

2020年07月10日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

IDC 精密环境控制龙头, 积极布局下游延伸, 充分享受行业红利

买入 (首次)

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	639	744	925	1,416
同比 (%)	19.5%	16.4%	24.4%	53.1%
归母净利润 (百万元)	85	107	144	188
同比 (%)	-20.7%	26.3%	35.2%	30.2%
每股收益 (元/股)	0.39	0.49	0.67	0.87
P/E (倍)	63.64	50.41	37.29	28.64

投资要点

- **“产业+政策”共振, IDC 产业链确定性有望进入景气向上阶段:** 国家政策加大发力数据中心行业, 带动 IDC 产业链上下游向上发展, 内需确定性强劲。随着数据中心行业规模的逐步扩大, 机房精密环境控制行业也有望产生同步需求。
- **深耕机房服务研发数十年, 造就细分龙头:** 佳力图成立之初即进入机房环境控制领域, 以精密空调为主要产品。凭借数十年锤炼的行业领先地位与技术优势, 公司参与了多项国家和行业标准的起草制定, 从而取得与同业及下游行业的充分交流沟通机会, 有利于更好地把握行业及技术发展方向, 提高了管理与生产研发效率, 并成为国内该细分行业龙头企业。
- **积极布局下游延伸, 聚焦南京发挥自身优势, 充分享受行业红利:** 机房精密控制领域实现中国龙头地位后, 佳力图锐意进取, 大力发展产业链延伸, 向中下游 IDC 建设及运维等服务进发, 同时有助于提高现有机房环境业务技术及竞争力。当前国家政策背景下, 公司将充分享受 IDC 行业发展红利。公司基于原主营业务在南京地域优势, 协同发展数据中心业务, 携手鹏博士打造 IDC 行业新秀。
- **优质客户资源及品牌形象, 奠定持续发展基础:** 公司产品服务于中国电信、中国联通、中国移动、华为等知名企业, 丰富的优质客户资源为公司业内树立了良好的品牌形象, 为公司未来持续稳定发展奠定了坚实的基础。未来 IDC 业务, 通过合作方老牌 IDC 厂商鹏博士的资源加持, 也有望实现快速发展, 形成“精密机房+IDC”双主营模式。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.44 亿元、9.25 亿元以及 14.16 亿元, 实现归母净利润分别为 1.07 亿元、1.44 亿元以及 1.88 亿元, 对应当前股价的估值分别为 50 倍、37 倍以及 29 倍, 考虑到公司机房环境控制业务有望跟随 IDC 建设需求快速发展, 首期 IDC 规划也有望在 2022 年贡献可观利润, 未来发展具有较大潜力, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险; 公司客户所处行业较为集中风险; 材料价格波动风险; 市场竞争及产品替代风险; 董事及高管减持风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.81
一年最低/最高价	11.41/30.57
市净率(倍)	6.71
流通 A 股市值(百万元)	2811.39

基础数据

每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	40.39
总股本(百万股)	216.95
流通 A 股(百万股)	113.32

相关研究

内容目录

1. 公司介绍	4
1.1. 机房环控产品线丰富，前瞻延伸布局 IDC	5
1.1.1. 公司机房环控产品线产品种类齐全	5
1.1.2. 公司客户优质，无单一依赖性	6
1.1.3. 前瞻布局 IDC，投建南京楷德悠云数据中心项目	7
1.2. 公司经营现金流表现良好，18 年来营业收入显著提升	7
1.2.1. 公司营收增长稳健，2020Q1 受疫情影响严重	7
1.2.2. 近两年毛利率有所下降，现金流表现良好	8
2. 数据流量时代，IDC 产业链有望持续高景气	10
2.1. 公司所处机房环境控制行业，为 IDC 产业链上游	10
2.2. 公司所处机房环境控制行业发展概况	10
2.2.1. 下游通信行业持续快速发展为公司的发展提供基础保障	10
2.2.2. IDC 产业“产业+政策”共振，机房环控市场规模逐渐扩大	12
2.3. 数据中心节能需求日益增长，给机房环控行业带来新方向	13
2.4. 公司所处环控行业竞争格局分析	14
2.4.1. 机房精密空调市场逐渐集中，国产替代化铺开	14
2.4.2. 行业区域及客户集中特点明显	15
3. 公司业绩驱动分析	16
3.1. 上游厂商向下逐步延伸，扩展资源圈充分享受 IDC 行业红利	16
3.1.1. 公司于 2019 年中游布局 IDC 建设运营	16
3.1.2. 下游拓展增值安全、一体化运维服务	17
3.2. 聚焦南京，发挥土地资源的优势	17
4. 盈利预测与评级	18
4.1. 关键假设	18
4.2. 盈利预测	18
4.3. 估值与评级	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 佳力图 17 年发展历程.....	4
图 2: 佳力图十大股东及子公司 (2019 年报)	4
图 3: 何根林先生为佳力图实际控制人 (2019 年报)	5
图 4: 佳力图 2019 年各板块业务占比.....	6
图 5: 佳力图 2014-2020Q1 营业收入及增速	7
图 6: 佳力图 2014-2020Q1 归母净利润及增速	7
图 7: 佳力图 2014-2020Q1 毛利率及净利率	8
图 8: 佳力图 2014-2019 年各项业务毛利率	8
图 9: 佳力图 2014-2020Q1 三项费用及其费用率	8
图 10: 佳力图 2014-2020Q1 现金流量 (亿元)	9
图 11: IDC 产业链上中下游.....	10
图 12: 2016-2019 年中国数据中心机柜数量 (万个)	11
图 13: 中国 IDC 行业市场规模仍在蓬勃发展.....	11
图 14: 2016-2018 年中国机房节能空调市场销量情况	12
图 15: 2019-2023 年中国机房空调市场空间及预测	12
图 16: 佳力图南京楷德悠云数据中心项目	17
表 1: 2017 年上半年公司主要客户及销售金额.....	7
表 2: 机房环境控制产品类别及主要作用.....	10
表 3: 2015-2019 年行业国家鼓励政策	13
表 4: 2018-2019 年机房空调市场按厂商细分	15
表 5: 2018 年机房空调市场按销售额区域细分.....	15
表 6: 2018 年机房空调市场按销售额行业细分.....	16
表 7: 佳力图主要业务营收情况 (百万元, %)	18
表 8: 佳力图可比公司估值 (截止至 2020.7.8)	19

1. 公司介绍

公司前 17 年专注机房精密温控服务，是国内机房空调市场龙头之一。公司成立于 2003 年 08 月 26 日，自成立以来，公司一直专注于数据机房等精密环境控制技术的研发，是一家为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备、一体化解决方案以及相关节能技术服务的高新技术企业。

公司 2019 年拟投资 15 亿建设“南京楷德悠云数据中心项目”，促进在大数据服务产业下游的延伸发展。项目产品及服务系为客户提供机柜租用及运维服务等 IDC 基础服务，总体建设 8400 标准机架机柜。有利于优化完善公司围绕数据中心上下游的产业布局，对公司具有积极的战略意义。

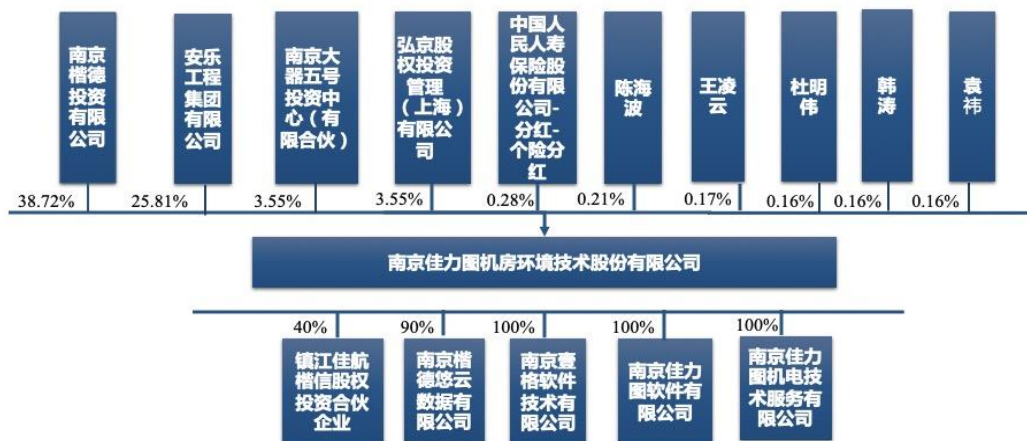
图 1: 佳力图 17 年发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

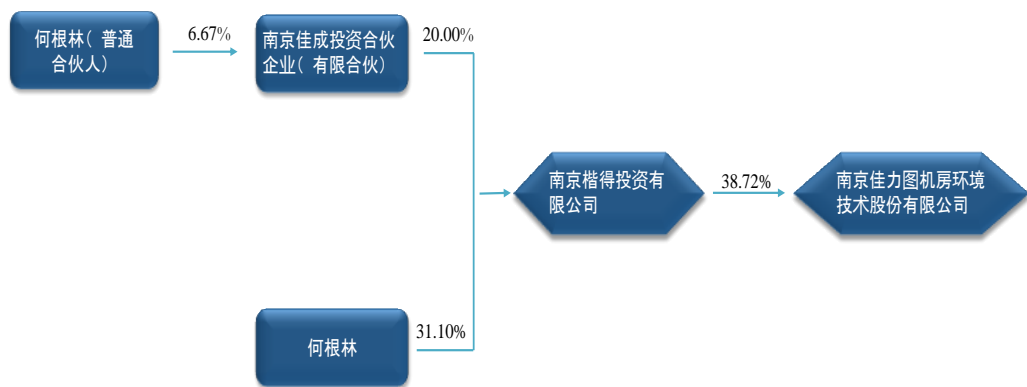
公司股权结构稳定，实际控制人为何根林先生。公司 2019 年前十大股东占有总股本的 72.77%，控股股东为南京楷得投资有限公司，持有 38.72% 股份（截至 2019 年报）。第二大股东为安乐工程集团，其持股比例为 25.81%。董事长何根林先生直接持有楷得投资 31.10% 股权，同时通过合伙企业佳成投资控制楷得投资 20.00% 股权，为佳力图的实际控制人。公司创始团队及管理层均持有一定股权。

图 2: 佳力图十大股东及子公司（2019 年报）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：何根林先生为佳力图实际控制人（2019 年报）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

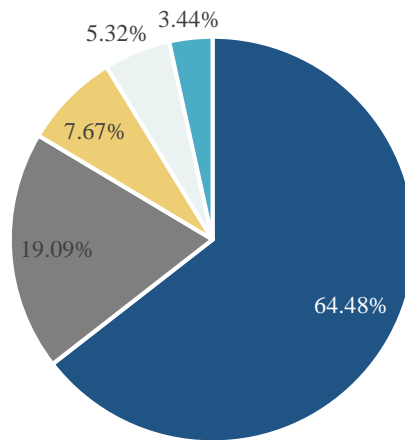
1.1. 机房环控产品线丰富，前瞻延伸布局 IDC

1.1.1. 公司机房环控产品线产品种类齐全

公司一直专注于数据机房等精密环境控制技术的研发，产品业务齐全。公司拥有精密空调设备、冷水机组、机房环境一体化三大类产品，同时公司凭借多年的技术积累和在节能控制方面的领先技术，为客户提供技术服务业务，包括旨在解决老旧数据中心高能耗问题的节能改造服务以及数据中心的运行维护服务等。此外，公司还会应客户的特别要求提供湿膜加湿器、精确送风机等产品，与精密空调配套使用。

图 4: 佳力图 2019 年各板块业务占比

■ 精密空调 ■ 智能一体化机房产品 ■ 冷水机组 ■ 代维 ■ 其他业务



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司依托于雄厚的研发实力，积累了丰富的技术，成熟的研发体系以及生产管理体系也使得公司具有较强的技术转化能力。公司产品主要应用于数据中心机房、通信基站以及其他恒温恒湿等精密环境，场景涉及通信、金融、互联网、医疗、轨道交通、航空、能源等众多行业。此外，公司以自主研发的、代表较高技术水平的中温和低温环境恒温恒湿技术的精密空调，已应用于图书场馆、博物场馆、高档酒类储藏室、实验室等智能建筑的环境控制领域。尤其节能显著的氟泵机组以及配带自由冷却的设备深受广大客户青睐。

1.1.2. 公司客户优质，无单一依赖性

公司客户资源丰富，主营业务具独立性。中国电信、中国联通、中国移动、华为等知名企业，丰富的优质客户资源为公司在业内树立了良好的品牌形象，为公司未来持续稳定发展奠定了坚实的基础。公司主营业务不依赖于单个客户或供应商，产供销系统具有独立、完整的业务运作系统，以其行业领先地位与技术优势吸引了大量的优质客户资源。

表 1: 2017 年上半年公司主要客户及销售金额

序号	客户名称	销售额 (万元)	占营业收入比例	是否关联方
1	中国电信	4388.28	21.51%	否
2	中国移动	3783.92	18.55%	否
3	安乐集团	1078.57	5.29%	是
4	中国联通	990.84	4.86%	否
5	华为	651.92	3.20%	否
合计		10893.52	53.40%	

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

1.1.3. 前瞻布局 IDC, 投建南京楷德悠云数据中心项目

公司于 2019 年 11 月拟建设“南京楷德悠云数据中心项目”, 预期建设分三期实施。项目预计总计建设 8400 架机柜, 计划投资 15 亿人民币。其中, 第一期建设 2800 架标准服务器机构 20A 机柜, 计划 2021 年 6 月投产, 第二期规划建设 2800 架标准服务器 20A 机柜, 计划 2022 年 6 月投产, 第三期规划建设 2800 架标准服务器 30A 机柜, 计划 2023 年 6 月投产。2020 年 6 月, 公司公开发行可转换公司债券申请获得审核通过, 拟募资不超过 3 亿元, 用于南京楷德悠云数据中心项目 (一期)。

佳力图在数据中心行业具有先天优势, 未来发展机遇可期。公司进入该业务领域的优势主要在于与原有主营业务的协同效应。公司生产的精密空调和冷水机组等控温设备可直接用于数据中心建设。同时, 公司在控温、节能方面积累了丰富的技术和经验, 能够提供机房节能管理以及维保方面的技术服务, 降低数据中心 PUE 值, 公司在控温、节能方面的技术储备有助于数据中心项目降低能耗成本, 保障数据中心的精密运行环境。

1.2. 公司经营现金流表现良好, 18 年来营业收入显著提升

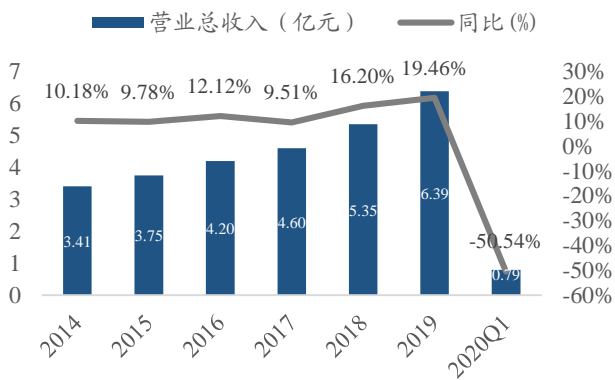
1.2.1. 公司营收增长稳健, 2020Q1 受疫情影响严重

2018 年以来公司营业收入持续增长, 2019 年净利润增速放缓。收入方面, 2019 年实现营业总收入 6.39 亿元, 同比增长 19.46%; 利润方面, 2019 年实现归母净利润 0.85 亿元, 同比降低 20.72%。扣除非经常性损益后归属于母公司净利润 0.71 亿元, 同比下降 27.55%。收益质量方面, 公司 2019 年净利率为 13.24%, 同比下降 6.71%。

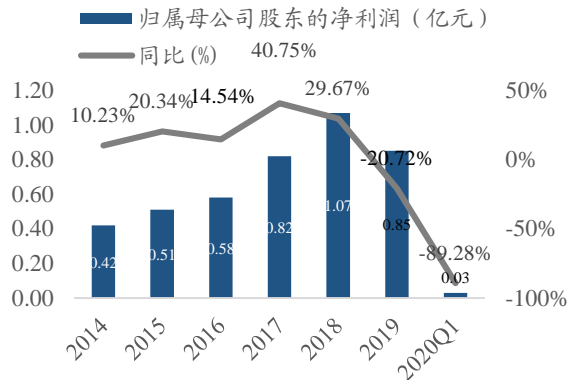
2020 年第一季度, 因疫情冲击公司收入大幅下滑。受疫情影响, 2020 年一季度实现营业收入 0.79 亿元, 同比下降 50.54%; 归母净利润为 297 万元, 非经常性损益金额约为 165 万元, 扣非后的归母净利润为 129 万元。随着疫情持续好转, 公司业务正在逐步恢复。

图 5: 佳力图 2014-2020Q1 营业收入及增速

图 6: 佳力图 2014-2020Q1 归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

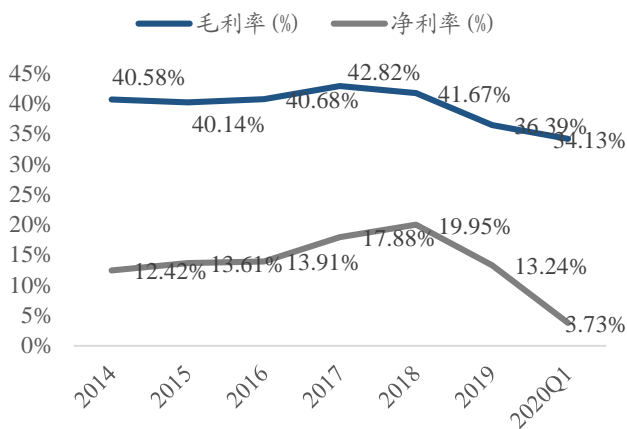


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2.2. 近两年毛利率有所下降, 现金流表现良好

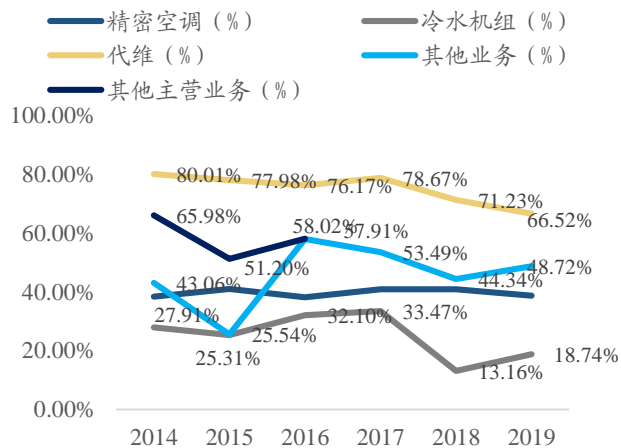
公司 2014-2018 年毛利率及净利率较为平稳, 2019 年有所下降。其主要原因为公司新开拓的机房环境一体化业务还在初始阶段, 营业成本的增长大于营业收入的增长, 毛利率略低, 仅为 25.17%。公司 2019 年代维服务系维护服务项目毛利率最高, 达到 66.52%, 同比下降 4.71%。主要由于市场竞争激烈, 毛利率下降及人工服务成本增加所致。

图 7: 佳力图 2014-2020Q1 毛利率及净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

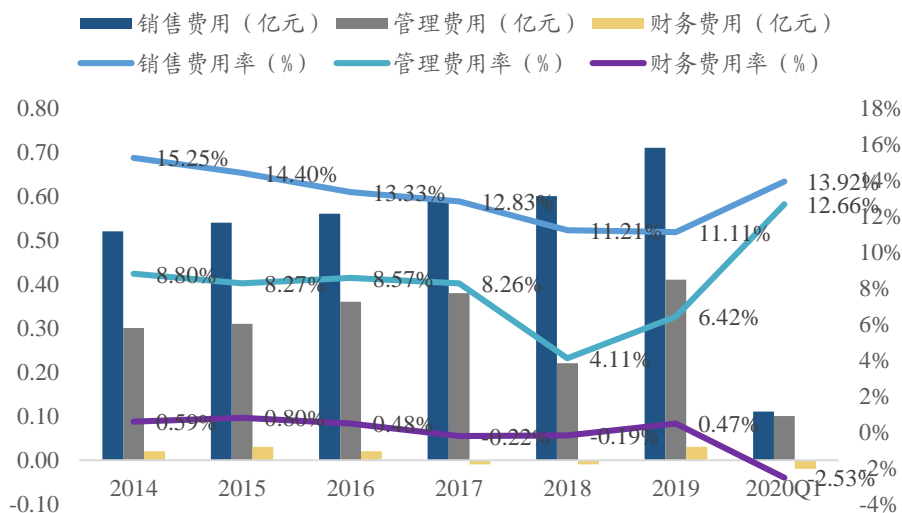
图 8: 佳力图 2014-2019 年各项业务毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司近年销售费用稳步增长, 财务费用常年保持低水平。2019 年公司销售费用为 0.71 亿元, 管理费用为 0.41 亿元, 财务费用为 0.03 亿元。销售费用基本与营业收入相匹配, 公司对于销售系统结构进行了优化调整; 管理费用的增长主要为股权激励摊销所致; 财务费用变动原因主要为公司新增短期借款产生的利息费用所致。

图 9: 佳力图 2014-2020Q1 三项费用及其费用率

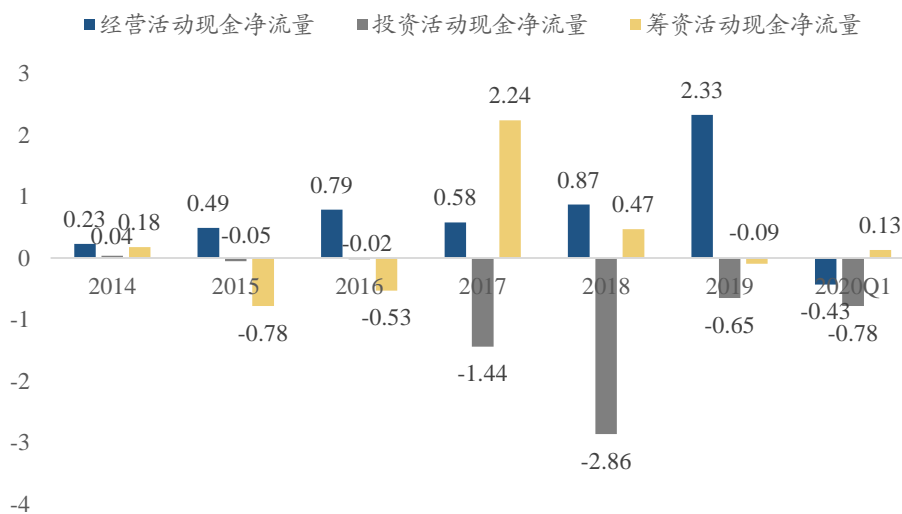


数据来源: wind, 东吴证券研究所

佳力图现金流情况稳定, 2019 年经营活动现金净流量为 2.33 亿元, 销售商品提供劳务收到的现金为 6.92 亿元。2019 年公司营业收入稳定增长, 同时加强了供应商的账期管理, 实现了较大现金流增长。

公司经营性现金流长年为正。2019 年公司经营性现金流净额为 2.33 亿元, 同比增长 167.82%, 主要原因是营业收入稳定增长, 同时加强供应商的账期管理, 采购付款较上年同期有所减少; 投资活动产生的的现金流净额为-0.65 亿元, 同比下降 77.27%, 主要原因是为了保证资金使用安全, 减少理财增加定期存款; 筹资活动产生的现金流量净额为-0.09 亿元, 同比下降 119.15%, 主要是支付股利所致。2020 年第一季度, 公司经营活动现金流量净额降为-0.43 亿元, 投资活动产生的的现金流净额为-0.78 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为 0.13 亿元, 受到疫情影响。

图 10: 佳力图 2014-2020Q1 现金流量 (亿元)



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 数据流量时代，IDC 产业链有望持续高景气

2.1. 公司所处机房环境控制行业，为 IDC 产业链上游

佳力图所处的细分行业是机房环境控制，属于专用设备制造业。机房环境控制是指数据中心机房内部的湿度、温度、环境监控和管理等一系列活动，主要涉及机房精密空调产品、冷水机组产品、精确送风产品、冷热通道隔离产品、蓄冷罐、开式/闭式冷塔、其他环境控制软硬件产品等。

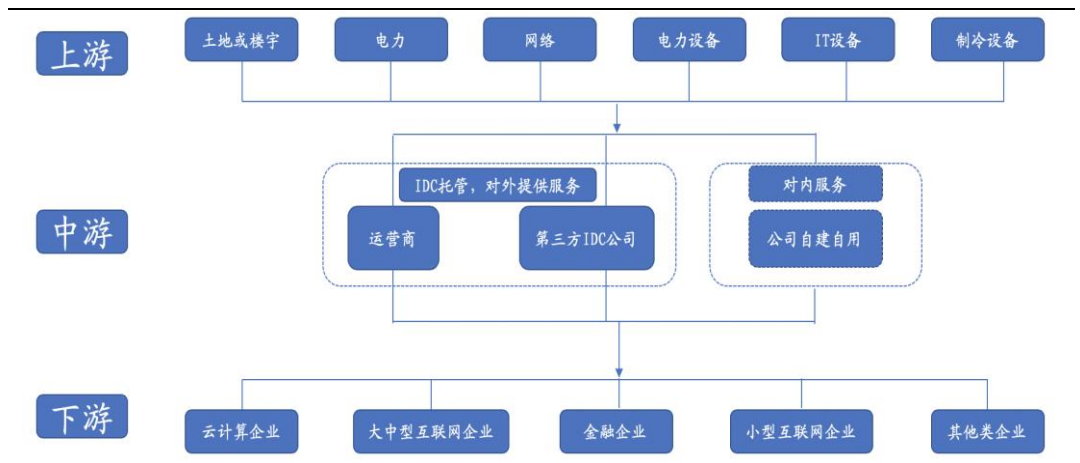
表 2: 机房环境控制产品类别及主要作用

产品类别	产品明细	主要作用
制冷系统	机房内部：机房精密空调产品、精确送风产品、冷热通道隔离产品等	对数据中心 IT 设备进行直接和间接的制冷，调节机房内部的温湿度，保证机房的正常运行。
	机房外部：冷水机组产品、蓄冷罐、开式/闭式冷塔等	外部冷源，是数据中心制冷的冷源。
监控	机房动力环境监控、机房数据中心基础设施管理	对数据中心基础设施进行监控、管理等。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司所在行业在整个 IDC 产业链中处于上游。下游包括三大运营商、第三方 IDC 公司、政府部门等。

图 11: IDC 产业链上中下游



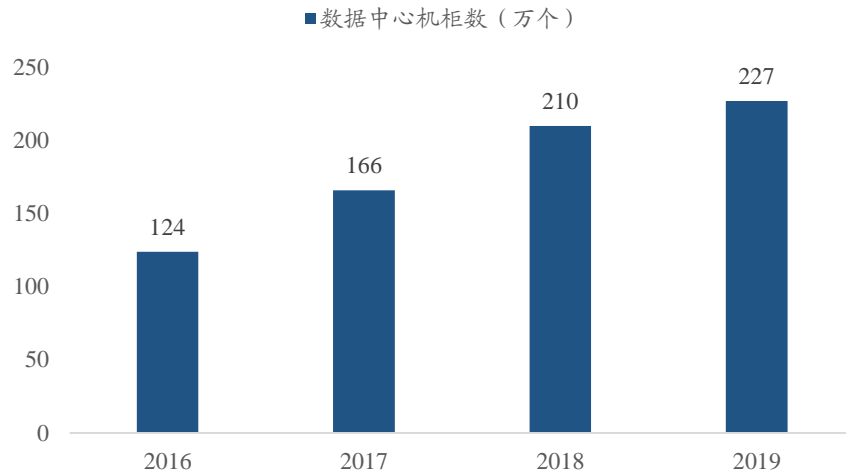
数据来源：中国市场研究网、乐晴智库等，东吴证券研究所

2.2. 公司所处机房环境控制行业发展概况

2.2.1. 下游通信行业持续快速发展为公司的发展提供基础保障

数据中心作为信息数据的重要载体，发展速度日益加快。随着我国信息化建设步伐的不断加速，以及云计算、物联网等产业的崛起。2019年，我国数据中心机柜数已超227万个。

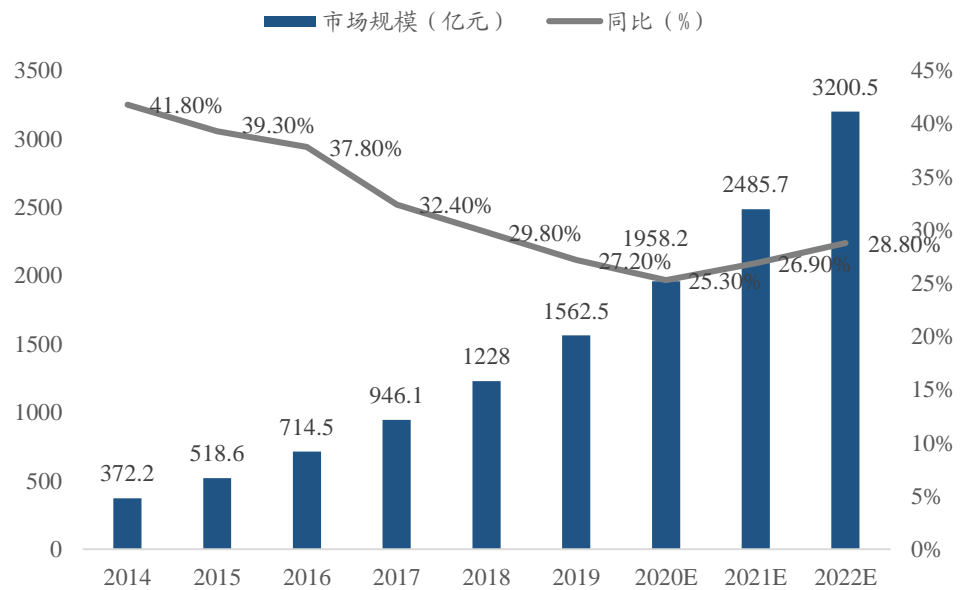
图 12: 2016-2019 年中国数据中心机柜数量 (万个)



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

机房环境控制行业在 IDC 行业快速发展的刺激下，形成快速发展的格局。在云计算、人工智能、物联网等技术、行业的带动下，数据中心基础设施市场稳步发展。根据中国产业信息网预测，2020年、2021年 IDC 业务市场规模增速将分别为 25.3%、26.9%。随着国家经济的持续发展，企业信息化建设的速度不断加快，国内数据中心机房建设规模快速扩大，从而带动了机房环境控制产品的需求。

图 13: 中国 IDC 行业市场规模仍在蓬勃发展



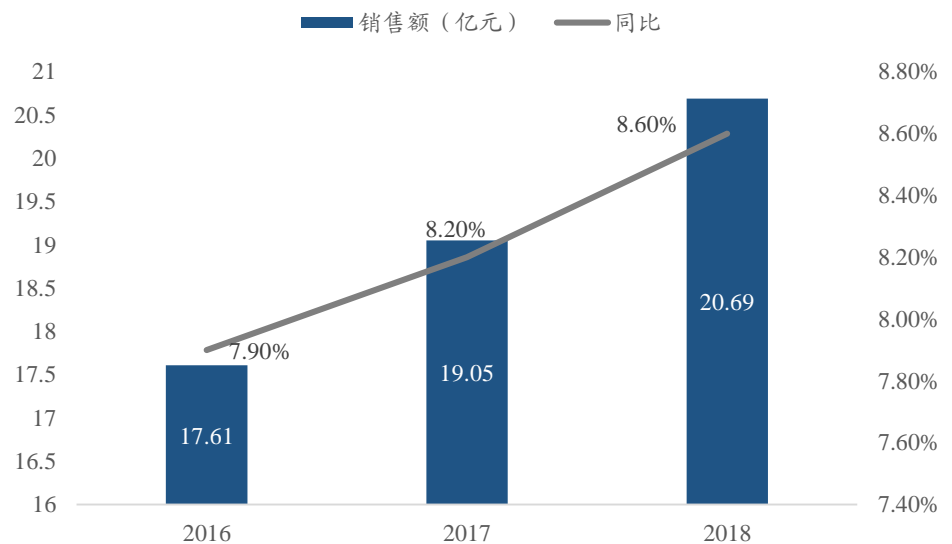
数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

2.2.2. IDC 产业“产业+政策”共振，机房环控市场规模逐渐扩大

IDC 产业快速扩大且政策利好，有利于带动机房环境控制市场规模扩大。随着通信、互联网等行业的快速发展，数据在社会经济及日常生活中扮演的角色日益重要，为保证数据中心机房的安全运行，机房环境控制显得尤为重要。因此，由于互联网企业和国计民生相关产业的快速发展，带动机房精密空调市场，互联网、云计算、政务大数据、高端制造研发等成为机房空调的主要成长动力。根据 ICTresearch 的研究调查显示，2018 年中国机房空调市场规模小幅上涨，达到 20.69 亿元。

节能成为数据中心的新增利润空间，而机房精密空调是目前主要的节能方向之一。随着能源的不断短缺、数据中心绿色、高效、智能化的不断发展，数据中心等基础设施建设对机房空调的需求持续增长。当前的数据中心建成后，电费占据了运维总成本的 60-70%，而空调所用电费在其中占 40% 左右。

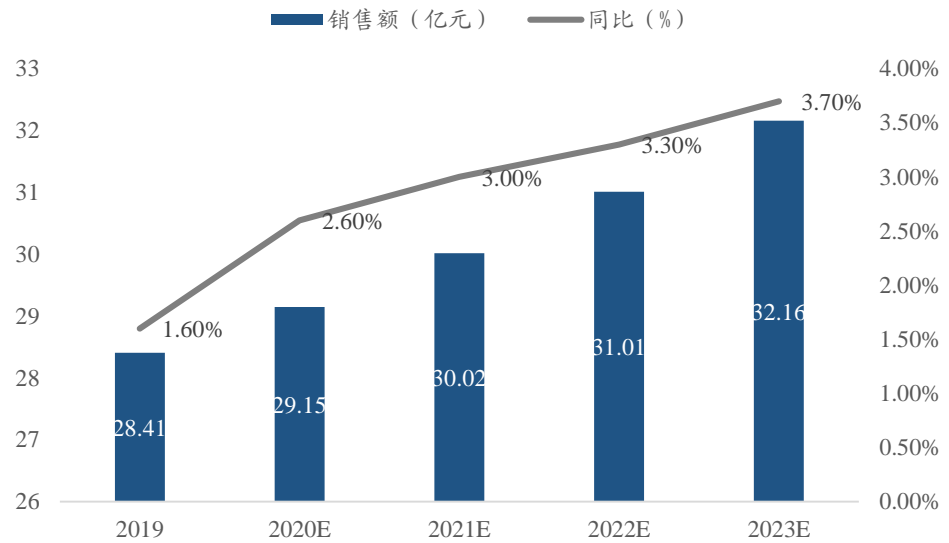
图 14: 2016-2018 年中国机房节能空调市场销量情况



数据来源：ICTresearch，东吴证券研究所

随着节能减排理念和技术的深入推广，可以利用自然新风和室外环境的机房空调增长较为迅速，节能型空调逆市成长。根据 ICTresearch 研究预计，未来 5-8 年，节能空调的比例将占据整体市场 90% 以上的规模。未来数据中心将可能向更高密度机柜方向发展，在机房大小不变的情况下，对于散热技术的压力也将加大，对于机房精密空调是考验也是一次新的机遇。根据 ICTresearch 预测，未来五年机房空调市场空间越发增长，将从 2019 年 1.6% 的同比增速持续增长到 2023 年的 3.7%。

图 15: 2019-2023 年中国机房空调市场空间及预测



数据来源：ICTresearch，东吴证券研究所

2.3. 数据中心节能需求日益增长，给机房环控行业带来新方向

在数据中心的快速增长的同时，引来的设备运行故障和能耗逐年增加。我国在数据中心的布局建设上不遗余力，从标准、规划以及鼓励规范等方面提出相关政策，与此同时，数据中心能耗过高问题也受到政府高度重视。中国数据中心的耗电量已连续八年以超过 12% 的速度增长，2020 年中国数据中心耗电量将增至 2962 亿千瓦时。

近年来国家通过政策、节能规划引导数据中心降能耗，促进数据中心绿色发展。2017 年 01 月，国务院印发了《“十三五”节能减排综合工作方案》，方案指出，进一步推广云计算技术应用，新建大型云计算数据中心能源利用效率（PUE）值优于 1.5。2019 年 1 月，工业和信息化部、国家机关事务管理局、国家能源局联合发布《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》引导大型和超大型数据中心设计电能使用效率值不高于 1.4。

表 3：2015-2019 年行业国家鼓励政策

时间	部门	政策名称	主要内容
2015.5	国务院	《中国制造 2025》	建设绿色数据中心和绿色基站
2016.12	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《“十三五”国家信息化规划》	加快推进数据中心、基站等高耗能信息载体的绿色节能改造；到 2020 年，新建大型云计算数据中心 PUE 不高于 1.4
2017.1	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	新建大型云计算数据中心 PUE 优于 1.5

2017.1	工信部	《大数据产业发展规划（2016-2020）》	整合改造规模小、效率低、能耗高的分散数据中心
2017.1	工信部	《信息产业发展指南》	鼓励企业研发应用节能型服务器设备,采用高压直流、自然风冷等新型节能技术发展绿色云计算中心; 加快节能改造
2017.4	工信部	《关于加强“十三五”信息通信业节能减排工作的指导意见》	新建大型、超大型数据中心 PUE 达到 1.4 以下; 创新推广绿色数据中心技术, 从机房建设等方面进一步降低能耗
2018.7	工信部	《坚决打好工业和通信业污染防治攻坚战三年行动计划》	调整优化产业结构和布局, 加快推进绿色智能改造提升, 切实履行工业和通信业生态环境保护职责, 推动制造强国和网络强国建设
2019.2	工信部	《三部门关于加强绿色数据中心建设的指导意见》	提升新建数据中心绿色发展水平, 加强在用数据中心绿色运维和改造, 加快绿色技术产品创新推广, 提升绿色支撑服务能力
2019.11	工信部	《绿色数据中心先进适用技术产品目录（2019 年版）》	涉及能源、资源利用效率提升, 可再生能源利用、分布式供能和微电网建设, 废旧设备回收处理、限用物质使用控制, 绿色运维管理等 4 个领域 50 项技术产品。

数据来源：国务院、工信部，东吴证券研究所

IDC 产业链将会是“新基建”的主要构成之一。2020 年, 新冠病毒肆虐全球。3 月 4 日, 中共中央政治局常务委员会召开会议, 强调要选好投资项目, 加强用地、用能、资金等政策配套, 加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设, 加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。

2.4. 公司所处环控行业竞争格局分析

2.4.1. 机房精密空调市场逐渐集中, 国产替代化铺开

近年来, 在国家政策支持下, 国内机房环控品牌日益崛起。国内机房空调市场的品牌数量超过 40 个, 其中本土品牌数量约占 45%, 随着市场规模的不断扩大, 未来预计每年都将有新的厂家加入。在行业整体技术水平发展到相对成熟阶段的情况下, 市场参与者之间的竞争往往是品牌、服务等综合实力的竞争。

佳力图的机房空调和冷机产品在行业内具有绝对竞争优势。主要应用于三大运营商为代表的通信行业, 覆盖 26 个省级电信分公司、24 个省级移动分公司、22 个省级联通分公司。随着行业开发和市场拓展, 佳力图已经在金融、交通、政府等行业逐渐形成稳定的客户基础。不仅如此, 整个机房精密环境控制领域内, 国产替代进程逐渐铺陈开来,

国内本土厂商将慢慢蚕食国外厂商市场份额，如全球龙头原艾默生（维谛）市场份额由50%左右降至近年的约30%。

表 4：2018-2019 年机房空调市场按厂商细分

	2018 销售额 (亿元)	百分比	2019 销售额 (亿元)	百分比	增长百分比
维谛	8.3	29.6%	8.6	30.5%	0.9%
佳力图	3.1	11.2%	3.3	11.8%	0.6%
艾特网能	2.5	9.0%	2.7	9.6%	0.6%
依米康	2.6	9.2%	2.7	9.6%	0.4%
华为	2.5	9.0%	2.7	9.5%	0.5%
英维克	2.5	8.9%	2.6	9.0%	0.1%
世图兹	1.7	6.0%	1.6	5.5%	-0.5%
施耐德	1.8	6.3%	1.0	3.5%	-2.8%
海信	0.7	2.4%	0.7	2.5%	0.1%
申菱	0.5	1.9%	0.6	2.1%	0.2%
其他	1.8	6.4%	1.8	6.4%	0.0%
总计	58.3	100.0%	29.43	100.0%	2.9%

数据来源：ICTresearch、wind，东吴证券研究所

佳力图的机房空调产品成功应用于在国家多个重点工程。包括长江三峡工程、大亚湾核电站、酒泉卫星发射中心等国家级重点项目和实验基地。优质的产品与服务，使得公司在 2018 年抢占到了 11.2% 的市场份额。2019 年公司继续不断优化产品性能，逐步增强产品竞争力，努力扩大市场份额。

佳力图的竞争对手主要是艾默生、依米康和英维克。艾默生主要业务为数据中心关键基础设施、通信网络、医疗和工业设施提供保护和优化。依米康已经完成结构转型，与公司类似产品生产较少；英维克的机房空调产品与公司产品类似。

2.4.2. 行业区域及客户集中特点明显

公司的主要销售地区恰处于中国机房空调消费的重心所在。华东、华北、华南地区是中国机房空调的主要市场，占据近 70% 的市场份额。优质的区域资源使得佳力图的市场地位较高，我们预计短期内这样的现象将会继续维持，因为机房空调市场的区域特点和经济水平、用户认知、消费能力等高度相关。

表 5：2018 年机房空调市场按销售额区域细分

区域	销售额 (亿元)	比例
东北	2.1	7.50%
华北	6.52	23.30%
华东	6.6	23.60%
华南	6.12	21.90%
华中	2.71	9.70%
西北	2.18	7.80%
西南	1.73	6.20%
总计	27.96	100%

数据来源：ICTresearch、wind，东吴证券研究所

公司的主要客户构成和行业特点高度吻合。从下游客户市场角度，电信、金融、政府部门是机房空调前三大消费者，所销售的 60% 的机房空调是向这三个行业输出的。公司的主要客户为三大运营商、金融行业、政府部门及华为。

表 6: 2018 年机房空调市场按销售额行业细分

	销售额 (亿元)	比例
金融	5.67	21%
电信	6.52	23.30%
邮政	1.12	4.00%
政府	4.31	15.40%
教育	1.4	5.00%
制造	3.5	12.50%
交通	2.07	7.40%
能源	1.4	5.00%
其他	1.79	6.40%
总计	27.96	100%

数据来源：ICTresearch、wind，东吴证券研究所

3. 公司业绩驱动分析

3.1. 上游厂商向下逐步延伸，扩展资源圈充分享受 IDC 行业红利

3.1.1. 公司于 2019 年中游布局 IDC 建设运营

政策背景下，佳力图大力发展产业链延伸，向中下游 IDC 建设及运维等服务进发，充分享受 IDC 行业发展红利。中共中央、国务院印发了《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，针对“加快构建新一代信息基础设施，推动信息基础设施达到世界先进水平，建设高速泛在信息网络，共同打造数字长三角”进行战略部署，这给 IDC 产业及其相关

区域经济和行业均提出了创新发展的新命题。

公司 2019 年公司拟投资建设“南京楷德悠云数据中心项目”。南京楷德悠云数据中心项目为南京未来科技城唯一的数据中心项目，占地面积共 32,748 平方米，计划总投资为 15 亿元，项目规划建设三栋数据中心楼宇并配有建设动力中心、电力配套设施、办公区域等配套设施。该项目规划建设总容量为 8400 个机柜。佳力图联合鹏博士与南京未来科技城保持紧密战略合作，大力促进企业与园区的深度产业协作，进而实现合作多赢。

图 16: 佳力图南京楷德悠云数据中心项目



数据来源：搜狐网，东吴证券研究所

数据中心需求量受政策及疫情影响激增。一方面，随着我国信息化建设步伐不断加速，以及云计算、物联网迅速的普及，数据中心作为信息化社会的重要载体，行业扩张是势在必行的。中央 34 万亿投入新基建，其中 5G 与数据中心为核心；另一方面，新冠病毒疫情期间，为支持抗病毒打响反击战，全民自觉在家自我隔离。全民娱乐从线下转为线上，各大公司进行线上办公，是云端第一次接受全社会考验，而 IDC 是云端的基础，所以也反映出 IDC 行业的重要性以及需求敞口。

公司在延伸业务至 IDC 建设服务商时将会有所优势。由于公司原主要业务均为机房精密环境控制领域，并对节能技术持续研发。公司的比较优势有望在能耗指标方面体现出来，其 PUE 值有望低于其他 IDC 公司。

3.1.2. 下游拓展增值安全、一体化运维服务

公司提高研发设计能力，不断打造推出新的产品和服务，加大市场开拓力度。随着数据中心行业数量和规模的上升，ICTresearch 预计在 5-8 年之后，数据中心的业务主要以运维为主，而不是建设。以公司创造性提出机房一体化控制系统为例，由于 IDC 机房约 40% 能耗出于制冷设备，仅关注空调设备本身对于整体机房的节能性具备很大局限性，公司综合评估机房发热源后有的放矢，整体上改善并提供机房智能节能管理方案。

3.2. 聚焦南京，发挥土地资源优势

公司总部位于南京，是人工智能、区块链等前沿技术的主要阵地之一。有着高校人才云集效应，众多创新资源驻扎，华东地区要塞辐射职能，政策落实及时等优势，与公司发展需求紧密吻合。同时，南京作为长江经济带城市群内唯一特大城市，在数字长三角格局中将发挥带头引领作用。

从区域市场开拓来看，公司客户主要集中在华东地区、华北地区和华南地区。公司凭借在华北、华东地区的市场资源和行业客户积累，积极开拓华南、西南地区等数据中心建设和行业应用潜力较大的区域市场。

公司是南京本土企业，有望受到当地政府重视。根据年报，公司“南京楷德悠云数据中心项目”被南京市政府认定为新基建及关联产业重大项目，作为南京当地上市公司，公司发展方向契合国家新基建方向，公司发展有望受到当地政府重视。

4. 盈利预测与评级

4.1. 关键假设

佳力图计划增加公司新利润增长点，将节能改造、一体化服务作为重点开拓市场，磁悬浮冷水机组也是重点开拓对象。

根据 ICTresearch 预测，未来五年机房空调市场空间保持增长，将从 2019 年 1.6% 的同比增速持续增长到 2023 年的 3.7%。

新增数据中心业务以及对下游投资进展顺利，机柜价格维持，按照正常节奏于 2021 年建设完毕，并在之后一年的时间上架率保持提升，为公司未来业务发展提供有力支撑。

4.2. 盈利预测

表 7: 佳力图主要业务营收情况 (百万元, %)

	2019	2020E	2021E	2022E
精密空调收入 (百万元)	412.30	474.15	568.97	682.77
增速 (%)		15.00%	20.00%	20.00%
冷水机组收入 (百万元)	48.94	54.81	65.78	80.90
增速 (%)		12.00%	20.00%	23.00%
代维及其他收入 (百万元)	34.25	39.39	46.48	55.77
增速 (%)		15.00%	18.00%	20.00%
工程收入 (百万元)	121.65	137.46	171.83	214.79
增速 (%)		13.00%	25.00%	25.00%
IDC 收入 (百万元)		15.00	48.00	357.00
增速 (%)			220.00%	643.75%

其他业务收入（百万元）	21.62	22.70	23.84	25.03
增速（%）		5.00%	5.00%	5.00%
合计（百万元）	638.76	743.51	924.90	1416.26
增速（%）		16.40%	24.40%	53.13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计佳力图 2020-2022 年营业收入分别为 7.44 亿元、9.25 亿元以及 14.16 亿元，同比增速分别为 16%、24% 以及 53%；实现归母净利润分别为 1.07 亿元、1.44 亿元以及 1.88 亿元，同比增速为 26%、35% 以及 30%。

4.3. 估值与评级

预计 2020-2022 年营业收入分别为 7.44 亿元、9.25 亿元以及 14.16 亿元，实现归母净利润分别为 1.07 亿元、1.44 亿元以及 1.88 亿元，对应当前股价的估值分别为 50 倍、37 倍以及 29 倍，考虑到公司机房环境控制业务有望跟随 IDC 建设需求快速发展，首期 IDC 规划也有望在 2022 年贡献可观利润，未来发展具有较大潜力，首次覆盖给予“买入”评级。相关可比公司估值情况如下：

表 8：佳力图可比公司估值（截止至 2020.7.9）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			预测净利润 (亿元)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603912.SH	佳力图	54	50.41	37.29	28.64	1.07	1.44	1.88
002837.SZ	英维克	105	48.61	37.77	30.79	2.16	2.78	3.41
300383.SZ	光环新网	465	40.65	30.67	23.38	11.44	15.16	19.89

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：英维克盈利预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济波动风险：由于 IDC 行业发展与国民经济的发展具有较高的正相关关系，如经济增长放缓或停滞，下游行业投资受影响将直接影响到整个行业及公司经营发展。

公司客户所处行业较为集中的风险：因公司主要客户中通讯业仍占主流，若通信行业投资出现周期性变化，或主要客户发生重大不利变化，公司业绩将受到不利影响。

材料价格波动风险：佳力图主要产品精密空调的主要材料为铜管、钢材等基础原材料以及机电配件，是公司产品成本的主要组成部分。如未来原材料大宗商品价格出现持续上涨，将导致公司存在盈利能力降低的风险。

市场竞争及产品替代风险：未来行业如竞争加剧，且公司不能有效应对继续保持领先优势，公司产品将面临产品替代风险，将会对公司的经营业绩产生一定影响。

佳力图三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,214	1,168	1,455	2,173	营业收入	639	744	925	1,416
现金	578	443	558	732	减:营业成本	406	475	589	905
应收账款	236	196	342	482	营业税金及附加	7	8	10	16
存货	246	365	393	771	营业费用	71	83	103	158
其他流动资产	154	165	162	189	管理费用	41	48	45	89
非流动资产	185	211	247	330	财务费用	3	8	13	33
长期股权投资	24	40	59	76	资产减值损失	-4	5	6	8
固定资产	77	91	113	178	加:投资净收益	15	5	6	8
在建工程	5	2	1	1	其他收益	2	1	2	1
无形资产	62	63	58	58	营业利润	97	123	167	217
其他非流动资产	17	15	16	16	加:营业外净收支	-0	0	0	0
资产总计	1,399	1,379	1,703	2,503	利润总额	97	124	167	217
流动负债	577	503	737	1,404	减:所得税费用	13	17	22	29
短期借款	50	47	48	426	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	152	198	234	428	归属母公司净利润	85	107	144	188
其他流动负债	375	257	455	550	EBIT	83	111	154	212
非流动负债	33	35	34	34	EBITDA	93	120	166	228
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	33	35	34	34	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	610	537	771	1,438	每股收益(元)	0.39	0.49	0.67	0.87
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.64	3.88	4.29	4.91
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	789	842	932	1,065	股)	217	217	217	217
负债和股东权益	1,399	1,379	1,703	2,503	ROIC(%)	8.3%	10.5%	13.3%	12.1%
					ROE(%)	10.7%	12.7%	15.5%	17.6%
					毛利率(%)	36.4%	36.1%	36.3%	36.1%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	13.2%	14.4%	15.6%	13.3%
经营活动现金流	233	-41	221	-28	资产负债率(%)	43.6%	39.0%	45.3%	57.4%
投资活动现金流	-65	-31	-39	-90	收入增长率(%)	19.5%	16.4%	24.4%	53.1%
筹资活动现金流	-9	-63	-66	-88	净利润增长率(%)	-20.7%	26.3%	35.2%	30.2%
现金净增加额	159	-136	116	-205	P/E	63.64	50.41	37.29	28.64
折旧和摊销	10	9	11	16	P/B	6.82	6.40	5.78	5.05
资本开支	10	11	17	65	EV/EBITDA	50.94	40.58	28.76	21.81
营运资本变动	149	-161	61	-255					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>