

证券研究报告—深度报告

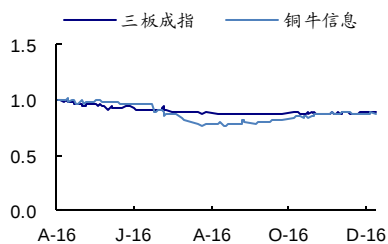
新三板

铜牛信息(430243)
买入

(首次覆盖)

2017年04月06日

一年该股与三板成指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	39/121
总市值/流通(百万元)	529/327
上证综指/深圳成指	3,223/10,429
12个月最高/最低(元)	15.50/10.31

相关研究报告:
证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

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。

首次覆盖

受益京津冀协同发展, 区域信息化建设先行

● 北京地区颇具影响力的 IDC 服务商

公司是北京市高新技术企业和软件企业, 由北京纺织控股有限责任公司控股, 是北京市国资委下属二级企业。公司主营为通信服务和信息系统集成服务, 在北京市核心区域建有两个数据中心, 运营机柜 1300 个。公司 IDC 业务发展条件得天独厚, 依托大股东的强大实力, 土地、电力问题迎刃而解; 国资企业与政府部门是公司最主要的客户, 也是公司持续开拓客户最有力的背书。

● 受益京津冀协同发展, 构建国资云平台+天津数据中心

在京津冀一体化建设的背景下, 公司联合天纺投共同建设天津空港云数据中心, 并拟与今年建设京津冀国资创新发展云平台。

在北京市国资委的带头作用下, “十三五”期间北京市国资企业信息化建设将迎来高峰, 并逐步推进到天津河北地区。公司作为国资体系下具有京津地区 IDC 全牌照的企业, 能提供从 IDC 到云平台建设一站式的解决方案, 将迎来发展良机。公司与天津纺织投资控股共同建立天津空港云数据中心, 目前一期建设已经完成, 新增 480 个机柜, 产能的拓展将对今年业绩产生积极影响。

● IDC 行业简析: 乘云而起, 基础设施再腾飞

从 2015 年开始, 在政策的推动、以及需求端的提速影响下, IDC 行业进入了新一轮的扩张期, 市场规模年均增速高达 30-40%。IDC 圈预计, 2017 年全国 IDC 行业市场规模将突破 900 亿元, 及至 18 年将接近 1400 亿元。

● 风险提示

第一, 新数据中心的建设与投产不及预期;

第二, “十三五”期间京津冀地区信息化建设慢于预期。

● 受益于京津冀一体化建设加速, 给予“买入”评级

雄安新区的落地是京津冀协同发展又一个里程碑。市场对地产、建筑、环保、钢铁等行业给予高度关注。我们认为, 在京津冀一体化建设加速背景下, 背靠北京市国资委、致力于该区域信息化建设的公司也将持续受益。预计 17/18/19 年每股盈利分别为 0.85/1.37/2.19 元, 目前股价 (15.08 元) 对应当前 PE 仅为 25.5x, 对应 17/18/19 年分别为 17.8x/11.1x/7.9x, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	147	172	238	336	461
(+/-%)	59.8%	17.2%	38.4%	41.5%	36.9%
净利润(百万元)	15	23	33	53	85
(+/-%)	10.5%	50.1%	43.2%	60.8%	60.0%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.59	0.85	1.37	2.19
EBIT Margin	12.1%	13.1%	14.3%	16.7%	19.7%
净资产收益率(ROE)	14.01%	17.9%	21.1%	26.5%	31.3%
市盈率(PE)	38.38	25.6	17.8	11.1	6.9
EV/EBITDA	27.2	22.9	16.8	10.4	6.7
市净率(PB)	5.4	4.58	3.77	2.94	2.17

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

公司当前高速增长主要驱动力来自新数据中心的不断建成，在京津冀一体化建设加速背景下，致力于该区域信息化建设的公司将持续受益。预计 17/18/19 年每股盈利分别为 0.85/1.37/2.19 元，目前股价（15.08 元）当前 PE 仅为 25.5x，对应 17/18/19 年分别为 17.8x/11.1x/7.9x，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

（1）收入增速假设：由于新数据中心的不断建成，IDC 业务 17-20 年收入端将保持 30%以上的增长；（2）配件业务受益于加入 GWA，收入规模与毛利率都将不断提升；（3）公司云服务业务的收入占比将持续提升，鉴于云服务平台业务毛利率显著高于基础设施业务，公司的整体利润增速将快于收入增速。。

与市场预期的差异之处

雄安新区政策落地对京津冀一体化建设形成重大利好。在此过程中，市场对房地产、建筑建材、环保、钢铁等行业受到广泛关注。我们认为，基础设施等硬件建设完善的同时，诸如 IDC、云平台等软实力的建设也将同步加速进行。如公司这样专注于京津冀地区信息化建设的区域性领先企业，也将获得良好的发展机会。

公司作为北京市国资委下属二级企业，政府单位与国资企业的客户资源丰富，且多年合作关系稳定，IDC 业务持续高增长的确定性非常高。公司积极响应京津冀一体化建设，联合天津纺织投资集团共同建设天津空港云数据中心，并拟与今年建设京津冀国资创新发展云平台。

股价变化的催化因素

站在京津冀一体化建设与雄安新区的风口上，公司作为北京市的 IDC 龙头企业，凭借大股东的强大实力与国资体系丰富资源，公司将持续享有远超前于行业的成长机遇。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，新数据中心的建设与投产不及预期；

第二，“十三五”期间京津冀地区信息化建设慢于预期。

内容目录

估值与投资建议.....	5
相对法估值	5
投资建议	5
北京地区颇具影响力的 IDC 服务商.....	6
北京地区颇具影响力的 IDC 服务商	6
依托大股东资源，IDC 业务得天独厚	7
募投产能逐步达产，缓解产能瓶颈	8
配件中心业务：成为 GWA 亚太区唯一合作伙伴	8
利润端仍保持高速发展	8
盈利能力持续提升	9
公司 IDC 业务盈利能力行业领先	10
受益京津冀协同发展，构建国资云平台+天津数据中心.....	11
投资建设京津冀国资云平台	11
天津空港云数据中心一期已经建成	12
雄安新区：京津冀一体化再腾飞	12
IDC 与云计算行业简析：乘云而起，基础设施再腾飞	13
IDC 与云计算的含义	14
IDC 产业链简析	14
IDC 行业：资本密集型的高增长行业	14
第三方 IDC 服务商逐渐崛起	15
风险提示	16
附表：财务预测与估值	17
国信证券投资评级.....	18
分析师承诺.....	18
风险提示.....	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 公司 CBD 数据中心供配电系统示意图	6
图 2: 公司 CBD 数据中心机柜示意图	6
图 3: 公司从事 IDC 业务的条件得天独厚	7
图 4: The Global Workspace Alliance (GWA 联盟)	8
图 5: GWA 主要提供配件配送、服务管理、云技术服务	8
图 6: 公司历年营业收入及同比增速 (万元, %)	9
图 7: 公司历年净利润及同比增速 (万元, %)	9
图 8: 公司营业收入分产品构成 (%)	9
图 9: 公司历年各项业务毛利率对比 (%)	9
图 10: 公司历年营业收入及同比增速 (万元, %)	10
图 11: 公司历年净利润及同比增速 (万元, %)	10
图 12: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年毛利率对比 (%)	10
图 13: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年净利率对比 (%)	10
图 14: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年 ROA 对比 (%)	10
图 15: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年 ROA 对比 (%)	10
图 16: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年通信业务的毛利率对比 (%)	11
图 17: 国内主要 IDC 厂商运营的机柜数量(个)	11
图 18: 2014 年 11 月 25 日铜牛信息天津空港云数据中心签约仪式示意图	12
图 19: 河北雄安新区辐射范围	13
图 20: IDC 产业链分析	14
图 21: 我国 IDC 行业市场规模及增速 (亿元, %)	15
图 22: 我国 IDC 服务商数量及增长率 (个, %)	15
图 23: 2012 年, 我国 IDC 市场份额状况 (%)	16
图 24: 截止 2012 年, 不同收入规模 IDC 服务商所占比重 (%)	16
 表 1: IDC 行业可比公司	 5
表 2: 公司主要服务项目及简介	6
表 3: 2016 年公司普通股前十名股东情况	7
表 4: 2016 年公司主要客户情况	8
表 5: 《北京国资委“十三五”信息化发展专项规划》的指导思想和主线	11

估值与投资建议

公司是北纺织旗下的信息化建设与软件服务公司，主要提供 IDC 服务、IT 技术服务以及软件服务。依托大股东的强大实力与国资体系的丰富资源，公司 IDC 业务得以高速增长，并具有出色的盈利能力。在京津冀一体化建设的背景下，公司联合天津纺织投资集团共同建设天津空港云数据中心，并拟与今年建设京津冀国资创新发展云平台。

雄安新区政策的落地在京津冀协同发展的进程中再下一里程碑。在此过程中，市场对房地产、建筑建材、环保、钢铁等行业给予更多关注。我们认为，在地产、公用事业等基础设施硬件建设完善的同时，京津冀地区诸如 IDC、云平台等软实力的建设也将同步加速进行。如公司这样专注于京津冀地区信息化建设的区域性龙头，也将获得良好的发展机会。

相对法估值

投资策略方面，公司的财务状况已经达到创业板 IPO 标准，并表现出卓越的成长能力符合我们 IPO 集邮的投资策略；此外，公司属于创新做市板块的绩优公司，3 月以来，公司做市商家数不断增加，截止 4 月 4 日，做市商已经增加到 10 家，近一周日成交额均超过百万元，交易更加活跃，符合我们提出的“二级市场”投资策略。

目前上市公司从事 IDC 业务的代表性企业主要有网宿科技、光环新网、鹏博士和世纪互联。世纪互联 16 年发生亏损，从可比样本中剔除。三家上市公司的平均 TTM 市盈率为 38.1 倍，对应 17 年为 28.7 倍。公司当前 16 年 25.6 倍、17 年 17.9 倍的估值明显低估。给予“买入”评级。

表 1: IDC 行业可比公司

代码	名称	FY15 收入(百万元)	FY15 净利润(百万元)	PE (TTM)	PE(17E)
300017.SZ	网宿科技	2931.66	829.55	26.02	18.80
300383.SZ	光环新网	591.53	114.18	51.89	34.01
600804.SH	鹏博士	7925.94	717.72	36.39	28.47
	平均	3816.38	553.82	38.10	28.67

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

站在京津冀一体化建设与雄安新区的风口上,公司作为北京市的 IDC 龙头企业,凭借大股东的强大实力与国资体系丰富资源,公司将持续享有远超前于行业的成长机遇。为积极响应京津冀协同发展的战略,公司联合天津纺织投资集团共同建设天津空港云数据中心,并拟与今年建设京津冀国资创新发展云平台。作为绩优创新做市板块企业,公司同时符合我们 Pre-IPO 策略和三板二级市场策略,当前 PE 仅为 25.5x,对应 17/18/19 年分别为 17.8x/11.1x/7.9x,给予“买入”评级。

北京地区颇具影响力的 IDC 服务商

北京地区颇具影响力的 IDC 服务商

北京铜牛信息科技股份有限公司由北京纺织控股有限责任公司控股，为北京市国资委下属二级企业，是北京市高新技术企业和软件企业。公司成立于 2010 年 12 月，于 2013 年 7 月 5 日在新三板挂牌，成为公众公司。

公司最初从事纺织行业压片软件制作，后转型至基础设施领域，倚靠优越的地理位置和前纺织厂的工业配电建立了机房，并发展成为提供专业的信息技术综合解决方案的服务商。

公司主营业务为通信服务和信息系统集成服务，在中央电视台新址东侧铜牛国际大厦和天坛南侧的金坛大厦分别建有 1200 平米和 3600 平米的数据中心机房。公司通过了 ISO9001 质量管理体系认证，获得了北京市通信管理局颁发的增值电信业务经营许可证，是专业的互联网数据中心服务、互联网接入服务、高端 IT 技术服务和云计算服务提供商。

公司下游客户包括一批颇具影响力的政府机构和企业，拥有美国 Apple 公司、Fusionstorm 公司、韩国 SK、LG、首信、太极、北京产权交易所、石油交易所、韩国新韩银行、友利银行、环球网、环球时报等一批知名客户。

表 2: 公司主要服务项目及简介

服务项目	服务项目
数据中心服务	1.数据中心基础服务: VIP 机房空间出租服务; 主机托管服务; 机架出租服务; 服务器等网络设备出租服务; 2.数据中心增值服务: 安全防护类服务; 数据存储类服务; 流量管理服务; 维护管理服务; 系统集成服务。
互联网接入服务	光纤接入服务(FTTC、FTTB、FTTH); LAN 业务(以太网)。
配置中心服务	采购; 组装; 配置; 测试; 库存管理; 运输。
云计算服务	1.计算: 虚拟机、网站云服务; 2.数据服务: 储存、SQL 数据库、数据备份; 3.网络服务: 虚拟网络、流量管理器

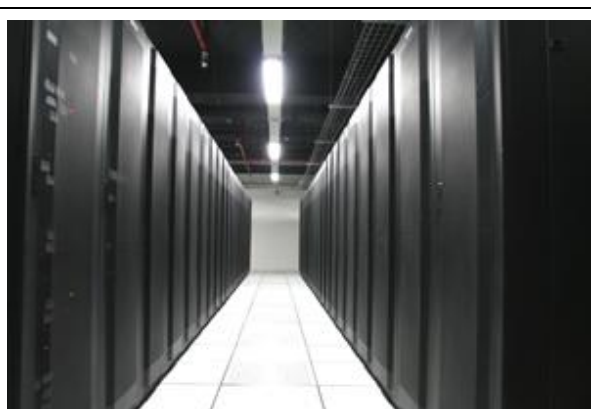
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1: 公司 CBD 数据中心供配电系统示意图



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 CBD 数据中心机柜示意图



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

公司控股股东和实际控制人为北京时尚控股有限责任公司,持有本公司 29.45% 的股份,并通过其全资子公司铜牛集团持有本公司 21.04% 的股份。

表 3: 2016 年公司普通股前十名股东情况 (股, %)

股东名称	期末持股数	期末持股比例
北京时尚控股有限责任公司	11,480,000	29.45%
北京铜牛集团有限公司	8,200,000	21.04%
北京高鸿投资管理中心 (有限合伙)	4,127,765	10.59%
高鸿波	2,990,000	7.67%
天津诚柏股权投资合伙企业 (有限合伙)	2,680,000	6.88%
中国银河证券股份有限公司	1,304,625	3.35%
李超成	1,014,000	2.60%
皮纪梅	730,800	1.88%
刘毅	724,200	1.86%
宁波鼎锋明道汇盈投资合伙企业 (有限合伙)	670,000	1.72%
合计	33,921,390	87.04%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

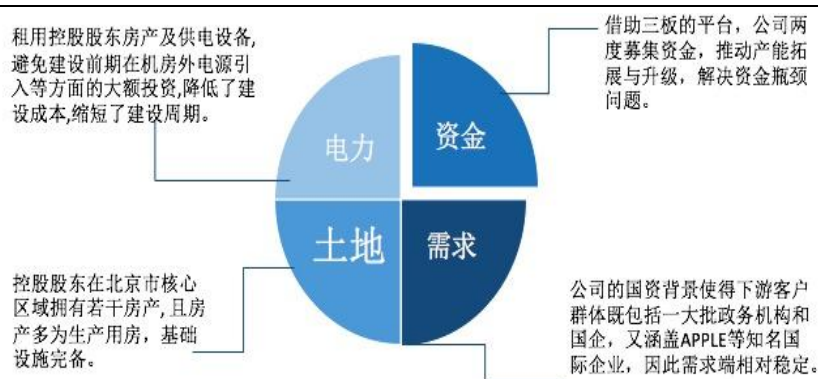
依托大股东资源, IDC 业务得天独厚

IDC 作为基础设施建设,主要受到电力、土地、资金和需求等四个因素的制约。公司作为国有控股企业,控股股东在北京市核心区域拥有若干房产,多数房产电力基础设施完备,且房产多为生产用房,为公司互联网数据中心业务的发展提供了土地房产资源。相对于其他民营 IDC 服务商,公司在土地、电力等方面依靠大股东的丰富资源,高效而节约的解决这两大难题。

截至目前,公司自建运营的数据中心都是租用控股股东房产及供电设备,避免了数据中心建设前期在机房用房建设、外电源引入等方面的大额投资,极大降低了建设成本,缩短了建设周期。大股东充实的地产资源储备也为公司后续持续拓展提供可能。

同时,由于公司的国资背景,对政府部门的 IDC 业务得以高效推进,政务部门的采购也成为公司 IDC 业务背书。公司下游客户群体包括了首信、太极、北京产权交易所、石油交易所等政务机构和国企,以及 APPLE、LG 等知名国际企业,因此需求端相对稳定。

借助三板的平台,公司两度募集资金,进一步推动产能拓展与升级,解决资金瓶颈问题。因此,公司从事 IDC 业务发展的先天条件可谓得天独厚。

图 3: 公司从事 IDC 业务的条件得天独厚


资料来源:国信证券经济研究所整理

表 4: 2016 年公司主要客户情况(元、%)

客户名称	当期采购额	占比
北京海江通科技有限公司	43,932,310.37	25.58%
北京飞讯思道科技有限公司	29,885,705.07	17.40%
北京市互联网信息办公室	9,044,528.28	5.27%
上海帝联信息科技股份有限公司	8,384,762.79	4.88%
北京天一恩华科技有限公司	6,529,641.81	3.80%
合计	97,776,948.32	56.94%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

募投产能逐步达产, 缓解产能瓶颈

目前公司 IDC 业务整体运营规模近 1300 个机柜左右,全部实现销售,规模效益逐步显现。为进一步扩大业务运营规模,于 2015 年下半年投资筹建天津空港云数据中心项目。目前该项目建设工作有序推进,一期工程新增加 480 个机柜的运营规模,2017 年第一季度末投入运营。后续的二期预计也将于年末竣工,整个天津空港云计算中心项目将会有共计 1300 个机柜运营。

配件中心业务: 成为 GWA 亚太区唯一合作伙伴

公司信息系统集成服务业务继续保持稳步发展态势。2016 年 6 月,公司与 GWA 联盟(Global Workspace Alliance)正式签署合作协议,成为成员之一。

GWA 联盟是由欧洲 Getronics 公司与美国 CompuCom 公司发起成立的一个整合专业知识、技术能力的战略性联盟,致力于带领本地 IT 技术服务商转变为可服务于全球企业的工作区解决方案提供商,为使最终客户更高效工作及持续业务增长提供价值。GWA 联盟现有成员 8 个,拥有 5 个全球服务中心供超过 20 种语言的服务,覆盖全球超过 100 个国家,每年为全球客户供超过 360 万次服务。

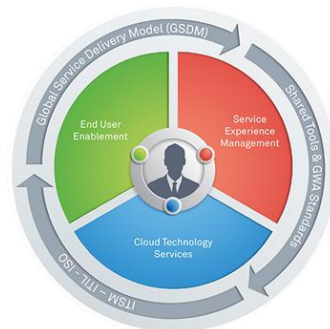
GWA 联盟为全球客户提供高端 IT 技术服务,公司是其亚太区业务的唯一合作伙伴。通过加入 GWA 联盟,拓展了欧洲客户市场,逐步加大服务性业务收入占比,提升整体业务利润率。公司通过 GWA 联盟已实现与 ABB、Ford、Syngenta 等公司签署技术服务合同。

图 4: The Global Workspace Alliance (GWA 联盟)



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 5: GWA 主要提供配件配送、服务管理、云技术服务



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

利润端仍保持高速发展

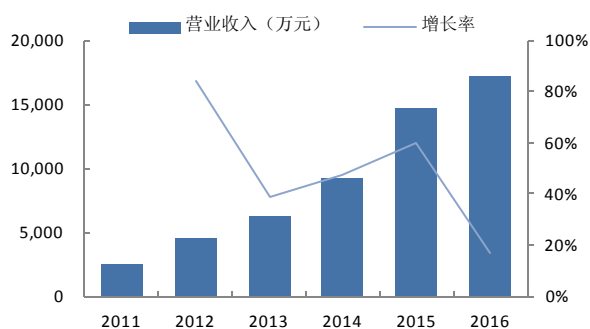
公司的主要收入来自于通信服务和信息系统集成服务,2016 年,两部分各占 52.75%和 21.62%,“其他”类主营收入占比 25.63%。其中通信业务是传统主营业务,销售额度达 9057.85 万元。信息系统集成业务是公司的新型服务性业务,

销售额达 3713.20 万元，前景可观。

目前，公司正处于快速发展的阶段。2011-2016 年间，公司的营业收入和净利润都在稳定增长中。16 年收入增速有所放缓，主要因公司当前 IDC 业务配置的机柜利用率已经达到高位，产能瓶颈限制收入端持续增长。随着天津空港项目的投产，公司 IDC 业务供给紧缺的问题将得到缓解。

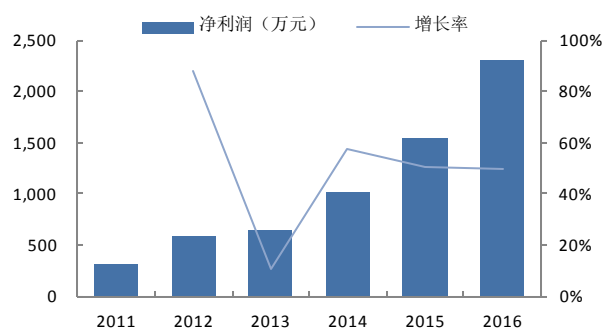
公司净利润在 15-16 年间有大幅度的增长，主要来自信息系统集成服务业务带来的服务性收入增长，在增速方面，12-13 年间净利增长速度突然下降，之后由于开展了服务型新兴业务而有所回升并趋于平缓。

图 6: 公司历年营业收入及同比增速 (万元, %)



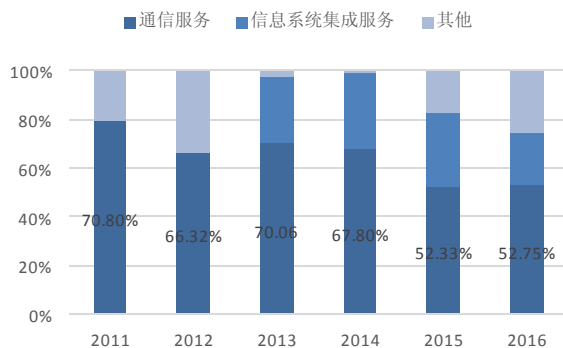
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司历年净利润及同比增速 (万元, %)



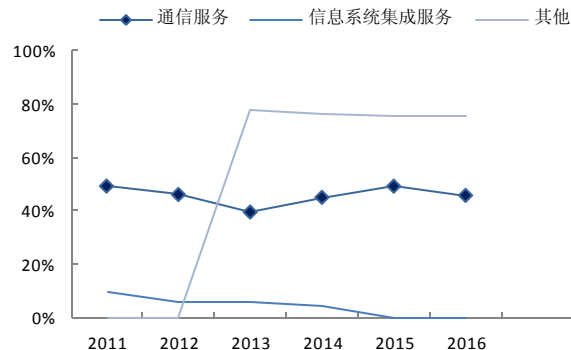
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司营业收入分产品构成 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司历年各项业务毛利率对比 (%)



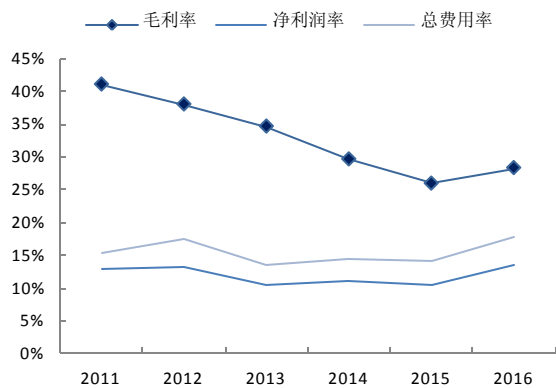
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力持续提升

近年来，由于配件中心业务的持续发展以及机柜购置成本增加，公司毛利率大体呈现下降趋势。2016 年，公司毛利率首次出现回升，同比提升 3.38 个百分点至 28.28%。

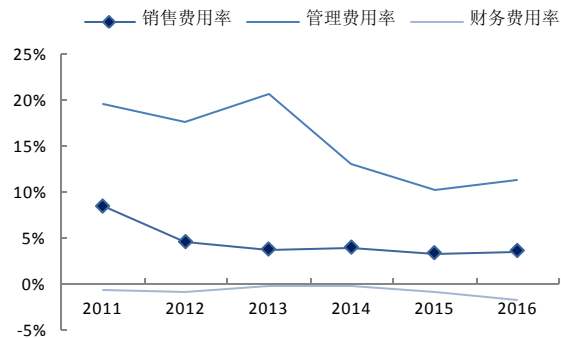
公司三项费用持续优化，主要体现在管理费用的持续下降，销售费用一直稳定在 3% 左右，财务费用也由于利息的冲减长期维持在负值。毛利率的回升与三项费用的优化，使得公司净利率在 16 年提升至 13.48%。

图 10: 公司历年营业收入及同比增速 (万元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司历年净利润及同比增速 (万元, %)

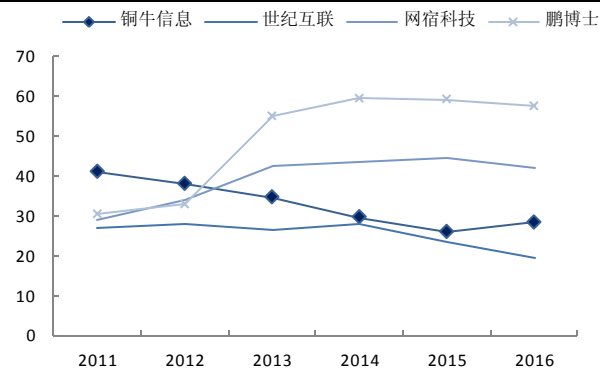


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司 IDC 业务盈利能力行业领先

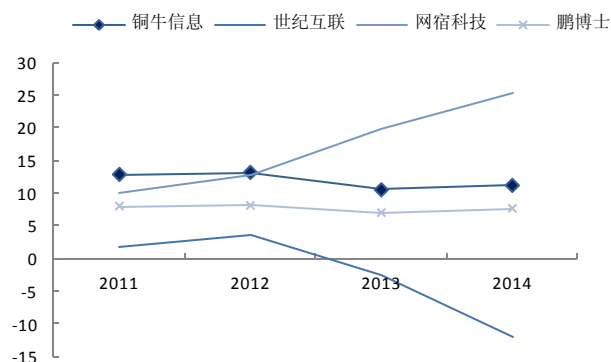
行业内上市公司主要有世纪互联、网宿科技以及鹏博士。从收入规模、IDC 标的净利润、毛利润等财务指标分析中, 可以发现公司基本处于行业均值水平。但是如果仔细拆解, 观察 IDC, 即通信业务毛利率, 会发现公司毛利率远高于行业内其他竞争对手, 综合毛利率相对偏低主要是受到配件业务的影响。

图 12: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年毛利率对比 (%)



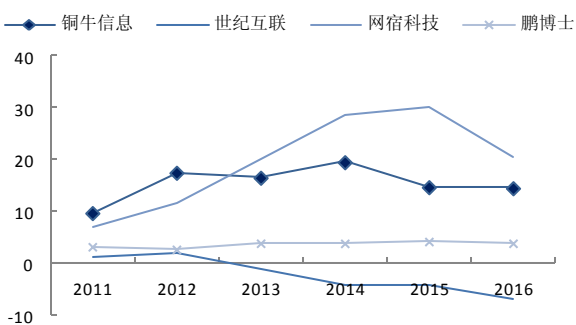
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年净利率对比 (%)



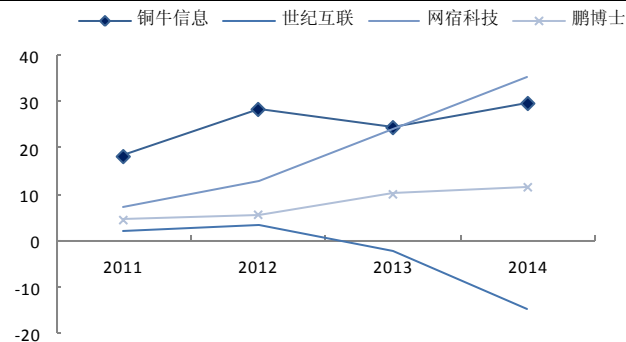
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年 ROA 对比 (%)



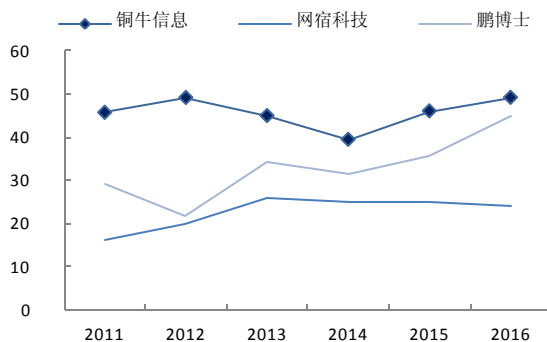
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年 ROA 对比 (%)



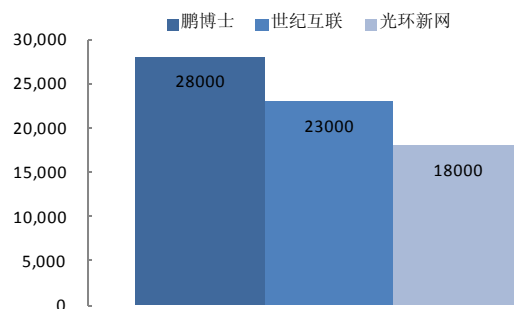
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司与部分上市公司 IDC 标的历年通信业务的毛利率对比 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 国内主要 IDC 厂商运营的机柜数量(个)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

受益京津冀协同发展，构建国资云平台+天津数据中心

投资建设京津冀国资云平台

公司于 17 年年报中公告称，将投资建设京津冀国资创新发展云平台，建成面向京津冀国资企事业单位的云平台，为政商客户提供综合的企业运用云化解决方案。

2017 年 1 月，北京国资委发布了《北京国资委“十三五”信息化发展专项规划》，明确提出北京国资委系统信息化建设的“十三五”目标任务。

《规划》提出力争到“十三五”末，北京国资委系统要基本形成以信息化引领国有经济转型发展新格局，市属企业成为建设新型“智慧北京”的主力军，国资国企治理体系和治理能力现代化水平明显提升。

《规划》还指出，市属企业管理信息化水平全部达到 B 级及以上，在依托信息化探索创新国资监管方式上走在全国前列。并明确提出了北京国资委系统信息化建设的“十三五”目标任务。

《规划》还围绕完善信息化工作组织体系、提升信息资源集约化利用水平、健全网络安全防护体系、强化信息化人才队伍建设、加强对企业信息化工作的政策引导等方面提出了具体保障措施。

表 5: 《北京国资委“十三五”信息化发展专项规划》的指導思想和主线

指导思想	坚持“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局，牢固树立“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念
主线	以信息化驱动“转型、改革、开放、创新”为主线，加快推进两化深度融合，推动优化国有经济布局结构； 切实增强城市公共基础设施智能感知，提高城市运行综合保障水平； 大力整合国资监管信息资源，不断强化动态监管、协同监管，全面推进国资国企治理体系和治理能力现代化。

资料来源:北京市国资委官网、国信证券经济研究所整理

根据《北京市属国有企业信息化水平测评暂行办法》，企业年度信息化水平被划分为 A、B、C、D、E 共五个级别。划分标准为：90—100 分为 A 级、80—90 分为 B 级、60—80 分为 C 级、40—60 分为 D 级、40 分以下为 E 级。

初步统计，北京市的国资体系内的企业约有 7000 余家，天津和河北地区的国

资企业约有 1.5 万家。这些企业大多数为三级、四级企业，信息化水平普遍偏低，不少企业的信息化水平还处于 C-D 级，对信息化建设的需求非常强烈。

我们认为，在北京市国资委的带头作用下，十三五期间北京市国资企业信息化介绍将迎来高峰，并逐步推进到天津及河北的国资企业，形成京津冀信息化建设的协同发展。

在此背景下，公司作为国资体系内部具有京津地区 IDC 全牌照的企业，并且能提供从数据中心到云平台建设一站式解决方案，将迎来发展良机。

天津空港云数据中心一期已经建成

公司顺应京津冀协调发展的大趋势，响应国家京津冀一体化、国有企业混合所有制战略部署，与天津市国资委下属的天纺投共同出资成立天津铜牛。2015 年 9 月，公司公告定增方案，拟募集 5431.86 万元用于建设天津空港云数据中心项目和补充公司部分流动资金。

天津空港云数据中心项目由公司、北纺控股、天纺投、天纺标科技检测有限公司共同出资，主营互联网数据中心业务、互联网接入服务、互联网信息服务业务和数据处理。依托天津纺控位于天津空港工业园区的房产和电力等资源优势，按照数据中心 T4 级别标准，规划建设 1300 个机架。为蓬勃发展的滨海新区、天津市电子政务和全球商务互联网客户提供高标准的互联网数据中心服务。

在云计算、虚拟化以及新型节能技术的推动下，各国 IDC 的发展呈现出虚拟化、智能化、绿色化的特征，未来市场空间广阔。公司拟投建的 T4 标准高等级数据中心建成后，满足公司目前现有客户异地灾备的需求，对公司今后业务布局、品牌地位提升均具有重要意义。

目前，该项目一期建设工程已基本完成，二期和三期也将在 17 年底竣工。一期新增加 480 个机柜的运营规模市场拓展工作也在有序推进。公司当前运营机柜数量为 1300 台，天津空港项目一期的投产使得公司运营机架数量提升 37%，对 17 年的业绩产生积极影响。

16 年 2 月，公司获得工信部颁发的跨地区增值电信业务经营许可证，获准在天津合法经营互联网数据中心业务，为项目建成投产扫清了许可障碍。

图 18: 2014 年 11 月 25 日铜牛信息天津空港云数据中心签约仪式示意图



资料来源:公司官网

雄安新区：京津冀一体化再腾飞

新华社发文《推进京津冀协同发展的千年大计》，称“雄安新区是继深圳经济特

区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区”，是“党中央作出的一项重大历史性战略选择”，是“千年大计、国家大事”，是“新形势下党中央治国理政新理念新思想新战略的重大实践。”

雄安新区是一个国家级战略，规划定位甚至将超越深圳特区和上海浦东新区。其所承担功能也不同于一般意义上的新区，其定位是疏解北京非首都功能集中承载地。河北雄安新区，将形成北京新的两翼，拓展京津冀区域发展新空间。

图 19: 河北雄安新区辐射范围



资料来源:百度地图、国信证券经济研究所整理

雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，区位优势明显。雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积将达约 2000 平方公里。

此次的雄安新区另一不同之处在于，相比于此前设立的 18 个国家级新区，雄安新区在设立前的经济发展相对处于较低水平。2015 年，前 18 个国家级新区所在城市的人均 GDP 约为 86000 元，而河北保定市人均 GDP 仅 29000 元，容城县、安新县、雄县的平均人均 GDP 仅为 19000 左右，远远低于其他新区的经济发展水平。因此，其未来将展现出巨大的经济发展潜力。

雄安新区设立的初始动机在于承接首都北京的非首都功能，解决目前北京面临的“大城市病”等一系列问题。目前北京聚集的诸多非首都功能，很大部分需要来自中央层面的协调解决，包括大量的央企总部、部属高校和中央科研院，此外还包括部分金融中心的功能。雄安新区的设立就是便于中央层面的领导协调，更加完善明晰首都的核心规划，同时带动周边地区经济飞速发展。换言之，雄安新区的经济发展将直接由巨大的国家赋能和资源进行引导，是一次国家实力作用于经济实践的巨大社会试田。

京津冀一体化建设在顶层设计中多次提及，此次雄安新区的设立，也标志着京津冀协同建设再下一个里程碑。在此过程中，市场对房地产、建筑建材、环保、钢铁等行业更加关注。我们认为，基础设施等硬件建设完善的同时，诸如 IDC、云平台等软实力的建设也将同步高速进行。如公司这样专注于京津冀地区信息化建设的区域性领先企业，也将获得良好的发展机会。

IDC 与云计算行业简析：乘云而起，基础设施再腾飞

互联网数据中心（Internet Data Center）简称 IDC，是利用已有的互联网通信线路、带宽资源等建立的标准化的专业级机房环境，可以为互联网内容提供商（ICP）、企业、媒体和各类网站提供大规模、高质量、安全可靠的专业化服务

器托管、空间租用、网络批发带宽以及相关增值业务。

IDC 与云计算的含义

据美国国家标准与技术研究院（NIST）的定义，云计算是一种按使用量付费的模式，这种模式提供可用的、便捷的、按需的网络访问，进入可配置的计算资源共享池（资源包括网络，服务器，存储，应用软件，服务），这些资源能够被快速提供，只需投入很少的管理工作，或服务供应商进行很少的交互。

云计算的内容主要包括：基础设施即服务(IaaS)、平台即服务(PaaS)和软件即服务(SaaS)。IaaS 指的是消费者通过 Internet 可以从完善的计算机基础设施获得服务。例如：硬件服务器租用。PaaS 实际上是指将软件研发的平台作为一种服务，以 SaaS 的模式提交给用户。因此，PaaS 也是 SaaS 模式的一种应用。SaaS 是一种通过 Internet 提供软件的模式，用户无需购买软件，而是向提供商租用基于 web 的软件，来管理企业经营活动。

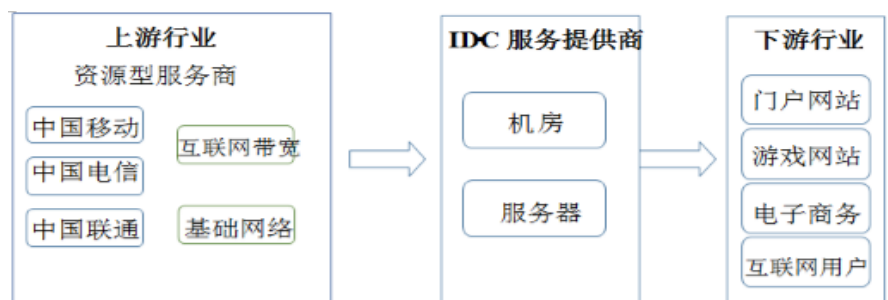
IDC 产业链简析

ID 产业的上游行业主要为资源型服务商即基础运营商，如中国电信、中国联通。基础运营商主要提供基础网络、互联网带宽等资源。互联网应用的蓬勃发展，将拉动 IDC 业务的新一轮增长。

下游应用领域包括了互联网内容商，即各行业有数据计算、存储、传输需求的企事业单位和互联网用户。其中，互联网用户间接使用互联网数据中心，是 IDC 服务的最终体验者。另外，游戏、视频、电子商务行业应用市场规模庞大，未来中长期内将成为 IDC 行业的核心下游需求提供者。

目前，基础运营商实力雄厚，拥有大量基础电信资源，但产品和服务相对单一，服务方式不够灵活。基础运营商通过与 IDC 服务提供商合作，可以充分发挥优势来扬长避短；IDC 服务提供商也可以获得更加丰富的基础资源如互联网带宽，从而更好地为下游行业提供服务（包括主机托管、资源出租、系统维护、管理服务），使市场进入良性循环。

图 20: IDC 产业链分析



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

IDC 行业：资本密集型的高增长行业

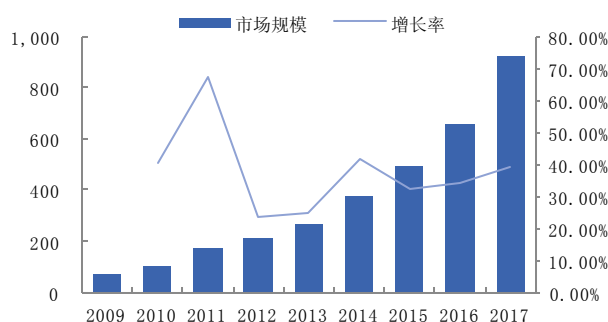
数据行业是资本密集型行业，数据中心产业和每个人息息相关，向下支撑每个人的生活，向上支撑国家“互联网+”、网络强国、中国制造 2025 等一系列政策。行业持续高增长还受益于智能手机以及 4G 网络的普及，还有下游视频、手游等细分行业对带宽、流量需求的迅猛增长的推动。

从 2015 年开始，在政策的推动与云服务高速发展的影响下，IDC 行业进入了新一轮的扩张期，年均增长率接近 40%。市场规模方面，IDC 圈预计，2017 年全国 IDC 行业市场规模将超过 900 亿元，18 年将达到 1400 亿元。

同时，行业竞争进一步加剧，存在市场集中度提升的预期。因为 IDC 投资金额大、回报期长、技术含量较高，有一定的进入壁垒，并且用户对品质的要求随着行业市场化发展而不断提高：对数据中心的规模、基础设施条件、管理水平和服务品质的要求都在逐渐提升，所以许多中小型企业很难存续。

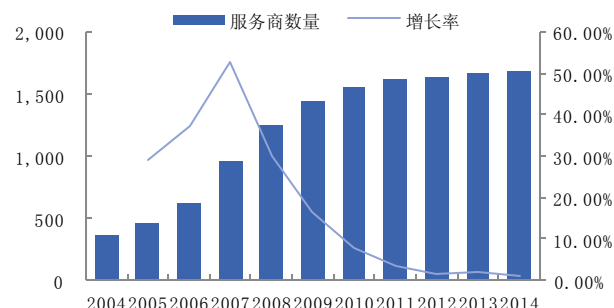
从 2007 年开始，IDC 服务商数量的增长率逐年下降，到 2012 年市场中服务商数量就已趋于稳定。公司作为行业中的早期进入者，在为客户持续服务的过程中积累了一定的声誉；同时保持了技术上的先进性，比如机房建设的网络布局、电源布局等。

图 21: 我国 IDC 行业市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 中国 IDC 圈研究中心、国信证券经济研究所整理

图 22: 我国 IDC 服务商数量及增长率 (个, %)



资料来源: 中国 IDC 圈研究中心、国信证券经济研究所整理

第三方 IDC 服务商逐渐崛起

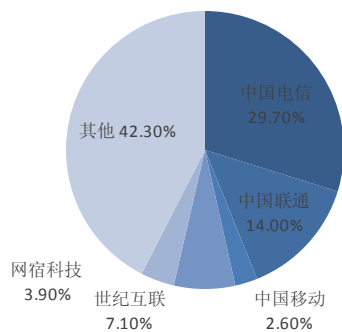
从行业竞争格局来看，初期，以中国电信和中国联通为代表的电信运营商是行业的主导者，其所占市场份额在 60% 以上。然而因为地理位置、运营成本等问题，运营商开始逐渐转向专一的互联网带宽服务，所以资本力量有了介入的空间，比如民营 IDC 企业世纪互联在纳斯达克成功上市。

目前，国内 IDC 行业的主要以四股势力为主，分别为以中国电信、中国联通公司为主的第一阵营，以中国移动和广电为主的第二阵营，以世纪互联、网宿科技等为代表的专业 IDC 运营商企业形成第三阵营，其他社会 IDC 企业则是第四阵营。

在我国，数据中心的竞争格局呈现小、乱、散的状态，行业集中度有待提高。即使是国内数据中心服务商中规模较大的世纪互联和网宿科技，在服务器数量和集中程度上也难以同世界顶尖的而数据中心服务商比较。

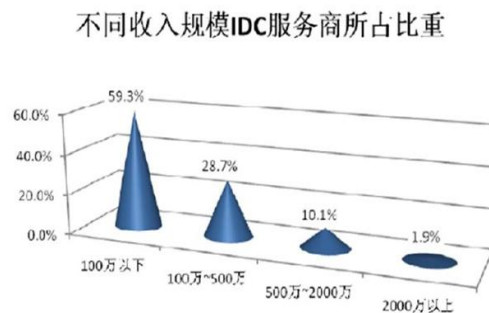
随着信息化建设进入云时代，对基础设施 IDC 需求持续增加，基础设施服务商则将纷纷扩大产能，行业竞争将加剧，专业化的 IDC 服务商将对传统电信运营商造成冲击。

图 23: 2012 年, 我国 IDC 市场份额状况 (%)



资料来源: 中国 IDC 圈研究中心、国信证券经济研究所整理

图 24: 截止 2012 年, 不同收入规模 IDC 服务商所占比重 (%)



资料来源: 中国 IDC 圈研究中心、国信证券经济研究所整理

风险提示

- 第一, 新数据中心的建设与投产不及预期;
- 第二, “十三五”期间京津冀地区信息化建设慢于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	120	131	169	242	营业收入	172	238	336	461
应收款项	3	4	6	8	营业成本	123	157	214	279
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	1
其他流动资产	2	3	4	6	销售费用	6	9	12	17
流动资产合计	125	138	179	255	管理费用	20	38	54	74
固定资产	40	62	78	87	财务费用	(3)	(3)	(4)	(5)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	170	204	261	346	营业利润	26	37	60	96
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	4	5	6	8	利润总额	26	37	60	96
其他流动负债	23	28	39	51	所得税费用	3	4	7	11
流动负债合计	26	33	45	59	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	23	33	53	85
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	26	33	45	59					
少数股东权益	15	15	15	15					
股东权益	129	157	201	272					
负债和股东权益总计	170	204	261	346					

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	23	33	53	85
资产减值准备	(1)	(1)	(1)	(0)
折旧摊销	4	3	5	6
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	(3)	(3)	(4)	(5)
营运资本变动	18	3	9	10
其它	1	1	1	0
经营活动现金流	45	40	67	102
资本开支	(23)	(24)	(20)	(15)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(23)	(24)	(20)	(15)
权益性融资	6	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(4)	(6)	(9)	(14)
其它融资现金流	5	0	0	0
融资活动现金流	4	(6)	(9)	(14)
现金净变动	26	10	38	73
货币资金的期初余额	95	120	131	169
货币资金的期末余额	120	131	169	242
企业自由现金流	20	13	44	82
权益自由现金流	25	15	47	87

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.59	0.85	1.37	2.19
每股红利	0.10	0.14	0.23	0.36
每股净资产	3.32	4.03	5.17	6.99
ROIC	15%	19%	30%	48%
ROE	18%	21%	26%	31%
毛利率	28%	34%	36%	39%
EBIT Margin	13%	14%	17%	20%
EBITDA Margin	16%	16%	18%	21%
收入增长	17%	38%	42%	37%
净利润增长率	50%	43%	61%	60%
资产负债率	24%	23%	23%	21%
息率	0.7%	0.9%	1.5%	2.4%
P/E	25.6	17.9	11.1	6.9
P/B	4.6	3.8	2.9	2.2
EV/EBITDA	22.9	16.8	10.4	6.7

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁 佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏 雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简 洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周 鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		