

公司研究/首次覆盖

2019年08月09日

通信/通信运营 II

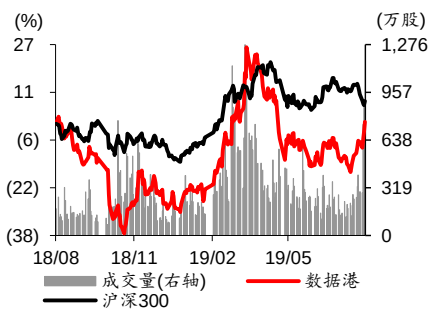
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 34.92
合理价格区间(元): 39.77~41.90

王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

付东
联系人 fudong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

成长可期的第三方 IDC 新星

数据港(603881)

成长可期的第三方 IDC 新星

云计算已成为驱动 IDC 行业发展的重要动力，当前公司以批发型数据中心服务为主，是阿里云计算数据中心建设运维的重要合作伙伴，有望受益于阿里云计算业务的快速增长。以外，公司布局零售型 IDC 和云计算增值服务，培育新增长点。我们认为从 IDC 的业务特性和美股市场对于 IDC 企业估值两方面来看，建议采用 EV/EBITDA 方法进行估值。可比公司 2019 年 EV/EBITDA 倍数均值为 19.9x，我们预计公司 2019 年 EBITDA 为 4.49 亿，我们认为公司是国内批发型 IDC 领域的佼佼者，给予 2019 年 EV/EBITDA 19~20x，对应目标价 39.77~41.90 元，首次覆盖给予“增持”评级。

云计算成为驱动 IDC 发展的重要动力

根据信通院统计，2017 年我国公有云市场规模达到 264.8 亿元，同比增长 55.7%。预计 2018~2021 年，我国公有云市场复合增速为 35.9%，到 2021 年市场总规模有望达到 902.6 亿元。IDC 是云计算基础设施，将受益于云计算行业发展。根据 IDC 圈预测，2019~2021 年我国 IDC 市场复合增速有望达到 30.98%，到 2021 年达到 2759.6 亿元。

运营管理及成本控制能力突出，中标阿里数据中心项目奠定成长基础

我们认为优异的运营管理能力（低于行业平均的 PUE）和成本控制能力（数据中心全生命周期管控）是公司从行业中脱颖而出的关键要素，也是公司成为阿里巴巴数据中心建设运维合作伙伴的基础。2019 年 3 月，公司同阿里签订合作备忘录，将为阿里建设运维数据中心项目，根据电费缴纳方式不同，该项目将共为公司带来 40.44 亿收入（合同期限十年，电费由客户缴纳）或 82.80 亿收入（合同期限十年，电费由公司缴纳），夯实成长基础。

布局零售型 IDC 业务和云计算增值业务，培育新的业绩增长点

我们认为公司在维持批发型业务既有优势的基础上，有望拓展零售型数据中心业务，2018 年公司收购中粮房山项目，开始进军北京市场。此外，公司有望依托在 IDC 业务上和阿里建立的合作关系，将业务由 IDC 向云计算增值服务领域拓展。2019 年 3 月公司发布公告，同阿里云签订业务合作协议，在 6 年内承销不低于 4.35 亿元的阿里云产品/服务。我们认为公司在零售型 IDC 和云计算增值业务领域的布局将打造公司新的业绩增长点。

成长可期的第三方 IDC 新星，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.82/0.84/1.57 元，估值方面，我们认为从 IDC 本身的业务特性和美股市场对于 IDC 企业估值两方面来看，建议采用 EV/EBITDA 方法进行估值。可比公司 2019 年 EV/EBITDA 倍数均值为 19.9x，我们预计公司 2019 年 EBITDA 为 4.49 亿，我们认为公司是国内批发型 IDC 领域的佼佼者，给予 2019 年 EV/EBITDA 19~20x，对应目标价 39.77~41.90 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：机柜上电进度不及预期；零售业务拓展不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	210.59
流通 A 股 (百万股)	127.84
52 周内股价区间 (元)	21.77-43.79
总市值 (百万元)	7,354
总资产 (百万元)	2,856
每股净资产 (元)	4.93

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	520.23	909.68	1,148	1,477	2,066
+/-%	28.14	74.86	26.20	28.64	39.87
归属母公司净利润 (百万元)	114.90	142.86	173.15	176.26	330.03
+/-%	46.87	24.34	21.21	1.80	87.23
EPS (元, 最新摊薄)	0.55	0.68	0.82	0.84	1.57
PE (倍)	64.00	51.48	42.47	41.72	22.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

数据港：快速成长的批发型 IDC 提供商	4
云计算是驱动 IDC 行业增长的重要驱动力	8
我国公有云市场持续扩大，未来发展空间广阔	8
云计算业务发展驱动国内巨头加大资本支出，驱动 IDC 市场增长	9
云计算数据中心多以批发型为主，租期长且客户支付能力较强	11
成长可期，布局新业务打造业绩增长极	12
阿里数据中心核心供应商，具有丰富的项目储备，成长可期	12
布局零售型 IDC 及云计算增值服务业务，打造业绩新增长点	14
盈利预测	15
风险提示	16
PE/PB – Bands	17

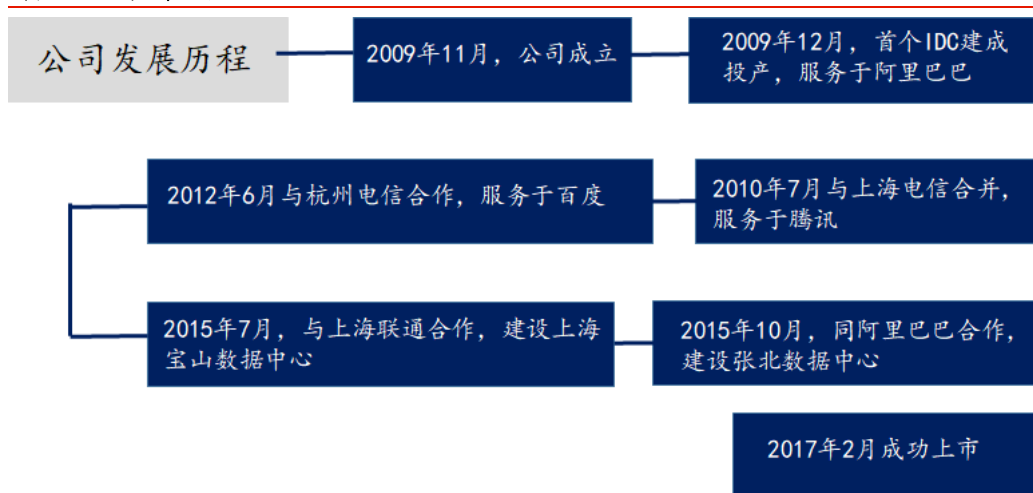
图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司业务构成.....	4
图表 3: 公司主要股东一览（截至 2019 年 1 季度）	5
图表 4: 公司营业收入、归母净利润（百万元）及增速（%）	5
图表 5: 2018 年数据港收入结构	6
图表 6: 数据港	6
图表 7: 2014~2018 年间数据港 EBITDA margin 变动情况.....	6
图表 8: 可比公司 EBITDA margin 对比（2018 年）	6
图表 9: 2014~2018 年数据港 ROE 及其拆解	7
图表 10: 可比公司 2018 年 ROE 及其拆解	7
图表 11: 2014~2018 年数据港费用率变动情况.....	7
图表 12: 我国与全球 IDC 市场规模及增速对比	8
图表 13: 全球公有云市场规模（亿美元）及预测.....	8
图表 14: 中国公有云市场规模及预测.....	9
图表 15: 阿里云收入及增速	9
图表 16: 2018 年下半年国内公有云 IaaS+PaaS 市场份额	9
图表 17: 2016~2019 财年阿里年资本开支及增速.....	10
图表 18: 2015~2018 年（自然年）阿里云数据中心可用区建设数（个）	10
图表 19: 2015~2018 年腾讯资本开支及增速.....	10
图表 20: 腾讯云中国大陆地区可用区分布.....	10
图表 21: 批发型数据中心和零售型数据中心对比.....	11
图表 22: 批发型数据中心商业模式	12
图表 23: 数据港全生命周期解决方案业务模块	13
图表 24: 数据港同阿里合作的张北数据中心项目	13
图表 25: 公司主要数据中心项目规模.....	14
图表 26: 公司新增三大业务	14
图表 27: 收入预测表	15
图表 28: 毛利率及费用率预测表	16
图表 29: A 股 IDC 可比上市公司 EV/EBITDA 估值一览表.....	16
图表 30: 美股主要 IDC 可比上市公司 EV/EBITDA 估值一览表	16
图表 31: 目标价计算演示表	16
图表 32: 数据港历史 PE-Bands	17
图表 33: 数据港历史 PB-Bands	17

数据港：快速成长的批发型 IDC 提供商

数据港成立于 2009 年，公司以批发型数据中心作为切入点，凭借着优异的运维能力，公司同以阿里为代表的互联网巨头建立了长期合作关系。近年来受益于国内互联网巨头数据中心建设，公司实现了快速的成长，并于 2017 年 2 月 8 日登陆上海证券交易所。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

目前，公司形成了以批发型数据中心服务业务为主，同时向零售型数据中心服务业务、IDC 解决方案业务以及云计算增值服务业务拓展的战略布局。

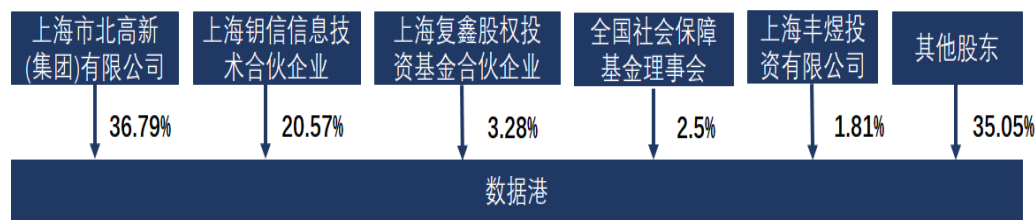
图表2：公司业务构成



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

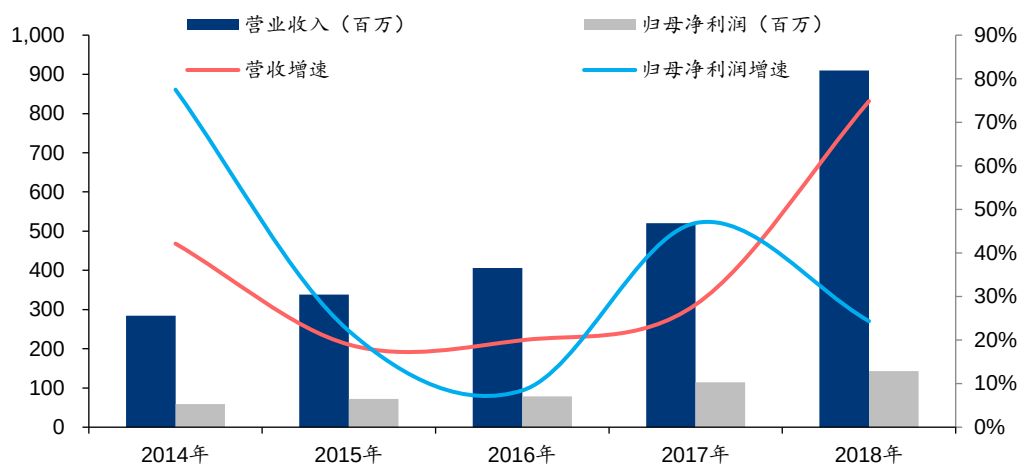
我们认为公司自成立到成功上市得益于两点：其一，国资背景以及优秀的管理团队铸就了公司发展的基础；其二，云计算和视频业务的发展推动国内互联网巨头加大对于大型数据中心建设的投入，公司作为国内优秀的批发型数据中心服务提供商受益于行业成长红利。

国资背景以及优秀的管理团队奠定公司发展基础。公司最初由市北高新（集团）与钥信信息共同出资设立。市北高新（集团）隶属于上海市静安区国有资产委员会，主要从事投资与资产管理、市政工程以及物业管理业务。根据 2019 年 1 季报最新数据，市北高新（集团）持股比例为 36.79%，为公司控股股东。高管团队方面，公司总裁为曾犁先生，曾犁先生曾任美国 EMC 公司亚太区 OEM 副总裁、大中华区首席运营官，世纪互联宽带数据中心有限公司副总裁，具有丰富的业界经验。

图表3： 公司主要股东一览（截至 2019 年 1 季度）

资料来源：公司财报、华泰证券研究所

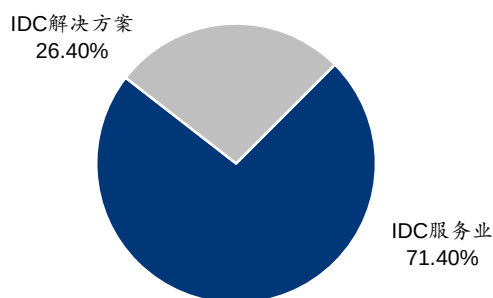
行业成长红利释放，助力公司高增长。根据 IDC 统计，2014~2018 年间，中国公有云（IaaS）市场规模从 70.2 亿元增长到 496.8 亿元，复合增速为 47.9%。公有云市场的发展推动了互联网巨头对于 IDC 建设投入的持续增长。以阿里为例，2014 年至 2018 年间，阿里新建 IDC 数量分别达到 11、11、7、4、6 个。数据港的业务主要为互联网巨头提供批发型数据中心的建设，受此驱动，公司近年来实现了高速增长。2014~2018 年间收入和归母净利润复合增速分别达到了 35.37%和 33.82%，2018 年公司实现营收 9.1 亿元，同比增长 74.9%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 24.3%。

图表4： 公司营业收入、归母净利润（百万元）及增速（%）

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

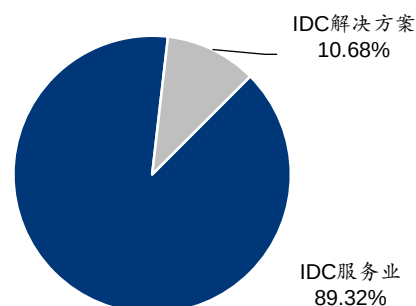
IDC 服务业务为公司盈利的主要来源。公司 IDC 服务业务以批发型数据中心业务为主，以零售型数据中心业务为辅。对比收入结构和毛利润结构可以看到，2018 年公司新增 IDC 解决方案业务，使得 IDC 服务业务收入占比下滑，但从毛利润贡献来看，IDC 服务业务依旧是公司盈利能力的核心。具体来看，收入结构上 2018 年公司 IDC 服务业务收入为 6.5 亿元，占总收入的比例为 71.4%，IDC 解决方案业务收入为 2.4 亿元，占总收入的比例为 26.4%。毛利润结构上，2018 年 IDC 服务业务毛利润占比为 89.3%，毛利率为 37.24%。IDC 解决方案业务毛利润占比为 10.7%，毛利率为 12.04%。

图表5： 2018 年数据港收入结构



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

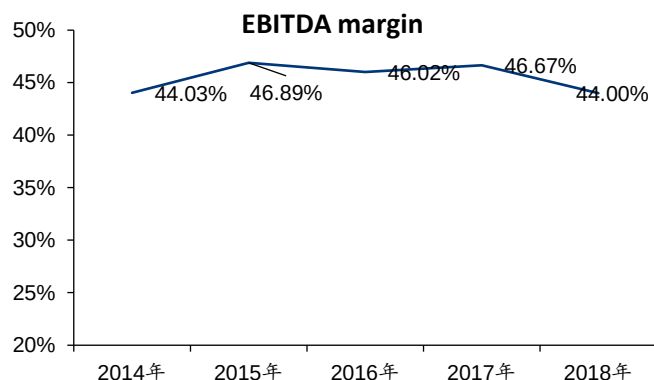
图表6： 数据港



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

从 EBITDA margin、ROE 等指标来看，公司具有较强的盈利能力。2014~2018 年间公司 EBITDA margin 均值为 45.52%，2018 年公司 EBITDA margin 为 44%，处于行业中等偏上水平（同期同行业其他公司如万国数据、易昆尼克斯、数字房地产信托等的 EBITDA margin 分别为 36.51%、43.29%、63.07%）。

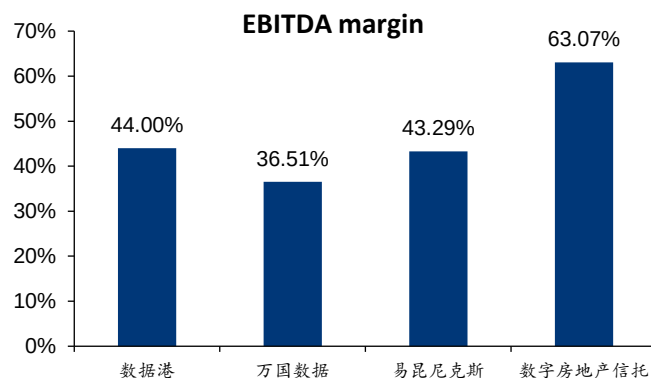
图表7： 2014~2018 年间数据港 EBITDA margin 变动情况



注：为保证口径一致，在计算 18 年数据时剔除了 IDC 解决方案业务影响，仅考虑 IDC 服务业务的贡献

资料来源：公司年报、华泰证券研究所。

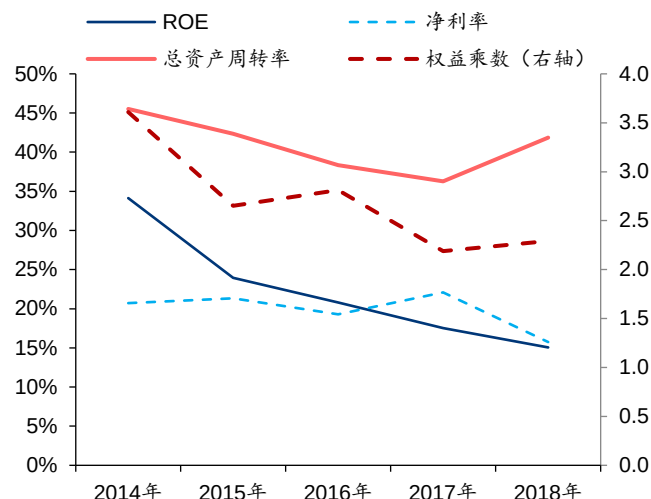
图表8： 可比公司 EBITDA margin 对比（2018 年）



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

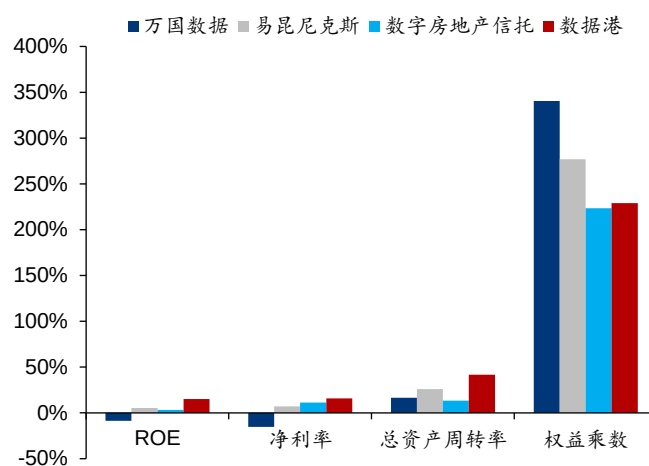
ROE 方面，ROE 的波动主要来自于公司 IDC 规模扩张进程中权益乘数（资产负债率）和净利率之间的此消彼长。2014~2018 年间公司 ROE 有所下滑，但整体维持了较高的水平，2018 年公司 ROE 为 15.06%。横向比较来看，2018 年行业内可比公司，万国数据、易昆尼克斯以、数字房地产信托，其 ROE 分别为-8.61%、5.19%、3.28%。不同公司的 ROE 相差较大，与其所处的发展阶段、净利润水平以及负债率相关。对比 2018 年各个公司 ROE 的构成，较高的净利率以及总资产周转率使得数据港的 ROE 高于行业内其他可比公司。

图表9： 2014~2018 年数据港 ROE 及其拆解



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

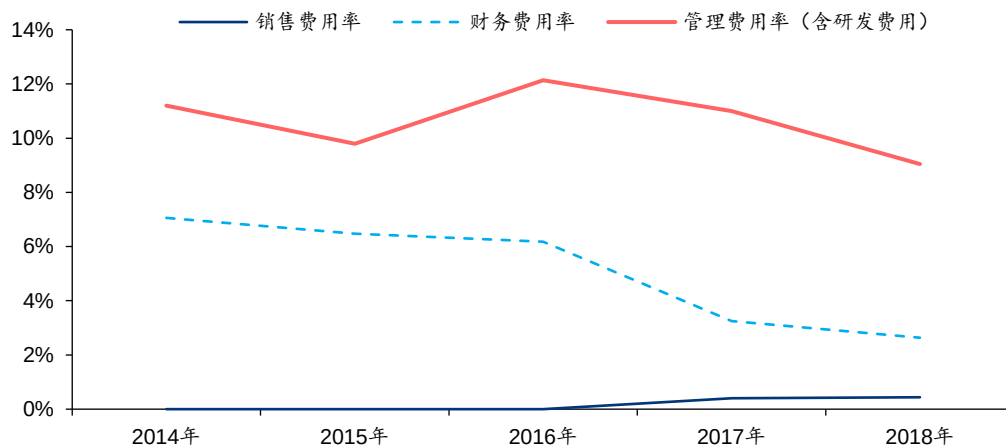
图表10： 可比公司 2018 年 ROE 及其拆解



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

管理费用（包含研发投入）和财务费用是构成公司费用端的两大部分。IDC 的商业模式大体分为批发型和零售型，前者是由特定客户发起需求，后者由 IDC 企业主动向客户销售。公司属于批发型数据中心服务商，采取“先订单，再建设，后运营”的经营模式，因此销售费用率较低。公司管理费用主要为职工薪酬和研发费用，2014~2018 年间公司管理费用率均值为 10.64%。财务费用率方面，2014~2018 年财务费用率呈现逐年下降的趋势，2017 年公司 IPO 融资使得公司财务费用率得到显著改善。

图表11： 2014~2018 年数据港费用率变动情况

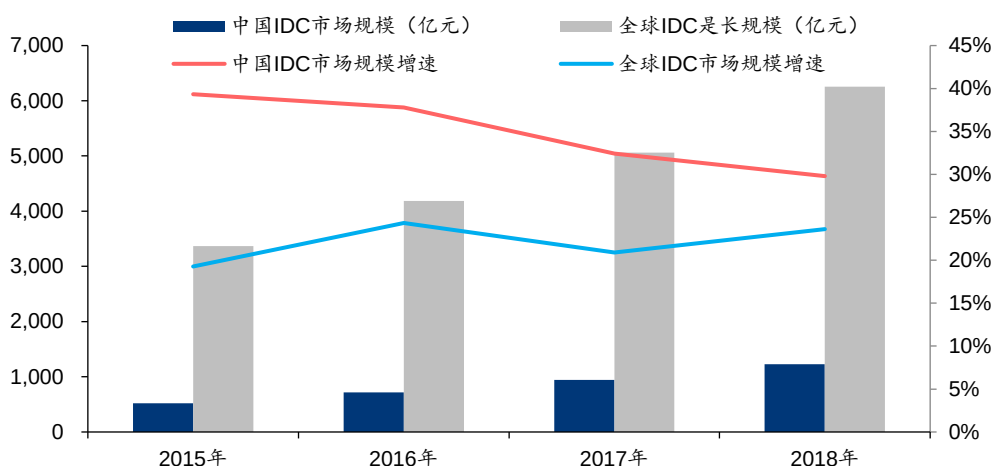


资料来源：公司年报、华泰证券研究所

云计算是驱动 IDC 行业增长的重要驱动力

公司所在行业为 IDC 行业，近年来，海内外 IDC 市场规模呈现出持续增长的趋势，且国内 IDC 行业增速高于全球。根据 IDC 统计，2015~2018 年间全球 IDC 市场复合增速达到 22.01%，2018 年市场规模达到 6253.1 亿元。同一时期，我国 IDC 市场复合增速为 34.77%，市场规模在 2018 年达到 1228 亿元，互联网巨头云数据中心建设成为驱动行业增长的主要动力。

图表12： 我国与全球 IDC 市场规模及增速对比



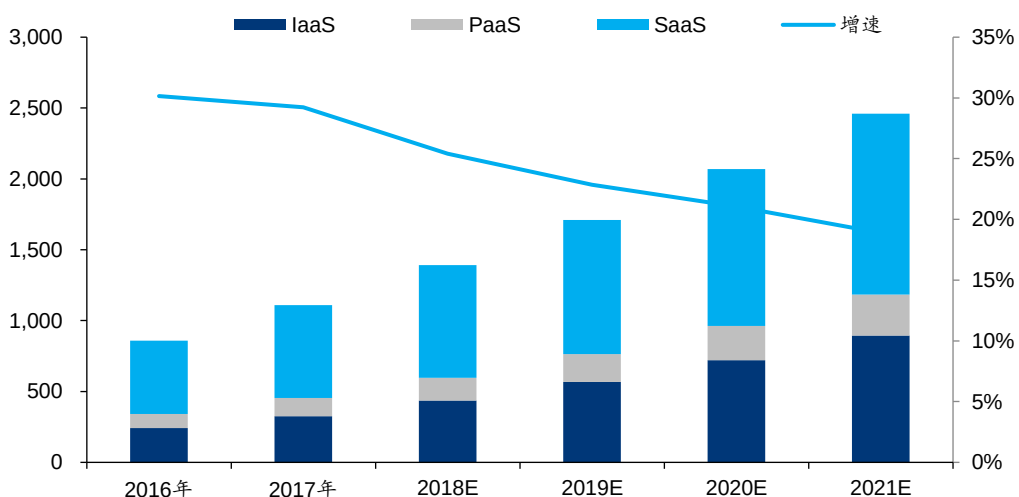
资料来源：IDC 图、华泰证券研究所

我国公有云市场持续扩大，未来发展空间广阔

对比全球公有云市场和中国公有云市场，从市场规模来看，2017 年中国市场仅占全球市场 3.53%（美国市场规模按照 2017 年平均汇率 6.7518 进行换算），国内公有云市场成长空间广阔。

全球云计算市场保持稳定增长。根据 Gartner 统计，2017 年以 IaaS、PaaS 和 SaaS 为代表的全球公有云市场规模达到 1110 亿美元，同比增长 29.22%。预计 2018 年~2021 年将保持 22.02% 的复合增速，到 2021 年全球公有云市场规模将达到 2461 亿美元。

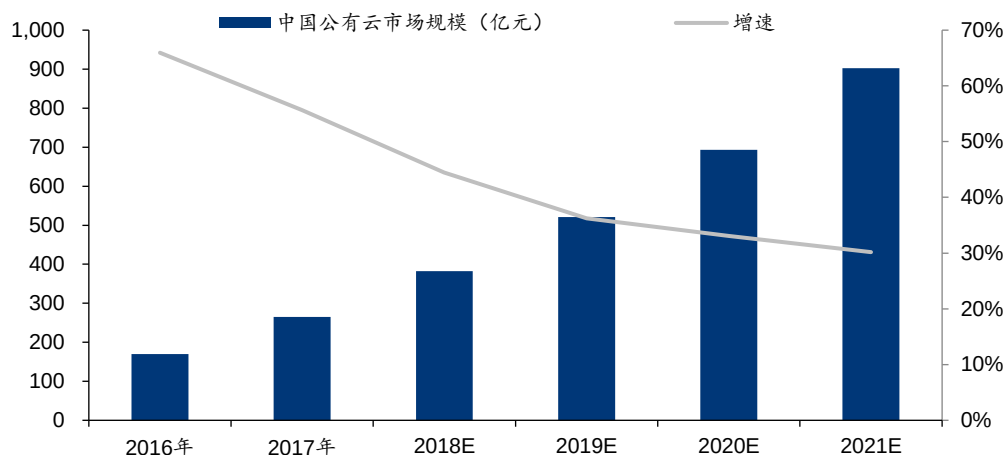
图表13： 全球公有云市场规模（亿美元）及预测



资料来源：Gartner、华泰证券研究所

根据信通院发布的《云计算发展白皮书（2018 年）》，我国公有云市场规模整体相对较小，发展程度与全球云计算市场相比相差 3~5 年，成长空间广阔。2017 年我国公有云市场规模达到 264.8 亿元，相比于 2016 年增长 55.7%。预计 2018 年~2021 年间，我国公有云市场复合增速为 35.88%，到 2021 年市场总规模达到 902.6 亿元。

图表14：中国公有云市场规模及预测



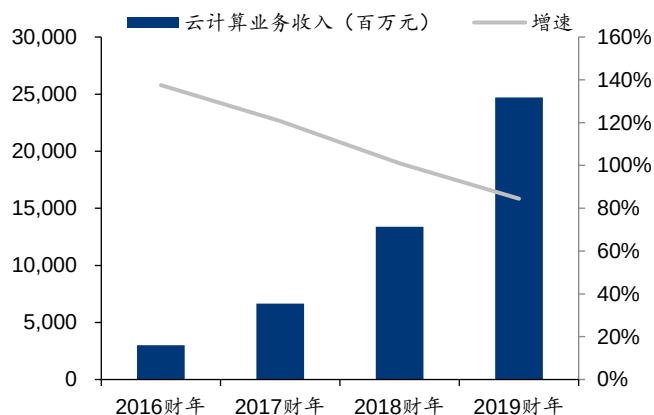
资料来源：中国信息通信研究院、华泰证券研究所

云计算业务发展驱动国内巨头加大资本支出，驱动 IDC 市场增长

在云计算发展的大背景下，近年来以阿里巴巴、腾讯为代表的国内互联网巨头为了发展其云计算业务，加大了对基础设施的投入，并逐渐成为国内 IDC 行业发展的重要驱动力。

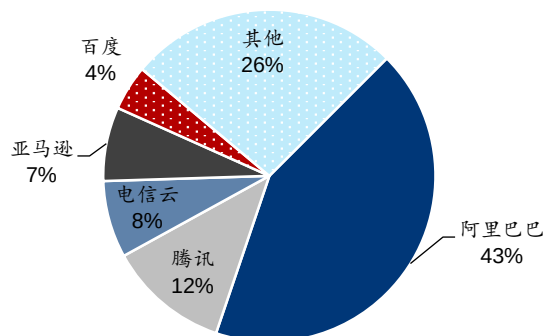
作为中国最大的公有云服务提供商，近年来阿里云保持高速增长。收入端，2019 财年阿里云实现收入 247 亿元，同比增长 84.5%。市场份额方面，根据 IDC 统计，2018 年下半年中国公有云 IaaS+PaaS 市场中，阿里排名第一，紧随其后的分别为腾讯、中国电信、AWS 等。

图表15：阿里云收入及增速



资料来源：阿里巴巴公司年报、华泰证券研究所

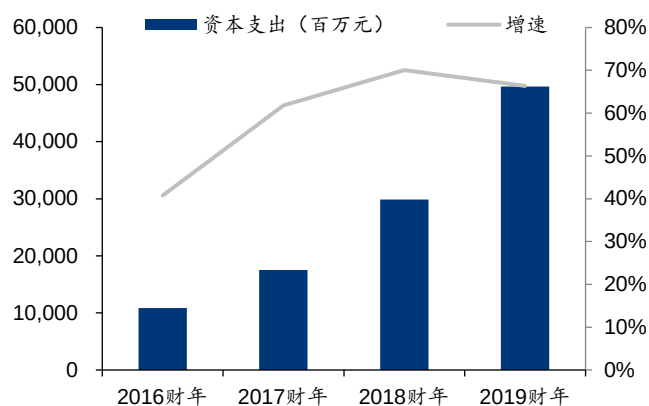
图表16：2018 年下半年国内公有云 IaaS+PaaS 市场份额



资料来源：IDC、华泰证券研究所

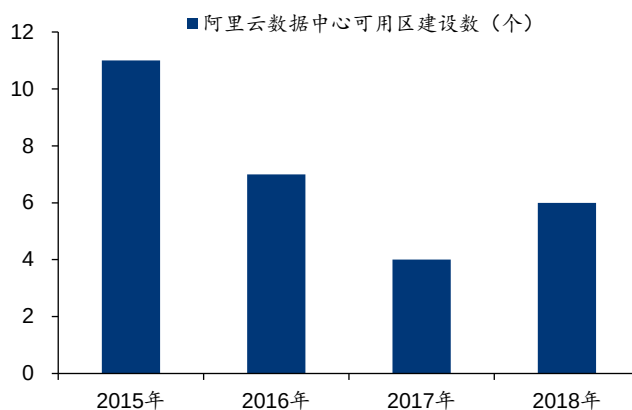
阿里云业务快速增长的背后是其持续增长的资本开支投入和云计算数据中心。2016~2019 财年（2019 财年截止日期为 2019 年 3 月 31 日）阿里资本开支复合增速达到 59.32%，2019 财年阿里资本开支达到 496 亿元，同比增长 66.39%。新建数据中心方面，2015 年~2018 年（自然年）间，阿里云数据中心可用区建设数平均值达到 7 个，基础设施的投入为阿里云业务的发展奠定了坚实的基础。

图表17： 2016~2019 财年阿里年资本开支及增速



资料来源：阿里巴巴年报、华泰证券研究所

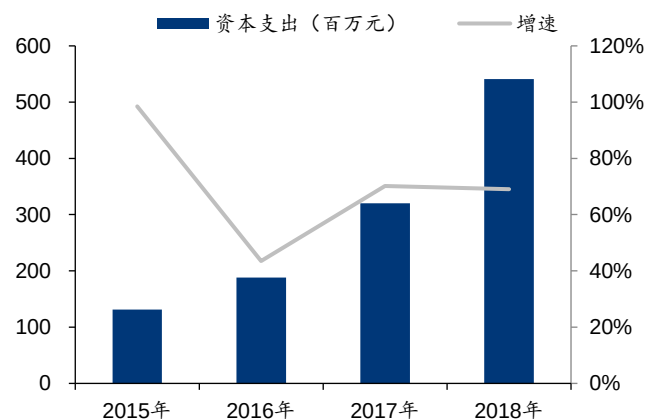
图表18： 2015~2018 年（自然年）阿里云数据中心可用区建设数（个）



资料来源：前瞻产业研究院、华泰证券研究所

在国内公有云市场上，腾讯紧随阿里。2018 年，腾讯云业务收入达 91 亿元，同比增长 100%。云计算业务的发展驱动腾讯资本支出的提升，2015~2018 年，腾讯资本支出复合增速为 69.21%，2018 年公司资本支出达到 541 亿，同比增长 69.06%。云数据中心可用区建设方面，截止 2018 年腾讯已在全球 25 个地区内运营者 58 个可用区，其中中国大陆可用区数共 34 个。

图表19： 2015~2018 年腾讯资本开支及增速



资料来源：腾讯年报、华泰证券研究所

图表20： 腾讯云中国大陆地区可用区分布



资料来源：腾讯云官网、华泰证券研究所

云计算数据中心多以批发型为主，租期长且客户支付能力较强

根据经营模式的不同，数据中心服务商主要分为零售型数据中心服务商和批发型数据中心服务商，其中批发型数据中心服务商主要通过自建大型数据中心，并与基础电信运营商建立合作关系的方式向最终用户提供数据中心服务，国内云数据中心主要采用批发型数据中心的模式。

相比于零售型数据中心，批发型数据中心的优势在于：1) 用户租期长，客户的流动性低，业绩的确定性较强；2) 客户以大型互联网客户为主，支付能力强。其劣势在于对于下游客户的议价能力较弱使得单机柜的租用价格较低。

图表21： 批发型数据中心和零售型数据中心对比

项目	零售型数据中心	批发型数据中心
主要目标客户	中小型客户群	大用户群
用户租期	一般按照单位年计算	长期合同，一般 5~8 年
客户流动性	高	极低
销售单位	按照单机柜起租	一个机房模块起租
平均单机柜电力和制冷密度	低 (2~3.5KW)	高 (4.5~8KW)
数据中心启用至租满时间	一般 2~4 年	1 年
机柜同时出租率	一般	高
单机柜租用价格	行业平均水平	偏低
能效	偏低	高
PUE	高，一般 1.8~2.5	低，一般在 1.7 以下
安全性	行业一半水平	高
可扩展性	一般	好
灵活性	基本无灵活性	好
TCO	高	低

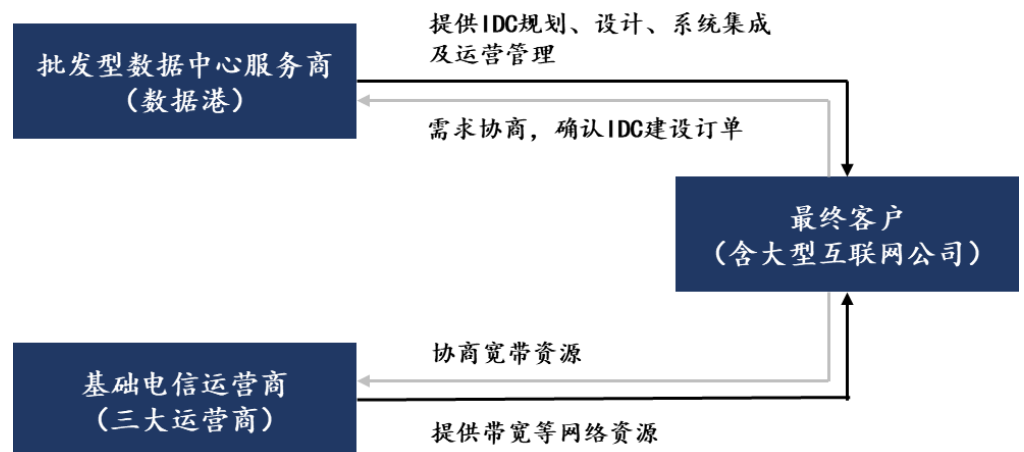
资料来源：数据港招股说明书，华泰证券研究所

成长可期，布局新业务打造业绩增长极

阿里数据中心核心供应商，具有丰富的项目储备，成长可期

国内领先的批发型数据中心服务商，运营管理能力业界突出。从业务结构来看，公司当前业务以批发型数据中心为主，采取“先订单，再建设，后运营”的经营模式，由公司、基础电信运营商和最终用户（包含大型互联网公司）共同定制数据中心技术标准，基础电信运营商提供网络资源，公司提供定制化的包括规划、设计、系统集成和运营管理方案等的数据中心全生命周期管理服务。

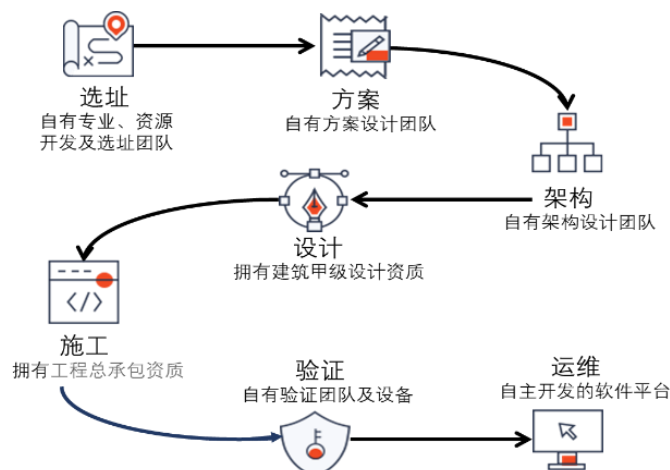
图表22： 批发型数据中心商业模式



资料来源：华泰证券研究所

近年来，受益于国内大型互联网公司云计算业务发展带动下对于基础设施投入的提升，公司批发型数据中心业务取得了快速的增长，我们认为除受益于行业成长红利之外，优秀的成本控制和运营管理能力也是支撑公司成长的重要因素。

优异的成本控制能力源于公司对数据中心全生命周期的有效管控。数据中心投资大、使用寿命周期长，其中固定资产折旧在整体成本中占比大，数据中心建设成本直接影响到该数据中心项目的盈利能力和投资回报情况。公司在多年的经营发展中形成了独特的数据中心架构设计理论，从数据中心整个生命周期的角度，根据架构的理念、原则和方法，分步骤完成了对数据中心架构设计、功能分区设计。公司基于对不同架构设计的数据中心的子系统建设和运营数据进行连续性的收集、整理、积累和分析，逐步形成了较为领先的成熟的一整套数据中心投资成本模型。这使得公司在降低投资成本、运行成本以及提升运营效率等方面形成了独特的优势。

图表23： 数据港全生命周期解决方案业务模块

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

除了固定资产投资成本以外，运营支出也是数据中心重要的成本构成项。运营支出的主要组成部分是电费，大约占公司营业成本的 60%，衡量数据中心运营能力的指标主要包括 PUE，其定义为数据中心消耗的所有能源与 IT 负载使用的能源之比，PUE 值越接近 1，则说明该数据中心的运营管理能力越强。根据 2015 年由工信部、国家机关事务管理局及国家能源局联合发布的《国家绿色数据中心试点工作方案》统计，我国大多数数据中心的 PUE 在 2.2 左右，与此相比数据港运营的数据中心其 PUE 显著低于行业平均水平，根据公司 2018 年年报数据，公司 2018 年平均 PUE 为 1.4。凭借着优秀的运维管理能力，公司持续获得来自阿里巴巴、腾讯和百度等大型互联网公司的业务订单，并成为阿里巴巴基地型大型数据中心的主要合作伙伴。

图表24： 数据港同阿里合作的张北数据中心项目

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

丰富的项目储备奠定公司成长基础。批发型数据中心的合同期限一般在 5~8 年，且单笔订单规模大，合同签订后业绩确定性高。截止 2018 年末公司共运营 15 个自建数据中心，在建工程项目中也包括多个同阿里合建的数据中心项目，包括 HB33 数据中心项目、JN13 数据中心项目、HB41 数据中心项目、GH13 数据中心项目等。其中 JN13 等五个项目的服务费总金额约为 82.8 亿（含电费），合同实行年限为自交付之日起 10 年。我们认为丰富的项目储备为公司未来的成长奠定了坚实的基础。

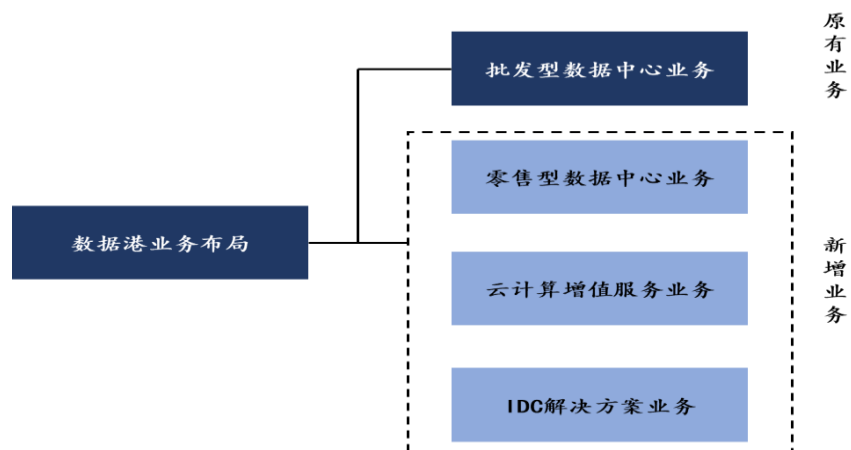
图表25： 公司主要数据中心项目规模

项目名称	预计总投资(亿元)	运营模式	预计内部收益率(%)	合同实行年限
HB33	8.80	项目公司建设 与运营管理	13.36	自交付之日起 10 年
HB41	2.55		10.30	自交付之日起 10 年
JN13	5.47		10.50	自交付之日起 10 年
HB13	2.55		10.30	自交付之日起 10 年
GH13	2.55		10.30	自交付之日起 10 年
ZH13	5.47		10.60	自交付之日起 10 年
NW13	2.55		10.30	自交付之日起 10 年

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

布局零售型 IDC 及云计算增值服务业务，打造业绩新增长点

在发展批发型数据中心业务的同时，公司多点布局积极拓展新业务，丰富业务组合。具体包括：1) 布局零售型数据中心业务；2) 拓展云计算增值服务业务；3) 拓展 IDC 解决方案业务。

图表26： 公司新增三大业务

资料来源：华泰证券研究所

布局零售型数据中心业务，项目盈利能力有望提升。相比于批发型数据中心业务，零售型数据中心业务一般具有较高的 IRR，公司在维持批发型业务既有优势的基础上，拓展零售型数据中心业务。2018 年 5 月，公司发布《上海数据港股份有限公司对外投资公告》(编号：2018-028 号)，公司将出资 6.89 亿元并由控股子公司北京云创互通购买中国北京中粮农业生态谷园区内 E07 地块并用于建设数据中心，同时负责该项目建设及运营管理。该项目预计规划建设 3200 个 5KW 机柜，旨在园区内打造大数据及云计算产业平台，为园区客户提供数据基础支持和多种形式的服务，我们认为中粮项目是公司拓展零售型 IDC 业务的开始，预计本项目将于 2020 年底前投入使用。

携手阿里云，拓展云计算增值服务业务。公司于 2019 年 3 月发布《上海数据港股份有限公司关于与阿里云签订合作协议的公告》(编号：2019-019 号)，同阿里云签订《业务合作协议》，双方将在云计算领域展开深度合作，通过借助双方的客户关系和资源扩大市场份额，共同拓展企业客户云计算市场，并积极推动双方相关领域云服务业务的发展。根据协议约定，公司将在 6 年合作期限内，承销总金额不低于人民币 4.35 亿元的阿里云产品/服务。

布局 IDC 解决方案业务。在保持 IDC 服务方面竞争优势的同时，公司将在规划设计、系统集成、建设运维和提供增值服务等专业的核心技术能力进行模块化，根据不同客户需求提供不同产品组合业务。2018 年公司承揽了第一单数据中心解决方案业务，中标了石家庄常山北明科技股份有限公司的常山云数据中心项目，金额约 3 亿元，该项目为公司后续数据中心解决方案业务拓展奠定了良好的基础。

盈利预测

对于公司 2019~2021 年盈利，我们做如下假设：

IDC 服务业务。根据 IDC 圈预测，2019~2021 年我国 IDC 市场复合增速将达到 30.98%，公司 IDC 服务业务有望受益于阿里云计算业务驱动，增速有望高于行业平均水平。此外，从项目建设规划来看，创益二期、HB33、ZH13 将于 2019~2021 年陆续交付，我们预计公司交付数据中心数量将逐年提升。我们认为在需求景气的背景下，收入端的增长主要看供给端 IDC 项目产能的释放情况，因此我们预计随着公司 IDC 机房交付数目的提升在 2019~2021 年公司 IDC 服务业务收入增速有望逐年增长，分别为 33%、35%、48%。毛利率方面，2019 年公司处在老项目上柜率提升且新项目还未大规模交付的阶段，综合毛利率有望随着老项目上电率的提升而增长。2020 年，公司在建项目集中交付，折旧增长，因此毛利率将承压。2021 年，我们认为收入端的快速增长将带来固定成本的摊薄，毛利率有望加速回升。基于此，我们预测 2019~2021 年公司 IDC 服务业务毛利率分别为 39.58%、36.59%、40.09%。

IDC 解决方案业务。公司于 2018 年新增 IDC 解决方案业务，其类型主要包括 EPC 业务、第三方托管服务等。我们认为该业务是公司主营业务的延伸，有望发挥公司技术、运营及供应链管理方面的优势。该项业务以项目制的形式为主，公司将根据具体项目的盈利情况择机选择，业务存在波动，出于审慎性原则，我们预计 2019~2021 年该项业务收入增速分别为 10%、10%、10%。毛利率方面，2018 年 IDC 解决方案业务毛利率为 12.04%，未来公司在选择相关业务时将根据盈利情况作为重要参考，基于审慎性原则，我们预计 2019~2021 年该项业务毛利率分别为 12%、12%、12%。

费用率。公司主要从事批发型数据中心业务，下游客户相对确定，近两年来公司销售费用率变动不大，2017~2018 年分别为 0.41%、0.44%。我们预计 2019~2021 年公司销售费用率分别为 0.43%、0.42%、0.43%（2020 年底预计公司房山中粮机房完成交付，并在 2021 为上柜期，该机房主要从事零售型 IDC 业务，或将带动管理费用率提升）。管理费用（剔除研发费用）方面，公司 2017~2018 年管理费用率分别为 6.53%、6.53%，我们预计 2019~2021 年管理费用率分别为 6.50%、6.48%、6.46%。研发费用方面，2017~2018 年公司研发费用率分别为 4.47%、2.51%，我们预计公司在研发方面将保持持续稳定的投入，预计 2019~2021 年研发费用率分别为 3.49%、3.49%、3.49%。

图表27： 收入预测表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
总营收（百万元）	405.97	520.23	909.68	1148.05	1476.82	2065.68
IDC 服务业务	402.13	510.40	649.54	863.89	1166.25	1726.05
IDC 解决方案业务	0.00	0.00	240.17	264.19	290.61	319.67
其他	3.84	9.83	19.97	19.97	19.97	19.97
总收入增速（%）	19.83%	28.14%	74.86%	26.20%	28.64%	39.87%
IDC 服务业务	19.83%	26.92%	27.26%	33.00%	35.00%	48.00%
IDC 解决方案	\	\	\	10.00%	10.00%	10.00%
其他	\	155.99%	103.15%	0.00%	0.00%	0.00%
综合毛利率（%）	41.53%	40.11%	29.77%	32.54%	31.26%	35.35%
IDC 服务业务	41.53%	40.88%	37.24%	39.58%	36.59%	40.09%
IDC 解决方案业务			12.04%	12.00%	12.00%	12.00%
其他		0.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表28：毛利率及费用率预测表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
综合毛利率	41.53%	40.11%	29.77%	32.54%	31.26%	35.35%
销售费用率	0.00%	0.41%	0.44%	0.43%	0.42%	0.43%
管理费用率	7.31%	6.53%	6.53%	6.50%	6.48%	6.46%
研发费用率	4.83%	4.47%	2.51%	3.49%	3.49%	3.49%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

估值方面，美股市场对于这类企业一般采用 EV/EBITDA 进行估值，美股中典型的 IDC 企业包括 Equinix、Digital realty trust、万国数据等。我们认为综合 IDC 业务本身的特质以及成熟市场的估值体系，建议采用 EV/EBITDA 方法对数据港进行估值，截止 2019 年 8 月 8 日，公司对应 2019 年的 EV/EBITDA 为 17.5x，可比公司如光环新网、宝信软件对应 2019 年的 EV/EBITDA 倍数均值为 19.9x。我们预计公司 2019 年 EBITDA 为 4.49 亿，我们认为公司是国内批发型 IDC 领域的佼佼者，给予 2019 年 EV/EBITDA 19~20x，对应目标价 39.77~41.90 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表29：A 股 IDC 可比上市公司 EV/EBITDA 估值一览表

公司简称	收盘价	当前市值 (亿元)	当前 EV (亿元)	EBITDA				EV/EBITDA			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
光环新网	18.37	290.52	301.48	12.97	15.31	19.60	24.48	23.24	19.69	15.38	12.32
宝信软件	29.33	276.66	239.62	9.88	11.92	15.47	18.86	24.25	20.10	15.49	12.71
			均值					23.75	19.90	15.44	12.51
数据港	33.33	73.54	78.67	3.31	4.49	6.06	9.07	23.77	17.52	12.98	8.67

资料来源：wind，华泰证券研究所，数据日期：2019 年 8 月 8 日

图表30：美股主要 IDC 可比上市公司 EV/EBITDA 估值一览表

公司简称	收盘价 (美元)	当前市值 (亿美元)	当前 EV (亿美元)	EBITDA				EV/EBITDA			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
易昆尼克斯	549.24	465.86	572.23	22.33	26.82	29.56	33.01	25.63	21.34	19.36	17.34
数字房地产信托	119.74	260.81	387.33	13.69	18.87	20.19	21.97	28.29	20.53	19.18	17.63

资料来源：彭博，华泰证券研究所，数据日期：2019 年 8 月 8 日

图表31：目标价计算演示表

	对应市值 (亿元)	负债 (亿元)	少数股东损益 (亿元)	现金 (亿元)	其他长期资产 (亿元)	对应 EV (亿元)	EBITDA (2019E) 亿元	EV/EBITDA (2019E)
目标价								
39.77	83.91	8.57	0.05	4.20	3.03	85.31	4.49	19.00
41.90	88.41	8.57	0.05	4.20	3.03	89.80	4.49	20.00

资料来源：wind，华泰证券研究所

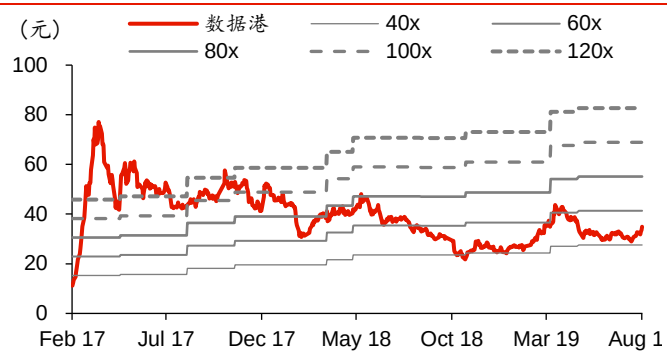
风险提示

1、机柜上电进度不及预期。从商业模式上来看，公司将定制化的机柜架设好之后交付给客户使用，收入确认以客户实际上电多少机柜为准，且上电的节奏由客户决定。一般而言，公司会同可约定一个上电的爬坡期，要求在规定时间内上电机柜达到双方约定数量。但实际情况下，存在客户上电机柜不及预期的可能性。

2、零售业务拓展不及预期。当前公司业务结构中批发型数据中心的占比大，公司通过收购房山中粮机房迈出向零售型业务发展的步伐。当前一线城市对于新建 IDC 进行政策管控，未来存在公司机房资源拓展不及预期而影响零售业务发展的进程。

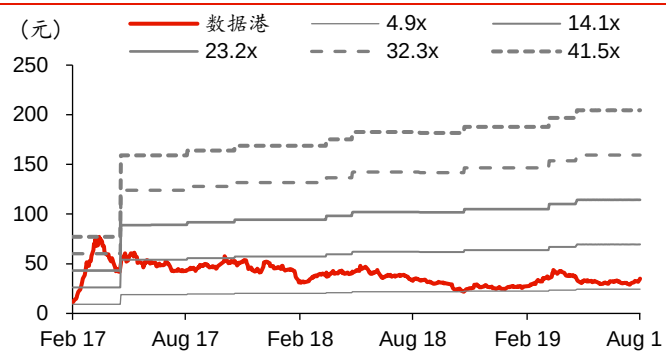
PE/PB – Bands

图表32: 数据港历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 数据港历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	463.16	767.45	634.14	785.12	1,009
现金	310.60	420.26	302.56	344.48	355.77
应收账款	134.29	291.21	280.53	372.38	555.00
其他应收账款	7.23	8.01	16.19	18.11	24.22
预付账款	8.27	25.33	24.87	33.27	46.53
存货	0.00	21.32	8.62	15.06	26.41
其他流动资产	2.77	1.33	1.37	1.82	1.50
非流动资产	1,226	1,891	2,882	4,663	4,811
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	799.58	1,341	2,543	3,012	3,594
无形资产	7.67	8.31	8.31	8.31	8.31
其他非流动资产	418.90	541.84	331.13	1,643	1,209
资产总计	1,689	2,659	3,517	5,448	5,821
流动负债	457.82	1,085	1,929	3,604	3,608
短期借款	0.00	346.28	1,202	2,612	2,409
应付账款	272.09	456.25	531.33	769.34	960.65
其他流动负债	185.74	282.08	195.40	222.91	238.15
非流动负债	336.24	566.64	421.39	501.70	539.91
长期借款	297.02	267.86	297.86	347.86	347.86
其他非流动负债	39.22	298.78	123.53	153.84	192.05
负债合计	794.06	1,651	2,351	4,106	4,148
少数股东权益	0.00	5.02	5.18	5.39	5.92
股本	210.59	210.59	210.59	210.59	210.59
资本公积	366.34	366.34	366.34	366.34	366.34
留存公积	318.33	425.38	583.79	760.06	1,090
归属母公司股东权益	895.25	1,002	1,161	1,337	1,667
负债和股东权益	1,689	2,659	3,517	5,448	5,821

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	140.69	335.49	445.69	713.49	837.90
净利润	114.90	143.24	173.31	176.48	330.56
折旧摊销	99.55	142.24	193.69	296.31	378.26
财务费用	16.92	23.98	51.24	103.65	130.47
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(92.45)	27.22	(29.43)	150.86	8.33
其他经营现金	1.78	(1.19)	56.88	(13.81)	(9.71)
投资活动现金	(213.74)	(718.64)	(1,309)	(2,051)	(502.39)
资本支出	223.42	704.13	1,320	2,049	500.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	9.68	(14.52)	10.83	(1.79)	(2.39)
筹资活动现金	206.67	493.90	745.78	1,379	(324.22)
短期借款	(129.90)	346.28	856.21	1,409	(202.87)
长期借款	(76.05)	(29.16)	30.00	50.00	0.00
普通股增加	52.65	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	320.59	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	39.38	176.79	(140.43)	(80.09)	(121.35)
现金净增加额	133.62	110.75	(117.70)	41.91	11.29

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	520.23	909.68	1,148	1,477	2,066
营业成本	311.58	638.89	774.42	1,015	1,335
营业税金及附加	0.93	1.84	1.84	2.66	3.74
营业费用	2.11	3.99	4.94	6.20	8.88
管理费用	33.96	59.44	74.62	95.70	133.44
财务费用	16.92	23.98	51.24	103.65	130.47
资产减值损失	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	134.00	164.49	203.75	205.62	385.79
营业外收入	1.10	1.52	1.16	1.26	1.31
营业外支出	0.00	0.03	0.01	0.01	0.02
利润总额	135.10	165.98	204.90	206.87	387.09
所得税	20.21	22.74	31.59	30.40	56.53
净利润	114.90	143.24	173.31	176.48	330.56
少数股东损益	0.00	0.38	0.16	0.21	0.53
归属母公司净利润	114.90	142.86	173.15	176.26	330.03
EBITDA	250.47	330.71	448.68	605.58	894.51
EPS (元, 基本)	0.55	0.68	0.82	0.84	1.57

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.14	74.86	26.20	28.64	39.87
营业利润	42.45	22.75	23.87	0.92	87.62
归属母公司净利润	46.87	24.34	21.21	1.80	87.23
获利能力 (%)					
毛利率	40.11	29.77	32.54	31.26	35.35
净利率	22.09	15.70	15.08	11.94	15.98
ROE	12.83	14.25	14.92	13.18	19.80
ROIC	13.12	12.52	8.82	6.52	10.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.00	62.11	66.85	75.36	71.26
净负债比率 (%)	58.20	51.90	71.00	76.77	71.32
流动比率	1.01	0.71	0.33	0.22	0.28
速动比率	1.01	0.69	0.32	0.21	0.27
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.42	0.37	0.33	0.37
应收账款周转率	4.96	4.27	4.01	4.52	4.45
应付账款周转率	1.62	1.75	1.57	1.56	1.54
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.68	0.82	0.84	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.59	2.12	3.39	3.98
每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.76	5.51	6.35	7.92
估值比率					
PE (倍)	64.00	51.48	42.47	41.72	22.28
PB (倍)	8.21	7.34	6.34	5.50	4.41
EV_EBITDA (倍)	29.95	22.68	16.72	12.39	8.39

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com