

## 智能制造和 IDC 双驱动，业绩增长超预期

### 投资要点

- **业绩总结:** 2020H1, 公司实现营收 34.2 亿元, 同比增长 21.2%; 实现归母净利润 6.6 亿元, 同比增长 67.7%; 实现净经营性现金流入 8 亿元, 同比增长 44.9%。
- **收入端: 智能制造和 IDC 双驱动, 带动公司营收增长超预期。** 2020 年上半年: 1) 收入方面: 软件开发业务实现营收 22.1 亿元, 同比增长 27%, 主要原因是软件开发及工程服务业务部分项目完成完工验收; 服务外包业务实现营收 11.7 亿元, 同比上升 32%; 系统集成设备业务实现营收 0.35 亿, 同比下降 40%。2) 营收结构: 软件开发及工程服务收入占比 65%; 服务外包收入占比为 34%, 占比进一步提升, 主要由 IDC 业务的高增长所驱动; 系统集成业务收入占比延续下滑, 占比为 1%。
- **利润端: 公司盈利能力持续增强, 费用率有所下降。** 2020 年上半年: 1) 利润率方面: 公司毛利率为 35.5%, 同比增加 2.8pp; 净利率为 19.9%, 同比增加 4.1pp, 主要受益于高盈利水平的 IDC 业务快速增长。分产品来看, 软件开发和服务外包毛利率分别同比增加 1.7pp 和 4.5pp, 系统集成业务毛利率同比下降 3.9pp。2) 费用率方面: 公司销售费用率为 2.1%, 同比下降 0.9pp; 管理费用率为 3.2%, 同比下降 0.4pp; 研发费用率为 9%, 同比下降 0.6pp。公司研发费用有所提升, 为 30.8 亿元, 同比增长 18.3%。
- **IDC 业务从上海逐渐向全国布局, 全年业绩可期。** 作为批发型 IDC 运营商, 公司深度绑定大用户群, 合同期限长, 公司的批发型业务导向的优势是能确定性的地保持较高的上架率。2019 年公司参投的武汉大数据产业园第一期项目已开始建设, IDC 全国布局先落一子。公司将继续深耕上海“主场”, 然后通过武汉、南京等二线核心城市 IDC 业务拓展, 以点带面进行全国业务扩张, 期待后续全国范围内的扩张速度。我们预计公司 IDC 业务将逐渐进入放量阶段, IDC 业务高增长的驱动下, 有望带动公司实现股价和业绩的戴维斯双击。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.17 元、1.56 元、2.02 元, 未来三年归母净利润复合增长率有望达 38%。考虑到公司业绩超预期, 钢铁信息化景气上升、IDC 业务深耕“上海”市场和二线核心城市开启加速扩张、一线城市 IDC 资源的稀缺性, 我们保守给予公司 2020 年 70 倍 PE 估值, 对应目标价格 81.9 元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** IDC 能耗指标获取不达预期; 在建 IDC 项目进度或 IDC 全国扩张不达预期; 受宏观经济影响传统业务订单量不达预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6849.04	9201.92	11888.64	14983.64
增长率	25.19%	34.35%	29.20%	26.03%
归属母公司净利润(百万元)	879.34	1354.69	1807.30	2329.18
增长率	31.42%	54.06%	33.41%	28.88%
每股收益 EPS(元)	0.76	1.17	1.56	2.02
净资产收益率 ROE	12.72%	16.50%	19.12%	21.14%
PE	88.05	57.15	42.84	33.24
PB	10.96	9.26	8.09	6.98

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅  
执业证号: S1250517050002  
电话: 021-58351932  
邮箱: cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.56
流通 A 股(亿股)	8.36
52 周内股价区间(元)	31.29-78.02
总市值(亿元)	774.26
总资产(亿元)	133.82
每股净资产(元)	5.67

### 相关研究

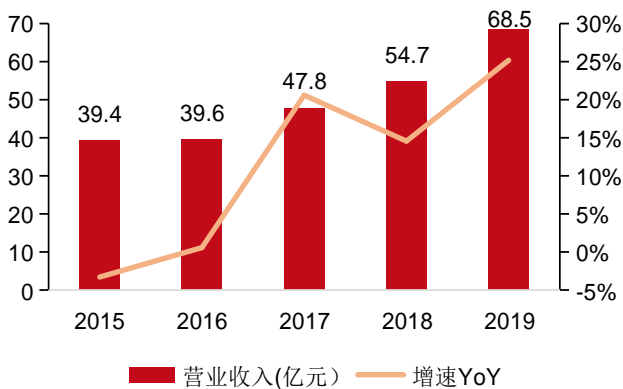
1. 宝信软件(600845): 钢铁洪流泛云化, IDC 扩张蓄势待发 (2020-06-11)

## 1 公司是国内工业信息化和 IDC 领域的双料龙头企业

宝信软件成立于 2001 年，系宝钢股份控股的上市软件企业。公司起初致力于钢铁行业信息化改造，其工业软件在钢铁行业的市占率位居国内第一。而后公司立足智能制造领域科技创新，向智慧城市及云计算产品及服务进行延伸。近些年，公司一方面努力贯彻推动“工业 4.0”与“中国制造 2025”战略，引领中国工业化与信息化的深度融合，推动进制造企业从信息化、自动化向智慧制造迈进；另一方面，持续强化智慧城市领域的开拓，努力推动智慧城市创新。此外，公司于 2013 年切入 IDC，IDC 业务已成为公司发展的第二曲线。在业务推进过程中，公司逐步形成以信息化业务、自动化业务、智能化业务及新一代信息基础设置及服务（IDC）四大业务板块，产品与服务遍及钢铁、交通、医药、有色、化工、金融、水利水务等多个行业。

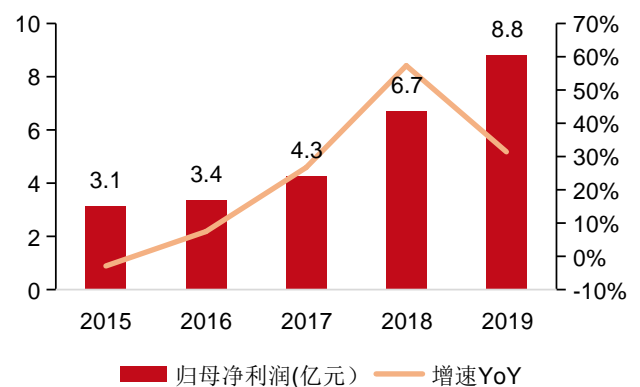
**公司营业收入持续稳定增长，净利润增速高于营收增速。**回顾公司近五年业绩情况：2015-2019 年，公司营业收入由 39.4 亿元增长至 68.5 亿元，五年内复合增长率约 11.7%；其中，2019 年同比增长 25.2%，2015-2019 年，公司归母净利润由 3.1 亿元增长至 8.8 亿元，复合增长率约为 23%；其中，2019 年同比增长 31.4%。近两年公司净利润增速加快，主要原因是：1）2018 年以来公司深耕的钢铁行业景气度提升，行业的自动化及信息化需求带动公司 MES 类等较高毛利业务快速增长；2）受益于数据流量的持续快速增长，公司 IDC 业务板块业务规模持续扩大，上架率持续攀升，营收迎来高速增长期。**2020 年上半年：**公司实现营收 34.2 亿元，同比增长 21.2%；其中，Q1 营收同比下降 7.4%，系受新冠疫情影响部分业务确认收入较少所致。Q2 营收大增带动上半年整体收入上行，主要因为第二季度首钢等客户收入的确认，以及根据会计准则对上一年同期报表进行重述调整。2020H1，公司实现归母净利润 6.6 亿元，同比增长 67.7%。

图 1：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司近五年归母净利润及增速

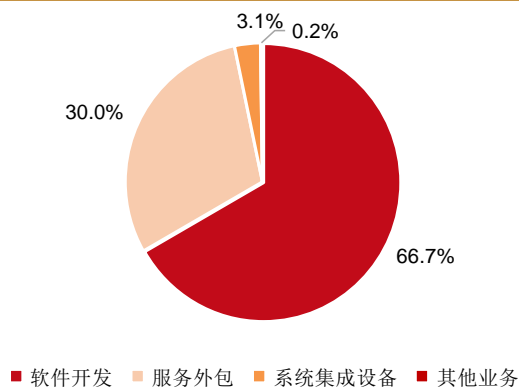


数据来源：公司公告，西南证券整理

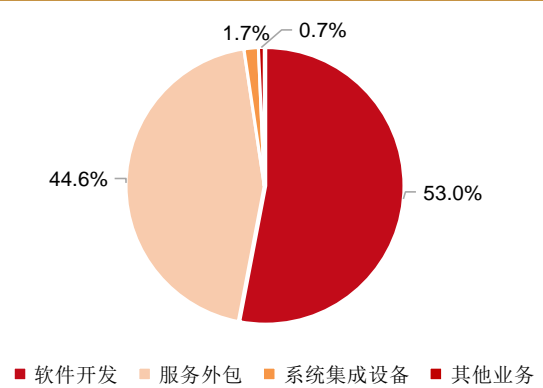
**从营收结构来看**，公司主营业务包括软件开发及工程服务、服务外包和系统集成业务。2015-2019 年，公司软件开发及工程服务占比从 76% 下降至 67%，业务占比虽呈现下降趋势，但目前仍然是公司营收的主要来源；服务外包业务占比从 18% 提升至 30%，主要因为服务外包板块中 IDC 业务规模持续扩大，上架率持续攀升带来收入高增长。2020H1，公司软件开发及工程服务实现收入 22.1 亿元，同比增长 26.7%，收入占比 65%；服务外包收入为 11.7 亿元，同比增长 31.6%，收入占比为 34%，占比进一步提升；系统集成收入为 0.35

亿元，同比下降 40.3%，收入占比为 1%。公司营收结构的变化系公司主动战略转型调整业务布局的结果，服务外包板块中 IDC 业务将逐渐成为公司营收增长的第二引擎。

从毛利结构来看，2019 年软件开发及工程服务毛利率为 23.9%，毛利润占比约 53%；服务外包业务毛利率为 44.7%，毛利润占比约 45%，系统集成业务毛利率为 16.6%，毛利润占比约 2%。2020H1，公司软件开发及工程服务毛利率为 27.8%，同比小幅提升，毛利润占比约 51%；服务外包业务毛利率约 50%，同比提升约 4.5pp，毛利润占比约 48.6%，同比提升 2pp；系统集成业务毛利率约 10%，出现大幅下降，同比下降 3.9pp。伴随后续 IDC 业务的持续扩张，公司的盈利结构有望持续得到优化。

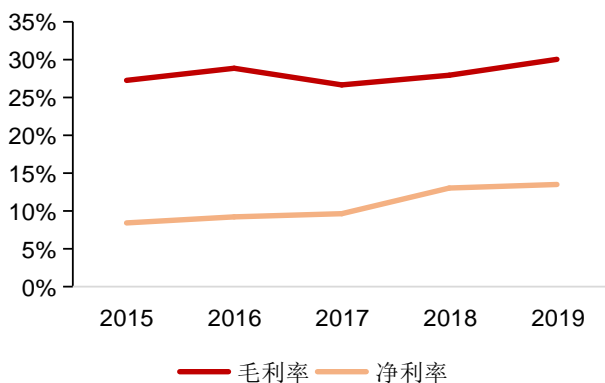
**图 3：公司 2019 年主营业务结构情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

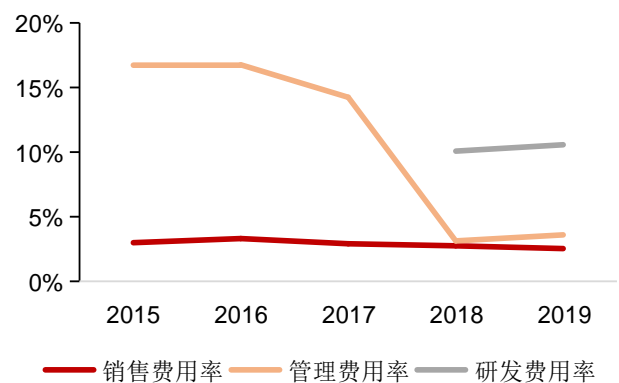
**图 4：公司 2019 年主营业务毛利占比**


数据来源：Wind，西南证券整理

公司盈利能力持续提升，研发投入力度逐渐加强。1) 利润率方面：2019 年，公司毛利率为 30%，同比增加 2.1pp；净利率为 13.5%，同比增加 0.5pp。2020H1，公司毛利率为 35.5%，同比增加 2.8pp；净利率为 19.9%，同比增加 4.1pp。公司毛利率和净利率的不断提升，主要受益于高盈利水平的 IDC 业务快速增长，提升公司利润率水平中枢。2) 费用率方面：2019 年，公司销售费用率为 2.5%，近些年公司销售费用率持续降低；管理费用率为 3.6%，研发费用率为 10.6%，同比来看有所提升。2020H1，公司销售费用率为 2.1%，同比下降 0.9pp；管理费用率为 3.2%，同比下降 0.4pp；研发费用率为 9%，同比下降 0.6pp。

**图 5：公司毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：公司费用率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：钢铁行业 2019 年 CR10 集中度 36.4%，行业兼并重组加速，集中度将进一步提升。母公司宝武钢铁集团继收购马钢、重钢之后仍继续进行收购整合，公司作为集团下信息化系统建设最大受益人，订单保持高速增长；钢铁信息化部分整体毛利率较高，将带动软件开发及工程业务板块整体毛利率上升，假设未来三年毛利率水平有所提升，维持在 25%-27% 区间。

假设 2：IDC 业务扩张顺利，云计算需求继续保持高速增长，机柜交付及上架率爬坡保持正常速度。高毛利 IDC 业务的增长将带动服务外包业务收入占比和毛利率逐年提升。我们预计公司服务外包板块未来三年整体毛利率水平维持在 47%-48% 区间。

假设 3：我们预计系统集成业务占比有所收窄，其他业务发展保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
软件开发 及工程服务	收入	45.70	61.69	80.20	101.86
	增速	29.8%	35.0%	30.0%	27.0%
	毛利率	23.9%	25.8%	26.0%	26.3%
服务外包	收入	20.55	28.77	37.40	46.75
	增速	21.6%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	44.7%	47.0%	47.3%	47.6%
系统集成	收入	2.09	1.36	1.09	1.03
	增速	-13.7%	-35.0%	-20.0%	-5.0%
	毛利率	16.6%	14.0%	13.0%	12.0%
其他业务	收入	0.15	0.20	0.20	0.20
	增速	-13.7%	29.2%	0.00%	0.00%
	毛利率	90.5%	90.5%	90.5%	90.5%
合计	收入	68.49	92.02	118.89	149.84
	增速	25.2%	34.4%	29.2%	26.0%
	毛利率	30.0%	32.4%	32.7%	32.9%

数据来源：Wind，西南证券

### 2.2 相对估值

我们从软件开发和 IDC 领域选取四家主流公司作为可比公司。2019 年，四家公司平均 PE 为 53 倍，2020 年平均 PE 为 90 倍，高于公司目前的估值水平。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.17 元、1.56 元、2.02 元，未来三年归母净利润复合增长率有望达 38%。考虑到公司业绩超预期，钢铁信息化景气上升、IDC 业务深耕“上海”市场和二线核心城市开启加速扩张、一线城市 IDC 资源的稀缺性，我们保守给予公司 2020 年 70 倍 PE 估值，对应目标价格 81.9 元，上调至“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603881.SH	数据港	85.50	0.52	0.62	1.12	1.77	72.43	135.75	75.04	47.69
300738.SZ	奥飞数据	48.33	0.88	0.87	1.15	1.53	39.34	55.75	41.96	31.66
600588.SH	用友软件	43.00	0.72	0.91	1.24	1.64	60.11	130.65	102.61	78.20
000977.SZ	浪潮信息	36.14	0.88	0.87	1.15	1.53	41.78	39.57	29.17	22.06
平均值							53.42	90.43	62.20	44.90

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.20 收盘）

### 3 风险提示

IDC 能耗指标获取不达预期；在建 IDC 项目进度或 IDC 全国扩张不达预期；受宏观经济影响传统业务订单量不达预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6849.04	9201.92	11888.64	14983.64	净利润	924.87	1424.83	1900.88	2449.78
营业成本	4791.83	6221.01	8002.22	10049.12	折旧与摊销	278.07	298.92	358.94	407.90
营业税金及附加	17.33	26.67	33.54	41.93	财务费用	-38.16	6.56	8.32	10.15
销售费用	173.48	200.87	247.63	304.61	资产减值损失	-15.46	-16.09	-18.21	-17.05
管理费用	969.95	1196.25	1533.63	1917.91	经营营运资本变动	-906.81	-249.69	-429.54	-600.67
财务费用	-38.16	6.56	8.32	10.15	其他	644.52	-25.89	-50.66	52.16
资产减值损失	-15.46	-16.09	-18.21	-17.05	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>887.03</b>	<b>1438.64</b>	<b>1769.73</b>	<b>2302.27</b>
投资收益	1.05	4.79	4.08	3.81	资本支出	-225.41	-900.00	-620.00	-620.00
公允价值变动损益	-0.28	-0.18	-0.20	-0.21	其他	-744.94	-1.77	7.57	3.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-970.35</b>	<b>-901.77</b>	<b>-612.43</b>	<b>-616.84</b>
<b>营业利润</b>	<b>1003.77</b>	<b>1571.26</b>	<b>2085.38</b>	<b>2680.58</b>	短期借款	0.02	-20.02	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.23	-28.93	-28.93	-28.93	长期借款	-0.15	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1002.54</b>	<b>1542.33</b>	<b>2056.46</b>	<b>2651.65</b>	股权融资	-90.48	312.32	0.00	0.00
所得税	77.66	117.50	155.57	201.87	支付股利	-335.13	-368.28	-592.46	-805.86
净利润	924.87	1424.83	1900.88	2449.78	其他	-275.38	4.02	7.59	8.15
少数股东损益	45.53	70.14	93.58	120.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-701.11</b>	<b>-71.96</b>	<b>-584.87</b>	<b>-797.70</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>879.34</b>	<b>1354.69</b>	<b>1807.30</b>	<b>2329.18</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>-782.83</b>	<b>464.90</b>	<b>572.44</b>	<b>887.73</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3139.63	3604.53	4176.97	5064.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3226.35	4392.12	5596.39	7078.45	销售收入增长率	25.19%	34.35%	29.20%	26.03%
存货	776.76	1076.92	1469.44	1807.09	营业利润增长率	27.81%	56.54%	32.72%	28.54%
其他流动资产	40.90	52.68	66.14	81.65	净利润增长率	29.72%	54.06%	33.41%	28.88%
长期股权投资	199.11	199.11	199.11	199.11	EBITDA 增长率	24.87%	50.90%	30.69%	26.34%
投资性房地产	2.59	8.44	7.41	6.95	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1897.76	2597.74	2957.69	3268.69	毛利率	30.04%	32.39%	32.69%	32.93%
无形资产和开发支出	113.79	92.77	71.76	50.74	三费率	5.57%	15.25%	15.05%	14.90%
其他非流动资产	870.79	793.44	712.91	635.94	净利率	13.50%	15.48%	15.99%	16.35%
<b>资产总计</b>	<b>10267.68</b>	<b>12817.76</b>	<b>15257.81</b>	<b>18193.30</b>	ROE	12.72%	16.50%	19.12%	21.14%
短期借款	20.02	0.00	0.00	0.00	ROA	9.01%	11.12%	12.46%	13.47%
应付和预收款项	2622.89	3747.99	4781.99	5961.36	ROIC	22.45%	28.42%	30.89%	33.69%
长期借款	0.25	0.25	0.25	0.25	EBITDA/销售收入	18.16%	20.40%	20.63%	20.68%
其他负债	355.43	434.66	532.28	644.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2998.59</b>	<b>4182.89</b>	<b>5314.52</b>	<b>6606.09</b>	总资产周转率	0.69	0.80	0.85	0.90
股本	1140.37	1155.62	1155.62	1155.62	固定资产周转率	5.57	5.17	5.15	5.66
资本公积	2585.98	2883.05	2883.05	2883.05	应收账款周转率	3.47	3.46	3.40	3.38
留存收益	3400.32	4386.74	5601.58	7124.90	存货周转率	6.30	6.14	6.12	6.06
归属母公司股东权益	7064.60	8360.24	9575.08	11098.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.78%	—	—	—
少数股东权益	204.49	274.63	368.21	488.81	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7269.09</b>	<b>8634.87</b>	<b>9943.29</b>	<b>11587.21</b>	资产负债率	29.20%	32.63%	34.83%	36.31%
负债和股东权益合计	10267.68	12817.76	15257.81	18193.30	带息债务/总负债	0.68%	0.01%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.51	2.26	2.20	2.18
					速动比率	2.24	2.00	1.91	1.90
					股利支付率	38.11%	27.19%	32.78%	34.60%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.76	1.17	1.56	2.02
					每股净资产	6.11	7.23	8.29	9.60
					每股经营现金	0.77	1.24	1.53	1.99
					每股股利	0.29	0.32	0.51	0.70
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1243.68	1876.73	2452.64	3098.63					
PE	88.05	57.15	42.84	33.24					
PB	10.96	9.26	8.09	6.98					
PS	11.30	8.41	6.51	5.17					
EV/EBITDA	58.84	39.27	29.82	23.31					
股息率	0.43%	0.48%	0.77%	1.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

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

## 重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

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

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

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn