	0.44	0.57	107.16	100.56	77.21	60.14
光环新网	19.72	281.27	0.46	0.59	0.80	1.06	42.87	33.31	24.78	18.58
数据港	38.45	78.42	0.68	0.80	1.04	1.54	56.54	48.36	37.10	24.93
东方国信	13.46	127.44	0.50	0.62	0.78	0.94	26.92	21.67	17.32	14.26
鹏博士	7.13	93.25	0.27	0.25	0.23	0.23	26.41	28.69	31.33	31.55
平均值	-	145.1	-	-	-	-	38.2	33.0	27.6	22.3
宝信软件	36.12	319.5	0.59	0.71	0.89	1.07	61.57	50.25	40.33	33.13

注：市值、收盘价以2019年9月06日为准

除宝信软件外，其余公司盈利预测为Wind一致预期

资料来源：WIND、世纪证券研究所

五、风险提示

➤ IDC 业务推进不及预期

公司 IDC 业务已经成为业绩增长的主要动力源，如果该业务受到诸如工业电费提高、竞争加剧、政策变化等影响，推进速度放缓，公司将面临增速放缓风险。

➤ 钢铁信息化技术研发受阻

钢铁工业领域工艺繁杂，目前智能化、互联化程度相对较低，如果公司在相应领域技术攻关受阻，市场可能将被新进入者抢占

➤ 非钢铁领域拓展迟缓

公司在非钢铁领域不具备显著优势，相关业务收到竞争压力巨大，未来可能面临收入放缓或毛利率下降风险

附：报表预测

报表预测 (百万元)					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4775.78	5471.10	6651.10	7993.20	9529.50
减：营业成本	3502.44	3942.41	4686.05	5542.64	6519.84
营业税金及附加	16.49	17.36	22.33	26.83	31.99
营业费用	138.84	150.33	186.23	223.81	266.83
管理费用	680.07	171.14	212.84	255.78	304.94
财务费用	-24.34	-26.20	-73.29	-95.29	-116.31
资产减值损失	10.01	-30.09	-1.94	-1.94	-1.94
加：投资收益	9.16	8.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-551.21	-698.37	-879.25	-1095.89
营业利润	461.43	702.85	920.52	1162.11	1428.26
加：其他非经营损益	41.31	64.12	62.08	62.08	62.08
利润总额	502.73	766.98	982.60	1224.19	1490.34
减：所得税	42.14	54.02	98.26	122.42	149.03
净利润	460.60	712.95	884.34	1101.77	1341.30
减：少数股东损益	35.32	43.83	64.47	80.32	97.78
归属母公司股东净利：	425.28	669.12	819.87	1021.45	1243.52
每股收益 (元)	0.37	0.59	0.72	0.90	1.09
财务分析和估值指标汇总					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率					
毛利率	26.66%	27.94%	29.54%	30.66%	31.58%
三费/销售收入	16.64%	5.40%	4.90%	4.81%	4.78%
EBIT/销售收入	9.95%	13.47%	13.59%	14.04%	14.34%
EBITDA/销售收入	13.87%	17.80%	21.91%	20.96%	16.90%
销售净利率	9.64%	13.03%	13.30%	13.78%	14.08%
资产获利率					
ROE	8.89%	10.12%	11.33%	12.76%	13.90%
ROA	5.64%	7.99%	7.98%	9.44%	9.41%
ROIC	14.45%	22.10%	23.43%	23.74%	42.42%
增长率					
销售收入增长率	20.59%	14.56%	21.57%	20.18%	19.22%
EBIT 增长率	22.90%	55.13%	22.59%	24.17%	21.73%
EBITDA 增长率	27.71%	47.02%	49.61%	14.99%	-3.92%
净利润增长率	26.17%	54.79%	24.04%	24.59%	21.74%
总资产增长率	28.45%	9.66%	22.65%	4.98%	22.10%
股东权益增长率	15.29%	38.27%	9.37%	10.67%	11.74%
经营营运资本增长率	-12.55%	-24.91%	187.61%	-34.16%	105.98%
资本结构					
资产负债率	41.68%	26.64%	34.15%	30.10%	35.59%
投资资本/总资产	33.79%	35.02%	35.49%	23.28%	27.26%
带息债务/总负债	36.50%	0.83%	0.01%	0.01%	0.01%
流动比率	2.91	2.72	2.41	2.92	2.58
速动比率	2.62	2.46	2.08	2.65	2.25
股利支付率	23.94%	20.10%	24.40%	24.40%	24.40%
收益留存率	76.06%	79.90%	75.60%	75.60%	75.60%
资产管理效率					
总资产周转率	0.57	0.59	0.59	0.67	0.66
固定资产周转率	5.66	5.31	4.55	6.39	9.17
应收账款周转率	2.11	2.50	1.58	2.30	1.68
存货周转率	5.49	6.42	3.70	5.79	3.94

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。