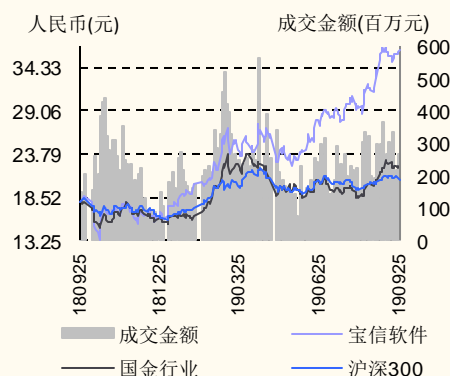


宝信软件 (600845.SH) 买入 (首次评级)
公司深度研究

 市场价格 (人民币): 36.53 元
 目标价格 (人民币): 42.00-42.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	833.08
总市值(百万元)	41,662.47
年内股价最高最低(元)	36.90/31.29
沪深 300 指数	3870.98
上证指数	2955.43


高成长确定性的双料龙头
公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.543	0.763	0.771	1.005	1.209
每股净资产(元)	6.11	7.54	8.17	8.97	10.00
每股经营性现金流(元)	0.99	1.10	0.90	1.52	1.87
市盈率(倍)	34.15	27.34	47.35	36.35	30.21
净利润增长率(%)	26.70%	57.34%	31.50%	30.26%	20.32%
净资产收益率(%)	8.89%	10.12%	12.28%	14.56%	15.73%
总股本(百万股)	783.25	877.31	1,140.50	1,140.50	1,140.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内钢铁信息化龙头、第三方 IDC 领军企业，两大核心业务均处于向上周期。**公司自成立至今在钢铁信息化领域深耕 40 余年，在该领域具备绝对的业务优势，是国内钢铁制造信息化、自动化第一品牌。公司于 2013 年起利用股东资源优势积极布局 IDC 业务，截至 2018 年底 IDC 营收规模超 10 亿、在规划机柜达 2.65 万架，是国内第三方 IDC 领军企业之一。受益行业景气度以及自身资源、品牌等优势，公司 IDC 业务与钢铁信息化业务均处于向上周期，长期发展成长空间大、确定性高。我们预计，2019-2021 年公司 IDC 业务收入增速为 39.6%/34.5%/19.9%，软件开发业务（包含钢铁信息化）收入增速为 21.9%/19.9%/18.6%。
- **IDC 业务具备资源优势，贡献稳定盈利及现金流，未来成长空间大。**国内 IDC 行业快速发展，在云计算带动下未来将长期处于高景气阶段。由于下游需求分布以及政策约束等原因，一线城市 IDC 资源相对稀缺。公司依托大股东宝钢股份，在上海地区开展 IDC 业务具备土地、水电等资源优势，能够实现机柜资源的快速交付并维持较高毛利率。公司已开展四期 IDC 项目，签约率均为 100%，合同期限最低十年，上架率有保证，全部达产预计可贡献 19.38 亿收入、7.34 亿税前净利。未来公司将在上海地区继续扩充 IDC 资源，并有望在武汉、南京、深圳等地实现异地扩张。
- **软件开发业务充分受益钢铁行业信息化及宝武集团内部需求，增长确定性高。**公司在钢铁 MES 领域市占率超 50%（公司官网数据），行业地位突出。钢铁行业盈利回暖及集中度提升趋势有利于提振钢企信息化支出意愿，公司作为头部钢铁信息化企业将充分受益。此外，宝武集团由于并购整合以及智能化改造产生的信息化需求为公司带来大量订单，是公司软件开发业务的坚强支撑。依托宝武集团的行业地位和内部资源优势，公司的钢铁信息化业务发展具备极高确定性。

价值评估与投资建议

- 预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 8.80/11.46/13.79 亿元，EPS 0.77/1.01/1.21 元，当前股价对应 PE 47.4/36.4/30.2 倍。参照公司 2015-2019 年 PE-Band 及可比公司估值情况，给予公司 2020 年 42x PE，对应目标价 42 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 互联网厂商 IDC 需求不及预期；钢铁行业信息化支出不及预期；公司 IDC 建设节奏具有不确定性；关联交易销售额占比过高。

罗露 联系人
luolu@gjzq.com.cn

孟林 联系人
menglin@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

1.公司概况：背靠宝钢股份和宝武集团，钢铁信息化及 IDC 业务共振.....	4
2.IDC 业务分析：行业高景气，公司具备资源优势	5
2.1 IDC 行业：下游需求旺盛，一线城市 IDC 资源具备稀缺性.....	5
2.1.1 大型互联网企业是主要需求方，云计算发展左右 IDC 行业景气度.....	5
2.1.2 北京、上海政策收紧，一线城市 IDC 资源稀缺.....	8
2.1.3 参照国外 IDC 行业发展经验，国内第三方 IDC 厂商有望崛起.....	10
2.2 公司在上海地区开展 IDC 业务具备资源优势.....	12
2.2.1 宝之云一期至四期签约率 100%，长期合同保证盈利与现金流稳定性..	12
2.2.2 宝钢股份在上海地区的土地厂房及水电资源利于公司 IDC 业务扩张 ...	13
3.软件开发业务分析：钢铁信息化和自动化业务是主要看点，宝武集团内部需求提供坚定支撑.....	15
3.1 公司是国内领先的工业软件企业，在钢铁信息化领域积累深厚	15
3.2 公司钢铁信息化业务发展受益钢铁行业边际变化及宝武集团内部信息化需求提升.....	17
4.盈利预测与估值.....	19
4.1 盈利预测：预计公司 2019-2021 年归母净利润 YoY 31.5%/30.3%/20.3%..	19
4.2 估值分析：给予公司 2020 年 42 倍 PE，对应目标价 42 元/股.....	20
5.风险提示.....	20
附录 财务分析：IDC 业务占比持续提升，盈利水平、现金流状况大幅改善....	22

图表目录

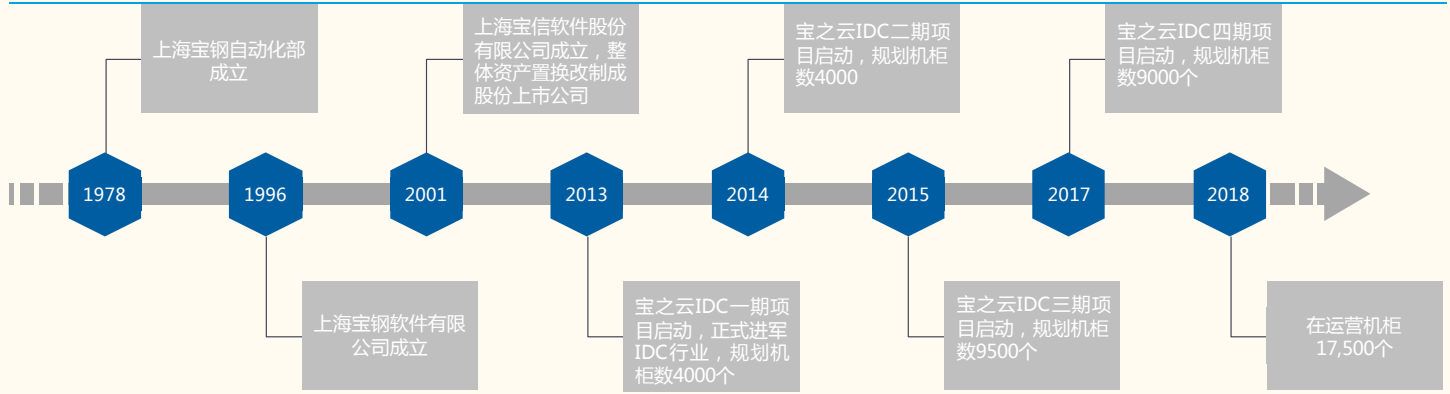
图表 1：公司发展历程示意	4
图表 2：公司收入结构拆分（2018 年）	4
图表 3：公司毛利结构拆分（2018 年）	4
图表 4：全球 IDC 市场规模（2015-2018）	5
图表 5：中国 IDC 市场规模（2015-2018）	5
图表 6：全球超大规模数据中心数量及服务器占比（2017-2021）	6
图表 7：全球超大型数据中心分布（2018）	6
图表 8：中国不同规模数据中心机柜数量占比（2017）	6
图表 9：全球 IDC 市场并购规模（2015-2018，单位：亿美元）	7
图表 10：Equinix 营收规模及增速（2015-2018）	7
图表 11：1Q17-1Q19 全球服务器季度出货量、销售额及同比增速与 FAMGA+BAT 八家互联网巨头季度资本开支同比增速对比	7
图表 12：全球公有云 IaaS 市场规模及增速.....	8
图表 13：中国公有云 IaaS 市场规模及增速.....	8
图表 14：2018-2020 全球 IT 支出结构预测.....	8
图表 15：宝之云 IDC 一至四期项目投资金额及规划机柜数.....	9

图表 16: 宝之云 IDC 四期项目建设成本构成	9
图表 17: 全球 IDC 分布 (按主机托管收入)	10
图表 18: 中国 IDC 机柜分布及增长预测	10
图表 19: 北京及上海关于 IDC 建设的限制政策	10
图表 20: 全球 IDC 市场主要厂商份额 (1Q18)	11
图表 21: 不同类型 IDC 服务提供商优劣对比	11
图表 22: 批发型和零售型数据中心对比	12
图表 23: Equinix 及国内主要第三方 IDC 服务商关键指标	12
图表 24: 宝之云 IDC 项目规划及签约情况	13
图表 25: 数据港 IDC 业务营业成本拆分	13
图表 26: 主要第三方 IDC 厂商毛利率对比 (2018 年)	13
图表 27: 武汉青山大数据产业园 IDC 中心区规划	14
图表 28: 公司主要的信息化和自动化产品	15
图表 29: 公司钢铁信息化整体解决方案示意	16
图表 30: 企业控制系统配置层次架构变化	16
图表 31: 各行业主要 MES 供应商情况	17
图表 32: 公司轨道交通综合解决方案示意	17
图表 33: 申万钢铁行业企业自由现金流及净利润近两年改善明显	18
图表 34: 公司关联销售总额及占总营收的比重 (2014-2018)	18
图表 35: 公司各业务线盈利预测	19
图表 36: 公司 PE-Band (2015-2019)	20
图表 37: 可比公司盈利预测及估值	20
图表 38: BAT 合计资本开支增速放缓 (2Q17-2Q19)	21
图表 39: 兰格钢铁综合钢价 (元/吨) 有所回落	21
图表 40: 公司主要业务收入增长情况 (2013-2018)	22
图表 41: 公司归母净利润快速增长 (2013-2018)	22
图表 42: 公司在建工程情况 (2013-2018, 单位: 亿元)	22
图表 43: 公司固定资产情况 (2013-2018, 单位: 亿元)	22
图表 44: 公司综合业务毛利率 (2013-2018)	23
图表 45: 公司软件开发及服务外包业务毛利率 (2013-2018)	23
图表 46: 公司期间费用率变化 (2013-2018)	23
图表 47: 公司各项费用率变化 (2013-2018)	23
图表 48: 公司应收账款及应付账款周转率 (2013-2018)	24
图表 49: 公司经营性现金流状况 (2013-2018)	24

1.公司概况：背靠宝钢股份和宝武集团，钢铁信息化及 IDC 业务共振

上海宝信软件股份有限公司（简称“宝信软件”）是国内钢铁信息化和第三方 IDC 服务领域领军企业之一，产品与服务遍布钢铁、交通、医药等多个行业。公司前身为成立于 1978 年的上海宝钢自动化部，1996 年独立为宝钢软件有限公司，2001 年通过与上海钢管股份有限公司进行整体资产置换的方式在上交所上市，并更名为宝信软件。

图表 1：公司发展历程示意

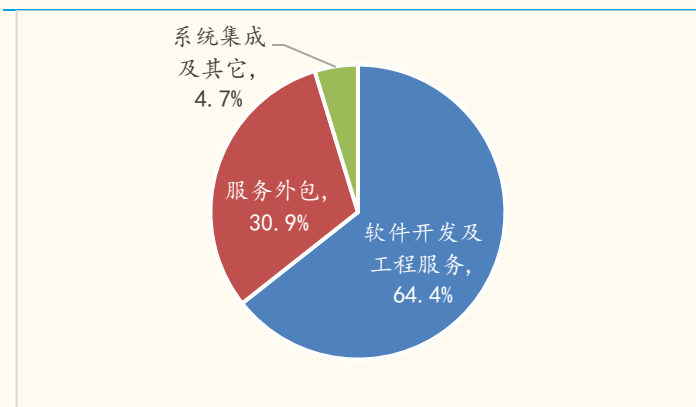


来源：公司官网、公告，国金证券研究所

公司背靠宝钢股份和宝武集团，股东资源优势明显。公司系中国宝武钢铁集团有限公司（简称“宝武集团”）实际控制、宝山钢铁股份有限公司（简称“宝钢股份”）控股的上市软件企业。背靠宝钢股份和宝武集团，公司的钢铁信息化和 IDC 两大主业发展具有巨大优势，例如宝之云 IDC 一期至四期项目建设即租用宝钢股份上海罗泾厂区。

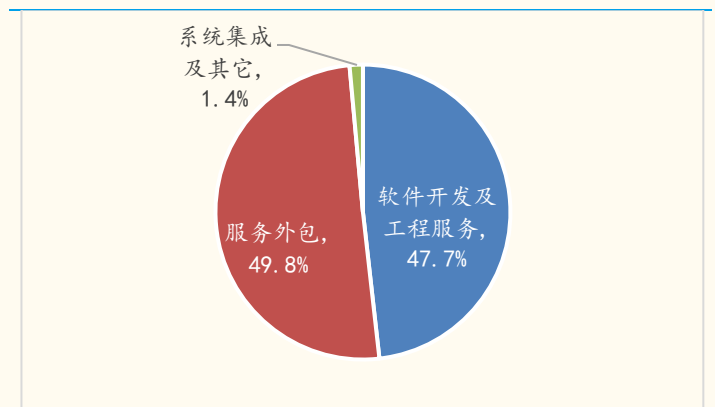
公司发展受益钢铁信息化及 IDC 双轮驱动。公司原为单一主业结构，主要面向钢铁企业提供信息化、自动化服务。2013 年前后，公司受钢铁行业持续低迷影响，钢铁信息化业务经营受到一定挑战，因而开始追求转型发展。公司充分利用股东资源优势并结合对未来趋势的把握，积极布局 IDC 业务，先后启动了宝之云 IDC 一期至四期项目，规划总机柜数 26,500 架。截至 2018 年底，公司在运营机柜数达 1.75 万架，成为国内主要的第三方 IDC 服务提供商之一。公司的钢铁信息化业务和 IDC 业务收入分别归集在软件开发及工程服务（以下简称“软件开发”）和服务外包中，此外还有少量系统集成业务。

图表 2：公司收入结构拆分（2018 年）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 3：公司毛利结构拆分（2018 年）



来源：公司年报，国金证券研究所

2.IDC 业务分析：行业高景气，公司具备资源优势

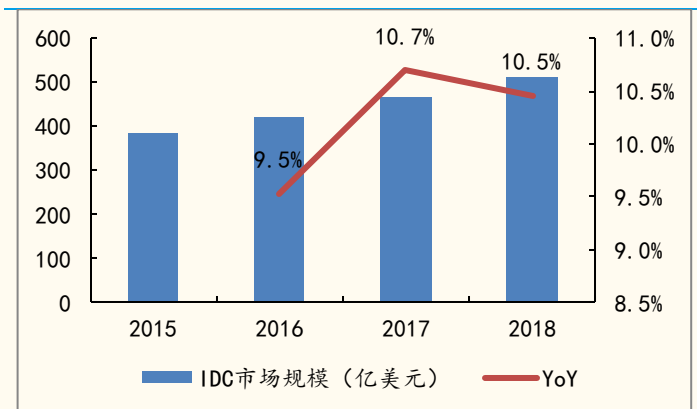
2.1 IDC 行业：下游需求旺盛，一线城市 IDC 资源具备稀缺性

2.1.1 大型互联网企业是主要需求方，云计算发展左右 IDC 行业景气度

IDC 产业链：上游基础设施，中游 IDC 服务，下游应用。IDC 厂商处于 IDC 产业链中间环节，其上游为基础设施提供商（建筑商、电气设备商、IT 设备商、电信运营商等），下游为云厂商、IT 外包服务商或最终用户等。根据下游客户的要求不同，IDC 厂商可以为客户提供基础服务（服务器托管及网络带宽）和增值服务（规划咨询、设计咨询、运营管理外包等）。

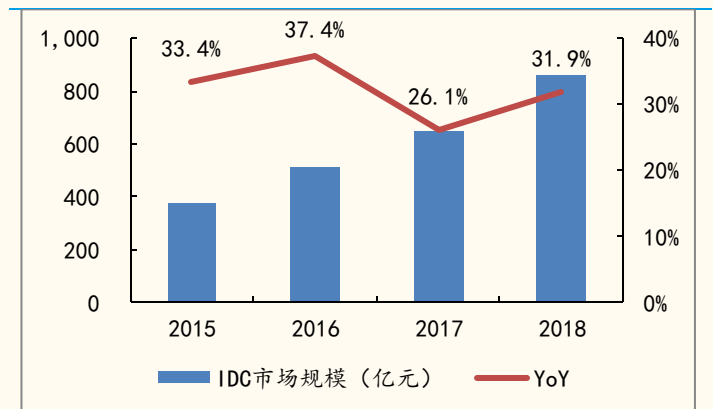
海外市场已走向成熟，国内市场仍处于快速发展阶段。根据中国信通院，近三年全球 IDC 市场规模平均增速仅为 10% 左右，发展较为平缓。由于国内 IDC 建设比欧美发达国家落后 5-10 年，同时下游需求又较为旺盛，因此整体增速较高，近几年始终维持 30% 左右同比增速。国内外 IDC 市场所处阶段也体现在了 IDC 的建设方式上。根据中国 IDC 圈，早在 2016 年美国 IDC 建设方式就以扩建和改建为主，而同期中国 IDC 建设方式仍以新建为主。

图表 4：全球 IDC 市场规模 (2015-2018)



来源：中国信通院，国金证券研究所

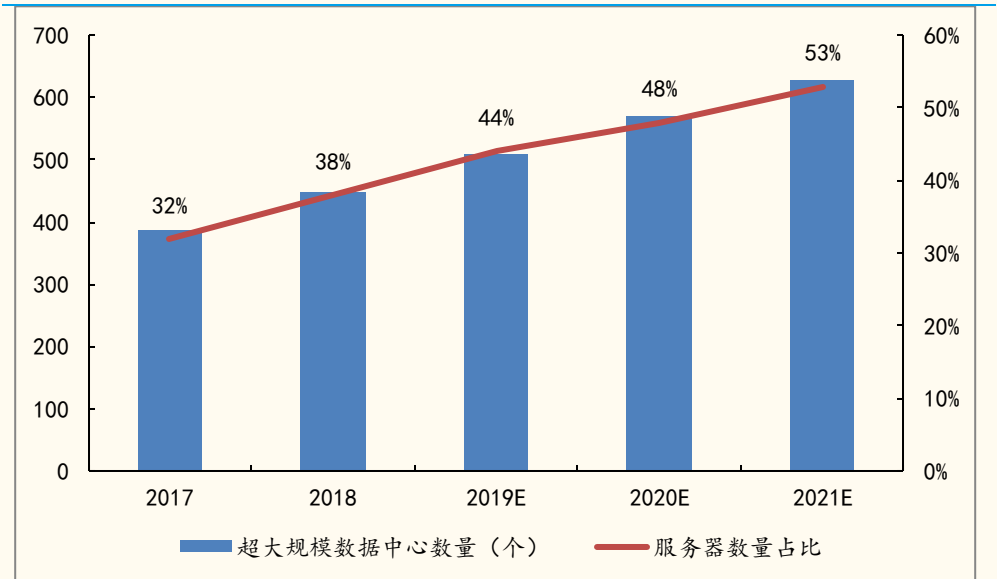
图表 5：中国 IDC 市场规模 (2015-2018)



来源：中国信通院，国金证券研究所

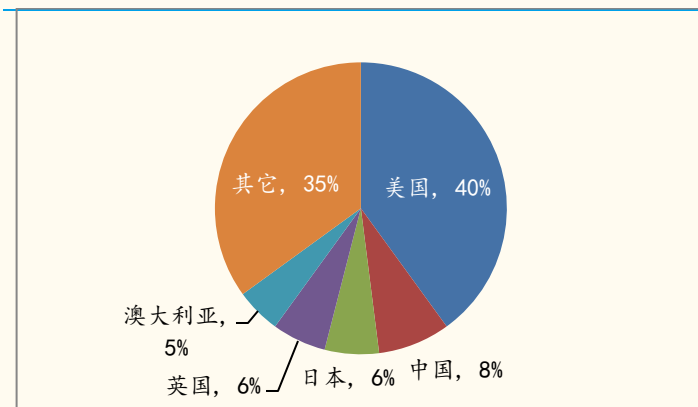
大型数据中心建设趋势使得市场份额向龙头厂商集中。IDC 因其单位运营成本与规模成反比而具有明显的规模效应，大型 IDC 的建设已成行业趋势。从统计数据上看，2017 年全球超大规模数据中心数量为 386 个，若以服务器安装基数计算，超大型数据中心服务器约占全球数据中心总服务器数量的 32%；到 2021 年，全球超大规模数据中心数量将达到 628 个，服务器数量占比将提升至 53%。从分布上看，根据 Synergy Research 最新统计，2018 年超大规模数据中心达到 430 个，其中美国约占 40%，而中国仅占 8% 左右。

图表 6：全球超大规模数据中心数量及服务器占比（2017-2021）



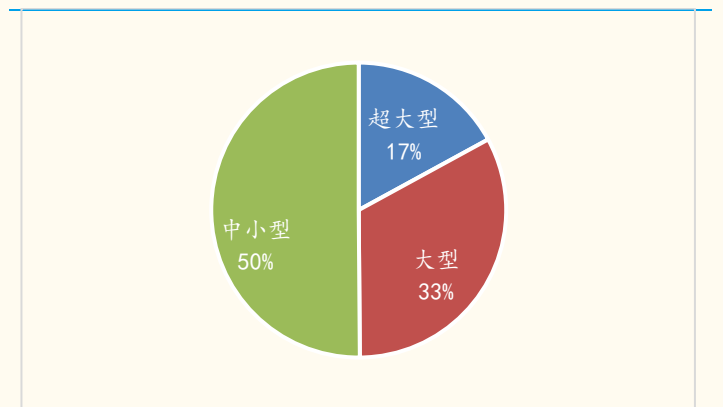
来源：思科，国金证券研究所

图表 7：全球超大型数据中心分布（2018）



来源：Synergy，国金证券研究所

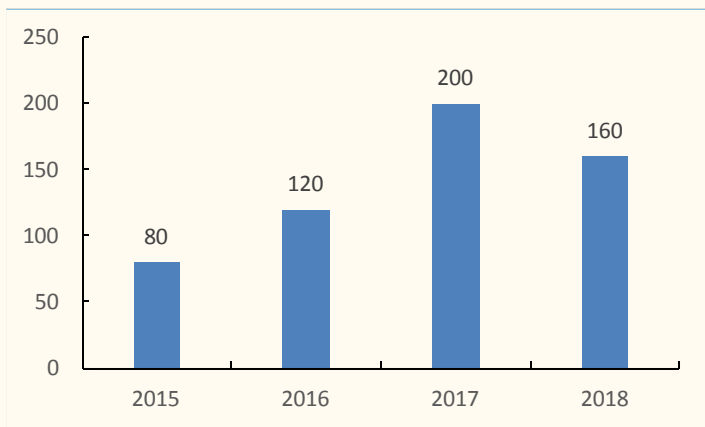
图表 8：中国不同规模数据中心机柜数量占比（2017）



来源：《全国数据中心应用发展指引（2018）》，国金证券研究所（注：数据截至至 2017 年底）

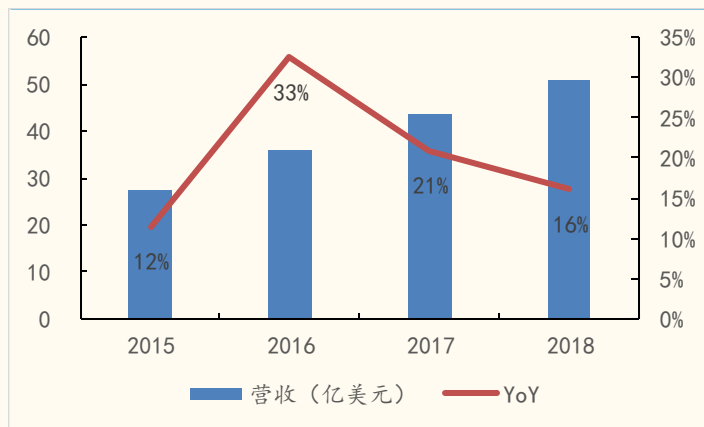
借鉴海外市场发展经验，行业从高速发展期向成熟期过渡时，中小 IDC 厂商将被陆续淘汰出局或兼并，市场份额将向头部厂商集中。海外 IDC 龙头厂商如 Equinix 等已经走向了收购路线，Synergy Research 统计全球 IDC 市场并购规模从 2015 年的 80 亿元提升至 2018 年的 160 亿美元，预计未来将有更多数据中心并购交易。在并购整合下，龙头厂商增速高于行业平均增速，例如 Equinix 2015-2018 年营收 CAGR 达 23.0%。当前万国数据、光环新网等已开始收购整合小型 IDC 厂商，预计随着市场进一步成熟，头部效应将更加明显，利好万国数据、宝信软件、光环新网等厂商。

图表 9：全球 IDC 市场并购规模 (2015-2018, 单位：亿美元)



来源：Synergy, 国金证券研究所

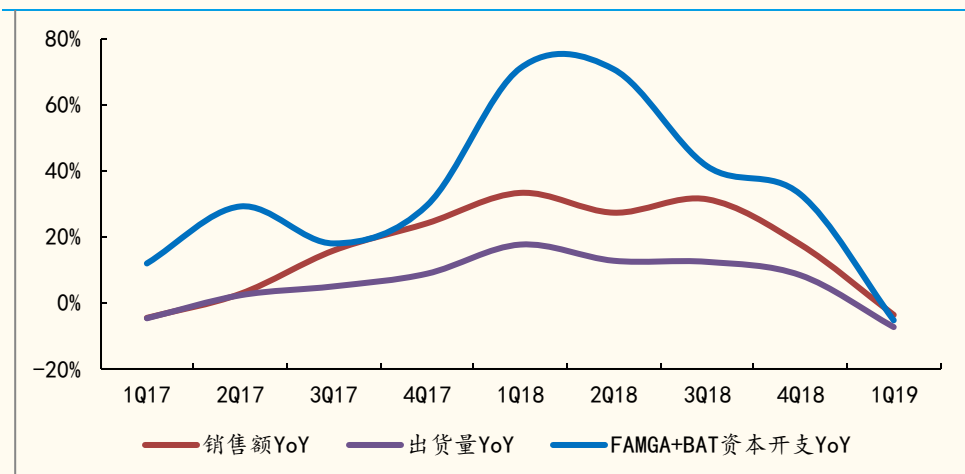
图表 10：Equinix 营收规模及增速 (2015-2018)



来源：公司财报, 国金证券研究所

大型互联网企业是 IDC 主要需求方，其资本开支状况左右行业发展。由于 IDC 的需求结构与服务器类似，因此分析服务器下游需求情况对分析 IDC 下游需求具有非常大的借鉴意义。从服务器角度看，2Q17 起大型互联网企业的资本开支增速与服务器行业销售额增速及出货量增速高度正相关，大型互联网公司已是左右服务器行业发展最重要的因素之一。这一结论放在 IDC 行业同样成立，即大型互联网企业是 IDC 主要需求方之一，其资本开支情况左右行业发展（从主要 IDC 供应商的下游客户结构上也能得到佐证，例如 2018 年万国数据 70% 以上的 IDC 资源签约方为大型互联网厂商）。

图表 11：1Q17-1Q19 全球服务器季度出货量、销售额及同比增速与 FAMGA+BAT 八家互联网巨头季度资本开支同比增速对比



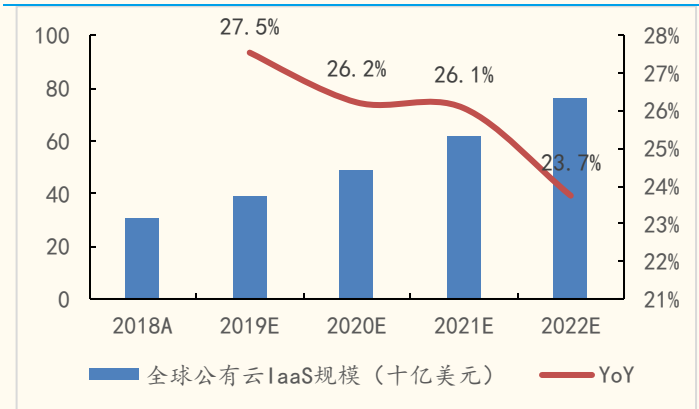
来源：Gartner, Bloomberg, 国金证券研究所（注：FAMGA+BAT 指 Facebook、Amazon、Microsoft、Google、Apple 以及 Baidu、Alibaba、Tencent）

云服务需求仍然是拉动互联网厂商资本开支增长最重要的因素。以北美巨头为例，Amazon 在二季报中明确指出绝大部分现金资本开支投向了 AWS；微软在季报说明会上表示，资本开支主要是为了满足云服务增长需求，大部分资本开支投向了服务器设备，并预计接下来仍将持续追加资本开支以支持云计算业务的拓展；Facebook 表示二季度资本开支主要受数据中心、服务器、网络基础设施等投资驱动；谷歌表示二季度资本开支主要用于投资办公设施、数据中心以及服务器以支持快速发展的谷歌云业务。

IaaS 市场依然高景气，巨头的云业务仍在高速发展。二季度，AWS、Azure、谷歌云及阿里云营收分别实现了 37%/64%/40%/66% 同比增长，虽然跟前几个季度相比均有不同程度的下滑，但绝对增速仍然很高，四巨头云业务平均增速达 52%。我们认为公有云 IaaS 行业未来仍然能维持高速增长，最重要的依据在于：1) 云计算渗透率仍然很低，未来发展空间极大；2) 云服务需求依然旺盛。根

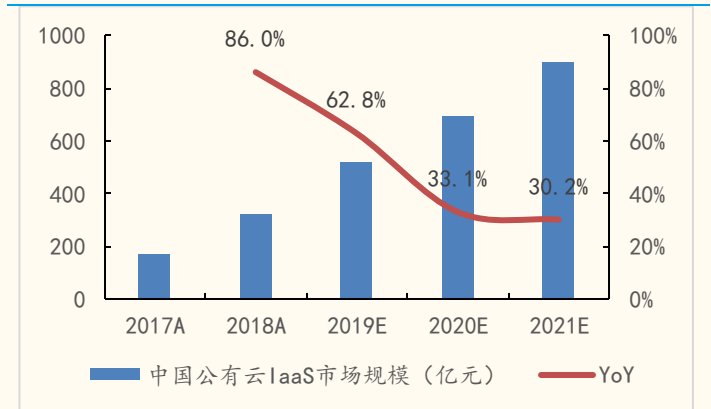
据 Gartner 在今年四月份的预测，在所有细分领域中 IaaS 市场 2018-2022 年 CAGR 最高，将达 20.2%。此外，根据 IDC 的预测，中国 2019、2020 年 IaaS 市场增速将达 63%、33%，远超全球平均水平。

图表 12：全球公有云 IaaS 市场规模及增速



来源：Gartner, 国金证券研究所

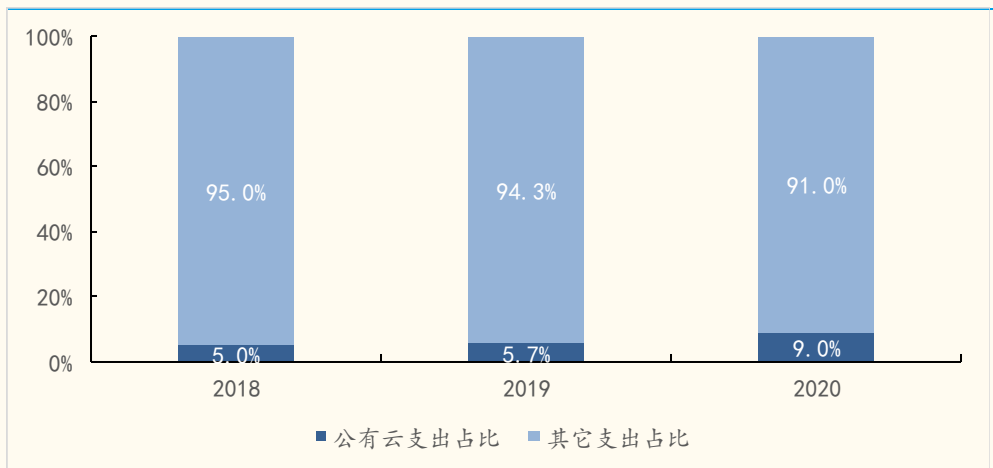
图表 13：中国公有云 IaaS 市场规模及增速



来源：IDC, 国金证券研究所

云计算渗透率仍然很低，IDC 行业高增长趋势料将持续。当前云计算整体渗透率依然很低，但方向性的趋势并未改变。渗透率方面，我们根据 Gartner 的数据，估计 2018 年全球总 IT 支出中云支出占比不到 5%，意味着云计算在未来仍有极大增长空间，因此预计 IDC 行业高增长趋势可以维持。

图表 14：2018-2020 全球 IT 支出结构预测

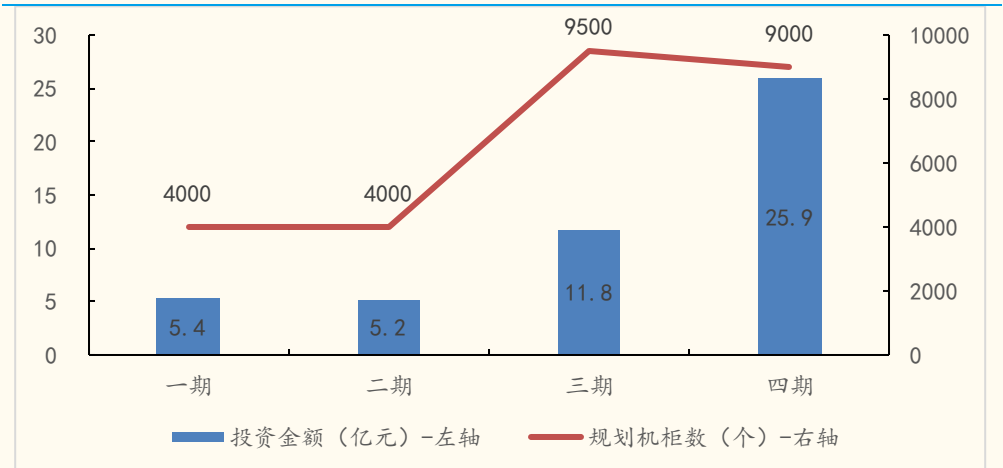


来源：Gartner, 分析师预测, 国金证券研究所

2.1.2 北京、上海政策收紧，一线城市 IDC 资源稀缺

资源、资金壁垒是行业主要竞争壁垒之一。土地资源和水电等能耗指标是限制 IDC 企业业务规模扩展的主要制约因素之一，新建机房前一般需要投入大量资源 and 时间才能获得相匹配的资源供给。另外 IDC 行业属于资本密集型行业，一方面前期的工程基建和设备采购需要大量的资金支持（例如公司宝之云 IDC 项目一期至四期合计投资近 50 亿元，见图表 15；四期单期投资近 26 亿，其中前期工程建设费用占比超过 90%，见图表 16）；另一方面，IDC 日常经营运营管理所需资金规模也较大。IDC 厂商要保持长期持续发展，必须在新建、扩展、改建大规模高规格数据中心以及数据中心的运营管理中心不断投入资本。同时由于 IDC 呈现规模化趋势，大型和超大型数据中是未来建设主流，因此对行业参与者的资金实力要求也越来越高。

图表 15：宝之云 IDC 一至四期项目投资金额及规划机柜数



来源：公司公告，国金证券研究所

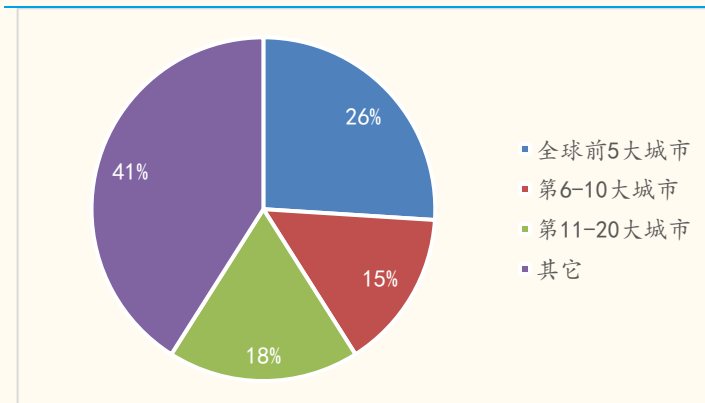
图表 16：宝之云 IDC 四期项目建设成本构成

序号	项目名称	投资金额 (万元)	占比
1	工程建设费用	238,071	91.8%
1.1	土建装修	45,837	17.7%
1.2	供配电系统	89,119	34.4%
1.3	冷源空调暖通系统	36,913	14.2%
1.4	设备购置安装费用 (机柜)	36,665	14.1%
1.5	消防及排水系统	9,454	3.6%
1.6	弱电系统	8,531	3.3%
1.7	发电机供油系统	1,265	0.5%
1.8	园区配套工程 (公用设备)	9,164	3.5%
1.9	安装措施费及零星工程费	1,134	0.4%
2	工程建设其它费用	15,881	6.1%
3	预备费	5,317	2.1%
4	总投资	259,270	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

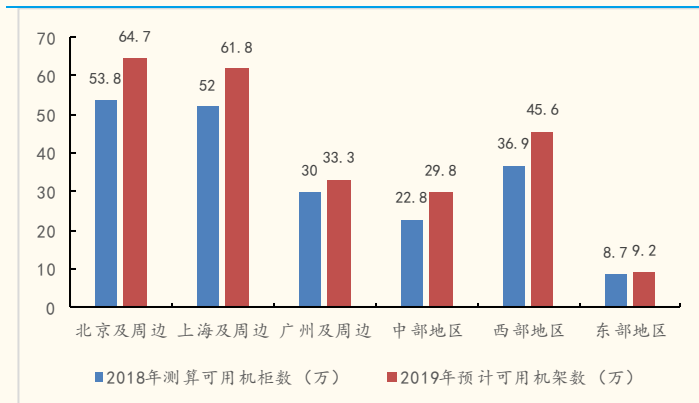
目前 IDC 资源主要集中在一线城市周围。IDC 下游最终用户分布与其所在地区经济发达程度呈正相关关系，这是由于经济发达地区网络覆盖全、网络使用率高，用户对 IDC 服务设施的需求也相对集中。根据 Synergy 的统计数据，以 2017 年 3 季度主要 IDC 厂商的主机托管收入为计算标准，全球范围看前 20 大城市的 IDC 主机托管收入占比近 59%。国内情况，根据工信部发展司发布的《全国数据中心应用发展指引 (2018)》，我国 IDC 资源也主要集中在京津冀以及长三角、珠三角地区，其中北京和上海 (及周边) 是 IDC 资源最集中分布的地区。

图表 17：全球 IDC 分布（按主机托管收入）



来源：Synergy，国金证券研究所（注：数据截止至 3Q17）

图表 18：中国 IDC 机柜分布及增长预测



来源：《全国数据中心应用发展指引（2018）》，ODCC，国金证券研究所

国内政策上，多省市鼓励 IDC 产业发展，但同时北京、上海已明文收紧。自 2012 年起，国家层面就相继出台 IDC 相关政策，从准入门槛、建设指引等多个方面出发引导 IDC 产业向规范化和绿色化方向发展。重庆、河北、内蒙等地也相继发文规划 IDC 建设。但与此同时，由于 IDC 资源过于集中在一线城市周围，为一线城市能耗、环境等带来较大负担，北京、上海已出台政策限制 IDC 建设。我们判断，一线城市的 IDC 政策趋紧将是常态，在一线城市及其周边有资源优势 and 储备的 IDC 厂商竞争优势将更加突出。

图表 19：北京及上海关于 IDC 建设的限制政策

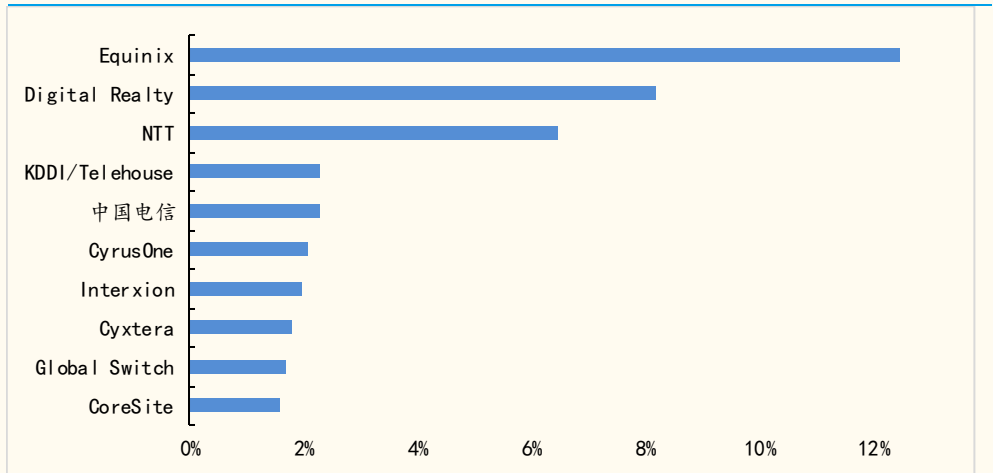
地区	出台时间	政策名称	主要内容
北京	2018.09	《北京市新增产业的禁止和限制目录（2018 年版）》	全市范围内，禁止新建和扩建互联网数据服务、信息处理和存储支持服务中的数据中心（PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外），中心城区（包括东城区、西城区、朝阳区、海淀区、丰台区、石景山区）全面禁止新建和扩建数据中心。
上海	2019.06	《上海市互联网数据中心建设导则（2019）》	选址布局：严禁在中环以内区域新建 IDC，原则上选择在外环外符合配套条件的既有工业区内，采用先进节能技术集约建设，并将区域经济密度要求。 资质资历：鼓励基础电信运营商、大型 IDC 专业运营商、专业云服务商（含大型人工智能专业服务企业）申报，申报主体须具备大规模数据中心运营经验。 设计指标：单项目规模应控制在 3000 至 5000 个机架，平均机架设计功率不低于 6kW，机架设计总功率不小于 18000kW，PUE 值严格控制不超过 1.3。
	2019.01	《关于加强上海互联网数据中心统筹建设的指导意见》	到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内；坚持用能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。

来源：政府官网，国金证券研究所

2.1.3 参照国外 IDC 行业发展经验，国内第三方 IDC 厂商有望崛起

全球市场由第三方 IDC 厂商主导，国内市场基础电信运营商占优。基础电信运营商和第三方 IDC 厂商是 IDC 市场主要供给方。全球范围看，第三方 IDC 厂商主导市场的趋势越来越明显，基础电信运营商正逐渐收缩其 IDC 业务，大型云服务商（互联网公司）则在自建 IDC 的同时通过服务外包的形式跟第三方 IDC 厂商进行合作。国内市场方面，由于电信运营商具有早期 IDC 建设资源优势，当前整体市场份额占绝对领先地位（估计 70% 左右），但第三方厂商由于更能适应企业的个性化需求、保持网络中立且在建设速度、定制设计、成本节约以及运维管理等方面更具优势，市场份额正在快速提升。

图表 20：全球 IDC 市场主要厂商份额 (1Q18)



来源：Synergy，国金证券研究所

图表 21：不同类型 IDC 服务提供商优劣对比

IDC 厂商	优势	劣势	代表厂商
基础电信运营商	早期占据资源优势，拥有大量机房，并且在骨干网络带宽和国际互联网出口带宽方面具有明显优势；大客户资源丰富；具有品牌优势	IDC 并非主业；布局上存在市场响应速度慢、局部供需不平衡、不符合市场微观需要等实际情况；只提供各自的网络接入口，不能满足客户个性化需求	中国电信、中国移动、中国联通等
第三方 IDC 服务商	更能适应企业的个性化需求，保持网络中立，且在建设速度、定制设计、成本节约、运维管理方面更具优势	相对电信运营商而言缺乏机房资源和网络资源，资金实力也较弱	宝信软件、数据港、万国数据等

来源：数据港招股说明书，公开资料，国金证券研究所

按业务模式划分，第三方 IDC 厂商可分为批发型和零售型，批发型厂商上架率、收入、现金流等更有保障。批发型服务系面向大型互联网公司或电信运营商提供定制化的服务器托管服务，通常并不提供网络带宽服务，由大型互联网公司或电信运营商提出具体的数据中心规划设计和运营服务等级要求，IDC 厂商按照要求投资建设数据中心，最终用户将其服务器及相关设备置于数据中心中并由 IDC 厂商运维管理。零售型服务系面相中小互联网公司、一般企业等客户（均为最终用户）提供相对标准化的服务器托管服务及网络带宽服务，由 IDC 厂商先行建造标准化的数据中心并配置宽带网络，客户将其服务器及相关设备置于数据中心中，并由 IDC 厂商运维管理。一般而言，批发型 IDC 厂商用户租期更长，上架率更有保证，收入、现金流等更为稳定。

图表 22：批发型和零售型数据中心对比

项目	批发型数据中心	零售型数据中心
主要目标客户	大型互联网公司、电信运营商等大用户群	中小互联网公司、一般企业等客户
用户租期	长期合同，一般 5-10 年（甚至更长）	一般按照单位年计算
客户流动性	极低	较高
销售单位	一个机房模块起租	按照单机柜起租
平均单机柜电力和制冷密度	高（4.5-8kw）	低（2-3.5kw）
数据中心启用到租满时间	1 年	一般 2-4 年
单机柜租用价格	较低	较高
PUE	低，一般在 1.7 以下	高，一般 1.8-2.5
能效	高	低
可扩展性	好	一般
TCO	低	高
代表厂商	Equinix、世纪互联、光环新网	Digital Realty、宝信软件、数据港

来源：数据港招股说明书，国金证券研究所

整体而言，我国第三方 IDC 市场集中度较低，且在规模上跟国外龙头公司相比仍有较大差距。国内第三方 IDC 服务商数量较多，根据信通院统计，截止至 2017 年 10 月，全国持有 IDC 牌照的企业达 1417 家。主要的第三方 IDC 厂商包括世纪互联、光环新网、宝信软件、数据港、万国数据以及鹏博士等，无论是营收还是机柜数量，跟国外龙头如 Equinix 比仍有较大差距。

图表 23：Equinix 及国内主要第三方 IDC 服务商关键指标

类型	厂商	2018 年营收 (亿元)	2018 年在运营机柜数量 (个)
批发型	Equinix	242.65	近 30w
零售型	世纪互联	34.01	30,654
	光环新网	12.92	超 3w
	鹏博士	13.54	约 3w
批发型	万国数据	27.59	约 10w
	数据港	6.50	13,622
	宝信软件	约 10	约 1.75 万

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 公司在上海地区开展 IDC 业务具备资源优势

2.2.1 宝之云一期至四期签约率 100%，长期合同保证盈利与现金流稳定性

公司 IDC 项目进展顺利，盈利能力稳定。公司宝之云 IDC 一期至四期项目合计规划机柜数量为 2.65 万个，签约率 100%。按照规划，四期项目全部达产后预期贡献年收入 19.38 亿元、利润总额 7.34 亿元（实际数要更高，一期项目实际效益比预期效益高近 38%）。目前，一期至三期项目已经达产（预期贡献年度利润总额为 3.69 亿元），四期项目截至今年九月底即将全部交付。

公司从事批发型 IDC 服务，合同期限长，上架率有保障，收入及现金流稳定。公司与包括中国电信、中国移动在内的基础电信运营商开展业务合作，电信运营商或终端客户对公司提出数据中心规划设计和运营服务等级的具体要求，公司按其要求投资建设数据中心。终端客户将服务器及相关设备置于数据中心中，并由公司提供运维服务。公司与客户所签合同期限较长，一期至三期均为十年，四期与中国太保签订的数据中心合同期限为二十年。在长期合同下，公司的年度收入、现金流等均得到保障。

图表 24：宝之云 IDC 项目规划及签约情况

宝之云 IDC 项目	规划机柜数量 (架)	投资金额	资金来源	计划建设周期 (月)	预期税前利润总额 (万元)	签约方	合同期限	服务费用 (亿元)	预计 PBP (年)	预计 IRR
一期	4000	5.4 亿元	非公开发行	12	8461	上海电信	2014.02.01 至 2023.12.31	25-26	5.51	18.49 %
二期	4000	5.2 亿元	自有资金	约 16	8000	上海移动	第一阶段： 2014.11.30 至 2024.11.30	25-26	5.53	18.49 %
							第二阶段： 2015.12.01 至 2025.12.01			
三期	9500	11.8 亿元	非公开发行	25	20438	上海电信	1 号楼： 2015.07.01 至 2025.12.31	25-26	5.64	18.55 %
							2 号楼： 2016.08.30 至 2026.03.31	12-13		
							3 号楼： 2016.08.30 至 2026.07.31	14-15		
四期*	9000	25.9 亿元	可转债+自有资金	36	36458	中国太保	1 号楼： 2017.06.28 至 2037.06.30	55	6.51	18.54 %
						中国电信	2、3 号楼： 2019.09.30 至 2029.09.30	31.11		
合计	26500	48.3 亿元	-	-	73357	-	-	187-192	-	-

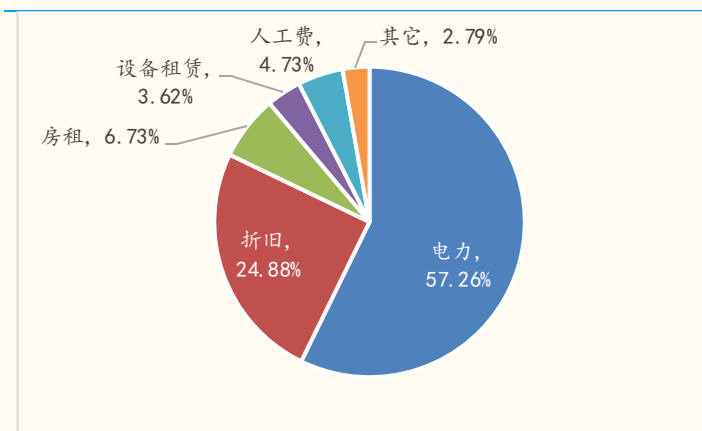
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2.2 宝钢股份在上海地区的土地厂房及水电资源利于公司 IDC 业务扩张

上海地区 IDC 需求旺盛，公司开展 IDC 业务具有土地、厂房、水、电等资源优势。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，无论是互联网客户还是金融企业客户需求都较为旺盛，公司在产业资源方面具有明显竞争优势。公司宝之云 IDC 一期至四期项目主要依托宝钢股份罗泾厂区，该厂区占地约 2.82 平方公里，拥有大量的工业厂房、公辅配套房屋、供配电、给排水等资源，同时具可扩展性成片开发优势。

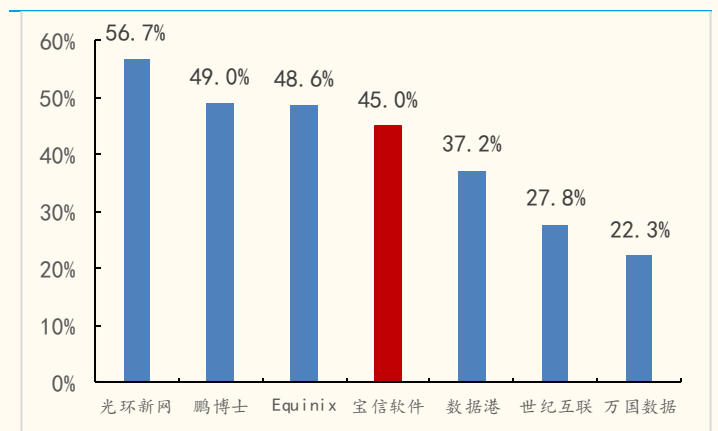
在资源优势下，公司能够实现相对较低的运营成本，从而实现较高毛利率。IDC 运营成本主要是电力成本、折旧以及房租，参考数据港招股说明书，三者合计占总成本的比例达 89%。公司依托宝钢罗泾厂区现有资源，建设成本、电力成本以及房屋租赁成本等均有一定优势，因此公司能够实现相对较低的运营成本，进而可以实现较高毛利率。同时由于上海 IDC 建设有指标限制，IDC 资源处于相对稀缺的状态，预计未来公司 IDC 业务毛利率能够维持。

图表 25：数据港 IDC 业务营业成本拆分



来源：数据港招股说明书，国金证券研究所

图表 26：主要第三方 IDC 厂商毛利率对比 (2018 年)



来源：各公司年报，国金证券研究所（注：宝信软件毛利率数据为服务外包业务毛利率）

高上架率也是公司在批发型 IDC 厂商中毛利率相对较高的主要原因之一。根据宝之云一期、三期和四期规划，每期项目在第二年上架率预计能达 90% 以上，第三年即满产，同时由于公司跟客户所签署的合同期限较长，后续年份的上架率也均有保证。因为机柜等设备资源从投放起即开始折旧，因此如果上架率较低会直接影响 IDC 业务收入，进而影响毛利率。公司 IDC 业务的产销模式类似以销定产，能够保证上架率快速爬坡，再加上长期合同锁定优质客户进而锁定高上架率，因此公司毛利率可以维持相对优势。

除上海外，公司亦有望通过利用宝武集团资源将 IDC 业务扩展至其它地区。公司于年初公告拟与武钢集团、宝地资产（均为宝武集团全资子公司、公司关联法人）、青山国资等共同在武汉市青山区合资设立武钢大数据产业园有限公司（以下简称“合资公司”），合资公司将以武钢集团转型后限制资源为依托开展 IDC 建设，IDC 中心区规划选址位于武钢厂区内，地块总面积约 135 亩，计划分三个阶段建设 1.8 万个 20A 机柜，建成后将成为华中区域单体规模最大的大数据和云计算中心。预计项目内部收益率为 13.05%（税后），投资回收期为 9.67 年（税后）。除上海、武汉之外，宝武集团在南京、深圳、南通等地均拥有大量可用工厂资源，为公司 IDC 业务拓展提供了良好的资源储备。

图表 27：武汉青山大数据产业园 IDC 中心区规划

建设阶段	建设期	规划机柜数（架）
第一阶段	2019 年	2000
第二阶段	2020 至 2021 年	6000
第三阶段	2021 至 2023 年	10000

来源：公司公告，国金证券研究所

3.软件开发业务分析：钢铁信息化和自动化业务是主要看点，宝武集团内部需求提供坚定支撑

3.1 公司是国内领先的工业软件企业，在钢铁信息化领域积累深厚

公司软件开发业务包括钢铁、有色金属、制药等多个领域的信息化和自动化业务。根据公司官网，公司是国内唯一一家从 L0 做到 L5 的工业软件企业，即能够自下而上提供“车间机器自动化/机器人”、“控制层 PCS”、“执行层 MES”、“计划层 ERP”、“电子商务”和“顶层决策”全套服务的工业软件企业。

公司的信息化业务立足于 MES、ERP、大数据相关的整体解决方案，同时引入工业互联网、信息物理系统等创新技术的探索和应用，能够横向集成企业供应链相关的市场客户和供应商，纵向集成企业管理到现场控制的制造过程信息。自动化业务拥有自主知识产权的自动化技术和产品，具备过程计算机、基础自动化、电气传动和检测仪表等的工程设计、软件开发、系统集成、成套制造、现场调试等大型工程总包及实施能力，在工业信息安全、生产全程可视化、虚拟制造等方面为客户提供全方位的智能工厂解决方案。

图表 28：公司主要的信息化和自动化产品

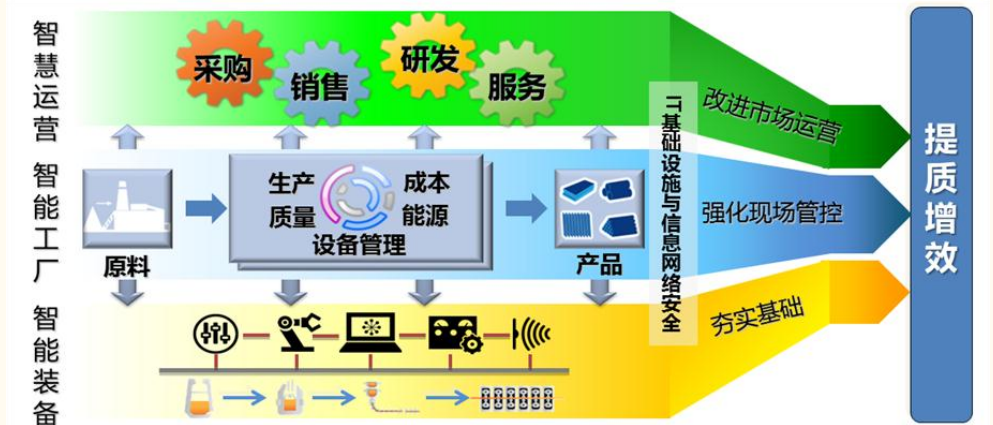
序号	产品名称	产品类别	产品功能
1	宝信 BM2-I 铁区 MES 软件 V1.0	信息化产品	面向冶金行业的冶炼区域实现精细化、一体化的生产动态管控
2	宝信 eLMS 物流信息管理软件 V2.0	信息化产品	帮助企业规范物流业务运作，降低运输及仓储成本，提高运输效率
3	宝信报表软件	信息化产品	支持多种类型的报表，能在不同的环境中使用
4	宝信 iPlat4C 移动框架软件 iPlat4C-M	信息化产品	企业级移动应用开发与集成平台
5	宝信冶金企业产供销解决方案	信息化产品	支撑企业的采购、制造、营销等业务运作，优化从生产计划、流程安排、合规管理到供应链管理整个流程
6	宝信制药 MES 软件 BM2P	信息化产品	实现车间的精细化、透明化的合规、可追溯管理，提升药企的生产质量管控能级
7	宝信 iPlat4C 信息系统平台软件	信息化产品	企业级的应用开发与集成平台
8	宝信制药 WMS 软件 BM2P_WMS	信息化产品	控制并跟踪仓库业务的物流管理全过程，实现制药企业的仓储信息管理
9	敏捷、柔性的智慧型 MOM 解决方案	信息化产品	以智能 MES 为基础，与供应链体系深度融合，构建智能化的生产运营管控解决方案
10	宝信消息中间件 iXCom	信息化服务产品	解决企业级数据集成与交换问题，实现跨异构平台应用系统间的数据通信
11	IXBUS 宝信企业服务总线	信息化服务产品	作为在面向服务体系架构中充当服务智能化集成与管理的基础平台
12	宝信远程支撑系统 RMS	自动化产品	能将分散在生产区域的各个系统和设备整合起来，降低企业运维成本，提高运维效率
13	宝信过程控制平台软件 iPlature	自动化产品	面向各种过程控制计算机系统的软件开发平台
14	宝信外部通信中间件 iXcomPCS	自动化产品	用于过程控制系统与其它系统之间进行 Socket 通讯的中间件软件
15	宝信基础自动化通信中间件 iMultiLink	自动化产品	基于工业过程控制国际通用标准 OPC 协议的一款具备工业级性能的通信中间件
16	宝信制药 LIMS 软件	自动化服务产品	智能实验室整体方案
17	化工 MES	自动化服务产品	面向石油化工、煤化工、精细化工的化工生产制造执行系统
18	宝信基础能源管理系统 3.0 简介	自动化服务产品	目前国内市场占有率最大的能源管理系统
19	宝信环境监测及综合管理软件	自动化服务产品	环保专用系统，满足用户环保管理及综合管理的要求

来源：公司官网，国金证券研究所

公司在钢铁信息化和自动化领域积累深厚。公司原为上海宝钢自动化部，自成立至今在钢铁行业信息化领域深耕 40 余年，在该领域积累了绝对的业务优势，是国内钢铁制造信息化、自动化第一品牌。公司长期推动钢铁制造业信息化与工业化深度融合，形成了国内首创的以“全层次、全流程、全生命周期”为特征

的全面服务能力，技术、经验积累深厚，是国内唯一能提供 1000 万吨以上整体解决方案的厂商。

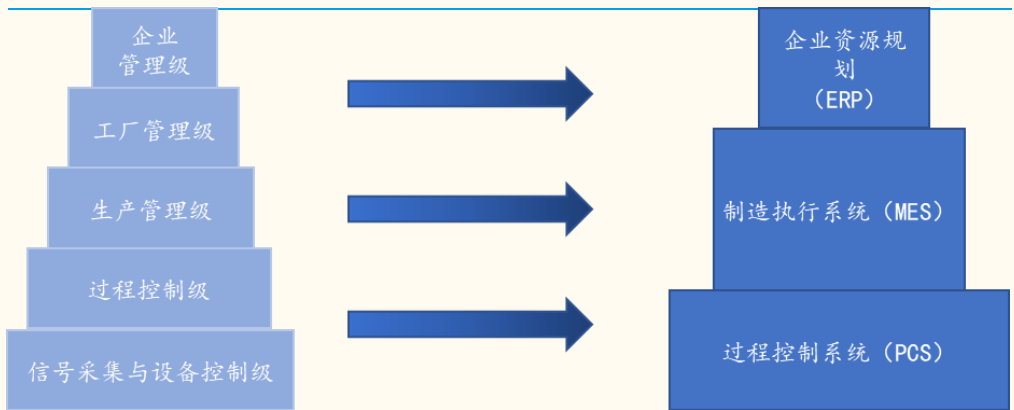
图表 29：公司钢铁信息化整体解决方案示意



来源：公司官网，国金证券研究所

公司以 MES 为核心的钢铁信息化业务能力突出。钢铁信息化综合解决方案架构为上层 ERP、中层 MES 以及下层 PCS，其中 MES 处于承上启下的核心地位。根据公司官网，公司以 MES 为核心的产销一体化解决方案在钢铁行业市场份额常年雄踞榜首，广泛应用于铁区、炼钢、热轧、中厚板、棒线、型钢、冷轧、钢管及特钢等钢铁全产线全流程，市场占有率逐年上升，全国市场占有率超过 50%；在冷轧业务方面，公司已成为国内最强的三电供应商，可为用户提供国际领先的一流控制系统并生产一流的产品。

图表 30：企业控制系统配置层次架构变化



来源：《上海宝信软件股份有限公司制造执行系统（MES）白皮书》，国金证券研究所

国内 MES 市场格局：行业属性较强，海内外厂商共存。 根据行业、企业环境不同，MES 的特点和所包含的功能也会有所差异，因此具有鲜明的行业属性。国内 MES 市场跨国 MES 供应商与本土厂商共存：以 Siemens、GE Fanuc 为代表的国际巨头在产品技术、规模实力和经验积累上领先，属于行业先驱者，具有较高知名度；以宝信软件和中控软件为代表的国内厂商的优势在于对客户需求响应迅速、熟悉本土企业，正逐步发展为行业内不可替代的专家级供应商。

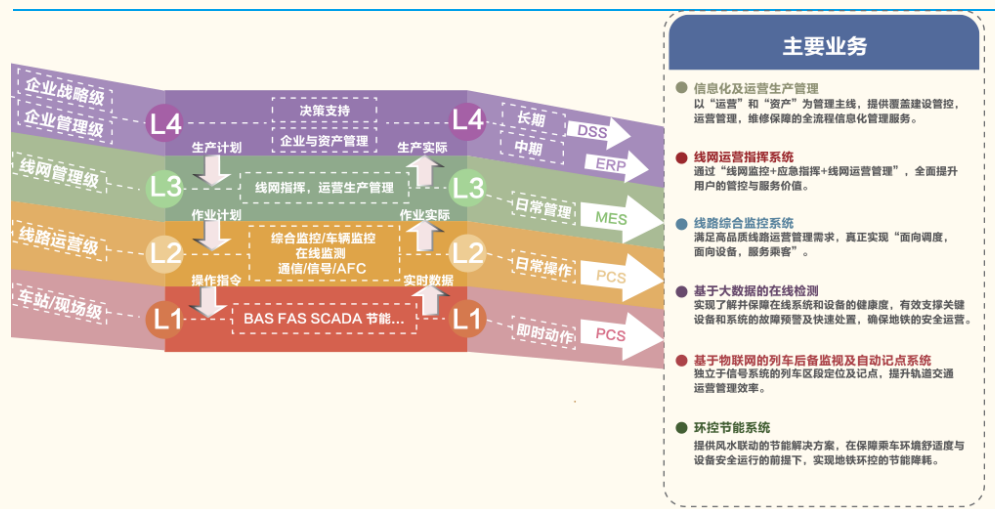
图表 31：各行业主要 MES 供应商情况

行业	主要 MES 供应商	
	国内	国外
钢铁	宝信软件、中控软件	GE Fanuc、PSI
石油	石化盈科、中控软件	Wonderware、Aspen Tech
化工	宝信软件、中控软件、和利时	Siemens
电子	明基逐鹿、巴陆	UGS、Brooks
烟草	利得宝宜合、长沙艾特	Siemens、Wonderware
机械	宝信软件、华铁海兴、南京比邻	Siemens、CIMNET
汽车/零部件	联欣、南京比邻	Apriso、Wonderware
电器/电气	联欣、南京比邻、讯泰科技	Wonderware

来源：《上海宝信软件股份有限公司 2017 年公开发行 A 股可转换公司债券跟踪评级报告》，国金证券研究所

依托多年技术及经验积累，公司有望持续向其它行业和领域辐射。通过在钢铁领域进行信息化和自动化实践，公司在基础设施、智能装备、智能工厂和智慧运营等不同层面形成了完整的解决方案，近年来不断向其它领域进行渗透，目前业务领域除了钢铁行业之外，还包括大交通、化工、金融、水利水务、有色以及制药行业等，具备为行业客户提供全层次、全流程、全生命周期的整体解决方案及一站式总包实施服务的能力。预计未来随着技术和经验的进一步积累，公司有望在非钢领域取得较大突破。

图表 32：公司轨道交通综合解决方案示意

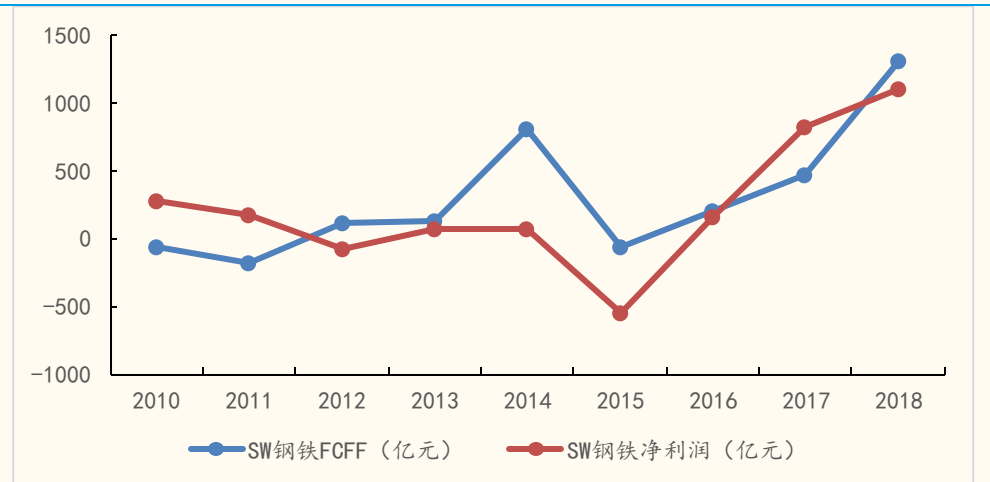


来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 公司钢铁信息化业务发展受益钢铁行业边际变化及宝武集团内部信息化需求提升

钢铁行业盈利回暖及集中度提升有利于提振钢铁企业信息化支出意愿。2017 年国内开始推行供给侧改革，主要钢铁企业现金流和盈利均有较大改善，行业景气度回暖有利于提升钢铁企业进行信息化建设的意愿。此外，钢铁行业集中度提升将使得钢铁企业信息化需求从分散走向集中、从小规模走向大规模，并购重组后的钢铁企业对信息化建设更加重视、支出能力也更强，有利于头部钢铁信息化企业发展。

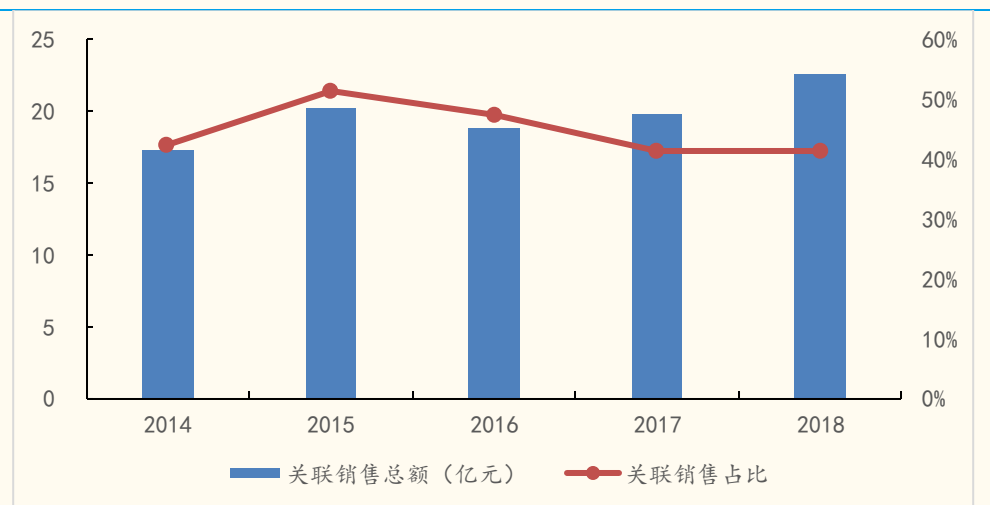
图表 33：申万钢铁行业企业自由现金流及净利润近两年改善明显



来源：Wind，国金证券研究所

宝武集团信息化需求为公司软件开发业务提供了坚强支撑。依托宝武集团的行业地位和内部资源，公司钢铁信息化业务具备天然优势：一方面，宝武集团作为钢铁行业并购整合的主要参与者之一（例如最近对重钢、马钢的收购），并购整合后会释放信息系统整合改造需求；另一方面，宝武集团内部企业的数字化、智能化改造需求也是公司未来软件开发业务增长的主要驱动因素。公司自成立之日起一直承担着向原宝钢集团及其关联方提供企业信息化、自动化系统集成及运维等方面综合解决方案的任务，目前公司与现宝武集团及其关联方依然保持着较高的关联交易规模，近五年关联销售总额占总营收的比重维持在 40% 左右。

图表 34：公司关联销售总额及占总营收的比重（2014-2018）



来源：公司年报，国金证券研究所

4.盈利预测与估值

4.1 盈利预测：预计公司 2019-2021 年归母净利润 YoY 31.5%/30.3%/20.3%

收入假设：公司软件开发、服务外包及系统集成三项业务收入假设如下。

软件开发：软件开发业务包括信息化、自动化及其它，其中钢铁行业信息化及自动化需求是未来几年主要的增长驱动力。钢铁行业盈利回暖及集中度提升有望提振钢铁企业的信息化支出意愿，此外宝武集团作为钢铁行业并购整合的主要参与者，并购整合后会释放信息系统整合改造需求。

假设 2019-2021 年信息化、自动化及其它业务收入增速分别为 15%/20%/20%、45%/30%/25%、5%/5%/5%，则软件开发业务收入增速为 21.9%/19.9%/18.6%。

服务外包：服务外包业务包括 IDC 业务及运维业务，其中一线城市 IDC 需求是未来几年增长主要驱动力。公司依托宝钢股份在上海等地厂区方面的资源优势，能够实现相对较低的运营成本和较高的毛利率、上架率，未来增长确定性较高。

根据公司 IDC 业务规划，预计 2019-2021 年 IDC 业务收入增速为 39.6%/34.5%/19.9%，假设运维业务收入增速为 5%/5%/5%，则服务外包业务收入增速为 25.9%/24.8%/15.8%。

系统集成及其它：假设 2019-2021 收入增速为 5%/5%/5%。

毛利率假设：预计未来三年公司综合毛利率呈上升趋势，具体假设：软件开发业务中毛利率较高的信息化、自动化业务占比会持续提升；服务外包业务中，IDC 业务由于新机房投产、折旧等原因毛利率会有波动，运维业务基本维持稳定；系统集成业务毛利率基本维持稳定。

图表 35：公司各业务线盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
软件开发及工程服务				
营业收入 (亿元)	35.2	42.9	51.5	61.1
YoY		21.9%	19.9%	18.6%
毛利率	20.7%	22.7%	24.5%	25.4%
服务外包				
营业收入 (亿元)	16.9	21.3	26.6	30.7
YoY		25.9%	24.8%	15.8%
毛利率	45.0%	45.4%	44.2%	43.7%
系统集成				
营业收入 (亿元)	2.4	2.5	2.7	2.8
YoY		5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务				
营业收入 (亿元)	0.18	0.19	0.20	0.21
YoY		5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	92.3%	88.0%	88.0%	88.0%
总营收 (亿元)	54.7	66.9	80.9	94.8
YoY		22.3%	20.9%	17.2%
综合毛利率	27.9%	29.7%	30.7%	31.1%

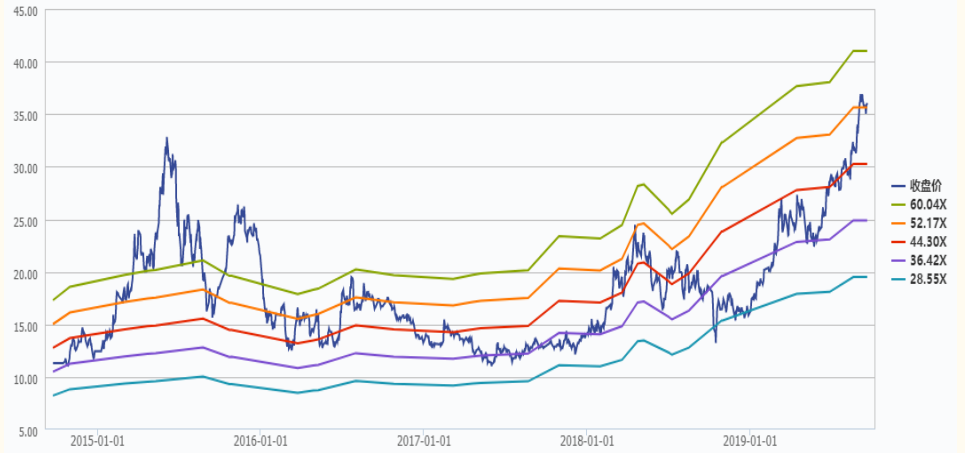
来源：wind，国金证券研究所

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 8.80/11.46/13.79 亿元，YoY 31.5%/30.3%/20.3%。

4.2 估值分析：给予公司 2020 年 42 倍 PE，对应目标价 42 元/股

参考公司 PE-Band，过去三年公司 PE 波动区间为 36-52 倍。综合参照可比公司光环新网及数据港一致预测盈利增速及估值，给予公司 2020 年 42 倍 PE，对应目标价 42 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36：公司 PE-Band (2015-2019)



来源：wind，国金证券研究所

图表 37：可比公司盈利预测及估值

公司	代码	EPS (元)			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
光环新网	300383.SZ	0.59	0.79	1.06	35.2	26.2	19.5
数据港	603881.SH	0.78	1.03	1.61	47.9	36.0	23.1
平均					41.5	31.1	21.3
宝信软件	600845.SH	0.78	1.00	1.21	47.4	36.4	20.2

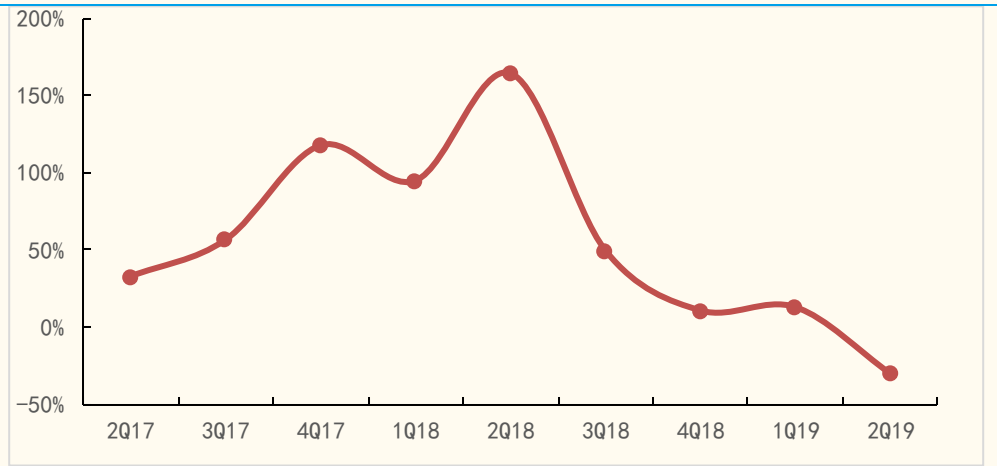
来源：wind，国金证券研究所（数据截止至 2019 年 9 月 25 日）

5. 风险提示

■ 互联网厂商 IDC 需求不及预期

由于收入增速放缓、IDC 资源库存消耗不及预期等原因，BAT 等国内大型互联网公司资本开支增速自 3Q18 以来持续下滑。互联网厂商是 IDC 行业主要需求方，如果其资本开支增速不及预期，则可能直接导致其 IDC 需求不及预期，进而可能导致公司 IDC 业务收入不及预期。

图表 38: BAT 合计资本开支增速放缓 (2Q17-2Q19)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 钢铁企业信息化支出不及预期

虽然钢铁行业供给侧改革以来大型钢企盈利有所回暖, 但根据兰格钢铁统计, 自 2018 年 11 月起综合钢价有所回落, 当前仍未恢复上涨趋势。若钢铁价格持续下行, 可能导致钢铁企业信息化支出意愿下降, 进而可能导致公司钢铁信息化业务受到影响。

图表 39: 兰格钢铁综合钢价 (元/吨) 有所回落



来源: wind, 国金证券研究所

■ IDC 建设节奏具有不确定性

公司未来 IDC 项目的规划以及已规划项目的建设进度、资源投放进度、机柜上架进度等均具有高度不确定性, 任何一项进度不及预期都有可能导致公司 IDC 业务收入不及预期。

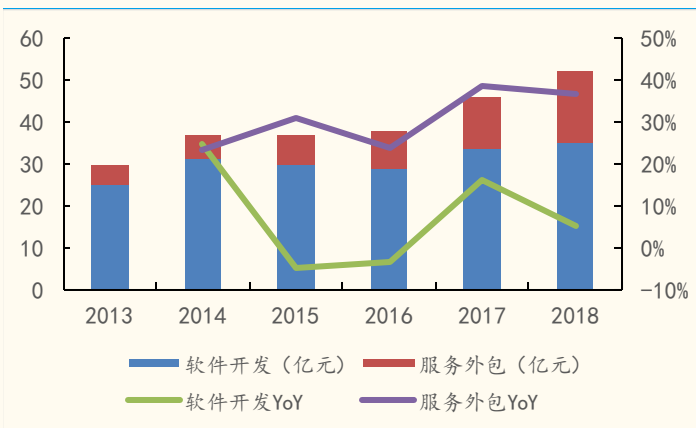
■ 关联交易销售额占比过高

目前公司与实际控制人宝武集团及其关联方依然保持着较高的关联交易规模, 近五年关联销售总额占总营收的比重维持在 40% 左右。如果未来来自宝武集团的业务需求下降, 可能导致公司相关业务收入不及预期。

附录 财务分析：IDC 业务占比持续提升，盈利水平、现金流状况大幅改善

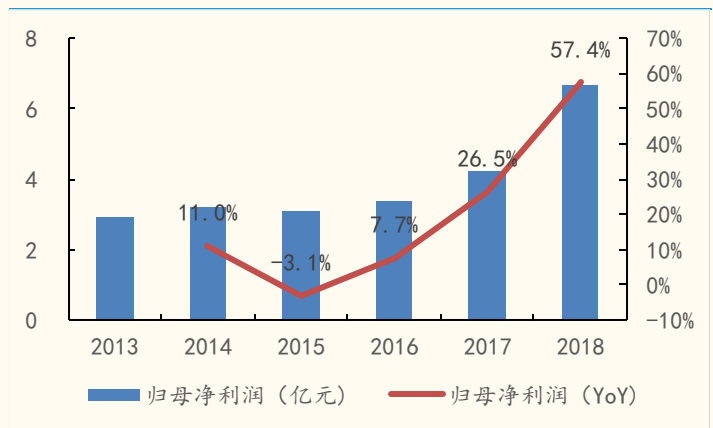
软件开发业务平稳发展，服务外包业务快速成长。2013-2018 年公司整体营收 CAGR 为 8.8%，增长相对平稳。拆分结构看，软件开发业务 5 年营收 CAGR 仅 6.9%，其中 2015、2016 年受钢铁行业供给侧改革影响营收连续两年下滑，至 2017 年起重回正增长轨道；服务外包业务 5 年营收 CAGR 为 30.5%，近两年在机柜资源快速释放下有所加速。从利润端看，公司 2013-2018 年归母净利润 CAGR 达 18.5%，其中 2017、2018 年受高毛利率的 IDC 业务放量以及费用率降低等因素影响，归母净利润分别实现了 26.7% 和 57.3% 的高增长。由于 IDC 为重投入业务，随着 IDC 业务快速发展，公司在建工程大幅上升、固定资产快速增加。

图表 40：公司主要业务收入增长情况 (2013-2018)



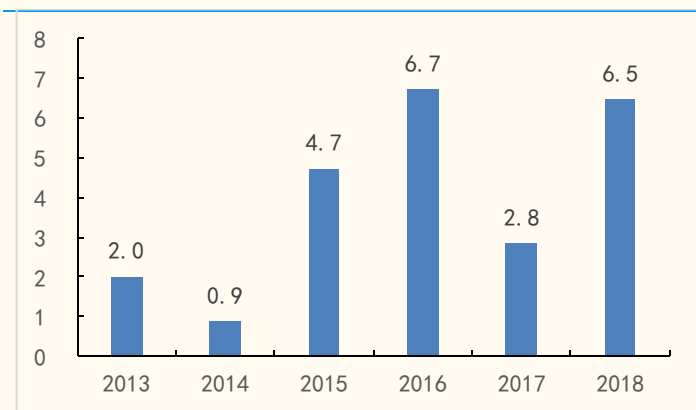
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 41：公司归母净利润快速增长 (2013-2018)



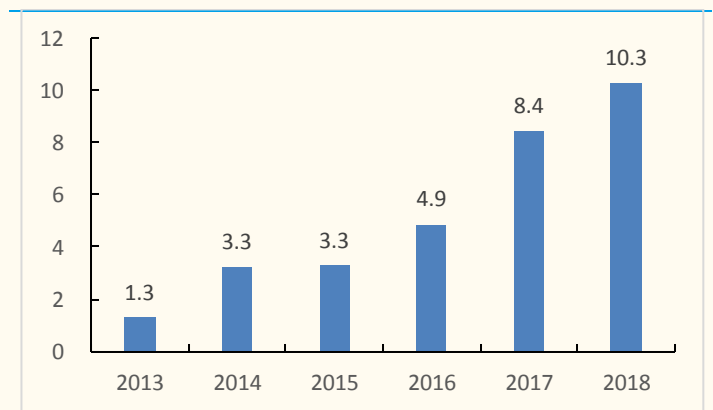
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 42：公司在建工程情况 (2013-2018，单位：亿元)



来源：公司年报，国金证券研究所

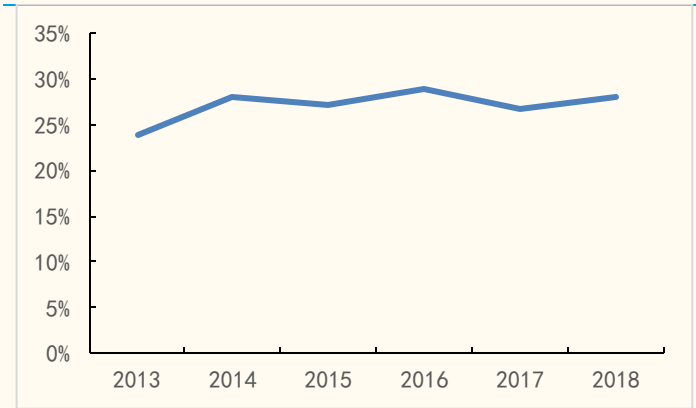
图表 43：公司固定资产情况 (2013-2018，单位：亿元)



来源：公司年报，国金证券研究所

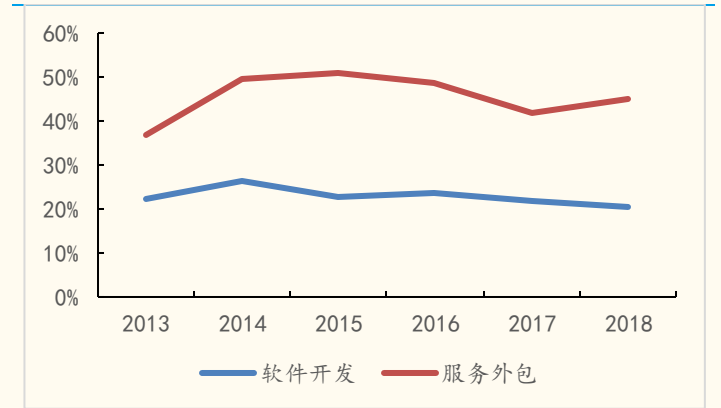
受益 IDC 业务占比提升，综合毛利率呈上行趋势。2013-2018 年，公司综合毛利率由 23.8% 提升至 27.9%，主要系高毛利的 IDC 业务在整体业务中的占比提升所致。分业务看，软件开发业务毛利率基本维持稳定，波动主要系不同毛利率的信息化、自动化以及工程服务业务占比波动导致；服务外包业务毛利率提升明显，波动主要系 IDC 业务整体上架率波动导致。

图表 44：公司综合业务毛利率 (2013-2018)



来源：公司年报，国金证券研究所

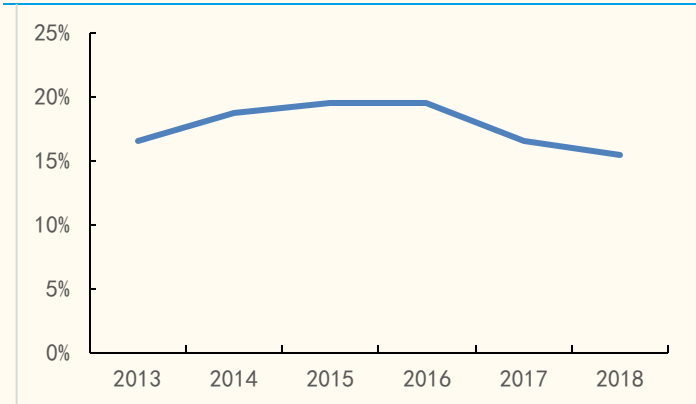
图表 45：公司软件开发及服务外包业务毛利率 (2013-2018)



来源：公司年报，国金证券研究所

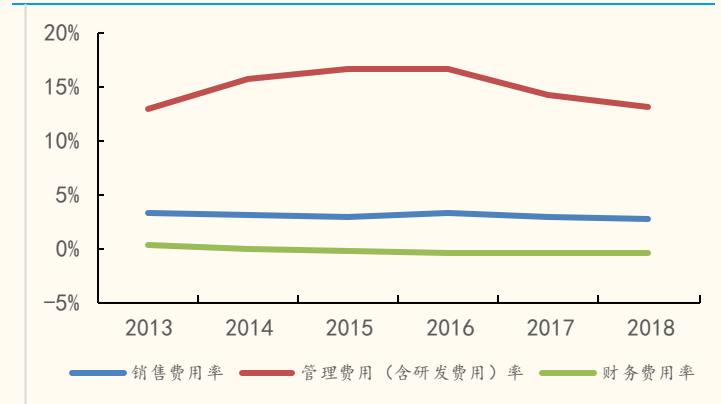
销售费用率、管理费用（含研发费用）率逐步下降。公司钢铁信息化业务具有较高行业知名度，且来自宝武集团内部订单较多，无需大规模市场推广；IDC 业务类型系批发型，销售费用相对较低，因此公司整体销售费率较低（2018 年仅 2.75%），且随业务规模扩大有进一步下降趋势。含研发费用在内的管理费用率也随业务规模扩大而逐步下降，主要系 IDC 业务无需过多研发投入（例如数据港 2018 年研发支出仅占营收 2.51%），因此随着 IDC 业务占比提升公司整体研发支出占比下降。同时，公司研发费用数倍于其它管理费用（2018 年研发费用 5.51 亿元、管理费用 0.88 亿元），因此随着研发支出占比下降，整体管理费用率也逐步下降。财务费用方面，由于公司现金流状况良好且资产负债率较低，公司年度财务费用可忽略，财务费用率维持稳定。

图表 46：公司期间费用率变化 (2013-2018)



来源：公司年报，国金证券研究所

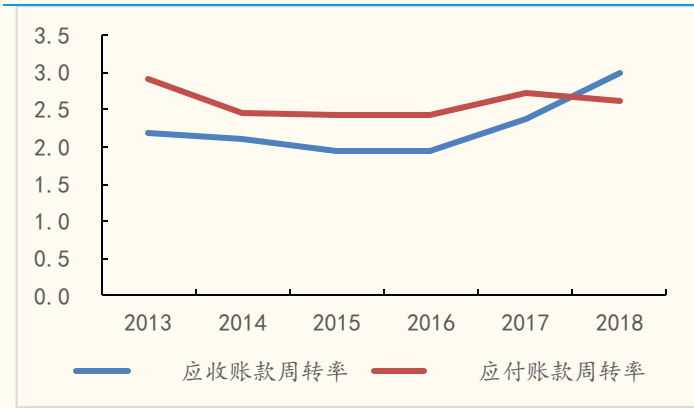
图表 47：公司各项费用率变化 (2013-2018)



来源：公司年报，国金证券研究所

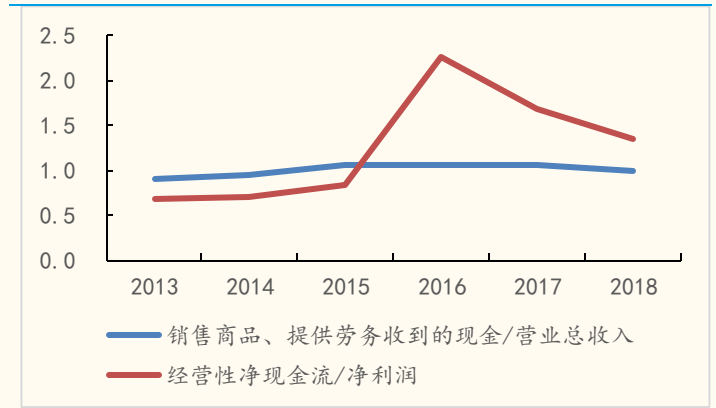
经营性净现金流状况良好。IDC 服务厂商普遍具有良好的现金回收能力，公司作为批发型 IDC 服务提供商现金流更加稳定。随着 IDC 业务占比提升，公司应收账款周转率增加（应付账款周转率基本维持稳定），现金流状况与 2013 年之前相比具有较大程度改善。自 2015 年起，公司年度销售商品提供劳务收到的现金流与营业收入之比维持在 1 左右，2016 年起经营性净现金流与净利润比维持在 1.3 以上。

图表 48：公司应收账款及应付账款周转率 (2013-2018)



来源：wind，国金证券研究所

图表 49：公司经营性现金流状况 (2013-2018)



来源：公司年报，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,960	4,776	5,471	6,693	8,090	9,481	货币资金	1,742	3,525	3,772	3,410	3,316	4,129
增长率	20.6%	14.6%	14.6%	22.3%	20.9%	17.2%	应收账款	2,403	2,338	2,250	2,677	3,121	3,523
主营业务成本	-2,817	-3,502	-3,942	-4,708	-5,607	-6,535	存货	745	638	614	645	737	824
% 销售收入	71.1%	73.3%	72.1%	70.3%	69.3%	68.9%	其他流动资产	212	161	228	389	414	436
毛利	1,143	1,273	1,529	1,985	2,482	2,946	流动资产	5,101	6,661	6,864	7,121	7,588	8,911
% 销售收入	28.9%	26.7%	27.9%	29.7%	30.7%	31.1%	% 总资产	74.6%	77.3%	72.7%	69.7%	66.3%	69.2%
营业税金及附加	-14	-16	-17	-20	-24	-28	长期投资	91	105	116	116	116	116
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,159	1,128	1,675	2,154	2,765	2,775
销售费用	-131	-139	-150	-179	-210	-242	% 总资产	16.9%	13.1%	17.7%	21.1%	24.1%	21.6%
% 销售收入	3.3%	2.9%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	444	635	741	797	947	1,038
管理费用	-664	-680	-171	-191	-218	-251	非流动资产	1,737	1,961	2,582	3,102	3,862	3,964
% 销售收入	16.8%	14.2%	3.1%	2.9%	2.7%	2.7%	% 总资产	25.4%	22.7%	27.3%	30.3%	33.7%	30.8%
研发费用	0	0	-551	-636	-769	-901	资产总计	6,838	8,622	9,445	10,223	11,451	12,875
% 销售收入	0.0%	0.0%	10.1%	9.5%	9.5%	9.5%	短期借款	10	10	20	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	335	438	639	959	1,261	1,524	应付款项	2,317	2,222	2,433	2,749	3,205	3,646
% 销售收入	8.4%	9.2%	11.7%	14.3%	15.6%	16.1%	其他流动负债	169	106	132	99	98	106
财务费用	20	24	26	35	34	37	流动负债	2,496	2,339	2,585	2,848	3,303	3,751
% 销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	长期贷款	1	1	0	0	0	0
资产减值损失	-14	-10	30	0	0	0	其他长期负债	94	1,374	89	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	2,591	3,713	2,674	2,849	3,304	3,752
投资收益	-10	9	8	8	8	8	普通股股东权益	4,149	4,784	6,614	7,165	7,873	8,769
% 税前利润	n.a	1.8%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	其中：股本	783	783	877	877	877	877
营业利润	330	507	785	1,002	1,302	1,569	未分配利润	1,778	2,063	2,535	3,020	3,727	4,624
营业利润率	8.3%	10.6%	14.4%	15.0%	16.1%	16.5%	少数股东权益	98	126	157	209	274	354
营业外收支	81	-4	-18	0	0	0	负债股东权益合计	6,838	8,622	9,445	10,223	11,451	12,875
税前利润	411	503	767	1,002	1,302	1,569	比率分析						
利润率	10.4%	10.5%	14.0%	15.0%	16.1%	16.5%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-46	-42	-54	-70	-91	-110	每股指标						
所得税率	11.2%	8.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	每股收益	0.429	0.543	0.763	0.771	1.005	1.209
净利润	365	461	713	932	1,211	1,459	每股净资产	5.297	6.107	7.539	8.167	8.974	9.996
少数股东损益	29	35	44	52	65	80	每股经营现金净流	1.055	0.989	1.099	0.903	1.519	1.872
归属于母公司的净利润	336	425	669	880	1,146	1,379	每股股利	0.130	0.170	0.382	0.450	0.500	0.550
净利率	8.5%	8.9%	12.2%	13.1%	14.2%	14.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.09%	8.89%	10.12%	12.28%	14.56%	15.73%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	4.91%	4.93%	7.08%	8.61%	10.01%	10.71%
净利润	365	461	713	932	1,211	1,459	投入资本收益率	6.98%	6.48%	8.74%	12.09%	14.39%	15.53%
少数股东损益	29	35	44	52	65	80	增长率						
非现金支出	146	197	207	209	235	253	主营业务收入增长率	0.57%	20.59%	14.56%	22.33%	20.87%	17.20%
非经营收益	18	5	-5	-12	-8	-8	EBIT 增长率	20.16%	30.90%	45.83%	50.13%	31.49%	20.85%
营运资金变动	298	112	50	-337	-106	-62	净利润增长率	7.45%	26.70%	57.34%	31.50%	30.26%	20.32%
经营活动现金净流	827	775	965	792	1,333	1,642	总资产增长率	7.23%	26.09%	9.54%	8.23%	12.01%	12.44%
资本开支	-584	-439	-623	-724	-996	-355	资产管理能力						
投资	-10	-13	-5	0	0	0	应收账款周转天数	186.1	153.7	121.7	115.0	110.0	105.0
其他	21	4	1	8	8	8	存货周转天数	101.3	72.1	57.9	50.0	48.0	46.0
投资活动现金净流	-572	-448	-627	-716	-988	-347	应付账款周转天数	151.0	134.1	138.7	138.0	138.0	138.0
股权募资	0	0	67	66	0	0	固定资产周转天数	45.0	64.5	68.7	55.6	51.4	44.3
债权募资	-67	1,600	-19	-109	0	0	偿债能力						
其他	-118	-140	-147	-396	-439	-483	净负债/股东权益	-40.76%	-45.73%	-55.41%	-46.24%	-40.71%	-45.26%
筹资活动现金净流	-186	1,460	-99	-438	-439	-483	EBIT 利息保障倍数	-16.9	-18.0	-24.4	-27.2	-37.5	-41.0
现金净流量	69	1,786	239	-362	-94	813	资产负债率	37.89%	43.06%	28.31%	27.86%	28.85%	29.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	10	26	32	48
增持	0	2	9	15	19
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.17	1.31	1.35	1.37

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH