

宝信软件 (600845.SH)

强烈推荐 (维持)

公布第三期股权激励计划, 工业 4.0 龙头扬帆起航

事件: 公司 12 月 29 日晚发布《第三期限限制性股票计划草案》, 拟向激励对象授予不超过 3000 万股限制性股票, 约占当前总股本 (19.76 亿股) 的 1.52%, 授予价格为 20.43 元/股。

1、股权激励计划公布, 彰显管理层信心

根据公告, 公司 12 月 29 日晚发布《第三期限限制性股票计划草案》, 拟向激励对象授予不超过 3000 万股限制性股票, 约占当前总股本 (19.76 亿股) 的 1.52%, 授予价格为 20.43 元/股。**(1) 第三期限限制性股权激励授予规模更大:** 本次授予的不超过 3000 万股限制性股票 (第二期拟授予 1700 万股) 由两部分组成, 其中, 首次授予不超过 2700 万股, 占授予总量的 90.00%, 约占公司股本总额的 1.37%; 预留 300 万股, 占授予总量的 10.00%, 约占公司股本总额的 0.15%。**(2) 第三期限限制性股权激励覆盖范围更广:** 首次授予的激励对象不超过 860 人 (第二期首次授予 650 人), 包括: 公司董事, 高级管理人员, 中层管理人员, 核心技术、业务等骨干人员。

表 1: 业绩考核目标

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	2023 年度净资产收益率不低于 17.3%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; 2023 年度较 2021 年度净利润复合增长率不低于 15%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; 2023 年度净利润现金含量不低于 90%。
第二个解除限售期	2024 年度净资产收益率不低于 17.5%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; 2024 年度较 2021 年度净利润复合增长率不低于 15%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; 2024 年度净利润现金含量不低于 90%。
第三个解除限售期	2025 年度净资产收益率不低于 18%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; 2025 年度较 2021 年度净利润复合增长率不低于 15%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值; 2025 年度净利润现金含量不低于 90%。

资料来源: 公司公告、招商证券

风险提示: 数智化转型不及预期、IDC 机房交付和销售进度低于预期、钢铁行业盈利能力变差、5G 发展低于预期

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	9518	11759	12891	16202	20190
同比增长	39%	24%	10%	26%	25%
营业利润(百万元)	1481	2004	2328	2934	3726
同比增长	48%	35%	16%	26%	27%
归母净利润(百万元)	1301	1819	2104	2650	3366
同比增长	48%	40%	16%	26%	27%
每股收益(元)	1.13	1.20	1.06	1.34	1.70
PE	36.5	34.4	38.6	30.7	24.1
PB	6.5	6.9	8.1	6.7	5.5

资料来源: 公司数据、招商证券

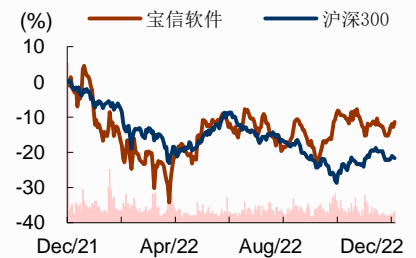
TMT 及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 41.12 元

基础数据

总股本 (万股)	197618
已上市流通股 (万)	143746
总市值 (亿元)	813
流通市值 (亿元)	591
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	20.9
资产负债率	47.8%
主要股东	宝山钢铁股份有限公司
主要股东持股比例	49.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	-4	-13
相对表现	-4	10	9



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《宝信软件 (600845) 一业绩符合预期, 信息化、自动化业务在手订单丰富》2022-10-26
- 《宝信软件 (600845) 一持续推动集团“两化”融合, 盈利能力稳中有升》2022-08-24
- 《宝信软件 (600845) 一营收、扣非净利润稳步增长, 自动化业务占比持续提升》2022-04-28

余俊 S1090518070002
yujun@cmschina.com.cn
梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
孙嘉攀 研究助理
sunjiaqing@cmschina.com.cn

- 我们按照业绩考核目标进行测算，2021 年公司扣非归母净利润为 17.18 亿元，23-25 年的业绩考核目标均是较 2021 年度净利润复合增长率不低于 15%，如果假设每年业绩增速一致，则 23-25 年公司扣非归母净利润预计分别不低于 22.72 亿元、26.13 亿元和 30.05 亿元。
- 股份支付费用方面，首次授予限制性股票总成本估计约为 5.59 亿元，假设 2023 年 1 月初授予，2023 年到 2026 年的摊销金额预计分别为 2.01 亿元、2.01 亿元、1.09 亿元和 0.47 亿元。

表 2: 公司三期股权激励计划

第一批计划					
授予时间	2017.12.29				
数量(万股)	777				
人数	332				
人均#	23,403				
授予价格(元)	8.60				
解锁数量占获授数量比例	2017.12.29	2019.12.29	2020.12.29	2021.12.29	
	授予日	33%	33%	34%	
具体数量	0	2,564,100	2,564,100	2,641,800	
第二批计划					
授予时间	2020.4.29				
数量(万股)	1524.5				
人数	645				
人均#	23,635				
授予价格(元)	20.48				
解锁数量占获授数量比例	2020.4.29	2022.4.29	2023.4.29	2024.4.29	
	授予日	33%	33%	34%	
具体数量	0	5,030,850	5,030,850	5,183,300	
第三批计划					
预计授予时间	2023.01				
数量(万股)	3,000				
人数	860				
人均#	34,884				
授予价格(元)	20.43				
解锁数量占获授数量比例	2023.01	2025.01	2026.01	2027.01	
	授予日	33%	33%	34%	
具体数量	0	9,900,000	9,900,000	10,200,000	

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 三期股权激励成本摊销情况

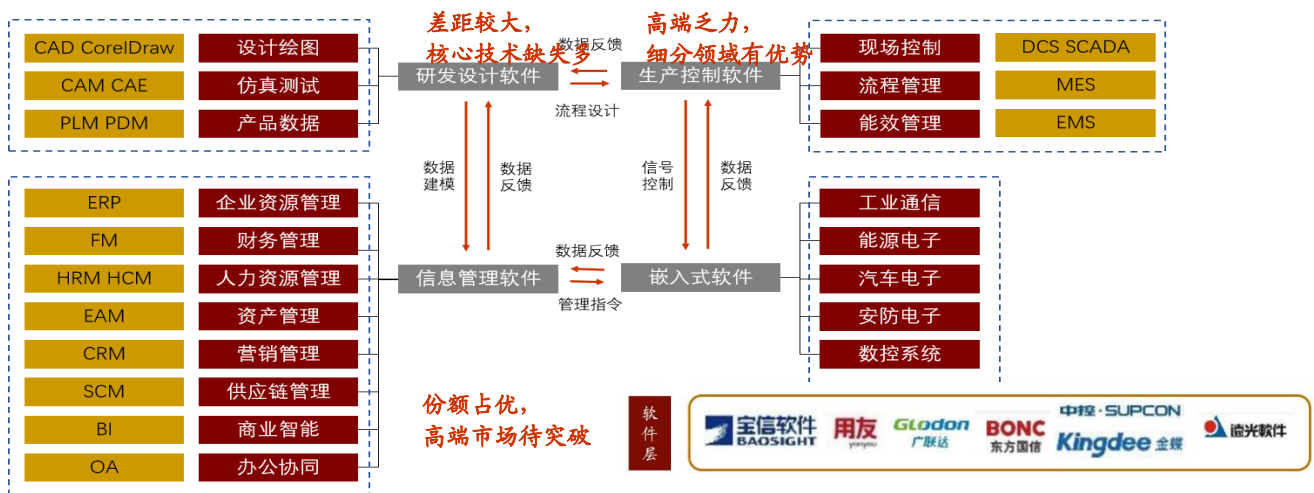
第一批计划					
授予数量(万股)	777				
总成本(万元)	7,723.38				
万元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	
	2789.00	2789.00	1501.77	643.61	
第二批计划					
授予数量(万股)	1,524.5				
总成本(万元)	45,003.24				
万元	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
	10,800.78	16,201.17	11,250.81	5,475.39	1,275.09
第三批计划					
授予数量(万股)	3,000				
总成本(万元)	55,863.00				
万元	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	
	20110.68	20110.68	10893.29	4748.36	

资料来源：公司公告、招商证券

2、信息管理、生产控制产品线不断扩张，应用行业持续拓展

公司的 MES、EMS 等产品和服务在钢铁领域市场占有率第一，重点服务于宝钢股份四大基地、韶关钢铁、邯钢钢铁、日照钢铁等大型钢企。公司以 MES 作为信息化业务核心产品，不断拓宽产品线。公司除丰富生产制造类软件业务外，不断发展信息管理类软件，包括 HRM、FM、SCM 等类型。公司作为钢铁工业信息化和 IDC 服务商，其软件开发业务下游客户主要是规模以上钢铁企业，且具有很强的客户粘性，客户群体较为稳定。此外，公司积极与大颗粒赛道专家合作，拓展交通、医药、有色、化工、装备制造、金融、公共服务、水利水务等多个行业。

图 1：工业软件种类划分



资料来源：工信部、前瞻产业研究院、招商证券

对标 AspenTech，宝信软件将持续丰富信息化产品矩阵及行业应用。AspenTech 成立于 1981 年美国，是过程行业软件与服务提供商，主要产品为 Aspen Engineering Suit 大型通用模拟系统。AspenTech 提供高度差异化的工业软件产品组合，能够支持广泛行业垂直领域的复杂运营的整个生命周期，包括设计和工程、运营、维护和资产优化。2021 年 10 月 11 日，艾默生电气(EMERSON)公司宣布，将向新 AspenTech (艾斯本技术) 公司提供 60 亿美元现金以收购 AspenTech 55% 的股权，按照 21 年 7 亿美元的营收来计算，对应 15.6X PS 估值。

3、自动化业务有效助力钢铁行业降本增效，成为下一阶段公司业绩的主要驱动

中国碳达峰和碳中和双重目标的设定对钢铁行业增效降本提出了新的更高要求，宝信软件自动化产品和服务有效助力钢铁行业降低单位产能碳排放。受制于海外疫情及国产化的推进，宝信将逐步蚕食海外厂商（施耐德等）的份额。伴随着钢铁行业订单的上量及自研大型 PLC 的应用，自动化业务将受益于规模效应，收入及毛利率有望持续提升。

①自动化工程和服务方面，公司扎根宝钢形成了完备的三电总集成能力和安全可靠的应用软件系统，覆盖原料、烧结、焦炉、高炉、预处理、转炉、精炼、连铸的冶炼全流程，力现场机器完成集成、展示、监控及反控制，形成钢铁行业高可复用率的底层模型、深厚的参数调节经验和内部工艺库。

【市场空间测算】：宝武集团生产基地包括：宝山股份（宝山基地、武钢有限、梅山钢铁、湛江钢铁）、韶钢、马钢、鄂钢、八一钢铁、重钢、昆钢、宝钢德盛、宁波宝新、太原钢铁等。

✓ 以宝山基地为例，2600 万吨产能（对应 50 条产线），假设以 15 年为使用周期，控制/自动化系统全部更新，单条产线预计投入 10 亿元，其中自动化设备投资占比约为 20%，则一个周期内宝山基地产线全部更新改造对应自动化设备投资为 100 亿元（10 亿*50 条产线*20%）；

✓ 2020 年中国粗钢产能突破 10 亿吨，根据产能推算中国钢铁行业总计具备 2000 条产线，对应未来 10~15 年内自动化设备投入为 4000 亿元；宝武集团假设做到 30% 的份额，对应 600 条产线，需要未来 10-15 年自动化设备投入为 1200 亿元。

图 2：钢铁行业全产线、全流程



资料来源：CNKI、公司官网、招商证券整理

②智能装备方面，公司聚焦于生产和物流领域，自研智能产线、物流、检测和质量相关机器人&设备装置，有效助力钢厂客户实现“提高效率和质量、降低劳动强度和成本”。中国宝武主要钢铁基地智慧制造“四个一律”指数（操作室一律集中、操作岗位一律机器人、运维一律远程、服务环节一律上线），中国宝武于 2022 年 3 月提出万名“宝罗”上岗计划，即中国宝武到 2026 年实现万台机器人落地；22 年 8 月八钢公司与宝信软件达成了宝罗上岗合作框架协议；2022 年 10 月首批宝罗 RaaS 服务合同落地马钢交材。

表 4：宝武核心钢铁基地智慧制造“四个一律”指数

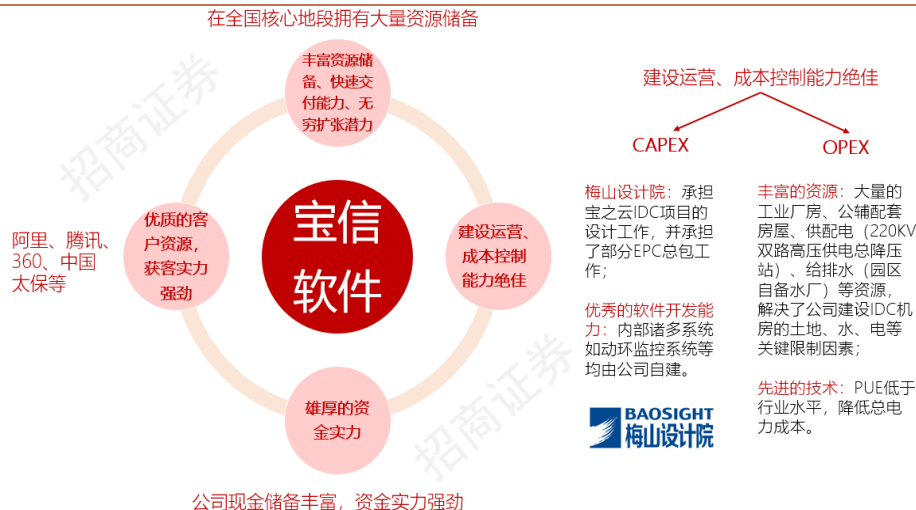
单位	操作室一律集中	操作岗位一律机器人	运维一律远程	服务环节一律上线
宝山基地	60.8%	57.4%	15.7%	93.3
青山基地	54.9%	35%	17.2%	93.3
东山基地	64.5%	57.5%	8.7%	93.3
梅山基地	70.5%	49.2%	5.2%	93.3
八一钢铁	68.6%	29.9%	6.8%	95%
韶关钢铁	58.0%	42.2%	16.1%	94%
鄂城钢铁	65.6%	42.6%	5.8%	96.4%
宝钢德胜	55.3%	39.8%	4.8%	86.1%
宁波宝新	57.9%	67.4%	8.7%	86.6%

资料来源：公司官网、招商证券

4、得天独厚的资源优势+成本管控能力助力 IDC 行业稳步发展

作为 A 股 IDC 龙头企业，公司具备资源供给、成本控制、运维能力、扩张弹性及客户认可度等得天独厚的竞争壁垒。IDC 行业仍在洗牌，政策面促使供给侧加速改革，需求向头部集中，一线及环一线城市布局企业核心受益。公司目前拥有华东地区单体最大的宝之云 IDC，同时 IDC 资源以上海为核心，逐步向华北、华南、武汉、南京等全国核心地区扩张（预计单点机柜规模均在 1 万个以上）。公司 IDC 客户包括运营商、大型互联网企业、金融企业等，采用“先订单、后建设”的业务模式，IDC 业务将稳步成长。

图 3: 宝信软件 IDC 业务竞争优势强劲



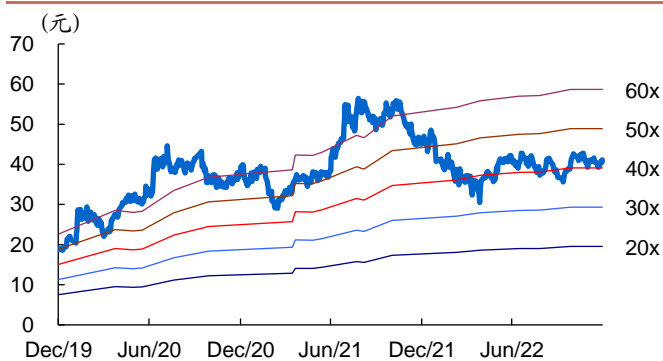
资料来源: 招商证券整理

5、投资建议

“IDC+工业互联网+智能制造”赛道龙头，未来可期。公司依托宝钢，传统软件业务受益于宝武并购重组以及数智化转型，拉动工业互联网、智慧制造业务的需求持续向好；基于强大的研发能力以及行业经验，公司软件业务从MES、EMS、SCADA、ERP等向PLC扩展，打开工业控制行业新增长极；同时，公司作为批发型IDC龙头，背靠宝钢，在全国核心城市布局丰富资源储备，叠加公司传统工业软件开发优势，使公司具备优秀的IDC建设运维能力、成本控制能力以及强劲的盈利能力，我们认为公司未来具备高成长性和确定性，可以给予较高估值溢价。预计公司2022-2024年归母净利润分别为21.04亿元、26.50亿元、33.66亿元，对应EPS分别为1.06元、1.34元、1.70元，对应PE为38.6倍、30.7倍、24.1倍，维持“强烈推荐”评级。

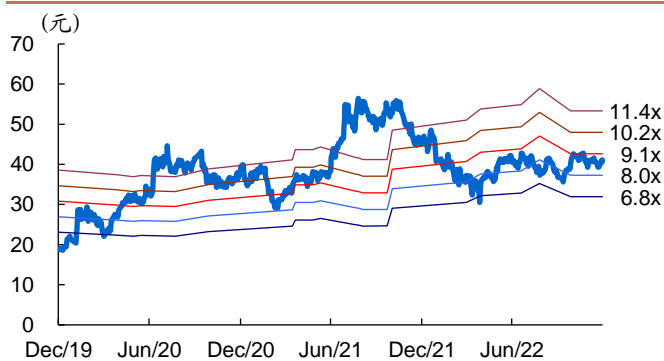
风险提示：数智化转型不及预期、IDC机房交付和销售进度低于预期、钢铁行业盈利能力变差、5G发展低于预期

图 4: 宝信软件历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 5: 宝信软件历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10754	13641	15350	19712	24985
现金	3823	4300	4035	5431	7164
交易性投资	5	8	8	8	8
应收票据	1110	1328	1455	1829	2279
应收款项	1441	2390	3740	4701	5858
其它应收款	73	65	71	89	111
存货	2917	3062	3318	4224	5287
其他	1385	2488	2723	3430	4277
非流动资产	3316	4220	4020	3858	3727
长期股权投资	211	194	194	194	194
固定资产	1673	1624	1637	1648	1657
无形资产商誉	101	238	214	193	174
其他	1332	2164	1975	1824	1703
资产总计	14070	17860	19370	23570	28712
流动负债	6451	7908	8274	10325	12729
短期借款	20	143	0	0	0
应付账款	2233	3207	3479	4429	5544
预收账款	3494	3692	4005	5099	6382
其他	705	866	790	796	803
长期负债	107	348	348	348	348
长期借款	0	0	0	0	0
其他	107	348	348	348	348
负债合计	6558	8257	8623	10673	13078
股本	1155	1520	1976	1976	1976
资本公积金	2656	3219	3219	3219	3219
留存收益	3471	4278	4862	6881	9451
少数股东权益	230	586	690	821	988
归属于母公司所有者	7282	9017	10057	12076	14647
负债及权益合计	14070	17860	19370	23570	28712

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1466	1928	1180	2179	2667
净利润	1301	1819	2104	2650	3366
折旧摊销	442	437	499	461	431
财务费用	(0)	20	(24)	(33)	(45)
投资收益	(15)	(16)	(116)	(116)	(116)
营运资金变动	(300)	234	(983)	(629)	(790)
其它	40	(566)	(300)	(155)	(178)
投资活动现金流	(617)	(826)	(184)	(184)	(184)
资本支出	(333)	(762)	(300)	(300)	(300)
其他投资	(283)	(64)	116	116	116
筹资活动现金流	(174)	(1187)	(1261)	(598)	(750)
借款变动	100	(1348)	(221)	0	0
普通股增加	15	365	456	0	0
资本公积增加	135	563	0	0	0
股利分配	(456)	(1040)	(1520)	(631)	(795)
其他	31	274	24	33	45
现金净增加额	675	(85)	(265)	1397	1733

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9518	11759	12891	16202	20190
营业成本	6745	7935	8608	10959	13717
营业税金及附加	28	42	46	58	72
营业费用	167	206	206	243	283
管理费用	209	330	335	405	485
研发费用	949	1290	1457	1701	2019
财务费用	(60)	(44)	(24)	(33)	(45)
资产减值损失	(109)	(153)	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收	(1)	2	1	1	1
其他收益	96	139	100	100	100
投资收益	15	16	15	15	15
营业利润	1481	2004	2328	2934	3726
营业外收入	3	11	2	2	2
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	1482	2013	2329	2934	3726
所得税	122	105	121	153	194
少数股东损益	59	90	104	131	166
归属于母公司净利	1301	1819	2104	2650	3366

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	39%	24%	10%	26%	25%
营业利润	48%	35%	16%	26%	27%
归母净利润	48%	40%	16%	26%	27%
获利能力					
毛利率	29.1%	32.5%	33.2%	32.4%	32.1%
净利率	13.7%	15.5%	16.3%	16.4%	16.7%
ROE	17.9%	20.2%	20.9%	21.9%	23.0%
ROIC	17.3%	18.9%	20.3%	21.3%	22.3%
偿债能力					
资产负债率	46.6%	46.2%	44.5%	45.3%	45.5%
净负债比率	0.1%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.7	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.7	2.7	2.7	2.9	2.9
应收账款周转率	3.5	3.8	2.9	2.8	2.8
应付账款周转率	3.5	2.9	2.6	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	1.13	1.20	1.06	1.34	1.70
每股经营净现	1.27	1.27	0.60	1.10	1.35
每股净资产	6.30	5.93	5.09	6.11	7.41
每股股利	0.90	1.00	0.32	0.40	0.51
估值比率					
PE	36.5	34.4	38.6	30.7	24.1
PB	6.5	6.9	8.1	6.7	5.5
EV/EBITDA	47.4	36.3	29.0	24.2	19.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7 年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得 2020 及 2019 年 wind “金牌分析师”第一和第三名，2020 年 21 世纪“金牌分析师”第三名，2020 及 2019 年新浪金麒麟“新锐分析师”第一名和“最佳分析师”第五名；2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

孙嘉擎 招商证券通信行业研究助理 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21 年加入招商证券，专注于 IDC、云计算及云通信等相关领域研究

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。