

证券研究报告—深度报告

信息技术

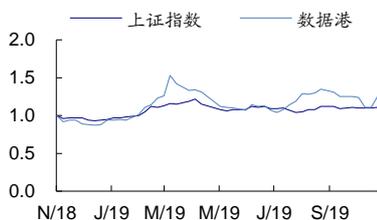
通信

数据港(603881)
增持

昨收盘: 35.74 元 (首次评级)

2019年11月12日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	211/128
总市值/流通(百万元)	7,526/4,569
上证综指/深圳成指	2,964/9,895
12个月最高/最低(元)	43.88/24.02

证券分析师: 程成

 电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513040001

证券分析师: 熊莉

 电话:
 E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

证券分析师: 马成龙

 电话: 021-60933150
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518100002

证券分析师: 于威业

 电话: 0755-81982908
 E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告
稳定增长的 IDC 新星
● 公司是定制化批发型 IDC 黑马

公司属于第三方定制化批发型 IDC 供应商, 在运营 15 个数据中心, 在建 10 个左右数据中心。公司客户主要为 BAT 尤其是阿里巴巴, 一般签订 10 年服务合同, 且以批发形式销售。所建数据中心的销售和利用率有稳定保障。公司大股东为市北高新集团, 背后实控人为静安区国资委。国企的背景给了公司资金、拿地方面的巨大优势, 有助于公司快速扩建。近年来, 随着公司与阿里巴巴的深度合作, 连续签订了总金额超 130 亿的服务合同, 使得公司快速发展, 后续成长也有坚实保障。

● 互联网进入下半场, 批发定制型 IDC 更受益

IDC 行业在流量持续增长和行业不断升级进化背景下, 长期投资价值凸显。当前阶段, 互联网进入下半场, 云计算成为 IDC 市场的主要需求驱动要素, 尤其是阿里巴巴作为国内公有云绝对龙头, 成为 IDC 行业超级客户。为云计算厂商尤其是阿里供 IDC 批发定制服务的厂商将更受益。

● 第三方头部公司收益行业趋势, 公司竞争优势显著

参考全球 IDC 行业发展趋势, 国内第三方 IDC 服务商将崛起, 且向头部不断集中, 过效应越来越明显。公司是第三方 IDC 服务商中的第一梯队企业, 竞争优势显著, 保证公司充分受益行业趋势: (1) 同时服务于 BAT 互联网巨头, 运维能力强, 受到行业及客户认可 (2) 先订单, 再建设, 后运营”的批发定制业务模式, 保障了公司所建数据中心的销售和上电率 (3) 公司具有全生命周期管理和成本控制能力, PUE 达到全球领先水平 (4) 已具备行业内领先的业务体量, 上市后进一步增强综合业务能力。

● 看好行业和公司发展确定性, 首次覆盖, 给予“增持”评级

当前公司处于高资本开支投入期, 采用 EBITDA 估值较为合理, 预计公司 19-21 年 EBITDA 利润为 4.08/6.75/9.59 亿元, 目前对应 21.9/13.2/9.3 倍 EV/EBITDA, 估值合理偏低。19-21 年净利润为 1.38/2.33/3.90 亿, 弹性较大。我们认为 2019 年合理价格区间为 43.23~53.00 元, 给予“增持”评级。

● 风险提示

云计算发展不达预期; 数据中心交付不达预期; 运维风险

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	910	1,026	1,652	2,024	2,172
+/-%	74.9%	12.8%	61.0%	22.5%	7.3%
净利润(百万元)	142.86	138.24	233.27	390.96	439
(+/-%)	24.3%	-3.2%	68.7%	67.6%	12.3%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.66	1.11	1.85	2.08
EBITMargin	22.6%	15.6%	16.4%	22.4%	23.5%
净资产收益率(ROE)	14.3%	12.6%	18.5%	25.5%	23.8%
市盈率(PE)	50.9	54.5	32.3	19.3	17.2
EV/EBITDA	26.4	21.9	13.2	9.3	8.5
市净率(PB)	7.2	6.86	5.97	4.91	4.09

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们看好 IDC 资产的长期投资价值，以及在当前发展阶段下，批发定制型业务的高速发展和确定性。IDC 行业通常采用 EV/EBITDA 进行估值，我们预计公司 19-21 年 EBITDA 利润为 4.08/6.75/9.59 亿元，目前对应 21.9/13.2/9.3 倍 EV/EBITDA，参考可比公司估值及绝对估值法，2019 年合理价格区间为 43.23~53.00 元，给予“增持”评级。

核心假设或逻辑

核心假设：

- (1) JN13、GH13、HB33、创益二期项目 2019 年底交付，剩余在建工程 2020 年底交付
- (2) EBITDA 利润率维持在 50% 的水平。
- (3) 2021 年上电率达到 85%，之前两年呈逐步爬坡态势。
- (4) 管理费用率因规模效应逐年下滑。

与市场预期的差异之处

市场认为 IDC 行业受云计算市场需求波动较大，19 年相关云厂商资本开始下滑，行业景气度下滑。但公司属于定制批发业务，阿里已与其签订 10 年的服务合同，且根据历史数据，一般上架率可以达到 80% 以上，公司收入不受大环境波动影响；

我们认为，互联网进入下半场，当前 IDC 行业发展阶段，批发定制型业务增长更快，确定性更强。

股价变化的催化因素

云厂商与公司新签订服务合同；公司数据中心上架率超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、数据中心建设进度不达预期；
- 2、客户话语权不断加强，EBITDA 利润率下滑；
- 3、管理费用无法有效控制。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值	7
投资建议	7
公司是定制化批发型 IDC 黑马	8
公司属于定制化批发型 IDC 供应商	8
背靠市北集团，绑定阿里，确定性高增长	11
战略性延伸零售型业务和 EPC 解决方案	14
互联网进入下半场，批发定制型 IDC 更受益	15
供需不平衡下，IDC 资产长期确定性受益	15
互联网进入下半场，相应 IDC 客户数增长缓慢	17
云计算将成为 IDC 需求核心驱动力，阿里云成超级客户	20
第三方头部公司收益行业趋势，公司竞争优势显著	23
行业竞争格局概览	23
规模效应凸显，行业向头部集中	25
公司定位明确，竞争优势显著	27
盈利预测	30
假设前提	30
收入成本拆分及未来 3 年盈利预测	30
盈利预测的敏感性分析	31
风险提示	32
附表：财务预测与估值	33
国信证券投资评级	34
分析师承诺	34
风险提示	34
证券投资咨询业务的说明	34

图表目录

图 1: 公司业务范畴.....	8
图 2: 公司数据中心外观图	8
图 3: 数据中心内部布局图	8
图 4: 2018 年 IDC 市场份额.....	9
图 5: 中国数据中心服务业产业链	9
图 6: 典型 IDC 公司毛利率对比.....	11
图 7: 数据港与光环新网 2018 年 IDC 机房成本结构对比.....	11
图 8: 公司上市之初股权结构	12
图 9: 公司历年营收 (万元) 及增速情况.....	13
图 10: 公司历年归母净利润 (万元) 及增速情况.....	13
图 11: 公司历年固定资产 (万元) 及增速情况.....	14
图 12: 公司历年在建工程 (万元) 情况	14
图 13: 2018 年收入结构.....	15
图 14: 2018 年毛利率结构	15
图 15: IDC 需求分析.....	16
图 16: 移动互联网接入流量及增速	16
图 17: 中国 IDC 市场规模 (亿元)	16
图 18: 2015-2020 全球数据中心和机架数量统计及预测.....	17
图 19: 网民规模和互联网普及率	18
图 20: 手机网民规模及其占网民比例.....	18
图 21: 网民人均每周上网时间	18
图 22: 100M 以上宽带用户占比.....	19
图 23: 固网宽带和 4G 网络平均下载速率 (Mbit/s)	19
图 24: 全球应用流量占用比例.....	19
图 25: 移动网民手机人均安装 APP 总量	19
图 26: 头部互联网企业市值/估值情况.....	20
图 27: 国内主流厂商智能云服务布局.....	21
图 28: 数据中心需求驱动力调查.....	21
图 29: 全球大型数据中心资本开支增速	22
图 30: 2018 年公有云市场份额	22
图 31: 阿里云季度收入及同比增速	22
图 32: 阿里云全球数据中心布局情况.....	23
图 33: 全球 IDC 市场份额情况 (Q1 2018)	24
图 34: 部分公司 2016-2018 复合增速收入.....	25
图 35: 全球超大规模数据中心数量	26
图 36: 2019 年上半年全球数据中心领域并购交易额.....	26
图 37: Equinix 收购历史	27
图 38: 各公司人均创收对比	27
图 39: 公司机柜利用率水平	28
图 40: 2018 年数据中心 PUE 情况	29

图 41: 公司流动负债情况.....	30
图 42: 公司经营性现金流情况.....	30
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设.....	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较.....	7
表 5: 批发型数据中心和零售型数据中心对比.....	10
表 6: 不同模式 IDC 服务商参与的环节	10
表 7: 数据港在运营数据中心情况.....	11
表 8: 公司技术团队背景.....	12
表 9: 公司与阿里巴巴部分合作项目情况.....	13
表 10: 公司在建工程情况 (2019H1)	14
表 11: 一线城市落地数据中心 PUE 节能政策	16
表 12: 运营商与互联网巨头 2B 战略转型措施.....	20
表 13: 互联网厂商采购服务器数量情况	21
表 14: 阿里巴巴部分在建数据中心情况.....	23
表 15: IDC 服务商与 IaaS 服务商优劣对比.....	24
表 16: 国内第三方头部 IDC 公司.....	24
表 17: 近年跨界并购 IDC 资产失败案例统计	25
表 18: 数据港最新项目投资额及 IRR 情况.....	26
表 19: 公司业务收入拆分 (万元)	30

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

公司近两年业绩处于资产投入期，2020年迎来快速增长。若无新增项目，2022年营收趋于平稳。近两年数据中心集中交付，折旧加大，成本率提高，后续有望回归正常水平。公司整体管理费用率在10%左右的水平，且随着规模效应不断降低。所得税率在出口退税及研发扣除后，在14%的水平。股利分配比率一直保持在一般水平，按照近两年情况预计在30%左右。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	19.98%	28.14%	74.86%	12.81%	60.97%	22.54%	7.29%	10.00%	10.00%
成本率	58.47%	59.89%	70.23%	69.41%	69.90%	64.84%	64.79%	65.00%	65.00%
管理费用/营业收入	12.10%	10.94%	6.48%	11.00%	10.00%	9.00%	8.00%	8.00%	8.00%
销售费用/销售收入	0.00%	0.41%	0.44%	3.80%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
营业税及附加/营业收入	0.10%	0.18%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税税率	17.59%	14.96%	13.70%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比率	36.17%	25.78%	44.81%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	13.00%
无风险利率	3.00%	Ka	10.00%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.26
公司股价 (元)	34.5	Ke	11.82%
发行在外股数 (百万)	211	E/(D+E)	77.03%
股票市值(E, 百万元)	7280	D/(D+E)	22.97%
债务总额(D, 百万元)	2171	WACC	10.16%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值为 43.23 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，认为公司的估值区间为 36.43~52.21 元。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.1%	8.6%	9.14%	9.6%	10.1%
永 续 增 长 率 变 化	3.5%	71.11	61.63	53.87	47.39	41.91
	3.0%	64.61	56.50	49.74	44.03	39.14
	2.5%	59.26	52.21	46.24	41.14	36.73
	2.0%	54.78	48.56	43.23	38.63	34.61
	1.5%	50.98	45.42	40.62	36.43	32.74
	1.0%	47.71	42.69	38.32	34.48	31.08
	0.5%	44.87	40.30	36.29	32.75	29.59

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值

选取同行业上市公司万国数据、光环新网等作为比较对象, 根据 wind、彭博一致预期数据, 同行可比对象 2018/2019/2020 年的 EV/EBITDA 平均值为 30.80/20.07/15.12 倍。

由于数据中心每年的固定资产投资及折旧巨大, 因此用 EV/EBITDA 指标做相对估值较为合理。公司的 EV/EBITDA 估值低于行业平均。其中, 处于高固定资产投入期的万国数据、光环新网、宝信软件的 EV/EBITDA 较高, 和公司比较类似, 世纪互联固定资产投入较低、成长性较弱, 相应 EV/EBITDA 也较低。我们选取 2020 年宝信软件和万国数据的平均值作为合理水平。

数据港 2020 年 EBITDA 利润为 6.75 亿, 合理 EV/EBITDA 值约为 20 倍, 对应空间为 50% 左右, 对应股价为 53 元左右。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (11月08日)	EPS (元)			PE			EBITDA (亿元)			EV/EBITDA		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603881.SH	数据港	35.74	0.68	0.66	1.11	52.6	54.2	32.2	3.38	4.08	6.75	26.42	21.86	13.21
同类公司:														
VNET.O	世纪互联	57.67	-0.3	-0.12	-0.2	—	—	—	8.72	10.49	12.97	9.86	8.20	6.63
GDS.O	万国数据	303.37	-0.43	-0.28	0.06	—	—	—	9.09	17.44	25.47	59.52	31.02	21.24
300383.SZ	光环新网	17.27	0.43	0.58	0.76	40.2	29.8	22.7	12.44	15.37	19.27	22.27	18.02	14.37
600845.SH	宝信软件	33.22	0.76	0.76	0.97	43.7	43.7	34.2	9.10	12.46	15.74	31.54	23.03	18.23
均值						41.9	36.7	28.5				30.80	20.07	15.12

资料来源: 世纪互联、万国数据、光环新网、宝信软件均采用 WIND、彭博一致预期数据、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

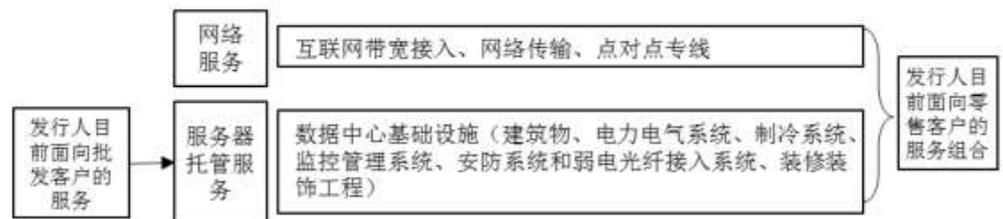
综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 43.23~53.00 元左右, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

公司是定制化批发型 IDC 黑马

公司属于定制化批发型 IDC 供应商

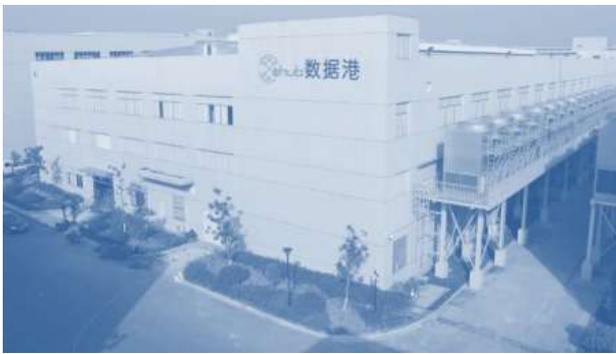
公司成立于 2009 年底，成立之初即从事数据中心服务器托管服务（DC）及网络带宽服务（I），即 IDC 业务。具体而言，IDC 服务商自建或租赁场地，并配置相应的机柜、电力系统、布线、和其它预装设备，形成数据中心基础设施；同时租用或通过合作方式接入基础电信运营商的带宽和光纤资源，最终将配置完整的机房资源以租赁形式交付给客户，实现客户的服务器托管需求，按照客户使用的机柜数收取租赁费。

图 1：公司业务范畴



资料来源：公司公告、IDC 图，国信证券经济研究所整理

图 2：公司数据中心外观图



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所分析师归纳整理

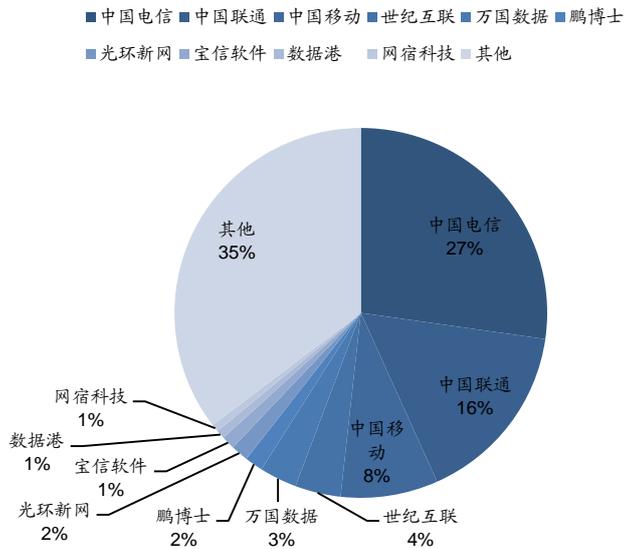
图 3：数据中心内部布局图



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所分析师归纳整理

数据中心供应商主要分为传统基础电信运营商和新兴第三方数据中心服务商，以中国为例，三大电信运营商（电信、联通、移动）和第三方的市场份额如下所示。数据港属于第三方服务商。

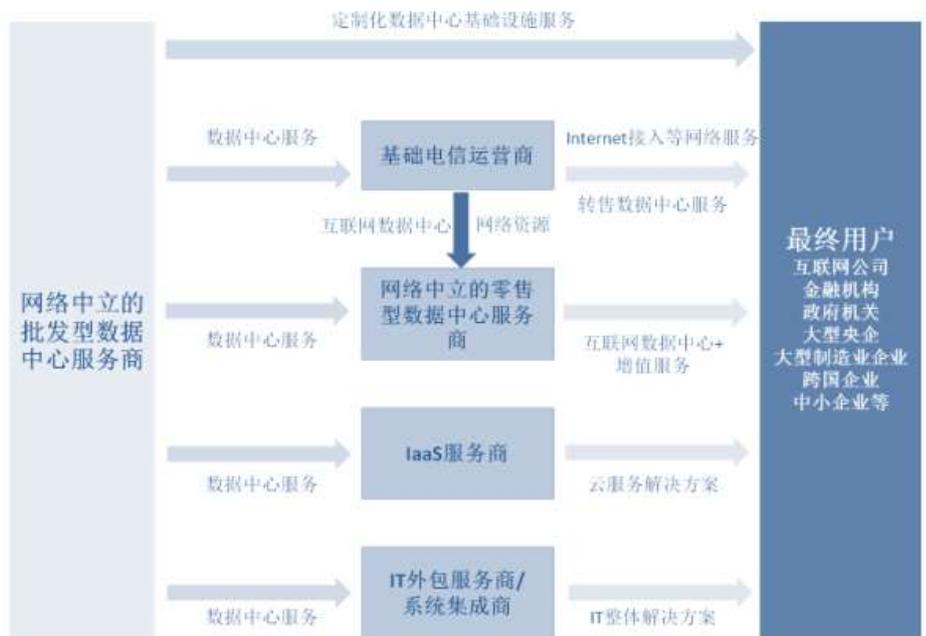
图 4: 2018 年 IDC 市场份额



资料来源: 公司公告、中国信通院, 国信证券经济研究所整理

第三方批发型 IDC 服务商商业模式: (1) 与基础电信运营商签署服务合同, 提供基础设施, 运营商与最终客户签署整包合同; (2) 直接与最终客户 (一般为 IaaS 云服务商) 签署合同提供基础设施, 最终客户会单独再向运营商购买网络资源。后者的定制化属性更强。数据港以往第一种建设模式为主, 近年来第二种模式项目更多。

图 5: 中国数据中心服务业产业链



资料来源: 公司公告、中国信通院, 国信证券经济研究所整理

根据客户规模和要求, IDC 业务分为批发型和零售型, 数据港以批发型 IDC 业务为主, 零售型 IDC 业务为辅。

批发型和零售型业务的区别如下所示。总体来看, 批发型数据中心服务面向大

型互联网公司或电信运营商等大客户，通常并不提供网络带宽服务，定制化程度较高，合作关系稳定，但需要牺牲一部分销售价格；零售型数据中心面向中小型互联网公司、一般企业等最终用户，标准化程度高，且同时提供服务器托管和网络带宽服务，零售型机房售价高，以对客户的流动性进行一定的补偿。二者无好坏之分，完全根据客户的需求不同而提供不同的销售模式。

表 5: 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
主要目标用户	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	行业一般平均水平	高
可扩展性	一般	好
灵活性	基本无灵活性	好
TCO	高	低
标准化程度	高	低
是否提供带宽服务	提供	一般不提供
代表企业	Equinix、世纪互联、光环新网、网宿科技	Digital Realty Trust、宝信软件、数据港

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所分析师归纳整理

根据建设模式，IDC 服务商分为自建机房、租赁机房和需求定制三类。自建机房的 IDC 拥有机房厂房产权和内部配套设施产权，典型代表为光环新网；租赁机房的 IDC 一般租赁工业园区改造成机房，仅拥有配套设施所有权；需求定制与租赁机房类似，区别在于整体 IDC 建设方案由大客户主导，IDC 服务商配合建设。数据港前期业务以租赁模式为主，后期与阿里的合作更多为需求定制业务。

表 6: 不同模式 IDC 服务商参与的环节

数据中心建设步骤	自建模式	租赁模式	需求定制
数据中心选址	是		
土地、电力、水资源对接	是		
能评、环评、立项	是	是	
方案设计、施工图设计	是	是	
工程施工总包、监理招标	是	是	是
工程分包商、主要设备招标	是	是	是
工程建设管理	是	是	是
验收交付	是	是	

资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

目前数据港在运营的数据中心项目情况如下所示（其中，185 数据中心于 2019Q3 终止于杭州电信的合作，客户有待接洽）：

表 7: 数据港在运营数据中心情况

数据中心名称	地点	面积(平方米)	机柜规模	直接客户	最终用户	开工时间	正式投入运营时间	合同期限(年)
536	杭州市	3727	468	杭州电信	杭州坤德	2009.8	2009.12	5
185-5	杭州市	11334	1071	杭州电信	百度	2012.7	2013.5	7.5
185-7	杭州市	6043	816	杭州电信	百度	2012.2	2012.9	7.5
628	杭州市	10573	1199	杭州电信	阿里、网易、平安保险	2012.7	2013.5	7.5
223-1F、2F	上海市	2015	250	上海电信	腾讯	2010.6	2011.1	8.3
217-4F	上海市	1345	304	上海电信	腾讯	2010.11	2011.7	8.3
223-3F 219-3F	上海市	2160	463	上海电信	腾讯	2011.6	2012.5	8.3
219-1F	上海市	864	139	付费通、262网络等	付费通、263网络等	2010.6	2010.8	N/A
69-2 (宝山一期)	上海市	14500	929	上海联通	阿里	2014.10	2015.7	6
69-3 (宝山二期)	上海市	5500	394	上海联通	阿里	2015.5	2016.3	6
张北数据中心 2A1	河北张北	N/A	2200		阿里	2016.1	2016.11	10
张北数据中心 2A2	河北张北	N/A				2017.3	2017.7	10
萧山大数据运营平台	杭州市	23426	1430		阿里	2017.6	2018.2	6
深圳宝龙创益园项目(一期)	深圳市	26128	两期共 2250		阿里	2018.6	2018.8	8

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

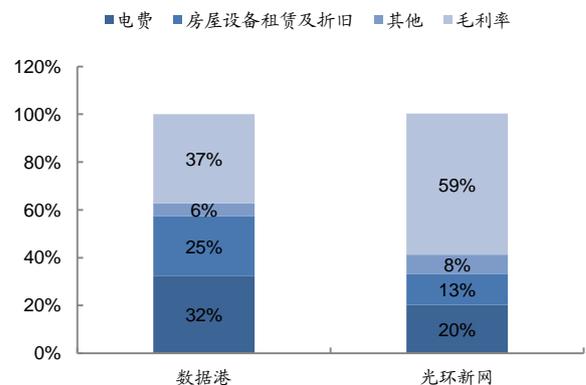
数据港独特的模式, 造成了其差异化的成本结构和毛利率。如下图所示, 数据港的毛利率在 40% 上下, 介于光环新网和万国数据之间。其之所以高于万国数据, 是因为万国需要承担租赁厂房的费用, 而数据港相关项目的厂房由客户(阿里)提供; 其之所以低于光环新网, 是因为光环新网厂房为自有, 议价能力高, 相当于赚取了厂房租赁的钱。

图 6: 典型 IDC 公司毛利率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 7: 数据港与光环新网 2018 年 IDC 机房成本结构对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

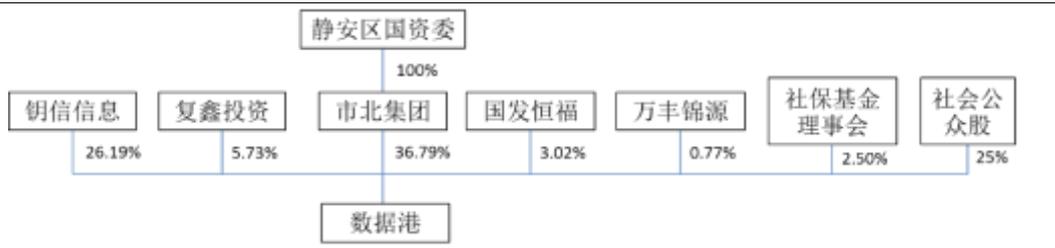
背靠市北集团, 绑定阿里, 确定性高增长

公司上市之初的股权结构如下所示。市北集团持有公司 36.79% 的股份, 系静安

区国资委下属企业，静安区国资委为实际控制人。钥匙信息为高管持股平台，公司总经理曾犁持有其 90% 的股份。复鑫投资、国发恒福、万丰锦源均为有限合伙企业，是公司的发起股东。社保基金理事会的股权系公司上市之时由市北集团划拨而来。

市北集团拥有市北高新股份有限公司（600604.SH），集团主要围绕市北高新技术服务业园区的发展，行使规划建设、投资促进和企业服务职能。数据港即为园区内孵化的企业。除了办公场地、数据中心用地的支持外，背靠国有企业在银行贷款上具有一定的优势。

图 8：公司上市之初股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司属于批发型定制化 IDC 服务商，主要服务于大型互联网公司，是国内少数同时服务于 BAT 的数据中心服务商，BAT 业务占比达 95% 以上。截至 2018 年，公司已连续 8 年为阿里巴巴提供双十一数据中心运维保障服务，并于 2018 年荣获了阿里巴巴“同舟共济”数据中心合作伙伴殊荣。

公司能够在创立之初就为 BAT 等服务，与公司管理层资深的行业背景有关。公司总裁曾犁先生创立公司之前，曾担任世纪互联的副总裁，而当时的世纪互联是国内数据中心绝对龙头，曾犁拥有丰富的行业经验和对行业趋势准确的判断；公司其它高管团队在软件、硬件、电气、制冷等领域均有丰富行业经验，以支撑数据中心的高效建设和运维。

表 8：公司技术团队背景

姓名	职位	持有上市公司股份比例	经历
曾犁	副董事长、总裁	23.57%	1968 年生，研究生学历。历任厦门建发集团有限公司业务经理，北京大元实业有限公司总经理，美国 EMC 公司全球总部产品经理、全球联盟经理、亚太区全球战略联盟总监、华东区渠道销售总监，美国 QUANTUM 公司北亚洲区总裁，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。2009 年 11 月至今，担任公司副董事长、总裁等职务。
徐军	董事、副总裁	0.65%	1972 年生，本科学历。历任上海软件中心上海新华公司卫星证券交易系统安装工程师，深圳讯业集团上海分公司技术支持部经理、总经理助理，上海沪翼通信息通讯公司任技术总监，华保紧急救援中心有限公司任 IT 业务主管，上海国通网络有限公司业务拓展部经理、总经理助理，ISP 事业部总监等职务。2009 年 11 月至今，担任公司董事、副总裁等职务
王海峰	副总裁	0.65%	1973 年生，本科学历。历任上海天灵输配电有限公司工程师，上海宸讯智能网络有限公司项目经理，上海智建电子工程有限公司副总经理，中国惠普有限公司高级顾问，英特尔（中国）有限公司资深顾问，腾讯科技有限公司数据中心首席架构师。2012 年 12 月至今，担任公司副总裁职务。
吴思权	副总裁		1971 年生，本科学历。历任广梅汕铁路有限公司电算站工程师，北京朗讯信息有限公司系统部工程师，北京泰利特科技有限公司系统支持部经理，北京威视数据系统有限公司重大项目部技术总监，北京世纪互联宽带数据中心有限公司全国增值服务中心总经理。2010 年 10 月至今，担任公司副总裁职务。
朱强	高级总监		1974 年生，本科学历。历任梅兰日兰电子（中国）有限公司主管，上海如清电子科技有限公司副总经理。2011 年 7 月至今，担任公司高级总监职务。朱强先生拥有十余年数据中心领域工作经历，熟悉电气、制冷、数据中心集成应用，技术能力较强，擅长工程项目管理工作及数据中心运营管理，目前为公司新建数据中心及运营管理工作的负责人及核心技术人员。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

基于长期优质的合作体验，阿里近年来与公司加强全面合作，为阿里巴巴建设多个数据中心，尤其是 2018 年 5 月收到的阿里项目合作意向，5 个数据中心项

目合计总服务费高达 40.44（不含电费）/82.80（含电费）亿元。这对于公司目前的业务体量来说无疑是巨型合同，保证了公司未来十年的业务持续性。

表 9: 公司与阿里巴巴部分合作项目情况

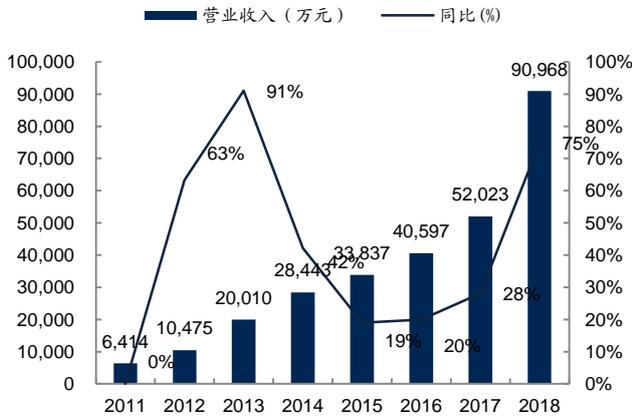
项目	签署时间	履行期限	服务费总金额
张北小二台一期数据中心项目	2015.10.1	10 年	12.75 亿元
HB33 机房项目	2017.04	10 年	28 亿元
ZH13、GH13、JN13、NW13、HB41 数据中心	2018.05	10 年	40.44/82.80 亿

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2019 年上半年，公司凭借与阿里巴巴长期稳定的合作关系，以及双方在各自领域的优势，充分挖掘市场潜力，签订了云业务合作协议。根据协议约定，公司将在未来 6 年合作期间内，承销总金额不低于人民币 4.35 亿元的阿里云产品/服务。公司可销售阿里云官网上的全部云产品/服务，以及线下客户签单的专有云、混合云、CDN、云托付产品。若公司未完成阶段性销售目标，则公司将自行对阿里云进行差额补足。该合作协议表明了公司与阿里云前面深度的合作关系。

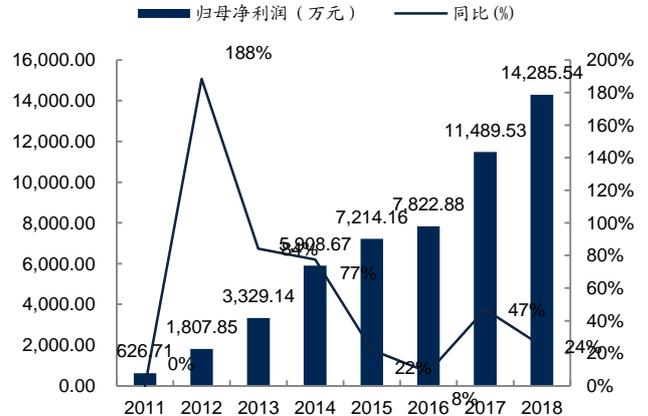
在 BAT 尤其是阿里巴巴的支持下，公司近年来业务快速发展，于 2017 年成功上市后，进一步加快了扩张步伐，业绩进入快速增长期。如下所示，公司 15、16 年多个项目交付，固定资产开始逐步增加，带来了公司收入 17 年开始的快速增长，同时 18 年固定资产继续大幅增加。且 19 年在建工程大幅增加，为后续收入高增长提供了坚实基础。

图 9: 公司历年营收（万元）及增速情况



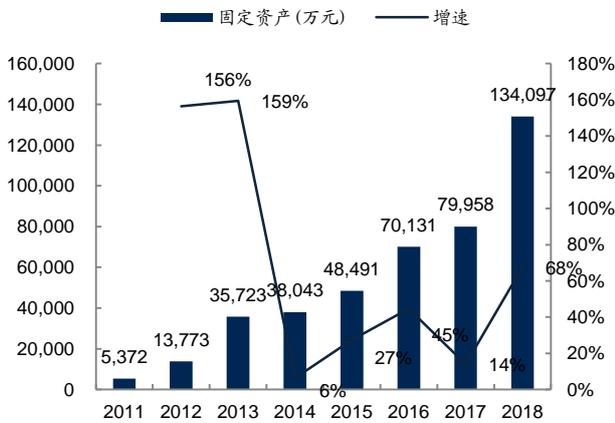
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 10: 公司历年归母净利润（万元）及增速情况



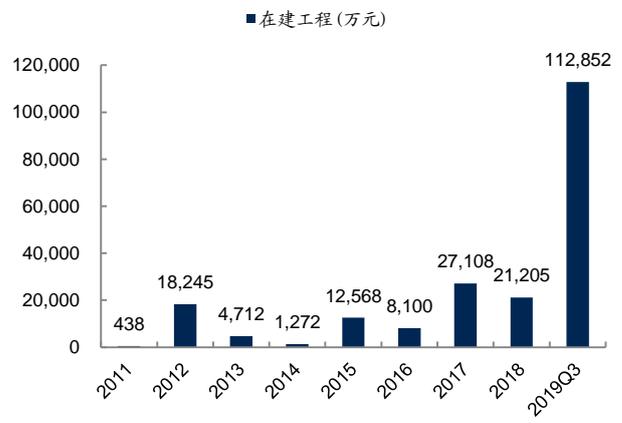
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 11: 公司历年固定资产(万元)及增速情况



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 12: 公司历年在建工程(万元)情况



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

截止 2019 年上半年, 公司在建的项目如下所示。

表 10: 公司在建工程情况(2019H1)

项目名称	预算数(万元)	工程累计投入占预算比例(%)	工程进度
JN13 数据中心项目	54720	8.96%	机电安装中
北京房山中粮云创互通数据机房项目	68943	1.06%	房屋主体建造中
GH13 数据中心项目	25500	28.42%	机电安装中
深圳创益二期	16471	86.92%	机电安装中
HB41 数据中心项目	25481	5.66%	机电安装中
张北数据中心 2A-3			房屋主体建造中
HB33 数据中心项目	80677	33.14%	机电安装中
ZH13 项目	54720	1.47%	机电安装中
NW13 项目	25481	0.90%	机电安装中
217 机房项目			
合计	351993		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

截止 2019 年上半年, 公司已经运营 15 个自建数据中心, 共部署 10,467 个机柜, 106,992 台服务器, 电力容量合计约 21.96 万千瓦, IT 电力容量合计约 6.81 万千瓦。若目前的在建工程全部实施完毕, 预计公司数据中心机柜数可达到 3 万个左右机柜, 是现有规模的 3 倍左右。

战略性延伸零售型业务和 EPC 解决方案

公司以批发型 IDC 业务为主, 零售型为负, 在目前运营的 15 个数据中心中, 只有一个属于零售型。2018 年, 公司投资人民币 6.89 亿元于北京房山中粮云创互通项目, 进一步开拓零售型数据中心业务。

投资北京房山项目, 拓展零售业务, 进军北京。该项目拟由公司下属控股子公司北京云创互通科技有限公司作为项目公司, 购买中国北京中粮农业生态谷园区内 E07 地块并建设数据中心, 同时负责该项目建设及运营管理; 其中, 公司占云创互通 60% 股权, 其他自然人股东占 40% 股权。整个项目建设规模约为 30,000 平米, 预计规划建设 3,200 个 5KW 机柜; 旨在园区内打造大数

据及云计算产业平台，该项目预计 2020 年底前投入使用。项目满足一定条件后，由数据港收购其他股东股权，实现对项目公司的全资控股。经测算，该项目内部收益率 IRR 约为 9.14%。

公司投资该项目，一方面是进一步开拓零售型数据中心业务，另一方面也是在北京地区投资的首个数据中心项目，若项目顺利实施，有利于扩大公司业务区域布局。BATJ 等大型互联网公司对一线城市资源保持旺盛的需求，若能成功拓展北京业务，有利于公司拓展新的客户资源。因此虽然 IRR 只有 9.14%，但战略意义更重大。

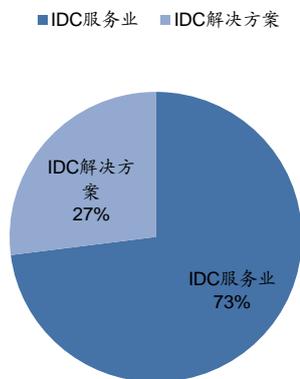
中标常山云数据中心项目，拓展解决方案业务。 IDC 解决方案业务，可以理解为数据中心系统集成，主要根据电信运营商或其他 IDC 投资方的建设需求，提供 IDC 的工程咨询、设备采购、施工建设等服务，不包含前期投资和后期运营。

2018 年 3 月，公司中标河北省石家庄市常山云数据中心项目一期工程建设项目，中标金额约 3 亿元。中标项目涉及一期工程部分云数据中心建筑，中标内容包括机房楼和动力中心、配套构筑物的施工图深化设计，设备和材料的采购、安装施工、调试验收、项目交付以及后续运维等。

公司在自建数据中心的进程中，积累了丰富的系统集成经验，此次单独承接数据中心解决方案业务，主要系业务能力的延伸，增加创收点，同时为区域拓展打好基础。

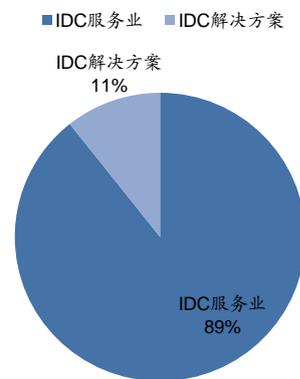
公司 2018 年的业务比例结构如下所示：

图 13：2018 年收入结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 14：2018 年毛利率结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

互联网进入下半场，批发定制型 IDC 更受益

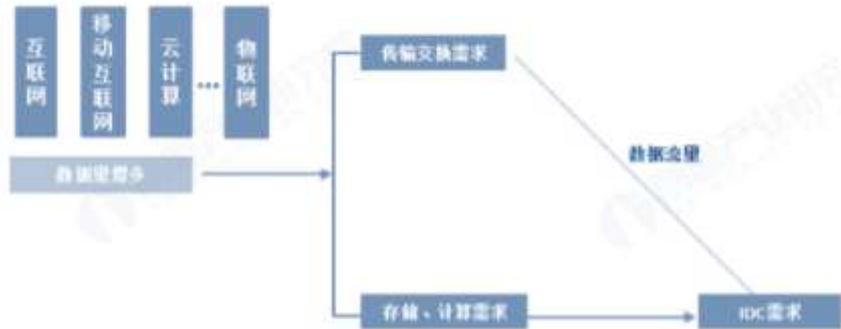
供需不平衡下，IDC 资产长期确定性受益

需求端，互联网流量继续高增长，IDC 市场规模持续扩大。

根据工信部数据，移动互联网接入流量继续呈高增长态势，即使 2019 年上半年以来增速有所放缓，依旧维持在 100%以上的高水平。在此背景下，国内 IDC

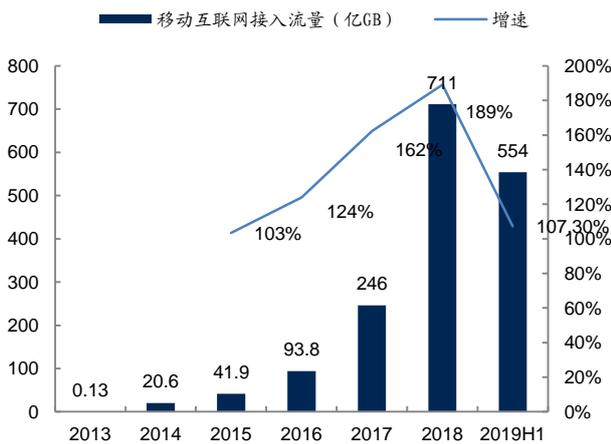
市场规模持续扩大，增速一直维持在 30% 上下的水平。信通院预测，随着 5G 带来的 VR/AR、物联网、大数据等进一步的发展，未来的 IDC 市场规模增速依然可以达到 30% 以上，是长期稳定增速的行业。

图 15: IDC 需求分析



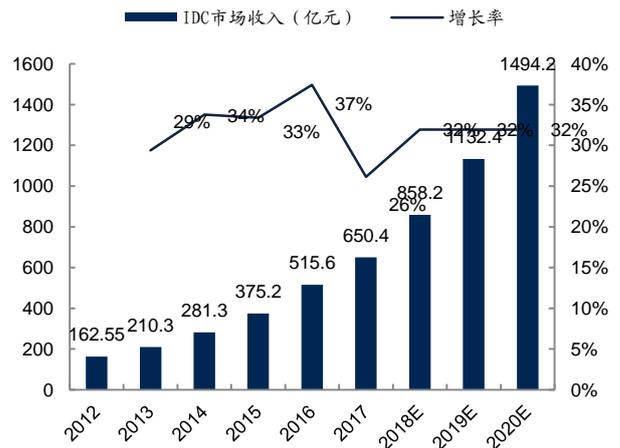
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 16: 移动互联网接入流量及增速



资料来源：工信部、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 17: 中国 IDC 市场规模 (亿元)



资料来源：信通院、国信证券经济研究所分析师归纳整理

供给端，政策限制叠加技术升级，IDC 机房数逐步减少。

一方面，政策层面加强了对数据中心能耗的管理，数据中心绿色环保水平较高、功率密度较高的 IDC 服务商更有可能获得新增电力指标，PUE 难以提升的小微数据中心面临改造甚至清理。

表 11: 一线城市落地数据中心 PUE 节能政策

一线城市	文件时间	颁布单位	文件名称	简要
上海	2018 年 10 月 18 日	上海市经济信息化委	《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)》	要求新增数据中心机架数小于等于 6 万个；推动数据中心节能技改和结构调整，存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4，新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下。
北京	2018 年 9 月 26 日	北京市政府	《北京市新增产业的禁止和限制目录(2018 年版)》	北京六城区之内和通州新区，原则上不允许建数据中心；六城区之外建设数据中心，要求 PUE

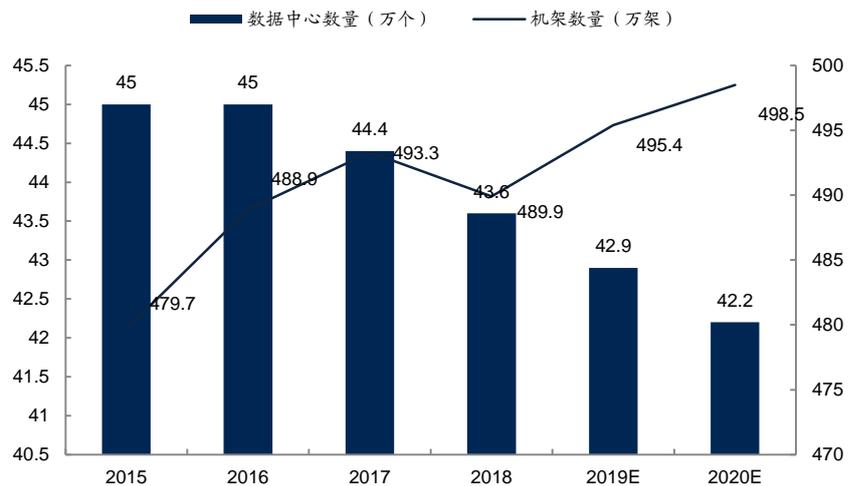
深圳 2019年4月15日 深圳市发改委 《深圳市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项的通知》 要求数据中心完善能源管理体系，促进老旧数据中心技术升级和改造。同时，在政策层面上，对PUE在1.40以下的数据中心予以能源消耗扶持。

资料来源：各地政府官网、国信证券经济研究所整理

另一方面，集约化、规模化驱使下，数据中心数量减量体增。根据 Gartner 的数据，从 2017 年开始，全球数据中心数量开始缩减，大型、超大型数据中心仍快速增长，但小/微型数据中心大幅减少。且单机架功率快速提升。据 Uptime Institute 发布的《2018 数据中心调查报告》，2017 年，67%的机柜密度低于 6 千瓦(KW)，只有 9%的单机架密度达到 10 千瓦以上。而 2018 年，已经有 69%的机柜密度达到了 10 千瓦以上。

国内情况符合全球趋势，据智研咨询数据，2018 年底，国内整体 IDC 机柜数约 210 万，与 2017 年相比，整体增速约 26%，大型和超大型数据中心增速超过 40%，中小型增速较慢。

图 18: 2015-2020 全球数据中心和机架数量统计及预测

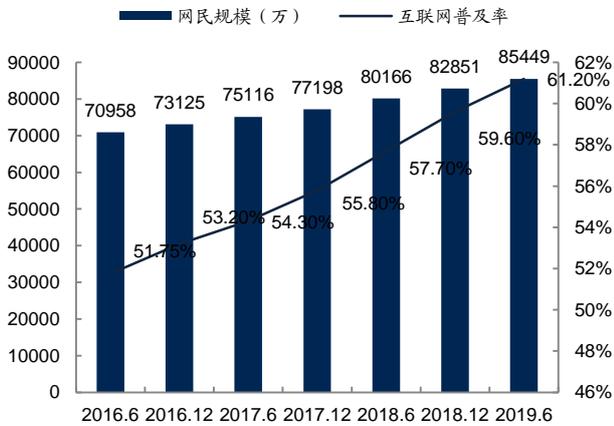


资料来源：Gartner，国信证券经济研究所整理

互联网进入下半场，相应 IDC 客户数增长缓慢

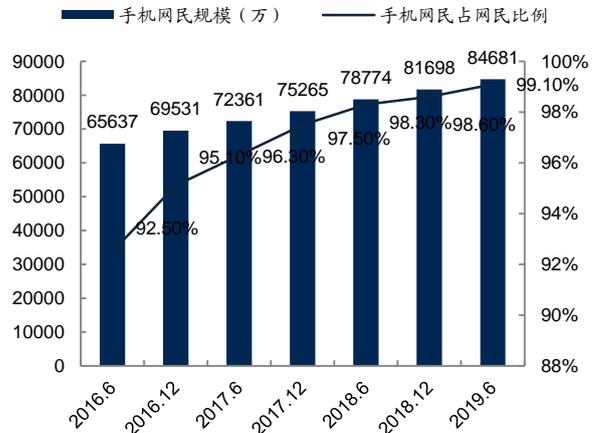
所谓互联网进入下半场，主要指上网人数、人均上网时间等人口红利的消失。根据 CNNIC 的数据，截止 2019 年 6 月，我国网民数量已达到 8.54 亿人，网络普及率达到 60%以上，随着农村地区网络普及率的提升，这一数字还有一定的上升空间，但增速将大幅放缓。而在现有网民中，99%以上都可以通过手机上网，意味着移动互联网人口红利逐步消失，后续增幅将与总体网络普及率的提升速度一致，进入低速区间。

图 19: 网民规模和互联网普及率



资料来源: CNNIC、国信证券经济研究所分析师归纳整理

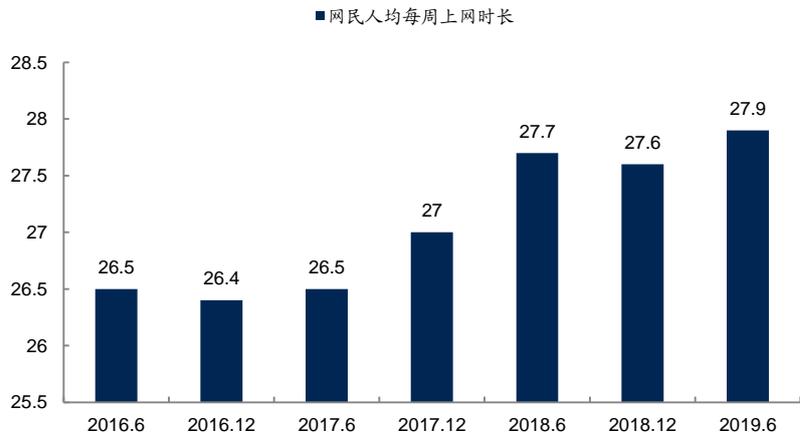
图 20: 手机网民规模及其占网民比例



资料来源: CNNIC、国信证券经济研究所分析师归纳整理

而从上网时间看,网民的上网时间早已进入饱和状态,人均每周上网时长维持在 27 小时上下。

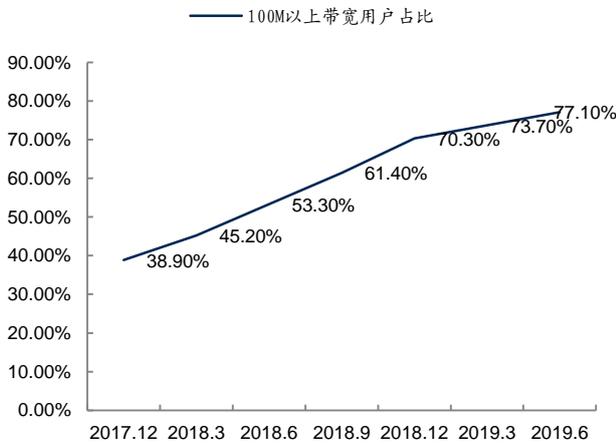
图 21: 网民人均每周上网时间



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

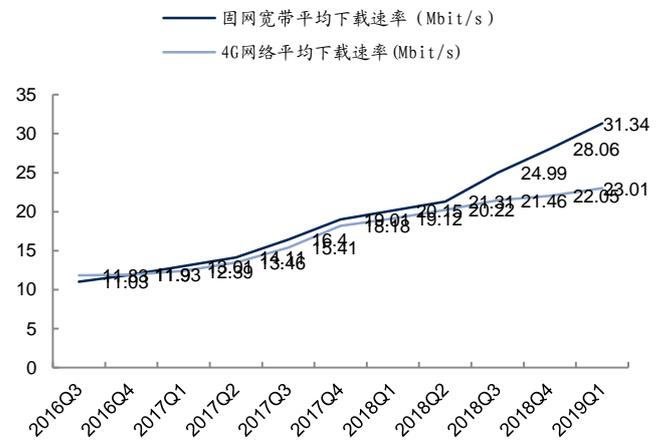
在上网人数和时长都增长缓慢的情况下,流量却快速增长,主要得益于上网速率的大幅提升。根据工信部的数据,截止 2019 年 6 月,我国 100M 以上宽带接入用户总数占总用户数的比例达到了 77.10%,20M/50M 宽带向 100M 宽带升级的过程基本完成,下一步将向 200M/300M 甚至 1000M 升级,在此带动下,固网上网速率近三年来大幅提高,2019 年一季度平均可用下载速率为 31.34Mbit/s,同比增长 55.5%;移动网络方面,在“提速降费”的总政策思想下,4G 网络平均下载速率亦大幅提升,2019 年 Q1 下载速率达到 23.01Mbit/s,同比增长 20.4%。

图 22: 100M 以上宽带用户占比



资料来源: 工信部、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 23: 固网宽带和 4G 网络平均下载速率 (Mbit/s)

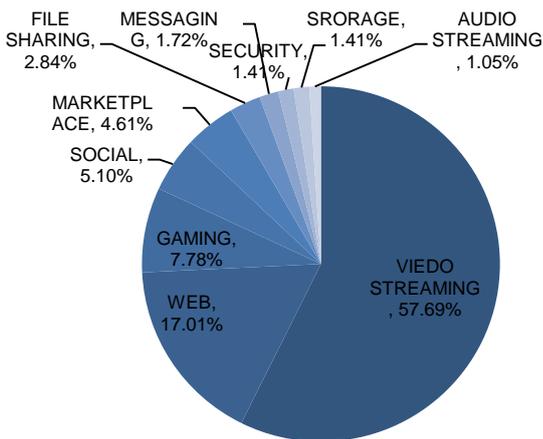


资料来源: 信通院、国信证券经济研究所分析师归纳整理

下载速率的提升, 主要用以支持视频类应用的使用体验提升, 使用的 APP 总数并未大幅增长。下载速率的提升所带来消耗流量的增加, 主要用在了即时通信、在线视频、网络直播、短视频等视频类应用上。以在线视频为例, 近几年迅速完成了 360P、720P 向 1080P 清晰度的提升, 未来向 4K、VR/AR 继续升级, 成为流量消耗的主要方向。根据 Sandvine 的《全球互联网现象》报告, 视频流占据了流量消耗的 57.69% 的比例。

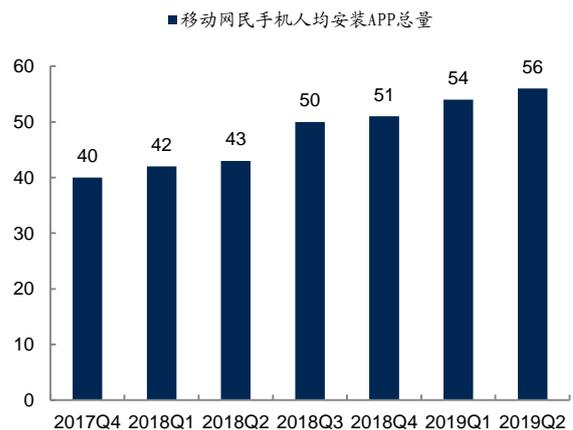
但目前用户的使用习惯基本固化, 人均下载使用的 APP 数量增长非常缓慢。根据极光发布的《2019 年 Q2 移动互联网行业数据研究报告》, 2019Q2 人均手机安装 APP 数量为 56 个, 目前处于缓慢增长阶段。

图 24: 全球应用流量占用比例



资料来源: 《全球互联网现象》、国信证券经济研究所分析师归纳整理

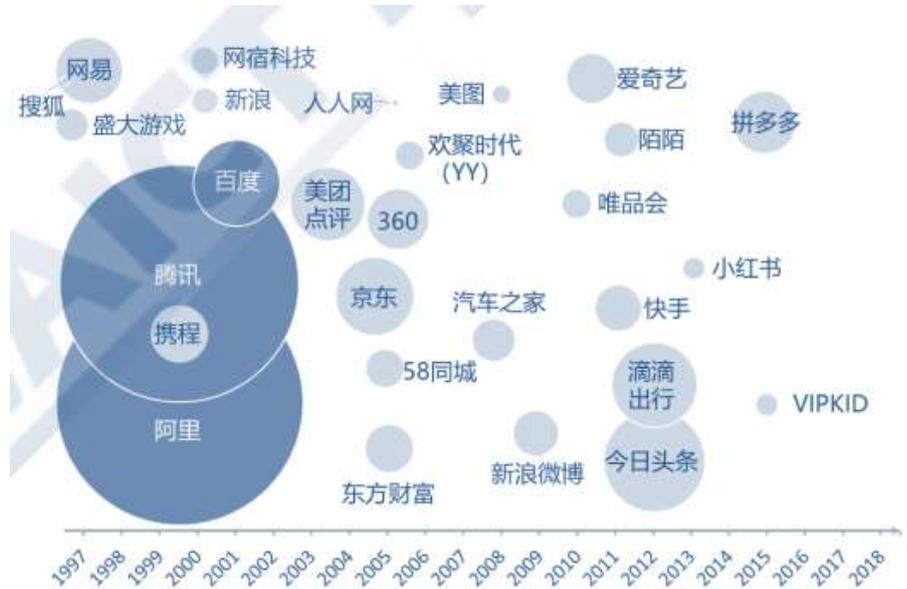
图 25: 移动网民手机人均安装 APP 总量



资料来源: 极光数据、国信证券经济研究所分析师归纳整理

人均安装 APP 总量的稳定, 意味着用户使用习惯已经形成, 常用的 APP 在 50~60 款左右, 即 50~60 家互联网公司已经占据了绝大多数的用户时间, 新互联网企业突围越来越难, 创新活跃度下降。如下图所示, 互联网企业逐步向头部集中, “两超多强”格局基本形成, 新兴独角兽企业很难逃脱超级平台独立发展。

图 26: 头部互联网企业市值/估值情况



资料来源: 信通院, 国信证券经济研究所整理

而新兴互联网企业增速的下降, 意味着相应 IDC 机房的需求客户群数量也趋于稳定。后续 IDC 需求的增长, 来自于单个客户需求量的增加。

云计算将成为 IDC 需求核心驱动力, 阿里云成超级客户

互联网下半场, 工业/产业互联网或替代消费互联网成为增长支柱。随着消费互联网市场发展逐步成熟, 互联网巨头、运营商甚至通信设备商, 均将目光从 2C 转向 2B, 探索工业/产业互联网的发展潜力。普华永道数据显示, 我国有 3000 万家需要信息化服务的中小企业, 市场潜力巨大。

表 12: 运营商与互联网巨头 2B 战略转型措施

企业	战略转型措施
中国电信	2016 年, 中国电信提出转型 3.0 战略, 争做领先的综合智能信息服务运营商, 与产业链共创智能连接、智慧家庭、互联网金融、新兴 ICT、物联网五大业务生态圈。
中国移动	中国移动已经将政企市场和数字化服务两项业务提高到了与传统的移动市场、家庭市场同样的发展高度。公司不断加强自身 IT 能力, 招募培养具备 ICT 思路和执行经验的人员; 增加与软件开发商、具备 IT 能力的设备提供商合作, 以此打造更有差异化、专业性的 ICT 方案
中国联通	2018 年推出“云网一体化”促进政企业务快速发展, 基于 SDN/NFV, 面向政企用户提供云网融合、智能化网络服务, 同时打造“云+网+X”政企新融合模式
阿里巴巴	2018 年底, 阿里云事业群升级为阿里云智能事业群, 将中台智能化与阿里云全面结合。未来阿里云将成为阿里所有 2B 技术、产品的输出平台
腾讯	2018 年底, 新成立了技术委员会、云与智慧产业事业群, 宣布未来将打造技术中台, 与会深度整合, 加速配置一体化

资料来源: 信通院, 国信证券经济研究所整理

企业上云成为工业/产业互联网的重要抓手。通过基础设施云化、业务应用上云、设备产品上云、制造能力上云, 中小企业可完成对生产经营流程的信息化改造, 实现网络化、数字化、智能化转型。2017 年工信部推出《推动企业上云实施指南 (2018-2020)》, 全面助力企业上云。目前, BAT 均积极完善云平台对中小企业数字化改造的资源能力, 截止 2018 年底, 阿里云已经服务超百万家中小企业。

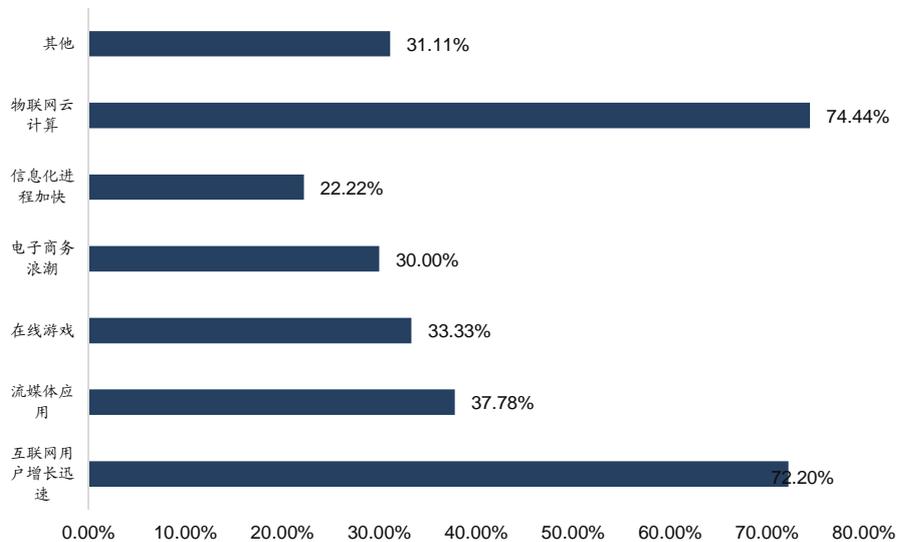
图 27: 国内主流厂商智能云服务布局

	腾讯云	阿里云	华为云	天翼云	百度云		
行业应用	人脸核身 智能客服 智能安防监控	优图天眼 AR云服务	ET城市大脑 ET工业大脑 ET农业大脑	ET环境大脑 ET医疗大脑 ET航空大脑	交通智能体 园区智能体 工业智能体 汽车智能体	城市智慧安防 医疗AI 智慧园区 智慧旅游	个性化推荐 热门推荐 关联推荐 运营助手
应用服务	语音: 语音识别/合成 图像: 文字识别 自然语言: 机器翻译	语音: 声纹识别 图像: 人脸/人体识别 自然语言: 智能机器人	语音: 语音转写/合成 图像: 印刷文字识别 自然语言: 机器翻译	语音: 语音识别/合成 图像: 人脸/人体识别 自然语言: 对话机器人	语音: 语音识别/转写 图像: 文字识别 自然语言: 文本分析分类	语音: 声纹识别 图像: 人脸识别 自然语言: 知识图谱	
使能平台	智能钛机器学习 人工智能服务平台 腾讯智能对话平台	机器学习平台PAI 语音模型自学习工具 NLP自学习平台 智能出行引擎	ModelArts Huawei HiLens 机器学习服务MLS 图引擎服务GES 视频接入服务VIS 批处理服务Batch	机器学习平台	先知企业人工智能平台		
基础资源	GPU云服务器 FPGA云服务器	GPU云服务器 FPGA云服务器	GPU云服务器 FPGA云服务器	GPU云服务器 FPGA云服务器	GPU云服务器 FPGA云服务器 GPU服务器 FPGA一体机		

资料来源: 信通院, 国信证券经济研究所整理

云计算将成为数据中心的核​​心驱动因素。2012 年中国数据中心产业发展联盟曾做过一份调查统计, 探究中国 IDC 市场的驱动因素。其中, 互联网用户数增长迅速和物联网云计算的发展成为量大核心驱动。根据我们之前的分析, 人口红利和流媒体的发展支撑了过去几年 IDC 的主要需求, 而被大家给予较多期望的物联网和云计算相应的需求还没有完全释放, 我们认为其将成为接下来行业需求的主要动能。

图 28: 数据中心需求驱动力调查



资料来源: 信通院, 国信证券经济研究所整理

BAT 近几年的服务器采购数量也反映出了这一趋势。

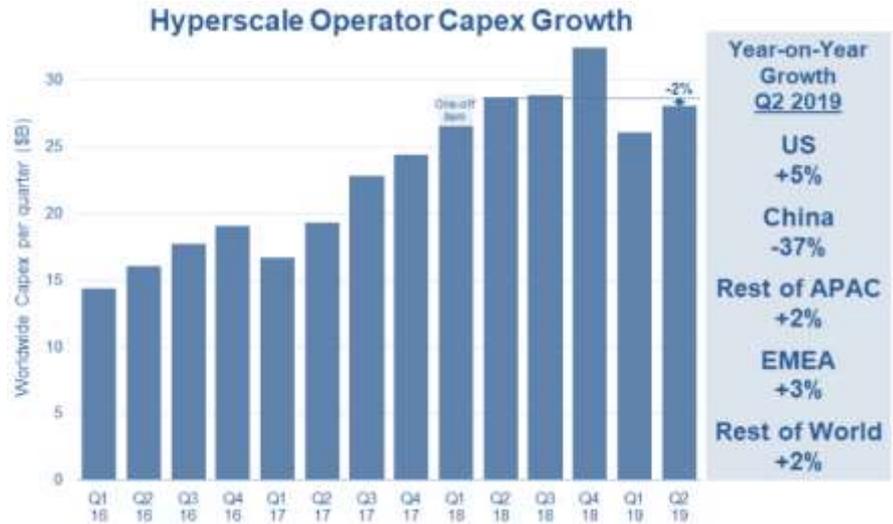
表 13: 互联网厂商采购服务器数量情况

公司名称	服务器采购数量 (万台)		未来规划服务器采购数量 (万台)	
	2017A	2018A	2019E	2020E
阿里巴巴	17	32	40	60
腾讯	25	40	*30	-
字节跳动	2	14	-	-

注: 腾讯计划在 2019 年进行服务器的版本升级, 每台新版本服务器的处理能力相当于之前的 2 倍
资料来源: 科智咨询、国信证券经济研究所整理

实际上，2019 年，BATJ 等都削减了数据中心的资本开支，根据 Synergy Research Group 的数据，2019 年上半年同比减少了 37%，带动全球资本开支下滑 2%。我们认为随着 5G/物联网/云计算的全面落地，国内相应云计算厂商的资本开支有望迎来拐点。

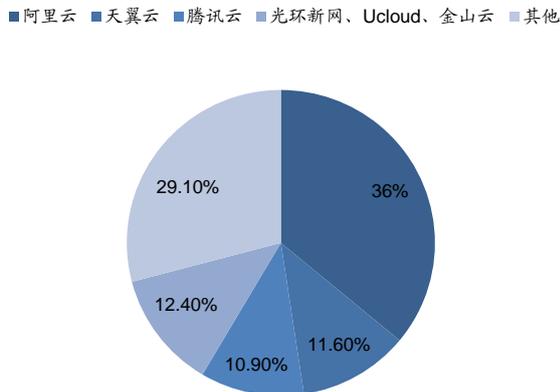
图 29: 全球大型数据中心资本开支增速



资料来源: Synergy Research Group, 国信证券经济研究所整理

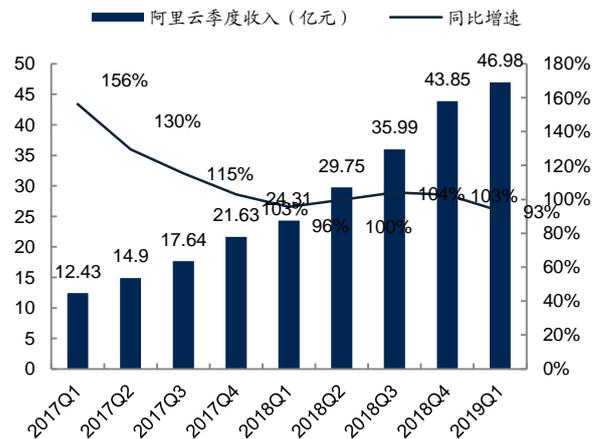
阿里云是国内公有云绝对龙头，成为 IDC 超级客户。国内公有云市场整体增速虽然只有不到 30%，但阿里云超越行业增速，连续 13 个季度规模翻倍，截止 2018 年底，其国内市占率 36%，全球排名第三，并有望进一步提高。

图 30: 2018 年公有云市场份额



资料来源:《全球互联网现象》、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 31: 阿里云季度收入及同比增速



资料来源: 极光数据、国信证券经济研究所分析师归纳整理

目前，阿里巴巴在全球 19 个地理区域内运营者 56 个数据中心区，并继续在大力投资建设中。如今年 2 月，阿里巴巴以 7530 万元竞得余杭开发区北部塘栖镇泉漳村 100391 平方米的土地建设数据中心，预计总投资超 60 亿人民币。之前阿里云在南通的数据中心总投资 180 亿元，在张北的数据中心总投资 200 亿元。阿里巴巴俨然成为 IDC 行业的超级投资方。

图 32: 阿里云全球数据中心布局情况


资料来源: 阿里巴巴官网, 国信证券经济研究所整理

表 14: 阿里巴巴部分在建数据中心情况

城市	开始时间	总投资额 (亿元)	服务器数量 (万台)
张北	2015.12	180	30
南通	2017.12	180	30
乌兰察布	2018.5	150	30
河源	2018.6	150	30
杭州	2018.3	120	20

资料来源: 阿里巴巴官网, 国信证券经济研究所整理

第三方头部公司收益行业趋势, 公司竞争优势显著

行业竞争格局概览

运营商 VS 第三方

根据前述数据, 2018 年, 三大运营商 IDC 市场份额仍然占据 50% 以上的市场份额, 但是第三方经过过去多年的发展, 已经可以达到和运营商分庭抗礼的地步。长期来看, 第三方网络中立性特点、云厂商支持等因素, 将支撑第三方数据中心进一步扩大市场份额:

- (1) **第三方数据中心网络独立性、灵活性更好。**运营商的数据中心通常只提供各自的网络接口, 数据中心网络接入通常被其网络覆盖面所限制。网络中立的数据中心服务商可提供多接口的网络接入, 能够满足客户的个性化需求, 对于市场需求的反应也更加迅速。
- (2) **云厂商崛起带动第三方数据中心发展。**互联网巨头如阿里巴巴投资的数据中心, 一般需要数据中心托管服务商根据其要求提供深度定制, 运营商灵活性较差, 较难满足其要求。

另一方面, 随着云厂商在一线城市周边地区部署超大规模数据中心, 三大运营商当地的网络资源并不足以支撑, 因此云厂商会直接租用一线城市的带宽资源解决网络问题, 同时委托第三方解决基础设施的问题, 以达到最高的性价比。这也是数据港、宝信软件等近年来单独和阿里巴巴签署合同的原因。

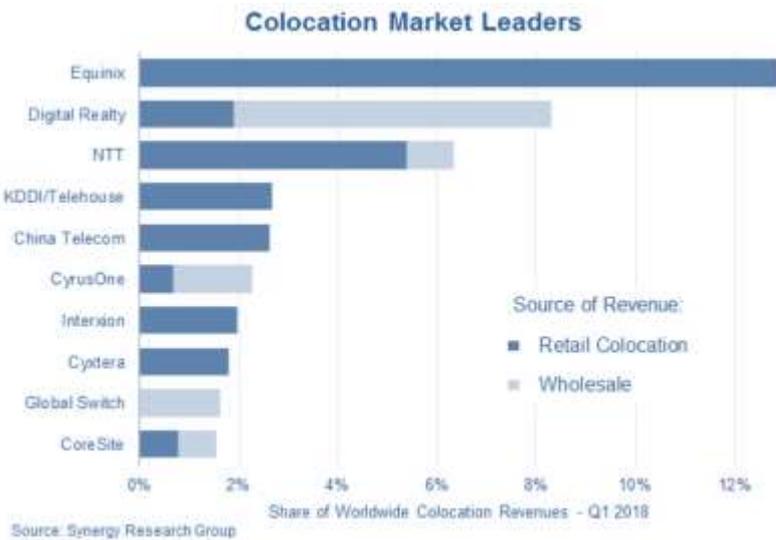
表 15: IDC 服务商与 IaaS 服务商优劣对比

服务商分类	传统 IDC 业务		云服务业务	
	优势	劣势	优势	劣势
电信运营商	网络与机房资源丰富、资金雄厚、具有较强品牌影响力	服务种类及深度不足，增值服务	规模化云服务，并具有网路优势、销售渠道较多	中小客户的开拓弱、服务方式不灵活，产品开发周期长
第三方 IDC	服务相对灵活，且可提供 BGP 多线服务及定制化服务	基础资源受制于运营商，议价能力较弱	基础设施运维能力较强，部分公司有一定开发能力	销售和技术能力不足
IaaS 服务商	资金实力雄厚，可承受高强度价格竞争	数据中心运维能力较弱，自建数据中心较少	细分专业领域技术领先，实施能力强	基础设施运维能力较弱

资料来源：科智咨询，国信证券经济研究所整理

从全球经验来看，第三方占据主导地位。据 Synergy 统计，2018Q1 行业前两名 Equinix、Digital Realty 均为第三方，合计占全球市场份额超 20%，排名前十的厂商 7 家为第三方。

图 33: 全球 IDC 市场份额情况 (Q1 2018)



资料来源：Synergy Research、国信证券经济研究所整理

零售 VS 批发

目前在第三方数据中心服务商中，头部的企业如下所示，相关公司过去几年增速都很快，且从目前各家的投资力度看，均处于快速扩张期。其中，世纪互联、鹏博士、光环新网等属于零售型翘楚，批发型 IDC 中万国数据、宝信软件、数据港规模较大。

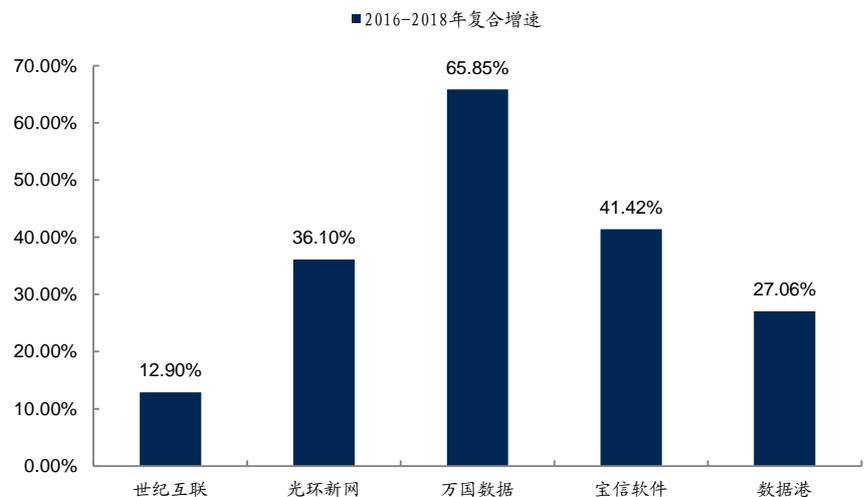
表 16: 国内第三方头部 IDC 公司

公司代码	公司简称	2018 年 IDC 收入 (亿元)	2018 年底机柜数	2019 年底规划机柜数	2020 年规划机柜数	销售模式	市值(亿元, 2019.10.7)
VNET.O	世纪互联	34.01	30654	37000	52000	零售型	60
GDS.O	万国数据	27.92	64000	80000	100000	批发型	367
600804.SH	鹏博士	13.54	30000	50000	70000	零售型	95
300383.SZ	光环新网	12.93	40700	36000	45000	零售型	287
600845.SH	宝信软件	11	20000	25000	34500	批发型	333
603881.SH	数据港	6.49	10465	18000	30000	批发型	73

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从 2016-2018 年的复合增速看,批发型数据中心的增速总体上高于零售型。这也符合 Synergy Research Group 早些年的统计,从 2014 年开始,全球批发型数据中心市场增速高于零售型数据中心市场。这里面一方面有基数的原因,因为 2014 年零售型:数据型市场份额约为 4:1;另一方面,批发型数据中心的客户——云厂商投资的崛起,带动了相关托管服务市场的快速发展。批发型数据中心服务商提供的基础设施不仅在定制化需求上可以更好地满足客户,在能效和规模经济效益上也更具有优势。我们认为,批发型数据中心的**增长驱动力更强,有望延续现在的领跑趋势。**

图 34: 部分公司 2016-2018 复合增速收入



资料来源: 思科, 国信证券经济研究所整理

新进入者面临较大障碍

自 2016 年下半年以来,监管部门对跨界并购监管趋严,已有多个上市公司试图通过外延并购的方式进军 IDC 行业,均告失败。政策层面的导向较为明确,运营 IDC 机房需要较为专业的背景和技能,而并非有资金实力就可以切入的领域。

表 17: 近年跨界并购 IDC 资产失败案例统计

	原有主业	收购标的	公告日期	交易对价
四川金顶	非金属矿开采	德利迅达	2015-05-22	26.60 亿元
精功科技	光伏专用设备制造	盘古数据	2016-04-17	60.00 亿元
宁波建工	房屋建筑工程	中经云	2016-10-11	15.78 亿元
华星创业	移动网络优化	互联港湾	2017-10-09	5.39 亿元

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

规模效应凸显,行业向头部集中

兴建大型/超大型数据中心的趋势下,头部厂商更有资金实力承建。前文已经提到,大型/超大型数据中心是目前新增数据中心的主流方向,以符合云计算厂商规模化、集约化管理利用的需求。而本身 IDC 就是重资产业务,只有资金实力够强的头部企业才有能力配合云厂商进行投资。此外,为云厂商提供定制化数据中心的项目收益并不高,决定了资金获取成本较高的小厂商,也很难进入这

个市场。

图 35: 全球超大规模数据中心数量



资料来源: 思科, 国信证券经济研究所整理

数据港项目投入金额及 IRR 如下所示, 一方面, 单个项目投资额正常在 3-8 亿元的水平, 投资额较大; 另一方面, 为阿里定制化建设的数据中心 IRR 在 10% 左右, 资金成本高的企业或难以承受这样的回报率。

表 18: 数据港最新项目投资额及 IRR 情况

项目名称	项目总投资额 (万元)	项目收益情况
萧山大数据运营平台	31696	IRR 约为 12.79%
HB33 项目	88000	IRR 约为 13.36%
深圳宝龙创意园项目	51399	IRR 约为 10.13%
北京房山项目	68943	IRR 约为 9.14%
JN13 项目	54720	IRR 约为 10.5%
GH13 项目	25481	IRR 约为 10.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

全球 IDC 行业并购加速, 头部厂商市占率规模不断扩大。Synergy Research 的新数据显示, 全球 2019 年上半年完成了 52 笔面向数据中心的并购交易, 比 2018 年上半年增长了 18%, 并延续了过去四年的强劲增长趋势。

图 36: 2019 年上半年全球数据中心领域并购交易额



资料来源: Synergy Research Group, 国信证券经济研究所整理

全球并购加速背后的原因：（1）企业将自己的数据中心出售，将业务转移至云端，以聚焦业务开展（2）行业龙头不断并购小企业，扩张业务版图。

实际上，全球 IDC 龙头 Equinix 的成长史就是一部并购史。

图 37: Equinix 收购历史



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司定位明确，竞争优势显著

公司定位于批发定制型 IDC 服务商，紧密拥抱 BAT 尤其是阿里巴巴等云厂商，在现有第三方头部 IDC 中，竞争优势独特，有望全面受益行业发展趋势。

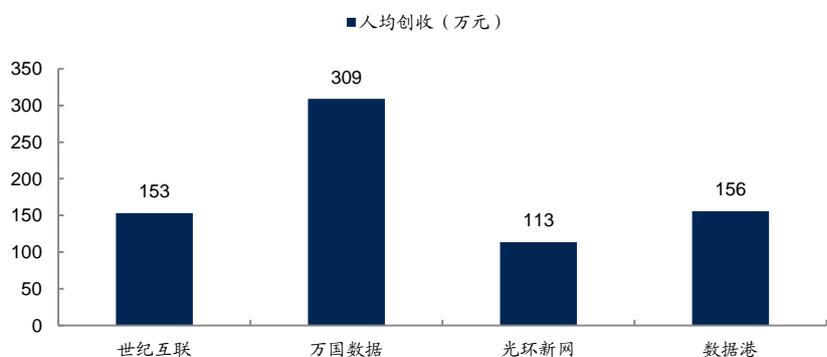
（1）同时服务于 BAT 互联网巨头，运维能力强

IDC 服务商除了提供机房、配套设施等基础硬件外，还需要 365x24 小时保障客户的服务器及相关设备安全稳定运行。目前很多新建的数据中心，基础设施差别不是很明显，IDC 服务商的运营经验、需求响应能力、知名客户评价、数据中心稳定性等，越来越成为数据中心客户重点考量的因素。**运维经验和服务能力正成为优质数据中心服务商筑起无形的护城河。**

公司连续多年为 BAT 等互联网巨头提供数据中心托管运维服务，2017 年张北数据中心获“2017 年数据中心科技杰出将（能效）”，2018 年获得了阿里巴巴“同舟共济”数据中心合作伙伴奖、2018 年运维大数据分析技术获得 CDCC 数据中心科技成果奖。公司的运维能力受到了行业和客户的极大肯定。

据统计，国内运维人员人均管理 100 个机柜，国外优秀数据中心人均管理上千个机柜，我国数据中心总体运维水平有待进一步提高。国内各家 IDC 服务商人均管理机柜的数量较难获得，但通过人均创收的比较来看，数据港还是处于比较高的水平。

图 38: 各公司人均创收对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

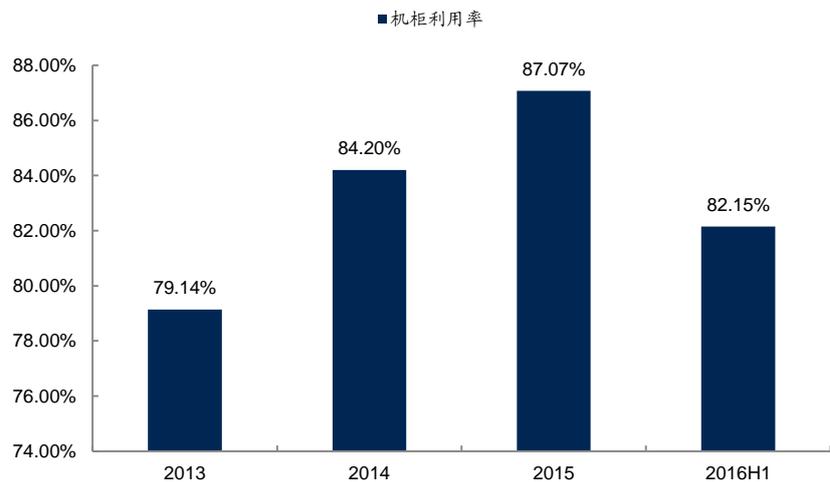
(2) “先订单，再建设，后运营”的业务模式，上电率有保障

公司定制数据中心服务采取“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。根据公司签订的销售合同，公司定制数据中心服务的合同期限长达 5-8 年，且单笔订单规模大。因此公司的业务模式具有客户质量高、库存可控、订单周期长、应收款现金流稳定、运营效率高、资本回报率高等特点。

公司独特的业务模式一方面精准地满足了近年高速发展的云计算公司的定制化需求，帮助其快速获取市场份额。另一方面，定制化批发型建设模式也保证了公司数据中心机柜的利用率（上电率），收入的确定性强。

如下图所示，公司历史机柜利用率在 80%~90%的高水平。机房新建会有两年的爬坡期，一般第三年满产，因此不同年份会随着新建机房的交付使用情况产生波动，但总体维持在了高水平。

图 39：公司机柜利用率水平



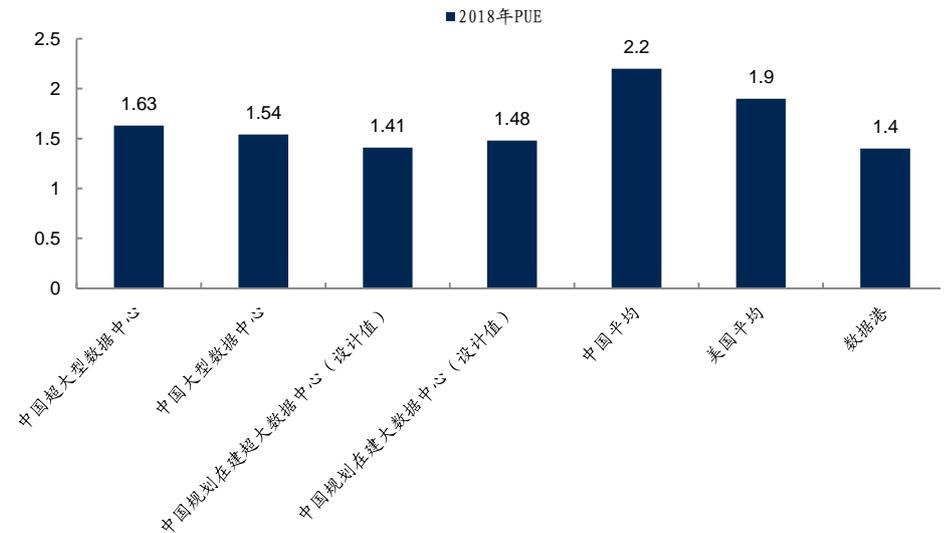
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

(3) 全生命周期管理和成本控制能力，PUE 低

公司在研发和经营过程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，分步骤完成了对数据中心架构设计、功能分区设计，并在过去五年里不断优化，形成了较为领先成熟的一整套数据中心投资成本模型。使得公司通过创新的设计思路、方法，在降低投资成本、运行成本以及提升运营效率等方面形成独特优势。

公司数据中心平均 PUE 达到国际领先水平。数据中心运营支出（OPEX）的主要组成部分是电费，大约占公司营业成本的 60%左右，主要取决于数据中心的 PUE 水平。根据《国家绿色数据中心试点工作方案》统计，美国数据中心平均 PUE 为 1.9；公司 2018 年平均 PUE 达到 1.4，且均低于在超大型数据中心的 PUE 平均水平，达到国内国际的领先水平。

图 40: 2018 年数据中心 PUE 情况



资料来源: 信通院, 国信证券经济研究所整理

不断加强数据中心模块化技术水平, 降成本, 缩周期。在数据中心模块化技术方面, 公司拥有集装箱式数据中心技术、重叠式表冷器换热技术、储冷型水交换技术、移动式机架技术等 18 项实用新型专利, 这些技术使公司在数据中心能耗精细化管理方面取得了长足的进步, 进一步节省了能耗成本, 降低了数据中心 TCO (总投资额)。

另一方面, 数据中心模块化技术也有利于快速完成基础设施建设, 缩短交付周期, 是整个行业的发展趋势。微模块技术将数据中心的建设由“工地”迁移到工厂, 通过工厂预制、现场安装, 可实现 40 天完成部署, 大幅降低传统 2-3 年的建设周期, 并且以模块为单位, 可按照需求快速灵活部署。例如, 公司张北 2A1 期数据中心建设历时 11 个月, 远远少于行业 2 年的平均用时, 公司微模块技术走在行业前沿。

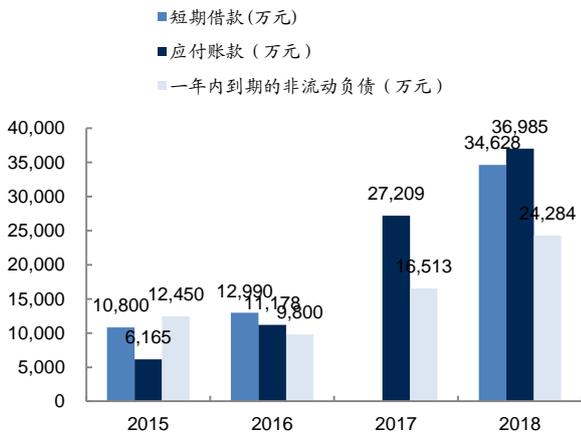
全生命周期规划设计理论和成本模型, 公司有效地形成了成本优势, 使得公司能够持续获得来自阿里巴巴、腾讯和百度等大型互联网公司的业务订单, 反向又不断带动公司能力的提升。

(4) 已具备行业内领先的业务体量, 上市后进一步增强综合业务能力

截至 2018 年末, 公司共运营 15 个自建数据中心, 共部署 10,465 个机柜(折合 5 千瓦标准柜数为 13,622 个), 106,748 台服务器, 电力容量合计约 21.96 万千瓦, IT 容量合计约 6.81 万千瓦, 整体运营规模已经进入行业前列。

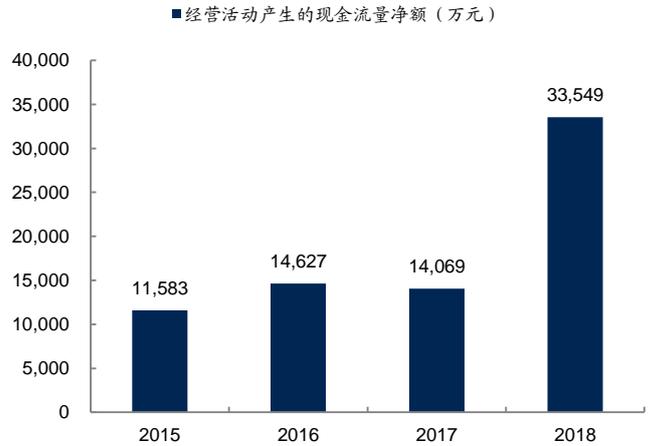
随着公司上市, 公司的品牌、资金、净资产、现金流等均有了全面的提升, 也有利于公司进一步获得银行授信, 从而加大投资规模以扩大业务, 进入快速发展的正循环中。

图 41: 公司流动负债情况



资料来源:《全球互联网现象》、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 42: 公司经营性现金流情况



资料来源: 极光数据、国信证券经济研究所分析师归纳整理

盈利预测

按假设前提,我们预计公司 19-21 年 EBITDA 利润为 4.08/6.75/9.59 亿元,增速分别为 20.8%/65.5%/42.1%,每股收益分别为 0.66 /1.11/1.85 元。

假设前提

- 1、JN13、GH13、HB33、创益二期项目 2019 年底交付,剩余在建工程 2020 年底交付
- 2、EBITDA 利润率维持在 50%的水平。
- 3、2021 年上电率达到 85%,之前两年呈逐步爬坡态势。
- 4、管理费用率因规模效应逐年下滑。
- 5、IDC 解决方案没有新增订单。

收入成本拆分及未来 3 年盈利预测

表 19: 公司业务收入拆分 (万元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E	备注
IDC 服务业						
收入	51,039	64,954	93,366	158,760	192,780	19 年底运营机柜数 1.9 万,2020 年底约 3 万个,上柜率 2021 年达到 85%
增长率	26.92%	27.26%	43.74%	70.04%	21.43%	
毛利率	40.88%	37.24%	32.01%	30.45%	35.84%	近两年机房集中交付开始折旧,但上电率不高,总体毛利率下滑较大,预计 2021/2022 年回到正常水平
IDC 解决方案						
收入		24,016	6,000			假设没有新签订单,19 年 3 亿合同执行完毕
增长率		—	—			

毛利率		12.04%	12.00%		
云代销					
收入			1000	2800	5200
增长率			—	—	—
毛利率			10%	10%	10%
合计					
收入	51039	88970	100366	161560	197980
增长率	26.92%	74.32%	12.81%	60.97%	22.54%
毛利率	40.88%	30.44%	30.59%	30.10%	35.16%
费用率预测					
管理费用率	10.94%	6.48%	11.00%	10.00%	9.00%
销售费用率	0.41%	0.44%	3.80%	3.50%	3.50%
净利率	22.1%	15.7%	13.5%	14.1%	19.3%
净利润拆分					
净利润	115	143	138	233	391
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	115	143	138	233	391

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

按假设前提,我们预计公司 19-21 年 EBITDA 利润为 4.08/6.75/9.59 亿元,增速分别为 20.8%/65.5%/42.1%,每股收益分别为 0.66 /1.11/1.85 元。

盈利预测的敏感性分析

在乐观、中性和悲观三种情景下,未来 3 年的收入、利润或 EPS 的情况如下所示(乐观情况下,收入增速相对于一般情景上浮 10%,费用率下调 10%,悲观反之)

盈利预测情景分析

表: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入(百万元)	910	1,038	1,734	2,164	2,337
(+/-%)	74.9%	14.1%	67.1%	24.8%	8.0%
净利润(百万元)	142.86	218.44	375.17	570.94	636
(+/-%)	24.3%	52.9%	71.7%	52.2%	11.4%
摊薄 EPS	0.68	1.04	1.78	2.71	3.01
中性的预测					
营业收入(百万元)	910	1,026	1,652	2,024	2,172
(+/-%)	74.9%	12.8%	61.0%	22.5%	7.3%
净利润(百万元)	142.86	138.24	233.27	390.96	439
(+/-%)	24.3%	-3.2%	68.7%	67.6%	12.3%
摊薄 EPS(元)	0.68	0.66	1.11	1.85	2.08
悲观的预测					
营业收入(百万元)	910	1,015	1,571	1,890	2,014
(+/-%)	74.9%	11.5%	54.9%	20.3%	6.6%
净利润(百万元)	142.86	62.20	107.48	235.51	271
(+/-%)	24.3%	-56.5%	72.8%	119.1%	14.9%
摊薄 EPS	0.68	0.29	0.51	1.12	1.28
总股本(百万股)	211	211	211	211	211

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

公司的合理估值在 43.23~53.00 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上的，特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断，可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 43.23~53.00 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2020 年动态 EV/EBITDA 的平均值做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，最终给予公司 2020 年 20 倍左右的 EV/EBITDA，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 3 年盈利预测偏乐观；
- 2、该细分领域未来需求或放缓，导致上架率不达预期的风险
- 3、对公司未来费用率的控制较为乐观，或有因管理原因费用率增加的可能

政策风险

政府或有收紧 IDC 建设指标的进一步文件的风险。

经营风险

公司建设不达预期，无法如期交付的风险。

财务风险

公司所需资金紧张，或有资金链断裂风险。

市场风险

云计算市场需求放缓风险。

其它风险

公司运维出故障，从而失去供应商资格风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	420	300	300	300	营业收入	910	1026	1652	2024
应收款项	299	337	543	666	营业成本	639	712	1155	1312
存货净额	21	19	31	33	营业税金及附加	2	2	3	4
其他流动资产	27	31	50	61	销售费用	4	39	58	71
流动资产合计	767	687	924	1060	管理费用	59	113	166	183
固定资产	1553	2964	4410	3907	财务费用	24	0	0	0
无形资产及其他	8	108	208	307	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	330	330	330	330	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	(0)	(0)	其他收入	(17)	0	0	0
资产总计	2659	4089	5871	5603	营业利润	164	160	270	454
短期借款及交易性金融负债	589	1560	2470	1863	营业外净收支	1	2	2	2
应付款项	456	460	744	802	利润总额	166	161	272	456
其他流动负债	39	43	68	75	所得税费用	23	23	38	64
流动负债合计	1085	2063	3282	2739	少数股东损益	0	0	1	1
长期借款及应付债券	268	268	268	268	归属于母公司净利润	143	138	233	391
其他长期负债	299	654	1054	1054					
长期负债合计	567	922	1322	1322	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1651	2985	4603	4061	2018	2019E	2020E	2021E	
少数股东权益	5	5	6	6	净利润	143	138	233	391
股东权益	1002	1099	1262	1536	资产减值准备	0	0	0	(0)
负债和股东权益总计	2659	4089	5871	5603	折旧摊销	132	248	404	504
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	24	0	0	0
					营运资本变动	86	323	472	(72)
					其它	0	0	0	1
					经营活动现金流	361	709	1110	824
					资本开支	(714)	(1759)	(1950)	(100)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(714)	(1759)	(1950)	(100)
					权益性融资	4	0	0	0
					负债净变化	(29)	0	0	0
					支付股利、利息	(64)	(41)	(70)	(117)
					其它融资现金流	645	971	910	(607)
					融资活动现金流	463	929	840	(724)
					现金净变动	110	(120)	0	0
					货币资金的期初余额	311	420	300	300
					货币资金的期末余额	420	300	300	300
					企业自由现金流	(319)	(1051)	(841)	723
					权益自由现金流	297	(80)	69	116

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032