

资本货物/工业

科华恒盛 (002335)

腾讯云核心供应商，IDC 业务高歌猛进

	程硕(分析师)	马天诣(分析师)
	010-83939786	010-83939788
	chengshuo@gtjas.com	matianyi@gtjas.com
证书编号	S0880519100002	S0880518120002

本报告导读：

公司明确转型 IDC，从已有的资源和经验看，公司满足腾讯对核心供应商的要求。在双方需求主导下，公司极有可能通过绑定腾讯，获得中长期业绩增长。

投资要点：

- 上调盈利预测，上调目标价至 60.3 元，给予“增持”评级。上调 2020-2022 年营业收入至 50.30、66.90 和 90.32 亿元，同比增长 30%、33%、35%；上调归母净利润至 3.53、5.46 和 8.01 亿元，对应 EPS 为 1.30、2.01 和 2.95 元，上调幅度 24%、67%、117%。考虑到公司明确转型 IDC，与腾讯的合作稳步推进，及行业平均估值后，给予 2021 年 30 倍 PE，上调对应目标价至 60.3 元，上调幅度 91.4%。
- 建设运维经验丰富，明确转型 IDC。公司在 IDC 行业有十年经验，拥有多个绿色数据中心建设和运维经验。公司手握 5 个一线城市的大规模自建 IDC 机房，并与地方政府合作，拓宽在环一线 IDC 布局。优质资源和大规模数据中心项目建设运维经验构成公司核心竞争力，助力公司在行业立足。
- 与腾讯云合作渐深，有望通过绑定大客户实现业绩快速增长。阿里正通过数据港完成 IDC 的快速部署，腾讯同样具有大规模数据中心部署的需求，IDC 行业发展进入爆发期。公司有服务于腾讯的意愿和能力，且已与腾讯度过五年的磨合期，是腾讯理想的深度合作伙伴。预计公司与腾讯的合作将由短及长、由少及多，借由深度合作大客户的契机，迅速提升市场份额，为 IDC 业绩加入新引擎。
- 催化剂：一线城市 IDC 需求爆发，与腾讯合作持续深入
- 风险提示：IDC 建设不及预期，与腾讯合作不及预期、市场竞争加剧，宏观经济衰退风险

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,437	3,869	5,030	6,690	9,032
(+/-)%	43%	13%	30%	33%	35%
经营利润 (EBIT)	305	382	455	686	963
(+/-)%	18%	25%	19%	51%	40%
净利润 (归母)	76	207	353	546	801
(+/-)%	-82%	174%	71%	54%	47%
每股净收益 (元)	0.28	0.76	1.30	2.01	2.95
每股股利 (元)	0.97	0.60	0.59	0.59	0.59

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	8.9%	9.9%	9.0%	10.2%	10.7%
净资产收益率 (%)	2.3%	6.5%	9.8%	13.4%	16.8%
投入资本回报率 (%)	3.6%	5.9%	6.4%	8.7%	10.8%
EV/EBITDA	11.45	10.45	22.47	16.50	12.33
市盈率	114.69	41.85	24.53	15.89	10.82
股息率 (%)	3.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：60.30

上次预测：31.50

当前价格：31.93

2020.08.30

交易数据

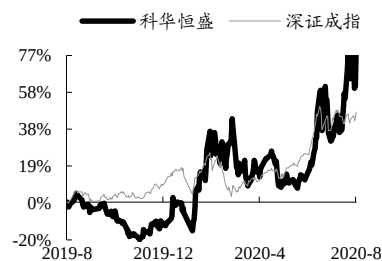
52 周内股价区间 (元)	14.88-31.93
总市值 (百万元)	8,669
总股本/流通 A 股 (百万股)	272/232
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	86%
日均成交量 (百万股)	8.12
日均成交值 (百万元)	212.50

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,961
每股净资产	10.91
市净率	2.9
净负债率	70.79%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.12	0.11
Q2	0.21	0.40
Q3	0.16	0.37
Q4	0.27	0.42
全年	0.76	1.30

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	34%	62%	77%
相对指数	28%	32%	30%

相关报告

剥离非核心业务，全面辅佐腾讯布局 IDC 2020.08.12

IDC 与 UPS 业务协同优势显著，得腾讯云十年期合约锁定业绩增长 2020.07.17

技术同源优势凸显，UPS 赋能数据中心驱动业绩成长 2020.05.05

拟收购科华乾晟，IDC 转型进程加快，自有电源业务协助打造数据中心独到优势 2020.03.06

战略加码 IDC，云基驱动、能基支撑公司业绩高速增长 2019.07.14

模型更新时间: 2020.08.30

股票研究

工业
资本货物

科华恒盛 (002335)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **60.30**

上次预测: 31.50

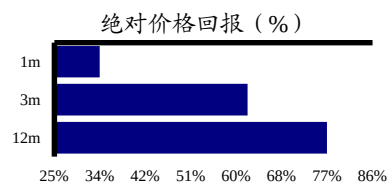
当前价格: 31.93

公司网址

www.kehua.com.cn

公司简介

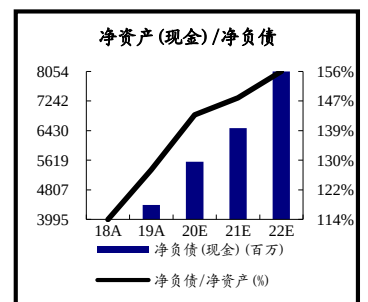
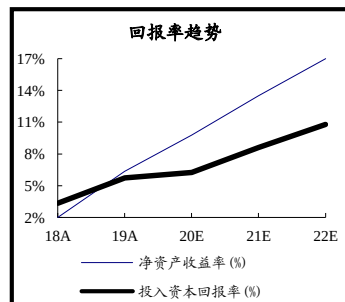
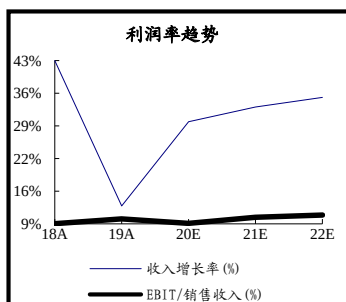
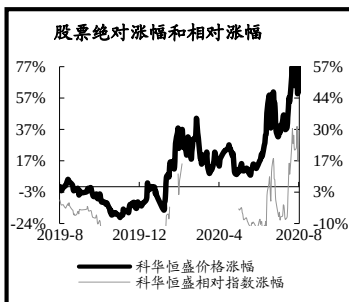
公司多年来专注电力电子技术研发与设备制造,公司拥有智慧电能、云服务、新能源三大业务体系,产品方案广泛应用于金融、工业、交通、通信、政府、国防、军工、核电、教育、医疗、电力、新能源、云计算中心、电动汽车充电等行业,服务于全球多个国家和地区的用户。公司电源产品及解决方案成功入围人行、中行、建行、农行、中国人寿、国税总局、中国电信、中国联通、中国铁通、中央国家机关等 UPS 设备选型,获军队装备物资采购、中国石油天然气管道、蓝星化工集团等供应商资格,并



52 周内价格范围 14.88-31.93
市值 (百万) 8,669

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,437	3,869	5,030	6,690	9,032
营业成本	2,405	2,669	3,451	4,509	6,051
税金及附加	23	23	33	44	60
销售费用	322	403	511	677	920
管理费用	214	169	269	346	460
EBIT	305	382	455	686	963
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	2	5	5	5
财务费用	52	71	89	92	90
营业利润	136	250	433	683	983
所得税	45	23	43	81	107
少数股东损益	16	9	33	52	68
净利润	76	207	353	546	801
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金、交易性金融资产	798	826	919	887	1,322
其他流动资产	90	110	135	160	185
长期投资	11	14	14	14	14
固定资产合计	1,328	1,685	1,773	1,875	1,990
无形及其他资产	453	517	556	586	607
资产合计	7,516	7,832	9,472	10,889	13,228
流动负债	2,480	2,535	3,722	4,644	5,997
非流动负债	1,516	1,855	1,855	1,855	2,055
股东权益	3,520	3,441	3,895	4,389	5,176
投入资本(IC)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投入资本	5,691	5,875	6,417	6,911	7,898
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
NOPLAT	205	345	409	603	857
折旧与摊销	173	212	221	237	252
流动资金增量	179	-147	270	169	191
资本支出	-656	-718	-225	-397	-401
自由现金流	-99	-309	676	611	898
经营现金流	328	768	407	737	1,011
投资现金流	-762	-752	-220	-392	-397
融资现金流	257	-161	-94	-376	-180
现金流净增加额	-176	-145	93	-31	434
财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性					
收入增长率	42.6%	12.6%	30.0%	33.0%	35.0%
EBIT 增长率	18.3%	25.5%	18.9%	50.8%	40.4%
净利润增长率	-82.3%	174.1%	70.6%	54.4%	46.8%
利润率					
毛利率	30.0%	31.0%	31.4%	32.6%	33.0%
EBIT 率	8.9%	9.9%	9.0%	10.2%	10.7%
净利润率	2.2%	5.4%	7.0%	8.2%	8.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.3%	6.5%	9.8%	13.4%	16.8%
总资产收益率(ROA)	1.2%	2.8%	4.1%	5.5%	6.6%
投入资本回报率(ROIC)	3.6%	5.9%	6.4%	8.7%	10.8%
运营能力					
存货周转天数	72.8	57.2	96.6	97.0	97.0
应收账款周转天数	159.6	152.1	160.4	155.8	152.1
总资产周转率	798.2	738.8	687.3	594.1	534.6
净利润现金含量	4.3	3.7	1.2	1.4	1.3
资本支出/收入	19.1%	18.6%	4.5%	5.9%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	53.2%	56.1%	58.9%	59.7%	60.9%
净负债率	113.5%	127.6%	143.2%	148.1%	155.6%
估值比率					
PE	114.69	41.85	24.53	15.89	10.82
PB	1.25	1.38	2.18	1.94	1.65
EV/EBITDA	11.45	10.45	22.47	16.50	12.33
P/S	2.52	2.24	2.93	2.20	1.63
股息率	3.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%



目 录

1. 我们区别于市场的主要观点	5
2. 边际变化	5
2.1. 与腾讯合作再推进，加码双方深度合作可能性	5
2.2. 剥离非核心业务，集中资源竞速优质赛道	6
3. 科华恒盛：从 UPS 到 IDC，求新求变	7
3.1. 业务三分，以 IDC 为主，UPS 为辅	7
3.2. 以 UPS 起家，技术、规模长期在国内厂商中位居首位	7
3.2.1. 行业最早批入局者，长期盘踞行业龙头位置	7
3.2.2. 依托技术能力，市场表现凸显产品竞争力	9
3.3. 新能源业务：兴起于政策东风，小有成就，未成规模	9
3.4. IDC：大数据行业爆发为 IDC 创造新机会，数据中心业务上升为公司唯一核心业务	11
3.4.1. UPS 行业经历寒冬，公司从 IDC 业务寻求突破	11
3.4.2. 大数据产业发展对 IDC 形成支撑，公司择优而营，转换核心	12
3.5. 历史转型的负面效应已释放，战略聚焦于 IDC	13
3.5.1. 完成对天地祥云团队整合，计提商誉出清并购风险	13
3.5.2. 优化人员结构，注重经营效率	14
4. 行业变化：UPS 企稳，IDC 存在变数	15
4.1. UPS：行业景气度低，增速下行	15
4.2. IDC：需求端景气度高，行业由蓝海转红	16
4.2.1. IDC 是各行各业数字应用的基础设施底层，下游应用驱动上游机柜需求	16
4.2.2. 行业本质是满足运算和存储的需求，5G 渗透将带动行业新一轮加速	17
4.2.3. 行业从成长期向成熟期跨越，新企业涌入	18
4.3. UPS 是数据中心上游，主业承压后 UPS 企业向 IDC 延伸	19
5. 公司竞争力：现有机房利用率尚低，资源、成本将为公司夯实行业地位	20
5.1. 五个自建机房均位于 IDC 资源稀缺的一线城市，开发率尚低，提升空间大	20
5.2. 合作政府项目，实现环一线城市的资源布局	22
5.3. 积累大规模机房的运维经验，将在“超大数据中心”浪潮中受益	23
5.4. 房屋建筑储备丰富，IDC 项目推进更具自主性	24
5.5. 准确预判 IDC 发展方向，提前布局绿色数据中心，项目经验领先	25
5.6. 迁移 UPS 和新能源领域的的能力，利于节能降本，为公司的 IDC 业务赋能	26
6. 腾讯的潜在核心供应商，预期合作长期可持续	28
6.1. 公司产品与腾讯四代 IDC 建设要求配适度高，具有成为腾讯核心供应商的意愿和能力	28
6.2. 腾讯有快速布局 IDC 需求，合作的橄榄枝已然探头	30
6.3. 对标数据港，看腾讯带给公司的后期成长空间	31
7. 盈利预测与估值	32

7.1. 盈利预测.....	32
7.2. 相对估值.....	34
8. 风险提示.....	34

1. 我们区别于市场的主要观点

(1) 市场认为公司 UPS 和 IDC 并重。我们认为公司明确转型 IDC，UPS 明确定位为 IDC 的辅助。自 2017 年收购天地祥云后，公司不断整合 IDC 业务，到 2020 年公司已经明确以 IDC 为主业，UPS、新能源业务将围绕 IDC 展开。2020 年 8 月公司公告预剥离充电桩业务及相关资产，我们认为，此举系公司进一步明确后续发展方向的表现，未来与 IDC 不相关的业务将被逐一剥离。

(2) 市场认为 IDC 行业正加速从蓝海走向红海，随着大批大型钢厂进入 IDC 市场，供给端会出现井喷式增长。我们认为在总量上 5G 建设将进一步刺激 IDC 需求，IDC 行业需求持续强劲；在结构上，一线城市 IDC 在长期仍将是稀缺资源。公司在北上广拥有五个自建的大型数据中心，且上架率尚低，公司在一线城市 IDC 领域拥有极强竞争力。

(3) 市场认为公司业务较为分散，缺乏 IDC 行业经验。我们认为公司在 IDC 行业拥有超过 10 年的探索和资源经验积累。自 2012 年以来公司来承接多个大型绿色数据中心建设、旧数据中心改造等项目，自建五个大型数据中心，在 IDC 建设和运维领域积累大量经验。在资源和经验上公司均具有先发优势。

(4) 市场认为公司与腾讯的合作是短期、不可持续的，腾讯可能会选取多家公司共同进行数据中心建设。但是我们认为，参考阿里与数据港的合作，腾讯也将选择一家值得信赖的公司进行长时间紧密合作。公司有服务于腾讯的意愿和能力，且公司与腾讯已度过五年的磨合期，是腾讯理想的深度合作伙伴。

(5) 市场认为公司大额商誉减值、缩减员工规模、剥离非核心业务，是经营不善的外在表现。我们认为，商誉减值实际出清了原并购项目的内在风险，剥离非核心业务体现了公司转型 IDC 的决心。这些举措恰从侧面印证公司完成转型，以 IDC 作为唯一核心业务。

2. 边际变化

2.1. 与腾讯合作再推进，加码双方深度合作可能性

原有项目不断扩容，新项目落定，公司与腾讯合作进入蜜月期。2016 年 3 月公司背靠电信与腾讯签约，在广州投资建设 44090.7 平方米的科云数据中心，并于当年 9 月交付 2000 个机柜。在服务期间，科云数据中心经过多次土地和机柜扩容，服务范围远超原签订内容。目前科云数据中心占地 60000 平方米，已建成机柜 4200 个左右，主要为腾讯服务。公司近期与腾讯云新签订 11.7 亿定制化 IDC 的 10 年期合约，从一定程度上表明公司过去提供的服务深获客户认可，双方合作渐入佳境。

表 1: 与腾讯合作程度渐深，服务能力侧面获得认可

城市	公告日期	名称	服务器台数	占地	投资金额	中标金额	机柜数量(个)	项目期限
广州	2016.04	广州科云数据中心	--	66.14 亩	--	--	2000+4000	10 年期

张家口 2020.07 怀来数据中心 100W 1050 亩 300 亿 11.7 亿元 近 3000 10 年期

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

腾讯正加大在 IDC 部署投入，公司 IDC 项目需求侧拉满。至 2019 年末腾讯微信和 WeChat 月活用户超 10 亿，930 战略升级全面拥抱产业互联网，腾讯服务器数量远超过 100 万台，腾讯 IaaS 市场增速全球第一，云业务收入稳定增长。为保持在社交、游戏、云计算业务的持续发展，腾讯在 2020 年提出 5 年 5000 亿的云计算投入，拉足 IT 资源需求。我们认为，公司与腾讯在已有合作中体现出极高的适配度，双方大概率将在后续持续开展合作，公司中长期业绩增长可期。

图 1：腾讯云进入百万数据中心阶段，对 IT 资源需求大增



数据来源：腾讯数据中心公众号

2.2. 剥离非核心业务，集中资源竞速优质赛道

充电桩业务体量小，与数据中心业务相关度低，综合盈利能力弱。2019 年公司充电桩业务合计营收贡献不足 5%，净利润贡献为 5.7%（主要系当年公司 IDC 业务进行重整，整体营收、净利润增速大幅放缓）。2020 年上半年深圳科华出现负净利润，资产负债率承压，后续业务持续收益的可能性降低。

表 2：充电桩业务总体量小

交易标的		资产总额	负债总额	净资产	营业收入	净利润
深圳市科华恒盛科技有限公司 100%股权	净值(元)	78,419,938.96	34,659,389.54	43,760,549.42	106,492,595.64	10,298,422.88
	占比	1.0%	0.8%	1.3%	2.8%	4.8%
佛山科恒智能科技有限公司 100%股权	净值(元)	45,843,276.67	38,834,987.20	7,008,289.47	76,687,253.46	2,008,289.47
	占比	0.6%	0.9%	0.2%	2.0%	0.9%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。注：上述数据截止时间为 2019 年 12 月 31 日。

表 3：充电桩业务收益率较低

交易标的		资产负债率	总资产收益率	净资产收益率	净利润率	总资产周转率
深圳市科华恒盛科技有限公司 100%股权	2019A	44.2%	13.1%	23.5%	9.7%	1.36
	2020H1	75.8%	-2.3%	-9.7%	-4.3%	0.54
佛山科恒智能科技有限公司 100%股权	2019A	84.7%	4.4%	28.7%	2.6%	1.67
	2020H1	87.4%	4.5%	36.1%	5.0%	0.92

科华恒盛	2019A	56.1%	2.8%	6.3%	5.6%	0.49
------	-------	-------	------	------	------	------

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。注：上述数据均由财务期间末时点数据计算。

剥离充电装业务，集中资源发展数据中心业务。当前，国家大力支持数据中心等新基建的发展，给数据中心行业带来了发展机遇；公司聚焦数据中心发展战略，公告剥离充电桩业务及相关资产，进一步优化了公司业务结构，有利于集中资源专注数据中心主营业务，符合公司大力发展数据中心业务的战略需要。剥离充电桩业务及相关资产预案产生的现金流，将用于数据中心项目建设，公司财务负担将有所减轻，数据中心盈利水平将逐步提升。

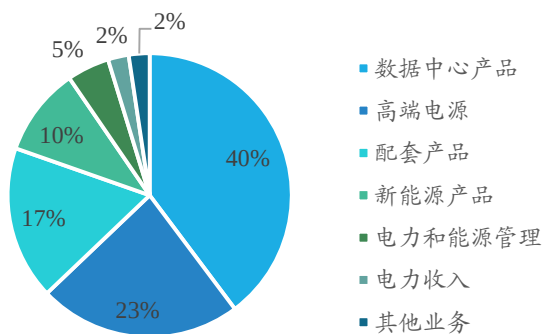
3. 科华恒盛：从 UPS 到 IDC，求新求变

3.1. 业务三分，以 IDC 为主，UPS 为辅

各业务发展层次不齐，IDC+UPS 占据超 60% 业务体量。公司在多个行业进行尝试，一度形成智慧电能、新能源、云服务、电动汽车充电四块主业务。从 2019 年经营数据看，数据中心产品和电源业务为公司贡献 63% 的营收和 64% 的毛利。公司现公告剥离充电桩业务，集中资源大力发展数据中心业务，即后期将会形成“IDC+UPS+新能源”的业务结构。

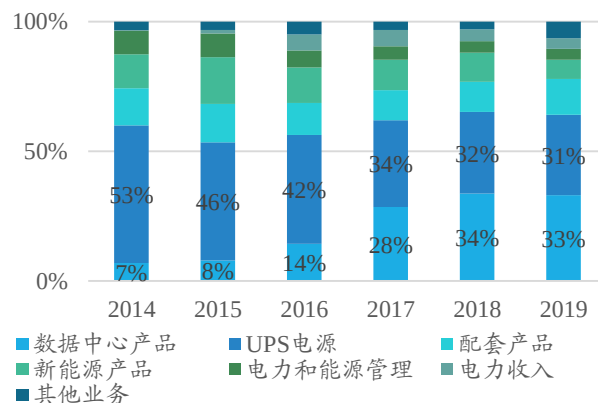
UPS 占比缩窄，后期业务重点落于 IDC。公司以 UPS 起家，向下游延伸，从数据中心的 UPS 电源供应商转型至数据中心建设及运维厂商。自 2014 至 2019 年，公司 IDC 业务体量从 7% 迅速升值 33%，与 UPS 分庭抗礼。而 UPS 业务从 53% 缩减至 31%，从公司战略指向看，未来公司将逐步剥离光伏、电动汽车充电相关业务，经营重心落在 IDC 建设及运维业务上。

图 2: UPS 和 IDC 业务收入合计占营收比重 63%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3: UPS 和 IDC 合计毛利贡献达 64%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.2. 以 UPS 起家，技术、规模长期在国内厂商中位居首位

3.2.1. 行业最早批入局者，长期盘踞行业龙头位置

深入 UPS 行业二十载，业内技术领先。公司成立于 1999 年 3 月 26 日，

一直专注于 UPS 电源以及配套产品设计、生产、销售和服务，主要产品包括信息设备 UPS 电源和工业动力用 UPS 电源两大类，功率范围为 0.5KVA~1200KVA，基本覆盖了 UPS 电源的全部功率段。公司不断打破国外厂商对我国 UPS 高端产品的技术垄断，是我国 UPS 行业的首家“国家火炬计划重点高新技术企业”。

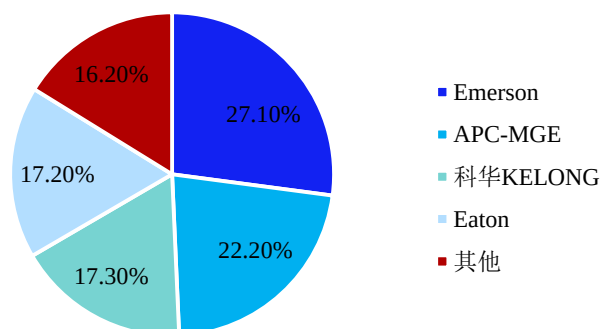
表 4: 以 UPS 为主线的发展历程

时间	事件
1988 年	12 月 23 日，科华前身在漳州成立，开启 UPS 的研发和制造。
1992 年	引进进口 IGBT 功率模块，大幅提升了电源产品的效率和可靠度。
1995 年	率先通过 ISO9000 全面质量管理体系认证。 推出 3-6kVA 中功率在线式 UPS，代替进口产品，提升了国产不间断电源应用可靠性和稳定性。
1996 年	国家科技部授予的 UPS 行业第一家“国家级重点高新技术企业”；在业界率先推出数字化智能型 UPS，并获得国家专利。
1998 年	推出智能化 UPS，引领国产 UPS 向数字化智能化发展。
2005 年	推出 20-600KVA 三相数字化大功率 UPS，巩固了科华 UPS 本土品牌地位。
2006 年	百亩现代化工业园投产运营，成为国内最大 UPS 制造商之一。
2007 年	推出工业专用 UPS，成功应用于大中型工业制造企业。
2010 年	科华恒盛在深圳 A 股成功上市，研发中心获得美国 UL 认可实验室资质；推出医疗设备专用 UPS，批量出口，为发达国家地区医疗设备保驾护航。
2011 年	“三电平技术”、“IGBT 整流技术”成功应用于大功率高频不间断电源。 推出照明和动力用中大功率 EPS 电源，为工业、建筑工程提供可靠电力供给。
2012 年	科华恒盛厦门总部基地投入运营，厦门超大功率 UPS、绿色数据中心产品制造基地投入运行；推出高效节能型 240V 高压直流电源系统。
2015 年	推出具有自主知识产权的第一套国产化核岛级大功率 UPS 电源。
2019 年	承担国家科技重大专项课题“1E 级蓄电池充电器及 UPS 设备研制”。
2020 年	自主研发新一代超大功率 1.2MVA 模组化 UPS，单模组功率 133kW/200kW。

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

在 UPS 市场独居优势，常年保持本土品牌第一。2010 年中国 UPS 市场销售量达 180.54 万台，销售额 34.77 亿元人民币，其中国外品牌占据 60% 以上的市场份额，伊顿、APC-MGE、艾默生占据着前三的位置。科华恒盛以 11.2% 市场份额排名第四，位居本土品牌首位。通过对国内主要 UPS 厂商的市场份额测算，我们认为 2019 年科华恒盛在国产 UPS 市场的占比超过 30%，市场地位稳固。

图 4: 2010 年中国大功率 UPS 市场份额情况



数据来源: CCID, 国泰君安证券研究

表 5: 2019 年科华仍为中国 UPS 市场龙头

	销售量 (万台)	销售额 (亿元)
UPS 市场规模	152.5	72.3
科士达	---	17.97
科士达占比测算	--	24.9%
科华恒盛	41.86	24.33
科华恒盛占比	27.4%	33.7%

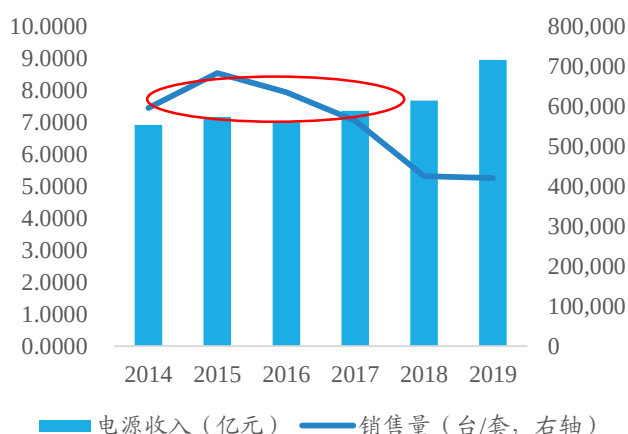
数据来源: 赛迪资讯, 公司年报, 国泰君安证券研究

3.2.2. 依托技术能力, 市场表现凸显产品竞争力

公司 UPS 产品全面, 毛利率位于行业较高水平。公司的 UPS 产品包括信息设备用和工业动力用两大类, 基本覆盖了 UPS 电源全部功率段。随着产品线结构向高端倾斜, 毛利率较高的大功率产品收入占比不断提升, 公司毛利率水平居行业前列, 收入与利润快速增长。

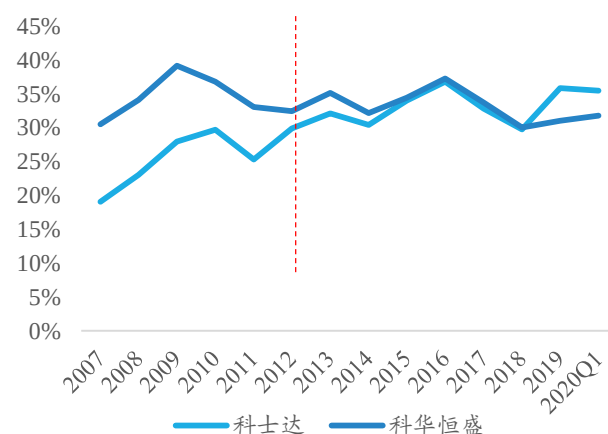
高端产品发力, 综合毛利水平、整体盈利能力不断提升。2010 年前后公司将“产品结构向中高端调整、实现高端产品进口替代”作为公司的努力方向。凭借研发实力与三级销售网络优势, 公司在高端中大功率 UPS 市场销售占比不断提升, 主营业务收入与利润快速增长, 并与国外厂商展开竞争。期间公司营业收入三年增长 115%, 年均增速 26%, 2007 - 2009 年毛利率水平分别为 30.5%、34.1%、39.2%, 毛利率与利润水平持续提升。

图 5: 市场 UPS 需求下滑情况下, 公司 UPS 电源产品收入、客单价保持增长



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 6: 切入数据中心业务以前, 公司毛利率高于行业约 10%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.3. 新能源业务: 兴起于政策东风, 小有成就, 未成规模

紧跟国家新能源政策, 享受行业发展红利。自 2002 年开始, 国家对于能源危机的重视程度提升, 相继在 2005 年 7 月和 10 月发布《国务院关于加快发展循环经济的若干意见》、《关于印发可再生能源产业发展指导

目录的通知》，以倾向性政策鼓励企业进入新能源行业。

表 6: 2005 年以后国家密集出台新能源政策

时间	新能源政策
2002.06	中华人民共和国清洁生产促进法
2005.07	国务院关于加快发展循环经济的若干意见（国发〔2005〕22 号）
2005.09	风电场工程前期工作管理暂行办法（发改办能源〔2005〕899 号）
2005.11	关于印发可再生能源产业发展指导目录的通知（发改能源〔2005〕2517 号）
2006.01	关于印发可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法的通知（发改价格〔2006〕7 号）
2007.01	可再生能源电价附加收入调配暂行办法（发改价格〔2007〕44 号）
2007.06	可再生能源中长期发展规划
2007.07	电网企业全额收购可再生能源电量监管办法（电监会令第 25 号）
2007.01	中华人民共和国节约能源法（修正案）
2008.04	中华人民共和国节约能源法
2009.03	关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见（财建〔2009〕128 号）
2009.07	关于完善风力发电上网电价政策的通知（发改价格〔2009〕1906 号）
2009.12	中华人民共和国可再生能源法（修订案）
2010.01	国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定
2011.03	关于进一步推进可再生能源建筑应用的通知（财建〔2011〕61 号）

数据来源：国家发改委，环卫科技网，国泰君安证券研究

从主业延展，推出环保 UPS 电源。公司积极响应国家绿色政策，乘势提出绿色能源概念，并推出绿色环保 UPS 电源，包括通信用分布式 UPS、户外一体化电源等 3G 通信专用 UPS，以及系列太阳能光伏发电系统并网逆变器等节能新产品。

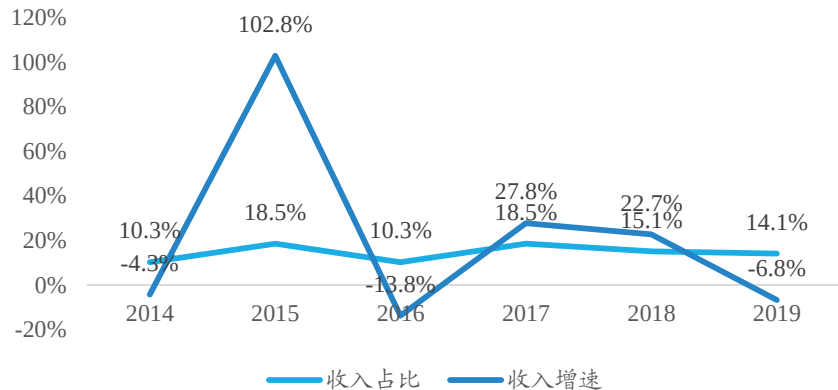
表 7: 以新能源为主线的发展历程

时间	事件
2007 年	依托电力电子变换自主核心技术，推出光伏逆变器、风电变流器，进入新能源领域；导入并推广 ROHS 环保指令，逐步向绿色环保型生产企业发展。
2008 年	自主节能型项目获国家发改委重点扶持
2009 年	依托信息机房电力安全保障的丰富经验，科华恒盛“云动力”绿色数据中心物理基础构建解决方案顺势而生；科华公司被列入福建省首批创新型企业。 推出光伏（1.5KW-1.26MW）、风能等新能源一体化解决方案产品，实现绿色电源技术的产业化。
2010 年	科华恒盛在深圳 A 股成功上市，打造科华恒盛——智慧电能领导者，全面构建高端电源、绿色数据中心、新能源三大产品及解决方案体系。
2013 年	进驻华南电源创新产业园，布局公司华南总部。成立华睿晟子公司，专注绿色数据中心市场开拓
2014 年	科华恒盛技术中心被确认为“国家认定企业技术中心”，成为 UPS 行业首家获此认定企业
2015 年	电动汽车充电桩在国内多地得到应用，成为科华恒盛新的经济增长点。 厦门科华恒盛电力能源有限公司成立
2018 年	“数据中心后备储能智能管理系统”被列入国家工信部第二批绿色数据中心先进适用技术产品目录。
2019 年	开启“智慧电能综合管理”战略新篇章。
2020 年	深耕“新基建”，数据中心、充电桩、轨道交通业务多点开花。

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

新能源业务总体体量小，收入波动大，在低增长至负增长区间。自 2014-2019 年公司新能源业务占比在 10.3%-18.5% 区间，2015 年新能源业务收入占比达 18.5% 的尖峰，收入增长超过 100%。2016 年新能源业务收入出现负增长(-13.8%)，紧接着两年新能源收入增速回升至 25-28% 区间，在 2019 年重新回到负增长。综合来看新能源业务未能抓住持续上升通道，触顶后回落，随新能源补贴退潮，新能源领域收入增速放缓，存在阶段性波动。

图 7: 新能源业务占比 15% 左右，收入增速波动大



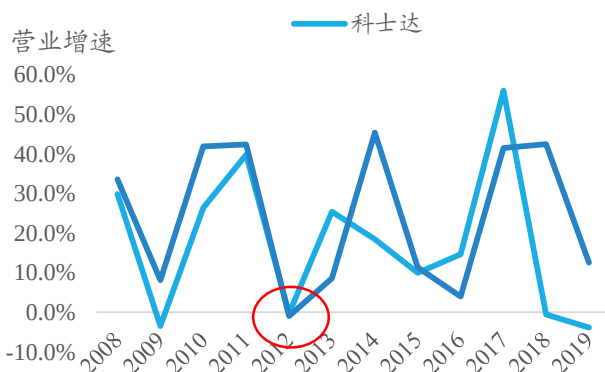
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.4. IDC: 大数据行业爆发为 IDC 创造新机会，数据中心业务上升为公司唯一核心业务

3.4.1. UPS 行业经历寒冬，公司从 IDC 业务寻求突破

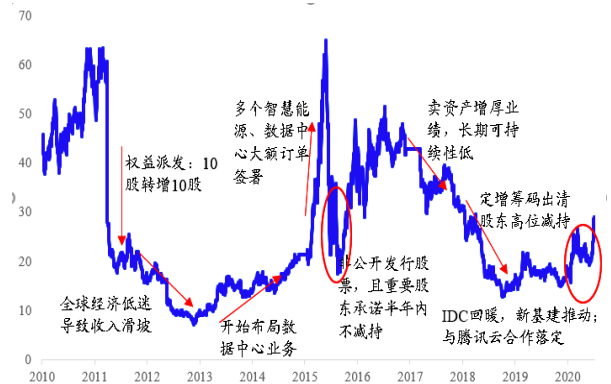
行业进入寒冬，UPS 业内主要企业营收增速均为负值。科士达、科华恒盛国内 UPS 行业重要参与者。受国内宏观低迷影响，2012 年两家公司的营收增幅均呈现负值，科士达、科华恒盛的收入增速分别-0.3%、-1.0%。外部环境低迷，业绩不及预期，股价应声下跌。

图 8: 2012 年 UPS 行业经历寒冬



数据来源: 各公司年报, 国泰君安证券研究

图 9: 行业低迷拖累股价，布局 IDC 后股价缓慢回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

布局数据中心，打造新的增长动能。IDC 位于 UPS 下游，2012 年公司从高端电源供给，逐渐延展到 IDC 建设、运维及一体化解决方案供应。2014-2015 年间，公司股价在智慧能源和数据中心两大业务的加持下创

下新高。

表 8: 以 IDC 为主线的发展历程

时间	事件
2012 年	科华恒盛厦门总部基地投入运营，厦门超大功率 UPS、绿色数据中心产品制造基地投入运行。
2013 年	成立华睿晟子公司，专注绿色数据中心市场开拓。
2014 年	承担国家云计算工程：“数据中心机房配套设备研发及推广”项目。
2016 年	在北上广自建数据中心，推进云基础服务全国布局。
2017 年	完成了天地祥云 100%的股权收购，实现公司从数据中心系列产品及整体解决方案提供商向云计算服务运营商转变。公司整合旗下所有云计算业务成立云集团——面向市场，以客户为中心、以利润为目标，在人力、财务、营销、研发等方面全面独立运营。
2018 年	“数据中心后备储能智能管理系统”被列入国家工信部第二批绿色数据中心先进适用技术产品目录。
2019 年	在数据中心建设方面，公司已获得 A 类机房等级认证、信息安全等级保护三级备案等资质。
2020 年	深耕“新基建”，数据中心、充电桩、轨道交通业务多点开花。

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

3.4.2. 大数据产业发展对 IDC 形成支撑，公司择优而营，转换核心

大数据产业兴起推动数据中心基础设施及相关软件爆发式增长，企业部署的数据中心环境也出现相应的变革与创新。大数据被应用于各行各业，人类产生的数据量正在呈指数级增长。如在娱乐行业，2018 年《王者荣耀》收入高达 220 亿，移动视频 APP 月活跃用户达 10.55 亿。不断扩充的 IT 资源支撑大数据的爆炸式生产。

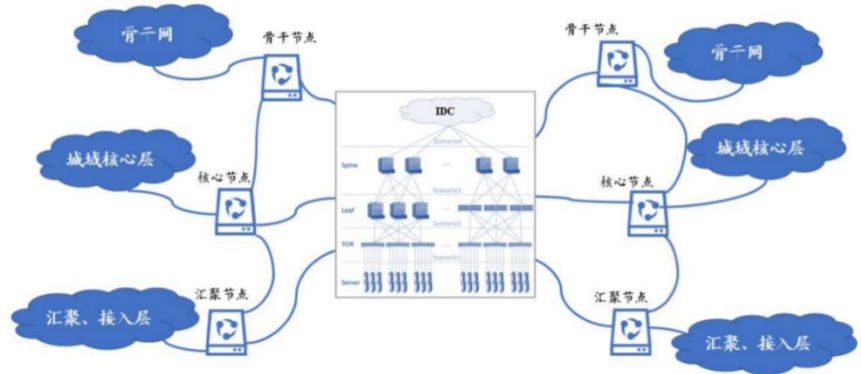
图 10: 人类产生的数据量呈指数级增长



数据来源：大数据产业生态联盟

IDC 是通信网络中的核心地带，数据时代的重要枢纽。如果把数据类比为通信网络道路中穿梭不息的人流，那么地处于交通要塞的数据中心就是繁华的商务楼，是优质的信息核心资产。根据数据中心应用发展指引（2018）报告统计，IDC 有 50%接入骨干网，40%接入城域网。数据中心接入核心网络主要是出于客户对带宽和速率的需求考虑，人口多、密度大、数据使用率高的核心城市相应对数据中心需求强烈、付费意愿高。大量的数据将从城市、基站汇聚到数据中心进行处理、存储及传送。

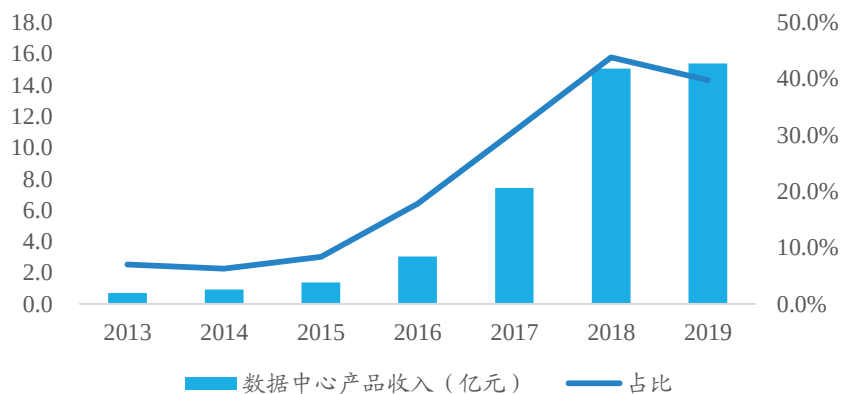
图 11: 数据中心位处通信网络的核心地带



数据来源：国泰君安证券研究

业务主体不断云化，数据中心业务占营收比重达 40%。自 2013 年以来公司数据中心产品收入扩张迅速，每年翻倍增长，六年复合增长率达 66.94%。至 2019 年公司的数据中心产品收入达到 15.4 亿元，占全年收入的 39.8%，与 UPS 并重。

图 12：数据中心产品占比达 40%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。注：按照 2019 年年报披露的分产品统计口径。

3.5. 历史转型的负面效应已释放，战略聚焦于 IDC

3.5.1. 完成对天地祥云团队整合，计提商誉出清并购风险

高价收购天地祥云，提升 IDC 增值服务能力。公司先后在 2016 年 10 月、2017 年 3 月出资 0.9 亿元、6.38 亿元收购天地祥云 25%、75% 的股权。公司和天地祥云之间的战略发展目标高度契合，两者业务相结合一方面可以更深入的布局区域市场，实现双方优势资源的互补，大幅提高公司现有数据中心的运营能力和销售能力；同时，通过双方在数据中心建设和运营的结合，能够进一步提高公司未来数据中心的的技术水平，充分发挥协同效应。

因未完成与天地祥云的业绩对赌，公告计提商誉，前期并购隐含风险消除。天地祥云业绩承诺方承诺 2017 年至 2019 年度实现的经审计后归属于母公司股东的净利润（扣除非经常性损益后孰低原则）分别不低于 5000 万元、7000 万元和 9000 万元。然而，2019 年，天地祥云实现净利润 7706.19 万元，扣非后净利润为 7551.01 万元，比承诺目标利润低

1448.99 万元，业绩承诺完成率为 83.90%。为此公司进行商誉减值测试，预计未来现金净流量的现值为 7.17 亿元，公司计提 7915.11 万商誉减值准备，高价并购的风险得到释放。

表 9：预计未来现金净流量的现值达 7.17 亿元

资产组名称	预测期间	预测期		稳定期间	预测期		折现率	预计未来现金净流量的现值(亿元)
		营业收入增长 (%)	利润率		营业收入增长 (%)	利润率		
北京天地 祥云 (含 商誉)	2020 至 2024	5.07%	11.31%	2024 之后 永续期	0.00%	10.53%	13.86%	7.17
		8.63%	11.15%					
		7.43%	10.85%					
		6.09%	10.51%					
		4.07%	10.20%					

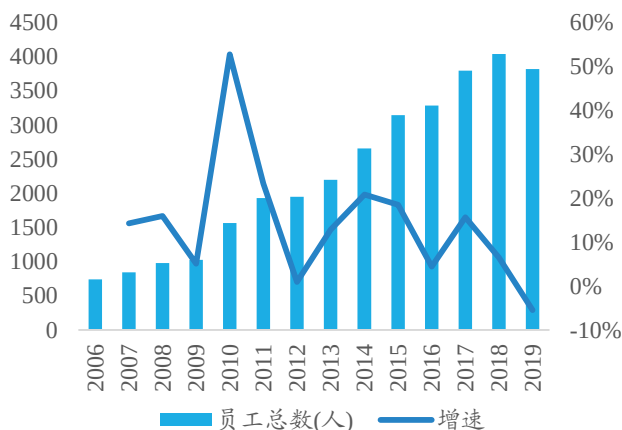
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.5.2. 优化人员结构，注重经营效率

战略转型期积极扩充人才，人均创收不及同行。公司曾经历多次业务转向，从“两轨并行”到“三驾马车协同”。在战略不明晰阶段，公司积极扩招，保持公司团队多元化。至 2018 年，公司员工增长至 4038 人，同年增速达 6.5%。2018 公司人均创收仅 85.1 万元，远低于数据港的 218.15 万元。

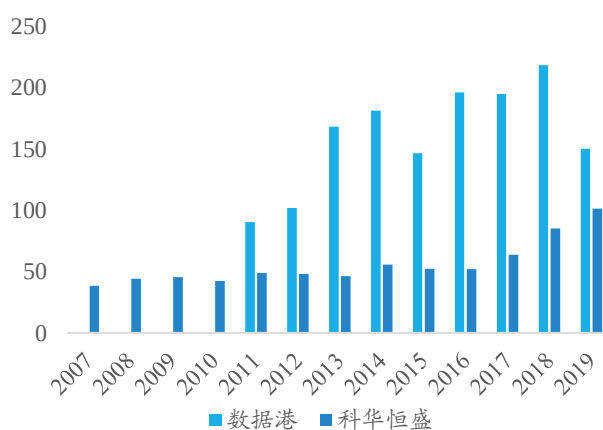
战略明晰后，公司开始优化人员结构，转向高效经营。2019 年公司的员工数首次出现负增长，当年员工总数为 3816 人，同比下降 5.5%。然而，公司经营效率在此期间的提升了弥补人员缩减，人均创收能力增至 101.4 万元，与数据港的差距显著缩小。

图 13：战略确定后，精简员工提高经营效率



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 14：与数据港的人均创收差距减小

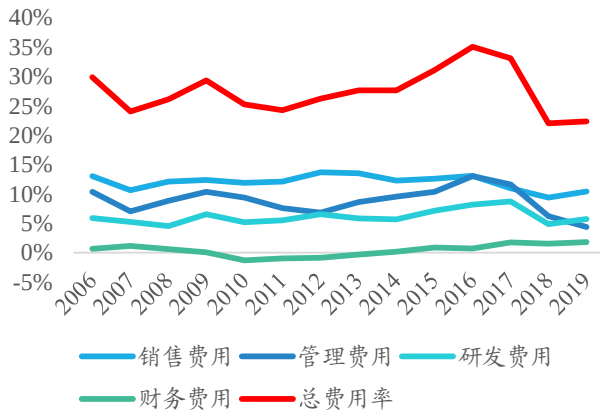


数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

各项费用管控得当，经营性现金流大幅改善。IDC 建设和运维都需要注重费用管控和资金的流动性。2019 年公司各项费用率波动，但总体费用率为 22.4%，处于 2006 年以来的较低水平。同时公司重视资金管理效率，应收账款周转率近年来改善明显。费用率和经营现金流均传递出公司

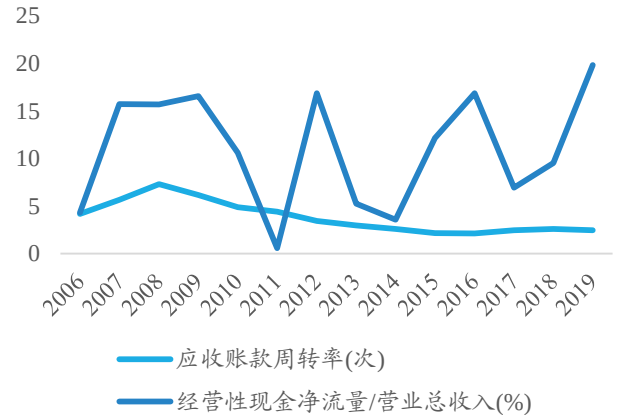
IDC 业务的运营效率向好讯号。

图 15: 总费用率降至 22% 并保持稳定



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 16: 资金流动性改善



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 行业变化: UPS 企稳, IDC 存在变数

4.1. UPS: 行业景气度低, 增速下行

UPS 电源应用于自动控制系统、机房、设备, 电信和互联网行业应用合计超过 30%。根据工作方式分, UPS 可以分为离线式、在线互动式和在线式。离线式主要应用于网络节点、工作站、个人电脑、自动控制系统、门禁监控系统等。在线互动式主要应用于计算机、交通、银行、证券、通信、医疗、工业控制等行业。在线式主要为金融、邮电、电信等领域提供信息网络保护, 以及为大中型数据中心、关键设备提供稳定的电能环境。

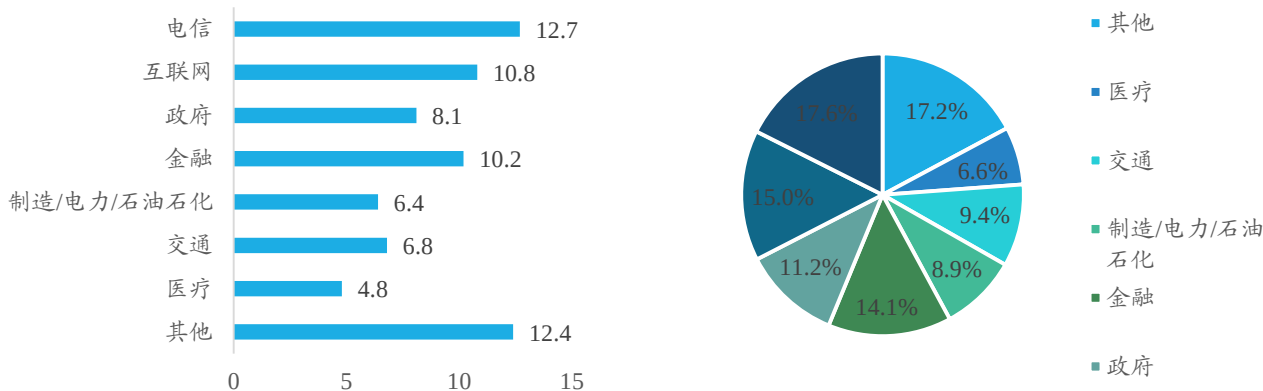
表 10: UPS 应用领域

分类方法	产品分类	应用范围
工作方式	离线式	网络节点、工作站、个人电脑、自动控制系统、门禁监控系统等
	在线互动式	计算机、交通、银行、证券、通信、医疗、工业控制等行业
	在线式	主要为金融、邮电、电信等领域提供信息网络保护, 以及为大中型数据中心、关键设备提供稳定的电能环境
功率大小	大功率 (P) ≥ 10KVA	互联网服务商、数据交换中心机房、同管系统/机房、计费中心、银行与债券结算中心、业务服务器群、工业过程控制应用、办公自动化、精密仪器设备等
	中小功率 (P) < 10KVA	主要为服务器、网络设备、数据中心、精密设备等网络数据提供安全保护

数据来源: 国泰君安证券研究

图 17: 2019 年中国 UPS 市场分行业销售额

图 18: 2019 年中国 UPS 市场行业结构

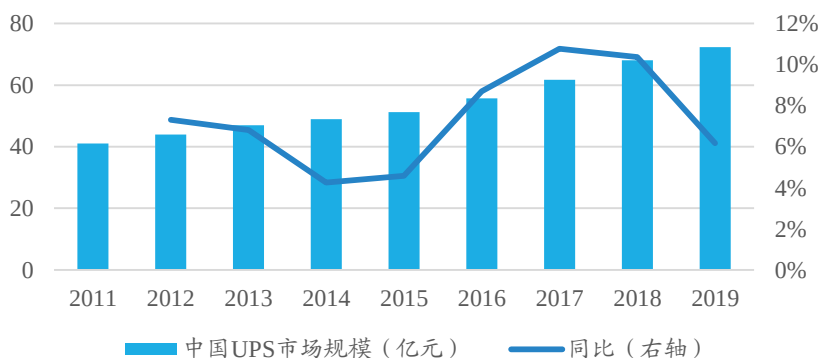


数据来源：赛迪顾问，国泰君安证券研究

数据来源：赛迪顾问，国泰君安证券研究

宏观环境和下游应用行业政策加严，UPS 市场增速放缓。国内 UPS 市场规模一定程度上受电信网电源智能制造、高端芯片制造以及轨道交通新建里程增加的带动。但国内整体经济下行压力加大以及北上广深等一线城市新建数据中心、新建机架数的建设审批收紧，共同导致国内 UPS 市场增速下滑。2019 年中国 UPS 市场规模达到 72.3 亿元，增速继续下降，同比增长为 6.2%。

图 19: UPS 市场规模增速下行



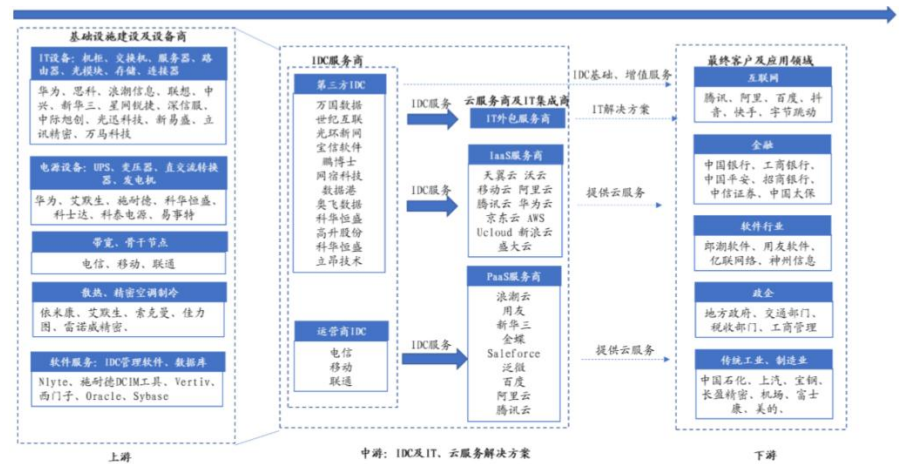
数据来源：赛迪咨询，国泰君安证券研究

4.2. IDC：需求端景气度高，行业由蓝海转红

4.2.1. IDC 是各行各业数字应用的基础设施底层，下游应用驱动上游机柜需求

IDC 位于产业链偏中上游位置，受下游行业发展带动。上游主要为土建方、设备商、软件厂商、运营商，土建方负责建筑的建设，设备商提供 ICT 设备（交换机、服务器、光模块、机柜）、电气设备（线缆、电源设备）等，软件服务商提供数据中心管理监控、安全防护等软件产品，而运营商则提供网络接入及机房节点租用等网络服务。下游主要为云计算厂商和其他企业。云计算厂商主要通过虚拟化实体资源为客户提供灵活的资源分配和调度而获取收入，而其他企业通过部署托管自己的服务器集群为自己的业务服务。

图 20: 企业云化率上升将回到 IDC 需求增长



数据来源: 国泰君安证券研究

云计算厂商资本开支扩大, 上游 IDC 需求爆发。新基建按下“加速键”, 国内互联网纷纷扩大数据中心、云操作系统等云计算领域的资本开支。如 2020 年 4 月, 阿里云宣布未来 3 年投入 2000 亿元, 用于云操作系统、服务器、芯片、网络等重大核心技术研发攻坚和面向未来的数据中心建设。云服务商扩大, 势必提升对 IT 资源的需求, IDC 行业景气度上升。

表 11: BAT 计划加大云计算资本开支

	阿里云	腾讯云	百度云
时间	2020 年 4 月	2020 年 5 月	2020 年 6 月
总规划	未来 3 年投入 2000 亿, 阿里云的数据中心和服务器规模再翻 3 倍	未来五年将投入 5000 亿, 用于新基建的进一步布局	预计到 2030 年智能云服务器台数超过 500 万台
投入方向	云操作系统、服务器、芯片、网络等技术研发和面向未来的数据中心建设	云计算、人工智能、区块链、服务器、大型数据中心、超算中心、物联网操作系统、5G 网络、音视频通讯、网络安全、量子计算等;	重点投入云启产业基地、工业互联网基地、创新中心、产业园区等方面的建设人工智能、芯片、云计算、数据中心等新基建领域。

数据来源: 新浪网, 国泰君安证券研究

4.2.2. 行业本质是满足运算和存储的需求, 5G 渗透将带动行业新一轮加速

IDC 需求可用数据流量量化, 下游流量井喷意味着上游机柜需求旺盛。IDC 企业通过自建或租赁数据中心, 为最终客户提供服务器存放、宽带接入、代维代管等基础服务。在带宽租用项目中, 服务上往往通过带宽、流量计费, 流量使用直接与 IDC 需求挂钩。

表 12: IDC 服务主要采取带宽流量计费

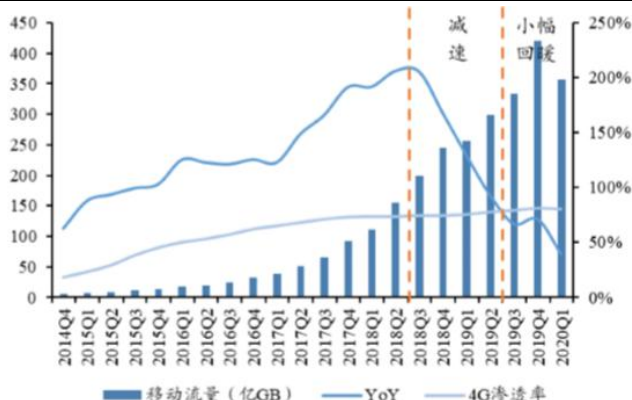
服务项目	定价模式
带宽租用	固定带宽: 客户每月使用带宽数量不得超过约定上线, 每月收取固定费用; 保底带宽+超量带宽: 保底带宽部分每月收取固定费用; 超量带宽按照 95 计费或者峰值计费, 计费单位为“元/M/月”
机柜租用	

IP 地址租用	按客户使用 IP 地址数量收费，计费单位为“元个/月”
网络接入	按月收取固定服务费用
数据同步	按月收取固定服务费用
服务器销售	按客户采购的数量和单价计费，计费单位为“元/台”
中继线业务	根据客户使用的中继线数量收费，计费单位为“元/月/条”

数据来源：国泰君安证券研究。注：95 计费是指每 5 分组进行一次带宽数据流量采样，每月将带宽流量数据从高到低排序，去掉最高的前 5%，按照剩下的（即 95%）最高值作为带宽计费数量，是按照带宽当月最高峰值点作为带宽计费数量。

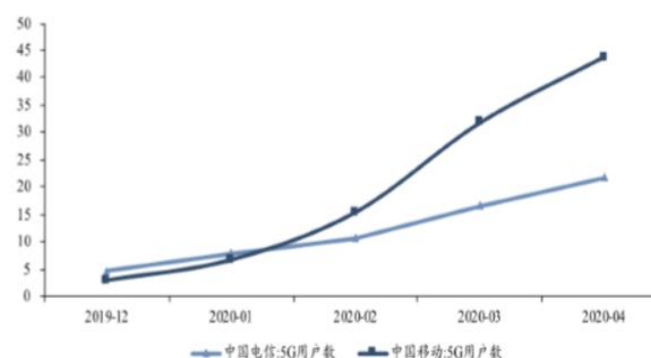
5G 建设周期或继续推进流量迎高速增长，IDC 作为下游各行各业数字应用的基础设施底层，对其的需求有望被进一步刺激。近年来短视频、直播、游戏等互联网应用走红，带动移动数据流量爆发，流量增速于 2018Q3 达到 200% 的峰值。随着 2019 年 6 月 5G 商用牌照发放，5G 商用建设步入正轨，2020Q1 增速保持 40% 高位。随着 5G 商用不断推进，C 端用户流量习惯逐渐培养、移动流量数据将远超 4G 时期，同时 B 端工业互联网、物联网、AR/VR 等产业将凭借 5G 网络高速率、高可靠、低时延特性得以快速发展延伸，新兴行业数据流量的激增将刺激云计算需求。

图 21：4G 流量度过应用爆发期，增速回落



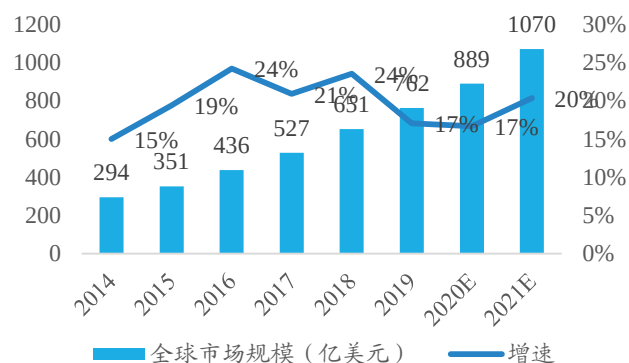
数据来源：工信部

图 22：5G 渗透率不断提升继续推进流量增长



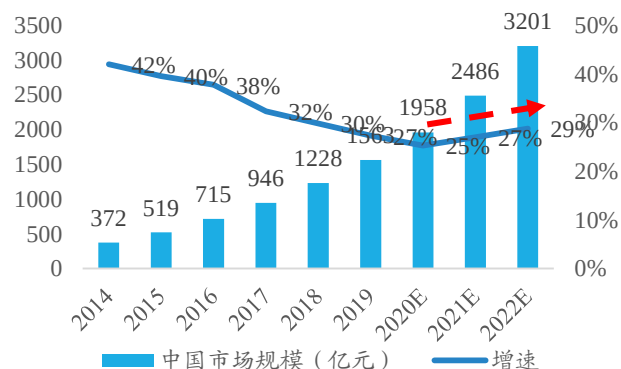
数据来源：中国电信，中国移动

图 23：全球数据中心市场增速趋于平稳



数据来源：信通院，IDC，国泰君安证券研究

图 24：中国 IDC 市场增速出现拐点



数据来源：科智资讯，国泰君安证券研究

4.2.3. 行业从成长期向成熟期跨越，新企业涌入

行业竞争环境改变，中立第三方企业的重要性提升。国内 IDC 市场早期由运营商主导，随着牌照放开，且 IDC 服务更注重数据存储和计算能力的虚拟化、设备维护管理的综合化，中立第三方崭露头角。

表 13: 中立 IDC 厂商成为国内 IDC 行业主要供应商

时间	主要事件	业务变化	主要供应商
1996	中国电信创新性地向客户提供托管业务和信息港服务业务，这是我国 IDC 服务业务的雏形。	通过托管、外包或集中等方式向企业提供大型主机的管理维护。	
2000 前后	大量企业上网的需求推动了 IDC 市场的迅速增长，带来第一个增长期	IDC 主要是作为一种以电信级机房设施为基础，向用户提供专业化、标准化的数据存放业务。	运营商
2001	互联网泡沫破裂	IDC 市场陷入蛰伏	
2002 后	用户对访问速度和服务内容的需求不断升级，迫使大量互联网企业重新规划网络架构，进一步推动了国内 IDC 市场的发展	服务于短信、网游、语音和视频宽带等应用的 IDC 业务兴起。	运营商、中立
2009 起	云计算技术引入		IDC
2012 后	IDC 牌照再次开放，公有云服务市场增长迅速，直接拉动数据中心服务市场	更注重数据存储和计算能力的虚拟化、设备维护管理的综合化。	

数据来源：新浪网，国泰君安证券研究

在行业需求端高景气和企业自身转型需要的驱使下，不断有企业（甚至跨行业）进入 IDC 市场。IDC 作为网络传输核心部件，与各行各业联系紧密。以字节跳动为代表的互联网公司，其 IDC 资源以自用为主。阿里云、腾讯云等云计算公司，以自建、代建、租用的方式布局 IDC，赋能云计算业务。受原有行业景气度下行，钢厂和 UPS 企业等纷纷进入 IDC 行业，前者拥有稀缺的一线城市土地资源，后者拥有丰富的 IDC 电源解决经验。纵观整个 IDC 行业，竞争态势出现由蓝海向红海转变的迹象，市场参与者不断增加。

表 14: 不同类型企业进入 IDC 行业

新进入者	代表企业
互联网公司	字节跳动等（自用为主）
云计算公司	阿里云、腾讯云、UCloud 等
钢厂 + IDC 模式	宝钢股份、杭钢股份等
UPS+IDC 模式	科士达、科华恒盛等

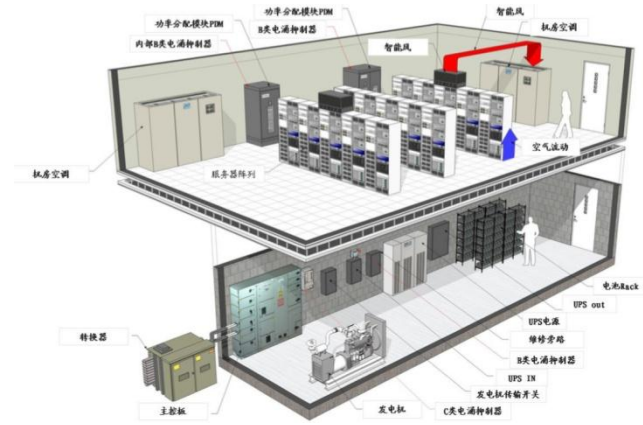
数据来源：国泰君安证券研究

4.3. UPS 是数据中心上游，主业承压后 UPS 企业向 IDC 延伸

数据中心是 UPS 核心应用场景，UPS 是数据中心的**核心部件**。UPS 电源用于是 IDC 基础设施建设的重要组成部分，在数据中心的日常电力耗中，UPS 消耗占据 18%的比重。同时在 UPS 市场规模中，大功率 UPS 占比超 70%，主要应用于互联网服务商、数据交换中心机房、同管系统/机房、业务服务器群、工业过程控制应用等。

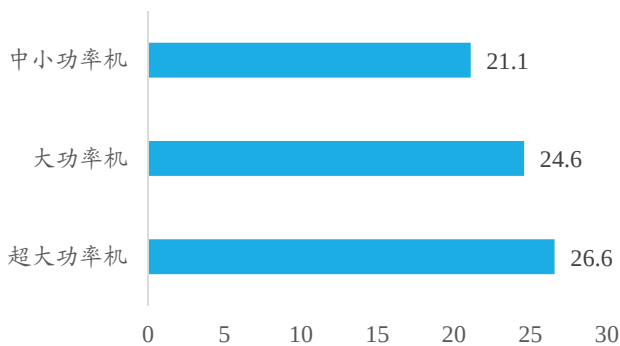
图 25: UPS 电源是数据中心重要组成部分

图 26: UPS 耗电占数据中心整体电耗的 18%

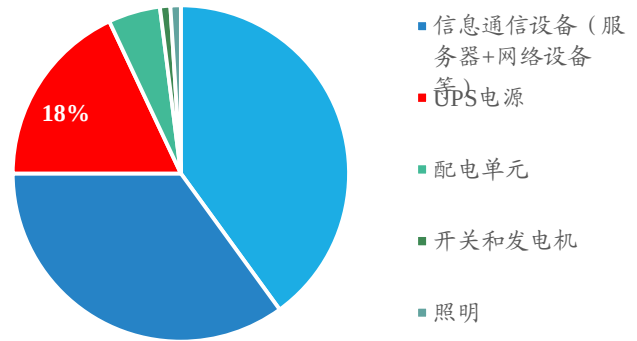


数据来源: Indiamart

图 27: 2019 年中国 UPS 细分市场结构 (销售额, 亿元)

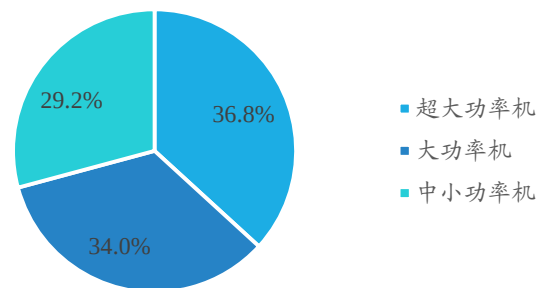


数据来源: 赛迪顾问, 国泰君安证券研究



数据来源: IDC 圈, 国泰君安证券研究

图 28: 2019 年中国 UPS 细分市场结构 (占比)



数据来源: 赛迪顾问, 国泰君安证券研究

UPS 与 IDC 两个行业关系紧密, UPS 业内公司纷纷转型 IDC。科华恒盛和科士达相继涉足 IDC, 其中科士达专注于数据中心 (IDC) 及新能源领域的智能网络能源供应, 单独对数据中心产品进行披露。科华恒盛从数据中心电源工业转型数据中心建设运维。我们认为, **UPS+IDC 企业是行业的新趋势, 具有新机会。**

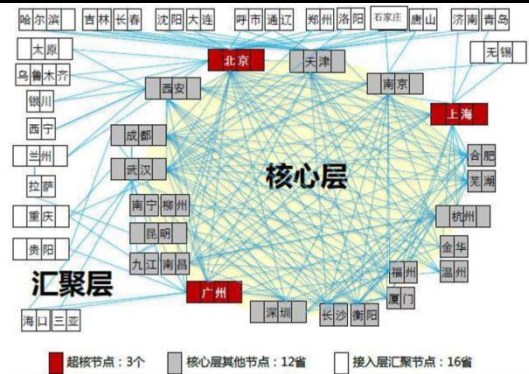
5. 公司竞争力: 现有机房利用率尚低, 资源、成本将为公司夯实行业地位

5.1. 五个自建机房均位于 IDC 资源稀缺的一线城市, 开发率尚低, 提升空间大

市场需求结构及网络资源分布决定大量 IDC 需求集中在一线城市。根据中数盟调研结果, 在国内 IDC 托管服务终端客中, 需求占比最多的是云计算厂商及互联网企业 (占据了 62%), 其次是政府机构和金融企业。互联网巨头及金融机构大多集中在一线城市, 一定程度上决定了现阶段 IDC 服务的大多数需求也集中在北上广深四大一线城市。北京、上海、广州是国内网络的三个超级节点, 作为三个超级枢纽, 承接整个网络的运行。

环评、能耗等政策限制供给弹性，一线城市土地资源稀缺。以北京为例，2020年6月北京出台《新型基础设施建设行动方案（2020-2022年）》，在IDC建设上要求遵循总量控制原则，推进IDC建设从存储型到计算型的结构性改革，促进小规模、低效率数据中心向集约化、高效率转变。上海的《新型基础设施建设行动方案（2020-2022年）》就明确规划，在2021年第一季度以前，全市仅新增6万机架供给。各项政策的限制，使得已布局在一线城市的IDC资源在行业内的优越性提升。

图 29：一线城市拥有最佳网络资源



数据来源：中国电信

图 30：一线城市对于新基建用地政策严厉



数据来源：各地经信委，国泰君安证券研究

从存量和增量看，未来一线城市数据中心服务仍然供不应求。根据《全国数据中心应用发展指引（2018）》数据显示，预计2019年一线城市及周边地区仍是供小于求，北京、上海、广深地区供需缺口分别为2.8/5.1/3.9万机架。从2020-2021年的增量来看，以上海市为例，分两批指标发放仅刚好能覆盖以前的供需缺口，增量部分仍然供不应求。

表 15：2019 年一线城市 IDC 仍然供不应求

城市	2019 年可用机架（万）	2019 年需求（万）	供需缺口（万）
北京	19.2	22	-2.8
上海	30.9	36	-5.1
广深	15.1	19	-3.9

数据来源：全国数据中心应用发展指引（2018）（含预测），国泰君安证券研究

公司拥有一线城市的五个自建 IDC，平均上架率低，后期会持续给业绩加码。公司自建 5 个数据中心均位于北上广，其中广州乾昇、广州德昇上架率均不足 40%。我们预计，随着公司 IDC 建设推进，数据中心利用率提高，公司中长期业绩有望稳定增长。

表 16：公司自建 IDC 上架率低于行业平均水平

数据中心	占地面积（平方米）	完成机柜数（个）	上架机柜数（个）	上架率
北京亦庄	24000	4400	3080	70.00%
上海市北	21000	3600	2520	70.00%
上海臣翊	--	550	330	60.00%
广州科云	60000	4200	3696	88.00%
广州乾昇	33000	4000	1600	40.00%

广州德昇	50000	4500	1350	30.00%
------	-------	------	------	--------

数据来源：国泰君安证券研究。注：上述数据为估计值，截至 2020 年 7 月 31 日。

5.2. 合作政府项目，实现环一线城市的资源布局

环一线城市能够缓解一线城市 IT 资源紧张的问题，满足较低时延要求的服务需要。前文分析到一线城市资源紧张，数据中心布局在环一线城市受需求驱动明显。环一线城市的核心网资源虽不及一线城市，但自然条件适宜、土地和电力成本相对较低、进入门槛相对不高，在数据中心制冷方面能创造良好的环境，逐渐成为一些非低时延数据中心业务的首选。近年来阿里的新 IDC 布局均在环一线城市。

表 17: 环一线城市能够满足低时延服务要求

	100 千米城市圈	200 千米城市圈	300 千米城市圈
时延程度	≤ 20ms	≤ 200ms	
服务内容	边缘计算类，如网络游戏、线上支付等	低时延类，如车联网、工业互联网、金融等	中时延类，如视频播放、大数据区块链等
北京	廊坊、三河	张家口、天津、保定	乌兰察布、秦皇岛
上海	南通、海门、太仓、昆山、嘉兴、常熟	杭州、湖州	南京、芜湖
广州	清远、佛山、鹤山、珠海、东莞	河源、惠州、韶关	茂名、汕尾
深圳	惠州、珠海、东莞	河源、清远、佛山、鹤山、汕尾	韶关

数据来源：全国数据中心应用发展指引（2018），广东省 5G 基站和数据中心总体布局规划（2021-2025 年），国泰君安证券研究

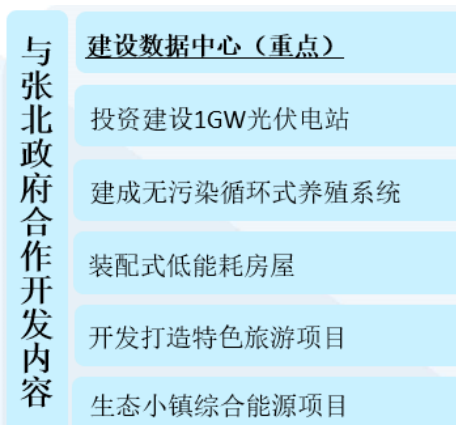
表 18: 阿里云在环一线进行 IDC 布局

城市	名称	服务器台数	占地	计划投资金额（亿元）
乌兰察布	察哈尔工业园区		200 亩	150
	集宁现代物流园	30W	200 亩	
	察右前旗		200 亩	
张北	张北数据中心 1 号园区	10W	200 亩	60
	张北数据中心 2 号园区	10W	200 亩	60
	阿里庙滩数据中心			60
	阿里小二台数据中心	60W	630 亩	60
	阿里中都草原			60
河源	河源数据中心	>30W		150
杭州	云计算仁和项目	10W	142 亩	60
千岛湖	千岛湖数据中心	>5W		
南通	南通数据中心	30W	450 亩	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

IDC 建设运维能力获地方政府青睐，公司签约环一线数据中心建设项目。公司与张北县委县政府达成合作，围绕张北智慧生态小镇大数据中心建设，充分发挥在大数据中心、智慧能源综合服务等方面的业务优势，整合技术、资金和政策等相关资源。

图 31: 与张北政府合作建设 IDC



数据来源：搜狐网

5.3. 积累大规模机房的运维经验，将在“超大数据中心”浪潮中受益

公司积累了丰富的运维大规模机房经验，后期将受益于超大机房服务时代。与数据港的在运数据中心比较，公司的数据中心多分布在一线城市，数据中心占地面积更大，内置机柜数更多。当前阿里、腾讯、快手纷纷开建超大型数据中心，公司大规模数据中心运维经验将使公司受益于超大型 IDC 时代。

表 19: 数据港在运数据中心规模较小，分布偏离一线城市

数据中心	地点	面积 (m²)	机柜规模
536	杭州市	3727	468
628	杭州市	10573	1199
185-5	杭州市	11334	1071
185-7	杭州市	6043	816
223-1F,2F	上海市	2015	250
223-3F,219-3F	上海市	2160	463
217-4F	上海市	1345	304
219-1F	上海市	864	139
69-2 (宝山一期)	上海市	14500	929
69-3 (宝山二期)	上海市	5500	394
张北数据中心 2A1	河北张北		2200
张北数据中心 2A2	河北张北		
西石 5 大数据平台	杭州市		1301
西石 6 大数据平台	杭州市		1037
深圳宝龙创益园项目(一期)	深圳市		2250

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 20: 科华恒盛的在运数据中心集中于一线城市，建设规模较大

数据中心	数据中心面积 (m²)	机柜总数 (个)
北京电信亦庄数据中心	18,000	1,213
北京联通木樨园数据中心	--	667

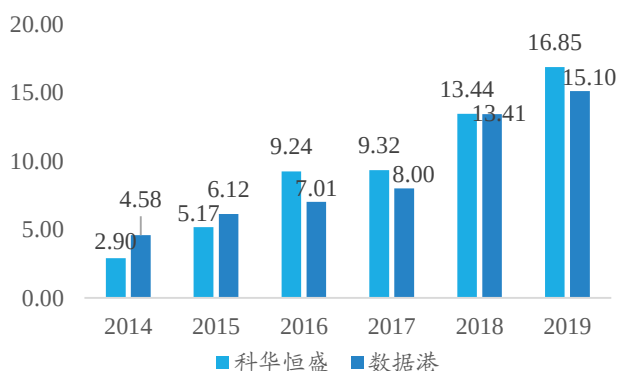
北京移动国际信息港数据中心	65,000	7,000
北京祥云国电亦庄数据中心	22,527	3,240
北京金田数据中心	18,000	800
北京酒仙桥 M8 数据中心	6,000	1052
北京大族数据中心	24000	4000
北京电信东区数据中心	--	1565
北京马驹桥数据中心	--	4100
北京顺诚数据中心	--	3551
上海云立方数据中心	21,000	3,780
苏州电信金鸡湖数据中心	10,800	1247
苏州太仓数据中心	2500	422
广州科云数据中心	18,900	3000
广州东涌数据中心	45,000	4600
广州名美数据中心	33,000	4000
广州南沙数据中心	30,000	3,600
广州旗锐云数据中心	46,192	3400
广州电信人民中数据中心	15,673	1,624
广州联通华龙数据中心	--	1030
香港将军澳数据中心		1000
中国电信西部信息中心		3500

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

5.4. 房屋建筑储备丰富，IDC 项目推进更具自主性

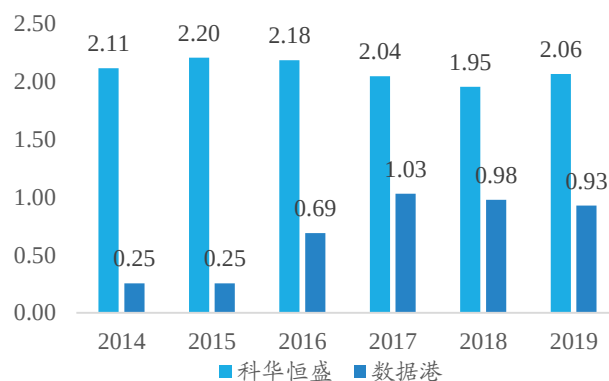
相较租地自建，厂商自有房产在 IDC 项目扩建、稳健经营、成本可控上更具优势。公司以自建、零售 + 批发的模式运营，自建有 5 个数据中心，自有房屋及建筑物资产 2.06 亿元。而业内多数 IDC 企业采取租地自建，如数据港仅保有 0.93 亿元的房屋及建筑物资产。自有房产在机房扩建、设计规划上更具自由度。一线城市受土地政策限制，可以用于 IDC 建设的土地资源较为稀缺，自有资源利于 IDC 经营的长期稳定性，在建筑物使用成本等支出上具有可控性。

图 32：固定资产对比（亿元）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 33：房屋及建筑物资产对比（亿元）

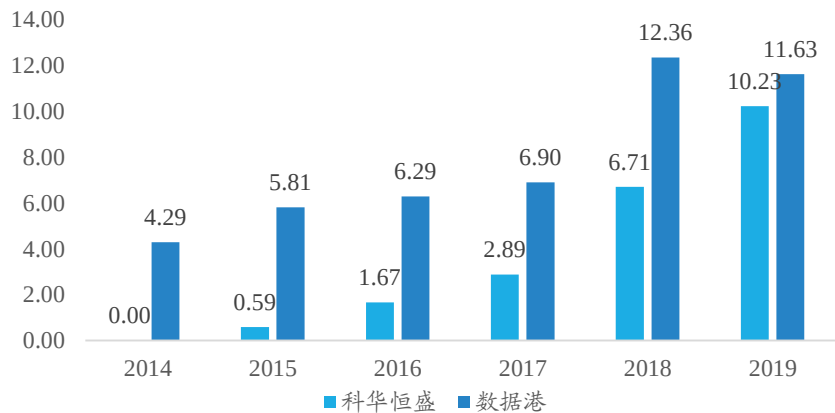


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

项目交付能力出众，实际 IDC 建设推进速度远超数据港。公司自开拓 IDC 业务，到正式转型 IDC，公司近 5 年 IDC 机房设备资产的复合增长

率达 104%，优于同行的 IDC 机房设备资产增速，可想而知公司项目交付能力的提高速度快于同行。

图 34: IDC 机房设备资产对比（亿元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

5.5. 准确预判 IDC 发展方向，提前布局绿色数据中心，项目经验领先

长期专注大型绿色数据中心市场，具备先发优势。公司自开拓 IDC 业务伊始，就以绿色数据中心为抓手。2012 年科华恒盛厦门总部基地投入运营，厦门超大功率 UPS、绿色数据中心产品制造基地投入运行。2013 年公司成立睿晟子公司，专注绿色数据中心市场开拓。目前公司产品被列入国家工信部绿色数据中心目录，取得了完整的数据中心建设资质，公司在绿色数据中心市场的具有先发优势。

项目经验丰富，产品品质优于行业平均。公司曾为亚洲最大规模的自然冷却绿色数据中心——宁夏誉成云基础数据中心——提供 2900+机柜，定制高密度微模块系统。该数据中心如今是超高能效国家绿色数据中心试点单位，年均 PUE 低至 1.1，远低于国内超大型数据中心平均 PUE 1.4。公司的项目经验和技術沉淀使得公司产品能够精准匹配客户需求，产品品质得到客户广泛认可。

图 35: 宁夏誉成云基础数据中心兼具超高能效和超低能耗



数据来源：誉成云基础官网

打通数据中心建设运维一体化链条，是大型云计算厂商的理想合作对象。公司长期盘踞高端电源龙头地位，具有从 UPS 电源到供配电、制冷系统、IT 微环境、微模块、动环系统等 IDC 建设和运维的一体化绿色数据中心解决方案供应能力，覆盖 IDC 建设运维全产业链。目前阿里云、腾讯云等大型云计算厂商通过“自建+代建”的方式积极布局数据中心业务，公司具备显著的全产业链布局优势，是大型云计算厂商代建代运的最优选择。

图 36：拥有数据中心高端一体化产品线



数据来源：公司官网

图 37：绿色数据中心解决方案



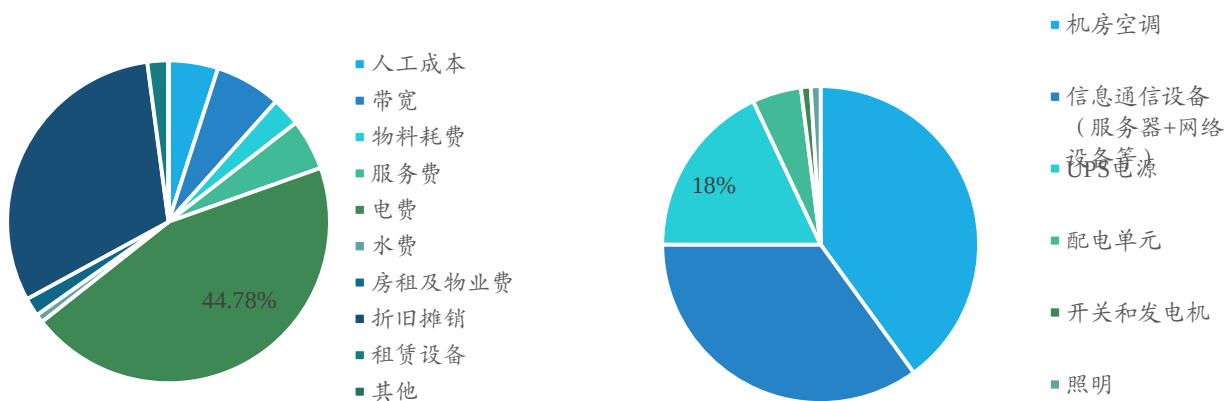
数据来源：公司官网

5.6. 迁移 UPS 和新能源领域的的能力，利于节能降本，为公司的 IDC 业务赋能

电力耗费占据 IDC 运营大部分支出，能耗管控体现能力。从光环新网的成本结构来看，电费在其 IDC 服务运营支出占比达 44.78%。随着 IDC 业务量扩大和功率密度不断提升，数据中心用电量也将不断增加。同时一线城市电力成本更高，能耗政策严苛，因此对 IDC 运营公司来说，电力费用管控成为公司成本控制的关键。

图 38：电费在 IDC 运营支出中占据 45%

图 39：国内数据中心电力消费明细



数据来源：光环新网公司公告，国泰君安证券研究

数据来源：IDC 圈，国泰君安证券研究

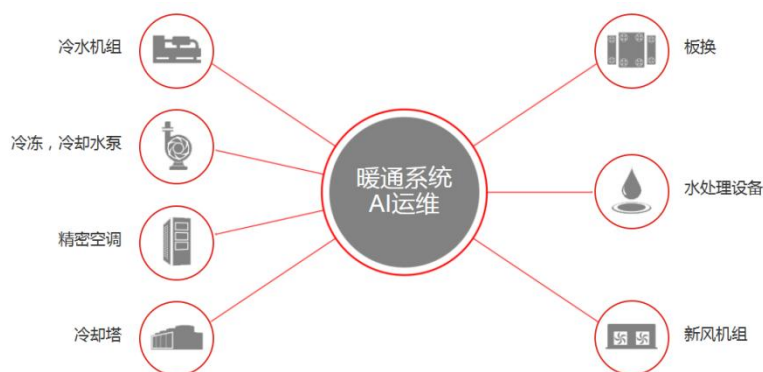
表 21: 一线城市 IDC 产业的绿色政策

城市	时间	文件名称	内容摘要
北京市	2018.09	《北京市新增产业的禁止和限售目录（2018 版）》	明确规定全市禁止新建和扩建 PUE>1.4 的数据中心
	2018.11	《上海市推进新一代信息基础设施建设助力提升城市能级和核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》	要求村里改造数据中心 PUE 不高于 1.4，新建数据中心 PUE 限制在 1.3 一下
上海市	2019.06	《上海市互联网数据中心建设导则（2019）》	严禁上海市中环以内区域新建数据中心，但项目规模应控制在 3000 至 5000 机架，PUE 不超过 1.3
	2020.05	《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》	要求新增数据中心机架数小于等于 6 万个，新增数据中心 PUE 不超过 1.3，建设 E 级高性能数据中心
深圳市	2019.04	《深圳市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项的通知》	强调 PUE1.4 以上的数据中心不享有支持，PUE 低于 1.25 的数据中心可享受新能源消费量 40% 以上的支持

数据来源：各地经信委，国泰君安证券研究

迁移在能源和绿色数据中心的经验，以绿色节能和可用性构建两大核心竞争力指标。公司从 UPS 向下游发展进入 IDC 行业，行业位置特殊，公司可将其 UPS 电源和绿色数据中心建设的能力迁移到 IDC 建设和运维中。公司通过 AI+DCIM 节能服务，以绿色节能和可用性为两大建设指标，结合人工智能先进技术应用，帮助用户有效降低数据中心 PUE 值，提升数据中心智能运营，运维水平，实现节约成本的目的，从而打造公司的特有竞争力。

图 40: 公司提供 AI+DCIM 节能服务



数据来源：公司官网

表 22: 公司具有丰富大型绿色数据中心建设经验

项目	服务内容	简介
宁夏誉成云基础数据中心	提供 2900+机柜, 定制高密度微模块系统	亚洲最大规模的自然冷却绿色数据中心, 总建筑面积约 20 万平方米, 规划机房可容纳高密度机柜 2 万余个。
中国电信上海微模块框架采购项目	提供 1100+机柜, R9-R30 微模块系统	机柜轻质, 功率密度高, PUE 能够低于 1.5, 并且统一配电标准。
北京大族数据中心	24000 m ² (建筑面积)/4700 个 (机柜数量)	Tier3+通过 A 类机房认证, 设计 PUE < 1.5
上海云立方数据中心	21000 m ² /3780 个	Tier3+通过 A 类机房认证, 设计 PUE < 1.5
广州名美数据中心	33000 m ² /4000 个	Tier3+通过 A 类机房认证, 设计 PUE < 1.5
广州科云数据中心	60000 m ² /6800 个	广东电信超 5 星级数据中心, 设计 PUE < 1.5
广州东涌数据中心	50000 m ² /6000 个	广东电信超 5 星级数据中心, 设计 PUE < 1.5

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

6. 腾讯的潜在核心供应商，预期合作长期可持续

6.1. 公司产品与腾讯四代 IDC 建设要求配适度高，具有成为腾讯核心供应商的意愿和能力

从云服务商的视角，在选择 IDC 合作方时，第一看中稳定运维能力，第二看中批量交付能力，第三看中成本。在稳定运维能力上，公司依靠电源经验，能够充分保证数据中心运行的可靠性和安全性。在交付和成本方面，公司过去 10 年中建立起绿色数据中心建设运维的批量交付能力，并确定“转型 IDC”战略，致力于推动 IDC 业务市场份额不断扩张、规模效应不断凸显。我们认为，公司的运维能力、批量交付能力、成本均完美匹配云服务商的要求，未来极有可能通过全面辅佐腾讯布局 IDC，

获得业绩的长期稳定增长。

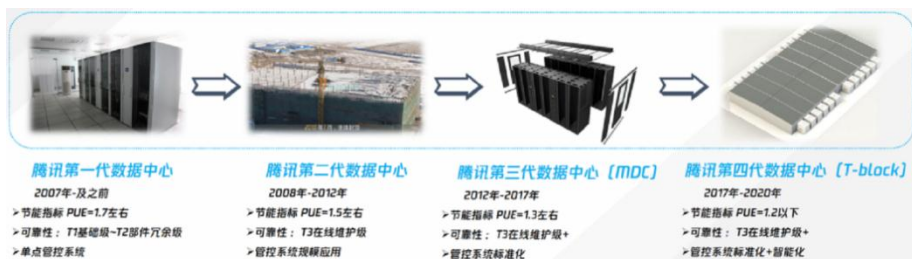
表 23: 公司具备成为腾讯核心供应商的资质和意愿

	稳定运维能力	批量交付能力	成本管控能力
云计算公司	- 安全不出现事故是第一要义 - 好的运维能够控制住 OPEX, 降低成本	云厂商业务量大、增长快, 逐渐形成以 1.5-2 万台服务器为一个大型模块的规划方法, 对大型、集群化的 IDC 机柜需求增加	机柜价格是成本加成定价, 供应商的成本控制能力决定其能否在和阿里的议价过程中适当让步且不过分损害公司自身利益
数据港	- SLA 达成率 100%, 无宕机记录 - 技术人员多有 BAT 背景, 成立即与阿里合作至今 - PUE 低于行业	- 阿里云基地模式彻底跟随者, 不局限于一线城市 - 扩张意愿高, 资产周转率处于行业前列, 项目交付快于同行	- IRR 显著低于行业均值 - 公司当前更加看重整体 IDC 体量空间的的增长和阿里份额的扩张性
科华恒盛	- 依靠电源经验, 充分保证数据中心运行的可靠性和安全性 - PUE 低于行业	- 搭建起华北、华东、华南、西南四大数据中心集群, 中国模块化数据中心国产品牌市场占有率第一 (2018 年) - 扩张意愿高, 资金流改善, 项目交付快于同行	公司同样看重整体 IDC 业务体量的增长和腾讯云等大厂份额的扩张性

数据来源: 国泰君安证券研究

IDC 规模、设计、运维, 均能跟上腾讯第四代 IDC 部署要求, 是腾讯理想的合作伙伴。腾讯自 2017 年开始第四代数据中心建设部署, 作为典型代表的清远数据中心于 2020 年 7 月份开服, 具有规模大、交付周期短、节能高效等特点。公司的 IDC 技术经过多年积累, 在项目规模(承接上海移动最大 IDC 项目)、交付能力(较行业 6-12 月交付周期, 公司实现 3 个月交付)、定制化服务能力(非标量身定制)、节能高效(承接亚洲最大绿色数据中心项目、实现微模块高密度部署)等方面均符合腾讯的第四代建设及运维要求。预计双方后续合作适配程度高, 有望打开双赢局面。

图 41: 腾讯进入以 T-block 为代表的第四代 IDC 阶段



数据来源: 腾讯数据中心公众号

表 24: 公司的项目经验匹配腾讯的第四代 IDC 要求

项目	服务内容	简介
中国移动上海分公司临港一期数据中心	提供 250+机柜, R18 微模块系统	上海移动最大的 IDC 项目, 项目建成后主要服务于国内某大型互联网公司。项目整体建设周期短, 最终客户要求能快速上架服务器。该项目同时是移动为该大型互联网公司建设的第一个采用微模块方案建设项目。

宝之云 IDC	提供 800+机柜 V2.5 高密度微模块系统	国内一线城市最大单体 IDC 项目，在满足产品技术要求条件下，科华恒盛进行了 更高级别的定制响应，满足客户个性化的创新需求及更高标准的技术指标。
宁夏誉成云基础数据中心	提供 2900+机柜 定制高密度微模块系统	宁夏誉成云基础数据中心是“美利云中卫数据中心”，是 全亚洲最大规模的自然冷却绿色数据中心 ，总占地面积 600 亩，总建筑面积约 20 万平方米，规划建设数据中心机房 10 栋，可容纳高密度机柜 2 万余个。该项目 地处风沙地带 ，最终用户为国内某大型互联网企业。
中国移动南京江北数据中心	提供 2900+机柜，定制 高密度微模块系统	为每个机房 非标量身定制不同高度底座 。根据现场实地勘测，对 微模块产品进行优化 ，降低整个微模块的高度，满足现场安装层高要求。
中国电信南京（吉山）云计算中心	提供 1700+机柜， R18/R12V3.0 微模块系统	最终客户国内某大型互联网公司要求快速建设与交付数据中心，满足其云计算业务全国快速布局的需求，此项目要求 3 个月内完成交付

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

6.2. 腾讯有快速布局 IDC 需求，合作的橄榄枝已然探头

腾讯与阿里均为大型云服务商，广泛涉足互联网行业，具有相似的部署需求。数据港帮助阿里快速部署 IDC，阿里为数据港贡献预计超 70% 的收入。数据港 90% 左右收入来自前五大客户，而这些批发型数据中心的主要最终用户为阿里、腾讯和百度等互联网公司。数据港与阿里合作项目预计收入贡献（累计年均值）将达 12.7 亿元，我们估计，2019 年数据港超过 73% 的收入来自阿里云。我们认为腾讯后续会向阿里扶持数据港一样，选择一家值得信赖愿意长期和腾讯走在了一起的公司紧密合作。

表 25：数据港的收入依托于阿里云的订单

时间	数据港与阿里合作项目	签署时间	履行期限	服务费总金额	与阿里合作		前五大客户收入（亿元）	营业收入（亿元）	营收增速
					预计收入贡献（累计年均值）	当年收入贡献（折现估计值）			
2015	张北小二台一期数据中心项目	2015.10	10 年	12.75 亿元	1.28 亿元	0.16 亿元	3.37	3.38	19.0%
2016	--	--	--	--	1.28 亿元	0.69 亿元	4.02	4.06	20.0%
2017	HB33 机房项目	2017.04	10 年	28 亿元	5.48 亿元	2.67 亿元	5.04	5.20	28.2%
	HB33 机房项目增加部分	2017.10	10 年	14 亿元					
2018	ZH13,GH13,JN13,NW13,HB41 数据中心	2018.05	10 年	40.44 亿元（不含电费）/82.9 亿元（含电费）	9.5 亿元	4.75 亿元	7.95	9.10	74.8%
2019	云计算	2019.03	6 年	4.35 亿元					
	HB41,HB33,GH13,JN13 数据中心	2019.12	10 年	24.4 亿元	12.7 亿元	5.3 亿元	6.64	7.27	-20.1%

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

腾讯开出五年五千亿云计算支出预算，双方已达成部分合作协议。在随着腾讯云计算（北京）有限责任公司业务发展的需要，其将在全国等地建设自有园区数据中心。从腾讯陆续公布的 IDC 投资布局看，腾讯将在非一线城市广泛部署至少 12 个数据中心，服务器台数接近 300W 个。近期，双方就其部分地区数据中心的建设签订了年度框架协议。我们认为，预计之后会逐步增加相关订单合同，也给公司未来十年业绩长期增长带来一个支撑。

表 26: 腾讯后续将继续在 IDC 投资布局

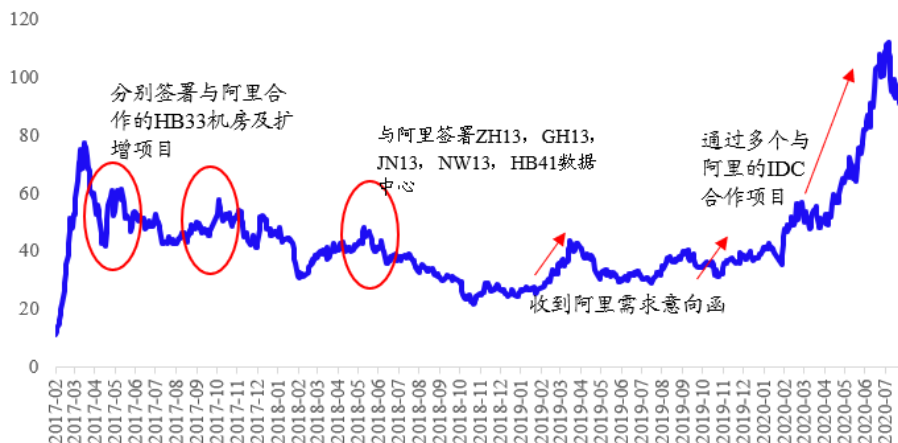
城市	名称	服务器台数	占地	金额（亿元）
张家口	河源数据中心	100W	1050 亩	
天津	云计算仁和项目	20W		
深圳	千岛湖数据中心	5W		
成都	南通数据中心			
贵州	贵安七星数据中心	30W	880 亩	
南京	江宁数据中心	30W		>100
重庆	黑石数据中心一期	10W	150 亩	
重庆	黑石数据中心二期	10W	100 亩	
江苏仪征	东升云计算数据中心	30W	350 亩	>100
重庆	腾讯西部云计算数据中心二期	20W	405 亩	100
重庆	中国华录 重庆数据湖产业园			
清远	清新云计算数据中心	30W	405 亩	100

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

6.3. 对标数据港，看腾讯带给公司的后期成长空间

数据港深度合作阿里战略取得成功，科华恒盛亦可复制该路径，获得市场认可。自上市以来数据港与阿里的合作项目披露均会出现股价不同幅度上升。2020 年 3 月数据港董事会陆续通过多个与阿里的 IDC 合作项目，大多数项目预计将于 2020-2021 年逐步交付，受益于批发型数据中心上电节奏较快、利润逐步释放且第三年开始均按满产计算服务费收入，数据港在中长期内兼备确定性和弹性空间。我们认为，科华恒盛会全面辅佐腾讯布局 IDC，绑定腾讯获得业绩上的突破。

图 42: 数据港绑定大客户（阿里）战略获得资本市场认可



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

对标数据港未来三年的扩张，预计公司 IDC 业务将进入高速增长阶段。公司和腾讯的合作在模式、项目量、项目推进速度上与数据港和阿里的合作类似。数据港的收入扩张预测主要基于阿里云的订单，若给予公司相近速度的机柜扩张速度，预计 2020-2022 年公司可供运营机柜数为 30000 个、50000 个、65000 个，若公司逐步以 80%、85%、90% 的比例提升上架率，则预计上电机柜数为 24000 个、42500 个、58500 个。上电机柜数持续攀升，将带动 IDC 业务收入进入 30-40% 的高速增长通道。

表 27: 对标数据港，测算公司 IDC 业务增长潜力

		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
数据港	IDC 业务收入 (百万)	909.7	726.6	968.2	1497.8	2050.4
	上电机柜数 (个)	8000	22560	42000	55250	76500
	可供运营机柜数 (个)	10000	28200	50000	65000	85000
	使用率	80%	80%	84%	85%	90%
科华恒盛	IDC 业务收入(百万)	2286.2	2498.3	3247.8	4546.9	6365.7
	上电机柜数 (个)	9960	11550	24000	42500	58500
	可供运营机柜数 (个)	16600	16500	30000	50000	65000
	使用率	60%	70%	80%	85%	90%

数据来源：Wind，各公司公告，国泰君安证券研究

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测

根据 (1) 公司转型至 IDC，IDC 业务比重上升，非核心业务弱化至最终剥离。2017 年，2018 年、2019 年，公司 IDC 业务比重分别为 31%、44%、40%。2020 年公司明确转型 IDC，剥离充电桩业务进一步明确发展方向，预期公司 IDC 业务比重将达 50% 以上。(2) 机柜可运营数、上架率双双提升，IDC 收入保持高增长区间。2018 年、2019 年，公司可运营机柜数分别约为 16600、16500 个，上架率 60%、70%，主要系公司 2019 年对 IDC 资源部署进行调整，对部分机房进行处理。调整后，公司 IDC 业务进入上升通道，在腾讯的订单和市场需求双重催化下，预期 2020-2022 年公司可运营机柜数快速扩增至 30000 个、50000 个、65000

个, 上架率向行业平均水平靠拢, 分别为 80%、85%、90%。**(3) 从 IDC 建设转向建设运维一体化, 业务毛利率提升。**IDC 建设项目的毛利率较低, 运维业务的毛利率较高。公司在 2012 年入局 IDC, 专注绿色数据中心建设, 因此公司 IDC 产品毛利长期低于行业平均水平。现公司从建设转向建设运维一体化, 预期综合毛利出现显著提升。**(4) 转型提效, 费用得到有效控制。**公司在转型阶段大幅扩充人员、增加开支, 在各个业务领域进行试探。现公司战略明确, 非核心业务大概率将逐渐剥离, 低效费用支出将大幅缩减。预计 2020-2022 年营业收入分别为 50.30 亿元, 66.90 亿元和 90.32 亿元, 同比增长 30%、33%和 35%。归母净利润分别为 3.53 亿元、5.46 亿元和 8.01 亿元, 同比增长 71%、54%和 47%。

表 28: 科华恒盛盈利预测

单位: 百万		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
数据中心产品及服务	营业收入	2,286.21	2,498.31	3,247.80	4,546.92	6,365.69
	收入增速(%)	--	9%	30%	40%	40%
	营业成本	1,644.76	1,714.99	2,143.55	2,955.50	4,105.87
	毛利率(%)	28%	31%	34%	35%	36%
智慧电能产品	营业收入	625.75	798.39	1,037.91	1,245.49	1,494.59
	收入增速(%)	--	28%	30%	20%	20%
	营业成本	429.48	595.91	778.43	934.12	1,120.94
	毛利率(%)	31%	25%	25%	25%	25%
新能源产品	营业收入	484.02	480.87	625.13	750.16	900.19
	收入增速(%)	--	-1%	30%	20%	20%
	营业成本	321.96	343.88	462.60	562.62	684.14
	毛利率(%)	33%	28%	26%	25%	24%
其他	营业收入	40.95	91.74	119.26	147.46	271.08
	收入增速(%)	--	124%	30%	24%	84%
	营业成本	9.04	14.41	66.07	56.85	140.18
	毛利率(%)	78%	84%	45%	61%	48%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 29: 科华恒盛预测利润表

单位: 百万	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,410	3,437	3,869	5,030	6,690	9,032
营业成本	1,588	2,405	2,669	3,451	4,509	6,051
毛利	821	1,032	1,200	1,579	2,181	2,980
税金及附加	19	23	23	33	44	60
销售费用	264	322	403	511	677	920
管理费用	156	214	169	269	346	460
研发费用	125	168	222	312	428	578
财务费用	42	52	71	89	92	90
息税前利润 (EBIT)	258	305	382	455	686	963
其他收益	32	32	47	57	77	102
投资收益	257	12	2	5	5	5
资产减值损失	-11	166	81	0	0	0
资产处置收益	0	5	3	5	7	5

营业利润	485	136	250	433	683	983
营业外收支	-1	1	-11	-4	-4	-6
利润总额	484	136	240	429	679	977
所得税	43	45	23	43	81	107
所得税率	8.9%	32.7%	9.7%	10.0%	12.0%	11.0%
合并报表的净利润	441	92	216	386	597	869
少数股东损益	14	16	9	33	52	68
归属于母公司的净利润	427	76	207	353	546	801

数据来源：国泰君安证券研究

7.2. 相对估值

PE 估值：选取宝信软件、奥飞数据、光环新网三家公司作为可比公司，2021 年平均 PE 为 43 倍，考虑到公司 USP 和新能源业务增速较缓，给予一定估值折价，给予公司 2021 年 30 倍 PE，对应 2020 年公司合理估值为 60.3 元。

表 30: 可比公司 PE 估值表（截至 2020 年 8 月 28 日）

证券代码	证券简称	股价	EPS				PE		
			2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600845.SH	宝信软件	71.82	0.77	1.04	1.3	1.63	69	55	44
300738.SZ	奥飞数据	48.33	0.88	0.86	1.13	1.85	56	43	26
300383.SZ	光环新网	26.34	0.53	0.66	0.83	1.01	40	32	26
	行业均值						55	43	32
002335.SZ	科华恒盛	31.93	0.76	1.30	2.01	2.95	25	16	11

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

8. 风险提示

（1）公司 IDC 建设不及预期：IDC 项目对于交付周期有确切的要求，若公司交付 IDC 项目拖延、数据建设存在偏差，可能导致机房节能性弱、可用性低。

（2）与腾讯合作不及预期：腾讯是公司 IDC 大客户，公司后期业务有赖于腾讯 IDC 建设布局，若公司与腾讯项目合作出现裂痕，可能影响项目续约和新项目签约。

（3）市场竞争加剧：IDC 行业景气度上行，钢厂、UPS 厂商纷纷转向 IDC 领域，市场竞争者快速增加，供给端的无序扩张可能导致市场供过于求。

（4）宏观经济衰退风险：公司产品需求与互联网跟新换代、企业上云相关，更与整体经济景气度相关性较大。疫情持续蔓延可能产生宏观经济衰退风险，提升企业破产率，推迟企业上云需求。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		