

宝信软件

600845.SH

审慎增持 (维持)

IDC、智慧制造双轮驱动公司高成长

2020年05月07日

市场数据

市场数据日期 2020-05-06

收盘价(元)	52.43
总股本(百万股)	1140.37
流通股本(百万股)	1133.81
总市值(百万元)	59789.61
流通市值(百万元)	43850.87
净资产(百万元)	6594.48
总资产(百万元)	12841.3
每股净资产	5.78

相关报告

《宝信软件: 业绩快速增长, 毛利率持续提升》2020-04-22

《宝信软件: 推出二期股权激励, 夯实长期发展基础》2020-04-14

《宝信软件: 业绩快速增长, IDC及钢铁信息化双轮驱动》2020-01-23

分析师:

蒋佳霖

jiangjialin@xyzq.com.cn

S0190515050002

孙乾

sunqian@xyzq.com.cn

S0190518110001

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6849	8693	11211	14339
同比增长	17.7%	26.9%	29.0%	27.9%
净利润(百万元)	879	1138	1483	1953
同比增长	99.8%	29.4%	30.3%	31.7%
毛利率	30.0%	30.1%	30.1%	30.3%
净利率	12.8%	13.1%	13.2%	13.6%
净资产收益率(%)	12.4%	13.8%	15.2%	16.7%
每股收益(元)	0.77	1.00	1.30	1.71
每股经营现金流(元)	0.78	0.93	1.16	1.57

投资要点

- **钢铁信息化龙头, 背靠宝武茁壮成长。**公司是宝武集团旗下主要负责信息化建设的子公司, 实控人为国资委。目前其工业软件产品在钢铁行业的市占率位居国内第一。公司在2014年开始落地IDC业务, 驱动公司财务指标向上提升, 现金流净额长期高于净利润。2018年初完成股权激励授予, 2020年4月计划实施第二期股权激励, 充分彰显发展信心。
- **IDC资源禀赋强, 提供长期稳定现金流。**IDC行业受益于云计算、物联网等行业的发展, 保持高景气, 其中一线资源供需缺口大, 资源稀缺。宝信软件在宝武集团支持下获取上海罗泾2.82平方公里的厂房租用权, 大力拓展IDC业务。据测算, 仅目前规划在建的宝之云四期项目完全交付后每年可贡献稳定营收20亿元左右, 净利润6.89亿元左右。并且IDC业务在上海仍具备获取能耗指标潜力, 公司也开始在武汉、南京等全国其他地区布局IDC业务, 增长空间巨大。
- **立足钢铁信息化, 积极拓展智慧制造新领域。**公司传统主营钢铁信息化业务受益于钢铁行业整体盈利复苏, 国家对智慧制造的支持, 保持稳定增长。未来一方面宝武集团版图持续扩张, 公司跟随集团订单有保障; 另一方面公司立足钢铁信息化产品朝其他行业横向拓展, 在汽车、医药等行业已有落地, 并且公司持续布局工业互联网、5G等新兴领域, 取得了一定突破。
- **盈利预测与投资建议:**根据公司年报, 我们上调盈利预测, 预计公司2020-2022年分别实现归母净利润11.38/14.83/19.53亿元, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: IDC订单不及预期、智能制造业务不及预期、市场竞争加剧。

目 录

一、钢铁信息化龙头，IDC 业务快速增长.....	- 3 -
1.1 钢铁信息化龙头，背靠宝钢茁壮成长	- 3 -
1.2 IDC 业务放量驱动业绩高成长	- 4 -
1.3、募资持续投入宝之云，股权激励彰显公司发展信心	- 7 -
二、IDC 资源禀赋明显，提供长期稳定现金流.....	- 9 -
2.1、一线城市 IDC 资源供不应求	- 9 -
2.2、技术成熟、资源得天独厚，获宝武集团倾力支持.....	- 11 -
2.3、宝之云盈利能力优秀，异地扩张有序进行.....	- 13 -
三、立足钢铁信息化，积极扩大智慧制造新领域.....	- 18 -
3.1 国内钢企盈利复苏叠加政策支持，信息化需求加速释放.....	- 18 -
3.2、钢铁信息化稳扎稳打，业务有望受益宝武集团扩张.....	- 19 -
3.3、多行业横向拓展，布局 5G 等新兴技术.....	- 21 -
四、盈利预测与投资建议	- 23 -
五、风险提示	- 24 -
图 1、宝信软件发展历史	- 3 -
图 2、宝信软件股东持股结构图	- 4 -
图 3、宝信软件 2019 各类业务营业收入占比.....	- 5 -
图 4、宝信软件 2013-2019 营业收入及增长率	- 5 -
图 5、宝信软件 2013-2019 服务外包业务营收及增长	- 6 -
图 6、宝信软件 2013-2019 归母净利润及增长率	- 6 -
图 7、宝信软件 2013-2019 年毛利率水平	- 7 -
图 8、宝信软件 2013-2019 经营性净现金流	- 7 -
图 9、2017-2020 年全国 IDC 市场规模	- 9 -
图 10、全国数据中心部分区域机架数	- 10 -
图 11、宝之云罗泾工厂	- 12 -
图 12、罗泾厂区宝之云 IDC	- 13 -
图 13、部分钢厂 2012-2018 年净利润（亿元）	- 18 -
图 14、宝信软件工业互联网平台	- 21 -
表 1、公司历次重要募资	- 8 -
表 2、宝信软件二期限限制性股权激励考核条件	- 8 -
表 3、绿色数据中心相关政策	- 10 -
表 4、宝之云 IDC 投入及运营情况.....	- 14 -
表 5、宝之云 IDC 全四期营收规模预测.....	- 15 -
表 6、2016 年度宝之云 IDC 效益情况.....	- 15 -
表 7、上海市 IDC 政策	- 16 -
表 8、武钢大数据产业园建设规划	- 16 -
表 9、智能制造领域国家级相关政策	- 18 -
表 10、宝信软件智能制造相关产品	- 19 -
表 11、宝信软件 2016-2017 年非钢铁领域智慧制造项目	- 21 -
表 12、公司盈利预测结果	- 23 -
附表	- 25 -

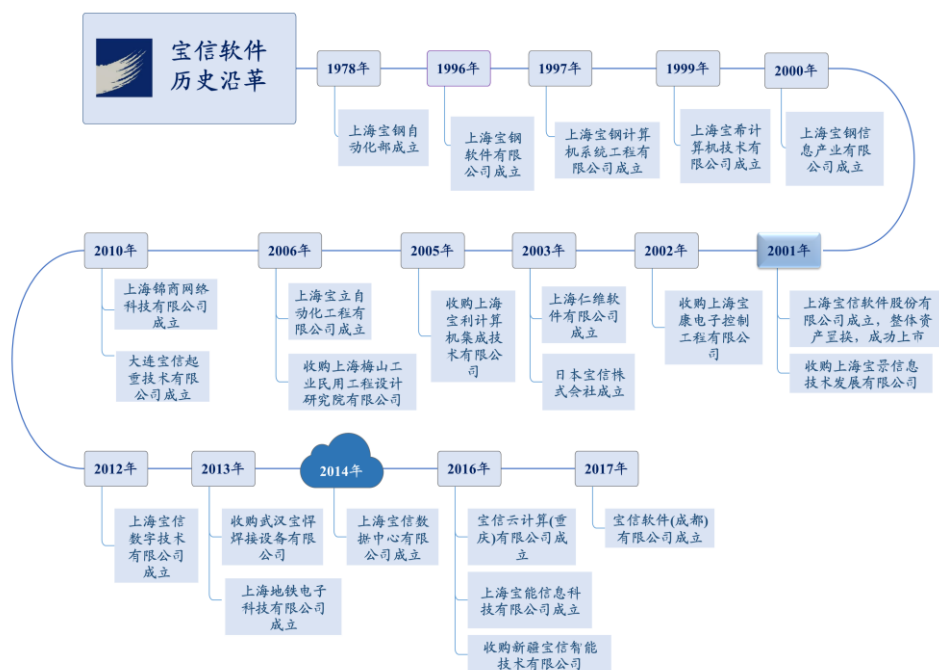
报告正文

一、钢铁信息化龙头，IDC 业务快速增长

1.1 钢铁信息化龙头，背靠宝钢茁壮成长

宝信软件 2001 年成立，前身为 1958 年成立的上海钢管厂，2001 年公司实现业务转型，正式以“宝信软件”打入市场，目前已经成为国内 ERP/MES/自动化装备细分领域的龙头企业，公司的工业软件在钢铁行业的市占率位居国内第一。同时公司积极把握前沿技术，全面提供工业互联网、新一代基础设施等相关产品和服务。

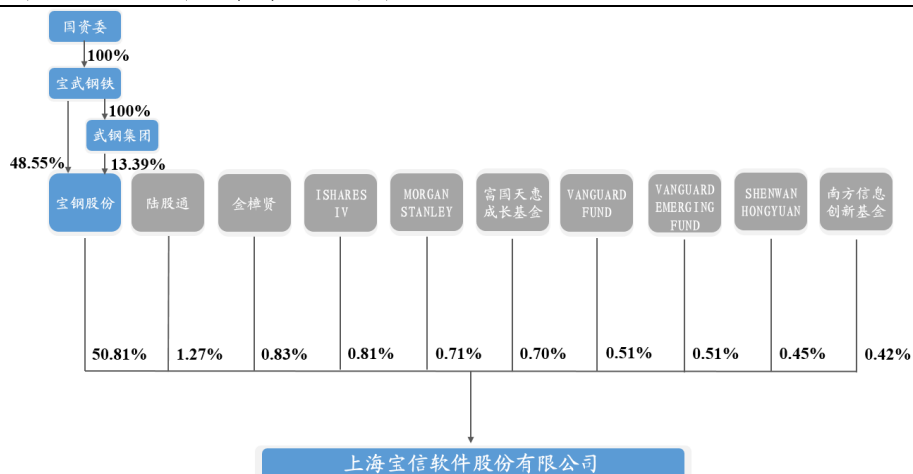
图 1、宝信软件发展历史



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

公司大股东为宝钢股份，持股比例达到 50.81%。宝钢股份实控人为国务院国资委全资持股的宝武钢铁集团。强大的股东背景在公司发展壮大过程中，持续提供优质资源，有效提升公司竞争力。

图 2、宝信软件股东持股结构图



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

宝武集团是国内最大，现代化程度最高的钢铁联合企业，其在 2018 年实现净利润 338 亿元，粗钢产量达 6821 万吨，实现营收 4398 亿元。2019 年，安徽省国资委划转马钢集团 51% 股权至宝武集团旗下，马钢集团成为宝武集团子公司。

宝钢股份为 A 股上市公司，业内实力领先，2019 年实现营收 2920.57 亿元，实现归母净利润 124.23 亿元，宝钢股份在国内主要制造基地分布在上海宝山、南京梅山、湛江东山、武汉青山等重点城市。

1.2 IDC 业务放量驱动业绩高成长

公司以钢铁行业自动化为起点，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不断延伸。发展至今，公司业务主要分为三大方向——智慧制造业务、新一代信息基础设施业务、智慧城市业务，业务分类主要分为软件开发及工程服务、服务外包、系统集成。

1.智慧制造：主要包括信息化、自动化两个方向。信息化主要是包括立足于 MES、ERP、大数据相关的整体解决方案。自动化主要是拥有自主知识产权的自动化技术和产品，比较典型的解决方案包括冶金全流程自动化解决方案、冷轧自动化解决方案等。

2.新一代信息基础设施：主要提供数据中心（IDC）全生命周期管理与服务，典型项目为“宝之云”业务，公司为客户提供整机租用、服务器托管、机柜租用、机房租用、专线接入等服务，目前 IDC 产业规模已达 2 万个机柜以上。

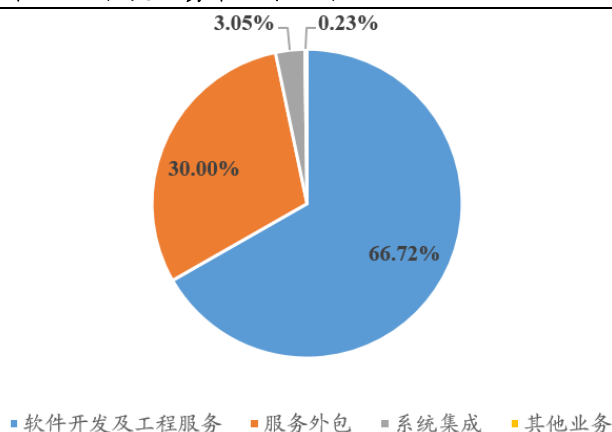
3.智慧城市业务：主要包括智慧城市、智慧园区、城市轨交等业务。通过综合应用大数据、人工智能等技术，助力城市管理及运营能力提升。

从业务分类看，公司三大业务方向中，IDC 业务归属于公司主营业务细分中的“服

务外包”一类，而智慧制造与智慧城市大部分归类在“软件开发及工程服务”一项，少量根据业务类型划归在“服务外包”“系统集成设备”两类。公司下游客户主要包括宝武产业链企业、国内重点央企、电信行业巨头及政企类客户等客户群体。

根据公司 2019 年报，软件开发及工程服务带来的营业收入为 45.70 亿元，服务外包营业收入为 20.55 亿元，系统集成营业收入为 2.09 亿元，三大主营业务占总营业收入比例分别为 66.72%、30.00%、3.05%。

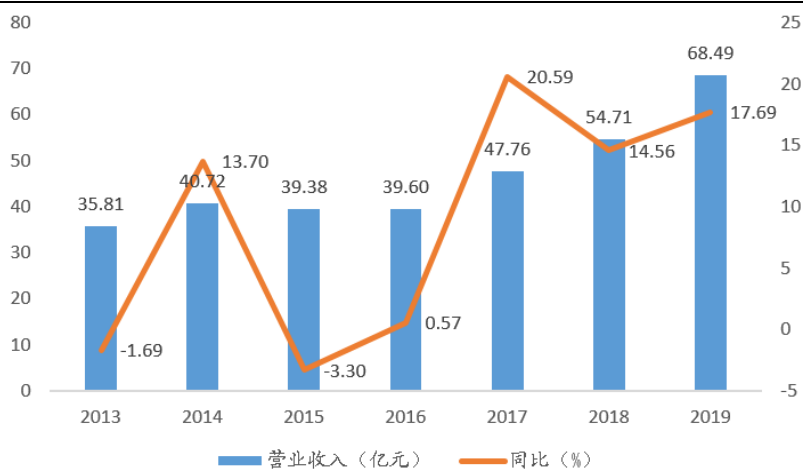
图 3、宝信软件 2019 各类业务营业收入占比



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

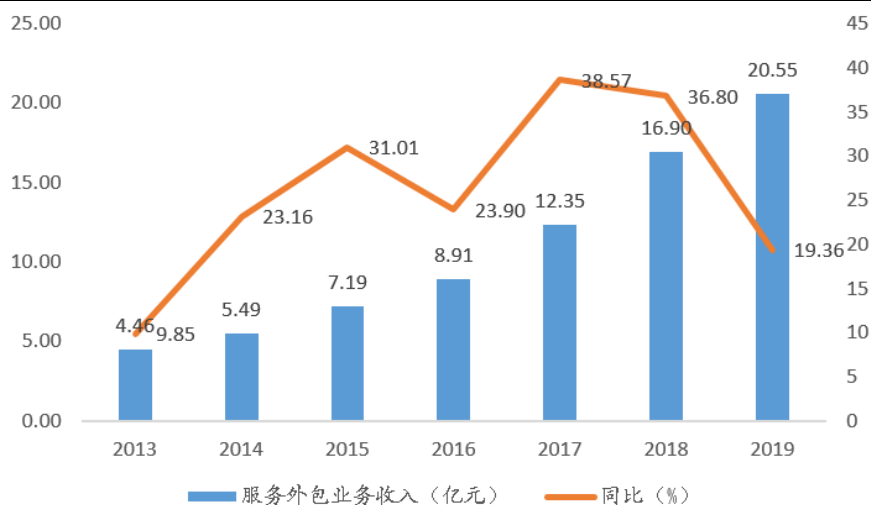
从公司近年的核心财务数据来看，2017 年之前，公司营收相对较为平稳，核心原因在于公司业务占比中最大（2017 年之前营收占比持续在 70% 以上）的软件开发及工程服务业务比较平稳。近两年增速提升原因在于：1. 伴随钢铁行业盈利能力复苏及信息化投入增强，公司信息化及自动化业务景气度提升；2. 宝之云项目的逐渐交付带动服务外包业务实现较好增长，可以看到自 2014 年宝之云项目逐步交付以来，公司软件外包业务增速基本保持在 20% 以上。

图 4、宝信软件 2013-2019 营业收入及增长率



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

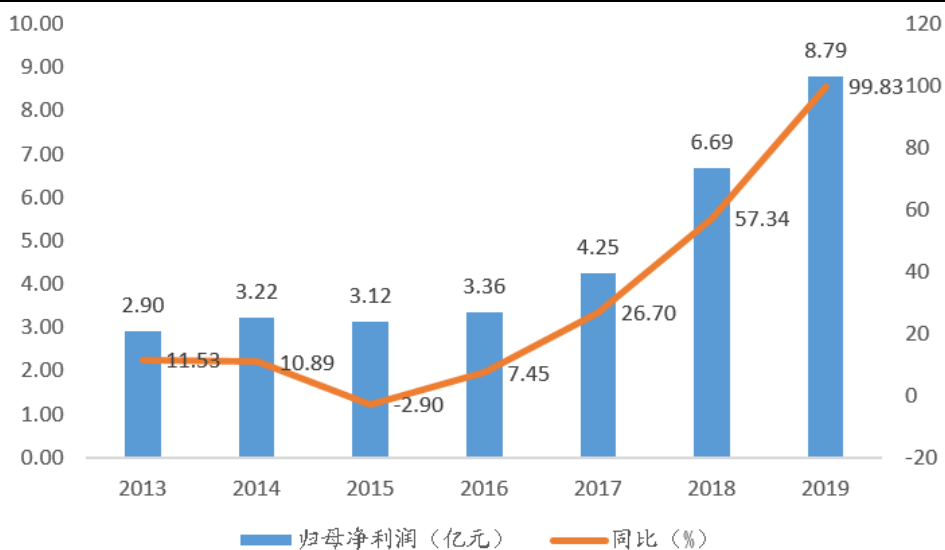
图 5、宝信软件 2013-2019 服务外包业务营收及增长



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

公司归母净利润 2017 年以来有明显加速趋势，核心原因在于“宝之云”项目营收占比逐渐提升，服务外包业务占比从 2013 年的 12.45% 提升至 2019 年的 30.00%，较强的盈利能力带动利润加速释放。

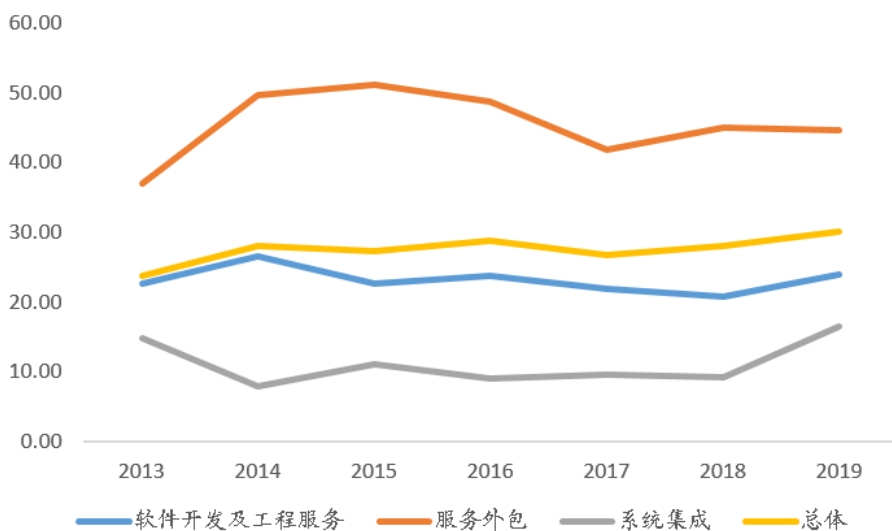
图 6、宝信软件 2013-2019 归母净利润及增长率



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

毛利率方面，公司毛利率稳步提升，核心原因在于宝之云 IDC 业务毛利率整体较高，服务外包业务毛利率在 40% 以上，其营收占比的提升带动公司整体毛利率提升。2019 年，公司整体毛利率达到 30.04%。

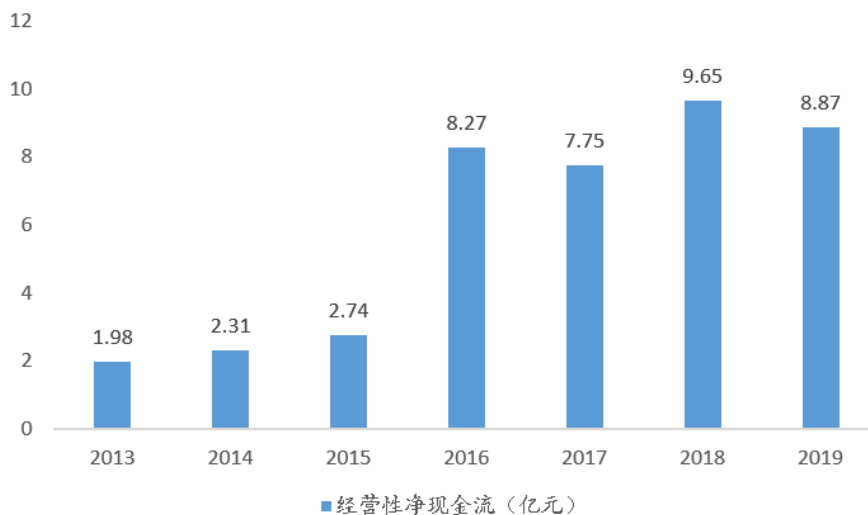
图 7、宝信软件 2013-2019 年毛利率水平



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

公司经营性净现金流一直保持优质表现，尤其自 2016 年以来，公司经营性净现金流水平有较大程度提升，核心原因在于公司宝之云项目陆续交付，产生稳定的现金流。伴随宝之云项目持续交付，可以预计公司现金流净额将持续提升，对公司业务开展提供了坚实的保障。

图 8、宝信软件 2013-2019 经营性净现金流



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、募资持续投入宝之云，股权激励彰显公司发展信心

公司自开始布局 IDC 业务以来，多次募资投入宝之云项目。2014 年，增发募资 5.4 亿元投入宝之云一期项目，2015 年募资 11.8 亿元投入宝之云三期项目，2017 年通过可转债方式募资 16 亿元投入宝之云四期项目，2018 年追加 6.4 亿元投入宝之云四期项目。体现公司对宝之云项目发展的信心。

表 1、公司历次重要募资

时间	募资方式	募资总金额	募资用途
2014 年 10 月	增发股份	6.5 亿元	宝之云 IDC 一期项目投入 5.4 亿元，中小企业信息化软件项目投入 1.1 亿元。
2015 年 10 月	增发股份	11.8 亿元	宝之云 IDC 三期项目投入 11.8 亿元。
2017 年 11 月	可转债	16 亿元	宝之云 IDC 四期项目投入 16 亿元。
2018 年 8 月	自有资金	6.4 亿元	宝之云 IDC 四期追加投入 6.4 亿元。

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

在业务持续发展同时，公司在 2017 年 12 月发布首期限限制性股票计划，在 2018 年 1 月正式完成首期限限制性股票授予。2020 年公告拟实施第二期限限制性股票计划，充分体现了成长的信心。

二期激励计划涵盖范围广，不超过 650 名激励对象，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员等业务骨干，授予不超过 1700 万股，首次授予不超过 1530 万股，授予价格 20.48 元/股。

激励计划业绩考核条件较高，不仅对增速进行考核，同时明确不低于同行 75 分位，充分彰显了公司对未来业务发展及业绩表现处于行业前列的信心。

表 2、宝信软件二期限限制性股权激励考核条件

解禁期名称	考核年度	净资产收益率	净利润复合增长率（比较基数为 2018 年扣非净利润）	净利润现金含量
解禁期一	2020 年	不低于 11%及对标公司 75 分位或全行业平均水平	不低于 18%及对标公司 75 分位或全行业平均水平	不低于 90%
解禁期二	2021 年	不低于 11.5%及对标公司 75 分位或全行业平均水平	不低于 18%及对标公司 75 分位或全行业平均水平	不低于 90%
解禁期三	2022 年	不低于 12%及对标公司 75 分位或全行业平均水平	不低于 18%及对标公司 75 分位或全行业平均水平	不低于 90%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

二、IDC 资源禀赋明显，提供长期稳定现金流

IDC 需求旺盛，一线城市具有人才、客户集中等优势，部署需求更强，同时一线城市对能耗指标控制明显高于其他城市，供需矛盾较为突出。公司资源集中在上海，IDC 业务供不应求，盈利能力突出。

2.1、一线城市 IDC 资源供不应求

国内 IDC 行业在国家政策引导，牌照放开，互联网公司大力投入等积极因素影响下，实现了高速发展。根据信通院预计，国内 IDC 市场规模在 2020 年将超过 1494.2 亿元，同比增长 30% 以上，整个 IDC 近几年将持续保持较高增速。

图 9、2017-2020 年全国 IDC 市场规模



资料来源：中国信息通信研究院、兴业证券经济与金融研究院整理

高能耗问题日益突出。在 IDC 高速发展的同时，其高能耗的问题也日益突出，根据中国数据中心节能技术委员会统计，2016 年中国数据中心总耗电量超过 1108 亿千瓦时，2017 年达到 1200-1300 亿千瓦时，已经超过三峡大坝和葛洲坝全年发电量总和，占全国社会用电总量 1.5% 以上。因此对于数据中心发展趋势而言，能耗是个突出问题，一方面国家陆续颁布政策引导绿色数据中心建设，另一方面各大城市开始通过控制能耗指标方式约束 IDC 建设速度。

以北京、上海为代表，均开始加强对数据中心建设速度的控制。2018 年 9 月，北京市下发《北京市新增产业的禁止和限制目录》(2018 版)，全面禁止新建和扩建 PUE 值 1.4 以上的云计算数据中心，2019 年 1 月，上海市下发《加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》，明确到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内；坚持用能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。

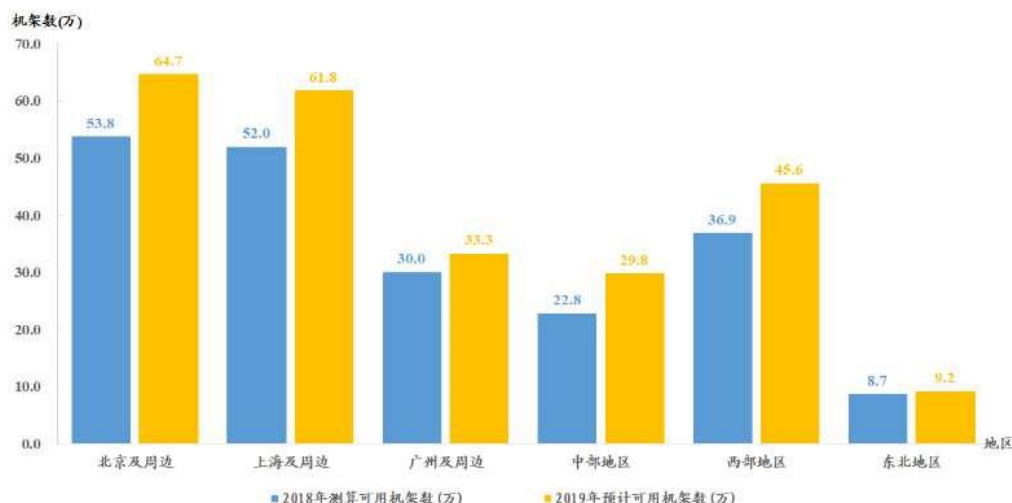
表 3、绿色数据中心相关政策

时间	部门	政策	相关表述
2015 年 3 月	工信部、国家机关事务管理局、国家能源局	《关于国家绿色数据中心试点工作方案》	提出到 2017 年，为重点领域创建百个绿色数据中心试点，试点数据中心能效平均提高 8% 以上，制定绿色数据中心相关国家标准 4 项，推广绿色数据中心先进适用技术、产品和运维管理最佳实践 40 项，制定绿色数据中心建设指南。
2015 年 8 月	国务院	《促进大数据发展行动纲要》	整合分散的数据中心资源，充分利用现有政府和社会数据中心资源，运用云计算技术，整合规模小、效率低、能耗高的分散数据中心，构建形成布局合理、规模适度、保障有力、绿色集约的政务数据中心体系。
2018 年 9 月	北京市政府	《北京市新增产业的禁止和限制目录》（2018 版）	禁止扩建和新建：（6450）互联网数据服务中的数据中心，（6550）信息处理和存储支持服务中的数据中心。
2019 年 1 月	工信部、国家机关事务管理局、国家能源局	《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》	到 2022 年，数据中心平均能耗基本达到国际先进水平，新建大型、超大型数据中心的电能使用效率值达到 1.4 以下，高能耗老旧设备基本淘汰，水资源利用效率和清洁能源应用比例大幅提升，废旧电器电子产品得到有效回收利用。
2019 年 1 月	上海市政府	《加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》	明确到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内；坚持用能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。
2019 年 8 月	工信部	《绿色数据中心先进适用技术产品目录（2019 年版）》	对绿色数据中心先进适用技术进行指导

资料来源：工信部官网、国务院官网、兴业证券经济与金融研究院整理

一线城市 IDC 需求旺盛。影响 IDC 选址的重要因素是网络带宽、用户需求、技术人才、价格成本等。一线城市在网络带宽、用户、技术人才方面优势十分明显。因此 IDC 集中分布在一线城市及周边，并且需求持续扩大。《2018~2019 年年中国 IDC 产业发展研究报告》显示，京津冀城市群、长三角城市群、粤港澳大湾区等地区，共同占据 IDC 整体市场 50% 以上市场份额。并且对比海外，全球其他地区的数据中心也主要分布在大型发达城市。在云计算等产业高速发展的同时，一线 IDC 资源需求持续保持旺盛。

图 10、全国数据中心部分区域机架数



资料来源：中国信息通信研究院、兴业证券经济与金融研究院整理

因此当前一线城市供需矛盾较大，以北京为例，根据工信部预测，2018年北京地区可用数据中心规模将达到18.6万架左右，需求规模将超过30万架，缺口达10万架以上。

2.2、技术成熟、资源得天独厚，获宝武集团倾力支持

对于宝信软件而言，IDC业务发展优势明显，主要体现在1.资质齐全，自身技术实力有保障；2.集团全力支持，资源优势明显。

资质齐全，技术实力有保障。资质方面，公司拥有上海市核发的《增值电信业务经营许可证》，具备IDC业务开展资质。技术方面，宝信软件在建设宝之云项目之前，在2005年已经开展IDC业务，积累了较为成熟的IDC营运经验。近几年，在宝之云建设过程中，公司和华为等公司共同合作，已经打造出业内领先的绿色数据中心，并陆续交付大型互联网公司使用。通过在IDC行业的持续积累，公司已经具备了从项目前期建设到后期运维的完整产业运营能力。

目前公司不仅保障了宝之云的正常平稳运营，同时还具备了运维服务衍生能力，公司在2018年已经将自主研发的“宝信数据中心运营管理系统”成功推向市场，并逐步形成IDC产业生态圈。

集团全力支持，资源禀赋优势明显。公司IDC业务的快速发展重要因素在于宝钢股份乃至宝武集团的大力支持。集团支持集中在两方面：1.提供上海罗泾优质资源，地理位置优越。2.土地、用电充分保障，项目建设周期优势明显。

● 提供上海罗泾优质资源，地理位置优越。

宝武集团总部位于上海，属于大型国企，具备较强影响力。同时上海一方面集中了大量的互联网企业和金融机构等大型企业总部，这些用户支付能力强，要求低

数据时延、对断电零容忍、全力保障数据安全。另一方面上海作为一线城市，处于节能环保考虑，对数据中心建设速度进行控制，2019 年 1 月，上海市下发《加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》明确，到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内，因此上海本地 IDC 基本供不应求。

宝信软件在集团支持下获得了上海罗泾 2.82 平方公里的厂房租用权，开始 IDC 大力拓展。宝钢集团旗下公司宝钢股份前期在上海的主要产业基地位于宝山罗泾。2012 年宝钢集团与上海市政府在 3 月签约进行工业转型框架协议，宝钢股份罗泾中厚板厂区钢铁产能整体搬迁，进行产业转型发展规划。在宝武集团的支持下，宝信软件获得了宝钢股份罗泾厂区的租用权。宝钢股份罗泾厂区占地约 2.82 平方公里，总电力供应能力达到 2.8 亿瓦。优质资源的获取为公司发展打下了坚实的基础。

图 11、宝之云罗泾工厂



资料来源：百度地图、兴业证券经济与金融研究院整理

● 土地、用电充分保障，项目建设优势明显。

宝钢股份罗泾厂区一方面厂房可租用面积大，另一方面，有大量的工业厂房、公辅配套房屋、供配电、给排水等资源，同时具有可扩展性成片开发优势。宝信软件充分利用已有的厂房、供配电等设施资源，结合不同项目需求进行适当的改造，可以大大缩短项目建设周期，节省建设成本。

宝信软件在自有 IDC 的建设上采取租赁厂房与自建设备结合的方式，既不同于市面上纯租赁模式的 IDC 提供商一样，缺少定制化产品的实力；同时相对采取自建或需求承接模式建设数据中心的供应商成本优势突出，可以免去部分基建成本，水电资源长期有充足的保障，并且厂区存在大量空地可建设，根据现有的电力容

量测算，厂区可容纳约 3 万个机柜，若进行电力扩容，该厂区可容纳约 6 万个机柜。因此对客户而言，更加倾向于和宝信软件保持长期稳定合作。相比之下，其他采取自建或需求承接模式的公司，不仅单个项目成本较高，而且选址需要一定的考察与规划时间，项目周期长，工程进度控制难度相对较大，目前市场上除公司外的 IDC 龙头企业多以上述两种模式定制机房。

IDC 项目的自建及需求承接模式的项目建设周期多在 1~2 年。而宝武集团压缩后产能后腾出的全套水电、厂房设备，让宝之云单个项目的建设周期可以缩短为 6~9 个月。由于公司建设周期短，资源确定性可扩展性强，对于公司绑定大型优质客户提供了优势。

图 12、罗泾厂区宝之云 IDC



资料来源：公司微信公众号、兴业证券经济与金融研究院整理

正是基于以上优势，公司 IDC 业务发展迅速，2012 年开始布局，2014 年宝之云一期项目正式交付，发展至今，宝之云建设已经进展到四期，总机架数接近 30000 台。

2.3、宝之云盈利能力优秀，异地扩张有序进行

受益于宝信自身 IDC 运营能力强，宝之云项目资源优势明显，长期稳定运营确定

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

性强，公司的宝之云项目呈现两大特点 1.客户优质，先签约再建设，长期合作保障上架率；2.盈利能力强。

1.客户优质，先签约再建设，长期合作保障上架率

公司自 2014 年起云计算业务板块逐渐落地，建设规模持续扩大，上架机柜数量增长有条不紊。公司目前直接客户和最终客户主要包括基础运营商、互联网和金融企业，合作关系稳定，产品和服务始终处于供不应求状态。

项目建设方面，宝之云项目先签约再建设，多采取和运营商合作，为大型企业提供最终服务的模式。宝之云一期、三期项目由电信租用，面向阿里巴巴等企业提供服务，二期项目由中国移动租用，为腾讯等企业提供服务，四期项目和中国太保签约，最终客户均为大型互联网或者金融企业，客户十分优质。并且在公司建设之初已经签约并明确客户需求。

宝之云项目合约期限长。宝之云一到三期合约期限均为 10 年，第四期合约期限为 20 年，订单期限长避免了短期合约频繁的衔接空窗期，有效维持高水平的机柜租用率。对于 IDC，一般是上架之后开始收费，所以高上架率，机柜的高使用率是保障盈利能力的重要指标，根据工信部统计，国内数据中心总体平均上架率为 50.69%，北上广深 IDC 上架率为 60%-70%，根据公司 2017 年公告披露数据，公司当时三期项目签约率 100%，一期项目全部建设交付，二期项目在建成率 95%，使用率 59%，三期项目建成率 46%，使用率 72%，我们预计伴随建成率的提升及时间推移，公司 IDC 使用率将达到更高的水平。

表 4、宝之云 IDC 投入及运营情况

宝之云 IDC	结项日期	融资金额	融资方式	机柜规划总量 (台)	直接客户名称	预计服务费
一期	2014 年 9 月达到预定可使用状态，2015 年 3 月 31 日结项。	承诺投入金额 5.18 亿元，项目使用募集资金 4.34 亿元	定增	4,000	上海电信	25-26 亿元（10 年）
二期	2017 年 6 月	自筹 5.14 亿元	自筹	3800	上海移动	25-26 亿元（10 年）
三期	2017 年 12 月	定增募集 11.80 亿元	定增	9,500	上海电信	51-54 亿元（10 年）
四期	预计 2020 年 9 月	2017 年 11 月 17 日公开发行可转债共计人民币 16 亿元，自筹 3.53 亿元。2018 年 8 月 21 日追投 6.4 亿	公开发行可转债	9,000	已签约包括太平洋保险（3000 台）	55 亿元（20 年）

资料来源：公司公告、兴业经济与金融研究院整理

2.盈利能力强。

营收端：根据统计的订单规模可以看出，公司签约都是十亿级的合约，金额比较高，能够保障中长期价格的刚性和收入规模的稳健。截至 2018 年底，公司宝之云 IDC 项目一至三期已完全投产，第三期建设规模 9,500 个机柜，已于 2018 年底交付完成。公司截至 2018 年末产业规模近 20,000 个机柜，随着第四期在建工程累计投入占预算比例较上期大幅增加，预计目前已有更多机柜交付使用，未来机柜上架率有望快速增长。

参考公司披露数据我们大致推算宝之云四期完全交付后的营收体量。20A 标准机柜出租单价按照 6,030 元/月进行估算，四期机柜数按照 20A 标准机柜折算后，单机柜每年营收 7.2 万元，满负荷率后年增收 7.3 亿元。按照前三期建成率推算，四期机柜总数预计 28,500 个左右，四期全部满负荷率之后，每年对应营收约 20 亿元。

表 5、宝之云 IDC 全四期营收规模预测

项目	年份	投产机柜数*月	单价(元/月)	年收入(万元)
建设期	第 1 年	0		0
	第 2 年	28,800		17,366
	第 3 年	74,727		45,060
经营期	第 1 年	108,845	6,030	65,634
	第 2 年	119,864		72,278
	第 3 年~第 10 年	121,091		73,018

注：上表中机柜数量为经过功率能耗水平换算所得的 20A 标准机柜
资料来源：公司公告，兴业经济与金融研究院整理

利润端：受益于 IDC 资源的紧缺，及公司合同均为长期绑定合同，因此主要费用为固定资产折旧摊销，基本不存在销售费用，整体盈利能力强，根据公司披露，宝之云一期项目达产年度利润总额完成比例为 137.99%，超出前期预计。

按照披露数据我们对四期全部交付贡献利润做大致测算，一期项目年利润 1.17 亿元，其他三期我们按照预期效益测算，可以预计四期满负荷率后，每年可贡献利润在 6.89 亿元。

表 6、2016 年度宝之云 IDC 效益情况

项目资金来源	宝之云 IDC 项目	承诺/预期效应	2016 年度实际效益	
			金额(万元)	完成比例
2013 年非公开发行募投项目	一期	达年度利润总额 8,461 万元	11,657.66	137.99%

自有资金投入	二期	达年度利润总额 8,000 万元	493.12	不适用
2015 年非公开发行募投项目	三期	达年度利润总额 20,438 万元	3,598.25	不适用
本次募投项目	四期	达年度利润总额 28,803 万元	不适用	不适用

资料来源：公司公告、兴业经济与金融研究院整理

展望未来，一方面公司有望持续获取上海市能耗指标，做大宝之云在上海的规模，另一方面公司在武汉、南京等地的布局正有序进行，IDC 业务版图朝全国扩张。

公司有望持续获取上海市能耗指标。根据上海市规划，在 2020 年之前新增机架控制在 6 万台以内，对于上海市新增指标，公司具有明显的竞争优势。一方面，《建设指导意见》指出，应用服务高端，公司本身在 IDC 建设极具经验，服务客户为互联网、金融等高端客户，应用场景为云计算等战略新兴领域，具备优势。另一方面，《建设指导意见》指出，单项目规模原则上应不低于 3,000 个机架，且平均单机架功率不低于 6 千瓦。项目建设宜在外环以外区域，既有工业区优先，严格禁止在中环以内区域新建。宝信软件的宝之云项目本身规模较大，符合要求，同时公司罗泾厂区属于既有工业区改建，优势明显。

表 7、上海市 IDC 政策

时间	部门	政策	相关表述
2019 年 1 月	上海市经信委、发改委	《加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》	1.到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内；坚持用能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。 2.本市新建互联网数据中心，单项目规模原则上应不低于 3000 个机架，且平均单机架功率不低于 6 千瓦。项目建设宜在外环以外区域，既有工业区优先。

资料来源：工信部、兴业证券经济与金融研究院整理

IDC 业务外地有序扩张。公司目前 IDC 业务不仅限于上海市的布局，同时也在有序朝外地扩张，公司参股 20% 布局武汉 IDC 项目建设，同时根据南京市政府报道，宝武集团和南京市达成协议，梅钢将钢铁冶炼产能逐步迁出南京市，现有梅钢片区将布局新兴产业，宝信软件拟在梅钢片区打造宝之云梅山产业园，项目规划总建筑面积 30 万平方米，员工 1,000 人。

表 8、武钢大数据产业园建设规划

时间	2019 底	2020-2021	2021-2023
----	--------	-----------	-----------

新建机柜数量	2000	6000	10000
累计机柜数量	2000	8000	18000

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

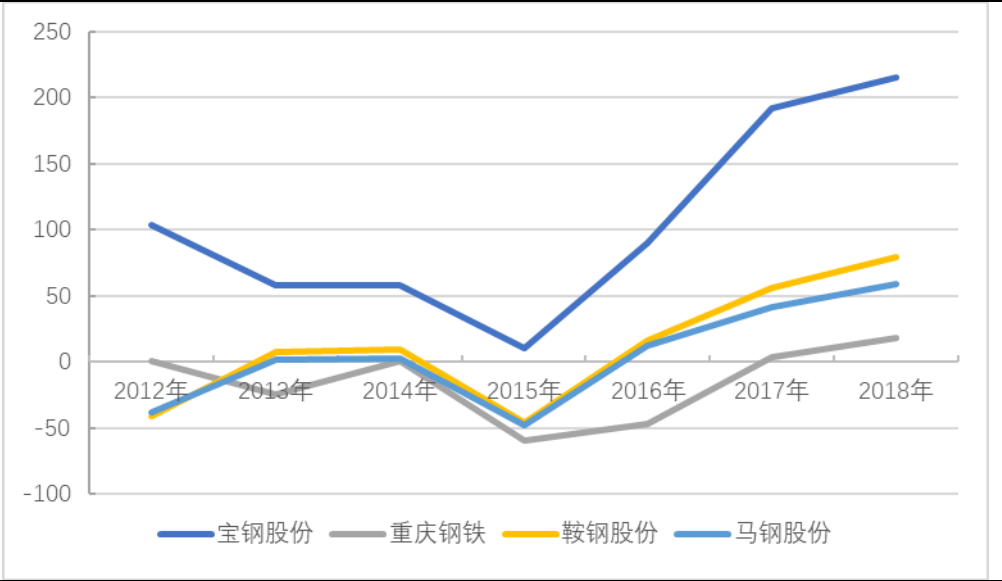
伴随公司 IDC 建设的有序扩张，公司 IDC 业务将茁壮成长，为公司带来确定的业绩及稳定的现金流。

三、立足钢铁信息化，积极扩大智慧制造新领域

3.1 国内钢企盈利复苏叠加政策支持，信息化需求加速释放

公司钢铁信息化下游客户主要以钢厂为主，整个钢铁行业在 2012-2015 年，由于产能过剩等影响，盈利能力持续下行，从 2016 年开始，受国内供给侧改革等影响，盈利能力触底回升，整个下游支付能力明显增强。对钢铁行业的信息化建设需求逐步释放。

图 13、部分钢厂 2012-2018 年净利润（亿元）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

通过信息化自动化投入，能够有效提升生产效率，降低人力成本，信息化建设必要性已经成为行业共识。此外，国家政策持续加大对智能制造的支持，有助于钢铁行业加快信息化建设。

表 9、智能制造领域国家级相关政策

时间	部门	政策	相关表述
2015 年 5 月	国务院	《中国制造 2025》	制造业重点领域智能化水平到 2020 年显著提升。2025 年制造业重点领域全面实现智能化，试点示范项目运用成本降低。
2015 年 7 月	国务院	《关于积极推“互联网+”行动的指导意见》	以智能工厂为发展方向，开展智能制造试点示范，加快推动云计算、物联网、智能工业机器人、增材制造等技术在生产过程中的应用，推进生产装备智能化升级、工艺流程改造和基础数据共享。
2016 年 5 月	国务院	《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	制造业与互联网融合发展到 2025 年迈上新台阶，融合“双创”体系基本完备，融合发展新模式广泛普及，新型制造体系基本完成，制造业综合竞争实力大幅提升。

2016 年 8 月	质检总局、国家标准委、工信部	《装备制造业标准化和质量提升规划》	截至 2020 年,工业基础、智能制造、绿色制造等重点领域标准体系基本完善,质量安全标准与国际标准加快接轨,重点领域国际化标准转化率力争达到 90%以上,装备制造业标准整体水平大幅提升,质量品牌建设机制基本形成。
2016 年 9 月	工信部、财政部	《智能制造发展规划(2016-2020 年)》	到 2020 年,智能制造发展基础和支撑能力明显增强,传统制造业重点领域基本实现数字化制造,有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展;到 2025 年,智能制造支撑体系基本建立,重点产业初步实现智能转型。
2017 年 10 月	工信部	《高端智能再制造行动计划(2018-2020 年)》	截至 2020 年,推动建立 100 家高端智能再制造示范企业、技术研发中心、服务企业、信息服务平台、产业集聚区等,带动我国再制造产业规模达到 2,000 亿元。
2018 年 10 月	工信部、国家标准委	《国家智能制造标准体系建设指南(2018 年版)》	到 2019 年,累计制修订 300 项以上智能制造标准,全面覆盖基础共性标准和关键技术标准,逐步建立起较为完善的智能制造标准体系。

资料来源:工信部、网信办、国务院、兴业证券经济与金融研究院整理

行业盈利状况好转叠加国家政策支持,钢铁信息化投入有望持续加大,公司作为钢铁信息化龙头公司有望充分受益。

3.2、钢铁信息化稳扎稳打,业务有望受益宝武集团扩张

公司传统优势业务即为钢铁信息化、自动化业务,发展至今公司的 MES、EMS、冷连轧、运维服务等产品和服务在钢铁领域市场占有率第一。并且公司积极进行技术升级,成为首批 23 家被工信部选出的智能制造系统解决方案推荐供应商之一。

表 10、宝信软件智能制造相关产品

产品/服务类别	功能	产品
信息化产品	对产品制造的全生命周期进行在线管控、实时监测和过程分析,形成虚实一致的一体化经营管理与智能制造整体解决方案	宝信 BM2-I 铁区 MES 软件 V1.0
		宝信 eLMS 物流信息管理软件 V2.0
		宝信报表软件
		宝信 iPlat4C 移动框架软件 iPlat4C-M
自动化产品	在工业信息安全、生产全程可视化、虚拟制造等方面为客户提供全方位的智能工厂解决方案	iPlat4C 信息系统平台软件
		分布式服务化开发平台 iPlat4J V6
		远程支撑系统 RMS
		过程控制平台 iPlature
智能装备产品	聚焦于原料堆取输送无人化、仓储	外部通信中间件
		基础自动化通信中间件 iMultiLink
		堆取料无人化系统

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

物流运输无人化、生产过程工业机器人应用、产品表面和内在质量的智能检测及判定、高端热工装备、电磁技术等产品和技术的研发、应用和全生命周期服务

无人行车全自动仓库系统 UACS
 机器人自动贴标签系统
 白电产品智能包装
 机器人热轧钢卷标记装置
 机器人试样搬运跟踪系统

资料来源：公司官网、Wind、兴业经济与金融研究院整理

公司钢铁信息化业务的核心优势一方面在于公司产品齐全，对行业理解深刻，另一方面在于公司本身背靠宝武集团，内部订单充足，利于外部扩张。未来有望继续做大做强。

1. 钢铁信息化产品体系完善，行业理解深刻

公司是目前国内仅有的业务层次覆盖 L0 到 L6 的工业软件企业，公司 MES、ERP、物流管理、智能装备等产品及相关服务覆盖钢铁制造领域全流程各环节。基于公司优质的工业软件产品，公司成为首批 23 家被工信部选出的智能制造系统解决方案推荐供应商之一，并参与工信部智能制造应用示范试点---1580 热轧智能车间建设等智能制造项目。

不同的行业特点不同，钢铁行业是制造业中生产流程最长的行业之一，炼钢过程涉及矿石冶炼金、熔炼、铸造、轧制、热处理等环节，一款贴近行业的产品需要长时间积累和打磨。以 MES 产品为例，钢铁 MES 系统需要根据用户订单要求，编排整个加工环节，将生产计划分解为产线和机组的作业计划和指令，因此 MES 系统的生产调度算法十分重要，对生产效率提升有重要影响。这类调度算法必然要求对行业各个生产环节特性十分熟悉，因此宝信软件长期承接宝钢股份钢铁信息化项目，具有数十年经验积累，对行业理解深刻，构建了强大的竞争壁垒。

2. 背靠宝武集团，内部订单充足，利于外部扩张

公司实际控制人为宝武集团，宝武集团自身信息化业务体量庞大，因此公司钢铁信息化订单有充分保障，目前钢铁信息化板块主要下游客户为宝武产业链公司，通过集团内产品打磨，公司产品已经十分成熟，其他钢铁重点企业也陆续有订单产出。

伴随宝武集团持续扩张，公司订单有望得到长期保障。得益于国家相关政策出台，钢铁行业在长期仍然有大量兼并重组的规划亟待落地。宝武集团在合并之后，下一步要继续并购马钢，根据马钢公告，安徽国资委将无偿划转马钢控股有限公司 51% 股权给宝武集团。宝武集团将成为马钢实控人。另外重庆市政府和宝武集团签署战略合作协议，双方将在重钢长远健康发展、统筹重钢规划布局、建设绿色钢厂等方面进行深度合作。由于宝钢股份自身走在钢铁行业现代化信息化前列，对智能制造投入意识强，因此宝钢武钢的合并，后续马钢的收购等都会带来旧系统的升级换代需求，也必然能够为宝信软件带来更多的业务机会。

合并武钢工技，当年实现扭亏为盈。在宝武成功合并后，公司公告以 2.92 亿元价格，收购武钢工技 100% 股权。本次收购的标的武钢工技成立于 2002 年 5 月，是武钢旗下重要的信息化子公司，致力于冶金行业相关的高新技术产业的技术与产品的研发、制造与销售、工程总承包及技术服务等业务。武钢工技的综合研发实力和自主创新能力较强，在承接烧结、焦化、高炉、转炉、连铸、热轧、冷轧、硅钢等 EPC 工程方面具备极强的技术实力和丰富的业绩经验。2018 年度武钢工技实现营收 3.84 亿元，净利润-2.29 亿元。2019 年 7 月，公司完成合并收购武钢工技集团，协同性得到快速体现，2019 年武钢工技基本实现扭亏。

3.3、多行业横向拓展，布局 5G 等新兴技术

公司深入把握工业软件市场的行业应用属性，在传统优势的钢铁行业之外，依托钢铁行业智慧制造的示范效应，通过加大研发，促进持续的知识沉淀和技术积累积极拓展其他行业发展机会，业务向有色、化工、物流、装备制造等领域延伸，目前产品已经成功迁移到电子电器、机械装备等领域的自动制造业务，近几年陆续成功上线多个重点项目。

表 11、宝信软件 2016-2017 年非钢铁领域智慧制造项目

2016 年
成功开拓制药领域企业级 MES、自动化控制、综合监控、能源管理、过程控制等领域市场 成功进入白色家电包装自动化领域，实现了智能立体仓库零的突破
2017 年
智能装备与工业机器人应用、多基地分布式平台及相关应用系统上线 成功推广工业大数据平台 xInsight 结合应用实施推广、工序一贯质量分析、云端大数据应用服务等
资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

此外公司面向新兴技术，选择育集控、智能装备、大数据、人工智能、移动物联、工业网络安全、虚拟制造七大关键技术进行重点培育。在工业互联网、5G 方面均有持续进展。

2019 上半年，公司基于工业互联网平台公司实现钢铁企业传统自动化、信息化体系重构，形成智能工厂、智慧运营、协同生态三层架构；持续推进智能工厂平台 iPlat、生态技术平台 ePlat 和大数据平台设计开发；完成工业 PaaS 平台部署，开展工业 APP 开发和测试工作，加快相关示范项目的落地与推广。“工信部钢铁行业工业互联网平台试验测试项目”通过了专家组的中期检查。

图 14、宝信软件工业互联网平台



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2019 年上半年，和闻泰科技在 5G 方面达成战略合作，公司也重点开展 5G 技术前瞻性研究并取得突破，支撑中国宝武发布无人驾驶 120 吨框架车、机器人远程实时操控、远程质检、远程炼钢等全球首批钢铁行业 5G 应用，围绕创新构建核心竞争力，不断提升公司智慧制造的总体策划能力和产业服务能力，引领行业技术进步。

四、盈利预测与投资建议

根据公司 2019 年年报，我们上调盈利预测，假设公司 2020-2022 年营业收入增速分别为 26.9%、29.0%、27.9%；归母净利润增速分别为 29.4%、30.3%、31.7%。看好公司 IDC 业务陆续交付带来的业绩确定性增长，且公司智能制造业务有望充分受益钢铁行业投入加大、宝武集团扩张，为长期业绩增长提供动力，对其核心财务指标进行预测：

表 12、2020-2022 年公司盈利预测结果

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6849	8693	11211	14339
同比增长	17.7%	26.9%	29.0%	27.9%
净利润(百万元)	879	1138	1483	1953
同比增长	99.8%	29.4%	30.3%	31.7%
毛利率	30.0%	30.1%	30.1%	30.3%
净利率	12.8%	13.1%	13.2%	13.6%
每股收益(元)	0.77	1.00	1.30	1.71
每股经营现金流(元)	0.78	0.93	1.16	1.57
市盈率	64.8	50.1	38.4	29.2
市净率	8.1	6.9	5.8	4.9

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

基于上述调整，我们预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 11.38/14.83/19.53 亿元，对应 EPS 为 1.00/1.30/1.71 元，维持“审慎增持”评级。

五、风险提示

- 1、IDC 后续订单不及预期;
- 2、智能制造业务不及预期;
- 3、市场竞争加剧。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7184	9232	11934	15491
货币资金	3140	4195	5464	7217
交易性金融资产	7	0	0	0
应收账款	2239	2778	3583	4583
其他应收款	70	89	115	147
存货	777	986	1270	1621
非流动资产	3084	2767	2437	2094
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	199	199	199	199
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产	1430	1488	1402	1240
在建工程	467	234	117	58
油气资产	0	0	0	0
无形资产	112	76	41	5
资产总计	10268	11999	14370	17585
流动负债	2863	3383	4215	5418
短期借款	20	20	20	20
应付票据	144	183	236	301
应付账款	1440	1826	2354	3003
其他	1259	1353	1606	2094
非流动负债	136	99	109	123
长期借款	0	0	-0	-0
其他	135	99	109	124
负债合计	2999	3481	4325	5541
股本	1140	1140	1140	1140
资本公积	2586	2586	2586	2586
未分配利润	2884	3921	5268	7042
少数股东权益	204	250	296	341
股东权益合计	7269	8517	10046	12044
负债及权益合计	10268	11999	14370	17585

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	879	1138	1483	1953
折旧和摊销	278	327	356	374
资产减值准备	16	96	140	173
无形资产摊销	113	113	113	113
公允价值变动损失	0	-0	-0	-0
财务费用	4	-44	-60	-80
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	46	46	46	46

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6849	8693	11211	14339
营业成本	4792	6080	7834	9997
营业税金及附加	17	22	28	36
销售费用	173	217	275	344
管理费用	246	313	392	495
财务费用	-38	-44	-60	-80
资产减值损失	-15	0	0	0
公允价值变动	-0	-0	-0	-0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	1004	1285	1659	2169
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	1003	1283	1657	2166
所得税	78	99	128	168
净利润	925	1183	1529	1998
少数股东损益	46	46	46	46
归属母公司净利润	879	1138	1483	1953
EPS (元)	0.77	1.00	1.30	1.71

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	17.7%	26.9%	29.0%	27.9%
营业利润增长率	81.9%	28.0%	29.1%	30.7%
净利润增长率	99.8%	29.4%	30.3%	31.7%
盈利能力				
毛利率	30.0%	30.1%	30.1%	30.3%
净利率	12.8%	13.1%	13.2%	13.6%
ROE	12.4%	13.8%	15.2%	16.7%

偿债能力

资产负债率	29.2%	29.0%	30.1%	31.5%
流动比率	2.51	2.73	2.83	2.86
速动比率	2.20	2.40	2.49	2.52

营运能力

资产周转率	65.4%	78.1%	85.0%	89.7%
应收帐款周转率	289.7%	307.6%	312.9%	311.8%

每股资料(元)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

营运资金的变动	-317	-484	-649	-683	每股收益	0.77	1.00	1.30	1.71
经营活动产生现金流量	887	1055	1326	1791	每股经营现金	0.78	0.93	1.16	1.57
投资活动产生现金流量	-970	-108	-117	-117	每股净资产	6.20	7.25	8.55	10.26
融资活动产生现金流量	-701	109	59	80					
现金净变动	-783	1056	1268	1754	估值比率(倍)				
现金的期初余额	3904	3140	4195	5464	PE	64.8	50.1	38.4	29.2
现金的期末余额	3122	4195	5464	7217	PB	8.1	6.9	5.8	4.9

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn