

# 行业预期拐点已至，定制性数据中心新星开启高成长之路



## 核心观点

- **公司是领先的批发型数据中心服务商。**数据港于 2009 年成立，是一家具有国资背景的批发型数据中心。公司受益于 IDC 现金牛的业务模式，并不断向外扩张，近年来实现营收利润持续稳定的高增长。2014-2018 营收复合增速为 33.79%，归母净利润复合增速为 24.77%；EBITDA 复合增速为 26.81%。目前公司主营分为 IDC 服务业务和 IDC 解决方案业务两类，其中 IDC 服务业务的扩张将为公司带来充足的成长动力。
- **行业长期保持高景气，叠加阶段性向上拐点。**1) 近年来随着企业信息化程度提升，IT 部署加速向云端迁移，国内云计算行业增长较快。IDC 为云计算产业提供基础设施，位于产业链上中游位置，受益于云计算产业拉动。虽然 IDC 行业需求受到云计算客户采购进度而呈现阶段性波动，但长期来看 IDC 行业依然能够维持高景气趋势；2) 根据产业链草根调研结果来看，自 2018 年下半年开始全球经济预期发生变化，云计算厂商在战略上也有所收缩，开始进入消耗库存阶段。国内与全球市场经历 2018Q4 和 2019Q1 低点之后，出货量开始逐步回暖。我们预计如 IDC、光模块、交换机等产业链相关环节，业绩将有恢复性增长。
- **竞争优势显著，依托大客户开启高成长之路。**公司采用标准化、模块化建设理念，具备较强的项目交付能力，能够及时响应大客户需求。同时，公司对 IDC 能耗进行精细化管理，PUE 水平领先同业。公司优异的运维管理能力直接为客户节约成本，创造价值。我们认为优异的产品交付与运维管理能力，是公司能够得到大客户认可，并不断获取订单的重要竞争优势。公司自成立初期即向阿里巴巴提供定制化服务，十年内双方合作不断加深。2018 年公司再次收到阿里巴巴 5 个项目意向函，项目十年运营总收入超 40 亿元。今年三月，公司与阿里上述合作项目进一步取得进展，签订关于前述项目的主要合同条款与具有法律效力的合作备忘录。随着合作协议落地，公司未来的成长更添确定性。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测未来三年，公司归母净利润分别为 1.73 亿，2.53 亿和 3.47 亿，年均复合增速将达到 41.63%，我们采用绝对估值法对公司进行估值，并参考可比公司单位机柜市值比较结果，我们认为公司当前价值存在低估，对应合理股价为 46.37 元，首次给予“买入”评级。

## 风险提示

- 单一大客户依赖风险，资金压力或致使建设进度放缓，

| 公司主要财务信息      |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入(百万元)     | 520   | 910   | 1,126 | 1,509 | 1,991 |
| 同比增长(%)       | 28.1% | 74.9% | 23.8% | 34.0% | 32.0% |
| 营业利润(百万元)     | 134   | 164   | 203   | 297   | 408   |
| 同比增长(%)       | 42.6% | 22.8% | 23.2% | 46.7% | 37.1% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 115   | 143   | 173   | 253   | 347   |
| 同比增长(%)       | 46.9% | 24.3% | 20.9% | 46.5% | 37.0% |
| 每股收益(元)       | 0.55  | 0.68  | 0.82  | 1.20  | 1.65  |
| 毛利率(%)        | 40.1% | 29.8% | 34.2% | 37.8% | 38.6% |
| 净利率(%)        | 22.1% | 15.7% | 15.3% | 16.8% | 17.4% |
| 净资产收益率(%)     | 17.5% | 15.1% | 16.0% | 19.8% | 22.3% |
| 市盈率           | 72.0  | 57.9  | 47.9  | 32.7  | 23.9  |
| 市净率           | 9.2   | 8.2   | 7.1   | 5.9   | 4.8   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 股价(2019年09月12日) | 40.22元        |
| 目标价格            | 46.37元        |
| 52周最高价/最低价      | 43.79/21.77元  |
| 总股本/流通A股(万股)    | 21,059/12,784 |
| A股市值(百万元)       | 8,470         |
| 国家/地区           | 中国            |
| 行业              | 通信            |
| 报告发布日期          | 2019年09月14日   |

| 股价表现  | 1周    | 1月    | 3月     | 12月   |
|-------|-------|-------|--------|-------|
| 绝对表现  | 6.04  | 14.91 | 32.04  | 34.16 |
| 相对表现  | -4.84 | -7.52 | -24.42 | -10.1 |
| 沪深300 | 1.2   | 7.39  | 7.62   | 24.06 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 张颖  
021-63325888\*6085  
zhangying1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514090001

联系人 蔡超逸  
021-63325888-3136  
caichaoyi@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 稳定成长的批发型数据中心服务商 .....        | 5  |
| 云计算驱动行业长期保持增长高景气 .....       | 7  |
| 云计算拉动，IDC 行业保持高景气 .....      | 7  |
| 中美比较，IDC 扩张空间巨大 .....        | 8  |
| 公有云发展向龙头集中，行业阶段性景气拐点显现 ..... | 9  |
| 竞争优势显著，依托大客户开启高成长之路 .....    | 11 |
| 公司具备优异的产品交付与运维管理能力 .....     | 11 |
| 阿里订单逐步落地，释放未来成长空间 .....      | 12 |
| 延伸主业优势，打造业绩新增长点 .....        | 14 |
| 盈利预测与投资建议 .....              | 15 |
| 盈利预测 .....                   | 15 |
| 投资建议 .....                   | 15 |
| 风险提示 .....                   | 17 |

## 图表目录

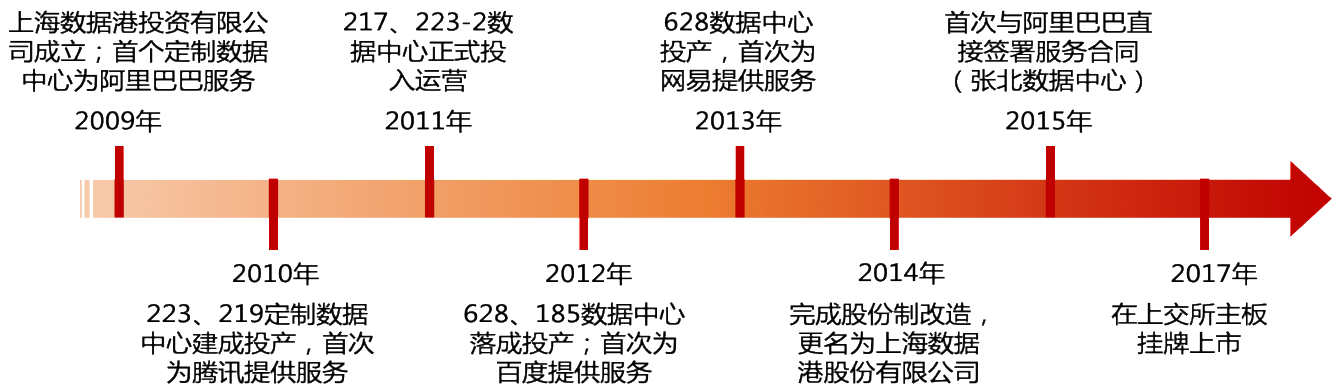
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 公司历史发展情况 .....                  | 5  |
| 图 2: 公司股权结构.....                     | 5  |
| 图 3: 公司近五年营收情况.....                  | 6  |
| 图 4: 公司近五年归母净利润和 EBITDA 情况.....      | 6  |
| 图 5: 公司近五年营收构成.....                  | 6  |
| 图 6: 公司近五年毛利构成.....                  | 6  |
| 图 7: 公司毛利率&净利率情况 (%) .....           | 7  |
| 图 8: 公司期间费用率不断降低 (%) .....           | 7  |
| 图 9: 全球云计算市场规模.....                  | 7  |
| 图 10: 中国云计算市场规模.....                 | 7  |
| 图 11: 云计算产业链.....                    | 8  |
| 图 12: 全球 IDC 市场规模.....               | 8  |
| 图 13: 中国 IDC 市场规模.....               | 8  |
| 图 14: AWS 单季度资本支出 .....              | 9  |
| 图 15: 阿里云单季度资本支出 .....               | 9  |
| 图 16: 2019Q1 中国公有云市场格局 .....         | 10 |
| 图 17: 2018H1 中国公有云市场格局 .....         | 10 |
| 图 18: 全球 X86 服务器市场规模.....            | 10 |
| 图 19: 全球交换机市场规模.....                 | 10 |
| 图 20: 中国云计算市场渗透率情况 .....             | 11 |
| 图 21: 公司采取标准化的建设运维方式 .....           | 12 |
| 图 22: 公司项目交付时间与同行业公司比较 (单位: 年) ..... | 12 |
| 图 23: 公司与国内其他数据中心 PUE 比较 .....       | 12 |
| 图 24: 公司全生命周期解决方案业务流程 .....          | 14 |
| 图 25: 公司历史 PE-Band.....              | 17 |
| 图 26: 公司历史 PB-Band.....              | 17 |

|                        |    |
|------------------------|----|
| 表 1：中美互联网产业数据比较.....   | 9  |
| 表 2：公司数据中心客户情况 .....   | 13 |
| 表 3：公司与阿里合作意向项目.....   | 13 |
| 表 4：绝对估值法主要参数假设依据..... | 15 |
| 表 5：绝对估值敏感性分析表 .....   | 16 |
| 表 6：同行业公司市值比较 .....    | 16 |

## 稳定成长的批发型数据中心服务商

数据港是中国领先的批发型数据中心服务商。公司于 2009 年成立，成立之初主要依托阿里，为其提供定制化数据中心服务。随后公司明确其自身批发型数据中心的定位，凭借服务阿里大客户的丰富经验，客户范围也不断推展至腾讯、百度、网易等一线互联网公司。目前公司已经成为国内批发型数据中心领军企业，2017 年于上交所挂牌上市。

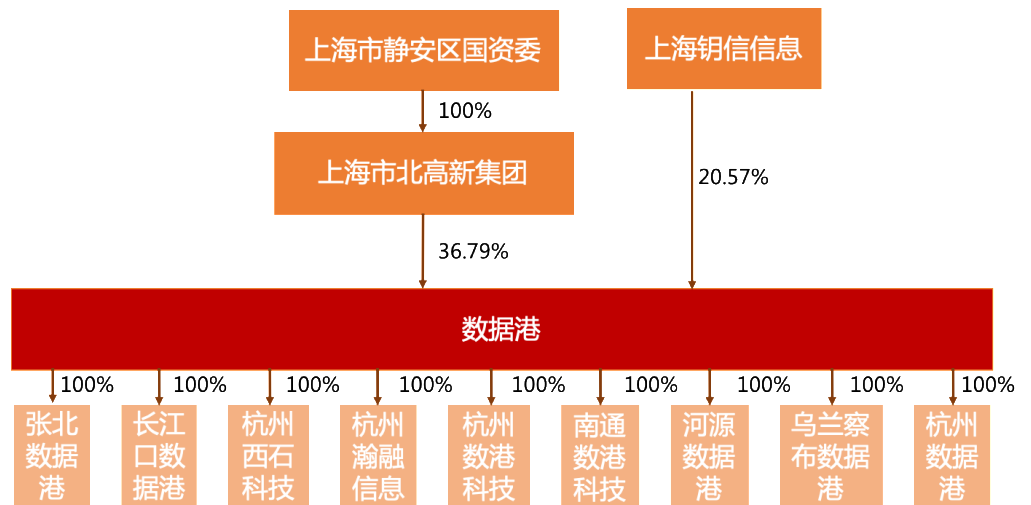
图 1：公司历史发展情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**国资背景，股权结构稳定。**公司第一大股东为上海市北高新集团，是上海静安区国资委全资子公司。自成立以来，大股东为公司的成长做出了重要贡献，在资金方面都给予了公司一定的支持，承接项目方面给予了较高的信用背书，目前大股东直接持股 36.79%。公司第二大股东钥信信息是公司业务的承揽承做人，直接控股 20.57%，其实际控制人曾犁先生同时也是公司的副董事长兼总裁。

图 2：公司股权结构

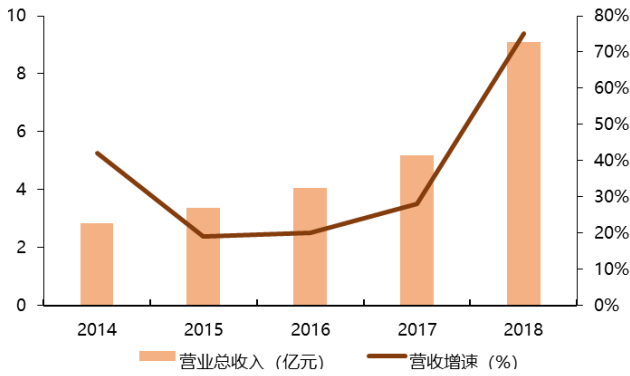


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**营收利润增长稳定。**公司主营的 IDC 服务业是典型的现金牛业务，近年来依托阿里等大客户，不断向外扩张规模，实现了营收利润持续高速增长。2014-2018 营收复合增速为 33.79%，归母净利润

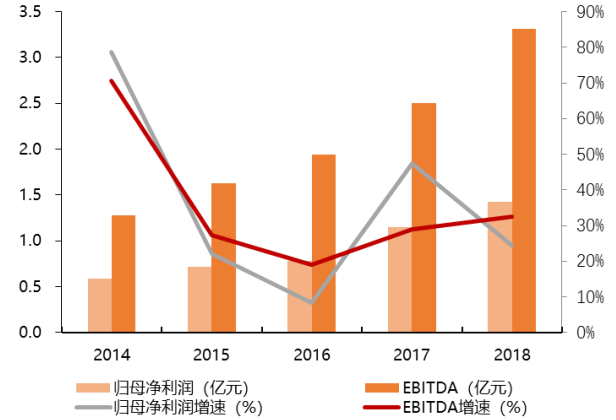
润复合增速为 24.77%；EBITDA 复合增速为 26.81%。

图 3：公司近五年营收情况



数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 4：公司近五年归母净利润和 EBITDA 情况

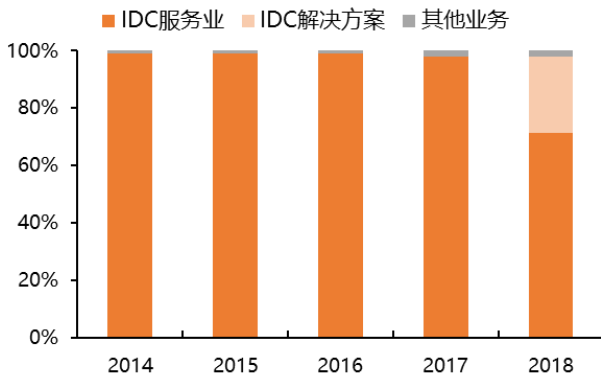


数据来源：Wind, 东方证券研究所

从构成来看，定制批发型数据中心成为公司主要收入利润来源。公司主营业务分为 IDC 服务业务和解决方案业务两类。其中 IDC 服务业务主要以定制批发型数据中心为主，零售型数据中心为辅。

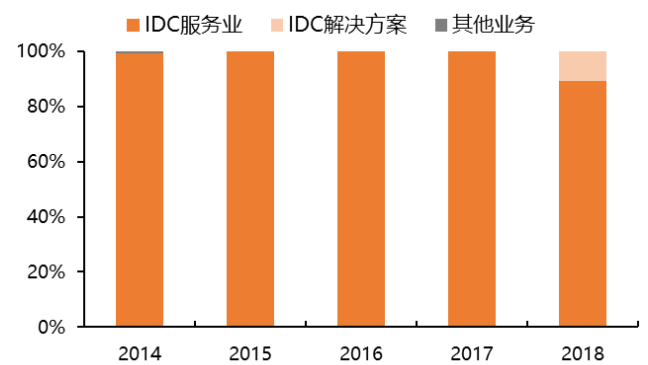
- 定制批发型数据中心主要面向大型互联网公司或电信运营商定制化设计、建设和运营大型数据中心，通常并不提供网络带宽服务；零售型数据中心主要面向中小型互联网公司、一般企业等客户提供相对标准化的服务。
- 解决方案业务，客户自行解决能耗指标、水电资源、土地机房机柜等资产，公司则发挥自身优势，负责为客户提供数据中心的规划、设计、建设和运营的全生命周期服务，该项业务毛利率相对较低。

图 5：公司近五年营收构成



数据来源：Wind, 东方证券研究所

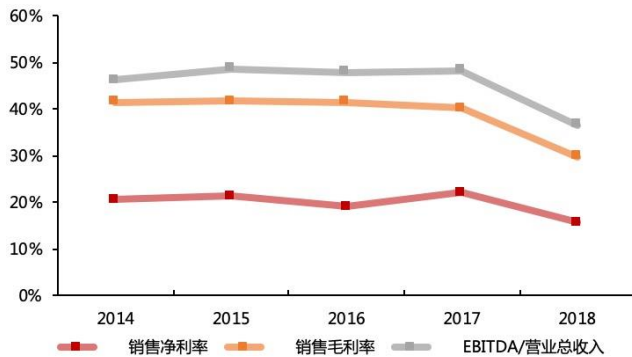
图 6：公司近五年毛利构成



数据来源：Wind, 东方证券研究所

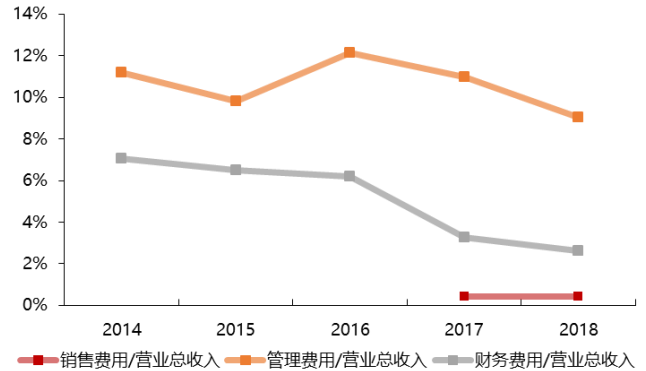
公司盈利能力较为稳定，费用控制良好。受益于 IDC 良好的商业模式，公司盈利能力较为稳定。2018 年由于新增低利润率的 IDC 解决方案业务，使得公司利润率一定程度有所下降。但随着新业务的发展，公司的整体规模利润将有所提升。并且短期来看，解决方案业务有助于公司的品牌输出，未来不会发展为主流业务，对公司的长期影响较小。此外，公司的期间费用率控制良好，得益于近年来公司加强整体营运管理，期间费用率不断下降。

图 7：公司毛利率&净利率情况（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 8：公司期间费用率不断降低（%）



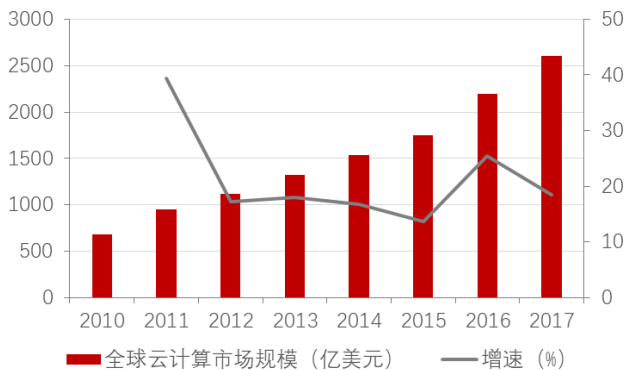
数据来源：Wind、东方证券研究所

## 云计算驱动行业长期保持增长高景气

### 云计算拉动，IDC 行业保持高景气

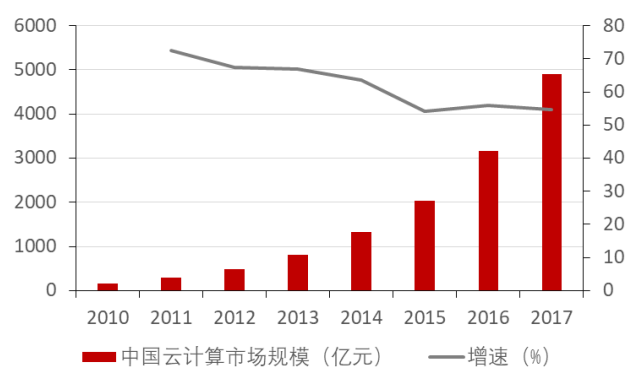
**云计算产业的蓬勃发展。**最近十年，全球云计算产业保持高速发展，近两年由于移动互联网红利消失，略有下滑；而我国云计算产业起步较海外晚约 5 年，当前规模较小，还处于追赶阶段。受益于我国企业信息化程度的提高，IT 部署向云端迁移，未来我国云计算产业继续保持较高增速。

图 9：全球云计算市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

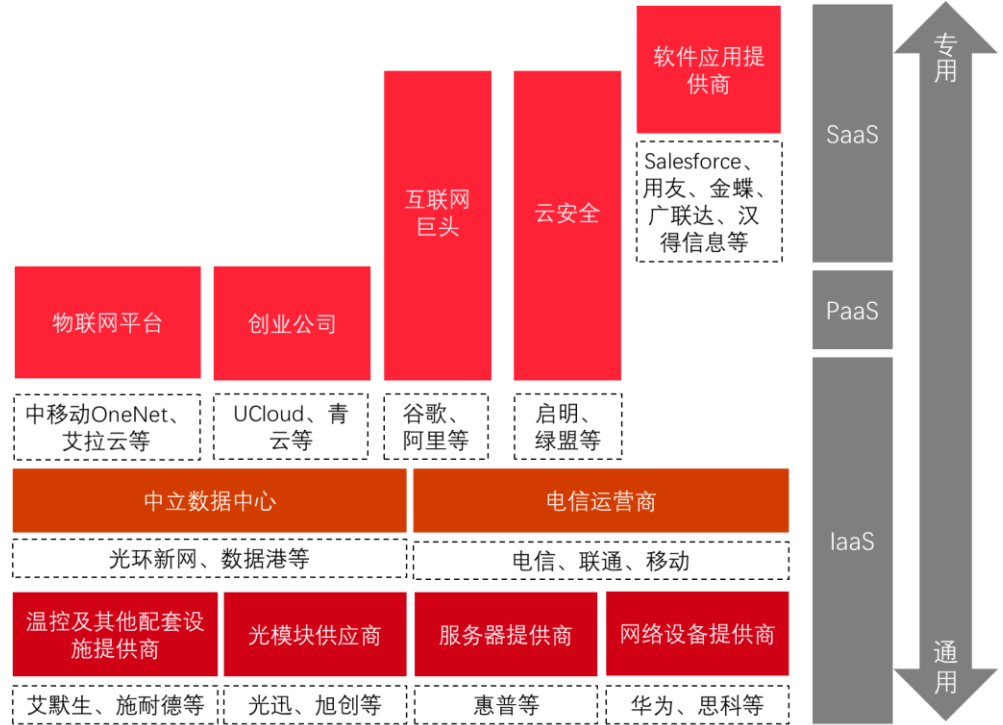
图 10：中国云计算市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

**IDC 为云计算产业提供基础设施，位于产业链上中游位置。**云计算根据提供服务类型，从底层到高层，可分为 IaaS、PaaS、SaaS 三类。IDC 厂商位于产业链的中上游位置，向上采购温控、柴油发电机、机柜、电源等基础配套设施；向下游互联网企业、云计算厂商、政企等单位等客户提供 IT 基础设施服务。近年来，云计算行业保持高景气，已经成为驱动 IDC 行业的关键因素。

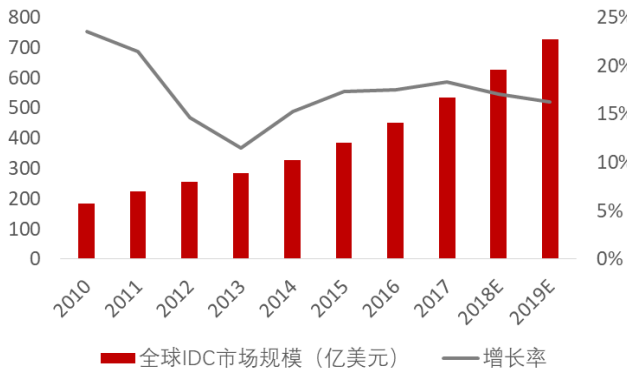
图 11：云计算产业链



数据来源：东方证券研究所

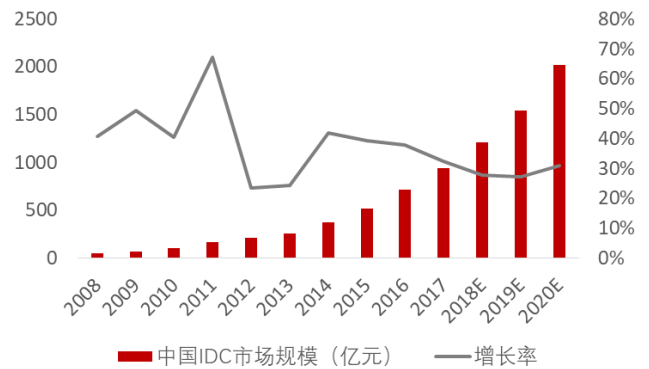
**时差效应，国内 IDC 行业景气持续。**受益于云计算产业拉动，全球 IDC 行业保持稳定增长。由于起步时差效应的存在，我国行业增速显著高于全球。根据 IDC 圈预测，行业市场规模将于 2020 年超过 2000 亿元。

图 12：全球 IDC 市场规模



数据来源：IDC 圈，东方证券研究所

图 13：中国 IDC 市场规模



数据来源：IDC 圈，东方证券研究所

## 中美比较，IDC 扩张空间巨大

**两国月均流量与大型数据中心比例严重失衡，体现巨大 IDC 扩张潜力。**从中美两国的数据量以及超大规模的 IDC 数量进行比较，我国的全国月移动流量显著高于美国，而美国大型数据中心数量



却为中国 5 倍。中美两国数据中心比例严重失衡，国内 IDC 市场仍有较大扩张空间。

表 1：中美互联网产业数据比较

|                             | 中国    |    | 美国    |
|-----------------------------|-------|----|-------|
| 网民数量 (亿)                    | 8.02  | >  | 3.12  |
| <sup>1</sup> 手机网民规模 (亿)     | 7.88  | >  | 2.30  |
| <sup>2</sup> 月人均移动流量 (GB)   | 7.30  | <  | 8.60  |
| <sup>3</sup> 全国月移动流量 (亿 GB) | 57.52 | >> | 19.78 |
| 超大规模 IDC 数量 (个)             | 34    | << | 172   |

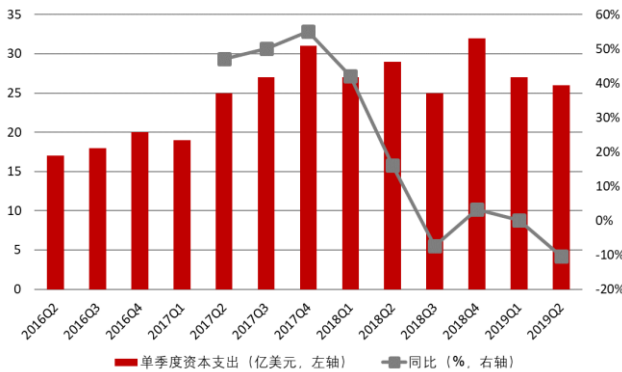
数据来源：公开资料，东方证券研究所

注：3=1×2

中美云计算巨头资本支出规模差异，体现巨大 IDC 扩张潜力。从云计算厂商来看，购置 IT 设备是其重要的资本支出，而 IDC 又与 IT 设备数量成直接正比。因此云计算厂商资本支出一定程度上，能够反应 IDC 市场需求。比较 AWS 和阿里云两家巨头，AWS2018 财年资本支出达到 113 亿美元，CAGR (2015-2018) 达到 35%。然而进入 2018 年后单季度同比增速，开始放缓，2018 全年同比增长仅为 12%，Q3 季度甚至出现了下滑。

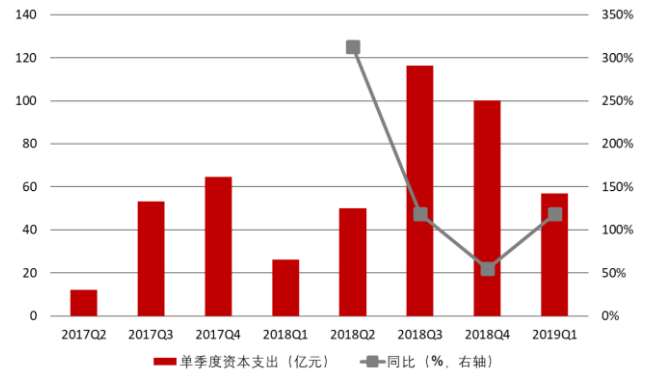
国内云计算巨头阿里云仅为 AWS 资本支出的 1/8，资本支出 CAGR(2015Q1-2019Q1) 达到 65%，单季度资本支出同比保持较高增速。未来一段时间，国内云计算企业仍将持续投入，直接反应 IDC 厂商扩张需求。

图 14：AWS 单季度资本支出



数据来源：亚马逊财报，东方证券研究所

图 15：阿里云单季度资本支出



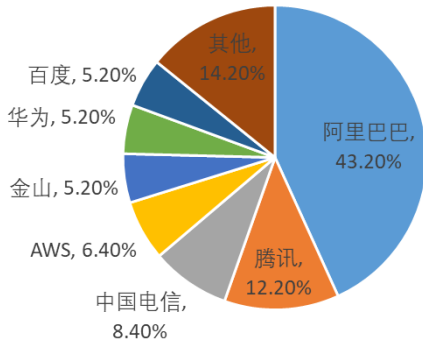
数据来源：阿里云财报，东方证券研究所

## 公有云发展向龙头集中，行业阶段性景气拐点显现

国内公有云市场份额向龙头集中，华为云成为增长亮点。2019 年 08 月，权威的第三方国际数据公司 (IDC) 发布最新的《中国公有云服务市场 2019 第一季度》报告。从 IaaS 市场份额来看，阿里、腾讯、中国电信、AWS、金山和华为分列市场前六位，共占据 80.6% 的市场份额。对比 2018H1，市场前六位分别为阿里、腾讯、中国电信、AWS、金山、Ucloud，共占据 77.4% 的市场份额。公有云第一梯队厂商市场份额均有小幅提升，市场份额进一步向行业龙头靠拢。其中华为云

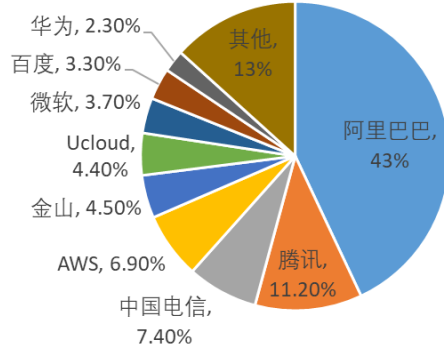
从 2018H1 2.3% 的市场份额提升至 5.2% 成为增长亮点。华为自 2017 年将云业务部门升级为一级事业群，持续发力云计算市场。华为云具备从底层物理设备研发制造能力，上层虚拟化平台建设能力，以及“上不碰应用、下不碰数据”中立性基因，在激烈竞争的云计算市场具备鲜明的竞争力。

图 16：2019Q1 中国公有云市场格局



数据来源：IDC，东方证券研究所

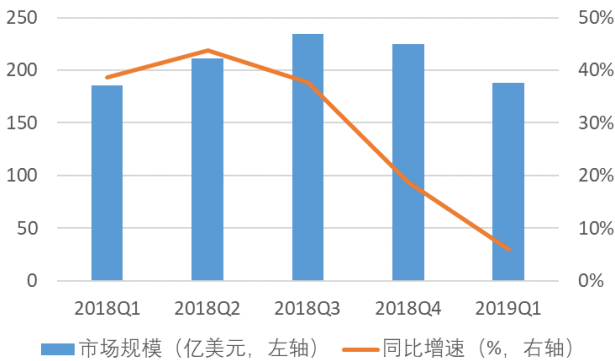
图 17：2018H1 中国公有云市场格局



数据来源：IDC，东方证券研究所

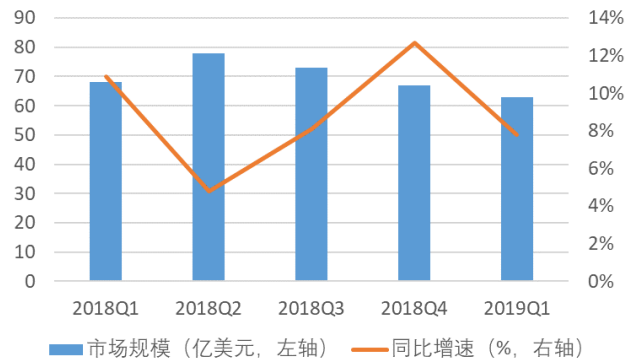
**网络基础设施产业链逐步回暖，云服务依然成长空间巨大。**我们对网络设备基础设施产业链进行长期跟踪。根据产业链草根调研结果来看，自 2018 年下半年开始全球经济预期发生变化，云计算厂商在战略上也有所收缩，开始进入消耗库存阶段。例如，谷歌和阿里在今年一季度之前未对光模块行业进行招标。国内与全球市场经历 2018Q4 和 2019Q1 低点之后，出货量开始逐步回暖。我们预计如 IDC、光模块、交换机等产业链相关环节，业绩将有恢复性增长。

图 18：全球 X86 服务器市场规模



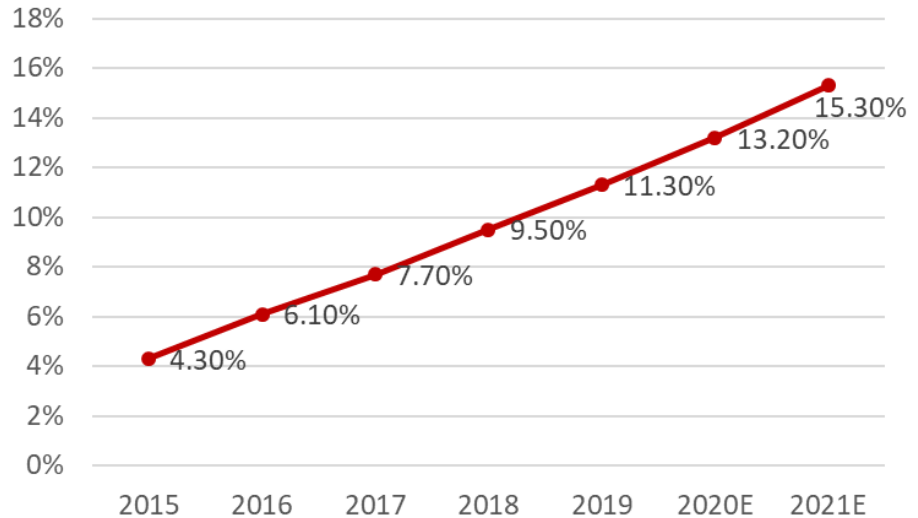
数据来源：IDC，东方证券研究所

图 19：全球交换机市场规模



数据来源：IDC，东方证券研究所

此外，2019 年初，全球云服务渗透率刚刚突破新技术加速成长的临界点 10%，产业成长空间依然巨大。我们认为产业链季节性波动不改云化的产业大趋势，长期来看相关细分领域依然能够取得较好的复合增速。

**图 20：中国云计算市场渗透率情况**


数据来源：Gartner，东方证券研究所

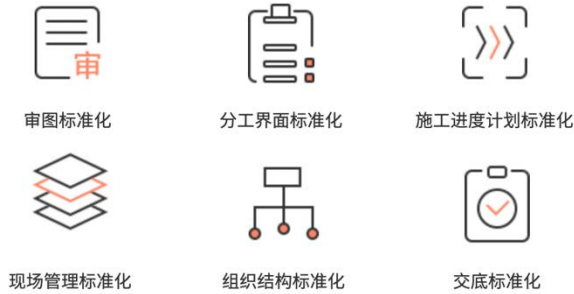
## 竞争优势显著，依托大客户开启高成长之路

### 公司具备优异的产品交付与运维管理能力

公司优异的运维管理能力直接为客户节约成本，创造价值。我们认为优异的产品交付与运维管理能力，是公司能够得到大客户认可，并不断获取订单的重要竞争优势。

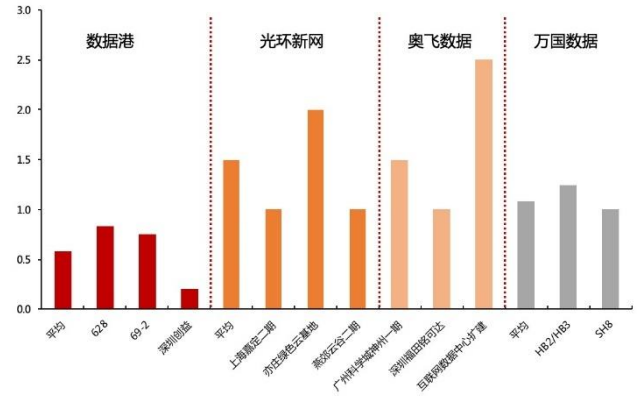
**公司采用标准化、模块化建设理念，具备较强的项目交付能力。**公司定制化数据中心采取租用厂房的方式为主，围绕“四管四控一协调”的管理模式开展建设。标准化的管理方法，包括分工界面标准化、施工进度技术标准化、现场管理标准化、交底标准化等。通过标准化的管理办法，公司最大程度的提升管理效率和数据中心的建设效率，能够确保数据中心按时按质交付。根据招股说明书披露，公司平均项目建设交付期仅为 7 个月，深圳宝龙创益项目创造了全行业 75 天项目交付的记录。我们认为公司突出的数据中心交付能力有利于其在大客户端不断加强品牌效应，是公司持续获得大客户订单，不断成长的源泉。

图 21：公司采取标准化的建设运维方式



数据来源：Wind，东方证券研究所

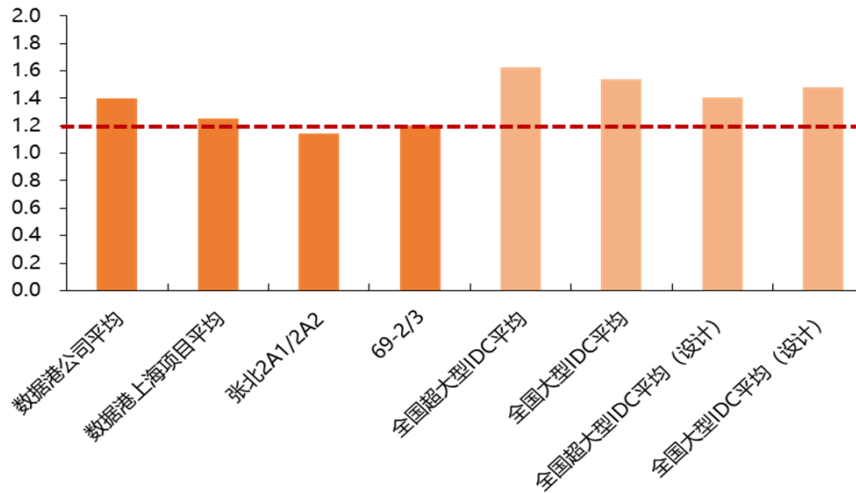
图 22：公司项目交付时间与同业公司比较（单位：年）



数据来源：Wind，东方证券研究所

此外，公司还具备优异的运维管理能力，PUE 水平领先同行。公司具备优秀的 IDC 能耗精细化管理能力，在数据中心模块化技术方面拥有集装箱式数据中心技术等 18 项实用新型专利。公司先进的能耗管理技术使得公司 PUE（总能耗/IT 负载）在显著领先国内平均、大型及超大型数据中心 PUE 水平，在同行业中处于领先地位。目前主流定制化数据中心通常采用不含电报价，优异的 PUE 水平能够直接为客户节约成本，创造价值。我们认为公司 PUE 水平优异，在获取大客户项目方面具备较强的市场竞争力。

图 23：公司与国内其他数据中心 PUE 比较



数据来源：公司公告、全国数据中心应用发展指引（2018），东方证券研究所

## 阿里订单逐步落地，释放未来成长空间

起步于阿里，逐步拓展至大客户。公司成立之初建设杭州 536 数据中心，主要为阿里提供定制化服务。2011 年以来，受益移动互联网和云计算的快速发展，国内 BAT 等大型互联网公司业务规划大幅提升，不约而同地形成大约以 1.5 万 ~2 万台服务器为一个大型数据中心模块的技术规划。公

司凭借服务阿里的定制化项目经验，抓住行业机遇，客户也从单一的阿里逐步拓宽至腾讯、百度等等。

**表 2：公司数据中心客户情况**

| 数据中心名称            | 地址   | 面积<br>(平方米) | 服务器<br>数量 | 运营机<br>柜数 | 电力容量<br>(KVA) | 直接客户          | 最终用户              | 投入运营<br>时间 |
|-------------------|------|-------------|-----------|-----------|---------------|---------------|-------------------|------------|
| 536               | 杭州   | 3727.4      | 0         | 468       | 5000          | 杭州电信          | 杭州坤德科技            | 2009.1     |
| 185-5             | 杭州   | 11334       | 22263     | 1071      | 16000         | 杭州电信          | 百度                | 2013.5     |
| 185-7             | 杭州   | 6043.2      | 11301     | 816       | 12800         | 杭州电信          | 百度                | 2012.9     |
| 628               | 杭州   | 10573       | 12781     | 1199      | 16000         | 杭州电信          | 阿里巴巴、网易、平安<br>安保险 | 2013.5     |
| 223-1F、2F         | 上海闸北 | 2015.6      | 2385      | 250       | 6400          | 上海电信          | 腾讯                | 2011.1     |
| 217-4F            | 上海闸北 | 1345.3      | 3326      | 304       | 6400          | 上海电信          | 腾讯                | 2011.7     |
| 223-3F、<br>219-3F | 上海闸北 | 2160.2      | 3714      | 463       | 6400          | 上海电信          | 腾讯                | 2012.5     |
| 219-1F            | 上海闸北 | 864.66      | 414       | 139       | 2000          | 付费通、<br>263 等 | 付费通、263 网络        | 2010.8     |
| 69-2              | 上海宝山 | 14500       | 7801      | 929       | 24000         | 上海联通          | 阿里巴巴              | 2015.7     |
| 69-3              | 上海宝山 | 5500        | 3390      | 394       | 10400         | 上海联通          | 阿里巴巴              | 2016.3     |
| 合计                |      | 58063       | 77374     | 6033      | 105400        |               |                   |            |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**再次斩获阿里订单，成长动力充足。**公司与阿里十年来，双方合作不断加深。2017 年公司收到阿里巴巴 HB33 数据中心需求意向函，项目预计总投资 8.8 亿元，数据中心总金额测算约 14 亿元，服务期限 10 年。2018 年公司再次收到阿里巴巴 5 个项目意向函，总投资约 18.6 亿元。根据结算方式的不同，按照 10 年服务期限，结算模式一（不含电报价）平均每年可以贡献 4.04 亿收入，结算模式二（含电报价）平均每年可以贡献 8.28 亿收入。截止 2018 年底，公司正在运营机柜数约 1 万个。而据公司目前在手的合作意向项目测算，公司未来 3-5 年有望新增 1.6 万个机柜以上，成长动力充足。

**表 3：公司与阿里合作意向项目**

| 项目<br>名称 | 预计<br>投资 | 自有<br>资金 | 预计<br>IRR(%) | 运营期总收入<br>(结算模式一，亿元) | 运营期总收入<br>(结算模式二，亿元) | 合作模式   |
|----------|----------|----------|--------------|----------------------|----------------------|--|
| ZH13     | 5.47     | 1.64     | 10.6         | 11.91                | 26.79                | 公司作为建设项目管理方，项目土<br>建部分由公司代阿里巴巴组织实施<br>施工建设。基础设施相关的专用系<br>统由公司投资、建设和运营并持有<br>产权，公司同时负责提供云数据中<br>心托管服务 |
| GH13     | 2.55     | 0.76     | 10.3         | 5.54                 | 11.91                |  |
| JN13     | 5.47     | 1.64     | 10.5         | 11.91                | 26.25                |  |
| NW13     | 2.55     | 0.76     | 10.3         | 5.54                 | 7.66                 |  |
| HB41     | 2.55     | 0.76     | 10.3         | 5.54                 | 10.19                |  |
| 合计       |          |          |              | 40.44                | 82.8                 |  |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**阿里订单逐步落地，再添成长确定性。**2018Q4-2019Q1 国内经济环境复杂，阿里云也放缓采购，公司与阿里合作进度也收到较大影响。2019年03月份，公司与阿里合作项目进一步取得进展，签订关于前述数据中心项目的主要合同条款与具有法律效力的合作备忘录。根据产业链草根调研，自2019Q1之后，国内云计算产业链加快采购，公司与阿里的合作也将进一步加快，随着合作协议的落地，公司未来的成长更添确定性。

## 延伸主业优势，打造业绩新增长点

**IDC 解决方案业务有望成为新业绩增长点。**公司成立至今，依托与互联网头部企业的长期合作，积累了丰富的运维实践经验和出色的技术创新能力；虽然历史主营业务收入较多来自数据中心后端的运维管理服务，但公司具备数据中心全生命周期规划设计管理能力。2018年公司收购北京中诚华鼎建筑设计有限公司，为实现数据中心产业链延伸拓展打下基础。

公司将数据中心从规划设计、系统集成、建设运维和增值服务等全生命周期业务进行模块化，根据客户不同的需求提供不同的产品组合，例如 EPC 业务，第三方托管业务等。2018年公司中标常山云数据中心一期工程，成为数据 IDC 解决方案业务落地的良好示范。公司有望借助这类业务扩展客户群体，拓宽业务范围。

图 24：公司全生命周期解决方案业务流程



数据来源：公司官网，东方证券研究所

**此外，公司与阿里云合作，迈出触云第一步。**2019年公司与阿里云签订业务合作协议，约定合作期间，公司将承销阿里云官网全部云产品/服务，以及线下客户签单的专有云、混合云、CDN、云托付产品等，同时阿里云方面将提供技术支持，协助公司打造云计算运营团队。合作约定公司将于六年期间承销总金额不低于 4.35 亿元的阿里云产品及服务。公司与阿里在云计算领域建立合作，关系更进一步。合作一方面有利于公司原有业务发挥协同效应，促进 IDC 服务业务的销售，另一方面将带动公司云技术及市场销售能力的提升，实现业务多元化发展。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于 IDC 服务业务。未来三年内深圳创益 B 栋项目，萧山大数据平台项目、房山中粮云创互通项目，HB33 项目，ZH13 等数据中心项目将陆续交付，是公司业绩增长的主要来源。
- 2) 公司 19-21 年毛利率分别为 34.18%，37.78%和 38.62%。毛利率随着上电率的爬坡，将向上提升。
- 3) 公司 19-21 年销售费用率分别为 0.45%，0.44%和 0.43%，管理费用率分别为 8.69%，8.32%和 8.36%。销售费用和管理费用的绝对值增长，费用率的小幅下降则因为营业收入增长带来的摊薄效应。
- 4) 公司 19-21 年的所得税率维持 15%

收入分类预测表

|                | 2017A        | 2018A        | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>IDC 服务业</b> |              |              |                |                |                |
| 销售收入（百万元）      | 510.4        | 649.5        | 841.7          | 1,198.1        | 1,651.3        |
| 增长率            | 26.9%        | 27.3%        | 29.6%          | 42.4%          | 37.8%          |
| 毛利率            | 40.9%        | 37.2%        | 42.0%          | 44.7%          | 44.2%          |
| <b>解决方案业务</b>  |              |              |                |                |                |
| 销售收入（百万元）      | 0.0          | 240.2        | 264.2          | 290.6          | 319.7          |
| 增长率            |              |              | 10.0%          | 10.0%          | 10.0%          |
| 毛利率            |              | 12.0%        | 12.0%          | 12.0%          | 12.0%          |
| <b>其他业务</b>    |              |              |                |                |                |
| 销售收入（百万元）      | 9.8          | 20.0         | 20.0           | 20.0           | 20.0           |
| 增长率            | 156.0%       | 103.1%       | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           |
| 毛利率            | 0.1%         | 0.0%         | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           |
| <b>合计</b>      | <b>520.2</b> | <b>909.7</b> | <b>1,125.8</b> | <b>1,508.7</b> | <b>1,990.9</b> |
| 增长率            | 28.1%        | 74.9%        | 23.8%          | 34.0%          | 32.0%          |
| 综合毛利率          | 40.1%        | 29.8%        | 34.2%          | 37.8%          | 38.6%          |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 投资建议

鉴于 IDC 行业稳定的盈利特性，我们采用绝对估值法对公司进行估值，并参考可比公司单位机柜市值比较结果，我们认为公司当前价值存在低估。绝对估值主要参数如下表所示。

表 4：绝对估值法主要参数假设依据

| 指标 | 关键假设 | 依据 |
|----|------|----|
|----|------|----|

|         |        |                       |
|---------|--------|-----------------------|
| 无风险利率   | 3.03%  | 基于十年期国债收益率            |
| 行业 Beta | 1.06   | 基于申万分类，通信行业较上证综指 Beta |
| 债务成本    | 5.70%  | 参考金融机构人民币贷款一般贷款加权平均利率 |
| WACC    | 10.53% |                       |
| 永续增长率   | 3%     |                       |

数据来源：东方证券研究所

表 5：绝对估值敏感性分析表

|       | WACC  |       |       |        |        |        |        |        |
|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       |       | 9.03% | 9.53% | 10.03% | 10.53% | 11.03% | 11.53% | 12.03% |
| 永续增长率 | 1.00% | 49.11 | 45.05 | 41.45  | 38.26  | 35.39  | 32.82  | 30.50  |
|       | 2.00% | 54.85 | 49.91 | 45.61  | 41.84  | 38.50  | 35.52  | 32.86  |
|       | 3.00% | 62.48 | 56.26 | 50.95  | 46.37  | 42.37  | 38.86  | 35.76  |
|       | 4.00% | 73.15 | 64.91 | 58.06  | 52.28  | 47.35  | 43.08  | 39.37  |
|       | 5.00% | 89.11 | 77.37 | 68.00  | 60.34  | 53.97  | 48.60  | 44.01  |

数据来源：东方证券研究所测算

表 6：同行业公司比较（市值截止:2019/09/11）

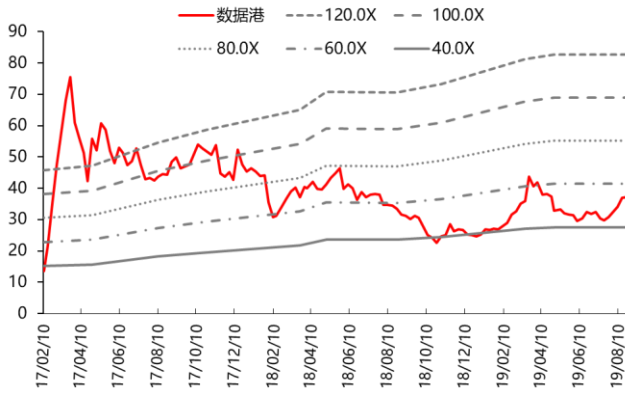
| 公司名称    | 市值（亿） | 机柜数（个） |       |       |       | 市值/机柜数（万元/个） |       |       |       |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
|         |       | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E | 2018         | 2019E | 2020E | 2021E |
| 光环新网    | 321   | 30000  | 43000 | 56000 | 72000 | 107          | 75    | 57    | 45    |
| 宝信软件    | 412   | 17500  | 26000 | 31000 | 38000 | 236          | 159   | 133   | 109   |
| 可比公司平均值 |       |        |       |       |       | 171          | 117   | 95    | 77    |
| 数据港     | 83    | 9590   | 13530 | 18066 | 23751 | 86           | 61    | 46    | 35    |

数据来源：Wind，东方证券研究所

综上，我们预测 2019-2021 年公司分别实现营业收入 11.26 亿，15.09 亿和 19.91 亿元，实现归母净利润 1.73 亿，2.53 亿和 3.47 亿元，EPS 分别为 0.82 元，1.20 元和 1.65 元。根据绝对估值法，给予 46.37 元的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

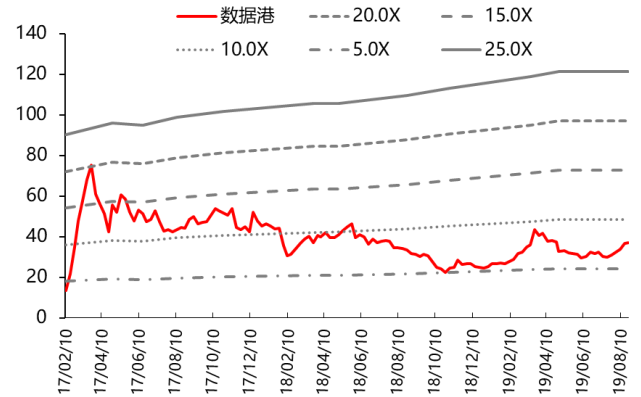


图 25：公司历史 PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：公司历史 PB-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**单一大客户依赖风险。**公司客户较为集中，未来订单中近 70%来自于与阿里合作。若阿里采购或上电进度低于预期，将对该公司营收造成较大影响。

**资金压力或致使建设进度放缓。**公司规模的扩张对资金需求较大，资金压力或致使建设进度放缓。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |              |              |              |              |              | 利润表              |            |            |            |            |            |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元           | 2017A        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 单位:百万元           | 2017A      | 2018A      | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
| 货币资金             | 311          | 420          | 507          | 679          | 896          | 营业收入             | 520        | 910        | 1,126      | 1,509      | 1,991      |
| 应收账款             | 134          | 291          | 338          | 453          | 597          | 营业成本             | 312        | 639        | 741        | 939        | 1,222      |
| 预付账款             | 8            | 25           | 23           | 30           | 40           | 营业税金及附加          | 1          | 2          | 2          | 3          | 4          |
| 存货               | 0            | 21           | 23           | 26           | 28           | 营业费用             | 2          | 4          | 5          | 7          | 9          |
| 其他               | 10           | 9            | 12           | 16           | 21           | 管理费用             | 57         | 82         | 98         | 126        | 166        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>463</b>   | <b>767</b>   | <b>903</b>   | <b>1,204</b> | <b>1,582</b> | 财务费用             | 17         | 24         | 83         | 145        | 192        |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 固定资产             | 800          | 1,341        | 1,319        | 1,938        | 2,460        | 公允价值变动收益         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 在建工程             | 271          | 212          | 1,253        | 1,552        | 1,524        | 投资净收益            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产             | 8            | 8            | 9            | 10           | 11           | 其他               | 2          | 6          | 6          | 8          | 10         |
| 其他               | 148          | 330          | 408          | 565          | 765          | <b>营业利润</b>      | <b>134</b> | <b>164</b> | <b>203</b> | <b>297</b> | <b>408</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,226</b> | <b>1,891</b> | <b>2,989</b> | <b>4,065</b> | <b>4,760</b> | 营业外收入            | 1          | 2          | 1          | 1          | 1          |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,689</b> | <b>2,659</b> | <b>3,891</b> | <b>5,268</b> | <b>6,343</b> | 营业外支出            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 短期借款             | 0            | 346          | 1,378        | 2,368        | 2,928        | <b>利润总额</b>      | <b>135</b> | <b>166</b> | <b>204</b> | <b>298</b> | <b>409</b> |
| 应付账款             | 272          | 370          | 371          | 469          | 611          | 所得税              | 20         | 23         | 31         | 45         | 61         |
| 其他               | 186          | 368          | 397          | 430          | 460          | <b>净利润</b>       | <b>115</b> | <b>143</b> | <b>173</b> | <b>253</b> | <b>347</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>458</b>   | <b>1,085</b> | <b>2,145</b> | <b>3,267</b> | <b>3,999</b> | 少数股东损益           | 0          | 0          | 0          | 1          | 1          |
| 长期借款             | 297          | 268          | 268          | 268          | 268          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>115</b> | <b>143</b> | <b>173</b> | <b>253</b> | <b>347</b> |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股收益(元)          | 0.55       | 0.68       | 0.82       | 1.20       | 1.65       |
| 其他               | 39           | 299          | 313          | 331          | 352          |                  |            |            |            |            |            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>336</b>   | <b>567</b>   | <b>581</b>   | <b>599</b>   | <b>619</b>   |                  |            |            |            |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>794</b>   | <b>1,651</b> | <b>2,726</b> | <b>3,867</b> | <b>4,619</b> |                  |            |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 0            | 5            | 5            | 6            | 7            |                  |            |            |            |            |            |
| 股本               | 211          | 211          | 211          | 211          | 211          |                  |            |            |            |            |            |
| 资本公积             | 366          | 366          | 366          | 366          | 366          |                  |            |            |            |            |            |
| 留存收益             | 318          | 425          | 583          | 819          | 1,140        |                  |            |            |            |            |            |
| 其他               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |            |            |            |            |            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>895</b>   | <b>1,007</b> | <b>1,166</b> | <b>1,402</b> | <b>1,724</b> |                  |            |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1,689</b> | <b>2,659</b> | <b>3,891</b> | <b>5,268</b> | <b>6,343</b> |                  |            |            |            |            |            |

| 现金流量表          |              |              |                |                |              |
|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|
| 单位:百万元         | 2017A        | 2018A        | 2019E          | 2020E          | 2021E        |
| 净利润            | 115          | 143          | 173            | 253            | 347          |
| 折旧摊销           | 100          | 59           | 117            | 149            | 206          |
| 财务费用           | 17           | 24           | 83             | 145            | 192          |
| 投资损失           | 0            | 0            | 0              | 0              | 0            |
| 营运资金变动         | 101          | 8            | (20)           | 3              | 11           |
| 其它             | (192)        | 101          | (84)           | (161)          | (205)        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>141</b>   | <b>335</b>   | <b>268</b>     | <b>390</b>     | <b>552</b>   |
| 资本支出           | (372)        | (527)        | (1,132)        | (1,065)        | (697)        |
| 长期投资           | 0            | 0            | 0              | 0              | 0            |
| 其他             | 158          | (191)        | 0              | 0              | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(214)</b> | <b>(719)</b> | <b>(1,132)</b> | <b>(1,065)</b> | <b>(697)</b> |
| 债权融资           | (9)          | 216          | 17             | 18             | 20           |
| 股权融资           | 373          | 0            | 0              | 0              | 0            |
| 其他             | (157)        | 278          | 934            | 828            | 342          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>207</b>   | <b>494</b>   | <b>950</b>     | <b>847</b>     | <b>362</b>   |
| 汇率变动影响         | 0            | 0            | 0              | 0              | 0            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>134</b>   | <b>111</b>   | <b>86</b>      | <b>172</b>     | <b>217</b>   |

| 主要财务比率         |       |       |        |        |        |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
|                | 2017A | 2018A | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>成长能力</b>    |       |       |        |        |        |
| 营业收入           | 28.1% | 74.9% | 23.8%  | 34.0%  | 32.0%  |
| 营业利润           | 42.6% | 22.8% | 23.2%  | 46.7%  | 37.1%  |
| 归属于母公司净利润      | 46.9% | 24.3% | 20.9%  | 46.5%  | 37.0%  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |        |        |        |
| 毛利率            | 40.1% | 29.8% | 34.2%  | 37.8%  | 38.6%  |
| 净利率            | 22.1% | 15.7% | 15.3%  | 16.8%  | 17.4%  |
| ROE            | 17.5% | 15.1% | 16.0%  | 19.8%  | 22.3%  |
| ROIC           | 10.8% | 10.1% | 9.9%   | 10.3%  | 10.8%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |        |        |        |
| 资产负债率          | 47.0% | 62.1% | 70.0%  | 73.4%  | 72.8%  |
| 净负债率           | 16.9% | 43.4% | 118.5% | 157.0% | 147.5% |
| 流动比率           | 1.01  | 0.71  | 0.42   | 0.37   | 0.40   |
| 速动比率           | 1.01  | 0.69  | 0.41   | 0.36   | 0.39   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 5.0   | 4.3   | 3.6    | 3.8    | 3.8    |
| 存货周转率          | -     | 59.9  | 33.1   | 38.1   | 45.1   |
| 总资产周转率         | 0.4   | 0.4   | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |        |        |        |
| 每股收益           | 0.55  | 0.68  | 0.82   | 1.20   | 1.65   |
| 每股经营现金流        | 0.67  | 1.60  | 1.28   | 1.86   | 2.63   |
| 每股净资产          | 4.26  | 4.77  | 5.53   | 6.65   | 8.18   |
| <b>估值比率</b>    |       |       |        |        |        |
| 市盈率            | 72.0  | 57.9  | 47.9   | 32.7   | 23.9   |
| 市净率            | 9.2   | 8.2   | 7.1    | 5.9    | 4.8    |
| EV/EBITDA      | 35.0  | 35.4  | 21.8   | 14.8   | 10.9   |
| EV/EBIT        | 58.2  | 46.6  | 30.8   | 19.8   | 14.6   |

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

