

000948.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 12.66

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(15.0)	16.1	(17.0)	(2.6)
相对深证成指	3.8	8.6	(13.4)	16.4

发行股数(百万)	394
流通股(%)	88
总市值(人民币 百万)	4,993
3 个月日均交易额(人民币 百万)	183
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
云南省工业投资控股集团有限责任公司	41

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 6 月 13 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 软件开发

证券分析师: 杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

南天信息

国企改革和数字货币重塑数字经济领军者

作为银行 IT 龙头国企, 公司顺利开展国企三年改革计划, 落实市场化改革。银行 IT 行业成长空间大, 数字货币相关系统建设需求明确, 公司加速布局数币相关产品, 有望实现核心业务的再突破。此外“双碳”、智慧党建和智慧教育等创新业务也有望迎来更高的业绩表现, 股权激励目标为公司未来三年业绩表现做出有力背书。

支撑评级的要点

- **银行 IT 业务保持领先, 国企改革迎新机遇。**作为国资控股及云南省唯一主板上市 IT 企业, 公司保持银行 IT 业务领先, 2020 年六大细分领域市占率均为前三, 整体市占率第四位。在银行核心应用、数据中心综合服务、金融智能柜台等细分领域拥有领先地位, 客户覆盖所有政策性银行以及工农中建交邮六家大行。银行 IT 行业规模稳定增长预计 2025 年近 1200 亿元。国企改革落地, 股权激励目标展现管理层对未来业绩的信心, 综合外部行业景气度提升与内部改革, 公司有望迎来更高的增长空间。
- **数字货币有望成为业绩突破点。**内部, 公司持续布局数字人民币领域, 相关流通服务平台已落地, 参与了部分国有大行的数币研发, 同时布局缅甸跨境支付场景。外部, 我国加入多边央行数字货币桥研究项目, 国内各大行均在加紧建设数字人民币相关系统, 市场空间随之打开。公司的国资背景、地区优势、客户基础和领先技术可以使其迅速抢占数字货币高地, 银行 IT 业务有望迎来新突破, 获取新一轮的成长力。
- **数字经济创新业务大有可为。**“双碳”明确带动电力、企业碳管理相关的信息化需求, 多省的碳排放监测系统也尚未建立。公司持续推进管理计量与数字化方向研究, 研发的云南省能耗在线检测平台可向全国多地复制应用。子公司红岭云和星立方分别开展智慧党建和智慧教育业务, 均对应可观的市场空间, 业绩具有明确增长潜力。

估值

- 预计 2022-2024 年净利润为 1.4/1.8/2.1 亿元, EPS 为 0.35/0.46/0.53 元, 对应 PE 分别为 36X/28X/24X。估值位于可比口径中位, 首次覆盖给予 **买入**评级。

评级面临的主要风险

- 政策不及预期; 疫情反复导致项目延期; 市场竞争格局变化。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	4,239	5,593	8,152	11,892	16,916
变动(%)	28	32	46	46	42
净利润(人民币 百万)	95	87	138	181	209
全面摊薄每股收益(人民币)	0.241	0.220	0.351	0.460	0.529
变动(%)	30.5	(8.5)	59.3	31.0	15.1
全面摊薄市盈率(倍)	52.6	57.4	36.1	27.5	23.9
价格/每股现金流量(倍)	19.9	(32.6)	(7.4)	(11.3)	(39.4)
每股现金流量(人民币)	0.64	(0.39)	(1.72)	(1.12)	(0.32)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.0	16.6	6.2	3.1	0.9
每股股息(人民币)	0.048	0.070	0.070	0.092	0.106
股息率(%)	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

领先的金融数字化服务提供商	5
专注金融科技三十余年，银行 IT 龙头国企	5
形成以金融科技为核心的数字化服务体系	6
国企改革打开新篇章，落实市场化改革	6
业绩进入提速期，控费成效显著	7
银行 IT 业务有望再突破，数币布局抢占高地	8
银行 IT 市场成长空间大，动力足	8
竞争格局较为分散，细分领域头部占优	10
银行 IT 核心业务保持领先，金融科技进一步突破	11
数币领域优势布局，跨境业务已有先行	12
数字经济创新业务大有可为，中长期增长性明确	14
“双碳”：推进碳管理计量与数字化方向	14
智慧党建：净利率突出，立足云南辐射全国	17
智慧教育：稳中求进，进一步发挥本土优势	18
盈利预测与估值分析	19
盈利预测：业绩增速保持 40% 以上确定性高，有望实现股权激励目标	19
估值与投资建议：估值位于行业中位	20
风险提示	22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 深耕金融 IT 领域三十余年.....	5
图表 2. 云南省国资委控股.....	5
图表 3. 形成以金融科技为核心的数字化服务体系	6
图表 4. 近 10 年营收 CAGR 11.84%.....	7
图表 5. 近 10 年净利润 CAGR 34.93%	7
图表 6. 费用率稳步下行，控费成效优秀.....	7
图表 7. 净利率基本保持，伴随人员薪酬调整与结构优化	7
图表 8. IDC 预测 2025 年中国银行 IT 市场规模将达 1,185.6 亿元.....	8
图表 9. 2021 年各银行大幅增加 IT 投入.....	9
图表 10. 近期数字经济政策催化明显，金融科技板块被进一步强调.....	9
图表 11. 银行 IT 行业竞争格局较为分散.....	10
图表 12. 2020 年我国银行 IT 行业 CR5 为 21%.....	10
图表 13. 产品线复杂，单个细分领域也有可观投入规模.....	10
图表 14. 细分领域集中度高于行业整体集中度，各有侧重	10
图表 15. 银行 IT 为核心的两大业务营收占比为 80% 左右	11
图表 16. 两大核心业务毛利率保持较高水平	11
图表 17. 银行 IT 六大细分市场份领先	11
图表 18. 2021 年金融科技业务持续领航.....	11
图表 19. 人民币跨境支付规模不断增长.....	12
图表 20. 数字人民币跨境支付不再经过 SWIFT 系统支付流程.....	12
图表 21. 多边央行数字货币桥原型设计.....	13
图表 22. 多边央行数字货币桥项目主要参与机构.....	13
图表 23. 围绕数字货币领域持续加大研发投入.....	13
图表 24. 研发人员保持快速增长.....	13
图表 25. 碳中和有望带动多个产业机会	14
图表 26. 电力行业上榜企业碳排放总量排名第一.....	15
图表 27. 2021 年国电信息化投入金额预计为 270 亿元.....	15
图表 28. 2024 年电力信息化市场规模预计超 700 亿元.....	15
图表 29. 企业有多方面的碳管理信息化需求	16
图表 30. 我国碳排放权交易体系初步设立.....	16

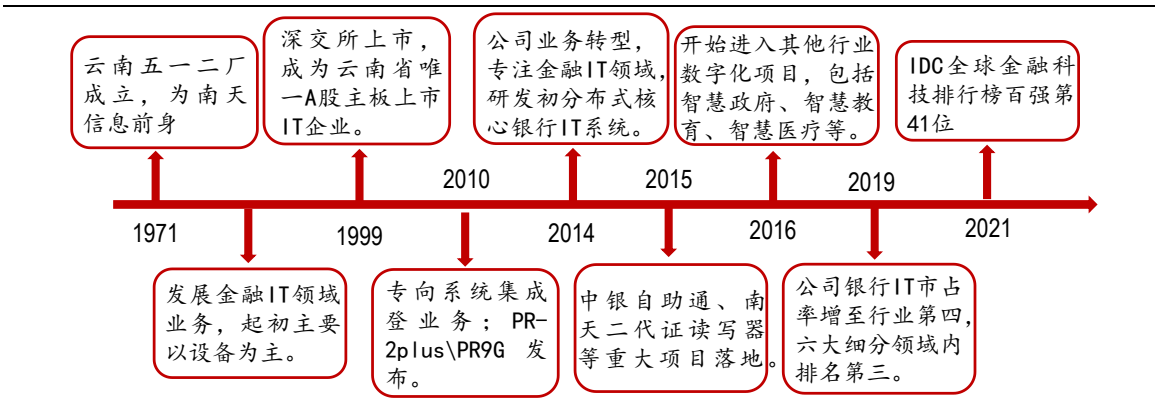
图表 31. 数字政府、智慧党建相关政策催化	17
图表 32. 各级政府对“党建云平台”相关项目的招标需求	17
图表 33. 2022 年智慧教育市场规模预计超万亿元	18
图表 34. 2019 年教育信息化市场规模占比超 50%	18
图表 33. 盈利预测	20
图表 34. 费用率预测	20
图表 35. 可比公司估值对比	21
损益表(人民币 百万)	23
资产负债表(人民币 百万)	23
现金流量表(人民币 百万)	23
主要比率 (%)	23

领先的金融数字化服务提供商

专注金融科技三十余年，银行 IT 龙头国企

成立五十余年，专注金融科技三十余年。云南南天电子信息产业股份有限公司（后简称“南天信息”或“公司”）前身为云南五一二厂，成立于 1971 年，最初发展业务主要为基础电子设备。1986 年进入金融电子行业，高速成长为云南省领先的 IT 企业。1999 年公司在深交所挂牌上市，成为云南省唯一 A 股主板上市科技企业，正式迈入稳步发展之路。从 2014 年发展至今，南天信息占据了金融科技行业的领先地位，并依托公司在金融行业的数字化服务能力及技术积累，积极向党建、政务、司法、教育、医疗等领域进行扩张。

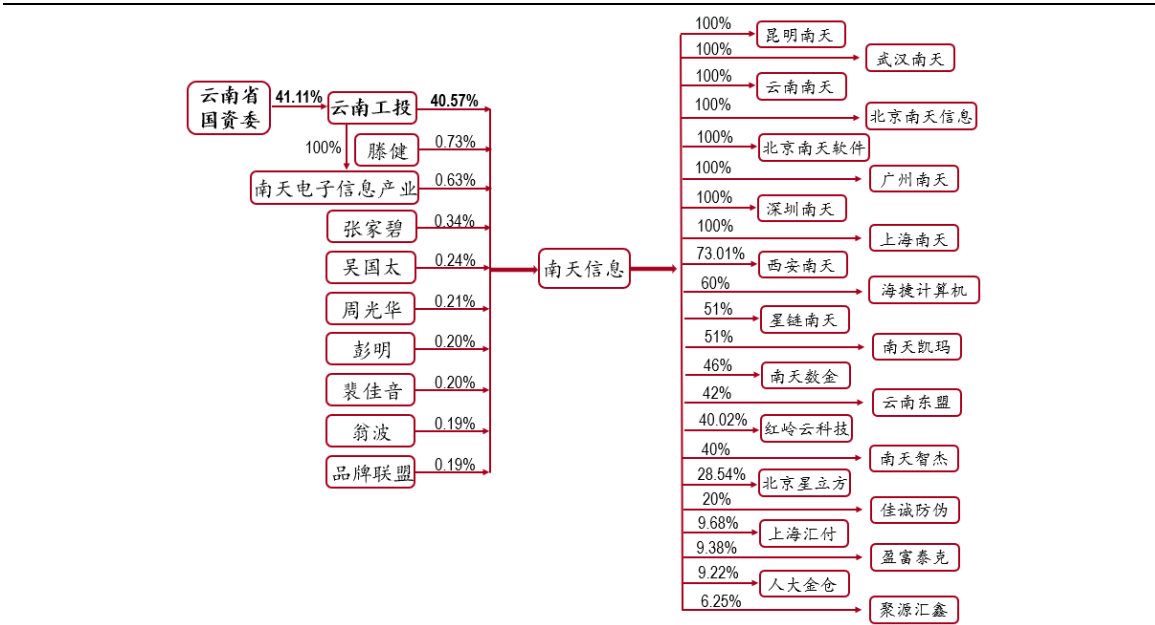
图表 1. 深耕金融 IT 领域三十余年



资料来源：公司公告，中银证券

云南省国资委控股，多家子公司布局全国。云南省国资委控股子公司云南省工业投资控股集团直接持有公司 40.57% 的股份，为最大股东。公司通过设立多家子公司专注各行业细分领域业务，覆盖北上广深一线城市以及云南省各地区，事业版图覆盖多行业和多地区。其中，北京南天、海捷计算、云南红岭云、星立方科技属于“专精特新”企业。

图表 2. 云南省国资委控股



资料来源：公司公告，中银证券

形成以金融科技为核心的数字化服务体系

银行 IT 业务多年积淀，区域数字经济平台地位突出。公司聚焦“金融科技”和“数字化服务”，深耕金融 IT 行业信息化三十余年，形成金融 IT 领域从智能终端到核心系统的“一站式”数字化服务。此外，南天信息是云南省唯一一家主板 IT 上市公司，是云南省的信息产业龙头企业，承接了云南省多个行业数字化业务，区域平台优势突出。

图表 3. 形成以金融科技为核心的数字化服务体系



资料来源：公司公告，中银证券

国企改革打开新篇章，落实市场化改革

实施“科改示范行动”，市场化程度进一步提升。2020 年 4 月，南天信息被纳入“科改示范行动”，开展国企改革三年行动，旨在进一步推动深化市场化改革，健全市场化经营体制，重点在完善公司治理、市场化选人用人、强化激励约束等方面探索创新。

股权激励有效提升人员积极性，公司未来业绩看好。在科改等政策鼓励下，公司近期推出的新一期股权激励方案已获国资委批复通过。根据草案，公司层面授予股票的业绩考核目标为 2020 年营收不低于行业均值，同期归母净利润增长率不低于 40%，且 ROE 不低于 4.0%。2020 年公司业绩实现猛增，营收 42.4 亿元同比增 28.34%，归母净利润 0.95 亿元同比增 60.53%，达成股权激励考核目标。

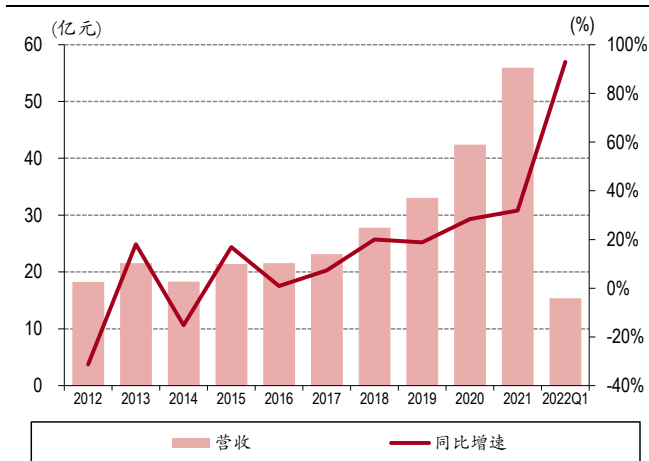
未来三年业绩增长预期乐观。股票解除限售的业绩考核条件为：2022~2024 年营收不低于 48、53 和 60 亿元（且不低于行业），同期归母净利润较 2018~2020 年平均值（约 7,631 万）增长不低于 80%、110% 和 140%，并附 ROE 和 ΔEVA 等目标。此次授予限制性股票不超过总股本的 3.5%，覆盖高管和核心骨干 300 人。高速增长目标反映出管理层对公司发展前景看好，也反过来促进员工积极性。

业绩进入提速期，控费成效显著

公司业绩增长提速明显。过去 10 年营收 CAGR 11.84%，净利润 CAGR 34.93%。2018 年至今，营收增速稳步上升，2019 年净利润同比下降 20.85%，主要系公司 2018 年度处置联营企业云南医药工业股份有限公司股权取得投资收益 8,350.68 万元。

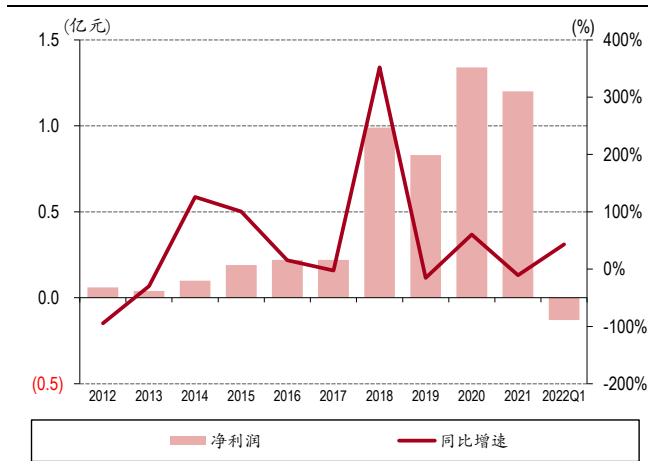
费用率稳步下行，控费成效显著。费用率近年稳步下降，净利率基本保持，同时公司人员薪酬增长，人员结构优化。公司近年持续加大研发投入，巩固科技领先地位，2021 年研发人员增至 5,388 人，占总员工数量的 74.44%。

图表 4. 近 10 年营收 CAGR 11.84%



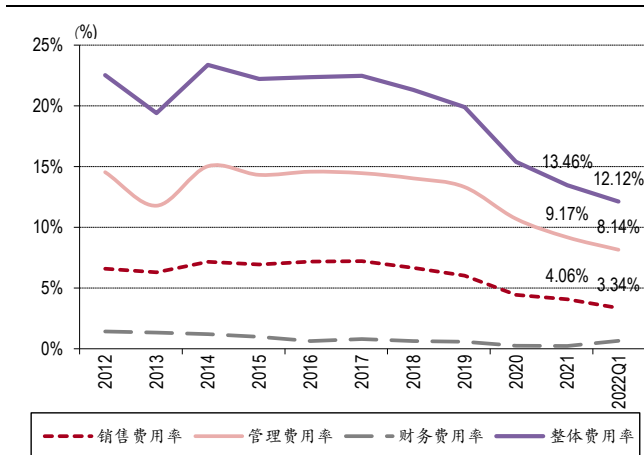
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 近 10 年净利润 CAGR 34.93%



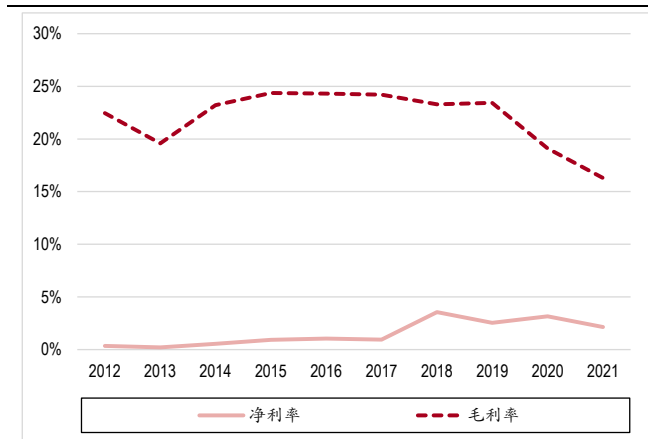
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 费用率稳步下行，控费成效显著



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 净利率基本保持，伴随人员薪酬调整与结构优化



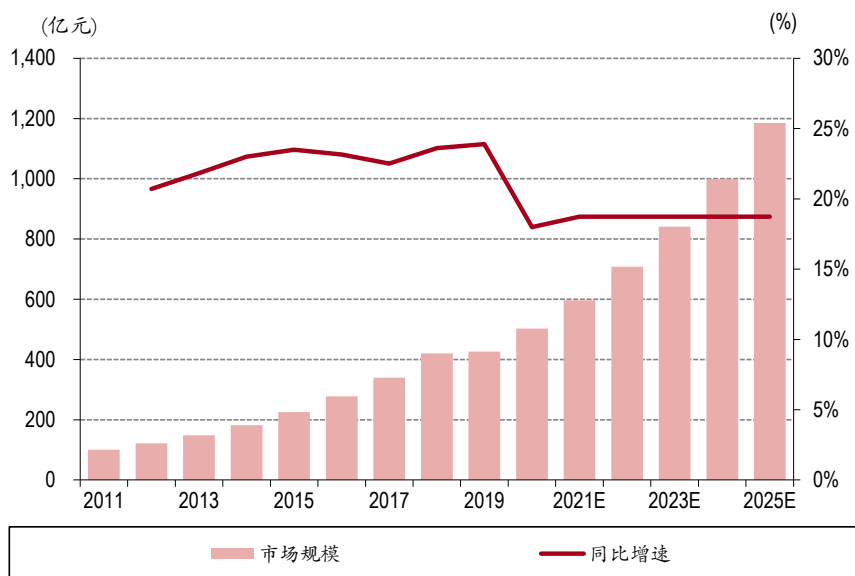
资料来源：公司公告，中银证券

银行 IT 业务有望再突破，数币布局抢占高地

银行 IT 市场成长空间大，动力足

银行 IT 解决方案市场规模预计 2025 年近 1200 亿元，增速超 15%。据 IDC，2020 年中国银行业 IT 解决方案市场的整体规模达到 502.4 亿元，同比增长 18.0%，近 10 年 CAGR 为 17.42%，长期保持稳定增长。目前我国银行在科技上的投入远小于美国，尚有较大的上升空间。政策对金融科技、数字人民币和跨境支付的要求以及外部技术进步是行业的主要驱动力。据 IDC 预测，2021 到 2025 我国银行 IT 市场规模 CAGR 为 14.64%，到 2025 年市场规模将达到 1,185.6 亿元。

图表 8. IDC 预测 2025 年中国银行 IT 市场规模将达 1,185.6 亿元

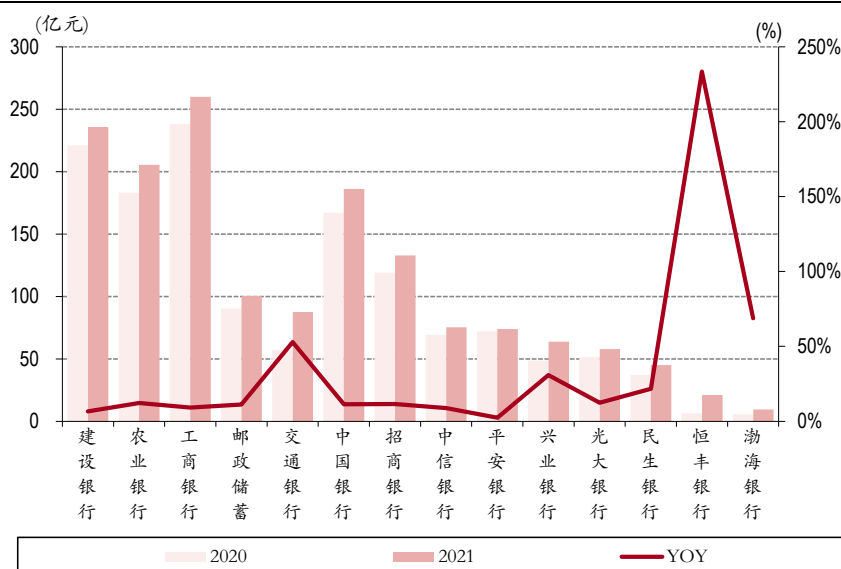


资料来源：IDC，中银证券

银行整体 IT 投入呈现 10% 以上增速。2021 年 14 家银行金融科技资金投入合计 1554.17 亿元，6 家国有大行依旧占据绝对主导地位，投入合计 1074.93 亿元，同比增长 10.77%，8 家全国性股份行金融科技资金投入合计 479.24 亿元，同比增长 17.02%，占营收比重均有不同程度的提升。

我国银行的科技投入规模增速是可观的。一方面，政策在加快推动我国金融科技的发展，对金融审慎监管的要求也在不断提高，我国银行 IT 建设的要求和目标就在相应地不断提高。另一方面，外部的人工智能、云计算等新技术在银行 IT 领域不断开发和应用，系统和产品需要技术层面的更新迭代。银行自身总资产和总营收规模在大体量的基础上每年保持增长，银行 IT 投入占营收比重提升，两者增速叠加，预计未来我国银行 IT 投入可以保持稳定增长。

图表 9. 2021 年各银行大幅增加 IT 投入



资料来源：各银行公告，中银证券

政策推动力度加大，数字经济成为发展前景核心，金融科技板块被进一步强调。国内近年强调数字经济建设的相关政策加快出台，特别《“十四五”数字经济规划》确立了数字经济作为我国新主要经济形态的重要地位，后续也跟进多项金融科技和银行保险数字化相关政策文件，明确我国金融板块数字化建设目标和进程。

图表 10. 近期数字经济政策催化明显，金融科技板块被进一步强调

颁发时间	印发部门	文件/通知	相关内容概要
2021.09	云南省人民政府	《云南省“十四五”科技创新规划》	云南省要主动融入和服务科技强国建设，将在科技支撑乡村振兴、科技护航平安云南建设、科技引领健康云南建设、科技服务我国面向南亚东南亚辐射中心建设等方面取得成绩。
2021.11	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	明确我国将在“十四五”时期深入实施国家软件发展战略，全面支撑制造强国、网络强国、数字中国建设。到 2025 年，规模以上企业软件业务收入突破 14 万亿元，年均增长 12% 以上。
2021.12	国务院	《“十四五”数字经济规划》	明确数字经济是继农业经济、工业经济之后的主要经济形态，到 2025 年数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，到 2035 年，力争形成统一公平、竞争有序、成熟完备的数字经济现代市场体系。
2021.12	网信委	《“十四五”国家信息化规划》	明确我国信息化进入加快数字化发展、建设数字中国的新阶段，并系统谋划了“十四五”时期数字中国建设的时间表、路线图、任务书。
2022.01	云南省人民政府	《云南省“十四五”信息产业发展规划》	到“十四五”末，全省信息产业主营业务收入力争突破 4000 亿元，年均增速 19%，其中软件和信息技术服务业突破 900 亿元，年均增速 17%。
2022.01	央行	《金融科技发展规划（2022-2025 年）》	深化金融供给侧结构性改革，加快金融机构数字化转型、强化金融科技审慎监管，将数字元素注入金融服务全流程。注重金融创新的科技驱动和数据赋能，推动我国金融科技从“立柱架梁”全面迈入“积厚成势”新阶段，力争到 2025 年实现整体水平与核心竞争力跨越式提升。
2022.01	银保监会	《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	到 2025 年：1) 银行业保险业数字化转型取得明显成效。2) 数字化金融产品和服务方式广泛普及，基于数据资产和数字化技术的金融创新有序实践，个性化、差异化、定制化产品和服务开发能力明显增强，金融服务质量和效率显著提高。3) 数字化经营管理体系基本建成，数据治理更加健全，科技能力大幅提升，网络安全、数据安全和风险管理水平全面提升。
2022.03	中央政府	《2021 政府工作报告》	要促进数字经济发展，加强数字中国建设整体布局，建设数字信息基础设施，促进产业数字化转型，加快发展工业互联网，完善数字经济治理。

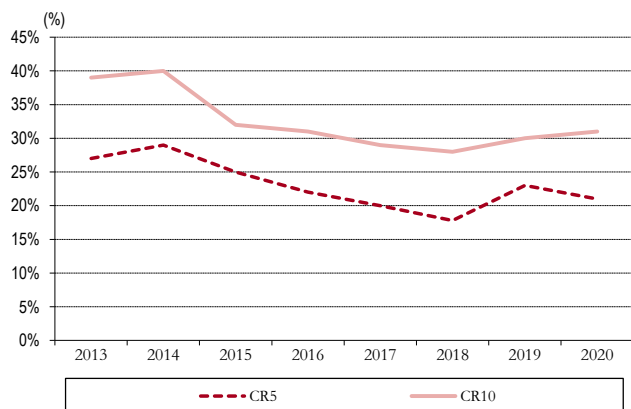
资料来源：中央政府，国务院，央行，银保监会，工信部，网信委，云南省政府，中银证券

竞争格局较为分散，细分领域头部占优

银行 IT 竞争格局较为分散，市场集中度偏低。一方面，由于银行体量大业务广，共存系统多，产品线复杂，单一细小的系统类别便已有可观规模的市场空间。另一方面，银行地位相对较为强势，大多数银行自有科技子公司，内部信息化水平较高，外采的系统大多以定制化产品为主，供应商边际成本高，较难以标准化产品快速扩张。因此，银行 IT 市场竞争格局较为分散，整体集中度偏低。

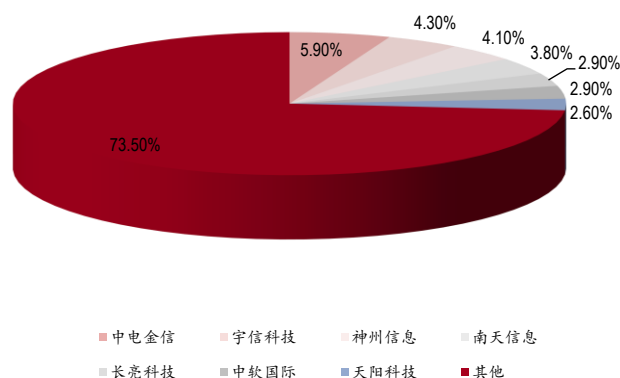
据 IDC 数据，我国银行业 IT 市场 CR5 自 2014 年至 2018 年均有不同程度下降，2019 年略有改善，2020 年基本持平。2019 年和 2020 年解决方案市场 CR5 分别为 23% 和 21%。2020 年市占率前四的厂商分别为中电金信、宇信科技、神州信息、南天信息，市占率分别为 5.9%、4.3%、4.1%、3.8%。

图表 11. 银行 IT 行业竞争格局较为分散



资料来源：IDC，中银证券

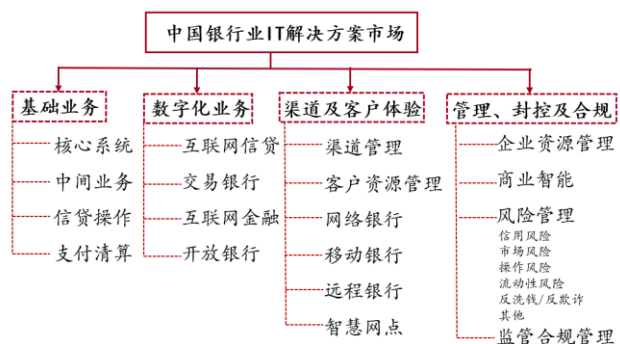
图表 12. 2020 年我国银行 IT 行业 CR5 为 21%



资料来源：IDC，中银证券

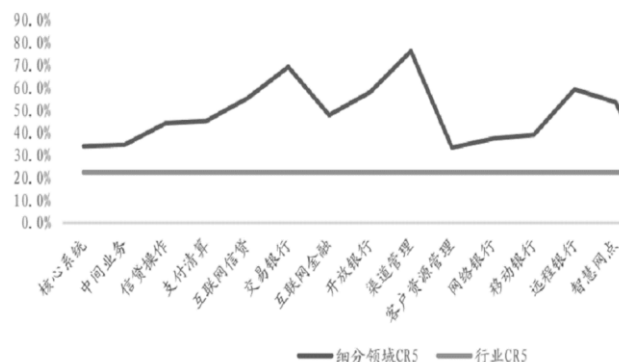
产品线复杂，细分领域头部占优。根据 IDC 数据，银行 IT 细分领域市场集中度均高于行业整体集中度，各家厂商的业务各有侧重，目前行业内综合性厂商较少，而是更注重细分领域。

图表 13. 产品线复杂，单个细分领域也有可观投入规模



资料来源：IDC，中银证券

图表 14. 细分领域集中度高于行业整体集中度，各有侧重



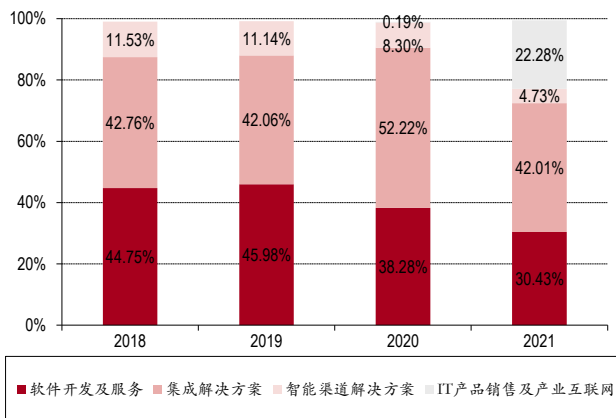
资料来源：IDC，中银证券

银行 IT 核心业务保持领先，金融科技进一步突破

银行 IT 核心业务保持领先，客户主要覆盖大行

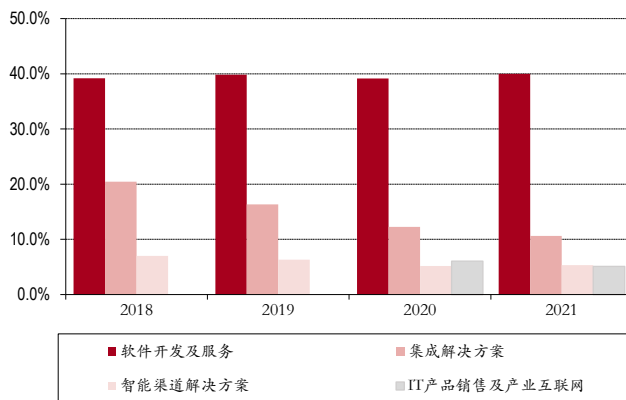
公司深耕金融科技领域三十余年，专注银行 IT 服务，形成了以金融科技为核心竞争力的业务版图。银行 IT 业务覆盖了所有的政策性银行、六家大型商业银行（工农中建交邮）、大多数全国性股份制商业银行和大量农信、城商、农商行和一批大型保险公司，在生态圈中建立了广泛的合作基础。根据公告，公司软件开发及服务集成解决方案两大核心业务均以银行 IT 为核心，两大业务营收占比合计在 80% 左右。此外，两大核心业务的毛利率也稳定保持较高水平。

图表 15. 银行 IT 为核心的两大业务营收占比为 80% 左右



资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 两大核心业务毛利率保持较高水平



资料来源：公司公告，中银证券

六大细分市场确立优势，金融科技业务进一步突破。根据 IDC 发布的 2021 年度全球金融科技排行榜百强，南天信息位列第 41 位。公司 2019、2020 年的市占率分别为 4.2% 和 3.8%，连续两年市场排名第四。2020 年南天信息在六大细分市场中市占率位列前三，中间业务解决方案 14.4%，渠道管理解决方案 19.1%，智慧网点解决方案 9.8%，企业经营管理解决方案 5%，支付与清算解决方案 7.2%，网络银行解决方案 4.6%，继续稳居中国银行业 IT 解决方案市场第一梯队，市场份额稳步提升。

图表 17. 银行 IT 六大细分市场份额领先

14.4%	中间业务解决方案
19.1%	渠道管理解决方案
9.8%	智慧网点解决方案
5%	企业经营管理解决方案
7.2%	支付与清算解决方案
4.6%	网络银行解决方案

资料来源：IDC，中银证券

图表 18. 2021 年金融科技业务持续领航

1	持续推进邮储银行新一代核心业务系统、光大银行“云缴费”平台、建设银行新一代手机银行系统、建信金科城市生活场景运营等项目。	4	深入参与建行统一云管平台、交行网络智能分析服务系统、光大全栈云等项目建设。
2	获得中国农业银行 12.46 亿元 Intel 服务器和 14.87 亿元鲲鹏服务器两大订单。	5	完成深圳工行、南昌工行等大型旗舰智慧网点的交付，入围中国银行、华夏银行智慧屏项目，信创自助类产品入围中国银行、光大银行、华夏银行等。
3	获得人民银行二地三中心“央行云”项目。	6	持续发展中国人寿、中国人保、太平保险、新华人寿等保险公司数字化业务。

资料来源：公司公告，中银证券

数币领域优势布局，跨境业务已有先行

跨境支付明确数字人民币相关系统建设需求

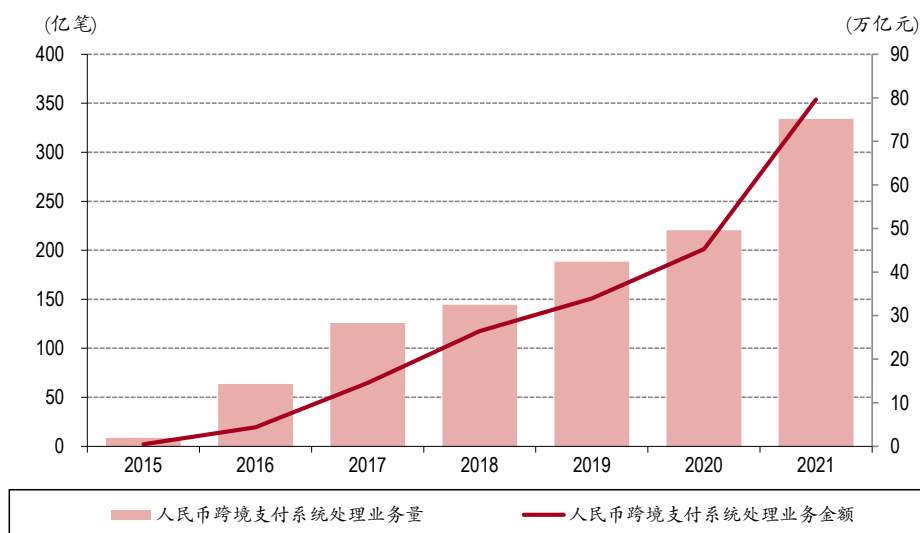
2022 年 2 月，中国人民银行会同市场监管总局、银保监会、证监会联合印发《金融标准化“十四五”发展规划》（以下简称《规划》）。《规划》指出，全面开展人民币跨境支付清算产品服务、清算结算处理、业务运营和技术服务等方面标准建设，加强对人民币跨境支付系统建设的支撑。

2021 年我国全球跨境支付规模不断增长，中国与国际货币资金往来交易量不断扩大。2021 年中国人民币跨境支付系统处理业务 334.16 亿笔，金额 79.6 万亿元，同比分别增长 51.55%、75.83%。日均处理业务 9155.07 笔，金额 2180.82 亿元。

数字人民币在国际清算环节可跨过 SWIFT 系统，在计算能力、成本及政治风险方面均有显著优势：

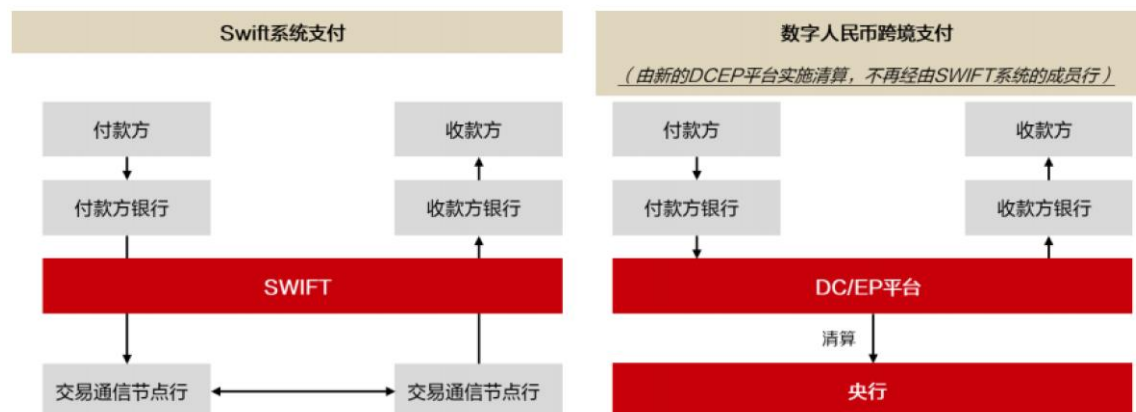
（1）计算时间由天提升至秒级；（2）大幅降低跨境转账成本；（3）SWIFT 系统由欧美国家联盟掌控，数字人民币可以避免潜在的政治风险。

图表 19.人民币跨境支付规模不断增长



资料来源：SWIFT，国际金融与经济研究中心，中银证券

图表 20. 数字人民币跨境支付不再经过 SWIFT 系统支付流程



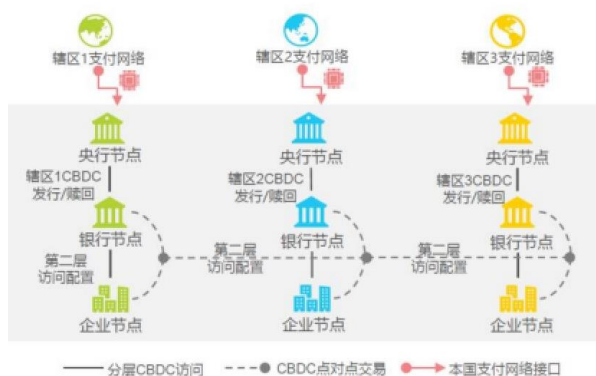
资料来源：SWIFT，国际金融与经济研究中心，中银证券

各大银行陆续布局数字货币系统，市场空间随之打开

2021年2月，我国加入国际清算银行创新中心牵头的多边央行数字货币桥研究项目（m-CBDC Bridge），其核心目标为建立一个联接多国央行数字货币系统的“走廊网络”，使同一分布式账本支持多种央行数字货币，构建点对点的报文传输系统，助力提供高效便捷、成本低廉的跨境支付服务。

我国各大银行积极参与项目，陆续开启数字人民币跨境支付系统建设，打开数字货币领域信息化市场。未来计划围绕不同层级主体，建立多层次的数字人民币支付结算新体系，打造以核心企业为超级节点的企业级市场化数字人民币跨境支付结算平台。

图表 21. 多边央行数字货币桥原型设计



资料来源：BIS《CBDCs beyond borders》，艾瑞咨询，中银证券

图表 22. 多边央行数字货币桥项目主要参与机构

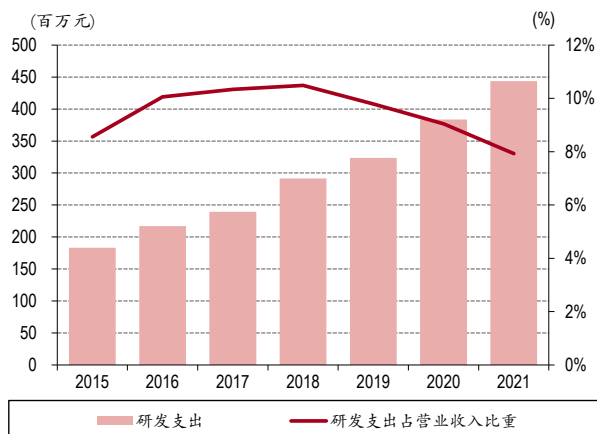


资料来源：比特范，中银证券

持续布局数字货币工作，抢占高地。南天信息一直持续推进数字人民币相关工作，成立了专门的数字人民币应用研发团队，实时开展政策、专利分析和技术研究，并持续推进数字人民币产品研发和业务拓展，同时在数字人民币的技术研究作了重要储备。在场景生态建设方面，依托银行合作伙伴，积极探索和布局面向跨境贸易、政企服务、智慧校园等方面的数字人民币流通应用。此外公司还在布局缅甸数字人民币跨境支付相关产品。

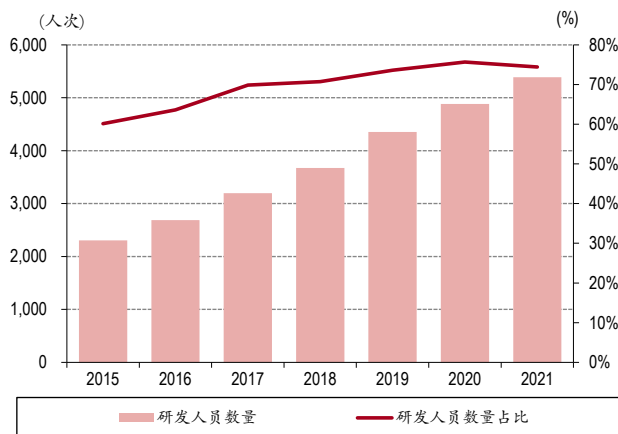
产品取得初步成效，数字货币业务发展加速。公司参与了部分国有大行数字货币的相关研发工作，产生了一定业务收入。南天数字人民币流通服务平台成功落地：平台包含数字人民币的基础金融服务、收单支付、业务运营、企业资管和场景生态五大服务板块，能够帮助商业银行、支付机构以及政企单位快速的接入数字人民币互联互通，通过平台线上线下一体化的金融服务场景。

图表 23. 围绕数字货币领域持续加大研发投入



资料来源：公司公告，中银证券

图表 24. 研发人员保持快速增长



资料来源：公司公告，中银证券

数字经济创新业务大有可为，中长期增长性明确

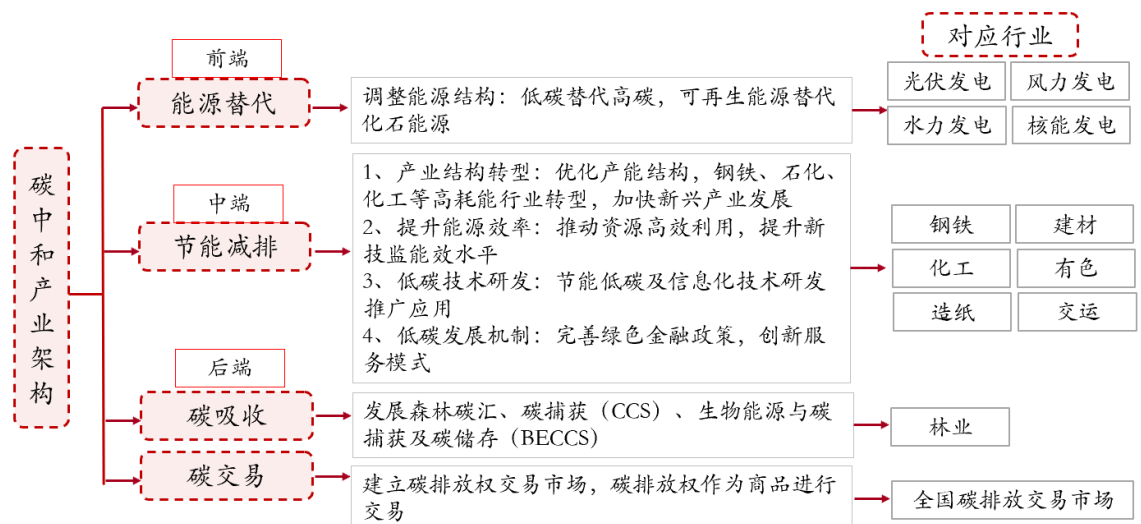
“双碳”：推进碳管理计量与数字化方向

“双碳”政策紧密发布，碳达峰进程加速。2021年10月，中共中央、国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（后称《意见》），作为我国碳达峰碳中和的顶层设计，提出了具体的目标和措施。《意见》明确提出到2025年，单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%；单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%；非化石能源消费比重达到20%左右；森林覆盖率达到24.1%，森林蓄积量达到180亿立方米。

政策更加强调“双碳”与经济增长、能源安全、产业链供应链安全、粮食安全的协同，以及政府相关部门在其中扮演的重要角色。碳中和、碳达峰任务涉及产业链前中后端多个产业，包括能源替代、节能减排、碳吸收和碳交易，有望带动多个产业数字化市场规模快速增长。

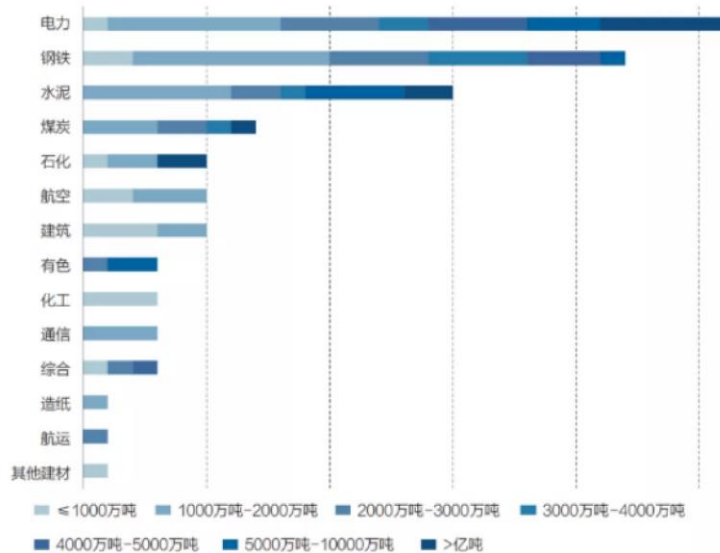
根据《中国上市公司碳排放排行榜（2021）》，100家上榜的上市公司在2020年的二氧化碳排放总量合计44.2亿吨，占全国总量约44.7%。其中，排名前十的企业2020年度排放量均超过1亿吨，主要来自电力、建材、石化、煤炭行业；排名前二十的企业2020年度排放量都在5000万吨以上。分行业来看，电力、水泥、钢铁三大行业的排放总量规模相对更大，是减碳的关键所在。

图表 25. 碳中和有望带动多个产业机会



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 26. 电力行业上榜企业碳排放总量排名第一



资料来源：企业社会责任报告、中创碳投及《财经》杂志估算

资料来源：《中国上市公司碳排放排行榜（2021）》，中银证券

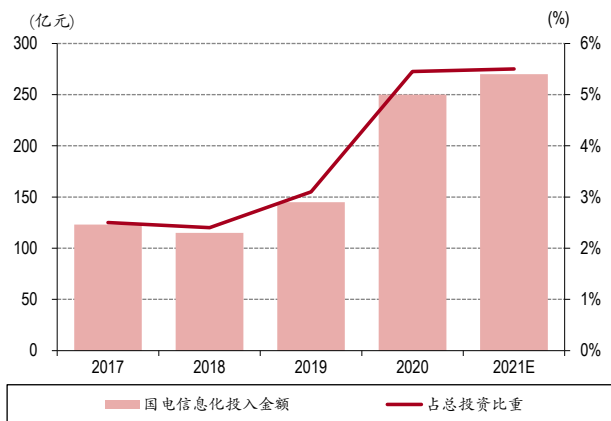
电力信息化投入稳步增长，2024 年市场规模预计超 700 亿元

国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 2.9 万亿元，如果算上两大电网之外的部分地区电网公司，“十四五”期间全国电网总投资预计近 3 万亿元。根据弗若斯特沙利文数据，我国 2024 年电力信息化市场规模预计超 700 亿元，市场发展前景广阔。

(1) 国网披露计划在“十四五”期间投入 3,500 亿美元（约合 2.23 万亿元）推进电网转型升级，2021 年信息化投入金额为 270 亿元。公司利用数字技术为电网赋能，着力提高配网智能化、数字化水平，建成了全球最大的“新能源云”平台，目前累计接入新能源场站 200 万个、装机容量 4.8 亿千瓦；开发的“网上国网”应用，注册用户数突破 1.8 亿。

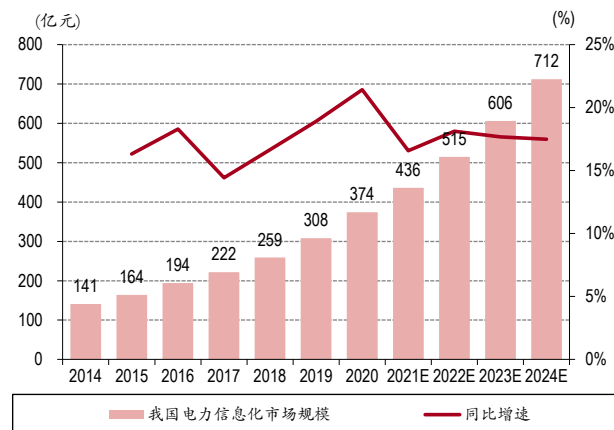
(2) 南网“十四五”规划以配网投资为主力，重点面向数字化建设。南方电网提出“十四五”期间将规划投资约 6700 亿元，相比“十三五”期间总投资（约 4931 亿元）有明显增长。投入方向上，南网将加快数字化转型步伐，加快智能输电、配电、用电建设，推动建设多能互补的智慧能源，以电网的数字化、智能化建设，促进服务智慧化，全力提升用户获得感，为电力信息化厂商提供发展机会。

图表 27. 2021 年国电信息化投入金额预计为 270 亿元



资料来源：国家电网，中银证券

图表 28. 2024 年电力信息化市场规模预计超 700 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，中银证券

碳排放交易体系初步建立，企业碳管理 IT 需求明确

随着低碳与智能互联时代的到来，越来越多的行业将被纳入碳市场，企业通过信息化手段强化碳管理是大势所趋。我们认为，当前企业碳管理的需求痛点与难点主要集中在能源管控、碳排放管理、碳资产管理三个方面，因而信息化碳管理对症下药、靶向发力帮助企业更好地应对能碳管理、MRV 体系要求、碳交易以及未来可能愈加严格的碳管控目标。

(1) 能源精准管控方面，主要体现为能源在线监测、提供用能异常与低效用能提醒、能耗报表自动生成、对各工序和能源品类的消耗及成本等的记录和管理、相关数据电子化管理。

(2) 建立碳管理体系方面，企业需要完善碳管理体系的组织架构和管理制度，以及满足碳排放自动核算、报告生成、质量控制等要求。

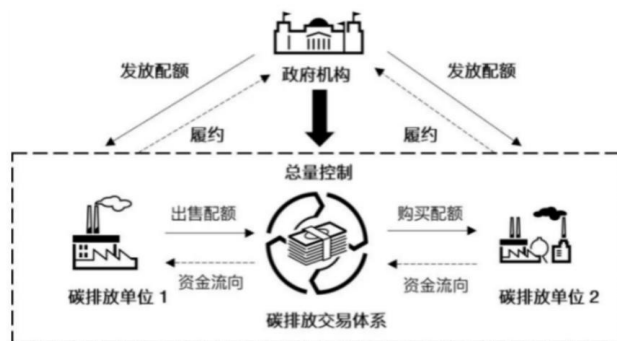
(3) 企业的碳资产管理方面，一是服务于对外碳配额的核算申报与清缴履约，配额管理提供碳配额出售质押以及与 CCER 置换等方案降低履约成本；模拟碳市场交易情景与规则构建虚拟碳交易市场，辅助测算企业进行交易最佳时间，规避交易风险，推动企业快速适应碳交易环境。二是服务于辅助企业在内部实现碳排放总目标的制定、分解、考核，并提供配额消耗临界预警，实现企业资源能源的优化配置和碳排放指标动态调整。

图表 29. 企业有多方面的碳管理信息化需求



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 30. 我国碳排放权交易体系初步设立



资料来源：国务院，中银证券

积极探索碳管理的计量和数字应用方向

业务突破打下坚实基础：公司主导研发了省域级“能耗在线检测平台”，为云南省重点用能企业的能耗进行实时监测，系统上线一年多，已有 3000 家重点能耗企业接入相关系统。此外公司还为生态环境管理部门、发改部门提供服务，并编制了《能源资源计量数据采集与监测指南第 18 部分：数据中心》。

未来发展布局：(1) 技术和业务方面加快布局：积极探索在“双碳”、“绿色”产业信息化中的研究，在计量标准、数字应用方向展开研究和业务布局。(2) 业务需求增长预期：许多其他省份尚未建立统一的监测平台，这一部分尚未被满足的市场需求将会是公司未来重点推进的部分。(3) 碳排放交易市场成熟带来的系统建设需求：随着碳排放交易市场的建立和成熟，碳排放和碳回收的计量方面需要大量的系统建设。

积极拓展“数字云南”及云南新基建增量业务：南天信息作为云南省唯一一家主板 IT 上市公司，抢抓“数字云南”、云南新基建及云南加快推进面向南亚东南亚辐射中心建设的重大战略机遇，重点在数据中心体系、工业互联网平台、区块链技术云平台、人工智能支撑应用支撑平台等寻求订单，并将以定向研发、定向转化、定向服务为手段，抢抓“数字云南”发展机遇，努力成为“数字云南”和云南新基建建设的主力军。

智慧党建：净利率突出，立足云南辐射全国

南天信息直接持有云南红岭云科技股份有限公司（后称“红岭云”）40.02%的股份，后者作为独立部门专注开展智慧党建领域业务。

党建信息化进入 2.0 阶段，政策引导信号明确。在党的十九大报告中，习近平总书记强调要全面增强执政本领，“善于结合实际创造性推动工作，善于运用互联网技术和信息化手段开展工作”。如何进一步利用“互联网+党建”的技术手段呈现新时代党建新表述，是各级党组织面临的新课题、新任务和新要求。2012 至 2020 年，我国处于“党建信息化 1.0”阶段，信息化需求集中在党建云平台建立。2021 年我国开启“党建信息化 2.0”阶段，信息化需求集中在建设运营一体化。

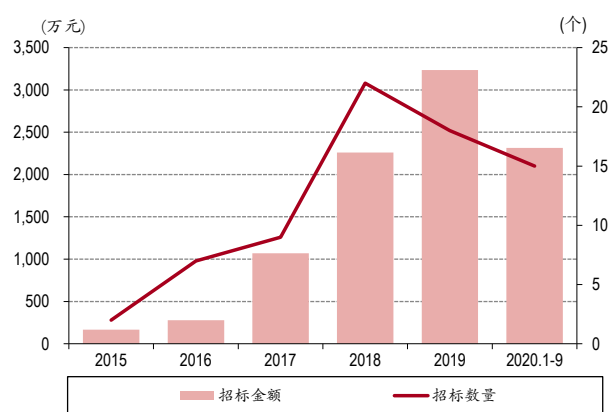
招标需求逐年增长，陆续建立“党建云平台”。根据中国政府采购网的招标信息显示，2015-2019 年我国各级政府机构对“党建云平台”相关项目的招标需求金额逐年增加，2019 年各级政府机构对“党建云平台”相关项目的招标项目共有 18 个，招标金额共计 3234.76 万元。2020 年，截至 9 月 22 日，各级政府机构对“党建云平台”相关项目的招标项目共有 15 个，招标金额为 2315.56 万元。

图表 31. 数字政府、智慧党建相关政策催化

发布日期	文件	发布部门	相关内容
2021.09	国务院办公厅关于印发全国一体化政务服务平台移动端建设指南的通知	国务院办公厅	基础支撑层主要为政务服务平台移动端提供国家电子政务外网、政务云平台等基础设施，数据资源服务、大数据分析等数据支撑，统一身份认证、统一证照共享、统一电子印章等公共支撑以及事项管理、“好差评”管理、用户体验监测等业务支撑。完善国家电子政务网络，集约建设政务云平台和数据中心体系，推进政务信息系统云迁移。
2021.03	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	全国人民代表大会	2022 年底前，以国家政务服务平台为总枢纽的全国一体化在线政务服务平台更加完善，全国范围内政务服务事项基本做到标准统一、整体联动、业务协同，除法律法规另有规定或涉及国家秘密等外，政务服务事项全部纳入平台办理，全面实现“一网通办”。
2018.07	关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见	国务院	以整合促便捷，推进线上“一网通办”；以集成提效能，推进线下“只进一扇门”；以创新促精简，让企业和群众“最多跑一次”；以共享取根基，让“数据多跑路”。在建立统筹推进机制、提高基础设施集约化水平、促进政务信息资源共享、推动“互联网+政务服务”、推进电子文件在重点领域规范应用等方面开展重点探索。
2018.06	进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案	国务院	2018 年 6 月底前，实现国务院各部门整合后的政务信息系统接入国家数据共享交换平台，各地区结合实际统筹推进本地区政务信息系统整合共享工作，初步实现国务院部门和地方政府政务系统互联互通。
2017.12	关于发展国家电子政务综合试点的通知	中央网信办	充分利用政务云，实现集约建设、共享利用。
2017.05	关于印发政务信息系统整合共享实施方案的通知	国务院办公厅	充分依托现有网络资源，推动政务云集约化建设，为网上政务服务提供支撑和保障。
2016.12	国务院办公厅关于印发“互联网+政务服务”技术体系建设指南的通知	国务院办公厅	深化电子政务，推进国家治理现代化。
2016.09	国务院关于加强推进“互联网+政务服务”工作的指导意见	国务院	探索电子政务云计算发展新模式。
2016.08	国家信息化发展战略	国务院	
2015.01	国务院关于印发促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见	国务院	

资料来源：国务院，中银证券

图表 32. 各级政府对“党建云平台”相关项目的招标需求



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

红岭云是国内唯一专注于党建信息化领域的高新技术科技公司。公司于 2012 年 4 月创立，2017 年 1 月挂牌新三板，2018 年 7 月公司全面完成混改，引入云南工投旗下上市公司南天信息，成为工投集团旗下第 2 家新三板公司。红岭云是专门从事智慧党建的公司，重点打造组织部门-业务工作、基层组织-党务工作、党员教育-教育管理、城市党建-社会治理、乡村振兴-为民服务等“智慧党建”场景运用。

党建业务发展迅速，自云南向全国铺开。近年来，红岭云不仅在云南省内发展迅速，而且还在雄安设立了总部，“双总部”协同并进，已经全面开启了开拓全国市场的新局面。同时，公司还与华为联合推出党建宝，依托华为搭载国产鸿蒙系统 HarmonyOS 的智慧办公终端，正在全国推广销售。不论在发展势头，还是数字概念上都给资本市场很多想象空间。

净利率突出，成长性优秀。红岭云 2021 年实现营收 1.35 亿元，同比增长 51.69%；净利润 2845.73 万元，同比增长 30.31%，显现了较好的成长性。21 年营收和净利润在南天信息的占比分别为 2.41%和 23.78%，其智慧党建业务对南天信息整体净利率有很大的贡献，属于盈利能力较强的业务。如果红岭云能顺利上市，未来业绩进一步发力，预计可以给南天信息带来可观的投资收益。

智慧教育：稳中求进，进一步发挥本土优势

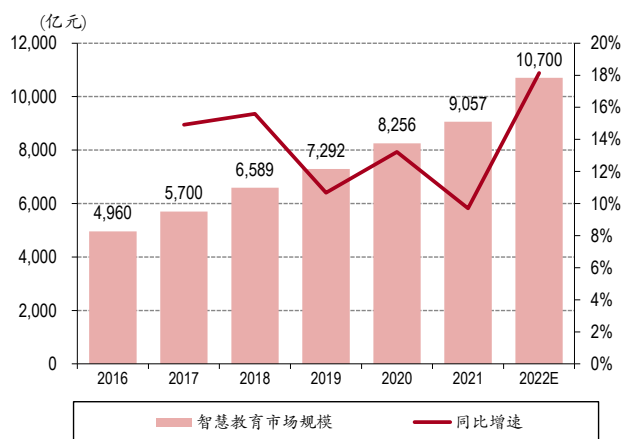
南天信息直接持有北京星立方科技发展股份有限公司（后称“星立方”）28.5%的股份，后者作为独立部门专注开展智慧教育领域业务。

教育 IT 市场规模大增速稳，2022 年有望突破 5800 亿元

(1) 2021 年 12 月，全国教育信息化工作会议在京召开，会议指出，要立足教育强国建设、教育优质均衡和教育改革发展看教育信息化，以教育信息化推动教育高质量发展。政策、社会环节和技术进步为智慧教育产业发展创造了利好环境。根据前瞻产业研究院数据，2022 年智慧教育行业市场规模有望突破万亿元。

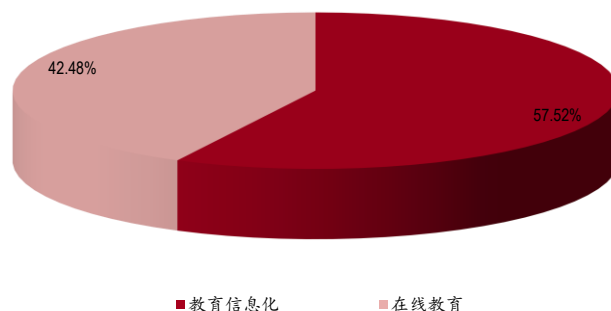
(2) 细分来看，2019 年教育信息化市场占比为 57.51%，我们假设教育 IT 未来占比保持 55% 以上，2022 年教育 IT 市场规模预计为 5,885 亿元。

图表 33. 2022 年智慧教育市场规模预计超万亿元



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 34. 2019 年教育信息化市场规模占比超 50%



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

深耕智慧教育数十载，本土优势确立。星立方成立于 2010 年，于 2014 年成功挂牌新三板，2019 年成为南天集团控股公司。**产品方面**，公司围绕教育数字化服务打造了达睿思、学路优和学价宝三大品牌，涵盖学业评价、教学质量监控、教学决策报告、教师评价和职业发展、个性化自适应学习等各个应用维度。**客户方面**，达睿思在北京具有较高的知名度，根据官网披露，其客户主要为各级教育主管单位和众多教学机构，其中北京中小学的渗透率高达 70%，本土市占率高。

立足北京，面向全国。目前，公司已经形成良性的“双轮驱动盈利模式”。明确“立足北京，面向国内”的发展战略，通过有效融合研发教育和信息技术的产品和服务，整合教育数据，立志成为“最专业的智能教育数据运营服务商”。

盈利预测与估值分析

盈利预测：业绩增速保持 40% 以上确定性高，有望实现股权激励目标

基本假设

银行 IT 行业整体景气度上升，银行 IT 投入持续增加，市场规模保持 15% 左右增速，市场竞争格局较为分散。公司在金融 IT 板块有三十余年的发展历程，形成了全面、专业以及领先行业的技术水平，作为行业龙头国企市场化程度不断提升，各板块业务有望发力大幅提升收入水平，国企改革对公司未来业绩表现有显著提升预期，预计 2022-2024 年能够达成股权激励目标。

- (1) 软件开发及服务：以银行 IT 软件服务为主，以及智慧党建系统开发。银行 IT 方面，解决方案市场预计未来保持 15% 以上增速，公司数字货币业务领先布局优势凸显，拥有多个大型银行核心系统的服务经验，以及作为云南省唯一主板上市 IT 企业有望在数字货币跨境支付系统市场中取得可观的市占率和收入增速。智慧党建方面，红岭云专注智慧党建业务，2018 年至 2021 年营收 CAGR 为 28%，2021 年营收同比增速为 52%，作为国内唯一专注于党建信息化领域的高新技术科技公司，有望保持领先优势，实现持续高速增长。综合来看，叠加公司股权激励计划对员工积极性的影响，软件开发及服务业务有望实现 25% 以上增速。
- (2) 集成解决方案：以数据中心为场景，为用户提供建云、业务上云及运营管理整体解决方案，客户覆盖金融、政府、交通、电力、能源及科研所等。金融领域业务收入有望实现较高增速。2020 年作为股权激励方案中授予股份的考核年份，该部分业务收入实现同比增长 59.33%，反映了员工积极性被充分调动。综合行业背景和员工主观能动性来看，该部分业务有望实现 35% 以上增速。
- (3) 智能渠道解决方案：公司智能渠道解决方案主要为金融行业客户提供智慧化、渠道化解决方案，并不断拓展药店、教育、司法、公安户籍终端等非金融行业。2021 年该项业务收入同比减少 25%，金融科技发展以及产业数字化加速发展，有望实现 10% 以上增速。
- (4) IT 产品销售及产业互联网：该项为 2020 年公司新建立的收入分项，主要为面向多行业中小企业销售 IT 类产品，2022 年实现 152 倍的增长，产业互联网行业增长趋势可观，公司在云南省 IT 行业保持龙头地位，未来增速预计保持 50% 以上。

图表 33. 盈利预测

业务 (人民币: 百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
软件开发及服务				
收入	1,701.72	2,161.18	2,723.09	3,403.86
YOY(%)	4.86	27.00	26.00	25.00
毛利率(%)	40.00	43.00	43.00	43.00
智能渠道解决方案				
收入	264.37	290.81	325.71	371.30
YOY(%)	(24.83)	10.00	12.00	14.00
毛利率(%)	10.63	12.50	12.50	13.00
集成解决方案				
收入	2,349.64	3,172.01	4,313.94	5,910.10
YOY(%)	6.13	35.00	36.00	37.00
毛利率(%)	5.34	6.00	6.30	6.80
IT 产品销售及产业互联网				
收入	1,246.34	2,492.69	4,486.84	7,178.95
YOY(%)	15220.70	100.00	80.00	60.00
毛利率(%)	5.08	6.50	6.50	6.50
合计	5592.71	8152.33	11892.21	16915.84
YOY(%)	31.92	45.77	45.88	42.24
毛利率(%)	16.05	16.17	14.93	14.07

资料来源: 万得, 中银证券

图表 34. 费用率预测

费用率(%)	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.06	3.45	3.00	2.80
管理费用率	2.97	2.10	1.60	1.40
研发费用率	6.20	5.20	5.10	5.00

资料来源: 公司公告, 中银证券

综上所述, 预计 2022-2024 年营收为 81.52、118.92 和 169.16 亿元, 净利润为 1.4、1.8、2.1 亿元, 对应 EPS 为 0.35 元、0.46 元和 0.53 元。对应 PE 分别为 36X/28X/24X。

估值与投资建议: 估值位于行业中位

2022-2024 年对应 PE 分别为 36X、28X、24X。选取可比公司: (1) 银行 IT 行业解决方案公司: 科蓝软件、润和软件、宇信科技、神州信息、长亮科技; (2) 智慧教育: 科大讯飞、佳发教育、拓维信息。采取相对估值法, 公司 2022-2024 年估值均处于行业中位。

图表 35. 可比公司估值对比

所属板块	股票代码	公司名称	股价	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
银行 IT	300663.SZ	科蓝软件	14.88	0.28	0.39	0.55	52.54	37.15	26.58
	300674.SZ	宇信科技	15.75	0.76	0.97	1.22	20.16	15.77	12.57
	000555.SZ	神州信息	11.19	0.60	0.66	0.66	22.47	18.39	16.69
	300348.SZ	长亮科技	9.39	0.29	0.38	0.49	31.90	23.90	18.79
	平均			0.48	0.60	0.73	31.77	23.80	18.66
智慧教育	300559.SZ	佳发教育	10.57	0.49	0.62	0.77	20.17	15.90	12.79
	002230.SZ	科大讯飞	37.90	0.90	1.22	1.61	42.30	31.07	23.52
	002261.SZ	拓维信息	6.39	0.13	0.19	0.26	46.18	32.73	23.91
	平均			0.51	0.68	0.88	31.68	24.18	21.01
	300451	南天信息	7.07	0.35	0.46	0.53	36.05	27.52	23.91

资料来源：万得一致性预测，中银证券

注：股价截至 2022/6/13。

银行 IT 行业成长空间明确，增速稳定，同时数字人民币领域信息化业务增长预期较高。公司作为金融 IT 龙头国企，内部保持银行 IT 核心业务优势，持续布局数币领域技术和业务，外部凭借国资背景和云南省唯一主板上市 IT 企业地位，以及优秀的大行客户基础，有望大幅提高银行 IT 业绩表现。

此外，公司“双碳”信息化、智慧党建和智慧教育业务均有可观的成长空间，助力公司成为以银行 IT 为核心，具备多行业信息化优势的综合性数字化服务厂商。作为国企落地市场化改革，提升员工积极性，股权激励目标是公司未来三年业绩表现的有力背书。综上所述，给予 **买入** 评级。

风险提示

(1) 政策不及预期

随着行业的发展，未来政策环境可能发生变化，可能因行业政策调整导致行业需求下降。

(2) 疫情反复导致项目延期

疫情可能再度蔓延，导致银行 IT 项目建设进程放缓，订单利润兑现延后。

(3) 市场竞争格局变化

银行科技子公司、互联网公司纷纷加入金融 IT 行业竞争，云计算、人工智能等新技术和模式持续创新，我国银行 IT 领域不断细分，竞争对手增加以及市场的细分导致公司业务拓展面临市场风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	4,239	5,593	8,152	11,892	16,916
销售成本	(3,448)	(4,707)	(6,865)	(10,153)	(14,583)
经营费用	(564)	(660)	(795)	(1,061)	(1,459)
息税折旧前利润	227	226	492	678	874
折旧及摊销	(49)	(49)	(58)	(64)	(69)
经营利润(息税前利润)	178	177	435	613	805
净利息收入/(费用)	41	48	72	101	142
其他收益/(损失)	35	24	36	32	26
税前利润	145	126	200	258	297
所得税	(11)	(7)	(7)	(7)	(7)
少数股东权益	39	33	54	70	81
净利润	95	87	138	181	209
核心净利润	95	87	138	181	209
每股收益(人民币)	0.241	0.220	0.351	0.460	0.529
核心每股收益(人民币)	0.241	0.220	0.351	0.460	0.529
每股股息(人民币)	0.048	0.070	0.070	0.092	0.106
收入增长(%)	28	32	46	46	42
息税前利润增长(%)	25	(1)	146	41	31
息税折旧前利润增长(%)	21	(0)	118	38	29
每股收益增长(%)	30	(8)	59	31	15
核心每股收益增长(%)	31	(9)	59	31	15

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	145	126	200	258	297
折旧与摊销	49	49	58	64	69
净利息费用	(30)	(35)	(55)	(76)	(106)
运营资本变动	156	778	(140)	790	743
税金	28	26	(7)	(7)	(7)
其他经营现金流	(96)	(1,097)	(734)	(1,472)	(1,122)
经营活动产生的现金流	251	(153)	(678)	(443)	(127)
购买固定资产净值	(10)	55	21	31	26
投资减少/增加	(83)	(38)	6	6	6
其他投资现金流	19	(164)	(42)	(63)	(52)
投资活动产生的现金流	(73)	(147)	(15)	(26)	(20)
净增权益	(19)	(28)	(28)	(36)	(42)
净增债务	(396)	452	239	368	519
支付股息	19	28	28	36	42
其他融资现金流	609	(10)	1,368	1,435	1,421
融资活动产生的现金流	212	443	1,607	1,803	1,940
现金变动	390	142	914	1,335	1,793
期初现金	1,256	1,654	1,997	2,910	4,245
公司自由现金流	178	(300)	(693)	(468)	(147)
权益自由现金流	(207)	165	(231)	232	849

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,654	1,997	2,910	4,245	6,039
应收帐款	775	1,191	1,618	2,522	3,338
库存	1,489	2,428	3,211	5,197	6,839
其他流动资产	53	536	38	1,023	349
流动资产总计	4,067	6,289	7,889	13,112	16,683
固定资产	230	217	196	171	149
无形资产	155	210	195	191	173
其他长期资产	355	427	467	538	594
长期资产总计	740	854	858	900	916
总资产	4,836	7,165	8,719	13,914	17,440
应付帐款	1,134	2,390	1,778	4,582	5,182
短期债务	297	647	888	1,257	1,775
其他流动负债	1,015	1,601	1,747	1,748	1,969
流动负债总计	2,445	4,638	4,413	7,587	8,926
长期借款	0	100	100	100	100
其他长期负债	29	42	35	38	37
股本	394	394	394	394	394
储备	1,887	1,955	3,673	5,622	7,729
股东权益	2,281	2,350	4,068	6,016	8,123
少数股东权益	94	49	103	173	254
总负债及权益	4,836	7,165	8,719	13,914	17,440
每股帐面价值(人民币)	5.78	5.96	10.31	15.25	20.60
每股有形资产(人民币)	5.39	5.43	9.82	14.77	20.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.44)	(3.17)	(4.87)	(7.32)	(10.56)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.4	4.0	6.0	5.7	5.2
息税前利润率(%)	4.2	3.2	5.3	5.2	4.8
税前利润率(%)	3.4	2.3	2.5	2.2	1.8
净利率(%)	2.2	1.6	1.7	1.5	1.2
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.4	1.8	1.7	1.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	0.8	1.1	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	52.6	57.4	36.1	27.5	23.9
核心业务市盈率(倍)	52.6	57.5	36.1	27.5	23.9
市净率(倍)	2.2	2.1	1.2	0.8	0.6
价格/现金流(倍)	19.9	(32.6)	(7.4)	(11.3)	(39.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.0	16.6	6.2	3.1	0.9
周转率					
存货周转天数	147.6	151.9	149.9	151.1	150.6
应收帐款周转天数	61.6	64.2	62.9	63.5	63.2
应付帐款周转天数	84.3	115.0	93.3	97.6	105.3
回报率					
股息支付率(%)	20.1	31.6	20.1	20.1	20.1
净资产收益率(%)	4.9	3.8	4.3	3.6	3.0
资产收益率(%)	3.7	2.8	5.3	5.3	5.0
已运用资本收益率(%)	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371