



批发定制型成趋势，阿里大订单保业绩增长无虞

2018.11.27

包冬青(分析师) 刘旭峰(研究助理)
电话: 020-88832290 020-88831179
邮箱: bao.dongqing@gzgzhs.com.cn liu.xufeng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070001 A1310117090002

- **数据中心集中规模化成趋势，云计算高速增长拉动批发型数据中心需求。**云计算行业进入发展快车道，大规模增长带来的对数据量计算、存储需求，而全球数据量指数增长与数据中心供给线性增长之间的不匹配，推动数据中心需求与价值提升。2017 年中国 IDC 市场继续保持高速增长，市场总规模为 946 亿元人民币，同比增长 32.4%。云计算驱动的超级数据中心成为数据中心发展的主要形式，催生了大量批量定制化需求。全球超大规模数据中心份额将在 2020 年接近一半，目前绝大多数超大规模数据中心仍位于美国，占比 44%，中国位居第二但仅占 8%。预计超大规模数据中心的数量将从 2016 年的 338 个增长到 2021 年的 628 个。
- **公司定位清晰，深耕批发型数据中心领域，成为该细分领域龙头。**公司背靠上海静安区国资委，是业内稀缺的同时服务于 BAT 的数据中心服务商。公司目前共投资运营 16 个数据中心，主要分布在上海、浙江、河北三个地区。公司主要服务于 BAT 等互联网巨头，采取以销定产的经营模式，客户质量高、应收款现金流稳定近五年平均毛利率为 40.32%，处于行业中游水平。2018 年中报披露公司拥有机柜 9239 个，未来公司战略将加强在华南、北京区域的布局，积极拓展和互联网巨头与基础运营商合作伙伴。
- **新增阿里大订单，加深与其战略合作关系，未来业绩增长无虞。**公司目前不包括在建的有 5 个数据中心为阿里巴巴服务，随着阿里巴巴业务快速增长，2017 年公司收到阿里 HB33 数据中心项目 14 亿大单，2018 年 5 月阿里再次向公司发出需求函，意向与公司在国内合作建设五个数据中心，总服务费金额达到 82.8 亿元。通过与大型互联网公司绑定供给，保障了公司经营业绩长久稳定的增长。此外，与广东联通合作建设的深圳宝龙创意机房项目为公司首次在深圳承接数据中心业务，完工后将进一步扩大公司业务范围，突破公司现有业务区域集中的瓶颈，为未来扩大区域布局奠定良好的开端。
- **盈利预测与建议：**净利润分别为 1.42 亿元/1.9 亿元/2.78 亿元，净利润增长率分别为 23%/34%/46%，EV/EBITDA 分别为 18/14/10。我们给予公司 19 年 EV/EBITDA 合理 19 倍，对应股价 35，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**IDC 项目施工不及预期，上架率不及预期。

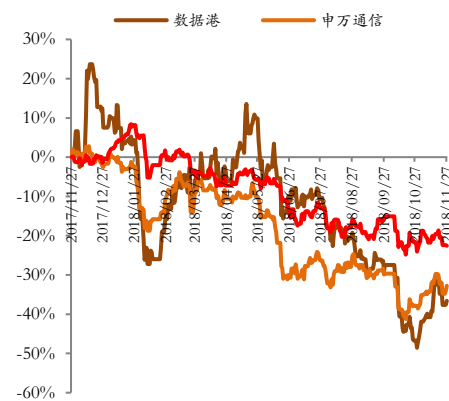
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	520.23	927.45	1252.70	1722.72
同比(%)	28.14%	78.28%	35.07%	37.52%
归属母公司净利润	114.90	142.17	190.48	277.90
同比(%)	46.87%	23.74%	33.98%	45.90%
毛利率(%)	40.11%	32.37%	31.25%	31.85%
每股收益(元)	0.55	0.68	0.90	1.32
P/E	48.37	39.09	29.18	20.00
P/B	6.21	5.55	4.75	3.92
EV/EBITDA	10.57	18.35	14.12	10.18

强烈推荐 (首次)

现价: 26.8
目标价: 35
股价空间: 33%

通信行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
数据港	19.02	-21.50	-42.29
通信行业	8.17	-10.11	-25.23
沪深 300	4.56	-1.05	-16.71

基本资料

总市值(亿元)	56.5
总股本(亿股)	2.11
流通股比例	60.71%
资产负债率	45.19
大股东	市北高新(集团)
大股东持股比例	36.79%



目录

目录	2
图表目录	3
1.国内领先的批发型定制数据中心服务商	4
1.1 同时服务于 BAT 的定制化数据中心服务商，占据市场先发优势	4
1.2 公司营收持续稳定增长，研发费用提升明显	6
1.3 公司战略：加强国内区域战略布局，拓展运营商合作伙伴	8
2.云计算高速增长拉动批发型数据中心需求	8
2.1 全球数据量指数增长，驱动数据中心需求长期旺盛	8
2.2 应用推动流量飙升，运营商竞争加剧，第三方 IDC 迎良机	11
2.3 互联网企业的规模集中化需求催生批量定制化趋势	12
3.公司收获阿里大订单，业绩增长无虞	14
3.1 定位清晰：深耕批发型数据中心领域	14
3.2 国资背景实力雄厚，与互联网巨头合作紧密	16
3.3 新增阿里大订单，区域扩张战略稳步推进	17
4.盈利预测与估值	19
5.风险提示	19



图表目录

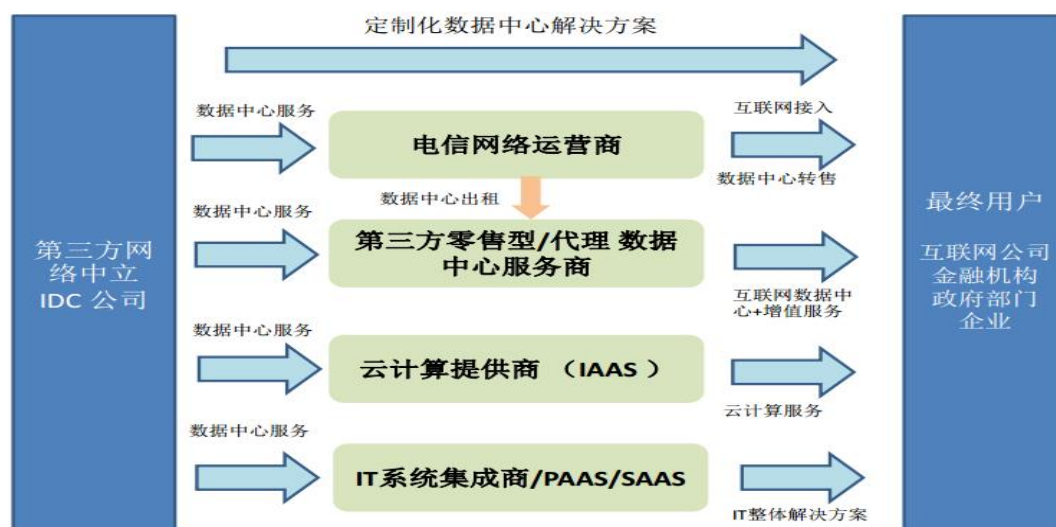
图表 1.	公司市场定位	4
图表 2.	公司股东结构（截止至 2018-07-23）	4
图表 3.	公司批发型数据中心经营模式对比	5
图表 4.	公司运营的数据中心情况	5
图表 5.	公司主要销售合同期限（截止至 2016-06）	6
图表 6.	公司营收变动情况（单位：亿元）	6
图表 7.	公司净利润情况（单位：万元）	6
图表 8.	公司各地区营收占比情况（单位：亿元）	7
图表 9.	公司三费情况	7
图表 10.	公司毛利率与净利润率变动情况	7
图表 11.	公司资产结构及负债率情况	7
图表 12.	公司 IPO 上市募投项目情况	8
图表 13.	2017 年云服务和基础设施市场增速情况	9
图表 14.	2016 年全球公有云企业业绩增长情况（IaaS）（单位：Million）	9
图表 15.	全球 IDC 市场规模历年增速与预测	9
图表 16.	超大规模互联网内容提供商资本支出	9
图表 17.	阿里云季度营收情况	10
图表 18.	中国 IDC 市场规模历年增速与预测	10
图表 19.	全球数据量增长情况（单位：EB）	10
图表 20.	全球数据中心增长情况	10
图表 21.	智能手机移动数据流量（单位：TB）	11
图表 22.	移动互联网流量接入情况	11
图表 23.	数据中心内流量占比情况	11
图表 24.	中国移动收入构成情况	11
图表 25.	2010-2017 年 11 月电信业务总量与业务收入增长情况	12
图表 26.	运营商资本开支（单位：亿元）	12
图表 27.	全球超级数据中心数量占比	12
图表 28.	2015-2020 年全球超级数据中心占比	12
图表 29.	2017 年公有云市场份额	13
图表 30.	全球托管市场份额	13
图表 31.	国内第三方上市 IDC 企业扩张情况	13
图表 32.	批发型数据中心与零售型数据中心对比	14
图表 33.	公司投资运营的数据中心租赁物业情况	15
图表 34.	公司投资运营的数据中心持有物业情况	15
图表 35.	Digital Realty Trust 成本分布	16
图表 36.	Digital Realty 营收情况（单位：亿元）	16
图表 37.	EBITDA margin 对比	16
图表 38.	2016 年上半年 BAT 占公司收入份额	17
图表 39.	2016 年上半年营业成本构成	17
图表 40.	阿里数据中心投资情况	17
图表 41.	公司新增订单情况	18
图表 42.	阿里数据中心投资情况	18
图表 43.	公司营业收入预测及假设	19

1.国内领先的批发型定制数据中心服务商

1.1 同时服务于 BAT 的定制化数据中心服务商，占据市场先发优势

公司成立于2009年，于2017年上市。历经九年发展，公司已成为国内少数同时服务于阿里巴巴、腾讯、百度的定制化数据中心服务商。公司业务以批发型数据中心服务为主，面向大型互联网公司或电信运营商提供定制化的服务器托管服务；以提供零售型数据中心服务为辅，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器托管服务及网络带宽服务。

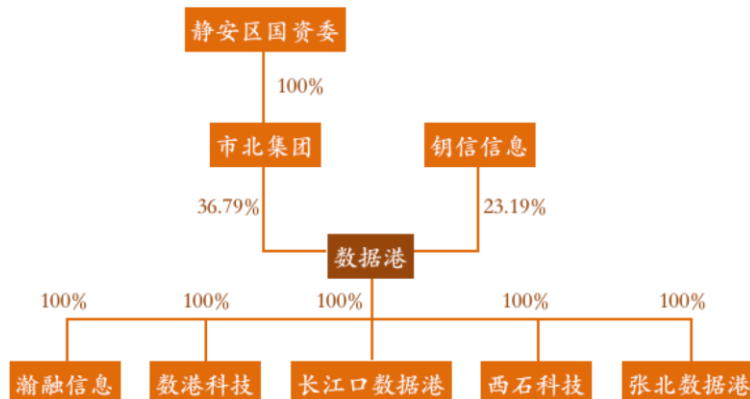
图表1. 公司市场定位



资料来源：公司招股说明书、广证恒生

公司实际控制人为上海静安区国资委，上海市北高新集团控股 36.79%，钥信信息控股 23.19%。市北高新集团是上海市闸北区国资委履行出资责任的国有独资企业，集团主要围绕市北高新技术服务业园区的发展，整合区内资源，形成企业总部经济、通信电子、研发设计和服务外包等产业的集群发展。钥信信息的实际控制人曾犁为公司副董事长。公司全资控股的五个全资子公司主要提供计算机数据业务管理、计算机系统集成、通信设备销售等服务。

图表2. 公司股东结构（截止至 2018-07-23）



资料来源：wind，公司招股说明书，广证恒生

公司目前投资运营着 16 个国际水平的大型数据中心，多集中在上海、杭州两地。截止 2017 年末，公司共部署 8600 个机柜，96038 台服务器，电力容量合计 16.54 万千瓦。数据中心服务业的客户分布与经济

发达程度有密切关系，目前数据中心服务市场主要集中在北京、长三角、珠三角及其他经济发达地区。公司一直以来与中国电信紧密合作，电信运营商在南方有主导优势，公司运营的数据中心区域集中度较高。

批发型数据中心经营模式常分为**电信运营商合作模式**与**终端客户直销模式**，两者各有优劣。目前除了张北数据中心项目中与阿里巴巴直接签署服务合同外都采用与运营商合作模式。张北县距离北京等中心城市相对较近，阿里通过租用基础电信运营商长途传输光纤的方式，直接向北京的电信运营商采购互联网带宽服务，与公司直接签署采购合同去除中间环节，使得其自身的成本最大限度地优化，也能最大限度地控制数据中心基础设施的服务质量，降低运营风险。

图表3. 公司批发型数据中心经营模式对比

类别	电信运营商合作模式	终端客户直销模式
数据中心设计方	电信运营商提供并由运营商验收。	终端客户提供并由终端客户验收。
双方义务	电信运营商负责网络传输、互联网带宽的投资、建设和运营管理，向公司采购数据中心基础设施服务，并按照其与终端客户约定提供整体 IDC 服务。	终端客户负责光纤网络传输、互联网带宽及相关网络设备的采购、建设和运营管理，公司配合终端客户的网络建设。
收费标准	按期向电信运营商收取数据中心服务器托管服务费用并根据电价调整。	按照实际使用的机柜数量和电力容量，向终端客户收取服务费。
特点	基础电信运营商的数据中心投资计划根据预算制定；适合经济较为发达，城市市政管网体系较为成熟的地区，电信运营商容易通过策略性的资源整合为终端客户合提供 IDC 整体服务。	灵活满足终端用户突发性、规模大的需求；去除中间环节，获得整体拥有低成本和高服务性能的最佳组合，降低终端客户的运营风险。

资料来源：公司招股说明书、广证恒生

公司定制数据中心服务采取独特的“先订单，再建设，后运营”的经营模式，占据市场先发优势。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精准地满足了近年高速发展的国内数据中心市场中发展最快的细分市场的需求即大型互联网公司定制，快速获取市场份额，取得国内该细分市场龙头地位。

图表4. 公司运营的数据中心情况

序号	数据中心	终端用户	地址	面积（平方米）	运营机柜数	运营时间
1	185-5	百度	杭州	1133.85	1071	2013.5
2	185-7	百度	杭州	6043.24	816	2012.9
3	628	阿里/网易/平安	杭州	10573	1199	2013.5
4	217	腾讯	上海	1345.26	304	2011.1
5	536	坤德科技	杭州	3727.38	468	2009.12
6	223-1	腾讯	上海	2015.57	250	2011.1
7	223-3、219-3	腾讯	上海	2160.19	463	2012.5
8	219-1	零售	上海	864.66	139	2010.8
9	宝山一期(69-2)	阿里	上海	14500	921	2015.6
10	宝山二期(69-3)	阿里	上海	5500	406	2016.3
12	张北一期2A1	阿里	河北	26000	1900	2017.6
13	张北二期2A2	阿里	河北	——	——	2017.6

资料来源：公司招股说明书、公开资料、广证恒生

服务大型互联网公司及其客户下属子品牌，目前 98% 的销售收入来源于此。公司具备高效的执行能力、杰出的技术水平、丰富的运营经验，以及对数据中心全生命周期的管理优势，公司的批发型数据中心的主要最终用户为阿里巴巴、腾讯和百度等大型互联网公司，这种服务实力在国内第三方 IDC 行业较为罕见。

公司凭借自身的成本优势，能够持续获得大型互联网公司的订单。公司从数据中心整个生命周期的角度，依靠研发与经营经验逐步形成了较为领先成熟的数据中心投资成本模型，使得公司在降低成本以及提升运营效率等方面形成独特优势。BAT 三大互联网公司巨大的采购规模形成了国内数据中心市场最强的采购议价能力，公司的成本优势更容易获得 BAT 等大型互联网公司的青睐。

图表5. 公司主要销售合同期限（截止至 2016-06）

序号	数据中心名称	签署对方	最终用户	期限
1	536	杭州电信	阿里巴巴	2009/11/30-2015/11/29
2	185-5 和 185-7	杭州电信	百度	2012/6/1-2018/12/31
3	628	杭州电信	阿里巴巴、网易、平安保险	2012/11/10-2021/1/15
4	69-2 和 69-3	上海联通	阿里巴巴	2015/10/10-2021/10/10
5	223-3F、2F	上海电信	腾讯	2010/7/1-2018/9/30
6	217-4F	上海电信	腾讯	2011/1/1-2019/4/30
7	223-3F、219-3F	上海电信	腾讯	2011/1/1-2019/4/30

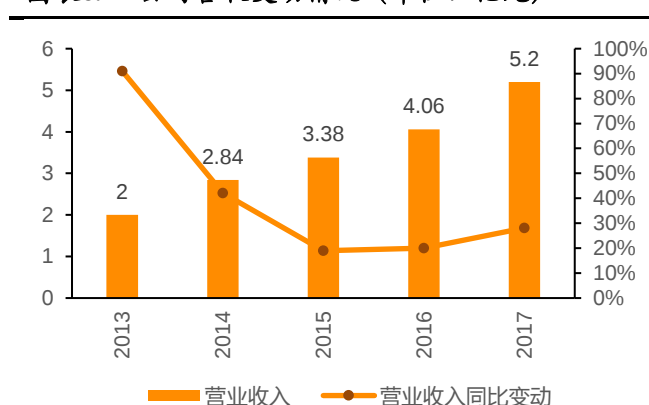
资料来源：公司招股说明书，广证恒生

公司与 BAT 签订的合同期限都较长，但大型互联网公司新增项目规模提升较快，公司也面临要快速适应新兴技术和客户需求不断变化的局面。国内网络中立的数据中心服务商数量众多，市场集中度较低，各数据中心服务商市场份额较小。然而现有数据中心的最终用户 BAT 等随着其自身业务的持续发展，其他新增项目规模通常远大于原有项目运营服务规模。公司的 536 数据中心为阿里云的第一个数据中心，建于 2009 年，该数据中心规模仅为 460 个机柜。随着阿里云业务发展和全国部署规划调整，536 数据中心的机柜数远低于目前市场主流的单体最少 1000 个机柜的数据中心需求，因此导致 2015 年 11 月底合同期满后阿里云未再续约。尽管此后公司与 536 数据中心最终用户杭州坤德科技有限公司拟定合作，确定公司将在 536 数据中心改造完成后，联合杭州电信一起为其提供数据中心服务，并未造成实质性损失。

1.2 公司营收持续稳定增长，研发费用提升明显

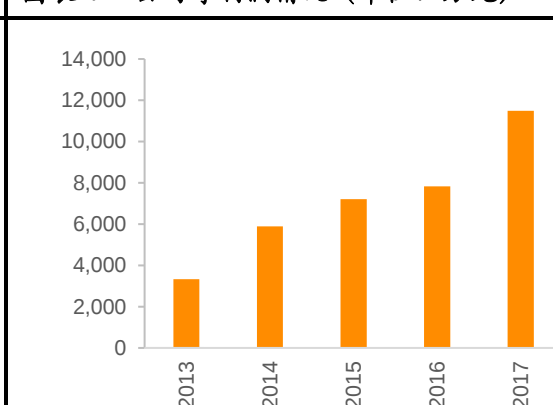
公司过去四年业绩连续稳定增长，2014 年、2015 年、2016 年和 2017 年营业收入同比增速为 42.14%、18.97%、19.98%和 28.14%，其中 2015 与 2016 年增速放缓主要是由于公司启动建设宝山数据中心二期项目以及张北数据中心项目所致。公司 2016 年、2017 年净利润增速为 8.44%和 46.87%，变动较大，主要系宝山数据中心二期上电进程加快及张北数据中心 2A-2 机柜上电投入运营，收入随之增长所致。

图表6. 公司营收变动情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表7. 公司净利润情况（单位：万元）

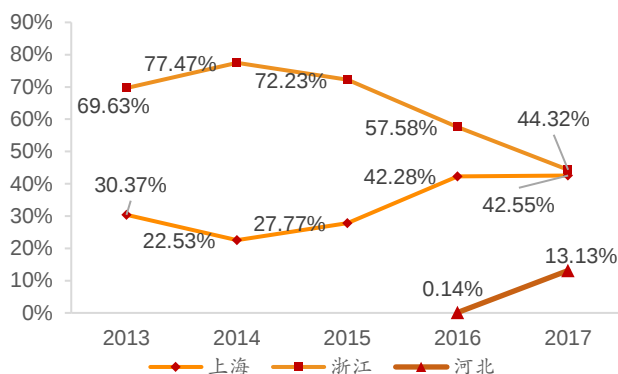


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

公司营业收入也主要来源于上海、浙江以及新投入运营的河北张北三个地区，由于公司客户主要集中在

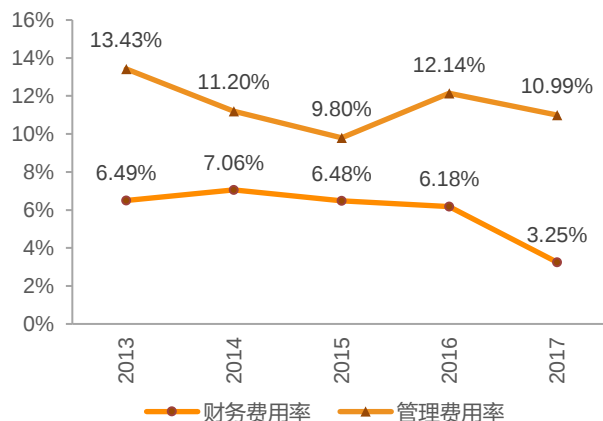
在长三角地区，并且公司超过 70% 的订单来自阿里，河北张北数据中心是公司直接向阿里巴巴提供数据基础设施服务签约建设的，而上海、浙江地区也都有为阿里服务的机柜。

公司三费整体控制能力强，毛利率平均在 40% 左右。销售费用金额较小，源于目前数据中心服务销售工作主要由公司管理层执行，较好地控制了运营成本。公司的市场营销部在实际业务运营中负责联系客户并收款，人员配备较少，其所发生的费用主要为职工薪酬，在 2017 年以前核算时都一并计入了管理费用。2017 年公司才为了拓展业务增加了营销费用，发生销售费用 210.77 万元。

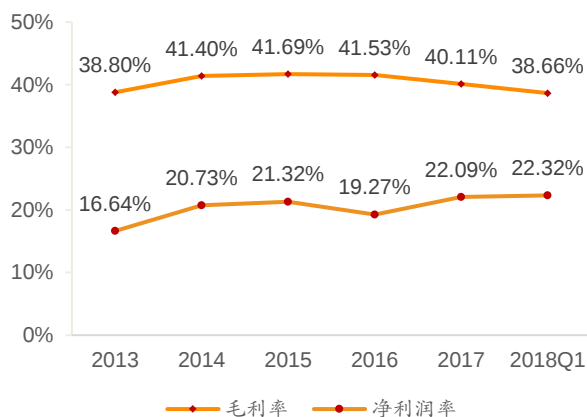
图表8. 公司各地区营收占比情况（单位：亿元）


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

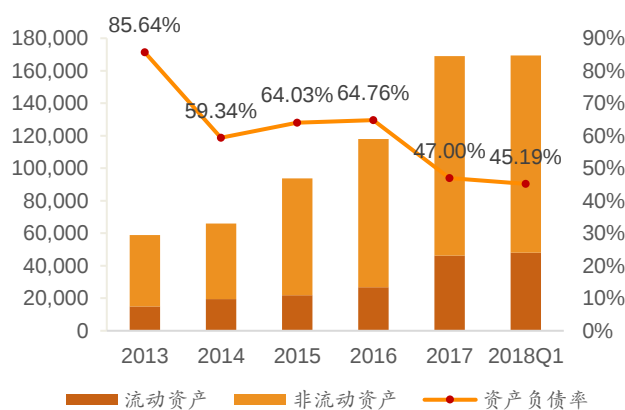
公司正处于扩大规模的阶段，租赁办公等费用相应增加，公司的管理费用环比增长平均在 10% 以上。除此之外，公司为进一步控制能源消耗，降低成本，提升数据中心服务质量，设立了大数据分析的绿色数据中心节能管控平台研发项目。2017 年公司投入费用化研发费用 2323.09 万元，较上年投入费用化研发费用增多 18.49%。财务费用在公司 IPO 募集在资金归还部分借款以及接受政府贴息补助后呈下降趋势。

图表9. 公司三费情况


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表10. 公司毛利率与净利率变动情况


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表11. 公司资产结构及负债率情况


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

在公司上市前，2013-2015 年以光环新网、网宿科技为参照的行业平均资产负债率为 24.96%、18.19%、27.58%，而数据港的资产负债率分别为 85.64%、59.34%和 64.03%，远高于可比上市公司水平。随着公司偿还部分银行借款以及宝山数据中心投入运营产生收入，2017 年公司上市后资产负债率走低，2018 年一季度资产负债率为 45.19%。公司未来仍有其他数据中心的储备项目需要依靠银行贷款解决资金来源问题，未来公司银行借款规模仍将持续扩大。

公司的毛利率处于行业中游，公司所处行业整体毛利率处于 30%-40% 左右水平，公司近五年毛利率平均在 40.37%。2016 年因为 536 数据中心未续约成功处于闲置状态，公司毛利率略有下滑。公司近五年平均净利率在 20% 左右，张北 2A-2 数据中心与萧山大数据运维服务平台建成投入使用使得服务收入增加，

2017 年以来有所提升，但考虑相应电力为主的运维成本增加以及固定资产折旧等因素，公司净利润率变动较为平稳。

1.3 公司战略：加强国内区域战略布局，拓展运营商合作伙伴

公司上市后，总共募集 3.71 亿元资金，分别投入宝山数据中心建设，公司技术研发中心开发用途以及偿还部分银行贷款缓解债务压力。宝山数据中心依然处在建设期内。公司近年投入的技术研发集中于以下三个方面：数据中心绿色节能技术应用与研究、软件定义数据中心系统的研究与开发、数据中心基础设施自动管理系统的研究与开发。技术研发支出 2016 年、2017 年就分别投入了 1960.57 万元，2323.10 万元。

图表12. 公司 IPO 上市募投项目情况

序号	项目名称	实施主体	项目投资总额(万元)	募集资金投入额(万元)	占比
1	宝山数据中心	长江口数据港	34249	30000	80.86%
2	技术研发中心	数据港	4913	1000	2.70%
3	偿还银行贷款	-	30000	6102	16.44%
合计		-	69162	37102	100%

资料来源：招股说明书、广证恒生

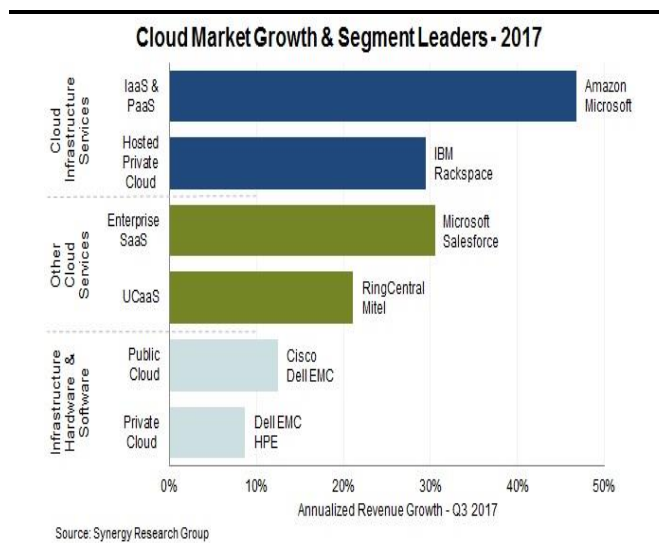
- **立足华东区域，拓展全国批发型数据中心服务业务，并拓展中国电信以外的基础电信运营商合作伙伴。**进一步加强区域布局，突破现阶段业务区域瓶颈，密切关注华东、华南、华北三大区域市场产业政策变化及业务发展动向。
- **围绕数据中心全生命周期完善公司产品线，重点拓展数据中心规划设计、运营外包、软件及技术服务等轻资产服务。**公司立足云计算、大数据产业带来的发展机遇，逐步拓展云生态产业链，由单纯的云数据中心服务商逐渐向云生态综合服务提供商转变，由提供基础设施运维单模块服务逐渐向提供解决方案、物理环境、集约管理等综合服务转变。此外在稳固传统数据中心服务业务的基础上，通过总结过去几年零售型数据中心销售的经验，在经济发达地区为传统企业客户、金融客户提供零售型数据中心服务，并提供各类相关增值服务。今年 3 月数据港中标常山云计算数据中心一期工程项目，中标金额约人民币 3 亿元，此次常山云数据中心项目将突破传统业务模式，拟提供云数据中心解决方案业务，且为首次单独承接数据中心解决方案业务。
- **加强现有客户粘性，加深战略合作关系。**公司正不断推动与客户的运营管理监控平台深度对接，将公司现有数据中心运维服务体系与客户的数据中心运营管理体系深度融合。今年 5 月份数据港收到了阿里巴巴关于在国内合建 ZH13、GH13、JN13、NW13、HB41 五个数据中心的需求意向函，服务期限为 10 年。

2. 云计算高速增长拉动批发型数据中心需求

2.1 全球数据量指数增长，驱动数据中心需求长期旺盛

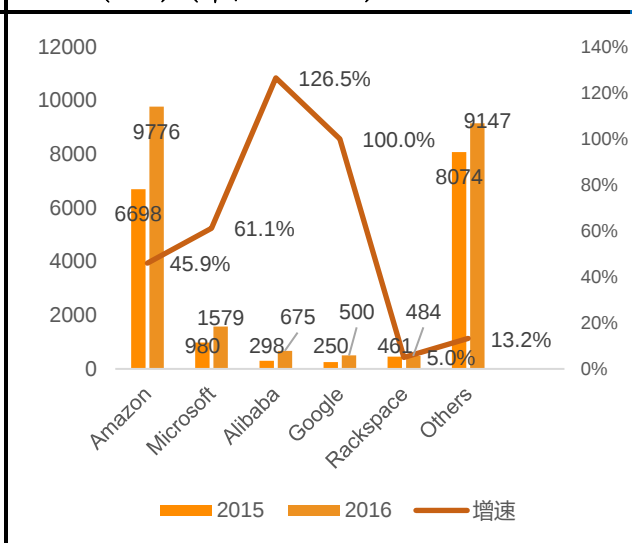
云计算行业进入“黄金时期”，根据 Gartner 发布的技术成熟度曲线，云计算技术 IaaS 和 SaaS 技术均已相对成熟，全球开始进入爆发式增长阶段。北美作为全球发展最快的地区，AWS 2017Q4 营收超过 51 亿美元，同比增长 44.6%，2017 年营收 175 亿美元，同比增长 79%；微软 2017Q4 营收超过 53 亿美元，Azure 业务在 2017 年 Q4 同比增长 98%，Azure 在 2017 年全年营收达到 186 亿美元。Google Cloud 2017 年的总收入预计为 30 亿美元，阿里云 2017 年 Q4 云收入为 5.53 亿美元，同比增长 104%。

图表13. 2017 年云服务和基础设施市场增速情况



资料来源：Synergy Research Group、广证恒生

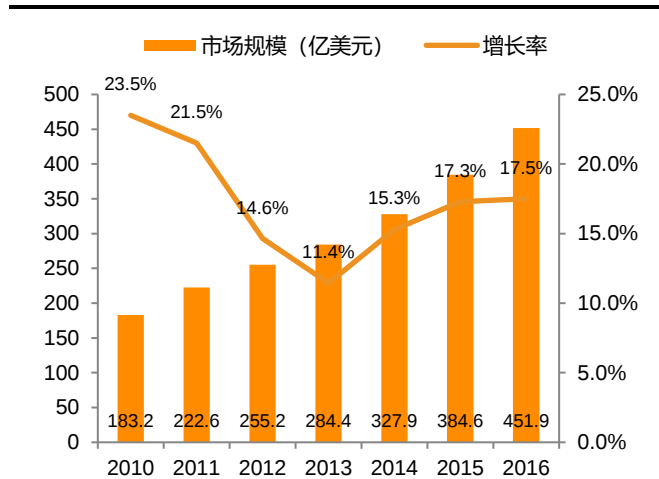
图表14. 2016 年全球公有云企业业绩增长情况 (IaaS) (单位: Million)



资料来源：Gartner、广证恒生

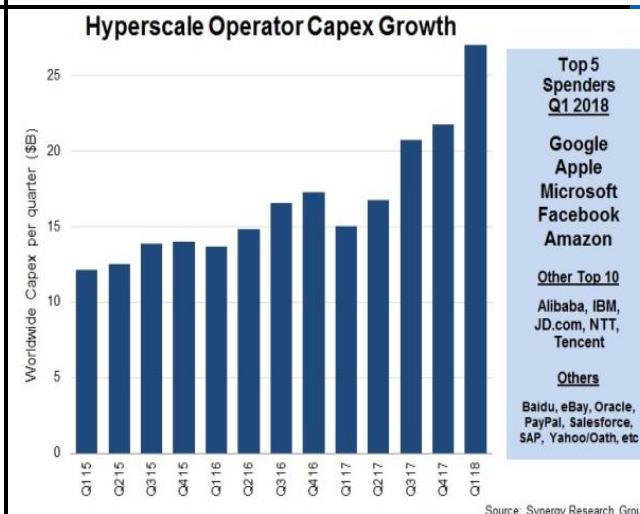
受益于云计算行业大规模增长带来的对数据量计算、存储需求，全球 IDC 行业维持高速增长，并主要源于互联网企业拓展需求。2016 年全球 IDC 整体市场规模达到 451.9 亿美元，增速为 17.5%。受益于云计算行业大规模增长，2017 年美国数据中心建设资金规模创下新纪录，据房地产 CBRE 的最新数据显示，美国数据中心 2017 投资超 200 亿美元，超越三年的总和。

图表15. 全球 IDC 市场规模历年增速与预测



资料来源：中国 IDC 圈、广证恒生

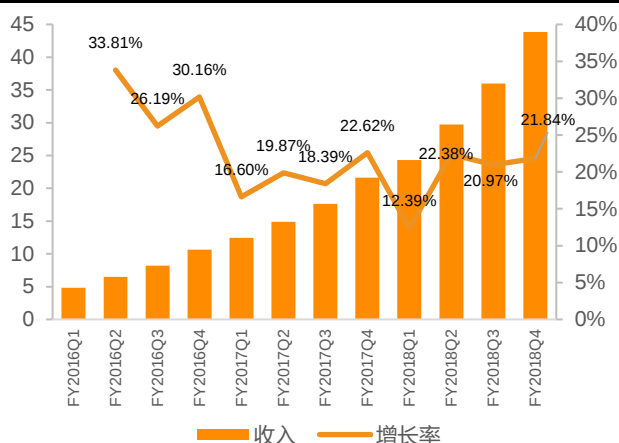
图表16. 超大规模互联网内容提供商资本支出



资料来源：Synergy Research Group、广证恒生

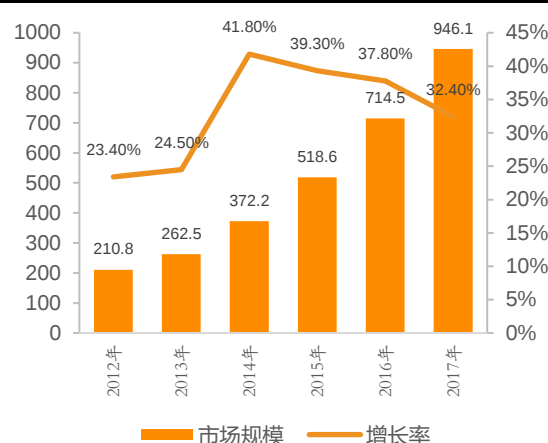
2018Q1 全球超大规模 ICP 资本支出超预期，同增 80%至 270 亿美元。排名前五位的总是谷歌、微软、亚马逊、苹果和脸书，它们占据了超大规模互联网内容提供商总资本支出的 70%以上。大部分资本支出是用于新建和扩建大型数据中心，目前这些数据中心的数量已经超过 420 个。在前五大之外，第一季度其他领先的超大规模支出者还包括阿里巴巴、IBM、京东、NTT 和腾讯；而前十名以外的则包括百度、eBay、甲骨文、PayPal、Salesforce、SAP、雅虎日本和雅虎/Oath。

图表17. 阿里云季度营收情况



资料来源: WIND、广证恒生

图表18. 中国 IDC 市场规模历年增速与预测

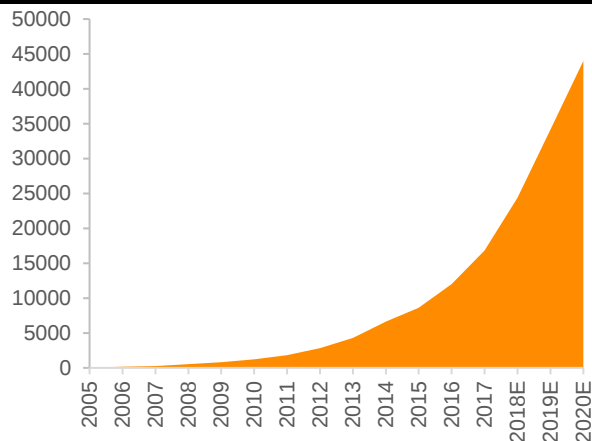


资料来源: 中国 IDC 圈、广证恒生

国内云计算行业刚刚起步但成长强劲, 2017 年上半年中国公有云 IaaS 市场同比增长近 7 成。2017 年上半年国内公有云 IaaS 市场整体规模超过 10 亿美元, 同比去年增长近七成。阿里云在 2018 财年 (2017 年 4 月至 2018 年 3 月底) 营收达 133.9 亿元, 季度营收连续 12 个季度保持规模翻番。腾讯云位居第二, 营收约 45 亿元左右; 金山云位居第三, 营收 13.33 亿元; Ucloud 营收 5774 万美元, 排名第五。

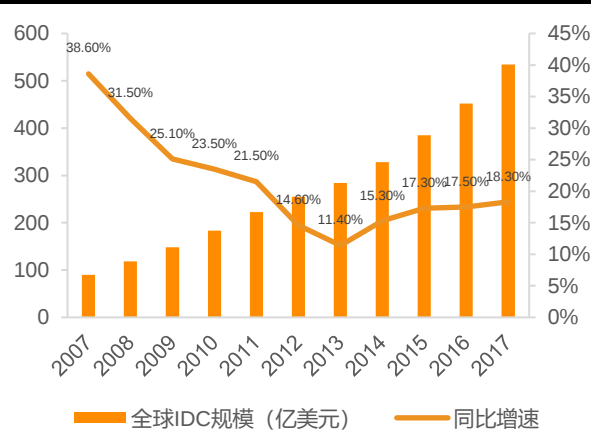
BAT 数据中心服务器总和不及亚马逊一半, 中国 IDC 市场继续保持高速增长。2017 年中国 IDC 市场继续保持高速增长, 市场总规模为 946 亿元人民币, 同比增长 32.4%。数据中心的数量是衡量科技公司提供云计算服务能力的重要指标之一, 腾讯是中国拥有服务器数量最多的公司, 但腾讯数据中心的服务器规模也仅有 50 多万台, 而亚马逊的数据中心有接近 300 万台的服务器, 微软也有 200 万台, BAT 数据中心总和不及亚马逊一半。据 IDC 预测, 移动互联网、视频、网络游戏、物联网、AI 等持续驱动对 IDC 基础设施的需求, 预计未来三年中国 IDC 市场规模将持续上升, 预计 2019 年将接近 1900 亿。

图表19. 全球数据量增长情况(单位: EB)



资料来源: IDC、广证恒生

图表20. 全球数据中心增长情况



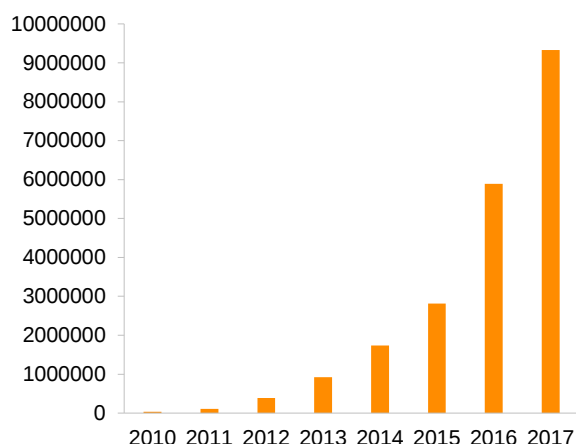
资料来源: 中国 IDC 圈、广证恒生

全球数据量指数增长与数据中心供给线性增长之间的不匹配, 推动数据中心需求与价值提升。据 IDC 预测, 2013-2020 年全球数据总量的年复合增长率将达到 40%, 2020 年全球数据总量将达到 44ZB, 我国数据量将达到 8060EB, 约占全球数据总量的五分之一。云计算已经成为各行各业的“水电煤”, 成为“互联网+”的基础设施, 而数据中心则是云服务背后的刚性保障, 也是衡量科技公司提供云计算服务能力的重要指标之一。近些年来数据中心扩张速度受资金、场地、技术等客观因素增速放缓, 明显难及数据量指数性增长需求, 数据中心未来势必继续水平扩张规模。从行业上说, 未来 5-10 年数据中心需求仍将旺盛, 数据中心托管服务市场将保持快速增长。

2.2 应用推动流量飙升，运营商竞争加剧，第三方 IDC 迎良机

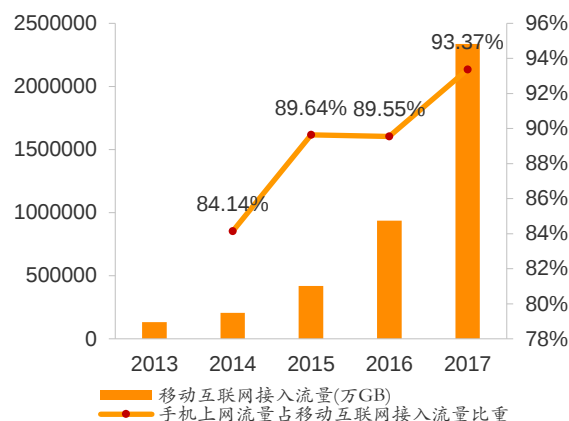
内容应用日益丰富，数据流量翻倍增长。随着视频直播点播、互动直播、社交、电商等在内的应用成为主流应用，以及物联网的普及，这些流量入口成为流量持续爆发式增长的主要贡献方。2017 年移动互联网流量接入为 2335961.5 万 GB，较 2016 年增长了 140.42%。智能手机的普及使得手机上网流量占比提升至 93.37%，2017 年智能手机移动数据流量与 2013 年 4G 时代开启之时相比翻了 7.57 倍。目前来看物联网终端流量成长还需时日，长期内手机平板等智能终端依然是流量增长的主力。

图表21. 智能手机移动数据流量 (单位: TB)



资料来源: 工信部、广证恒生

图表22. 移动互联网流量接入情况

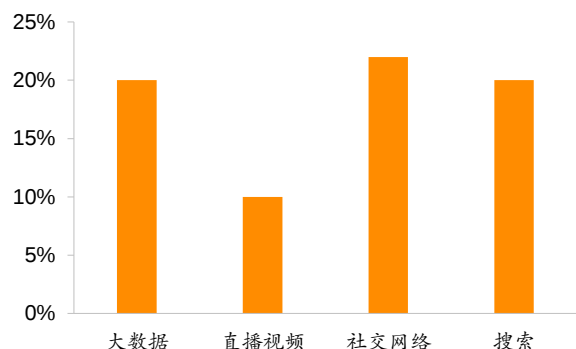


资料来源: 工信部、广证恒生

云应用推动流量增长的同时，对数据中心等基础设施提出更高要求。据 Cisco 预测到 2021 年全球云数据中心流量将升至 19.5ZB，较 2016 年增长 3.3 倍，直播视频、社交网络、搜索将分别占到数据中心内总流量的 10%、22% 和 20%。而经典的摩尔定律已经接近失效极限，单位面积的存储密度和计算能力，不能够满足海量增长的需求，数据中心向云化升级过程中，内部网络也不断快速更新以适应庞大的数据流。

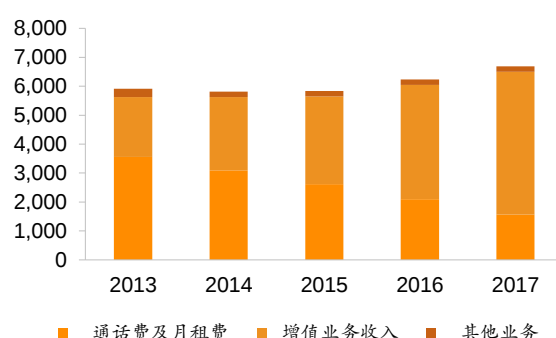
“提速降费”政策再发力，运营商流量竞争日趋激烈。2018 年的政府工作建议中再次提及“加大网络提速降费力度”方面的内容，取消流量“漫游”费与移动网络流量资费年内至少降低 30% 两点使公众切实受益。“提速降费”政策落实以来三大运营商合计让利超千亿元。在全球范围看，不仅漫游费成为过去，语音通话和短信等传统业务也正在逐步向免费进化，全面流量竞争时代不远矣。目前移动流量费收入已经成为运营商主要收入来源，以中国移动为例，其占比由 2013 年的 35.02% 提升至 2017 年的 73.82%。三大运营商不可避免地在流量业务上竞争加剧，纷纷选择与互联网企业联合，如合作推出的“腾讯大王卡”、“蚂蚁宝卡”等实质上已经取消流量漫游费而分享互联网经济红利。

图表23. 数据中心内流量占比情况



资料来源: Cisco、广证恒生

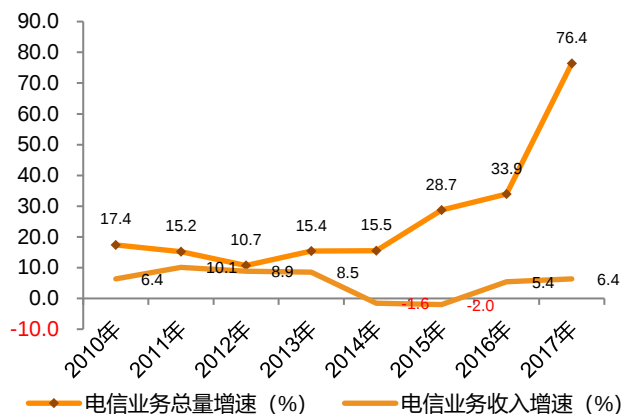
图表24. 中国移动收入构成情况



资料来源: wind、广证恒生

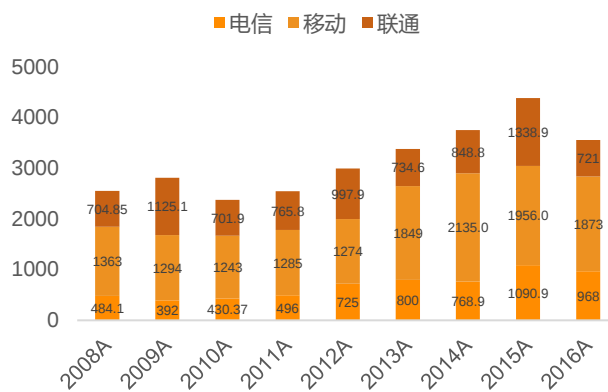
运营商受提速降费影响,资本支出下滑,第三方民营 IDC 迎来发展良机。2017 年电信业务总量达到 27557 亿元(按照 2015 年不变单价计算),比上年增长 76.4%,增幅同比提高 42.5 个百分点。而电信业务收入 12620 亿元,仅比上年增长 6.4%,增速同比提高 1 个百分点。运营商普遍面临着“提速降费”,收入增长乏力情况。2017 年进入 4G 后周期,运营商进一步收缩资本支出,中移动 2017 年资本开支预期为 1760 亿元,同比下降 6%;电信资本开支预期为 890 亿元,同比下降 8.1%;联通资本开支预计为 450 亿元,同比下降 37.6%。而对于 IDC 等重资产行业,运营商投资相对应受到影响,逐步放宽门槛与民营资本进行合作,第三方民营资本迎来发展良机。

图表25. 2010-2017 年 11 月电信业务总量与业务收入增长情况



资料来源:工信部、广证恒生

图表26. 运营商资本开支 (单位: 亿元)

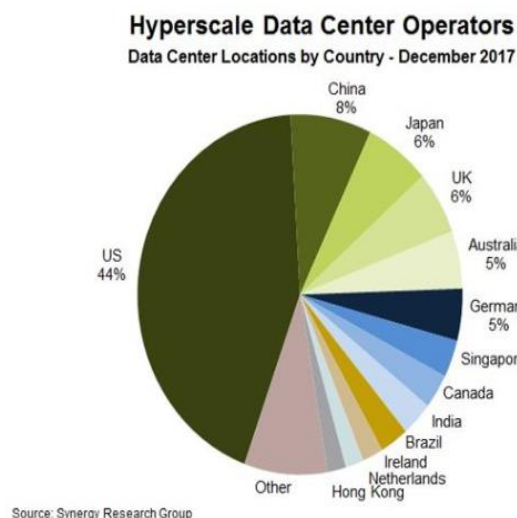


资料来源:中国 IDC 圈、广证恒生

2.3 互联网企业的规模集中化需求催生批量定制化趋势

云计算驱动的超级数据中心成为数据中心发展的主要形式。随着网络内容的视频化以及移动互联网的快速发展,全球数字内容海量存储、处理需求以及容灾备份需求大幅提升,具备规模优势的超级数据中心迈上新的发展台阶。全球超大规模数据中心份额将在 2020 年接近一半,绝大多数超大规模数据中心仍位于美国,占比 44%,中国位居第二但仅占 8%。2017 年全球范围内的超大规模数据中心已经达到 386 个,比一年前的 300 个增加了 86 个。2017 年底在建的项目就有 69 个,但绝大多数超大规模数据中心仍位于美国,占比 44%遥遥领先全球其他国家和地区。中国位居第二,占 8%。其次是日本和英国,分别占 6%。

图表27. 全球超级数据中心数量占比



资料来源: Synergy Research Group、广证恒生

图表28. 2015-2020 年全球超级数据中心占比

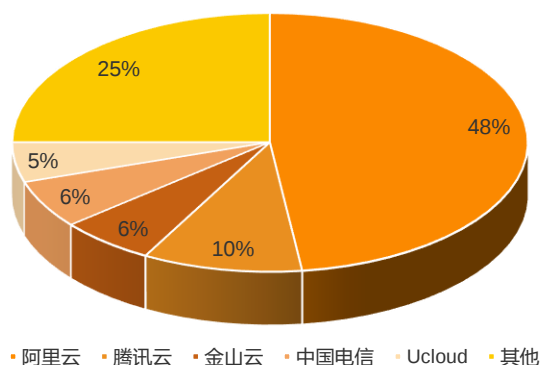


资料来源: Cisco、广证恒生

据 Cisco 预测，到 2021 年，超大规模数据中心的份额将从数据中心服务器的 27% 上升到 53%，而且超大规模数据中心的数量将从 2016 年的 338 个增长到 2021 年的 628 个。到 2021 年，他们将占有所有数据中心处理能力的 69%，所有数据的 65%，以及所有数据中心流量的 55%。近年来，国际领先云服务提供商 AWS、Azure 和 Google 纷纷在世界各地战略部署超级数据中心，国内的云计算龙头企业阿里云和腾讯云也开始布局海外数据中心，在渗透国内市场的同时争取国际市场份额。

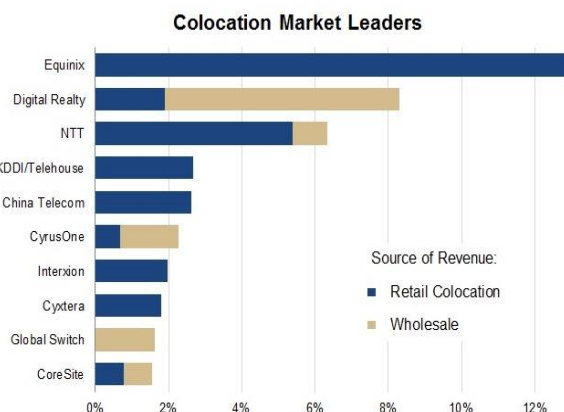
云计算行业加速集中进程中，阿里占据绝对高位。阿里云在国内云计算市场份额高达 48%，其余腾讯云占 10%，金山云、中国电信各占 6%，整个国内市场呈现“一超多强”局面。阿里云实现连续 12 个季度的高速增长，2018 年一季度实现营收 44 亿元。

图表29. 2017 年公有云市场份额



资料来源：IDC 圈、广证恒生

图表30. 全球托管市场份额



资料来源：Synergy Research Group、广证恒生

互联网企业倾向大型、集中式数据中心，第三方 IDC 企业不断通过自建和收购扩大数据中心规模。国内数据中心服务市场主要集中在北京、长三角、珠三角及其他经济发达地区。以上地区无论从基础电信设施，还是从互联网人口、企业客户来看都较为集中，形成了集中的数据中心服务需求。截止到 2017 年 10 月份，全国持有 IDC 牌照的企业达到了 1417 家，第三方 IDC 行业整体格局分散，中小企业较多。与三大运营商相比，国内上市公司机柜体量明显不足，但与运营商相比，第三方数据中心位置优越，定制化服务能力强，更加能满足大型企业的定制化需求，上架率高，同时能够供应电信、联通等多个运营商网络。国内光环新网、鹏博士、万国数据、宝信软件、世纪互联等企业不断通过自建或者收购的方式，扩大其市场规模。

单个数据中心的机柜数量也不断扩增，阿里巴巴、腾讯、百度等大型互联网公司自 2011 年以来业务规划能力大幅提升，技术规划大约都以 1.5 万至 2 万台服务器为一个大型模块，由此换算到数据中心的规模上是至少约 1000 个机柜的数据中心，公司的 536 数据中心就是因其规模已不符合阿里巴巴业务对大型化、集中式数据中心的需求而未能续约，批量定制化服务已成为 IDC 行业重要趋势。

图表31. 国内第三方上市 IDC 企业扩张情况

公司	现有机房规模	未来规划	机房位置	毛利率
光环新网	约 23000 机柜	预计 2018 年太和桥并入后达到 30000 个	北京、上海	52.50%
鹏博士	超过 28000 机柜	预计 2020 年达到 50000 个	北京、上海、广州、武汉	44.93%
万国数据	约 12000 机柜	预计未来建成 30000 机柜	北京、上海、深圳、广州、香港、成都	26.00%
宝之云	13000 机柜	预计 18 年新增 17500 个机柜	上海	
世纪互联	超过 27000 机柜	预计 18 年新增 4000-5000 机柜	北上广等 80 多个城市	21.00%
美利云		云创机房建成后预计达到 19700 机	宁夏	

		柜		
科华恒盛	约 10000 机柜	预计 2018 年达到 13600 机柜，未来预计达到 17000 机柜	北京、上海、广州、成都	30.84%
数据港	7017 机柜		上海、杭州、张家口	41.93%
华星创业	约 10000 机柜		北京、上海、广州	30.17%
高升控股	约 8034 机柜			32.90%
浙大网新	约 10000 机柜	约 1 万个 4.5KW 机柜，容纳 16 万台服务器	上海、杭州	
奥飞数据	约 1500 机柜	两个新机房建成后将新增可用机柜 3,500 个左右，数量将接近 5,000 个	广州、深圳	34%

资料来源：WIND、广证恒生

3. 公司收获阿里大订单，业绩增长无虞

3.1 定位清晰：深耕批发型数据中心领域

批发型数据中心在与零售型数据中心的竞争中将逐步扩大市场份额。根据 Synergy Research Group 的统计，2014 年全球数据中心市场中零售型数据中心服务收入占 80%，批发型数据中心服务收入占 20%，但批发型数据中心市场增速高于零售型数据中心市场，这个比重还在上升，随着产业结构的优化，大型互联网企业的持续快速发展导致市场需求向批发型数据中心倾斜。因为虚拟化、云计算的蓬勃发展促使越来越多的中小客户会将部分自建或租赁小面积机房的需求转移到云端。批发型数据中心相较零售型而言，客户稳定，租用价格偏低，且定制化服务可以更好地满足客户灵活性需求。

图表32. 批发型数据中心与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	按单位年计算	长期合同，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)
启用到租满时间	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	无灵活性	好
TCO	高	低

资料来源：公司招股说明书

公司多年来一直专注批发型数据中心业务，现共运营着 12 个自建批发型数据中心。公司从创立到上市，只用了七年时间就打开了批发型数据中心市场，并成为该细分领域龙头。主要通过自建大型数据中心，并与基础电信运营商建立合作关系的方式向最终用户提供数据中心服务，提供的数据中心通常按机房模块单元出租，比如单个机房模块，多个机房模块，乃至整个数据中心。

公司通过租赁物业的方式减少建设周期，过半物业自关联方租赁。公司成立时间较短，而 IDC 市场高速增长良机使得公司没有人力、物力与时间成本自行建造物业，所以发展初期公司多数物业自控股关联方租赁，另一方面也节约了项目建设周期，也减少了大笔资本支出回收期的不确定性。公司扩张步伐才如此快速。公司实力不断增强，开始进入自行投资建设数据中心阶段。张北数据中心是公司与合作的大规模数据中心项目，公司自行买地建造对于客户来说减少了投入成本。2018 年 5 月对外公布的北京房山项目预计总投资额约 6.89 亿元。该项目拟由公司控股子公司云创互通作为项目公司，购买园区内 E07 地块并建设数据中心，同时负责该项目建设及运营管理。公司占云创互通 60% 股权，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。

图表33. 公司投资运营的数据中心租赁物业情况

数据中心	终端用户	地点	承租方	出租方	到期期限
219-1	零售	上海	数据港	市北发展	2025.12.31
185-5	百度	杭州	瀚融信息	浙江嘉仕机械有限公司	2019.1.31
185-7	百度	杭州	瀚融信息	浙江嘉仕机械有限公司	2019.1.31
628	阿里/网易/平安	杭州	数港科技	杭州蓝天塑钢门窗有限公司	2027.4.30
217	腾讯	上海	数据港	市北发展	2025.12.31
223-1	腾讯	上海	数据港	市北发展	2025.12.31
223-3	腾讯	上海	数据港	市北发展	2025.12.31
69-2	阿里	上海	长江口数据港	上海耀晟投资管理有限公司	2031.8.31
69-3	阿里	上海	长江口数据港	上海耀晟投资管理有限公司	2031.8.32
西石数据中心		杭州	西石科技	浙江申新包装实业有限公司	2033.6.22
深圳宝龙创益机房项目		深圳	数据港	深圳市龙岗区宝龙七路创益产业园	——

资料来源：公司公告，广证恒生

图表34. 公司投资运营的数据中心持有物业情况

数据中心	终端用户	地点	所有权人	物业情况
219-3	腾讯	上海	数据港	拥有房产
536	坤德科技	杭州	瀚融信息	拥有房产
张北数据中心	阿里	河北	张北数据港	拥有产权，自建
北京房山项目	——	北京	云创互通	通过购买中国北京中粮农业生态谷园区内 E07 地块自建

资料来源：公司公告，广证恒生

公司数据中心运营能力获国际产业界认可，并在数据中心全生命周期管理上掌握多项专利。2012 年 12 月公司荣获全球数据中心产业界知名专业机构 Datacenter Dynamics 颁发的“大型数据中心创新奖”和“数据中心年度特定任务团队奖”两项国际大奖，标志着公司的技术和管理水平已经得到国际产业界的认可。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节省了能耗成本，降低了数据中心 TCO，从而提升了公司的市场竞争力。

对比 Digital Realty 全球最大的批发型数据中心服务商，该数字 REITs 公司 2017 全年实现营业收入合计 160.61 亿元，是同年公司主营收入的 30 倍。该公司于 2015 年 10 月 9 日收购了美国领先的数据中心托管及云解决方案提供商 Telx 以补充现有的业务，2017 年 9 月 14 日对 DuPont Fabros Technology 合并收购，新增 15 个数据中心拓展了在美国顶级都市区的覆盖范围。截止 2017 年底公司投资了 205 个数据中心（44 个收

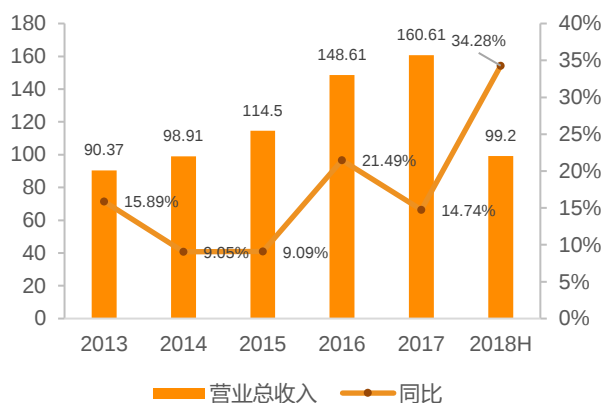
购), 分布在北美洲、欧洲、澳洲和亚洲的 12 个国家的 33 个都市圈, 共计 3210 万平方英尺, 其中包括正在开发的约 270 万平方英尺的数据中心项目, 已持有尚待开发的约 170 万平方英尺, 签约率约 90.2%。公司服务的国际客户横跨多个行业, 包括信息技术、互联网、制造业和金融业等等, **客户集中度相对较低**, 最大的客户 IBM 占 2017 年总租金收入的约 6.5%, 其他单一客户未超过 6.2%。在 Digital Realty Trust 的成本分布中, 电力占比约 40%, 较国内普遍 60% 的电力成本耗能低, 数据中心运作效率更高。

图表35. Digital Realty Trust 成本分布



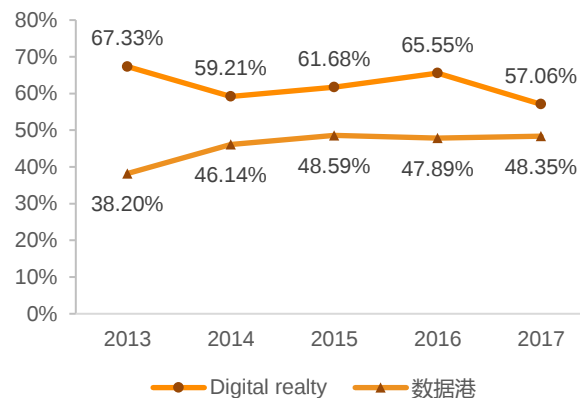
资料来源: Digital Realty、广证恒生

图表36. Digital Realty 营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、广证恒生

图表37. EBITDA margin 对比



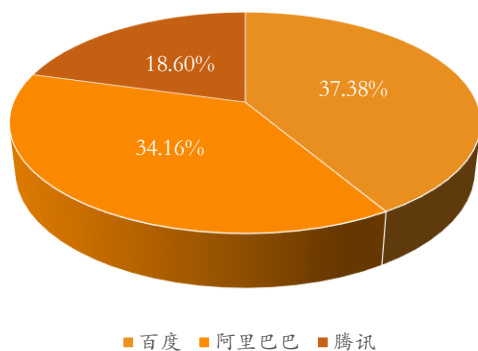
资料来源: wind、广证恒生

我们用 EBITDA 利润率来比较中外两家公司发现从主营产生现金流能力来看公司与 Digital Realty 的差距并不是很大并正呈缩小态势。并且 Digital Realty 不断收购对手已经进入到行业整合阶段, 国内 IDC 行业还处于以新建为主的粗犷发展阶段, 不同的发展阶段决定了公司还有巨大的成长空间。

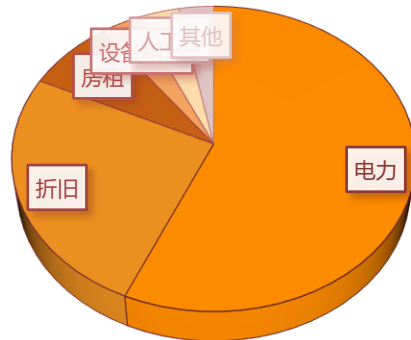
3.2 国资背景实力雄厚, 与互联网巨头合作紧密

公司实际控制人为静安区国资委, 资源、资金实力雄厚。IDC 行业属于资本密集型行业, 数据中心前期投资中工程基建、设备采购等均需要大量资金。美国因为金融业发达, 部分 IDC 企业选择进行资产证券化降低财务压力, 国内企业还是选择自筹、银行借贷的方式。若 IDC 企业有充足的资源则在新建数据中心时的物业、电力、带宽选择上有便利。

2016 年百度订单占公司总营收的 37.38%，阿里巴巴占公司总营收的 34.16%，腾讯占总营收的 18.6%，BAT 总计占营收的 90.14%。2017 年，公司连续获得 HB33 项目及其增项，最终用户均为阿里巴巴，并且所有数据中心客户合同服务等级承诺(SLA)达成率 100%，部分数据中心 2017 年连续三个季度在阿里巴巴全国数据中心排名第一。

图表38. 2016 年上半年 BAT 占公司收入份额


资料来源：公司公告、广证恒生

图表39. 2016 年上半年营业成本构成


资料来源：公司公告、广证恒生

与 BAT 合作紧密，绑定真实需求方。腾讯、百度、阿里巴巴这样的互联网公司的大型数据中心的真实需求者，只有和大型互联网公司绑定的供给，才是有效的、稳定的、长久的。数据中心服务商能够在市场中取得立足之地，并实现持续发展，与其对品牌和声誉的打造密不可分。公司运营投产的 12 个批发型数据中心除 536 外全部为互联网巨头服务，这种长久的合作长期就形成了后进入者的品牌壁垒。由于基础硬件建设需要大量资金投入，加之长期磨合形成的服务粘度将降低租用方更换的可能性，替代成本较高，因此这种合作关系一旦建立，会为公司带来稳定持续的收益和广泛的品牌宣传效应。

公司的成本优势具备竞争力，对接互联网企业降低能耗的需要。数据中心整体拥有成本 (TCO) 分为固定资产支出(CAPEX)和运营支出(OPEX)两部分。固定资产折旧在整体成本中占据较大的比例，通常占 20% 以上。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 2017 年平均 PUE 达到 1.4，已达到发达国家平均水平。竞争对手宝信软件平均 PUE 为 1.5。此外，机柜的闲置也是数据中心运营的一种隐性成本，公司通过在合同中约定闲置机柜的计价方式，确保了上电机柜的利用率，降低了机柜闲置对数据中心经营业绩的压力。

3.3 新增阿里大订单，区域扩张战略稳步推进

携手阿里探索利用风能和太阳能等清洁能源运行大规模数据中心。数据中心内部设备复杂，散热量大，为了保障制冷要求数据中心的电力成本中 40% 来自空调功耗。2014 年 7 月北京市政府发布《北京市新增产业的禁止和限制目录(2014 年版)》，禁止“新建和扩建数据中心(PUE 值在 1.5 以下的数据中心除外)”。阿里巴巴在中国互联网企业中率先对标谷歌、Facebook、苹果等全球互联网领先企业，开始探索利用风能和太阳能等清洁能源运行大规模数据中心，公司与阿里战略合作建设的张北数据中心就是有益的探索。

图表40. 阿里数据中心投资情况

公司	时间	地点	名称	建设规模面积	服务器数量	投资额
阿里云	2018 年 6 月部分投入运营	张家口市张北县	云联阿里庙滩数据中心	200 亩	10 万台	60 亿元
			数据港小二台数据中心	200 亩	10 万台	60 亿元
			阿里中都草原数据中心	——	10 万台	60 亿元
	2017 年签约落户	江苏南通		450 亩	30 万台	180 亿元
	2018 年 5 月开工	呼和浩特	乌兰察布市察哈尔工业园区	200 亩	30 万台	百亿元以上



		集宁现代物流园	200 亩		
		察右前旗	200 亩		

资料来源：公开资料、广证恒生

阿里巴巴北方云基地项目计划在张北县投资 180 亿元，占地近 1000 亩，建设规模 30 万台服务器，建设布局上采用“一点三中心”，即一个阿里示范展示点，张北云联数据中心、数据港张北数据中心、中都草原数据中心这三个相互备份的数据中心。数据中心基于绿色能源运转，建筑外表覆盖太阳能电板，同时采用自然风冷和自然水冷系统。张北地区已承接京津冀大数据走廊的数据中心服务职能，不仅离北京较近，而且风力强劲，年平均气温不到 3 摄氏度，这样天然的散热场能够使数据中心的制冷能耗降低 45%。

图表41. 公司新增订单情况

序号	时间	合作方	机柜数	订单情况
1	2017年8月	杭州电信	1430个8KW	预计服务有效期为6年，合同服务期限内预计数据中心服务费总金额约为8.23亿元
2	2017年8月	阿里巴巴		HB33项目在原投资规模不变的基础上增加投资规模，合同金额10年14亿，2018年12月前部分交付
3	2018年3月	常山北明科技		常山云数据中心项目一期工程项目，中标金额约3亿元。公司提供云数据中心解决方案业务，且为首次单独承接数据中心解决方案业务。
4	2018年5月	广东联通	2250个8KW	深圳宝龙创意机房项目，双方拟合作建设数据中心，并由数据港设计规划、投资建设及运营管理该数据中心，同时负责提供云数据中心托管服务，服务期限15年，预计前8年服务费总金额约15.58亿元。
5	2018年5月	阿里巴巴		根据客户需求在国内合建ZH13、GH13、JN13、NW13、HB41数据中心，自开工之日起18个月内交付，预计合同金额10年，82.8亿
6	2018年	云创互通项目	3200个5KW	

资料来源：公司公告、广证恒生

阿里巴巴业务高速增长，公司进一步加强与其战略合作关系，业绩增长保障无虞。公司目前有 5 个数据中心为阿里巴巴服务，不包括在建未投入运营的，随着阿里巴巴对于定制型批发数据中心的需求快速增长，2018 年 5 月阿里巴巴再次向公司发出需求函，意向与公司在国内合作建设 ZH13、GH13、JN13、NW13、HB41 数据中心。目前双方尚未明确主要运营成本中的电力服务费结算方式，根据电力服务费缴纳方式的不同，服务结算方式分为以下两种模式：1) 项目运营成本中的电力服务费由客户直接向供电部门缴纳，数据中心服务费总金额约为 40.44 亿元。2) 项目运营成本中的电力服务费由公司直接向供电部门缴纳，数据中心服务费总金额约为 82.80 亿元。由于电力服务费以实际发生的成本结算收入，故两种服务模式后期产生的业务利润数无甚差异。该笔订单不仅将给公司带来可观业绩，而且将进一步立足云计算、大数据产业带来的发展机遇，加深与阿里的战略合作。

图表42. 阿里数据中心投资情况

序号	项目名称	预计总投资	自有资金	运营模式	预计内部收益率
1	ZH13	54720	16416	项目公司建设及运营管理	10.6
2	GH13	25481	7644		10.3
3	JN13	54720	16416		10.5
4	NW13	25481	7644		10.3
5	HB41	25481	7644		10.3

资料来源：公开资料、广证恒生

公司接连收获大订单，全国区域布局战略推进有序。1) 今年 3 月中标的常山云数据中心项目是公司首次单独承接数据中心解决方案业务，标志着传统业务升级，由提供基础设施运维单模块服务逐渐向提供解决方案、物理环境、集约管理等综合服务转变。2) 与广东联通合作建设的深圳宝龙创意机房项目为公司首次在深圳承接数据中心业务，完工后将进一步扩大公司业务范围，突破现有业务区域集中的瓶颈，为公司后续在华南地区的持续发展奠定良好的基础。**将有益公司增强与联通运营商的战略合作关系，为后续业务合作垫底基础。**3) 北京房山中粮云创互通项目计划由公司控股子公司云创互通运作，项目顺利实施将在 BATJ 等大型互联网公司对于一线城市资源保持旺盛需求的背景下，为公司拓展北京地区客户作支持。

4. 盈利预测与估值

截至 2017 年末，公司共运营 13 个自建数据中心，共部署 8,600 个机柜，96,038 台服务器。2018 年公司新增杭州萧山数据中心 1430 个 8KW 机柜，2018 年 8 月与深圳联通合作的宝龙机房一期将开始投入使用，二期将于 2019 年 5 月建成使用。2019 年与阿里合作的 HB33 项目将完工开始交付使用，2019-2020 与阿里合作的其他五大数据中心将陆续投入使用。同时，拟由下属子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，项目预计总投资约为 6.89 亿元。上述项目成功建设后，将有利于扩大公司业务区域布局，实现公司区域战略布局的有效落地，并为公司后续在华南及北京地区的业务拓展奠定扎实的基础。

图表43. 公司营业收入预测及假设

营业收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
IDC 收入 (万元)	327.42	402.13	510.40	647.45	904.70	1293.12
增速		22.82%	26.92%	26.85%	39.73%	42.93%
项目收入				265.00	318.00	381.60
增速					20.00%	20.00%
代运营 IDC				15.00	30.00	48.00
增速					100.00%	60.00%
合计	338.37	405.97	520.23	912.45	1222.70	1674.72
合计增速		19.98%	28.14%	75.39%	34.00%	36.97%

资料来源：广证恒生

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 9.27 亿元/18.76 亿元/21.30 亿元，净利润分别为 1.42 亿元/1.9 亿元/2.78 亿元，净利润增长率分别为 23%/34%/46%，EV/EBITDA 分别为 18/14/10。我们给予公司 19 年 EV/EBITDA 合理 19 倍，对应股价 35，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

- 新增 IDC 机柜出租不及预期
- 与阿里合作不及预期
- 云计算发展不及预期



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	463	756	1148	1711	营业收入	520	927	1253	1723
现金	311	520	827	1251	营业成本	312	627	861	1174
应收账款	134	203	277	401	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	7	13	17	24	营业费用	2	4	5	7
预付账款	8	17	24	32	管理费用	57	107	141	197
存货	0	0	0	0	财务费用	17	19	19	13
其他	3	3	3	3	资产减值损失	0	0	0	-0
非流动资产	1226	1132	1092	1001	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	800	838	847	825	营业利润	134	169	225	330
无形资产	8	10	13	16	营业外收入	1	1	1	1
其他	419	284	232	160	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1689	1888	2240	2712	利润总额	135	170	226	331
流动负债	458	527	689	911	所得税	20	28	35	53
短期借款	0	79	70	50	净利润	115	142	190	278
应付账款	272	294	458	688	少数股东损益	0	0	0	0
其他	186	154	161	173	归属母公司净利润	115	142	190	278
非流动负债	336	359	381	382	EBITDA	245	304	374	476
长期借款	297	325	346	346	EPS（摊薄）	0.55	0.68	0.90	1.32
其他	39	35	35	36					
负债合计	794	887	1070	1293	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	211	211	211	211	成长能力				
资本公积	366	366	366	366	营业收入增长率	28.1%	78.3%	35.1%	37.5%
留存收益	318	425	593	842	营业利润增长率	42.6%	26.0%	33.1%	46.7%
归属母公司股东权益	895	1002	1170	1419	归属于母公司净利润增长率	46.9%	23.7%	34.0%	45.9%
负债和股东权益	1689	1888	2240	2712	获利能力				
					毛利率	40.1%	32.4%	31.3%	31.8%
现金流量表					净利率	22.1%	15.3%	15.2%	16.1%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	17.5%	15.0%	17.5%	21.5%
经营活动现金流	141	271	448	541	ROIC	9.1%	10.3%	12.0%	14.8%
净利润	115	142	190	278	偿债能力				
折旧摊销	100	114	129	132	资产负债率	47.0%	47.0%	47.8%	47.7%
财务费用	17	19	19	13	净负债比率	58.20%	60.12%	51.06%	41.54%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.01	1.43	1.67	1.88
营运资金变动	-92	-29	117	121	速动比率	1.01	1.43	1.67	1.88
其它	2	25	-8	-3	营运能力				
投资活动现金流	-214	-78	-113	-66	总资产周转率	0.36	0.52	0.61	0.70
资本支出	-223	-40	-70	-28	应收账款周转率	4.96	5.50	5.22	5.08
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	1.62	2.21	2.29	2.05
其他	10	-38	-43	-38	每股指标（元）				
筹资活动现金流	207	16	-28	-51	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.68	0.90	1.32
短期借款	-130	79	-10	-20	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.29	2.13	2.57
长期借款	-76	28	21	0	每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.76	5.56	6.74
普通股本增加	53	0	0	0	估值比率				
资本公积金增加	321	0	0	0	P/E	48.37	39.09	29.18	20.00
其他	39	-91	-39	-31	P/B	6.21	5.55	4.75	3.92
现金净增加额	134	209	307	424	EV/EBITDA	10.57	18.35	14.12	10.18



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。