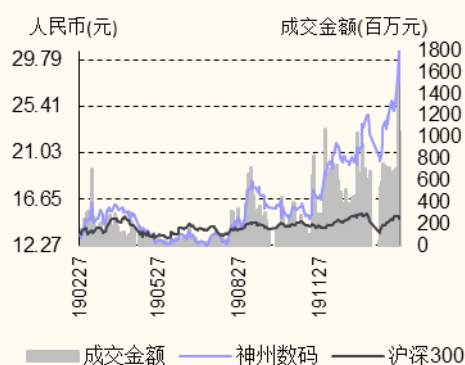


市场价格 (人民币): 28.37 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	6.54
已上市流通 A 股(亿股)	4.85
总市值(亿元)	180.85
年内股价最高最低(元)	30.65/20.21
沪深 300 指数	4073
深证成指	11498


**云服务及鲲鹏业务双引擎**
**公司基本情况 (人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	62,216	81,858	94,663	113,931	134,465
营业收入增长率	53.50%	31.57%	15.64%	20.35%	18.02%
归母净利润(百万元)	723	512	695	1,047	1,375
归母净利润增长率	79.03%	-29.12%	35.54%	50.81%	31.31%
摊薄每股收益(元)	1.11	0.78	1.06	1.60	2.10
每股经营性现金流净额	0.74	3.46	2.87	1.65	2.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.58%	13.34%	15.41%	18.83%	19.81%
P/E	20	17	19	18	13
P/B	4.22	2.29	2.88	3.34	2.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **坚定转型云服务, 稳居国内第一梯队。**公司 17 年开始全面转型 MSP 云管理服务业务, 目标是依托公有云 MSP 业务打通从上游海量云资源聚合到云增值服务的完整云服务价值链, 公司云业务近年来连续翻倍高速增长, 根据 IDC 报告, 公司 18 年云服务业务在国内排名第二。
- **云资源积累加深, 竞争优势明显。**公司自转型以来, 积极展开与各公有云厂商的合作, 公司是国内唯一 3A (阿里云、AWS、Azure) top 级合作伙伴。公司在头部客户中领先优势明显, 世界五百强在华公司多数为公司长期客户, 随着国内企业数字化转型加速, 公司正在将业务拓展至金融、政府等多个领域, 前景可期。
- **SaaS hosting 新业务推进, 类 SaaS 模式提升估值。**基于现有优势, 公司布局 SaaS Hosting 海外云托管业务, 引入海外 SaaS 厂商进入中国销售并与海外 SaaS 企业采取分成模式共享中国市场销售收入, 公司目前已落地及推进多条海外一、二线 SaaS 产品线进入中国, 新模式值得期待。
- **与市场认知不同点, MSP 业务具备壁垒且产品化程度在提升。**市场通常认为 MSP 业务技术壁垒较低, 是堆人头类集成业务, 实际 MSP 业务包含咨询、迁移、运维及云上解决方案开发等全过程, 提供全栈解决方案, 其次 MSP 业务在云环境中运行, 多数流程已高度产品化, 人均产能提升空间较大。
- **行业高增长且向头部聚集。**根据 IDC 预测数据, MSP 行业未来五年复合增长率超过 70%, 我们判断行业集中度将不断提升, 领军公司优势将不断加大。
- **华为鲲鹏生态核心合作伙伴。**公司已公告将在厦门投产基于鲲鹏的自主品牌服务器、PC 整机, 成为华为鲲鹏生态合作伙伴, 公司具备全国性分销网络优势, 同时有神州信息、神州控股在行业端及海外市场布局优势, 有望成长为鲲鹏体系内领先的整机厂商。

**盈利预测及估值分析**

- 公司近年来云业务高速增长, 预计公司 19-21 年净利润为 7.0、10.5、13.8 亿元, 同比增速为 35.54%、50.81%、31.31%, 分部估值给予公司 2020 年目标市值 257 亿元, 对应目标价 39.30 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示**

- 市场竞争风险; 云服务业务推进不如预期; 疫情影响经济下行风险。

翟炜

 分析师 SAC 执业编号: S1130520020005  
 zhaiwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、神州数码公司简介 .....	4
1.1 股权结构：股权结构较为集中 .....	4
1.2 经营业绩：经营状况良好，盈利能力不断提升 .....	4
二、助力企业客户数字化转型，全力开展云服务（MSP）业务 .....	5
2.1 云计算时代数字化转型前景广阔 .....	5
2.2 云服务（MSP）是数字化转型的必要途径 .....	5
2.3 国内外 MSP 市场分析 .....	6
三、神州数码助力客户数字化转型 .....	11
四、神州数码云服务优势 .....	12
4.1 广泛的云服务和厂商覆盖 .....	12
4.2 强大的云服务实力 .....	13
4.3 完备的的云服务牌照资质 .....	13
五、拓展 SaaS Hosting 商业模式 .....	14
5.1 发布 SaaS Hosting 联合运营解决方案 .....	14
5.2 渠道牌照运营能力三大优势铸就高壁垒，业务空间广 .....	14
5.3 助力 Palo Alto 安全云方案 Prisma Cloud 落地中国 .....	15
六、华为业务与 IT 分销业务持续推动经营量质齐升 .....	16
6.1 全方位与华为合作，伙伴关系由来已久 .....	16
6.2 打破传统认知，IT 分销业务边界扩张 .....	17
七、盈利预测及投资建议 .....	18
7.1 盈利预测 .....	18
7.2 投资建议及估值 .....	19
八、风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1：神州数码股权结构较为集中 .....	4
图表 2：2016-2019Q3 公司营收情况 .....	4
图表 3：2016-2019Q3 公司归母净利润情况 .....	4
图表 4：2016-2019Q3 毛利率和净利率变化情况 .....	5
图表 5：2016-2019Q3 主要费用率变化情况 .....	5
图表 6：全球云市场规模（单位：亿美元） .....	5
图表 7：云管理服务能力 .....	6
图表 8：中国云管理服务市场增速预测（单位：百万美元） .....	7
图表 9：中国云管理服务市场份额分析 .....	7
图表 10：四类云 MSP 特点对比 .....	8
图表 11：2017 及 2018 年 Gartner 云管理服务商魔力象限对比-1 .....	9
图表 12：2017 及 2018 年 Gartner 云管理服务商魔力象限对比-2 .....	10

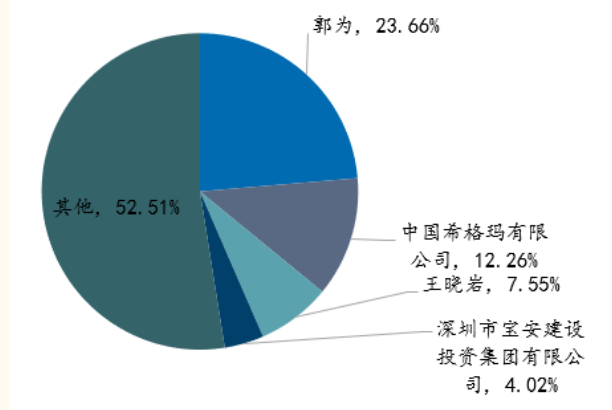
图表 13: 神州数码多云平台&混合云架构的 MSP 业务.....	11
图表 14: 神州数码多云平台&混合云架构的 MSP 业务.....	11
图表 15: 连接合作伙伴和用户.....	12
图表 16: 连接合作伙伴和用户.....	12
图表 17: 神州数码深度合作伙.....	13
图表 18: 神州数码云服务实力.....	13
图表 19: SaaS Hosting 联合运营解决方案.....	14
图表 20: SaaS Hosting 运营模式示意图.....	14
图表 21: SaaS Hosting 参考流程.....	14
图表 22: 神州数码 SaaS Hosting 业务三大壁垒.....	15
图表 23: Gartner 防火墙魔力象限领导者.....	15
图表 24: 神州数码与 Palo Alto 完成 SaaS Hosting 合作发布.....	15
图表 25: 神州数码与华为合作里程碑事件.....	16
图表 26: 鲲鹏整机业务毛利率有望提升.....	17
图表 27: 神州数码取得的部分华为认证.....	17
图表 28: 2016-2019H1 公司 IT 分销业务营收.....	18
图表 29: 2016-2019H1 公司 IT 分销业务毛利与毛利率.....	18
图表 30: 公司分业务营收预测 (单位: 亿元).....	19
图表 31: 公司毛利率预测.....	19
图表 32: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	20

## 一、神州数码公司简介

### 1.1 股权结构：股权结构较为集中

- 公司股权结构较为集中，前 5 大股东共持有公司 53.35% 的股权，其中郭为与中信建投基金定增 16 号资管计划为一致行动人，王晓岩是中国希格玛公司的实际控制人。

图表 1：神州数码股权结构较为集中



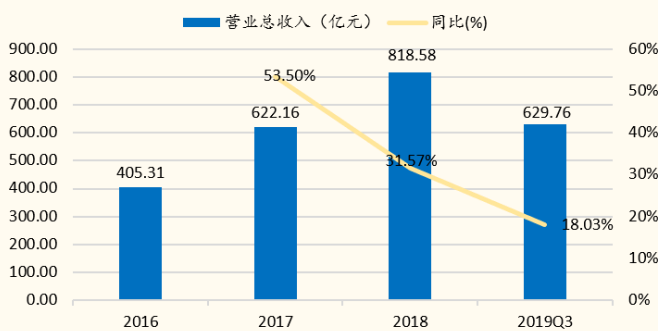
来源：wind，国金证券研究所

- 郭为先生是神州数码集团股份有限公司董事长。2000 年，联想科技、联想系统集成与联想网络公司从联想集团拆分，组成神州数码控股有限公司并于香港上市，郭为任 CEO，之后他成功领导神州数码转型为中国最大的 IT 整合服务提供商。

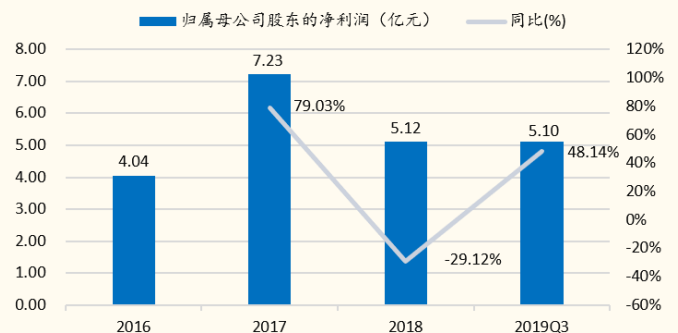
### 1.2 经营业绩：经营状况良好，盈利能力不断提升

- 2016 年，公司借壳深信泰丰回归 A 股，此后公司业绩保持持续增长态势，2019 年前三季度实现营业总收入 629.76 亿元，同比增长 18.03%。
- 2016-2019Q3，公司分别实现归母净利润 4.04、7.23、5.12、5.10 亿元，2018 年相比 2017 年下降主要原因为 2017 年企业并购产生较高营业外收入。近年来公司营业利润呈持续上升趋势，体现出公司经营状况稳定，盈利能力不断提升。

图表 2：2016-2019Q3 公司营收情况



图表 3：2016-2019Q3 公司归母净利润情况



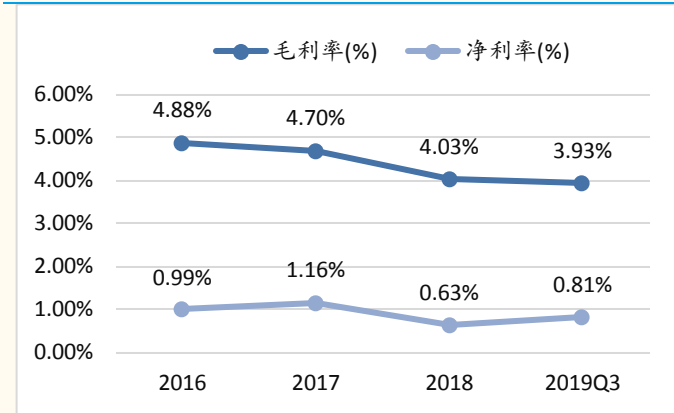
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 2016-2019Q3，公司毛利率和净利率处于基本稳定状态。当前 IT 分销仍贡献公司大部分营业收入，该业务具有明显的毛利率、净利率较低的特征，公司净利率在 1% 左右波动。未来随着利润率较高的云业务和华为业务体量提升，公司净利率有望提升。

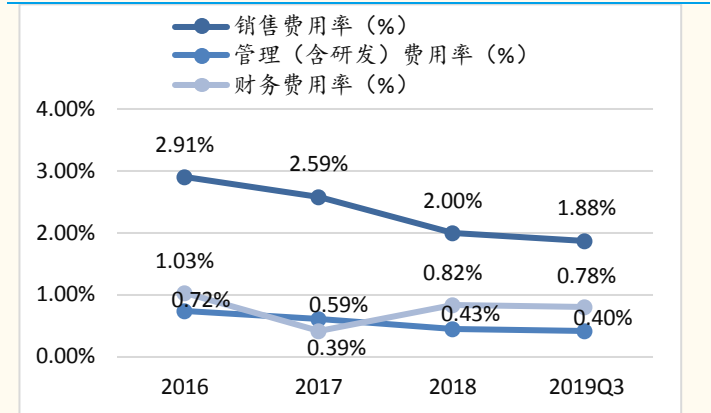
- 2016-2019Q3，公司主要费用率呈整体稳中有降的趋势，销售费用率逐年降低。同时，公司近年来亦不断提高研发投入，2018 年研发金额投入达到 1.17 亿元，同比增长 17.8%，在解决方案产品化方向取得了积极的进展。

图表 4：2016-2019Q3 毛利率和净利率变化情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2016-2019Q3 主要费用率变化情况



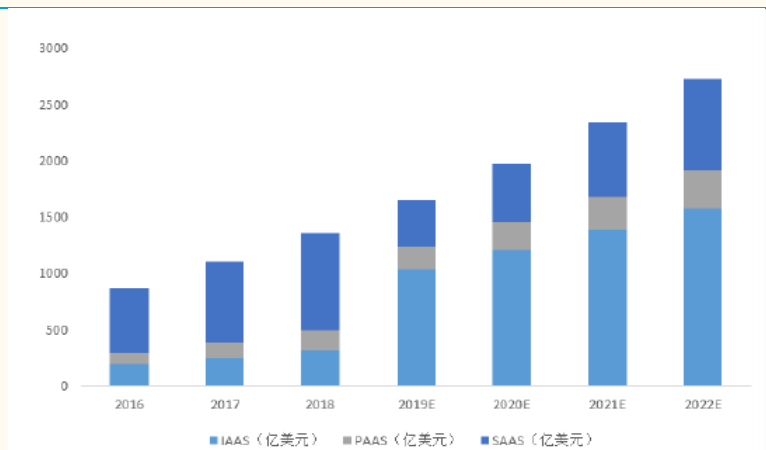
来源：wind，国金证券研究所

## 二、助力企业客户数字化转型，全力开展云服务（MSP）业务

### 2.1 云计算时代数字化转型前景广阔

- 全球云计算产业发展迅速。近年来，产业规模持续呈现快速扩张的趋势。Gartner 调查数据显示，2018 年全球公有云 (IaaS/PaaS/SaaS) 市场规模达到 871 亿美元，增长率为 23.01%；其中 IaaS 为 325 亿美元，PaaS 占 167 亿美元，SaaS 为 871 亿美元。预计到 2022 年市场规模将超过 2700 亿美元，预测期内的年平均增速在 20% 左右。
- 中国云计算市场增长快速，潜力巨大。2018 年我国云计算整体市场规模达 962.8 亿元，目前来看我国云计算市场规模不及全球规模的十分之一，远低于中国 GDP 占比，有确定性的增长空间，且增速高于全球平均水平。据 IDC 统计，2018 年我国云管理服务市场规模达 19.95 亿元，未来几年市场复合增长率在 70% 左右，到 2023 年市场规模将接近 300 亿元。

图表 6：全球云市场规模 (单位：亿美元)



来源：Gartner，国金证券研究所

### 2.2 云服务（MSP）是数字化转型的必要途径

- 云管理服务提供商（简称云 MSP）是全面承办具有云化需求的企事业单位的上云及后续云管理业务的专业机构。可靠的云 MSP 可以帮助企事业单位客户顺利完成数字化转型，高效开展云业务，实现跨平台管理。
- 云环境的复杂性要求云 MSP 这样的服务供应商全程参与上云过程，提供全

方位、个性化的专业运维服务（包括咨询、规划、迁移、部署、监控等），应具备三大要素：云管理平台（CMP）、自动化托管服务技术（要求有相应运维专家支持）、专业服务能力（向云迁移的咨询和实施服务）。

- 对于中大型企业而言，标准化的 SaaS 服务并不难解决其全部需求，在数字化转型的过程中，需要专业的第三方 MSP 服务商帮助它们实现传统架构的云化转型，同时根据企业需求，提供各类云上解决方案 ISV 服务。

图表 7：云管理服务能力

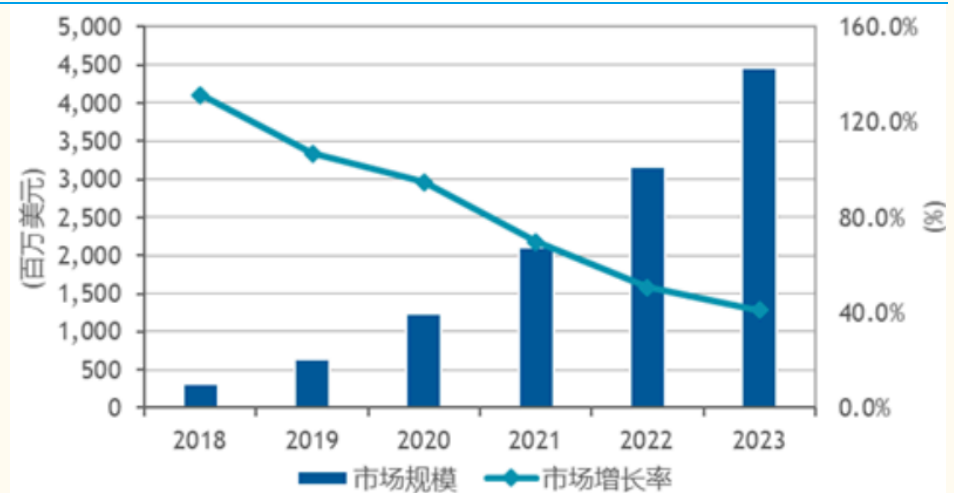


来源：埃森哲官网，国金证券研究所

### 2.3 国内外 MSP 市场分析

- 国内市场处于早期阶段，市场集中度不高，但市场提升空间大
  - 根据 IDC 统计，2018 年中国云管理服务市场规模达到 3.07 亿美元，其中云咨询规划、云迁移实施、云运维管理、云增值开发分别占据 4.8%、28.0%、44.2% 和 23.1% 的市场份额。中国云管理服务市场虽然起步不久，但已呈现出重塑 IT 服务市场格局的势头。
  - 中国企业数字化转型尚处于起步阶段，根据智研咨询数据，我国云计算市场规模只有美国的 10%，我国整体 IT 渗透率 6% 左右，低于世界 10% 的平均水平。当前，国内中大型企业上云尤其是公有云节奏相对较慢，国内 MSP 市场主要客户多为海外 500 强中国分、子公司，集中在快消、汽车、零售、餐饮等行业。随着中国企业数字化转型意识不断增强，金融、运营商、能源等各行业企业均纷纷开启上云之路。
  - 根据 IDC 的数据，2018 年中国云管理服务市场规模虽然只有 3.07 亿美金，但同比增长 131.4%，预计未来 5 年仍将保持高速增长，特别是未来两年，市场仍有望保持成倍增长。IDC 预计，2018-2023 年，整体市场复合增长率将达到 70.8%，2023 年市场规模将达到 44.6 亿美元。

图表 8：中国云管理服务市场增速预测（单位：百万美元）



来源：IDC 中国，国金证券研究所

- 当前中国云管理服务市场还比较分散，市场集中度不高，前八位服务商——数梦工场、神州数码（含云角）、中软国际、IBM、埃森哲、软通动力、驻云科技和安畅网络共同占据了 34.3% 的市场份额。无论是头部厂商，还是新兴厂商，未来均有很大的市场提升空间。

图表 9：中国云管理服务市场份额分析

2018年中国云管理服务市场服务商市场份额占比



来源：IDC 中国，国金证券研究所

- 云服务落地多个行业，应用场景多样
  - 在零售领域，通过对用户消费行为进行智能分析，制作客户画像，精准识别客户需求从而大幅度提升转化率。主要以提升消费者体验为核心，实现精准营销。
  - 在金融领域，借助大数据分析进行智能反欺诈预测和风险控制，以实现验证、反欺诈和授信等贷前评估工作、用户行为和市场情况等贷中监控以及还款记录、行为打分等贷后反馈工作，避免逆向选择，做好风险控制。
  - 在医疗领域，远程诊疗平台、辅助诊疗系统、医学影像分析等依靠图像识别技术大大提升一生的诊断效率，并在一定程度上提高医疗较为落后地区的诊疗能力。
- 国内 MSP 市场四类服务商群雄纷争

- 国内 MSP 服务商主要包括四类：**传统方案商、新兴云公司、传统分销商和传统 IT 咨询厂商**。云 MSP 相比项目型的云集成商需要为客户提供长期服务，因此要求更高的可信度，神州数码等前身为 IT 分销商的企业普遍拥有良好的上下游合作关系，较强的品牌影响力和资金实力，因此在转型 MSP 云服务方面具有先天优势。

**图表 10：四类云 MSP 特点对比**

MSP 服务商种类	类别一： 基于客户需求的传统方案商	类别二： 以技术见长的新兴云公司	类别三： 传统分销商	类别四： IT 咨询厂商
企业典型代表	太极、东华软件	FIT2CLOUD（飞致云）、云角、青云、华云、七牛云	神州数码、伟仕佳杰、海航科技、富通科技	埃森哲、凯捷
主要特点	传统方案商致力于为企事业单位提供互联网、系统集成、智能化等领域的解决方案。方案商的主营业务决定其相较另外两类 MSP 托管商，对客户具有更深刻的洞察，并有更强的问题解决能力，这有助于深入挖掘上云单位的个性化核心需求，提供更加契合客户需要的云托管服务。	云公司多成立于 2010 年前后（国家明确提出大力发展云事业），并在起步之初就将主营业务定位于提供各类云服务，因此这类企业相较传统分销商、方案商具有更系统的云业务承办经验。这类企业多处于初创期，资金、人才规模尚浅，凭借特色强势云技术或云产品吸引客户将是它们生存和竞争的基础。所以这类企业发展的一大重要途径就是通过兼并收购成为传统 IT 行业巨头的子公司或子部门，从而利用其资源优势迅速拓展市场。	传统 ICT 生产商、分销商成立早，资金实力雄厚，在业内有深厚的口碑和客户积累，有助于云托管业务迅速拓展。这些公司往往先经历云计算商、云服务商的短暂过渡期，才向 MSP 云托管商转型。这类公司一方面不断加快自身云科研进程，另一方面也会选择合作甚至收购专职云公司，以迅速形成自身的云核心竞争力。	随着传统 IT 架构向云架构变迁，自然而然业务延伸到 MSP 领域，对客户需求的理解深刻，咨询经验丰富

来源：公开资料，国金证券研究所

- 神州数码国内云服务市场主要竞争对手
  - 安畅网络**：2017 年起开始转型云 MSP 服务商，与阿里云、腾讯云、华为云、AWS 建立战略合作关系，启动 CloudLink 网络建设。2019 年 7 月参与信通院主导的首个云 MSP 国家标准制定。企业级客户超 2000 家，云管理平台覆盖功能 100+。公司目前实现了云 MSP 领域全栈技术覆盖，累积 300 多项认证。2019 年 3 月发布新版 CMPT 多云管理平台与工具，其中工具数量 30+，平台覆盖功能 100+。目前公司服务人员总数已经超过 500 人，服务客户超过 2000 家。
  - 数梦工场**：数梦工场创立于 2015 年 3 月，由阿里巴巴集团、银杏谷资本和光大实业资本等投资，定位于新型互联网平台开发和服务。公司在数据资源资产化、数据资产服务化、数据服务价值化过程中，运用人工智能技术并加持行业专家经验，实现过程智能和结果智能，提供在政务、城市、产业互联网领域全栈数据智能产品、解决方案和服务。2017 年 6 月，数梦工场获 A 轮融资，获得阿里巴巴集团、银杏谷资本和光大实业资本等投资，估值 10 亿美元。而在 2019 年 9 月完成 B 轮融资后，公司估值达 15 亿美元。
  - Bespin global**：Bespin Global 成立于 2015 年，并于 2017 年进入 Gartner 云管理服务厂商魔力象限。从产品服务特色来看，Bespin Global 可以提供客户所需的 SLA，并为客户达到 99.99% 的可用性。此外，公司依靠自主研发的 BSP 自动化云管理软件来为企业提供咨询、迁移、定制研发三方面服务。Bespin Global 于 2016 年进入中国市场，其在全球拥有 260 多家企业客户中中国客户就占近 100 个。Bespin Global 较早组建了中国区团队，并引进了君联资本这一本土资本来加速本土化进程。其在 2017 年获得的 1 亿元 A 轮融资，由君联资本领投、Altos Venturres 等其他三家机构跟投；第二轮是由新科电信联合体（STT）领投的 1.7 亿元融资。其在 2017 年总计获得超过 2.7 亿元融资金额，收入增长 13 倍。
- 海外 MSP 业务发展情况
  - 国相较于国内企业对于自主建设管理的 IT 系统的依赖性以及国内尚不成

熟的市场，海外市场早已出现了具有托管性质的 MSP 服务的原型，这些原型商家为企业提供 IT 系统代运维或者代管理数据中心基础设施等服务。海外 MSP 云服务发展更为成熟，在 Gartner 最新发布的 2018 年云管理服务供应商魔力象限所收录的 20 家市场顶尖云 MSP 中，以欧美发达国家为主要战略布局地区的就占 19 家。且财富五百强公司大多通过 MSP 供应商获得云服务，而非直接从公有云服务商处采购。

Gartner 魔力象限对上榜云 MSP 的要求是，在超大规模云 MSP 方面有深厚的技术专长，拥有功能强大的云管理平台，尽可能利用自动化的托管服务，能够交付针对云优化的解决方案（部署新的云原生应用程序或者迁移传统数据中心中原有的工作负载）。除了传统服务型大公司 Accenture, CSC, Infosys 之外，大多数 MSP 都是创业公司，如 CloudReach, DataPipe, 2nd Watch 等。传统产品型运维大公司，如 HP, IBM, BMC 等却都缺席此魔力象限。

图表 11: 2017 及 2018 年 Gartner 云管理服务供应商魔力象限对比-1



来源: gartner, 国金证券研究所

图表 12: 2017 及 2018 年 Gartner 云管理服务厂商魔力象限对比-2

利基者 (投机者)	多为集中在特定专业领域的新企业，其执行能力和前瞻性都明显弱于大型成熟厂商或供应商。这个象限的部分成员过去有出色记录，但面向区域市场。还有一部分是新入市场者，或者这个市场不是其核心市场者。这个象限企业目前没有条件在不远的将来取得广泛成功。		
	12 家	Wipro、Infosys、Capgemini、Cloudnexus、Bespinn Global、Cognizant、Nordcloud、REAN Cloud、HCL Technologies、Claranet (跌出)、CSC (跌出)、Bulletproof (跌出)	5 家 Cloudnexus、REAN Cloud、BESPIN GLOBAL、Nordcloud、AllCloud (新上榜)
挑战者	其作为成熟厂商在云平台建设、安防、数码平台等细分市场上业务比较成熟，市场执行能力很强。但在新市场的拓展上目前没有太多的发展计划的改变，因此前瞻性较差，发展不够快，无法突破主要地理区域或主要使用场景开展业务。		
	1 家	Melbourne IT (跌出)	6 家 Logicworks、2nd Watch、Smartronix、Infosys、DXC Technology (新上榜)、Onica (新上榜)
领导者	历来能成功交付使用云平台功能的高质量托管服务者。是兼具前瞻性和执行能力的行业领袖。		
	7 家	2nd Watch、Cloudreach、Smartronix、Accenture、Rackspace、Logicworks、Datapipe (跌出)	3 家 Accenture、Rackspace、Cloudreach
前瞻者	已为未来作好了充分准备，但缺乏过往出色记录。		
	0 家	/	6 家 HCL Technologies、Wipro、Capgemini、Cognizant、Deloitte (新上榜)、TaTa Consultancy Services (新上榜)

来源: gartner, 国金证券研究所

■ 我们的判断

- 基于对国内外 MSP 市场现状的分析，我们有以下判断：
- 云服务 (MSP) 业务并非堆人头业务，整个业务流程中很多环节都已产品化且产品化程度在不断提升。随着云计算落地进入深水区，云管理服务的内容也已不仅仅聚焦在云资源池的用量监控，成本统计优化，或基于少量代码重写的迁移和部署等“基础服务”上，而正在走向覆盖数据库、容器、微服务、应用系统等方面的“深度服务”，更加关注围绕业务和应用优化的更深层次需求，同时，利用 AI 和 DevOps 强化自动化和智能化运维能力，通过多云和混合云管理平台以及模块化服务能力，构建满足客户越来越多的多云选择需求，并积极布局深耕行业，正在成为云管理服务厂商们的重要布局 and 选择。显而，这也对云管理服务厂商的技术能力、服务能力提出了更高的挑战和要求。
- 中国企业数字化转型仍在起步阶段，行业增速将持续维持高位，龙头增速更快。在传统 IT 架构纷纷向云计算架构转型升级的大背景下，中国 IT 服务市场迎来了巨大的发展机遇。传统 IT 服务商积极转型、新兴服务商不断涌现，逐渐形成了中国云管理服务市场的生态系统，有望重塑 IT 服务市场格局。当前领先的云管理服务厂商中，新兴服务商和转型而来的 IT 服务商几近各半，市场份额不相上下，均存在较大的增长空间。预计未来几年，两大阵营厂商的角逐会日趋激烈，那些能够把握住云时代企业数字化转型痛点，真正帮助企业提升运营效率、实现业务创新和价值增值的服务商将会在未来竞争中胜出。
- MSP 服务是涉及咨询、迁移、长期运维、云上解决方案开发的全栈解决方案，创业型企业往往集中在某个环节做产品化，而大企业往往能提供全栈解决方案，创业型企业最终大部分难逃被并购或者站队巨头的命运。
- MSP 业务跟随云业务推进，具备天然高粘性属性，优先进入某些领域

和公司将形成先发优势，并且随着业务产品化程度的不断提高以及行业兼并重组的加速，我们判断 MSP 业务会从早期充分竞争的状态逐步向头部企业集中。而从 Gartner 全球魔力象限看，在海外较成熟的市场，埃森哲、Rackspace 等企业均保持了自己的领先优势，该业务具备头部效应。

### 三、神州数码助力客户数字化转型

- 根据 IDC 数字化转型阶段的定义，神州数码可以为处于不同数字化阶段的公司提供产品、解决方案和服务。神州数码是国内领先的独立第三方云服务及数字化方案提供商，拥有业内最强的多云及混合云架构服务和开发能力、最深厚的行业头部客户服务成功经验、最大的 To B 渠道网络覆盖，以及最广泛的云计算资源聚合。基于多云平台和混合云架构的服务能力，神州数码为客户提供咨询、迁移、运维、部署等专业 MSP 服务。

图表 13：神州数码多云平台&混合云架构的 MSP 业务



来源：公司官网，国金证券研究所

- 除了 MSP 服务之外，公司还可以根据需求为客户提供定制的云上解决方案 ISV 服务，公司具备产品化能力，亦可以提供私有云/混合云平台、特定 saas 等产品，同时，公司还具备私有云、专有云的建设能力，19 年曾与国都证券签订云服务协议，负责承担国都证券专有云建设、运维，实力强劲。

图表 14：神州数码多云平台&混合云架构的 MSP 业务

服务 (MSP)	方案 (ISV)	产品 (AGG)	混合云 专有云
业内先进的云托管服务提供商 (MSP)，为各行业、领域提供云专业化服务。	通过云计算/大数据/人工智能等技术为企业提供现代商业的全套解决方案 (ISV)。	综合提供市面上大多数云相关的产品，包括公有云资源，私有云/混合云平台，软件授权及 SaaS 服务等 (AGG)。	提供云计算、数据中心、IT 系统软硬件设备、IT 系统运营、信息安全、大数据分析等全方位的定制化服务和支持。

来源：公司官网，国金证券研究所

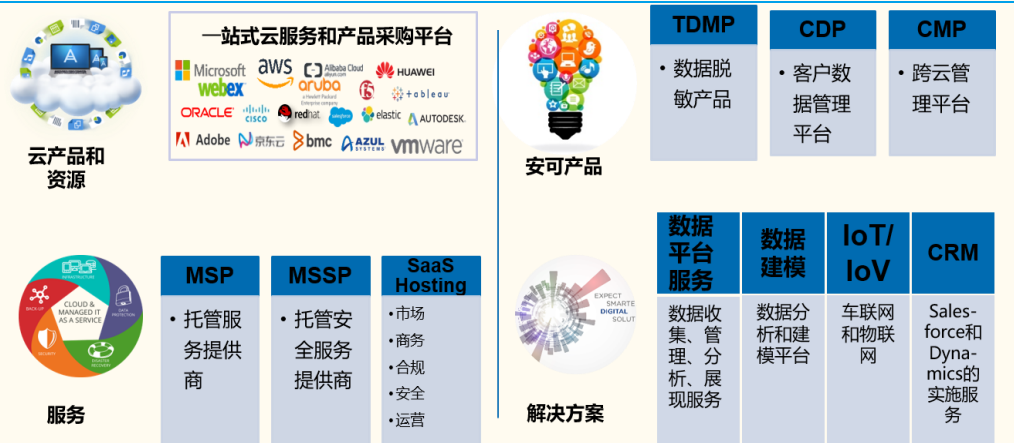
- 凭借自身强大的技术能力和渠道能力，公司跟业内大小公司形成了良好的合作伙伴关系，并为广大客户提供各类产品、服务以及解决方案。

图表 15：连接合作伙伴和用户



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 16：连接合作伙伴和用户



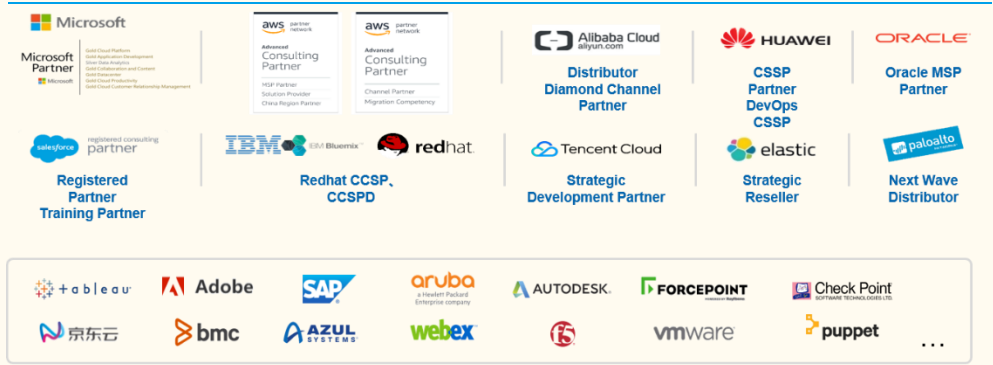
来源：公司官网，国金证券研究所

## 四、神州数码云服务优势

### 4.1 广泛的云服务和厂商覆盖

- 公司能够以高级合作伙伴的身份对接国内外主流的云服务、AI/IoT 及大数据厂商，与全球 80+主流云厂商建立了深度合作关系，构建了汇聚 120 余种主流 SaaS 资源、600 余家云生态合作伙伴资源的云资源池。

图表 17: 神州数码深度合作伙伴



来源：公司官网，国金证券研究所

### 4.2 强大的云服务实力

- 神州数码共有 500 多位技术人员持有多家云服务商相关资质。公司技术团队关注前沿的 IT 和云计算技术，公司拥有国内领先的云计算技术团队。

图表 18: 神州数码云服务实力

服务商	产品	认证/资质
	微软 Azure	 • Azure 解决方案架构专家 • Azure AZ-900 • Azure 203
	Office 365	• Office 365 L 100
	Dynamics	• MB2-716 Microsoft Dynamics 365 定制化和配置
	架构 DevOps	• AWS 专业架构 • AWS 专业 DevOps
	ACP	• 阿里云证书
		• HCS IT 解决方案
	IaaS	• Oracle 云平台 • Oracle 云架构解决方案
	IBM Bluemix™	 • IBM 云私人业务合作伙伴专家
		• 认证网络工程师
	CCSP	• Ceph 存储管理专家考试
		• Salesforce 管理员

来源：公司官网，国金证券研究所

### 4.3 完备的的云服务牌照资质

- 神州数码目前拥有完备的云服务牌照资质，包括：
  - IDC(含互联网资源协作服务) 经营许可 (IDC 牌照)
  - ISP 业务经营许可 (ISP 牌照)
  - 电信与信息服务业务经营许可 (ICP 牌照)
  - 国内多方通信服务业务许可 (多方通信牌照)
  - 工信部互联网资源协作服务经营许可 (云服务牌照)
  - 工信部可信云认证 (云主机)
  - 工信部可信云认证 (块存储)

- 网络文化经营许可
- ISO9001 质量管理体系认证
- ISO20000 信息技术服务管理体系认证
- ISO27001 信息安全管理体系统认证

## 五、拓展 SaaS Hosting 商业模式

### 5.1 发布 SaaS Hosting 联合运营解决方案

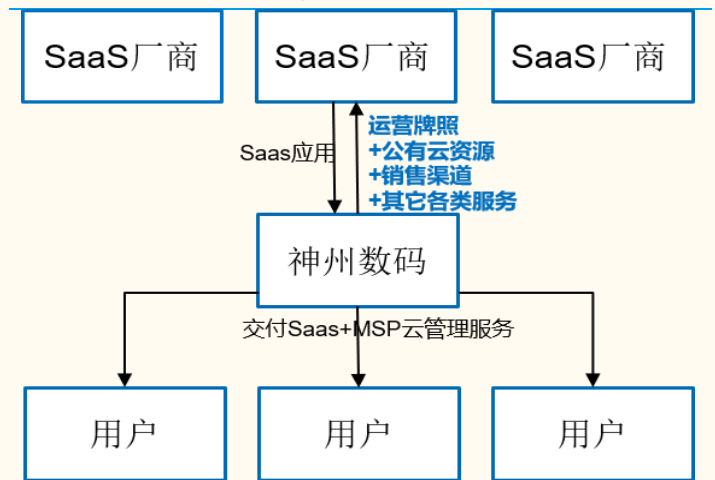
- 2019年8月，神州数码在其2019全球合作伙伴峰会上发布SaaS Hosting战略。联合运营（SaaS Hosting）业务是为了全球数千家SaaS企业更好的拓展中国市场，服务内地客户而推出的专项服务，主要包括合规性咨询、基础资源购买、应用部署、运维、ICP备案及牌照申请、运营系统搭建、400客户支持服务、商财务服务、客户成功服务等。

图表 19: SaaS Hosting 联合运营解决方案

优势	服务内容
全面的牌照资源	迅速进入国内市场
公有云资源覆盖国内外主流公有云厂商	选择最优的公有云及其他基础资源配置，让客户享受到更加高效、快捷、安全的云上服务
MSP领域丰富的经验和能力	解决客户交易、与国际云厂商结算等商财务问题
丰富的商财务及国际贸易运作经验	完善客户国内质量保障以及售后服务等相应体系的建设，实现国内安全业务合规运营

来源：公司官网，国金证券研究所

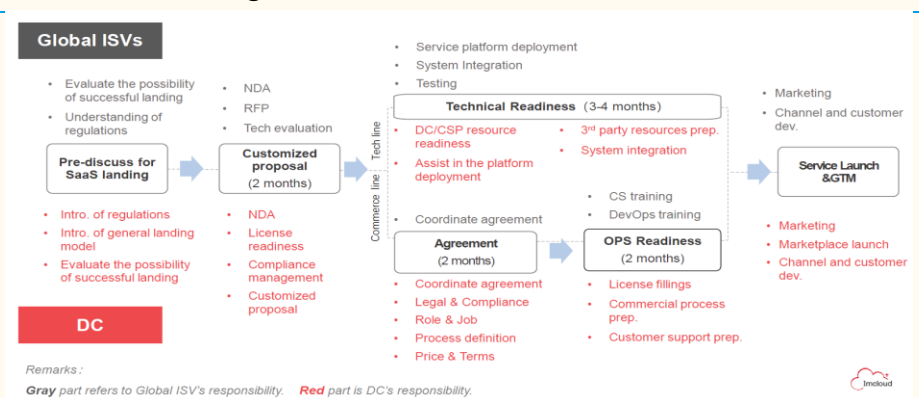
图表 20: SaaS Hosting 运营模式示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

- 海外 SaaS 市场广阔，各类型 SaaS 应用十分成熟，但大部分中小 SaaS 企业由于缺乏本地化经验及客户基础，且抗风险能力较弱，未能直接进入中国市场。神州数码作为中国分销行业龙头，具有巨大的渠道优势和 IT 品牌优势，积累了多行业优质客户资源，用户粘性高，渠道复用性强，因而赢得国外众多 SaaS 厂商的青睐，开启了与全球 SaaS 厂商全新的 SaaS Hosting 合作模式。

图表 21: SaaS Hosting 参考流程



来源：公司公告，国金证券研究所

### 5.2 渠道牌照运营能力三大优势铸就高壁垒，业务空间广

- 海外 SaaS 企业想在中国快速稳定地实现业务的拓展，有三个必要的条件：销售渠道、云计算牌照，本地化运营能力，而神州数码正是国内少有具备以上三个条件的服务商。
- 随着 PaloAlto 合作落地带来的良好示范效应逐渐显现以及国内企业 IT 服务需求不断丰富，未来神州数码有望逐步成为海外云业务入口，打造云服务“京东商城”，市场空间广阔。
- 我们预测公司 SaaS Hosting 业务将采取订阅收费模式，即参照国外 SaaS 厂商收入按 20%到 30%的比例提成，预计具有较高的利润率和壁垒。

图表 22：神州数码 SaaS Hosting 业务三大壁垒

	分销渠道	云计算牌照	云服务能力
神州数码	国内覆盖范围最广、生态规模最大（涵盖30000余家渠道合作伙伴）、运营效率最高的To B营销渠道网络，过去卖相关软硬件产品，现在卖SaaS服务，一脉相承	独立第三方运营，国内少数拥有 IDC（含互联网资源协作）、ISP、ICP云计算全牌照且能够对接所有主流云资源厂商的企业，与全球云资源提供商展开合作	SaaS托管、联合运营需要本地化的云运营服务能力，神州数码全面转型云服务，业务能力强大
其它运营商	伟仕佳杰等拥有较大分销渠道的分销商云服务能力低于神州数码	世纪互联（微软）、光环新网（AWS）等不能实现独立第三方运营	数梦工场等MSP公司基本不具有神州数码强大的分销渠道

来源：公司公告，国金证券研究所

### 5.3 助力 Palo Alto 安全云方案 Prisma Cloud 落地中国

- PaloAlto 是全球领先的网络安全公司，连续 8 年入选 Gartner 防火墙魔力象限领导者，在 2019 年 Gartner 魔力象限中处于行业领导地位。
- 2019 年 8 月，神州数码和 PaloAlto 共同宣布后者安全云方案 Prisma Cloud 将通过 SaaS Hosting 的方式服务中国客户，神州数码将对 Prisma Cloud 在中国的 SaaS 销售收入实现分成，随着越来越多的海外 SaaS 公司通过神州数码 SaaS Hosting 模式落地中国，神州数码将获得持续的类 SaaS 收入，从而使公司业务逻辑产生重大变化。

图表 23：Gartner 防火墙魔力象限领导者



来源：Gartner，国金证券研究所

图表 24：神州数码与 Palo Alto 完成 SaaS Hosting 合作发布



来源：公司官网，国金证券研究所

## 六、华为业务与 IT 分销业务持续推动经营量质齐升

### 6.1 全方位与华为合作，伙伴关系由来已久

- 神州数码与华为合作已久。双方在 2016 年便签署战略合作协议，共同宣布在行业云等领域展开全方位的战略合作，未来继续加强合作的基础十分深厚。2018 年 3 月，神州数码正式启动“大华为”战略，将分散在不同业务板块的华为业务进行整合，成立华为业务群，形成统一的前中后台，实现内部协同。2019 年 11 月率先宣布拟投资基于“鲲鹏”的国产服务器、PC 产线，与华为合作再上一个台阶。

**图表 25：神州数码与华为合作里程碑事件**

时间	事件
2016年前	作为华为规模最大总代理商之一与华为开展深度合作
2016年12月	签署战略合作协议，共同宣布在行业云等领域展开全方位的战略合作
2018年3月	神州数码成为华为全球总经销商，正式启动“大华为”战略，整合华为业务，成立华为业务群，形成统一的前中后台，实现内部协同。
2019年11月	成为国内首家宣布拟投资基于“鲲鹏”主板服务器、PC 产线的公司

来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据公司公告，基于华为“鲲鹏”生态，未来 2-5 年的时间，神州数码集团将在厦门建设创新可信的服务器和 PC 生产基地。目前国内服务器市场主要以 X86 架构为主，按出货量前三名厂商依次为浪潮、戴尔易安信和华为。X86 服务器业务整体利润率较低，我们认为主要原因有两点：第一 X86 架构下整机的各类核心零部件均来自国外，英特尔等公司较为强势，整机厂商缺乏话语权，利润空间被压缩；其二，X86 整机业务较为成熟，竞争较为激烈，同时品牌整机亦面临白牌机的竞争，部分厂家采取低价等措施争取市场份额，使得整体行业利润率偏低。
- 我们判断鲲鹏整机业务毛利率相较于 X86 整机业务将有明显提升，原因有二：其一，鲲鹏服务器为国产服务器，核心零部件均由国内厂家提供，尤其是占服务器成本最大部分的芯片由华为提供，华为有能力控制成本；其二，华为此前曾多次表态，将打造鲲鹏计算产业生态，华为将在未来几年投入 30 亿支持合作伙伴发展，从国际科技巨头的成长路径来看，发展生态，依托合作伙伴是其迅速壮大的重要途径，而华为此次打造全新鲲鹏计算体系，必然深知合作伙伴的重要性，华为有动力让利合作伙伴，带领合作伙伴共同成长。

图表 26：鲲鹏整机业务毛利率有望提升

预测产品线概况	
建设时间	1-3年
主要产品	双路服务器
产能	30万台
单价	5万元
毛利率 (参考浪潮与曙光毛利率上浮)	15%
毛利润	22.5亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

- 近年来，公司与华为在云计算等领域全面展开对接合作，共建从云到端的生态体系，公司已成为华为全球总经销商，认证服务商，认证级解决方案伙伴等多领域合作伙伴。近期，神州数码先后成为华为首批认证“优选级沃土数字平台集成交付伙伴”和首家“优选级 DevOps 平台合作伙伴”，并基于自身能力对鲲鹏生态产品进行了软件适配，与华为在更多前沿技术及核心业务领域展开更具价值的探索与实践。

图表 27：神州数码取得的部分华为认证

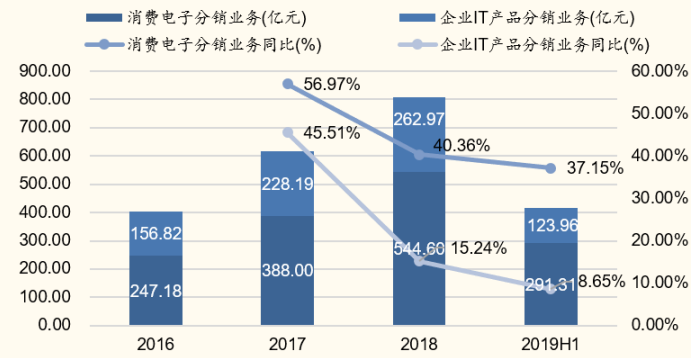
时间	认证	时间	认证
2019.10	成为华为首家优选级DevOps平台合作伙伴	2018.8	成为云软件服务合作伙伴
2019.9	首批“优选级沃土数字平台集成交付伙伴”	2018.8	成为大数据服务合作伙伴
2019.9	荣获华为全球优秀总经销商大奖	2018.3	成为华为全球总经销商
2019.8	成为华为云一级经销商	2017.7	通过华为CSSP认证

来源：国金证券研究所

## 6.2 打破传统认知，IT 分销业务边界扩张

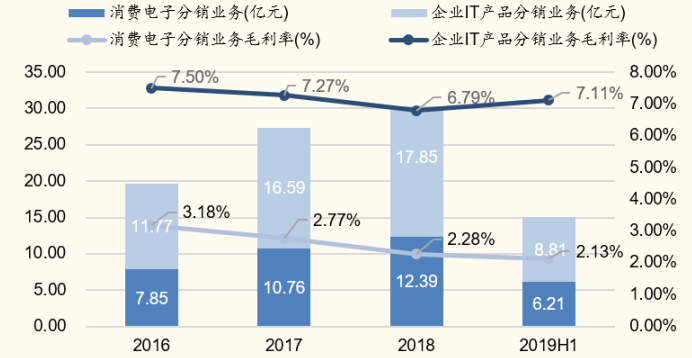
- 公司连续多年保持中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销和增值服务商地位。经过二十多年的积累，公司建立了国内覆盖范围最广（覆盖国内 1000 余座城市）、生态规模最大（涵盖 30000 余家渠道合作伙伴）、运营效率最高（存货周转率和资金成本等运营效率指标均显著高于行业平均水平）的 To B 营销渠道网络。
- 据公司 2019 半年报披露，公司传统 IT 分销业务营收持续保持较高速度增长，毛利率水平基本保持稳定。2019 年上半年营收超 800 亿元，份额稳居国内 IT 分销市场第一，毛利水平的持续增长，为公司各项业务的扩展提供了良好基础。由于公司 IT 分销业务占公司主营业务的比重较大，公司经营现金流入主要来源为公司的 IT 分销业务。受益于公司营业收入不断增长和公司存货与应收账款的周转率不断提升，公司经营现金流入呈现不断改善的趋势。

图表 28：2016-2019H1 公司 IT 分销业务营收



来源：wind，国金证券研究所

图表 29：2016-2019H1 公司 IT 分销业务毛利与毛利率



来源：wind，国金证券研究所

## 七、盈利预测及投资建议

### 7.1 盈利预测

#### 盈利预测假设及其必要的解释：

**IT 分销业务：**IT 分销业务是公司原有传统业务，经过二十多年的积累，公司建立了国内覆盖范围最广、生态规模最大、运营效率最高的 To B 营销渠道网络，在国内市场地位较为稳定，考虑公司龙头地位及分销边界的不断扩大，该业务的营收在未来几年有望保持稳定增长，预计 19-21 年该业务营收同比增速分别为 15%、14%、13%。

**云服务业务：**公司是国内领先的独立第三方云管理服务及数字化方案提供商，全面覆盖公有云、私有云、混合云以及专有云领域，为企业客户提供从 IaaS、PaaS 到 SaaS 层面的各类产品、服务及企业数字化解决方案，云管理服务业务发展空间巨大，根据独立第三方机构 IDC 调查预测数据，该行业未来几年预计复合增速 70%，公司作为行业龙头，且与移动云等达成合作关系，预计 19-21 年该业务同比增速分别为 110%、100%、100%。

**自主品牌、其他业务：**公司的自主品牌和其他业务在营收总额中占比较小，随着公司的稳步发展，预计 19-21 自主品牌业务营收同比增速分别为 10%、8%、5%，其他业务营收同比增速分别为 10%、10%、8%。

**鲲鹏整机业务：**公司自 20 年开始推进鲲鹏整机业务，根据产业调研和公司产线投资规划，预计 20 年公司将销售 10 万台双路服务器，单价 5 万元，21 年销售 15 万台双路服务器，单价 5 万元，30 万台 PC，单价 0.6 万元，则该业务在 20 年、21 年分别可以实现营收 50 亿元、93 亿元。

**图表 30：公司分业务营收预测（单位：亿元）**

单位：亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
IT 分销	616.19	807.57	928.71	1058.72	1196.36
YoY		31.06%	15.00%	14.00%	13.00%
自主品牌	3.88	5.10	5.61	6.06	6.36
YoY		31.47%	10.00%	8.00%	5.00%
云服务	2.02	5.81	12.20	24.40	48.80
YoY		187.41%	110.00%	100.00%	100.00%
其他业务	0.07	0.10	0.11	0.12	0.13
YoY		41.29%	10.00%	10.00%	8.00%
鲲鹏业务				50.00	93.00
YoY					86.00%
合计	622.16	818.58	946.63	1139.31	1344.65
YoY	53.50%	31.57%	15.64%	20.35%	18.02%

来源：Wind，国金证券研究所

### 毛利率假设：

公司加速云服务转型，同时缩减传统分销业务中毛利率较低的部分，而增加毛利率较高的增值分销业务；公司云服务业务持续增长，但由于云服务业务中毛利率较低的公有云转售业务占比较高，云服务业务毛利率整体呈显现下降趋势；公司自主品牌及其他业务不是主要业务，预计毛利率基本保持稳定；根据前文分析，我们预计公司整机业务毛利率相较于传统 X86 整机业务毛利率有所提升。综上，随着高毛利的云服务业务和鲲鹏整机业务占比不断提升，预计 19-21 年公司毛利率分别为 4.27%、5.08%、5.58%。

我们预计公司 2019 年全年毛利率较 2019 年前三季度毛利率有一定幅度提升，主要因为业务结算因素，前三季度相对低毛利率业务结算较多导致毛利率波动。

**图表 31：公司毛利率预测**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
IT 分销	4.44%	3.74%	3.91%	4.16%	4.25%
自主品牌	31.46%	26.47%	26.14%	26.14%	26.21%
云服务	33.31%	22.89%	21.06%	19.08%	17.46%
其他	21.47%	44.00%	43.49%	43.49%	43.39%
鲲鹏业务				15.00%	15.00%
综合	4.7%	4.03%	4.27%	5.08%	5.58%

来源：Wind，国金证券研究所

### 费用率假设：

公司传统 IT 分销业务较为成熟，企业云管理服务业务发展空间广阔，但考虑公司推出多项新产品，需持续进行人员投入，预计费用率基本保持稳定。

综上，暂不考虑鲲鹏业务带来的业绩增量，预计公司 19-21 年营收为 946.63、1139.31、1344.65 亿元，净利润为 7.0、10.5、13.8 亿元，同比增速为 35.54%、50.81%、31.31%。

## 7.2 投资建议及估值

### ■ 云服务业务

公司云服务业务体量与一级市场企业数梦工场相当，2019 年 9 月，数梦工场科技有限公司宣布完成 B 轮融资，金额达 6 亿元人民币，由浙江省国企改革发展基金和浙商创投联合主投，此次 B 轮融资后数梦工场科技有限公司估值达到 15 亿美元。除此之外，知名云 MSP 公司 Bepin Global 曾在 2018 年 10 月宣布获得 5.3 亿元 B 轮融资，预计投后估值亦达到数十亿人民币。

我们预计神州数码 2019 年云服务业务净利润约为 0.8 亿元,2020 年云服务业务带来的净利润约为 2 亿元,同比增速 150%,保守给予云服务业务 PEG0.33,得出该部分业务 50 倍 PE。综合考虑与公司竞争对手数梦工厂在一级市场的估值,给予公司云服务业务 20 年 100 亿估值。

#### ■ IT 分销业务

预计神州数码 2019 年分销业务可实现净利润 5.5 亿元,2020 年实现净利润 6.3 亿元。选取同样从事分销业务的深圳华强、英唐智控、力源信息作为对标,给予公司分销业务 20 年 13 倍 PE,给予公司分销业务 20 年 82 亿估值。

图表 32: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300131.SZ	英唐智控	4.97	0.23	0.33	0.44	22	15	11
000062.SZ	深圳华强	12.81	0.70	0.81	0.96	20	16	13
300184.SZ	力源信息	6.86	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值						21	16	12

来源: Wind, 国金证券研究所

#### ■ 华为鲲鹏业务

据公司与厦门市政府的合约及业务规划,未来几年,神州数码集团将在厦门建设创新可信的服务器和 PC 生产基地。生产线主要产品是华为基于 ARM 架构的双路服务器,根据产业调研及公司投产计划,预计 2020 年公司服务器出货量 10 万台,参考双路服务器市场价格约 5 万/台,则 2020 年鲲鹏业务收入预计 50 亿元。由于华为 ARM 架构服务器主要软硬配件为国产,预计利润率水平初期会明显高于 X86 整机业务,参考浪潮信息、紫光股份、中科曙光等公司 X86 整机业务利润水平,预计公司鲲鹏整机业务毛利率将在 25%左右,净利率在 3%左右。浪潮信息 2020 年万得一致预期估值为 47 倍,我们参考浪潮信息给予公司鲲鹏服务器业务 20 年 50 倍估值,给予公司华为鲲鹏业务 20 年 75 亿估值。

综上,给予公司 20 年目标市值 257 亿元,对应目标价 39.30 元,首次覆盖给予“买入”评级。

## 八、风险提示

- **市场竞争风险。**公司分销、云服务以及鲲鹏服务器业务均面临一定的市场竞争，其中云服务和鲲鹏服务器业务属于市场早期，竞争较为激烈，随着相关行业不断发展，预计会有更多竞争者加入，若出现更有竞争力的竞争者或盲目采取低价策略的无序竞争者等情况，将会对公司经营产生不利影响。
- **云服务业务推进不如预期。**我国企业数字化转型处于早期阶段，目前中大型企业转型进度较为领先的往往为世界五百强公司在华分支机构，国内金融、政府等多个行业上云进度相对落后，可能影响公司云服务业务发展速度。
- **疫情影响经济下行风险。**当前新冠病毒所引起的肺炎疫情尚未出现明确拐点，各行业复工进展较为缓慢，若疫情持续时间较久，对经济将产生较为严重的负面影响，各行业上云进度也将随之放缓。

**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	
<b>主营业务收入</b>	<b>40,531</b>	<b>62,216</b>	<b>81,858</b>	<b>94,663</b>	<b>113,931</b>	<b>134,465</b>	货币资金	1,143	1,674	1,618	2,800	3,367	3,974	
增长率		53.5%	31.6%	15.6%	20.4%	18.0%	应收账款	7,218	8,598	10,028	10,010	11,652	13,127	
<b>主营业务成本</b>	<b>-38,554</b>	<b>-59,291</b>	<b>-78,562</b>	<b>-90,621</b>	<b>-108,142</b>	<b>-126,962</b>	存货	4,580	6,756	6,507	7,448	8,622	9,809	
%销售收入	95.1%	95.3%	96.0%	95.7%	94.9%	94.4%	其他流动资产	2,666	2,039	2,148	2,264	2,517	2,839	
<b>毛利</b>	<b>1,977</b>	<b>2,925</b>	<b>3,296</b>	<b>4,041</b>	<b>5,789</b>	<b>7,504</b>	流动资产	15,608	19,067	20,301	22,522	26,157	29,749	
%销售收入	4.9%	4.7%	4.0%	4.3%	5.1%	5.6%	%总资产	91.6%	78.6%	78.1%	79.5%	81.8%	83.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-68</b>	<b>-90</b>	<b>-82</b>	<b>-104</b>	<b>-148</b>	<b>-202</b>	长期投资	334	1,124	1,321	1,323	1,328	1,327	
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	固定资产	214	241	485	633	641	648	
<b>销售费用</b>	<b>-1,178</b>	<b>-1,613</b>	<b>-1,634</b>	<b>-2,064</b>	<b>-3,019</b>	<b>-3,967</b>	%总资产	1.3%	1.0%	1.9%	2.2%	2.0%	1.8%	
%销售收入	2.9%	2.6%	2.0%	2.2%	2.7%	3.0%	无形资产	675	3,515	3,492	3,472	3,450	3,419	
<b>管理费用</b>	<b>-293</b>	<b>-368</b>	<b>-259</b>	<b>-275</b>	<b>-433</b>	<b>-565</b>	非流动资产	1,429	5,206	5,684	5,808	5,810	5,791	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	%总资产	8.4%	21.4%	21.9%	20.5%	18.2%	16.3%	
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-89</b>	<b>-97</b>	<b>-114</b>	<b>-228</b>	<b>-363</b>	<b>资产总计</b>	<b>17,037</b>	<b>24,273</b>	<b>25,985</b>	<b>28,330</b>	<b>31,967</b>	<b>35,539</b>	
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	短期借款	4,721	8,357	9,267	9,324	9,435	9,081	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>439</b>	<b>766</b>	<b>1,224</b>	<b>1,485</b>	<b>1,961</b>	<b>2,408</b>	应付款项	7,367	10,475	10,374	11,842	13,933	16,047	
%销售收入	1.1%	1.2%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	其他流动负债	673	770	684	744	1,048	1,394	
<b>财务费用</b>	<b>-417</b>	<b>-244</b>	<b>-674</b>	<b>-659</b>	<b>-654</b>	<b>-639</b>	流动负债	12,762	19,602	20,325	21,910	24,416	26,522	
%销售收入	1.0%	0.4%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	长期贷款	1,460	1,160	1,710	1,810	1,890	1,975	
<b>资产减值损失</b>	<b>174</b>	<b>22</b>	<b>-17</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	其他长期负债	165	153	104	103	99	99	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	14,386	20,915	22,139	23,823	26,405	28,596	
<b>投资收益</b>	<b>254</b>	<b>-159</b>	<b>59</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,648</b>	<b>3,350</b>	<b>3,841</b>	<b>4,507</b>	<b>5,562</b>	<b>6,942</b>	
%税前利润	51.0%	n.a	8.9%	3.8%	2.2%	1.7%	其中：股本	654	654	654	654	654	654	
<b>营业利润</b>	<b>461</b>	<b>491</b>	<b>641</b>	<b>850</b>	<b>1,327</b>	<b>1,789</b>	未分配利润	-475	247	717	1,411	2,458	3,834	
营业利润率	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%	少数股东权益	3	8	5	0	1	1	
<b>营业外收支</b>	<b>37</b>	<b>362</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,037</b>	<b>24,273</b>	<b>25,985</b>	<b>28,330</b>	<b>31,967</b>	<b>35,539</b>	
<b>税前利润</b>	<b>498</b>	<b>853</b>	<b>662</b>	<b>873</b>	<b>1,349</b>	<b>1,811</b>	<b>比率分析</b>		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	1.2%	1.4%	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-95</b>	<b>-129</b>	<b>-145</b>	<b>-183</b>	<b>-301</b>	<b>-435</b>	每股收益	0.617	1.105	0.783	1.062	1.601	2.103	
所得税率	19.1%	15.2%	22.0%	21.0%	22.3%	24.0%	每股净资产	4.049	5.122	5.873	6.891	8.503	10.613	
<b>净利润</b>	<b>403</b>	<b>723</b>	<b>516</b>	<b>690</b>	<b>1,048</b>	<b>1,376</b>	每股经营现金净流	3.412	0.739	3.460	2.874	1.650	2.380	
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>404</b>	<b>723</b>	<b>512</b>	<b>695</b>	<b>1,047</b>	<b>1,375</b>	<b>回报率</b>							
净利率	1.0%	1.2%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	净资产收益率	15.25%	21.58%	13.34%	15.41%	18.83%	19.81%	
							总资产收益率	2.37%	2.98%	1.97%	2.45%	3.28%	3.87%	
							投入资本收益率	3.96%	5.01%	6.41%	7.47%	8.98%	10.13%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	8748.37%	53.50%	31.57%	15.64%	20.35%	18.02%	
							EBIT增长率	N/A	74.54%	59.93%	21.32%	31.98%	22.80%	
							净利润增长率	1545.10%	79.03%	-29.12%	35.54%	50.81%	31.31%	
							总资产增长率	3720.21%	42.47%	7.05%	9.02%	12.84%	11.17%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	29.9	41.2	35.8	33.5	32.5	31.0	
							存货周转天数	22.2	34.9	30.8	30.0	29.1	28.2	
							应付账款周转天数	18.0	27.5	26.1	25.8	25.5	25.0	
							固定资产周转天数	1.9	1.1	0.8	0.5	0.3	0.2	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	189.85%	233.57%	243.31%	184.89%	143.03%	101.97%	
							EBIT利息保障倍数	1.1	3.1	1.8	2.3	3.0	3.8	
							资产负债率	84.44%	86.17%	85.20%	84.09%	82.60%	80.46%	

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	0	1	2	3	10
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.23</b>

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