

建筑装饰

证券研究报告
2025 年 05 月 16 日

建筑转型系列——中能建拟携手城地香江打造算力中心“国家队”，AI 基建高景气业绩释放在即

建筑转型系列：中能建拟携手城地香江，打造算力中心“国家队”

城地香江已由传统地基工程主业转型为华东区域域领先的综合算力中心整体解决方案服务商，2024 年公司发布定增预案，拟向中能智算募集资金不超过 6.97 亿元，用于补充流动资金及偿还债务，定增完成后中能智算将持股 23.08%并成为公司控股股东，中国能建实现间接控股，国资委将成为公司实控人。中国能建深度参与全国“东数西算”八大节点区域算力枢纽中心建设，在甘肃庆阳、宁夏中卫、安徽芜湖、广东韶关、山西大同、北京经开区等多个枢纽节点投资或布局了数据中心项目。我们认为通过本次发行，中国能建集团将完成对华东区域优质数据中心资产的整合，推动上市公司成为中国能建集团构建“全国一体化算力网络”的承载主体，强强联合的并购重组或有望迎来估值重塑。

AI 基建需求有望实现高速增长，多个大单落地支撑业绩释放

智能算力需求增长，带动了数据中心资产投资景气度提升，2023 年数据中心的投资规模达 879 亿元，同比增长超 90%；截至 2024 年 8 月，全国智算中心项目已超过 300 个，预计到 2028 年，中国智算中心市场规模将突破 2886 亿元，2023-2028 年复合增速 26.8%。地方政府、基础电信运营商、互联网及其他云厂商是智算中心项目的主要参与方，凭借良好的产品力、技术力、服务力及长期的口碑累积，公司已获得了市场的广泛认可，与中国移动、中国联通、中国电信等主要电信运营商保持长期稳定的合作关系，与华为、BAT、京东、字节跳动等头部互联网企业建立良好的合作关系。截至 2025 年 5 月 8 日，公司 2025 年以来 IDC 相关业务已中标或新签 101.19 亿（含联合体中标），业绩有望进入向上释放周期。

城地香江布局华东区域稀缺优质算力资源，完善数据中心全生命周期服务

城地香江提供 IDC 行业从产品、集成、投资运营以及云基础设施在内的全产业链服务，拥有 20 多年数据中心服务经验。截至 2024 年 3 月末，公司在手项目 3 个，其中在运营 IDC 项目 2 个，在手 IDC 运营项目设计总容量约 197MW，合计取得批文 115MW，累计实现销售 35MW，且公司获得中国移动扬州数据中心建维项目以及中国电信江北数据中心机电配套服务，项目总金额 40.86、19.07 亿。同时呼和浩特数据中心项目附带运维服务，公司 IDC 运营规模有望实现较大突破。

风险提示：AI 算力投资不及预期、行业竞争加剧、数据中心建设进度不及预期、定增审批的不确定性。

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王悦宜

联系人

wangyueyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业研究周报:关注纤维素产品的国产替代逻辑演绎》 2025-05-11
- 2 《建筑装饰-行业专题研究:24 年业绩承压下滑, 25 年板块基本面有望迎来修复》 2025-05-06
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:Q1 建筑板块经营承压, 静待后续财政发力推动板块业绩修复》 2025-05-05

内容目录

1. 中能建拟携手城地香江，打造算力中心“国家队”	4
2. 智算中心需求增长，算力基建保持高景气	6
2.1. 智算需求增长，预计 2023-2028 年中国智算中心市场复合增速 26.8%	6
2.2. 智算中心投入门槛较高，回报率较为可观	9
3. 城地香江布局华东区域稀缺算力资源，完善数据中心全生命周期服务	11
3.1. 传统主业地基工程，积极转型 IDC 服务商	11
3.2. 聚焦 IDC 投资、建设及运营，大订单相继落地在手订单充足	12
3.3. 布局华东区域稀缺算力资源，完善数据中心全生命周期服务	15
4. 城地香江 IDC 服务业务占比已提升至 100%，Q1 业绩或已迎来反转	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：中能建庆阳大数据中心产业园	4
图 2：庆阳大数据中心产业园投运	4
图 3：2020-2028E 中国智算中心市场规模及预测	6
图 4：中国智算中心产业链	7
图 5：中国智算中心项目主体分布（按项目梳理）	8
图 6：中国智算中心项目主体分布（按算力规模）	8
图 7：城地香江与华为签约仪式	8
图 8：光环新网呼和浩特算力基地项目一期投资额分配占比	9
图 9：城地香江发展历程	11
图 10：城地香江股权结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）	12
图 11：2019-2023 年公司 IDC 业务收入及增速	13
图 12：2019-2023 年公司 IDC 业务毛利率	13
图 13：2018-2023 城地香江地基与基础工程及增速	14
图 14：公司数据中心系统集成项目	14
图 15：城地香江数据中心产品解决方案系列产品	16
图 16：公司自持 5 个智算中心	16
图 17：2020-2025Q1 城地香江收入及增速	18
图 18：2020-2025Q1 城地香江归母净利润及增速	18
图 19：2019-2024 年公司业务结构占比	18
图 20：2020-2025Q1 毛利率、净利率变化	19
图 21：2020-2025Q1 期间费用率变化	19
图 22：2021-2024 年应收账款结构占比	19
图 23：2019-2025Q1 信用及资产减值损失	19
图 24：2020-2025Q1 现金流情况	20

表 1: AIDC 和 IDC 之间的对比..... 6

表 2: 光环新网呼和浩特算力基地项目满负荷运营财务预测（单位：万元）..... 9

表 3: 城地香江 IDC 建设订单及运维订单 15

表 4: 城地香江自持数据中心 17

表 5: 城地香江中标数据中心运维项目 17

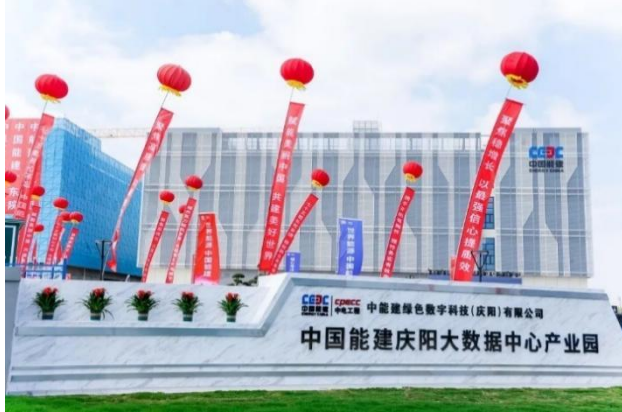
1. 中能建拟携手城地香江，打造算力中心“国家队”

城地香江拟引入中能智算为大股东，打造算力中心“国家队”。2024 年 10 月城地香江发布公告，募集资金总额不超过 6.97 亿，发行之后，中能智算持股比例为 23.08%，公司控股股东变更为中能智算（曾用名“中电智算”），中国能建间接持股，公司的实际控制人将变更为国务院国资委。

中国能建集团充分发挥“数能融合”、算电协同优势，全面布局“东数西算”重要节点，加快构建全国一体化算力网络。2024 年中国能建聚焦“AI+能源电力”“AI+产业融合”系统发力，积极发挥公司“数能融合”和“算电协同”优势，深度参与全国“东数西算”八大节点区域算力枢纽中心建设，在甘肃庆阳、宁夏中卫、安徽芜湖、广东韶关、山西大同、北京经开区等多个枢纽节点投资或布局了数据中心项目。能建发布《公司人工智能三年行动方案》，完成 155 个人工智能场景技术开发应用布局，推动所属企业加快拓展数字产业化新战场，全面培育数字化新质生产力，全力构建全方位的数字化新型生产力体系。

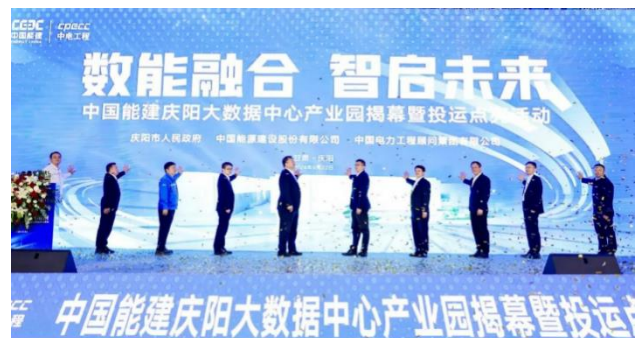
华为与中国能建携手打造“东数西算”标杆数据中心。2024 年 12 月 5 日，中国能建中电工程与华为数字能源携手打造的庆阳大数据中心产业园华为样板点正式揭牌。中国能建庆阳大数据中心产业园项目总投资 42 亿元，部署约 2.4 万标柜，算力规模达到 26000P，相当于 1300 万台电脑同时运行，是“东数西算”甘肃庆阳算力枢纽重要组成部分，同时也是甘肃省“东数西算”首个数能融合示范项目，入选国家数据局首批“全国一体化算力网应用优秀案例”。中国能建庆阳大数据中心产业园采用华为电力模块 3.0 和 EHU 间接蒸发冷却解决方案超融合设计的智慧方案，同步搭载澎湃 AI 算力，助力 PC 供电、自动驾驶，为庆阳大数据中心产业园打造坚实供能底座。在能效控制上，华为电力模块 3.0 将供配电全链路进行深度融合，提高单柜功率密度，占地面积节省 40%。链路缩短、能效提升，电力模块 3.0 全链路效率达 97.8%。安全保障上，方案采用分布式架构、每台设备独立运行，确保设备故障“0”影响、数据中心业务不中断，满足枢纽节点 PUE ≤ 1.2 、WUE ≤ 1.1 要求。

图 1：中能建庆阳大数据中心产业园



资料来源：中国能建中电工程公众号，天风证券研究所

图 2：庆阳大数据中心产业园投运



资料来源：中国能建中电工程公众号，天风证券研究所

中能建（北京）智慧算力科技有限公司（简称中能智算），目前是中国能建旗下专注于在全国算力一体化和智慧算力基础设施绿色化等相关领域进行产业投资布局和项目建设的子公司，公司 2024 年 3 月注册成立，注册资本金 1 亿，主要承担中国能建中电工程“东数西算”各节点大数据项目算力资源的销售和运营，为客户提供多元化算力去化方案和服务，并通过研发异构算力调度及监控平台等产品推进一体化算力网络建设，助力“东数西算”战略落地实施。

借助本次发行完善全国性算力布局，推进构建全国一体化算力网络。本次发行完成后，中能智算将成为公司控股股东，国资委成为公司实控人，城地香江通过引入中能智算，一方面优化上市公司的股权结构和治理结构，提升运营效率，另一方面，本次发行为公司注入

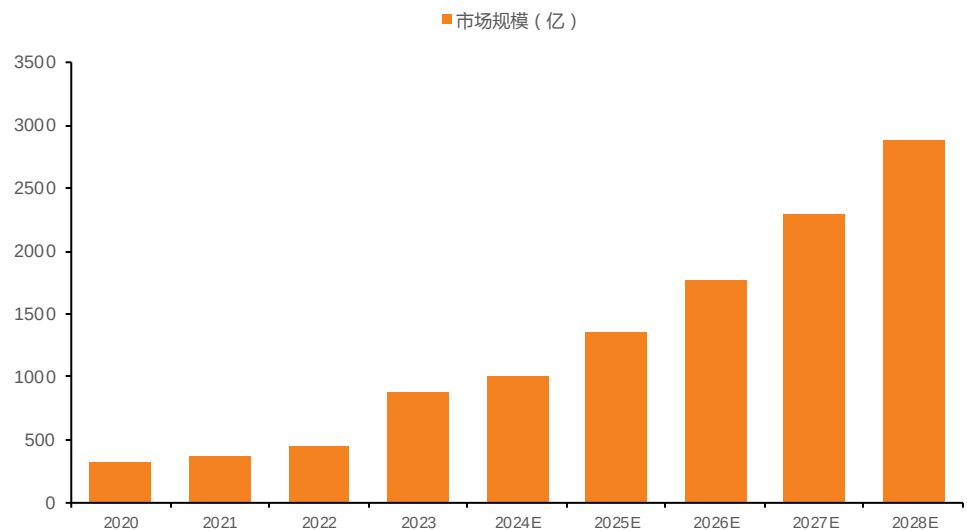
流动资金，进一步改善资产负债结构，为主营业务夯实基础。同时，通过本次发行，城地香江作为华东区域领先的总和算力中心整体解决方案服务商，中国能建集团有望对华东区域优质数据中心资产进行整合，借助自身在新能源领域的技术，成为中国能建集团“全国一体化算力网络”的承载主体。

2. 智算中心需求增长，算力基建保持高景气

2.1. 智算需求增长，预计 2023-2028 年中国智算中心市场复合增速 26.8%

智能算力需求增长，带动了数据中心投资景气度提升。智算中心是基于人工智能计算架构，提供人工智能应用所需算力服务、数据服务和算法服务的算力基础设施，融合高性能计算设备、高速网络以及先进的软件系统，为人工智能训练和推理提供高效、稳定的计算环境。狭义上，智算中心是通用算力中心的升级，在传统机房的基础上部署 AI 算力以提供服务。广义上，智算中心是提供人工智能应用所需算力服务、数据服务和算法服务的新型算力基础设施，包含基础层、平台层和应用层。《2024 年中国智算中心产业发展白皮书》显示，2023 年该领域的投资规模达 879 亿元，同比增长超 90%；截至 2024 年 8 月，全国智算中心项目已超过 300 个，预计到 2028 年，中国智算中心市场规模将突破 2886 亿元，2023-2028 年复合增速 26.8%。因此，2025 年各方对人工智能数据中心需求或有望继续攀升，并向大规模、绿色化、可扩展方向发展。

图 3：2020-2028E 中国智算中心市场规模及预测



资料来源：科智咨询，《2024 年中国智算中心产业发展白皮书》，天风证券研究所

注：智算中心市场规模包含算力（AI 服务器）、存储+网络设备、基础设施（机房、风火水电等）、算法（软件平台、数据服务）领域的投资。

传统 IDC 无法满足高功率机柜散热需求，AIDC 基础设施行业空间显著增长。国内 AI 大模型快速发展，截至 2024 年 12 月 31 日，共 302 款生成式人工智能服务在国家网信办完成备案，其中 2024 年新增 238 款备案，通用大模型和垂类应用大模型训练带来智算算力需求快速增加。智算中心是基于人工智能计算架构，提供人工智能应用所需的算力服务、数据服务和算法服务的算力基础设施。AIDC 相较传统 IDC 算力指数级提升及功耗大幅上升，传统 IDC 单机柜功率密度通常在 4-8kW，可装载的服务器设备数量有限，算力密度相对较低；而 AIDC 单机柜功率密度通常在 20-100kW 之间，算力密度指数级增长。因此，在 AI 算力迅猛增长的背景下，风冷已逼近其性能极限，无法再满足高密度机柜的冷却需求，国内外主要厂商均有大规模的 AIDC 资本开支，AI 基础设施行业空间显著增长。

表 1：AIDC 和 IDC 之间的对比

	AIDC	IDC
计算架构	以 GPU、FPGA 和 ASIC 等加速芯片为中心，采用全互联对等架构，允许处理器之间以及处理器到内存、网卡等直接通信，减少了中心化控制带来的延迟，突破了算力瓶颈，实现了高效的分布式并行计算。	以 CPU 为核心，采用冯·诺依曼的主从架构，适合传统的串行计算任务。在大规模并行计算中存在“计算墙”“内存墙”和“I/O 墙”等问题，限制了性能的进一步提升。

散热技术	单机柜功率密度 20-100kw，主要采用液冷或风液混合的散热技术。	单机柜功率密度通常在 4-8kw，风冷散热。
市场需求	专为 AI 和大数据应用优化的，提供完整的计算、存储和服务功能，能够满足 AI 模型训练和推理所需的大量并行计算需求。	面向企业级应用、数据库管理等传统信息处理需求，对 AI 训练和推理的支持有限。
交付速度	交付需求时间通常在 3-9 个月，未来甚至更短。预制模块化方案使得 AIDC 的上架爬坡速度进一步加快。	传统 IDC 通常逐机柜上架，上架率达到 90%大约需要 12-18 个月的上架周期。

资料来源：极云 Cloud 公众号，天风证券研究所

智算中心产业链涵盖从 AI 芯片、服务器等设计制造、基础设施建设，到智算服务提供，以及生成式大模型研发及基于大模型的行业应用。上游环节，主要包括土建基础设施和 IT 基础架构建设。中游环节，智算服务提供商和 IDC 服务商等基于自身服务优势，提供智算服务及运维解决方案。下游环节，互联网、金融、电信、交通等行业的人工智能应用需求带动自动驾驶、机器人、元宇宙、智慧医疗、文娱创作、智慧科研等相关产业发展。随着 Deepseek 开源之后，显著降低大模型的训练和推理成本，有望降低 AI 应用门槛。

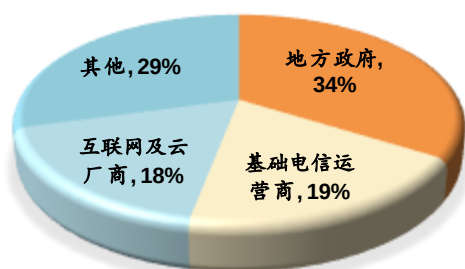
图 4：中国智算中心产业链



资料来源：科智咨询，《2024 年中国智算中心产业发展白皮书》，天风证券研究所

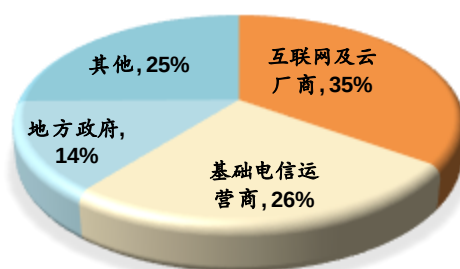
地方政府、基础电信运营商、互联网及其他云厂商是智算中心项目的主要参与方。根据《2024 年中国智算中心产业发展白皮书》对数据中心项目数量的统计，截至 2024 年 8 月，全国投运、在建及规划的智算中心，地方政府和基础电信运营商主导建设的智算中心项目占比超过 50%，互联网及云厂商项目数量占比约为 17.7%，地方政府及运营商是智算中心的主要参与方。按照智算中心算力规模来看，截至 2024 年 8 月全国投运、在建及规划的算力中心中，互联网及云厂商算力规模占比为 35%，其次为电信运营商，占比约四分之一。

图 5：中国智算中心项目主体分布（按项目梳理）



资料来源：科智咨询，《2024 年中国智算中心产业发展白皮书》，天风证券研究所

图 6：中国智算中心项目主体分布（按算力规模）



资料来源：科智咨询，《2024 年中国智算中心产业发展白皮书》，天风证券研究所

城地香江将业务从 IDC 服务业务进一步推向 AIDC 服务业务，客户资源优质。2024 年公司与华为技术有限公司签约建立合作关系，基于城地香江临港数据中心，共同打造“城地临港智算项目”，通过该项目的实施，公司与华为将致力于立足临港新片区已有的算力产业基础，依托临港新片区新产业集群庞大的算力需求，利用临港新片区在人工智能及数据跨境等方面的政策优势，探索共同完善基于国产化的算力产业生态，打造中国坚实的算力底座。公司凭借良好的产品力、技术力、服务力及长期的口碑累积，公司已获得了市场的广泛认可。与中国移动、中国联通、中国电信等主要电信运营商保持了长期稳定的合作关系，与华为、烽火、中国电科等国内一流通信厂商，吉宝、施耐德、ABB 等世界五百强企业建立良好的合作关系。2023 年，公司与浪潮软件集团签署战略合作协议，携手推动行业智能化、绿色化发展，与华为、烽火战略合作关系持续巩固和深化，同时逐步加深与 BAT、京东、字节跳动等头部互联网企业、金融、电网、教育、军民融合等行业客户的紧密合作，为业务拓展打下坚实基础。

图 7：城地香江与华为签约仪式



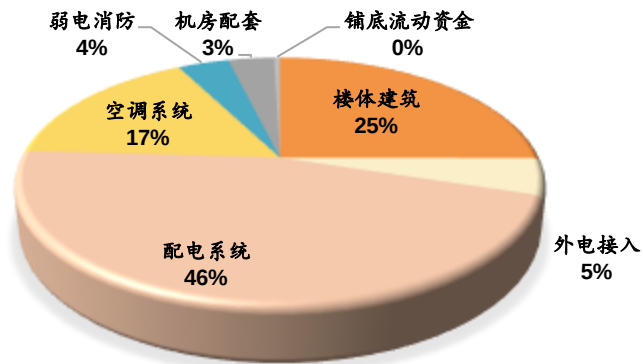
资料来源：华为中国公众号，天风证券研究所

2.2. 智算中心投入门槛较高，回报率较为可观

数据中心资源建设普遍采取租用运营商 IDC 资源、与第三方服务商合建资源、自建 IDC 资源三种方式，从建设主体来看，我国数据中心建设主体主要为电信运营商、第三方数据中心服务商、云服务及其他互联网厂商等企业。就市场规模而言，由于拥有对网络资源的掌控权，电信运营商一直以来都占据着中国数据中心服务市场的很大比重。第三方专业数据中心服务商通过自建数据中心或者租用数据中心为客户提供 IDC 服务，行业地位逐步提升。云服务及其他互联网厂商以自身需求为切入数据中心市场的出发点，部分通过自建数据中心满足自身业务需要，目前国内以阿里巴巴、腾讯、华为等公司为代表。自建数据中心的企业包括光环新网、数据港、宝信软件以及润泽科技，自持+租用数据中心的第三方服务商包括万国数据、世纪互联、秦淮数据等。

我们以光环新网将在内蒙古呼和浩特的算力基地项目为例，光环新网在呼和浩特算力基地项目规划占地约 450 亩，项目分为三期建设，每期约 150 亩。第一期项目计划总投资约人民币 22.95 亿元，其中配电系统、楼体建筑、空调系统约占总投资的比例为 46%、25%、17%，弱电消防和机房配套约占 7%。

图 8：光环新网呼和浩特算力基地项目一期投资额分配占比



资料来源：光环新网公告，天风证券研究所

光环新网呼和浩特算力基地满负荷后净利率约 8.19%。光环新网呼和浩特一期项目规划建设 4 栋标准机房楼及配套油机楼、2 栋 110kV 变电站、1 栋附属配套用房等建筑工程以及 4 栋智算中心所需的相应机电工程，总建筑面积不少于 10 万平米，项目建成后预计可支持 100MW 的 IT 负载，设计 PUE≤1.2，可规划高功率机柜，平均功率密度 15KW-25KW。项目计划总投资约人民币 22.95 亿元，按照投资资金 70%为银行贷款测算。项目满负载运营后（上架率达到 95%），预计年营业收入可达人民币 6.32 亿元，年净利润可达人民币 5177 万元，净利率为 8.19%。

表 2：光环新网呼和浩特算力基地项目满负荷运营财务预测（单位：万元）

项目	数据和指标
总投资	229,544.50
固定资产投资	228,544.50
铺底流动资金	1,000.00
销售收入	63,213.12
增值税	0.00
折旧	17,560.61

运营费用	36,048.61
财务费用	3,513.82
税前利润	6,090.08
所得税	913.51
净利润	5,176.56
销售净利率	8.19%

资料来源：光环新网公告，天风证券研究所

3. 城地香江布局华东区域稀缺算力资源，完善数据中心全生命周期服务

3.1. 传统主业地基工程，积极转型 IDC 服务商

国内云基础设施建设及数据中心工程专业企业，IDC 建设及运营能力突出。上海城地香江数据科技股份有限公司成立于 1997 年，公司前身为上海市宜鑫市政基础工程有限公司，早期以建筑工程及岩土工程业务为主，2009 年更名为上海城地建设发展有限公司，2016 年在上交所挂牌上市，成为中国首家以地下工程为主业的 A 股主板上市公司，2018 年 11 月收购香江科技 100% 股份进军 IDC 产业。2020 年，公司正式更名为“上海城地香江数据科技股份有限公司”，城地香江（上海）云计算公司成立。2021 年公司签约中国电信，2022 年公司与华为签署全面合作协议，12 月，城地临港数据中心成功签约。2023 年城地云临港数据中心一期正式完成交付。2024 年公司发布《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，根据公告公司将通过定增引入中能智算作为控股股东，本次重组将进一步推动公司在算力基础设施、人工智能计算、云计算等领域的业务布局，强化公司在国内 IDC 产业链中的地位。

自 2023 年下半年起，公司明确了未来的战略发展方向，将业务重心全部转向 IDC 相关业务，保持 IDC 产品解决方案及系统集成的稳定，加强 IDC 投资与运营。将业务目标定位于在沪、环沪、环京、广深以及八大核心节点附近的地区，为互联网头部企业提供大容量高规格的 IDC/AIDC 集群。公司深耕 IDC 建设行业多年，具备国家建筑施工总承包二级、机电工程承包一级等资质，并拥有完整的数据中心建设及运营能力，已成为国内领先的第三方数据中心解决方案提供商。

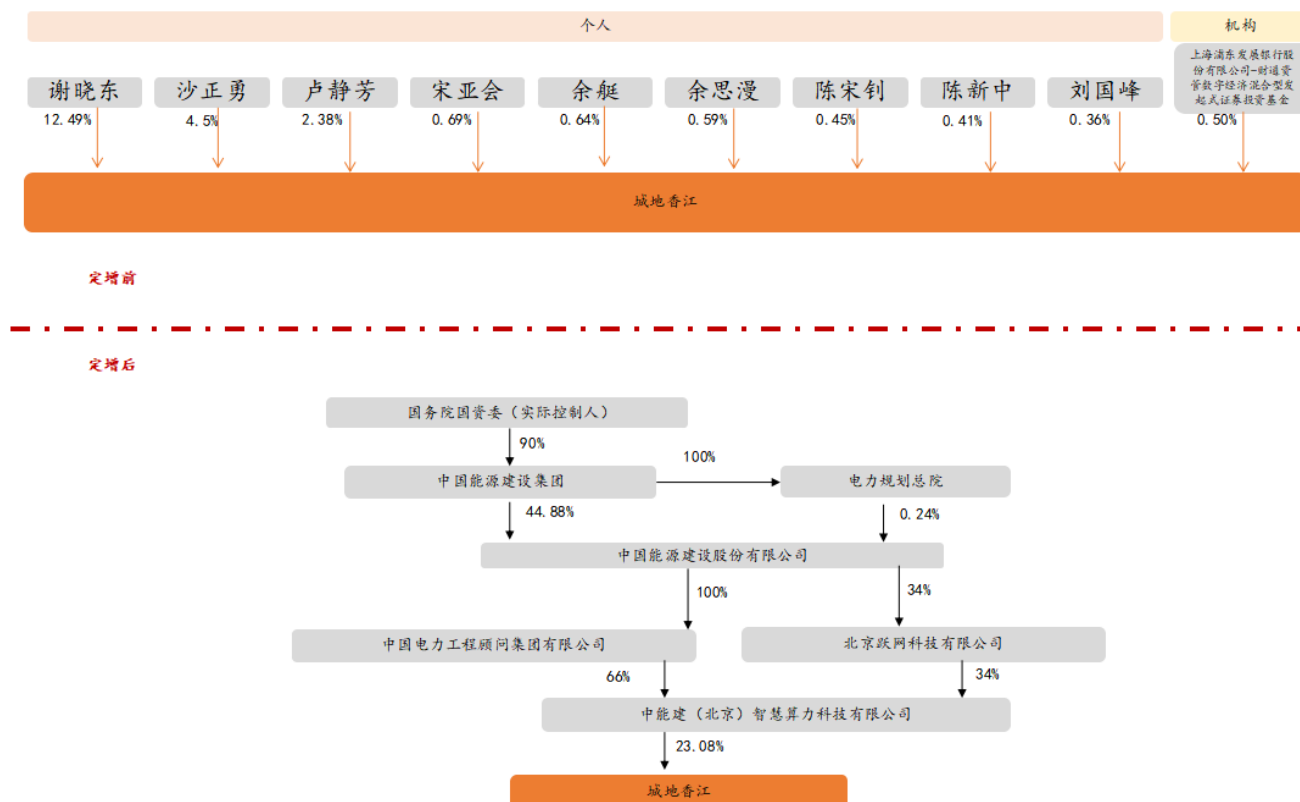
图 9：城地香江发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

定增之前公司股权结构相对较为分散，拟通过定增引入国资打造算力中心“国家队”。截至 2025Q1，城地香江（603887.SH）的股权结构呈现出较为稳定的特征，以个人股东持股为主，机构投资者的持仓占比较低。实控人谢晓东及一致行动人卢静芳共持股 14.87%。2024 年 10 月公司发布《向特定对象发行 A 股股票预案》，定增方案向特定对象发行的股票数量 139329195 股，本次发行完成后，中能智算（曾用名“中国电力顾问集团北京智慧算力有限公司”，简称中能智算）将直接持股比例为 23.08%，中能智算将成为公司控股股东，国务院国资委将成为公司实际控制人。城地香江与中国能建集团合作，将更好利用中国能建集团数能融合和算电协同优势，推动上市公司算力业务向“全绿电”、“零碳”转型，实现“算力+能源”双轮驱动的可持续发展新模式。本次发行完成之后，一方面可以优化上市公司的股权结构和公司治理架构，同时为公司补充现金流，改善债务结构并降低融资成本，中能智算及相关股东将利用自身行业经验及资源优势，为公司在算力、算力基础设施及绿色能源转型领域进行全方位赋能。

图 10：城地香江股权结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.2. 聚焦 IDC 投资、建设及运营，大订单相继落地在手订单充足

公司传统主业为地基与基础设计咨询及施工服务，2019 年收购香江科技后权跨业拓展至 IDC 服务领域，从事 IDC 产品解决方案、IDC 系统集成及 IDC 运营管理和增值服务等业务经营。截至 2025 年 5 月 8 日，公司 2025 年以来 IDC 相关业务已中标或新签 101.19 亿（含联合体中标），业绩有望进入向上释放周期。根据公司年报，未来地基与基础设计与施工服务业务将原则上不新增项目，2024 年存续项目收入预计下降至当年总营收的 5%左右。公司将继续加强应收账款回收工作，逐步清理相关短期负债，实现该板块进一步缩表，并在未来合适时机考虑剥离出表。

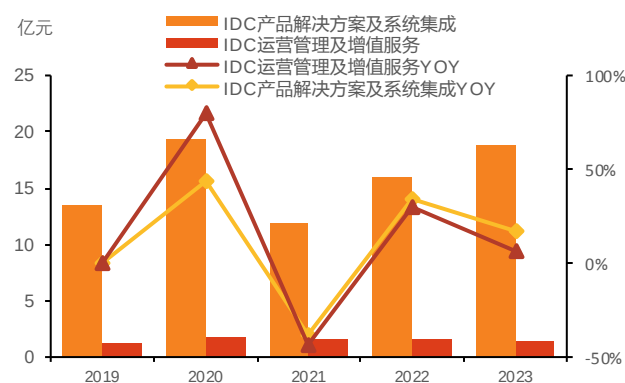
公司的 IDC 服务业务包含产品解决方案、系统集成及运营管理和增值服务业务。板块经营主体为香江科技、城地香江（上海）云计算有限公司和申江通公司。其中香江科技从事设备生产、机房 EPC 施工及机房运营服务全产业链经营。城地云计算主要负责自持 IDC 的投资建设与运营。申江通公司为可转债募投项目沪太产业园一期实施主体。

- IDC 产品解决方案业务主要为 IDC 及通信行业相关设施提供硬件解决方案和各类设备，产品应用范围涵盖数据中心、智能电气、接入网等领域，主要产品包括机房内的高低压配电柜、智能数据母线、UPS 电源输入输出柜、精密配电柜、微模块（标准机柜、冷通道）等，以及机房外的户外机柜、光缆交接箱、光缆分纤箱等。截至 2024 年 3 月末，香江科技共有云动力系列产品生产线 2 条，智能化母线系列产品生产线 9 条，智能化环境系列产品生产线 2 条，发货至确认收入间隔一般为 1-3 个月左右。
- IDC 系统集成业务指在数据中心工程的土建完成后，该公司提供包括机柜、供配电系统、UPS、空调系统、监控系统和综合布线系统等的采购、安装和其他相关的机电安装、服务器机柜设计安装等工程施工服务。公司在项目完工并经验收后确认收入，确认收入的时间间隔因项目规模和进展而异，平均时间间隔 5-7 个月。

IDC 运营管理及增值业务，在整合基础电信运营商网络资源的基础上，向客户提供机位、服务器、带宽等资源以及全天候安全监控、技术支持等增值服务。公司根据客户使用的机位、机柜等资源的数量以及所选用的增值服务的类型进行计费，机房按实际交付进度起租，通常附有保底支付/空置费条款。公司与客户按月结算并确认收入，回款账期不超过 2 个月。截至 2025 年 5 月 8 日，公司投资的已运营及拟运营 IDC 项目数量已从 3 个增至 6 个，公司目前自持运营项目为：零售机房：周浦联通二期；定制机房：上海临港电信、扬州移动、仪征电信、太仓等五个数据中心项目，其中周浦联通二期及上海临港电信数据中心已稳定成熟运营多年，目前基本符合零售及定制数据中心的上架情况。扬州移动、仪征电信、太仓等数据中心机房尚在交付或建设中。

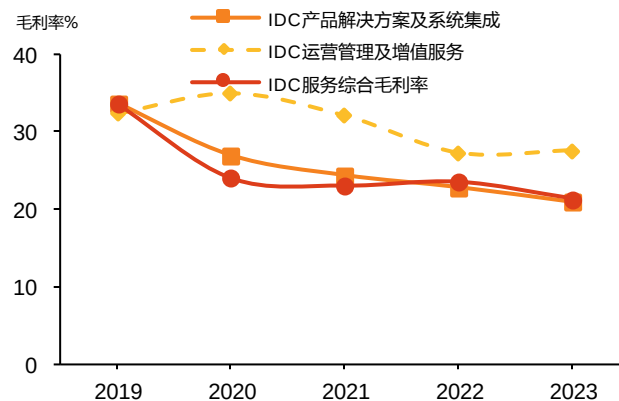
IDC 服务业务在手订单充足，业绩增长可期。2019-2023 年公司 IDC 服务业务收入从 14.66 亿增长至 20.14 亿，2021 年 IDC 业务出现短暂下滑，主要系当年部分项目业主延期开工，集成项目工期延长等因素影响收入，2021-2023 年 IDC 服务业务收入复合增速为 21.96%，毛利率从 33.64% 下滑至 20.31%。2024 年上半年公司 IDC 业务板块实现收入 5.51 亿，占营收比例达 95.58%。IDC 服务中，产品解决方案及系统集成占比较高，2023 年的占比达 93%，运营管理及增值服务 2023 年实现收入为 1.36 亿，同比下降 11.688%，主要系周浦二期上架率继续下滑所致，业务毛利率 27.63%，较上年同比微升。2024 年公司相继中标多个大订单，IDC 服务业务有望实现新增长。

图 11：2019-2023 年公司 IDC 业务收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

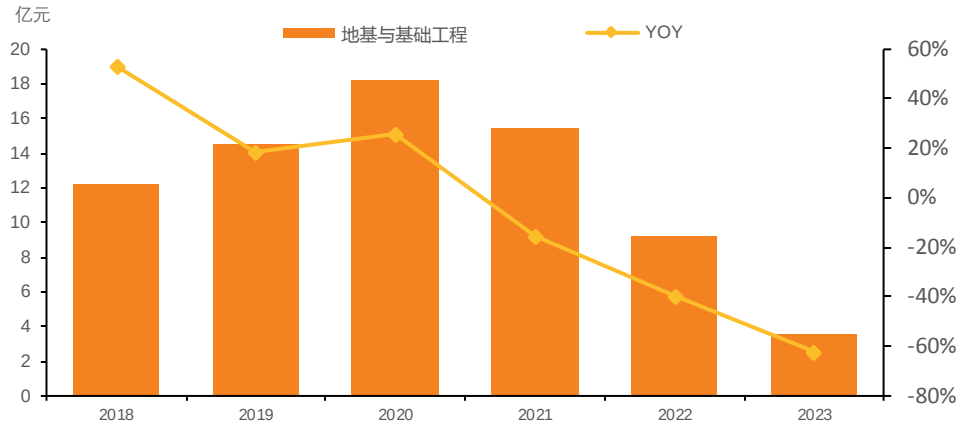
图 12：2019-2023 年公司 IDC 业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

城地香江以地基与基础设计咨询及施工服务，主要涵盖桩基、基坑围护及岩土工程设计，据公司 2023 年年报，未来地基与基础设计与施工服务业务将原则上不新增项目，2024 年上半年地基与基础设计与施工业务收入降至 2544 万元，仅占总营收比例为 4.42%，已不属于公司的主营业务，2024 年地基与基础设计与施工业务实现应收账款回笼 5.39 亿元，存量应收账款为 2.27 亿元，相较于上年同期下降了 29.99%。后续，公司将保持应收账款回笼工作的力度，持续优化回收策略，为公司聚焦核心业务发展奠定坚实基础。

图 13：2018-2023 城地香江地基与基础工程及增速



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

公司 2024 年以来，相继中标多个大订单，IDC 运维及系统集成多点开花，业绩即将进入向上释放周期。

运营业务：公司 2024 年中标中国移动扬州数据中心建维项目，预估框架总合同 40.86 亿(含税)，应答单价 228.03 元/kw/月，合作期限为 8+2 年。24 年 10 月，公司中标中国电信江北数据中心机电配套服务，预估合同总额 19.07 亿(含税)，主要包括 70MW 的数据中心配套服务运维服务。

产品解决方案及系统集成业务：公司具备机电工程总承包一级资质以及电子与智能化工程专业承包一级资质，并以多系统预制模块化技术为核心，涵盖了预制电力模块解决方案、柴油发电机组集装箱方案、预制化冷站、水系统管路预制化等多个方面，以此实现了数据中心项目超短交付集成能力。公司在北京、上海、广州、深圳、江苏等地集成多个高等级数据中心，业务范围覆盖全国各大区域。24 年以来公司相继中标创新产业基地项目（厂房）顺诚 2#楼云计算数据中心工程施工总承包、芜湖珑腾智算互联网产业园一期、中国移动呼和浩特数据中心项目、河南空港智算中心（二中心）项目区建设及 IDC 配套部分工程、中国电信上海公司临港园区数据中心，考虑到工程周期多在 3 个月到半年，我们预计公司业绩即将进入向上释放周期。

图 14：公司数据中心系统集成项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 3：城地香江 IDC 建设订单及运维订单

中标/签约日期	项目名称	项目金额 (亿元)	客户/甲方	服务内容
2019/12/2	通州 IDC 数据中心工程	4.4	汇天网络科技	结构加固及机房建设
2019/12/31	北京大数据研发中心	8.8	北京海湖云计算	数据中心建设
2019/12/31	云南沙数据中心项目	1.78	立昂旗云（广州）科技	数据中心建设
2021/6/8	广州量光荔星数据中心项目	8.26	广州量光荔星科技	数据中心 EPC 总承包
2022/12/28	上海电信-倚天数据中心项目	7.38	中国电信上海分公司	数据中心建设及维护
2023/8/24	怀来合盈金融数据产业园三期	4.39	中通鸿建	机电工程总承包
2024/7/30	顺诚 2#楼云计算数据中心工程	4.03	北京德昂互通	装修+暖通+电气工程等
2024/7/8	中国移动扬州数据中心建维项目	33.04	中国移动江苏	160MW 数据中心机电服务
2024/10/30	中国电信江北数据中心（仪征）	19.07	中通服设计研究院	70MW 机电服务
2024/11/27	芜湖珑腾智算互联网产业园一期	19.8	芜湖世纪珑腾数据	三期数据中心机电建设
2025/1/6	中国移动呼和浩特数据中心项目	44.5	中国移动内蒙古	150MW 数据中心机电服务（香江系统承担 60MW）
2025/2/20	河南空港智算中心（二中心）项目区建设及 IDC 配套部分工程	3.91	河南空港数字城市开发建设有限公司	工程总承包及运维
2025/4/2	中国电信上海公司临港园区数据中心 A2 楼及 A3 楼工程	6.16	上海秦章数据科技有限公司	EPC 工程
2025/4/17	珑腾凉山州 AI 数据中心项目（一期）	5.95	四川盐腾数据科技有限责任公司	实际施工总承包/联合中标
2025/4/15	中国移动安徽公司 2025 年至 2028 年芜湖数据中心机电工程 EPC0 项目框架采购项目-标包 1	24.33	中国移动通信集团安徽有限公司、中国移动通信集团有限公司安徽分公司	机电工程相关设备采购与工程施工
2025/4/28	中国移动（宁夏中卫）数据中心 B 区 B01、B02 号机房楼 EPC 总承包项目	16.32	中国移动通信集团有限公司宁夏分公司	机电部分相关工作任务

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 布局华东区域稀缺算力资源，完善数据中心全生命周期服务

城地香江作为控股公司提供 IDC 行业从产品、集成、投资运营以及云基础设施在内的全产业链服务。拥有 20 多年数据中心服务经验，华东地区自持智算中心 5 个，运营建筑面积约 45.5 万平方米，运营规模超 400 兆瓦。根据公司 2023 年年报，未来 2-3 年内，公司将继续保持数据中心全生命周期服务的形式，IDC 产品解决方案及系统集成维持稳定发展，重点布局 IDC 投资建设与运营，深入开展公司“1+2+3”的战略，即：“1”代表算力基础设施的投资及运营，在公司目前环沪资产的基础上，进一步通过自建或并购的方式快速部署环京、粤港澳大湾区及东数西算工程的西部重要节点资产、“2”代表基于香江科技原有集成能力的基础上形成算力规划、集成、组网的能力和基于香江科技原有数据中心解决方案的基础上形成算力部署所需的核心网络通信设备的研发设计制造能力，“3”代表高速互联的算力资产、统一协调的算力调度、合作开放的算网融合。公司将通过跨行业并购及转型过程中积累的资源及经验，充分发挥上市公司平台效应，协助子公司充分利用平台资源，通过内生和外延并进的方式，快速实现“1+2+3”战略部署。

数据中心产品解决方案：公司制造总部位于江苏镇江新区，厂区占地面积近 30 万平米，员工人数近千人，拥有一流的基础设施和技术团队及行业领先的云动力研发中心，提供一流

的通信设施及数据中心产品。并已获得多家知名品牌合作授权，包括 ABB、伊顿、施耐德等品牌的开关柜授权，并持有 ISO9001、ISO14001、GB/T 45001-2020 管理体系认证、CCC、泰尔认证等。随着中国 IDC 行业的飞速发展，公司成立了云动力研发中心，成为专业从事研发、生产、销售 IDC 机房设备的高新技术企业，产品涵盖了从数据中心到客户终端整个物理链，包含智能化产品、网络化产品、能源类产品三大类，机房内产品包括高低压柜、精密配电柜、智能数据母线、微模块（机柜、冷通道）、综合布线等。

图 15：城地香江数据中心产品解决方案系列产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

数据中心投资及运营：数据中心投资及运营服务领域，公司具备增值电信业务经营许可证（云服务牌照），在华东地区自持智算中心 5 个，运营建筑面积约 45.5 万平方米，运营规模超 400 兆瓦。数据中心已通过 CQCA 级数据中心认证、CQC 认证及 UPTIME 认证，是国内领先的第三方云数据中心服务运营商。凭借多年积累的规划数据中心设计能力以及安全可靠的数据中心托管及运维服务经验，公司已为超过 300 家大型互联网及云服务供应商、金融机构、电信与 IT 服务提供商以及国内大型企业和跨国公司提供了优质服务。

图 16：公司自持 5 个智算中心



资料来源：公司官网，天风证券研究所

自持华东区域稀缺算力资源，合计获批 115MW。城地香江自持数据中心项目 IT 总容量近 200 兆瓦（获批 115 兆瓦），公司的战略发展方向定位于核心地区自建、自持、自运营超大型、高标准、高规格绿色低碳数据中心业务。公司于 2019 年及 2021 年，分别开启了太仓数据中心和上海临港数据中心的投资建设，迅速完成了环沪及临沪核心资源及资产的部署。公司自持数据中心项目 IT 总容量近 200 兆瓦，已经成为华东地区领先的第三方 IDC 服务商。

- 太仓数据中心建设有 12 万平方米符合 T3+标准的超大型数据机房，设计 IT 总容量达 120 兆瓦；截至 2025 年 5 月，根据取得的能源指标，太仓数据中心现阶段可支持 80MW 的 IT 容量，已基本完成通用设备的采购及投入与安装，剩余投入部分主要为客户定制化专用设备的采购及后续安装调试等。
- 临港数据中心建设有 5.8 万平方米符合 T3+标准的超大型数据机房，设计 IT 总容量达 60 兆瓦，已投建的一期 18 兆瓦已经全部实现计费交付；考虑到上海临港新片区产业结构规划所催生出的通用算力及智慧算力需求旺盛，进而推动对第三方 IDC 服务需求持续快速增长，公司已着手筹备申请临港数据中心后续能耗批文，以快速实现临港数据中心剩余 IT 容量的计费销售。
- 经重组并购而合并纳入体内的上海周浦二期数据中心零售机房，设计 IT 总容量约为 17MW，已实现近十年稳定运营，现金流平稳。

截至 2024 年 3 月末，该公司在手项目 3 个，其中在运营 IDC 项目 2 个，在手 IDC 运营项目设计总容量约 197MW，合计取得批文 115MW，累计实现销售 35MW，产能释放进度整体缓慢，主要系受沪太产业园项目延期及临港批文落地慢等因素影响。临港数据中心一期上架率已达 90%，IT 负载率 52.3%，平均 PUE1.2，达到了业内领先水平。

表 4：城地香江自持数据中心

项目名称	获批总容量	租期	单价（元/kw/月）	面积
上海联通周浦数据中心二期项目	17MW	10 年		
临港数据中心	18MW（规划 60MW）	字节 12MW，5 年	1025	5.8 万平
太仓数据中心	80MW（规划 120MW）			12 万平

资料来源：公司公告，天风证券研究所

大项目中标提升公司 IDC 运营业务带来的经营性收入，优化业务结构，提升 IDC 投资与运营业务的市场占有率。运营业务方面，中国移动扬州数据中心建维项目，项目总金额 40.86 亿，公司实得中标金额 33.04 亿，算力设施项目 B01-B06 机房楼预计共采购 172.5MW，应答单价 228.03 元/kw/月，合作期限为 8+2 年，其中 8 年为确定期限，剩余 2 年是否续签存在不确定性。24 年 10 月，公司中标中国电信江北数据中心机电配套服务，预估合同总额 19.07 亿，主要包括 70MW 的数据中心配套服务运维服务，对应每个月服务费约为 227 元/kw/月。

表 5：城地香江中标数据中心运维项目

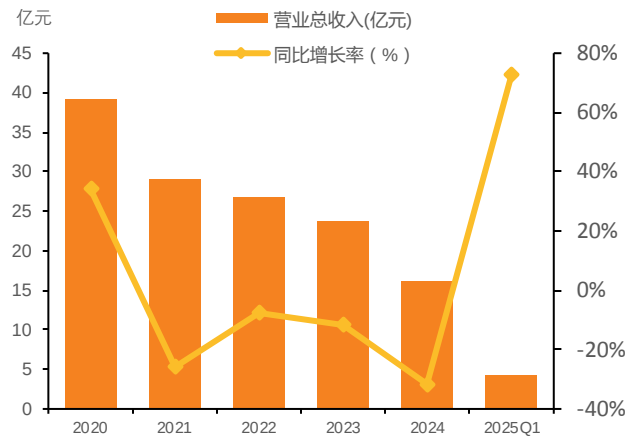
签约日期	项目名称	期限（年）	总容量	单价（元/kw/月）
2024/10/9	中国移动扬州数据中心建维项目	8 年+不确定期限	172.5MW	228.03
2024/10/30	中国电信江北数据中心（仪征）	10 年	70MW	227
2025/3/10	中国移动呼和浩特数据中心项目	7 年+不确定期限	30+120MW	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 城地香江 IDC 服务业务占比已提升至 100%，Q1 业绩或已迎来反转

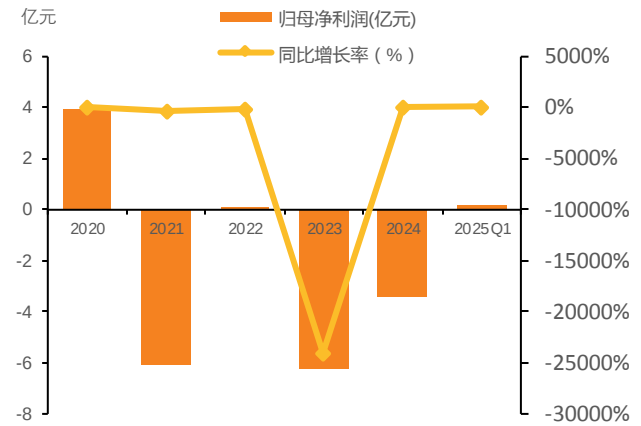
业务加速转型，业绩有望进入向上释放周期。公司自 2020 年之后地基与基础设计与施工服务业务大幅收缩，营业收入近些年下降，IDC 服务业务占比呈现上升趋势，2024 年公司实现收入 16.21 亿，同比下滑 31.62%，归母净利润为-3.45 亿。2025Q1 实现营收 4.20 亿元，同比增长 72.84%，归母净利润为 0.18 亿。

图 17：2020-2025Q1 城地香江收入及增速



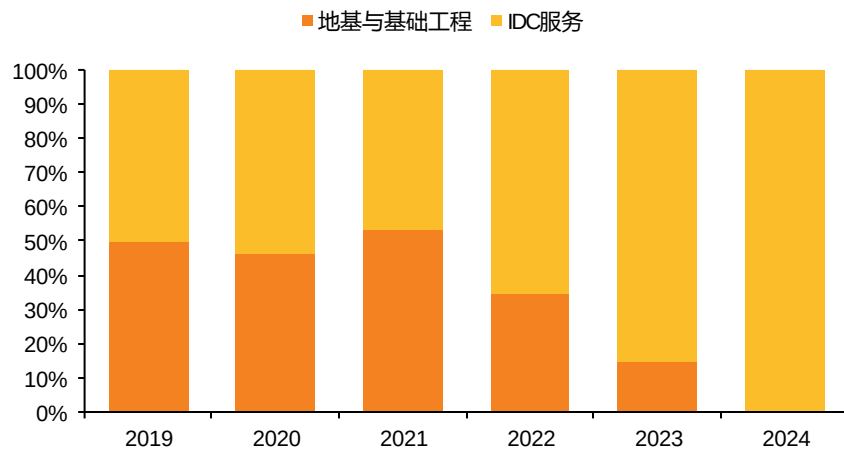
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2020-2025Q1 城地香江归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

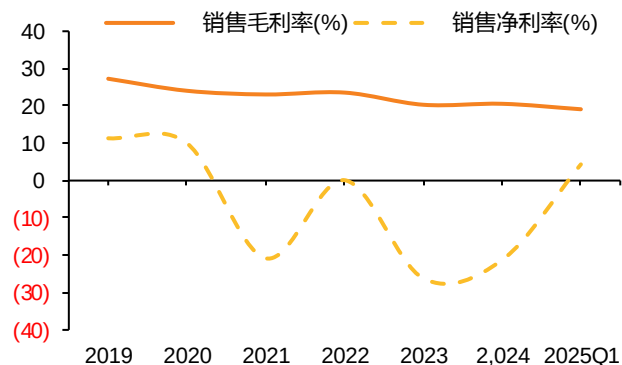
图 19：2019-2024 年公司业务结构占比



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

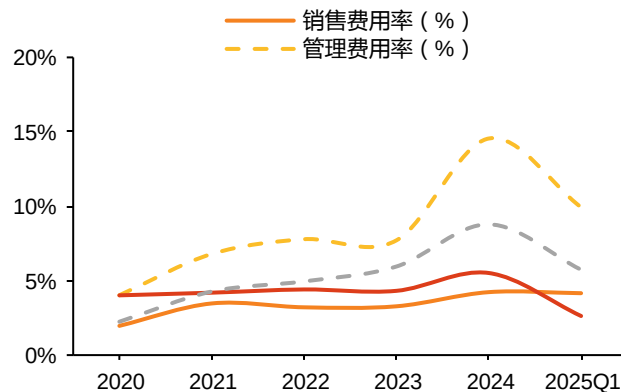
过去几年公司盈利波动较大，毛利率小幅回升。综合毛利率来看，随着 24 年以来地基业务占比逐渐下滑，24 年综合毛利率提升至 22.06%，同比增长 5.12pct。2024 年费用率整体提升明显，期间费用率达 33.08%，主要系收入下滑导致费用未能有效分摊。25 年 Q1 费用得到明显改善，期间费用率为 22.45%。随着公司转债摘牌，预计 2025 年财务费用有望下滑。

图 20：2020-2025Q1 毛利率、净利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

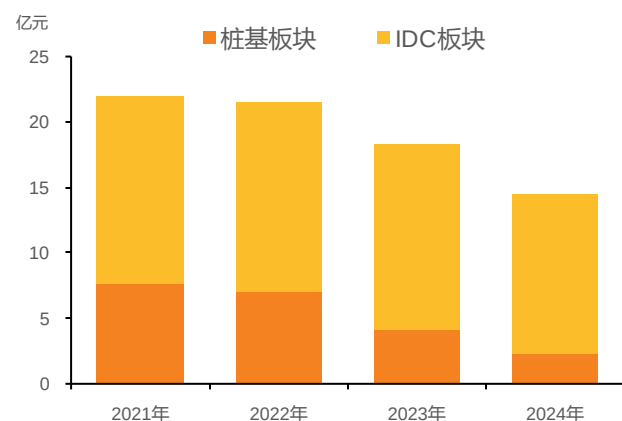
图 21：2020-2025Q1 期间费用率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

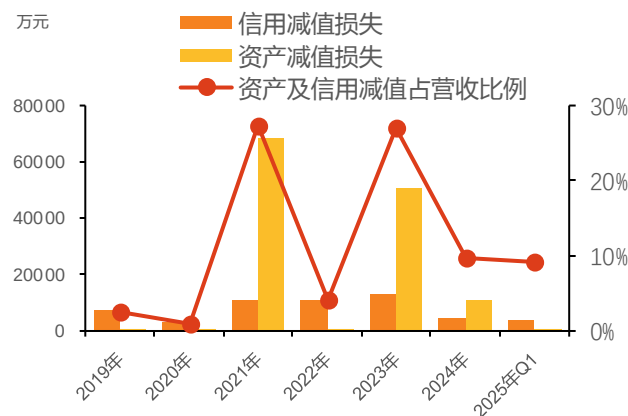
减值损失大幅拖累利润，桩基板块应收账款占比逐渐收缩，减值压力逐步出清。2024 年公司应收账款账面价值为 14.48 亿元，较上年末下降 20.80%，其中建筑业务及 IDC 业务分别占比 15.68%和 84.32%。具体来看，公司应收账款余额 20.25 亿元，应收账款坏账准备余额 5.80 亿元；1 年期以内（含）应收账款余额占比为 64.42%，较上年末增加 5.04 个百分点，平均账龄缩短。2024 年资产及信用减值为 1.59 亿，占应收的比例为 7.85%，减值损失同比去年少损失 4.78 亿。

图 22：2021-2024 年应收账款结构占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

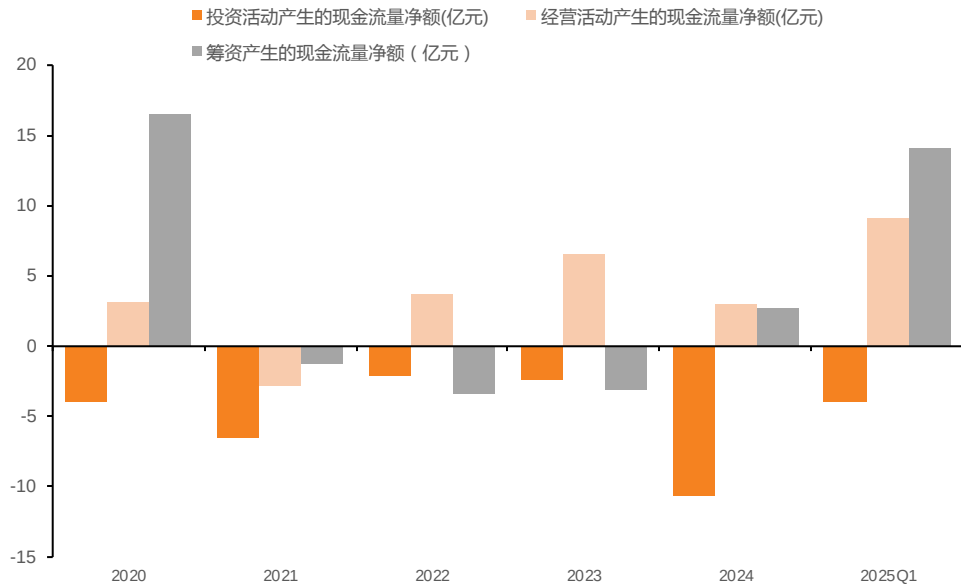
图 23：2019-2025Q1 信用及资产减值损失



资料来源：公司公告，天风证券研究所

现金流短期承压，2024 年，公司经营性现金流量净额为 2.96 亿元，较上年同比-55.16%，主要系支付各类保证金增加。2024 年，投资活动现金净流出 10.64 亿元，主要系购买各类长期资产的金额大幅增加，筹资活动现金净流入 2.71 亿元，主要系取得借款增加。

图 24：2020-2025Q1 现金流情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

AI 算力投资不及预期。通信设备制造业是技术密集型产业，是多学科相互渗透、相互交叉形成的高新技术领域，具有较高的技术壁垒。城地香江持续加大研发投入开发新产品，可能导致经营成本上升，而技术力、产品力不能紧跟市场需求，将导致企业市场竞争力下降的风险。

行业竞争加剧，数据中心资源供给过剩，导致上架率不及预期。随着投资资本的大量涌入，市场供应量急剧增加，然而需求端-互联网经济发展速度却在逐步放缓，使得供需逐渐产生巨大的失衡，行业竞争也愈发激烈，这一定程度上影响到了公司的议价能力。而为了能在激烈的市场竞争中争取客户资源，城地香江可能需要降低服务价格作为提升竞争力的营销策略，利润空间将面临被压缩的风险，对公司的盈利能力和可持续发展带来挑战。

数据中心建设进度不及预期。城地香江在过去几年的经营中，IDC 服务业务有大部分收入来自于 IDC 系统集成业务，该类业务模式系根据客户定制化需求建设 IDC，收付形式为项目整体验收完成后进行收款，故存在一定的账期。而 IDC 行业因供需顺差，下游客户对于 IDC 投建放缓，一定程度导致公司存量大额应收账款回款周期变长的情况，以致减值准备也不断增长。

定增审批的不确定性，城地香江向特定对象发行方案已经公司董事会审议通过，尚需获得国资主管机构批准本次交易方案、法律法规及监管部门所要求的其他必要的事前审批、核准或同意，并获得上海证券交易所审核通过和中国证监会同意注册批复。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com