

## 宝信软件 (600845.SH) IDC+工业互联网双翼发展, 需求+政策双重推动

2020年09月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

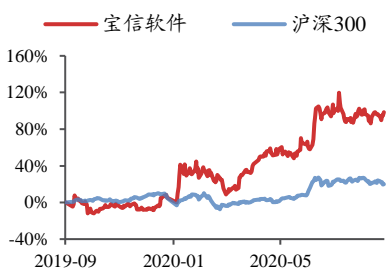
陈宝健 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

日期	2020/9/29
当前股价(元)	72.37
一年最高最低(元)	78.02/31.03
总市值(亿元)	836.32
流通市值(亿元)	605.28
总股本(亿股)	11.56
流通股本(亿股)	8.36
近3个月换手率(%)	58.4

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 一线 IDC 运营商+钢铁信息化领军企业, 受益“新基建”+“工业 4.0”

宝信软件依托股东土地、资金和自身技术优势, 一方面将继续增加旗下机柜数量和机房覆盖范围, 受益“新基建”, 另一方面公司作为深耕钢铁信息化多年, 未来将持续受益“工业 4.0”、智能制造等产业信息化升级需求释放, 因而我们认为公司未来业务发展路径清晰, 业绩确定性强。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 12.10、15.43、19.45 亿元, EPS 为 1.05、1.34、1.68 元/股, 当期股价对应的 2020-2022 年 PE 为 69、54、43 倍, 公司 2021E/2022E 的 PE 高于行业可比公司平均水平, 考虑公司未来业务成长性和一线 IDC 机柜的稀缺性, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 一线和核心区域大型 IDC 需求大, 新基建、REITs 利好 IDC 产业发展

1) 潜在需求大于供: 受用户需求和网络延迟影响, 各大云计算、互联网公司都需在一线或业务核心区域设置 IDC, 但因一线地区的土地紧张、能耗指标限制等因素, 长期看一线、核心区域的大型 IDC 属于稀缺资源。

2) 政策利好产业发展: 新基建、REITs 推动行业快速发展。a) 2020 年中央常委将 IDC 列为七大新型基础设施之一, 意图带来与 5G、人工智能等新技术的共振; b) 2020 年 4 月中国证监会、国家发改委发布 REITs 试点, IDC 企业有望通过 REITs 运作, 改善资产流动性、融资能力, 降低资金压力, 实现快速扩张。

### ● 自研 xIn3Plat 工业互联网平台, 助力企业“新四化”转型

宝信软件利用大数据、人工智能、智能装备、集控、工业网络安全、移动物联、虚拟仿真制造等七大核心技术, 自研 xIn3Plat 工业互联网平台, 通过提供满足智慧制造应用场景的 iPlat 和智慧服务场景的 ePlat 平台, 帮助企业实现能力服务化、业务数字化、企业平台化、管理智能化的企业智能化时代“新四化”转型, 提升下游客户的信息化能力。

### ● 风险提示: IDC 业务扩张不及预期、钢铁信息化需求不及预期

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,471	6,849	8,484	10,334	12,552
YOY(%)	14.6	25.2	23.9	21.8	21.5
归母净利润(百万元)	669	879	1,209.72	1,542.87	1,945.17
YOY(%)	57.3	31.4	37.6	27.5	26.1
毛利率(%)	27.9	30.0	31.0	31.7	32.5
净利率(%)	12.2	12.8	14.3	14.9	15.5
ROE(%)	10.5	12.7	15.8	17.3	18.5
EPS(摊薄/元)	0.58	0.76	1.05	1.34	1.68
P/E(倍)	125.0	95.1	69.1	54.2	43.0
P/B(倍)	12.6	11.8	10.7	9.2	7.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 业绩维持稳健增长，毛/净利率保持上升趋势 .....	3
2、 一线 IDC 成稀缺资源，智能制造推动钢铁互联网需求 .....	5
2.1、 IDC 受益云计算发展，一线大型 IDC 资源稀缺 .....	5
2.2、 工业 4.0+智能制造到来，钢铁行业信息化需求升级 .....	7
3、 IDC 项目储备充足，股东优势助力业务发展 .....	10
3.1、 全国化布局 IDC，客户结构优质 .....	10
3.2、 持续受益股东优势，立足钢铁辐射其余行业 .....	11
4、 盈利预测和投资建议 .....	12
4.1、 核心假设 .....	12
4.2、 盈利预测与投资建议 .....	12
5、 风险提示 .....	13
附： 财务预测摘要 .....	14

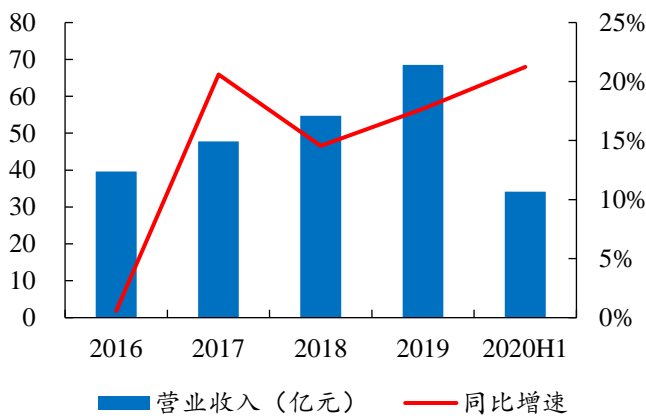
## 图表目录

图 1: 2020H1 公司收入增速实现高增长 .....	3
图 2: 2020H1 公司归母净利润保持高增长 .....	3
图 3: 2020H1 公司毛/净利率继续上行 .....	3
图 4: 2020H1 公司各项费用率持续下降 .....	3
图 5: 2020H1 研发投入同比增加 .....	4
图 6: 2020H1 公司人力投入回报率快速提升 .....	4
图 7: 2020H1 系统集成业务收入占比下降 .....	4
图 8: 2020H1 软件和服务两项业务收入增速持续 .....	4
图 9: 2018 年来自云计算厂商的 IDC 需求占比 37% .....	5
图 10: 万国数据来自云计算客户的收入占比最高 .....	5
图 11: 2019 年公有云市场规模保持快速增长 .....	6
图 12: 2019 年私有云市场规模保持快速增长 .....	6
图 13: IDC 预测 2020 年 IDC 新基建投资规模达 1000 亿元 .....	6
图 14: 电力设备在数据中心建设成本中占比最高 .....	7
图 15: 电费在数据中心运营成本中占比第二 .....	7
图 16: 2019 年仅北上广 IDC 在用机架数占比达 31.3% .....	7
图 17: 中国 IDC 资源地域分布不均 .....	7
图 18: 2019 年工业两化融合水平达到 55.1，领先于农业和服务业 .....	8
图 19: 中国 305 个智能制造示范示范项目降本增效成果显著 .....	9
图 20: 工业 4.0 结构将物联网、服务网、数据网取代传统封闭制造系统 .....	9
图 21: 公司 IDC 业务毛利率水平业内领先 .....	11
图 22: 集团和下属子公司有望带来持久和稳定的信息化收入 .....	11
图 23: iPlat 平台满足智慧制造应用场景 .....	12
图 24: ePlat 平台满足智慧服务应用场景 .....	12
表 1: 政策推动工业 4.0+智能制造发展 .....	8
表 2: 公司 IDC 项目在全国范围进行布局 .....	10
表 3: 公司 PE 高于行业可比公司平均水平（截止 2020.09.29 收盘） .....	13

## 1、业绩维持稳健增长，毛/净利率保持上升趋势

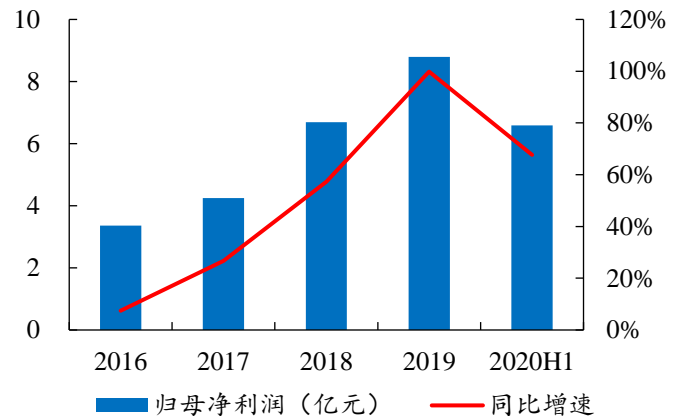
**2020H1，公司营收和归母净利润均维持高速增长。**2020年上半年，公司实现营业收入34.2亿元，同比增长21.2%（调整后）；实现归母净利润6.59亿元，同比增长67.7%（调整后）。业绩表现亮眼，主要受益于公司宝之云IDC四期3号楼大部分机房交付使用，项目上架机柜数量增加，以及IDC业务规模扩大带动公司应收账款同比增加51.31%，从而推动公司收入和利润上涨。

图1：2020H1公司收入增速实现高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

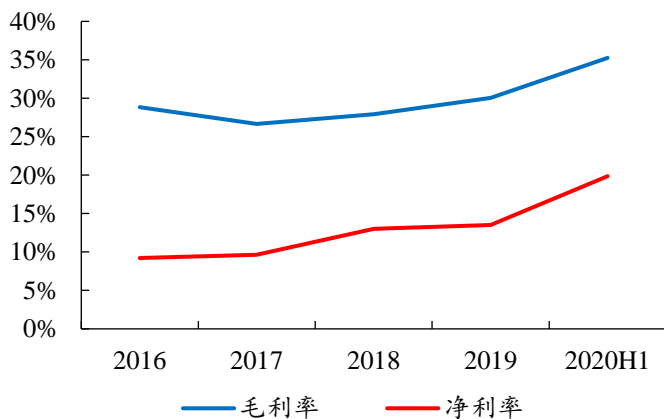
图2：2020H1公司归母净利润保持高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

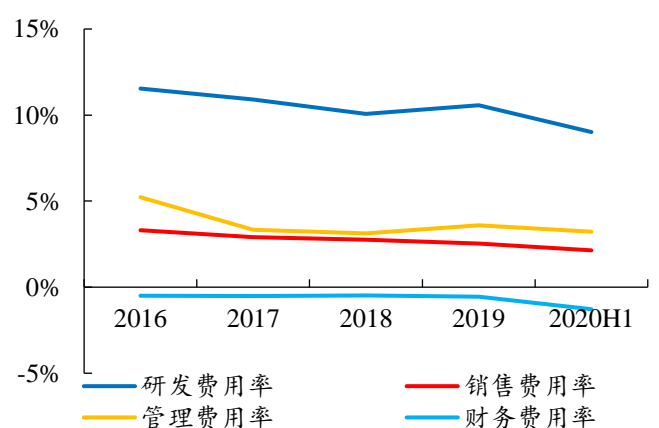
**2020H1毛/净利率保持上行，费用管控水平提升。**2020年上半年，公司实现毛利率35.25%，同比增加4pct（调整后）；净利率19.86%，同比增加5.2pct（调整后），保持上升趋势，主要原因是毛利率较高的软件开发及工程服务业务和服务外包业务收入占比上升，毛利率较低的系统集成业务收入占比下降，业务结构优化导致毛/净利率增加。此外，公司业务发展持续扩大，规模效应带动费用控制效果显著，导致2020H1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比下降0.78、0.28、0.56pct（调整后），影响净利率增幅大于毛利率增幅。

图3：2020H1公司毛/净利率继续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020H1公司各项费用率持续下降



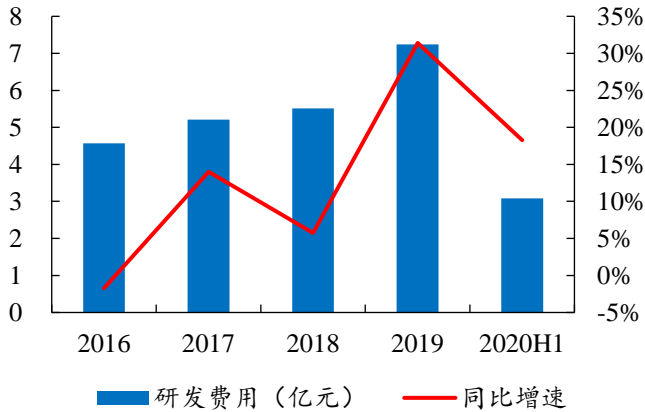
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2016-2017管理费用已剔除研发费用

**研发投入费用不断增加，人力投入回报效率提升。**公司在优化业务结构的同时，

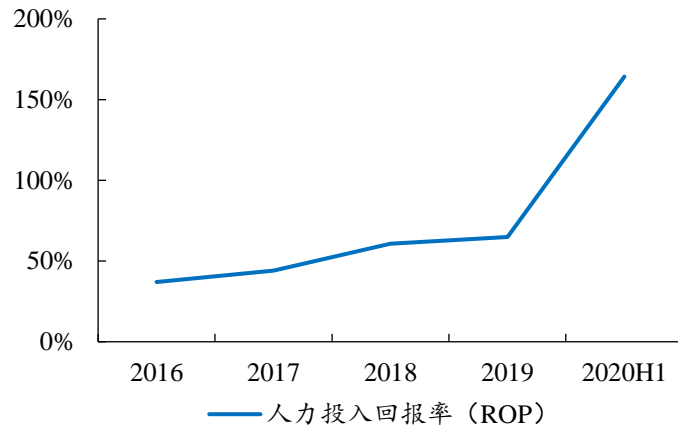
持续加大研发投入,2016-2020H1 研发费用率维持在 10%左右。2020H1 研发费用 3.08 亿元,同比增加 18.26% (调整后),研发费用率达到 9.01%,有助于巩固公司核心竞争力,并加速业绩落地。2016-2020H1 公司人力投入回报率(ROP)持续增长,2020H1 人力投入回报率达到 164.28%,反映公司投入产出能力不断提升,员工业务水平持续增强。

图5: 2020H1 研发投入同比增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

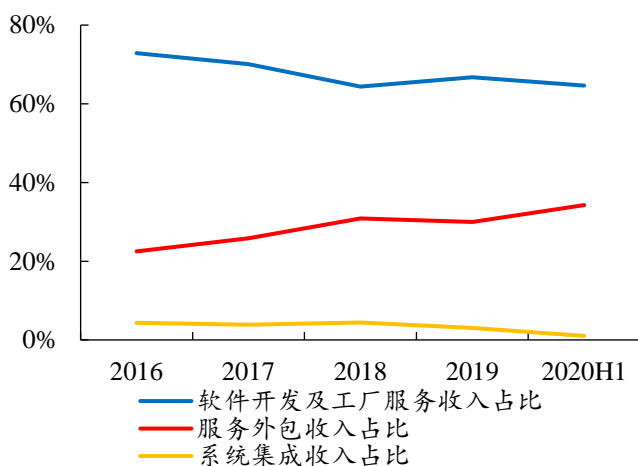
图6: 2020H1 公司人力投入回报率快速提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

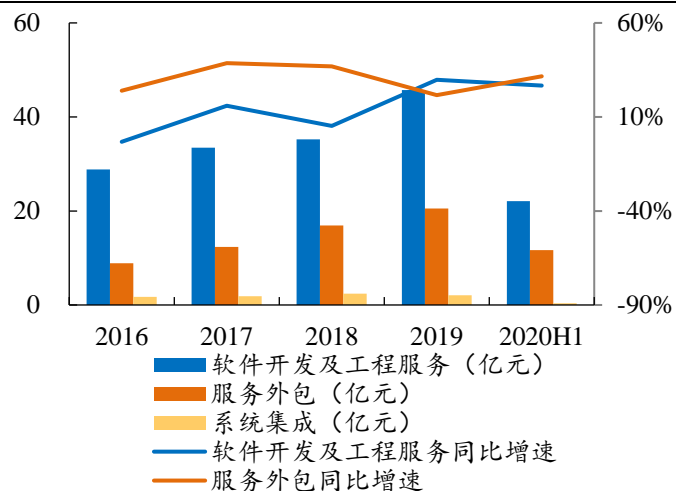
分业务看,2020H1 来自软件开发及工程服务和外包的收入比例增加,系统集成收入占比下降。2020 上半年,公司软件开发及工程服务业务实现收入 22.08 亿元,同比增长 26.61% (未调整),占总营收比例 64.66%,同比增长 0.05pct (未调整);服务外包业务实现收入 11.7 亿元,同比增长 31.61% (未调整),占总营收比例 34.27%,同比增加 1.33pct (未调整),反映公司 IDC 业务和钢铁信息化业务需求旺盛。2020H1,系统集成业务收入占比 1.03%,同比下降 1.16pct (未调整)。

图7: 2020H1 系统集成业务收入占比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2020H1 软件和服务两项业务收入增速持续



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、一线 IDC 成稀缺资源，智能制造推动钢铁互联网需求

### 2.1、IDC 受益云计算发展，一线大型 IDC 资源稀缺

从需求端看，受益云计算市场发展和新基建等政策利好，IDC 行业下游需求旺盛；从供给端看，IDC 行业供给呈现地域分布差异：东部沿海居多，核心城市集中，中西北部偏少。

IDC 承载海量数据传输、存储和计算需求，其中云计算厂商是 IDC 市场增长的主要驱动力。根据中国数据中心产业发展联盟统计，2018 年云计算厂商占 IDC 市场需求结构比重最高，达到 37%，互联网企业 IDC 需求合计达到 62%。从 IDC 市场份额最大的企业万国数据客户结构看，2017-2019 年来自云计算客户的收入比例分别为 57.9%、71.3%、72.6%，云计算厂商的采购需求仍是 IDC 企业的主要增长引擎。

图9：2018 年来自云计算厂商的 IDC 需求占比 37%

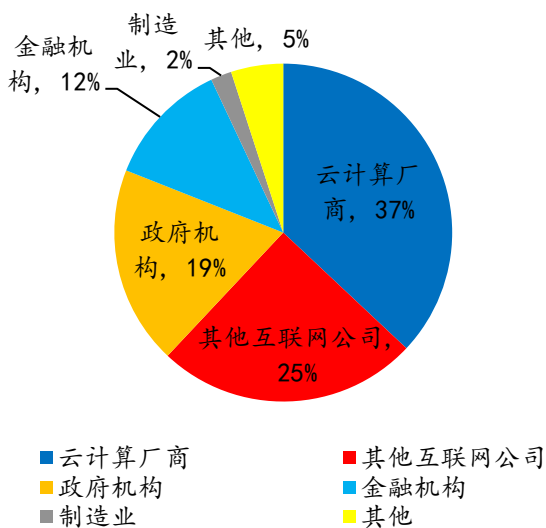
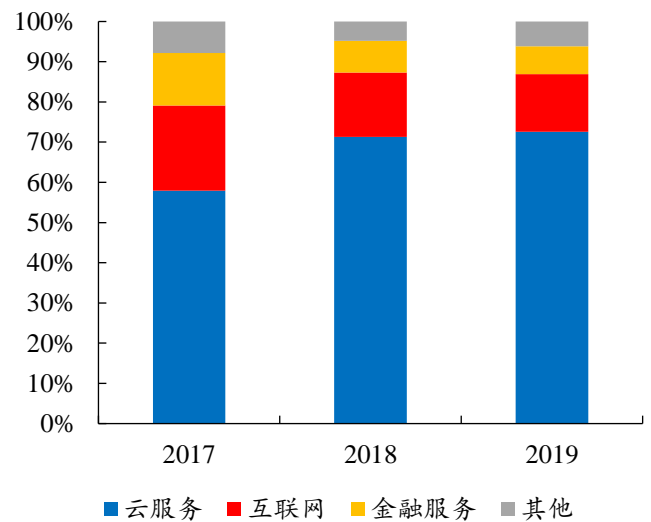


图10：万国数据来自云计算客户的收入占比最高

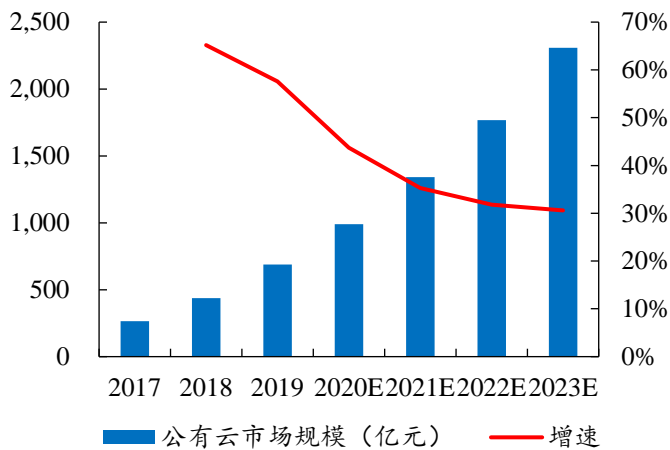


数据来源：中国数据中心产业发展联盟、开源证券研究所

数据来源：万国数据 2017-2019 年年报、开源证券研究所

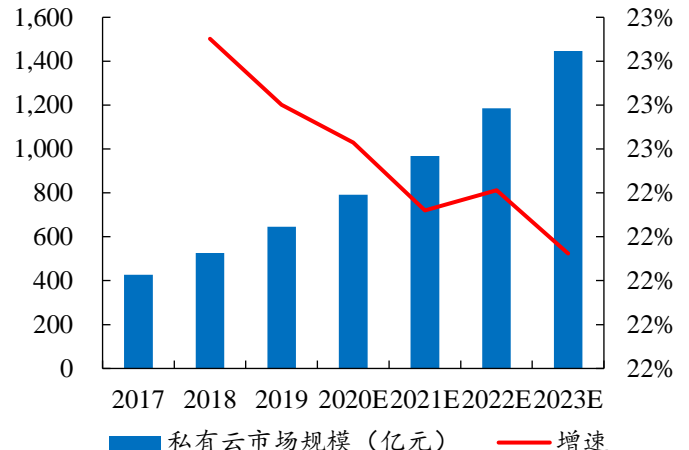
国内公有云和私有云市场发展迅速，数据流量激增、企业数智化转型有望长期维持云计算产业景气度，带动 IDC 需求上升。根据中国信息通信研究院测算，2019 年中国云计算整体市场规模 1334 亿元，同比增长 38.6%。其中公有云市场规模 689 亿元，同比增长 57.6%；私有云市场规模 645 亿元，同比增长 22.8%。短期在疫情催化下云计算加速发展，体现为各行业业务向线上迁移，数据短期大量涌入使云端服务器存储计算压力陡增，云服务厂商对底层基础设施扩容需求快速增加。2020Q1 和 Q2 云计算厂商资本开支回暖印证云计算市场景气度上行；长期 5G 大规模商用支撑数据流量再次爆发，以及企业借助云计算实现数智化转型的需求日益上升，有望维持云计算市场规模继续扩大，带动 IDC 需求增长。

图11: 2019年公有云市场规模保持快速增长



数据来源: 中国信息通信研究院、开源证券研究所

图12: 2019年私有云市场规模保持快速增长



数据来源: 中国信息通信研究院、开源证券研究所

### 数据中心纳入新基建范围、REITs 试点启动, 两大政策利好加码 IDC 产业发展。

2020年IDC行业发展受到两项政策利好。一方面, 3月中央政治常务委员会会议明确提出加快数据中心等七个板块的新型基础设施建设进度, 数据中心被首次定调为新基建。数据中心作为核心算力基础设施, 有望与5G基建、人工智能等新基建板块的建设产生共振, 带来IDC建设需求快速增长。IDC预测2020年大数据中心在新基建中的投资规模将达到1000亿元; 另一方面, 4月中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》, 鼓励在信息网络等新型基础设施等重点行业开展REITs试点工作, IDC行业位列其中。根据美国IDC企业采用公司型REITs运作的经验, 企业能够显著改善资产流动性、融资能力、估值水平, 并实现有效避税。本次试点将促进国内IDC企业探索采用REITs模式的可行性, 突破IDC企业重资产运营下的资金问题, 实现快速扩张、提升盈利能力。

图13: IDC 预测 2020 年 IDC 新基建投资规模达 1000 亿元

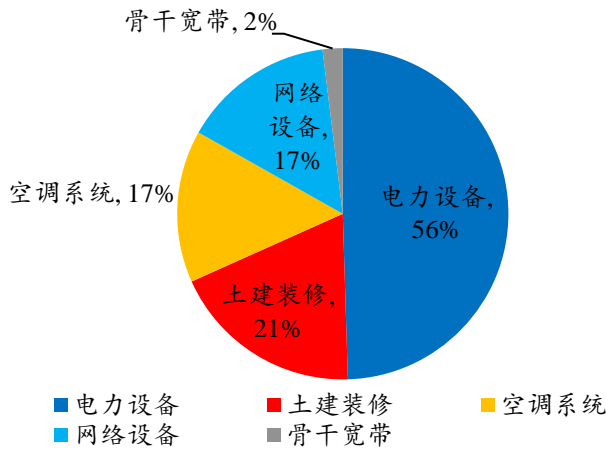


资料来源: IDC、开源证券研究所

IDC建设和运营涉及土地和能源功耗问题, 叠加布局重点集中在需求旺盛的一线城市, 导致IDC供需在地域上分配失衡, 一线城市大型IDC稀缺。IDC资源的运营模式具有商业地产性质, 出租机柜的租金为主要收入来源, 土地资源、能耗指标、带宽直接影响客户结构和成本控制。其中土地和电力相关费用是IDC企业之间盈利能力差异化的主要原因, 一线城市通常具有较严格的能耗指标, 并且土地资源紧张。同时, 由于一线城市汇集云计算、互联网、金融等IDC主要下游行业, IDC服务需要考虑业务访问时延、安全可靠、运维便捷性等特点, 双方趋向于在拥有最短网络

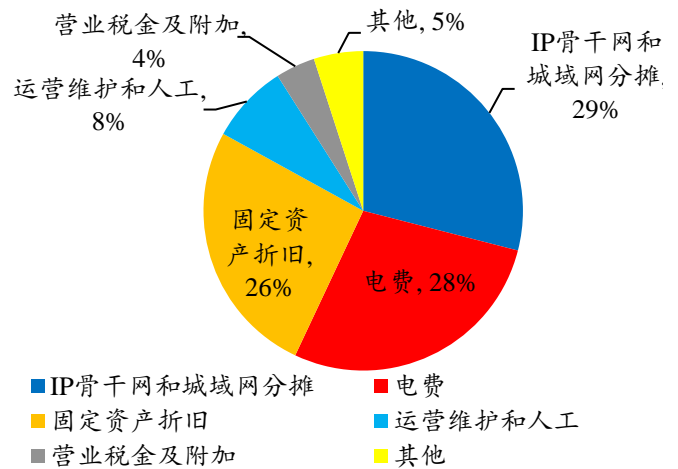
距离、最高客户密度、最多骨干网核心节点的一线城市双向选择。多方面因素博弈下，导致下游需求旺盛的一线城市数据中心在用机架分布最广但仍供不应求。

图14: 电力设备在数据中心建设成本中占比最高



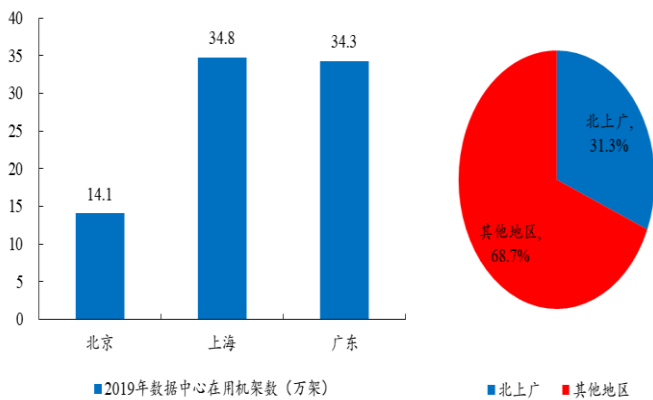
数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图15: 电费在数据中心运营成本中占比第二



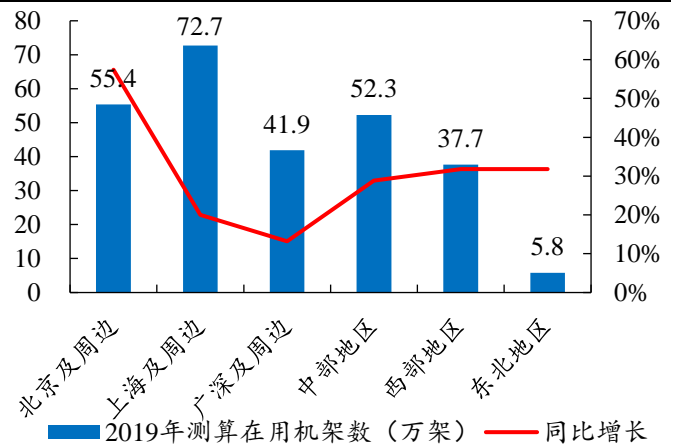
数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图16: 2019 年仅北上广 IDC 在用机架数占比达 31.3%



数据来源：赛迪顾问、开源证券研究所

图17: 中国 IDC 资源地域分布不均



数据来源：赛迪顾问、开源证券研究所

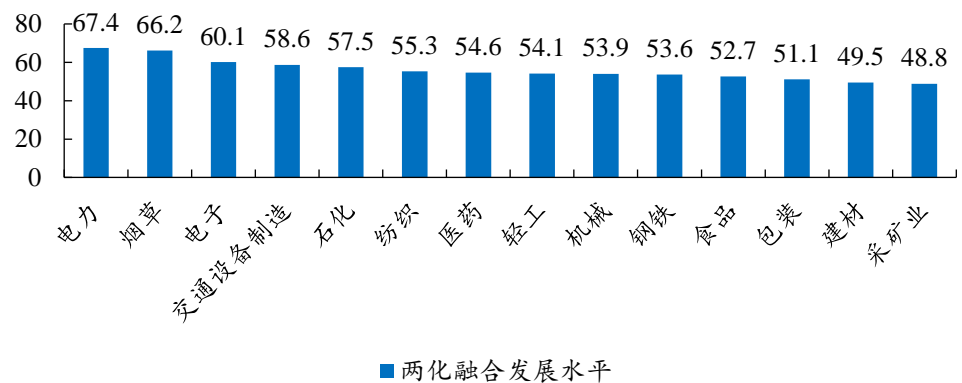
## 2.2、工业 4.0+智能制造到来，钢铁行业信息化需求升级

政策推动工业 4.0+智能制造的快速发展，钢铁行业内外共同推动信息化需求提升。从全行业看，通过国务院发布的《中国制造 2025》、《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》等文件指引，制造业除了强调融合信息技术、发展自动化，还将升级为联通各生产单元的生态化智能制造模式，基于工业软件的工业互联网是其中重要抓手。从钢铁行业看，政策长期引导钢铁行业化解过剩产能、实行产能减量置换，推动落后产能淘汰出清、行业集中度提升；此外，政策持续鼓励钢铁行业两化融合，钢铁行业信息化程度已处于制造业领先水平。2019 年钢铁行业两化融合指数达到 53.6，关键工序数控化率 70.9%，生产设备数字化率 49.8%。因此，钢铁企业一方面基于增强自身营运能力，以及兼并重组、产能转化后期期望实现协调发展所内生出的信息化需求，另一方面叠加外部工业 4.0+智能制造大趋势推动，对工业软件的应用需求快速发展。

**表1: 政策推动工业 4.0+智能制造发展**

时间	机构	政策
2015.5	国务院	《中国制造 2025》
2016.3	工信部、发改委、科技部、财政部	《智能制造工程实施指南（2016-2020）》
2017.11	发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》
2017.11	国务院	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》
2018.1	工信部、国家标准化管理委员会	《国家智能制造标准体系建设指南（2018 年版）》
2018.5	工信部	《工业互联网发展行动计划(2018-2020 年)》
2019.11	发改委等	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》
2020.3	工信部	《工业和信息化部办公厅关于推动工业互联网加快发展的通知》
2020.7	中央全面深化改革委员会	《关于深化新一代信息技术与制造业融合发展的指导意见》

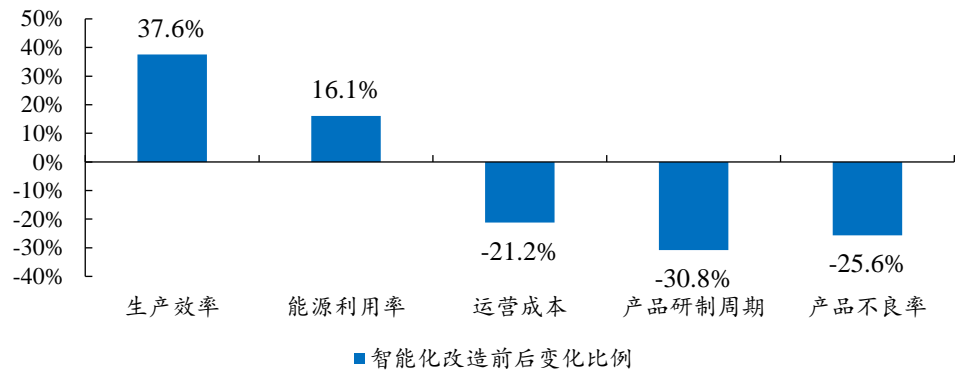
资料来源：国务院、发改委、工信部、中央全面深化改革委员会、开源证券研究所

**图 18: 2019 年钢铁两化融合水平达到 53.6，领先于食品和服务业**


数据来源：国家工业信息安全发展研究中心、开源证券研究所

**工业软件能够优化企业内部生产流程，提高生产效率，赋能钢铁企业转型升级。**工业生产的不同工序、流程和阶段存在相互耦合、相互关联的关系，运用工业软件不仅使单个生产单元自动化水平提高，还可以监督、指导多个生产单元或生产和计划协同运作，帮助企业形成全局观，降低成本、减少生产流程偏差、推动流程标准化。例如根据国际制造执行系统协会（MESA）统计，MES 能够帮助企业平均减少产品缺陷 18%、制造周期时间 45%、数据输入时间 75%、纸面工作和设计蓝图损失 56%、引导时间 27%、在制品 24%；此外，截至 2018 年底中国 305 个智能制造试点示范项目进行智能化改造后生产效率、能源利用率显著提高，同时营运成本、产品研制周期、产品不良率缩短。按照智能制造能力成熟度 1-5 级分析，国内钢铁企业智能制造能力成熟度在 1.8-3.5 级之间，企业间智能制造水平不均衡，企业兼并重组后，需要补足信息化水平较低的短板，形成整体生产步调一致。

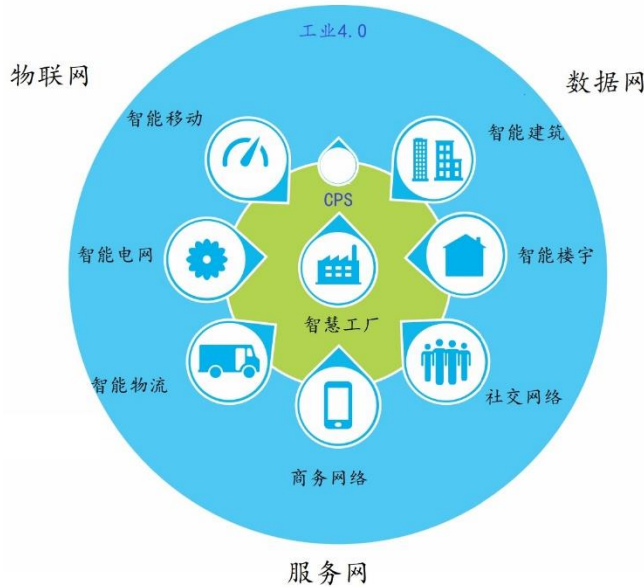
图19: 中国 305 个智能制造示范点项目降本增效成果显著



数据来源: 工信部、开源证券研究所

工业 4.0 旨在通过融合信息物理系统 (CPS), 构建兼具个性化和数字化的产品与服务生产模式, 将制造业向智能化转型, 要求企业具有相应信息化水平, 工业软件贯穿全程。工业 4.0 内容包含智慧工厂和智能生产两项主题, 智慧工厂满足客户个性化定制需求, 当生产指令经过 CPS 系统时, 纵向上经过工厂的商业流程, 横向则连接可以实时管理的衍生价值体系; 智能生产涉及整个企业的生产物流管理、人机互动以及 3D 技术在工业生产过程中的应用。物联网、服务网、数据网取代传统封闭性的制造系统、实现互联互通, 因此工业 4.0 建设首先要求独立单元能够反馈数据并广泛相连, 而工业软件作为交互数据的中枢, 贯穿全程。

图20: 工业 4.0 结构将物联网、服务网、数据网取代传统封闭制造系统



资料来源: 德勤、开源证券研究所

### 3、IDC 项目储备充足，股东优势助力业务发展

#### 3.1、全国化布局 IDC，客户结构优质

公司积极推动 IDC 业务的扩张，一线区位设立 IDC 项目。公司立足股东宝钢股份在上海宝山罗泾厂区搬迁后的空闲厂房，建成目前华东地区单体最大的宝之云 IDC，并积极布点全国一线/环一线城市。根据现有规划，2020 年底公司将建成并运营 3.55 万个机柜，2021-2023 年分别新增投入 9500、7000、10000 个机柜，每年增速约 20%。未来一线城市在 IDC 供给缺口下仍是新建的热门区域，并且在新基建政策鼓励下，有望释放更多 IDC 增长空间。目前上海开始适度放松对 IDC 建设的限制，提出将能耗指标向 IDC 项目倾斜，研究继续新增一批互联网数据中心机架数，公司依托罗泾基地富余的可扩容土地，为上海的 IDC 规模提供弹性。此外，2020 年 7 月、8 月宝武分别投资太仓清洁能源数字产业园、与山西签署战略合作框架协议，加速公司 IDC 全国化布局进程。

表2：公司 IDC 项目在全国范围进行布局

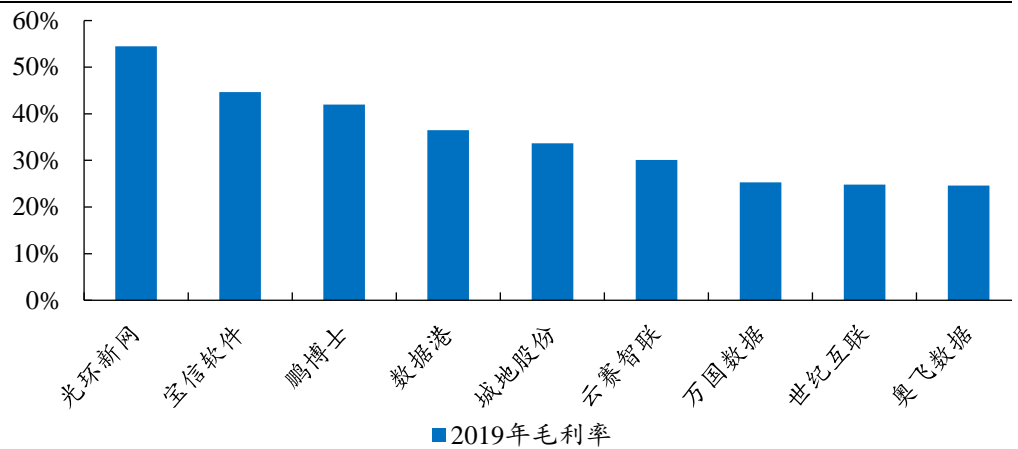
区域	数据中心	开工时间	投入运营时间	规划机柜(个)	签约客户	最终客户	合同期	进展
上海	宝之云一期	2013.8	2014.9	4000	上海电信	阿里巴巴	10 年	投入使用
	宝之云二期	2014.5	2016.3	4000	上海移动	腾讯	10 年	投入使用
	宝之云三期	2015H1	2016.1	9500	上海电信	阿里巴巴、腾讯、360	10 年	投入使用
	宝之云四期	2016H2	2018	9000	上海电信、太平洋保险	腾讯、太平洋保险	20 年	投入使用
	宝之云五期	2020	2021	10500				在建
	潜在规划				3.7-3.8 万+			筹备
南京	九四二四智慧产业园(梅山基地)	宝之云一期	2020.6	2022.6	7000			在建
		宝之云二期						筹备
		宝之云三期						筹备
武汉	武钢大数据产业园(青山基地)	宝之云一期	2019.2	2020.6	2000			投入使用
		宝之云二期	2020H1	2021	6000			在建
		宝之云三期	2021	2023	1 万			筹备
江苏太仓								筹备
山西	潜在规划							筹备
全国								筹备

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**绑定多家互联网巨头，客户结构优质，盈利水平领先。**收入端，由于 IDC 项目采用先订单再建设，带来较高机架利用率，上海宝之云一期至四期上架率均达 100% 左右。合同服务期均在 10 年及以上，提前锁定阿里巴巴、腾讯、360 等互联网巨头客户，收益确定性强；成本端，租赁+自建相结合设立 IDC 项目。其中自建模式下，主要借助钢铁厂闲置地改建，不仅节省基建成本、缩短交付周期，而且钢铁厂生产要求供电不间断所配备的供电设施能够显著节约 IDC 项目建设与运营的电力支出。此外，高上架率相应带动折旧摊销等固定成本降低；费用端，“长期服务+批发”业务模

式决定低销售费用和管理费用。整体看，公司 IDC 业务具备优质盈利能力。与其他可比公司 2019 年 IDC 业务毛利率相比，公司毛利率水平处于业内领先地位。

**图21: 公司 IDC 业务毛利率水平业内领先**

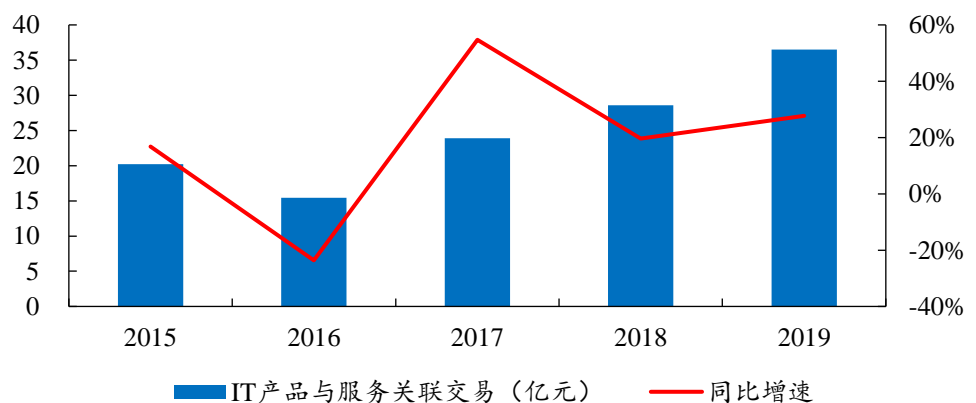


数据来源：各公司 2019 年年报、开源证券研究所

### 3.2、持续受益股东优势，立足钢铁辐射其余行业

股东在钢铁行业的整合，钢铁行业自身供给改革的持续，均有望带动钢铁信息化需求增加。公司实际控制人宝武集团重视提升整体信息化水平，不断将下属企业的生产运营纳入产销一体化信息管理系统，每年为公司带来大量信息化业务订单，导致公司 IT 产品与服务关联交易收入稳定增长。宝武集团 2019-2020 年吸收马钢、太钢、重钢等钢铁企业，为公司业务带来新增量。根据《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》的目标，到 2025 年，中国钢铁产业 CR10 产量为 60%-70%。2019 年，国内钢铁前 10 位企业的产业集中度仅为 36.8%，可见未来几年包括宝武在内的集团兼并重组步伐将继续加快，局势将释放更多的信息化改造需求，看好公司钢铁信息化相关业务增长潜力。

**图22: 集团和下属子公司有望带来持久和稳定的信息化收入**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

软件业务从钢铁行业延伸至非钢铁行业，In<sup>3</sup>Plat 工业互联网平台有望受益多行业智能化转型需求。公司利用在钢铁行业积累的自动化和信息化经验，将软件开发能力带到交通、金融、化工、水利水务、有色、制药等行业。在发展工业 4.0+智能制造方向下，公司集大数据、人工智能、智能装备、集控、工业网络安全、移动互联、

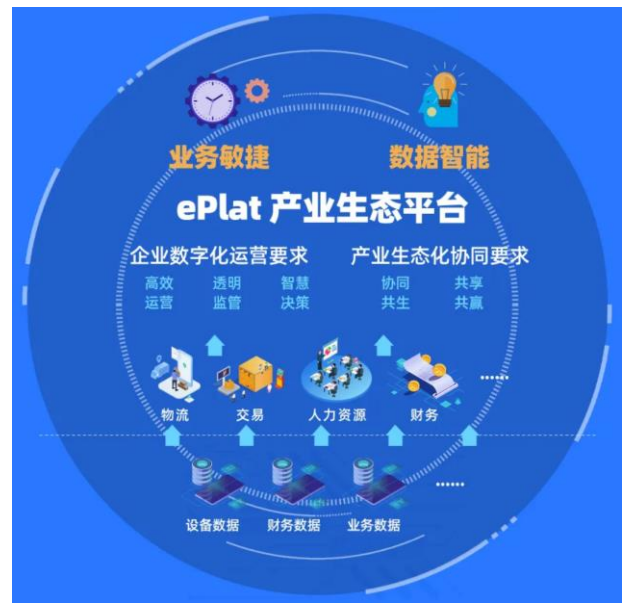
虚拟制造等七项核心技术推出自研的 xIn<sup>3</sup>Plat 工业互联网平台,旗下包括 iPlat 和 ePlat 两套平台,其中 iPlat 支撑工业大数据、数智化工厂、实时生产、过程集控、融合创新等智慧制造应用场景,ePlat 支撑建设产业生态圈,实现跨行业和跨领域的互联互通、业务敏捷、数据智能。因此,In<sup>3</sup>Plat 工业互联网平台有望成为转化多行业下一阶段智能化转型的需求为公司自身业绩增长点的新引擎。其中基于目前钢铁行业较高的两化融合水平,有望率先建立工业互联网平台生态。

图23: iPlat 平台满足智慧制造应用场景



资料来源: 公司官网

图24: ePlat 平台满足智慧服务应用场景



资料来源: 公司官网

## 4、盈利预测和投资建议

### 4.1、核心假设

**核心假设 1:** 在下游需求高景气发展下, IDC 业务规模不断扩大并且单机盈利能力增强, 未来服务外包业务收入仍将保持高增长; 受益集团兼并整合以及各行业朝向工业 4.0+ 智能制造发展所释放的信息化需求, 软件开发业务订单充沛。

**核心假设 2:** 公司业务结构持续优化, 毛利率较低的系统集成业务收入占比不断下降, 我们预计公司毛利率将呈现逐渐上升的状态。

**核心假设 3:** 随着公司业务的持续扩张, 规模效应带来员工人均创利的持续上升, 我们认为公司整体的费用率将呈现降低的状态。

### 4.2、盈利预测与投资建议

宝信软件依托股东土地、资金和自身技术优势, 一方面将继续增加旗下机柜数量和机房覆盖范围, 受益“新基建”, 另一方面公司作为深耕钢铁信息化多年, 未来将持续受益“工业 4.0”、智能制造等产业信息化升级需求释放, 因而我们认为公司未来业务发展路径清晰, 业绩确定性强。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 12.10、15.43、19.45 亿元, EPS 为 1.05、1.34、1.68 元/股, 当期股价对应的 2020-2022 年 PE 为 69、54、43 倍, 公司 2021E/2022E 的 PE 高于行业可比公司平均水平, 考虑公司未来业务成长性和一线 IDC 机柜的稀缺性, 首次覆盖给予“买入”评级。

**表3: 公司 PE 与行业可比公司平均水平对比 (截止 2020.09.29 收盘)**

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300383	光环新网	346.43	1012	1242	1542.0	34.0	28.1	22.5
603881	数据港	179.45	130.84	243.14	399.2	136.4	74.2	44.9
300738	奥飞数据	89.13	179.96	230.37	303.4	49.6	38.8	29.4
	行业平均	205.0	440.9	571.8	748.2	73.3	47.0	32.2
600845	宝信软件	692.37	1209.72	1542.87	1945.17	69.1	54.2	43.0

数据来源: Wind、开源证券研究所 (数据港、奥飞数据来源为 Wind 一致预期)

## 5、风险提示

- 1) **IDC 业务扩张不及预期。**IDC 建设指标及能耗指标愈发严格, 导致 IDC 项目无法实施。
- 2) **钢铁行业信息化需求不及预期的风险。**钢铁行业下行, 企业盈利受到影响, 将缩减 IT 支出。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6864	7184	8792	9937	12704
现金	3772	3140	3780	4063	5359
应收票据及应收账款	2192	2881	3601	4213	5311
其他应收款	57	70	99	102	144
预付账款	207	275	305	408	456
存货	614	777	973	1114	1399
其他流动资产	22	41	35	37	36
<b>非流动资产</b>	2582	3084	3401	3768	4156
长期投资	73	199	286	388	485
固定资产	1030	1430	1628	1851	2113
无形资产	119	112	78	39	1
其他非流动资产	1359	1343	1409	1490	1557
<b>资产总计</b>	9445	10268	12192	13705	16860
<b>流动负债</b>	2585	2863	3941	4104	5530
短期借款	20	20	20	20	20
应付票据及应付账款	1739	1584	2667	2376	3707
其他流动负债	825	1259	1254	1709	1803
<b>非流动负债</b>	89	136	145	180	209
长期借款	0	0	26	55	86
其他非流动负债	89	135	120	125	123
<b>负债合计</b>	2674	2999	4086	4284	5740
少数股东权益	157	204	273	357	465
股本	877	1140	1156	1156	1156
资本公积	2940	2586	2586	2586	2586
留存收益	2863	3400	4156	5074	6170
<b>归属母公司股东权益</b>	6614	7065	7833	9064	10656
负债和股东权益	9445	10268	12192	13705	16860

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	965	887	1664	1252	2404
净利润	713	925	1278	1627	2053
折旧摊销	237	278	309	375	452
财务费用	-26	-38	-33	-34	-40
投资损失	-8	-1	-2	-5	-4
营运资金变动	50	-317	102	-707	-57
其他经营现金流	-1	41	11	-4	1
<b>投资活动现金流</b>	-627	-970	-633	-734	-836
资本支出	624	908	230	265	290
长期投资	-5	-65	-87	-99	-97
其他投资现金流	-8	-127	-489	-568	-643
<b>筹资活动现金流</b>	-101	-701	-392	-235	-272
短期借款	10	0	-0	0	-0
长期借款	-1270	-0	25	29	31
普通股增加	94	263	15	0	0
资本公积增加	1578	-354	0	0	0
其他筹资现金流	-513	-611	-432	-264	-303
<b>现金净增加额</b>	239	-783	640	283	1296

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	5471	6849	8484	10334	12552
营业成本	3942	4792	5857	7055	8467
营业税金及附加	17	17	21	26	32
营业费用	150	173	212	238	289
管理费用	171	246	280	341	414
研发费用	551	724	865	1033	1255
财务费用	-26	-38	-33	-34	-40
资产减值损失	-30	-15	0	0	0
其他收益	82	84	83	84	84
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	8	1	2	5	4
资产处置收益	1	0	0	0	1
<b>营业利润</b>	785	1004	1367	1764	2223
营业外收入	3	1	22	7	8
营业外支出	21	2	7	9	10
<b>利润总额</b>	767	1003	1382	1761	2221
所得税	54	78	104	134	168
<b>净利润</b>	713	925	1278	1627	2053
少数股东损益	44	46	68	85	108
<b>归母净利润</b>	669	879	1210	1543	1945
EBITDA	892	1188	1589	2021	2534
EPS(元)	0.58	0.76	1.05	1.34	1.68

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.6	25.2	23.9	21.8	21.5
营业利润(%)	54.9	27.8	36.2	29.0	26.0
归属于母公司净利润(%)	57.3	31.4	37.6	27.5	26.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.9	30.0	31.0	31.7	32.5
净利率(%)	12.2	12.8	14.3	14.9	15.5
ROE(%)	10.5	12.7	15.8	17.3	18.5
ROIC(%)	9.1	11.6	14.8	16.4	17.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.3	29.2	33.5	31.3	34.0
净负债比率(%)	-54.1	-41.0	-44.6	-40.9	-45.9
流动比率	2.7	2.5	2.2	2.4	2.3
速动比率	2.3	2.1	1.9	2.0	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.5	2.7	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	2.5	2.9	2.8	2.8	2.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.76	1.05	1.34	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.77	1.44	1.08	2.08
每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.11	6.77	7.83	9.21
<b>估值比率</b>					
P/E	125.0	95.1	69.1	54.2	43.0
P/B	12.6	11.8	10.7	9.2	7.9
EV/EBITDA	89.8	68.1	50.5	39.7	31.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn