

2018年12月24日

数据港 (603881.SH)

深度分析

锁定高增长红利，被低估的云计算基础设施提供商

投资要点

◆ **批发型 IDC 厂商典范，业务规模稳步扩张：**公司成立以来主营业务为数据中心服务器托管服务，目前定制型数据中心服务为主。随着新机房资源不断投放和上架，公司历年来收入呈现稳定增长趋势，2018 年前三季度，公司实现营业收入约 49,281.21 万元，比上年同期增长 34.78%；实现归属于上市公司股东的净利润约 9,583.21 万元，比上年同期增长 16.65%，公司各项经营指标稳步提升。

◆ **云厂商主导行业需求，获取大客户资源将构筑竞争优势：**在云计算高速发展的大形势下，云厂商纷纷采用自建或租赁数据中心的方式来支撑云计算业务的快速拓展，成为目前数据中心应用的重要下游行业。从供需关系看，尽管一线城市需求旺盛，但供给增量有限，机房资源正向周边及边远地区转移。由于政策鼓励、资源相对充裕，这些地区整体呈供过于求状态，我们认为只有绑定客户实际需求的机房资源才能转换成确定、持续的利润和现金流，因此，客户资源将是厂商重要竞争壁垒。

◆ **深度服务云计算大客户，锁定云计算发展确定性红利：**公司是国内领先的批发型数据中心厂商，成立以来即服务阿里、腾讯等头部互联网公司。目前公司在手订单项目将再现有业务规模基础上带来倍增空间。同时，考虑阿里云在国内云计算市场绝对龙头地位和产业链话语权，公司多年来对其深度服务，1) 培养了与客户的稳定密切的合作关系和高度客户粘性，为未来持续合作奠定基础；2) 由于数据中心的重资产属性，各地土地资源、能耗指标资源的获取是业务扩张的重要门槛，公司与阿里绑定有利于业务加速扩张；3) 公司积累了丰富的数据中心设计规划、建设和运营能力，成本控制、客户响应能力领先。我们认为公司已经构筑了竞争壁垒，未来进一步成长空间可期。

◆ **投资建议：**我们预计公司 2018 年-2020 年主营业务收入为 9.46 亿元、12.53 亿元、18.01 亿元，净利润为 1.66 亿元、2.17 亿元和 2.80 亿元，EPS 为 0.79 元、1.03 元和 1.33 元。我们主要参考同行业公司 EV/EBITDA 及市值机柜比，结合公司绝对估值结果，认为公司作为云计算核心基础设施提供商的价值存在低估，首次覆盖我们给予公司买入-A 评级。

◆ **风险提示：**宏观经济发展不及预期，云计算行业发展不及预期，使得数据中心整体需求增长不及预期；公司新机房建设进度不及预期，或客户上电进度不及预期，都将使得公司业绩增长不及预期；公司承建数据中心工程项目情况不理想，或利润率低于预期，都将使得该项业务业绩贡献不及预期；证券市场系统性风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	406.0	520.2	946.1	1,253.3	1,801.3
同比增长(%)	20.0%	28.1%	81.9%	32.5%	43.7%

计算机 | 系统集成及 IT 咨询 III

投资评级

买入-A(首次)

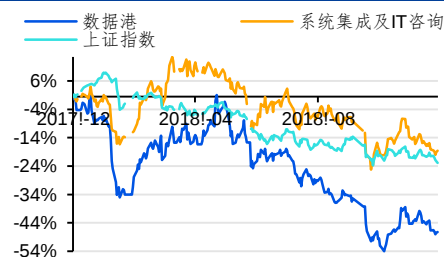
股价(2018-12-21)

25.03 元

交易数据

总市值(百万元)	5,270.98
流通市值(百万元)	3,199.95
总股本(百万股)	210.59
流通股本(百万股)	127.84
12 个月价格区间	21.52/49.89 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.66	-9.98	-26.65
绝对收益	-11.12	-20.03	-50.33

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsc.cn

021-20377068

报告联系人

胡朗

hulang@huajinsc.cn

021-20377062

相关报告

营业利润(百万元)	94.0	134.0	189.7	248.5	320.3
同比增长(%)	9.2%	42.6%	41.6%	31.0%	28.9%
净利润(百万元)	78.2	114.9	165.9	217.1	279.5
同比增长(%)	8.4%	46.9%	44.4%	30.8%	28.8%
每股收益(元)	0.37	0.55	0.79	1.03	1.33
PE	67.5	46.0	31.8	24.3	18.9
PB	12.7	5.9	3.9	2.6	1.5

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、全球数据流量持续高增长，数据中心需求持续旺盛	5
二、批发型 IDC 厂商典范，业务规模稳步扩张	7
（一）历史营收持续增长，机房资源加速扩张	8
（二）盈利能力保持稳健，机柜投产上电节奏影响盈利指标波动	9
（三）经营现金流稳定向上，持续投资扩张驱动业务长期增长	9
三、云厂商主导行业需求，大客户资源构筑竞争壁垒	10
（一）机房资源转移，绑定客户需求才能构筑竞争优势	10
（二）云计算引领行业发展，大客户需求占主导	11
四、公司深度服务云计算大客户，锁定云计算发展确定性红利	12
（一）第三方数据中心厂商增长更具弹性，头部厂商份额有望提升	12
1、国内数据中心市场运营商份额占优，第三方厂商增长更具弹性	13
2、第三方数据中心厂商众多，头部玩家份额有望进一步聚集	13
（二）高增长弹性可期，深度服务大客户锁定云计算发展红利	14
1、规模上升期，公司已跻身行业第一梯队	14
2、多年深度服务大客户，锁定云计算高增长红利	16
3、多方位发展积极布局，贡献增量业绩	17
五、被低估的云计算基础设施提供商，首次覆盖给予公司买入-A 评级	17
六、风险提示	19

图表目录

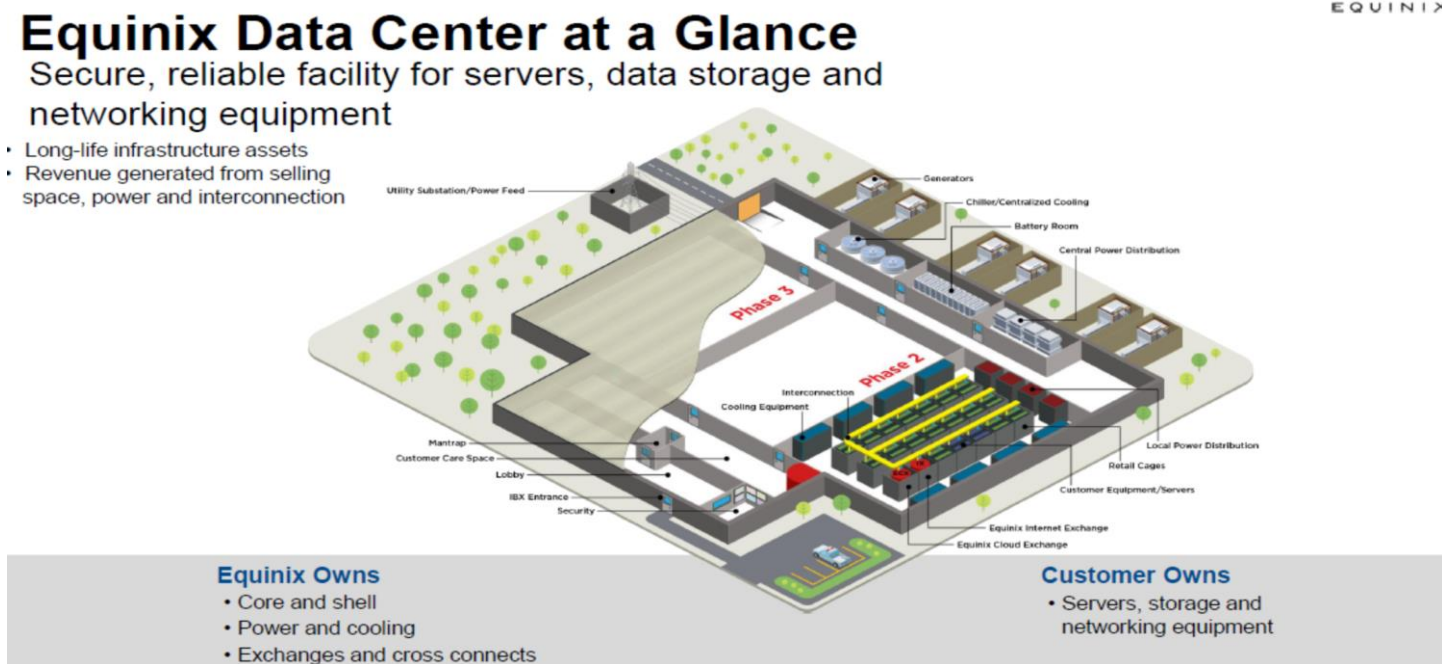
图 1: Equinix 数据中心概览	5
图 2: 数据中心服务范围概览	5
图 3: 2017-2022 年全球 IP 流量预测 (PB/Month)	6
图 4: 2017-2022 年全球移动流量预测 (PB/Month)	6
图 5: 数据中心承载互联网流量超过 99%	6
图 6: 全球及中国 IDC 市场规模及增速	7
图 7: 中国 IDC 市场规模预测	7
图 8: 公司历史业绩增长与机柜投产情况	8
图 9: 公司历年来年度毛利率和净利率变动情况	9
图 10: 2016 年以来公司单季度毛利率及净利率变动情况	9
图 11: 2011 年-2018 年 Q3 公司现金流表现情况	10
图 12: 2018 年各地区数据中心机柜资源需求及供给情况	11
图 13: 全球云计算市场规模预测 (十亿美元)	12
图 14: 中国云计算市场规模预测	12
图 15: 云数据中心流量占主导趋势将持续	12
图 16: 2017 年我国 IDC 服务的下游客户行业构成	12
图 17: 国内 IDC 市场运营商与专业 IDC 厂商份额变化情况	13
图 18: 全球数据中心服务市场份额分布情况	13
图 19: 2016 年数据港公司营业成本构成情况	15
图 20: 2017 年光环新网 IDC 业务营业成本结构	15
图 21: 国内主要 IDC 厂商相关业务收入规模比较	15
图 22: 国内主要 IDC 厂商相关业务毛利率比较	15

图 23: 同行业公司资产负债率对比	16
图 24: 同行业公司财务费用率对比	16
图 25: 国内云计算市场厂商份额	17
图 26: 阿里云季度收入规模	17
表 1: 批发型和零售型 IDC 厂商的对比.....	7
表 2: 公司主要机房资源情况一览	8
表 3: 客户选取数据中心的主要考虑因素	10
表 4: 网络时延因素	11
表 5: 国内主要数据中心厂商信息汇总简表	14
表 6: 阿里合作 ZH13 等 5 个数据中心投资情况	16
表 7: 公司分项业务收入及毛利率预测	18
表 8: 同行业公司估值对比	18
表 9: 公司绝对估值结果 (单位: 亿元)	18
表 10: 绝对估值法主要参数假设依据	19

一、全球数据流量持续高增长，数据中心需求持续旺盛

数据中心是为计算机系统（包括服务器、存储、网络设备等）安全稳定持续运行提供的一个特殊基础设施，一般包括建筑物、电力电气系统、制冷系统、监控系统、安防系统和装修装饰工程。

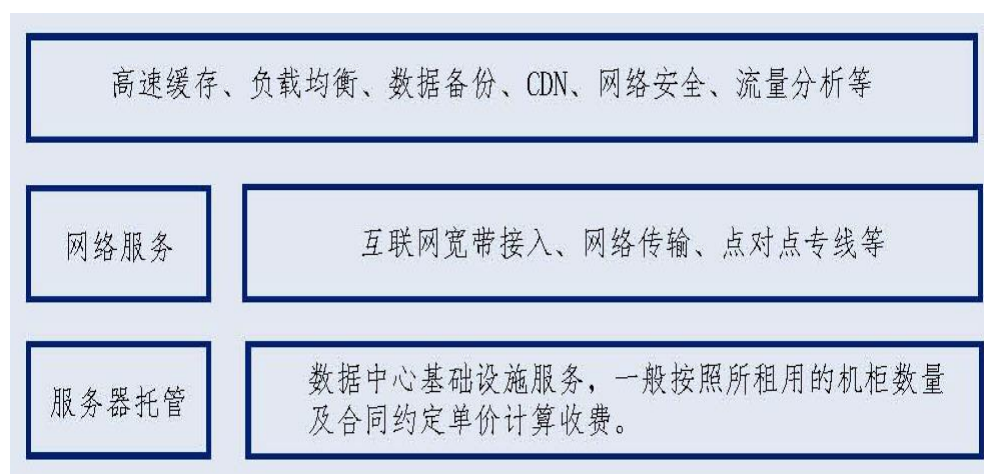
图 1: Equinix 数据中心概览



资料来源: Equinix 推介 PPT, 华金证券研究所

数据中心服务，是指针对数据中心基础设施、网络通信、服务器/存储、数据库、中间件和应用等不同层次对客户提供服务，如网络带宽服务、网络安全服务、服务器托管服务、虚拟主机服务、数据备份管理等，涵盖数据中心规划、设计、项目管理、验收、运维服务等。

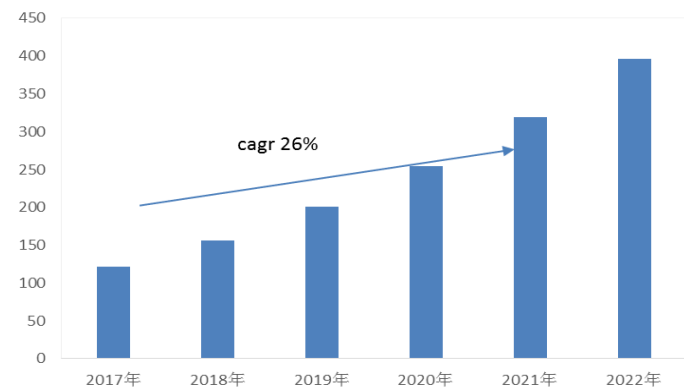
图 2: 数据中心服务范围概览



资料来源: 数据港公告及网络公开资料整理, 华金证券研究所

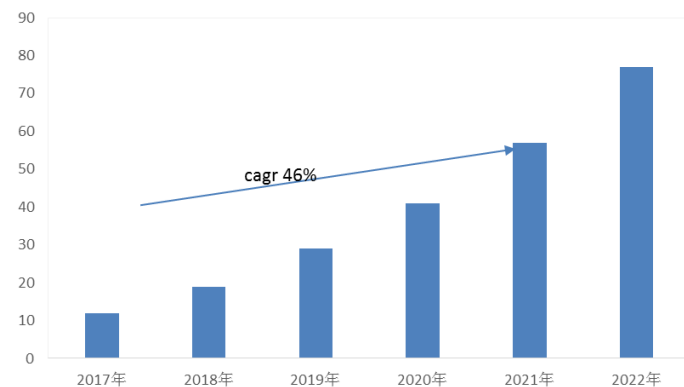
随着互联网用户的增长，网络视频、在线游戏、电子商务等互联网应用迅猛发展，互联网访问流量将继续保持较快增长态势。根据 Cisco 最新 VNI 报告，全球数据流量增速加速高增长：从 2017 年到 2022 年，IP 流量将以 26% 的复合年增长率（CAGR）增长，略高于去年同期预测数据（24%）。其中移动数据流量将在 2017 年至 2022 年间增长七倍，移动数据流量将在 2017 年至 2022 年间以 46% 的复合年增长率增长，到 2022 年达到每月 77.5 艾字节。

图 3: 2017-2022 年全球 IP 流量预测 (PB/Month)



资料来源: Cisco, 华金证券研究所

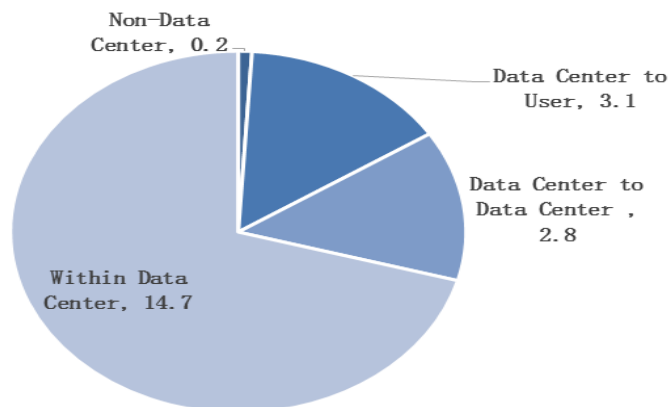
图 4: 2017-2022 年全球移动流量预测 (PB/Month)



资料来源: Cisco, 华金证券研究所

数据中心承载了超过 99% 的互联网流量（包括数据中心内部、数据中心之间及数据中心与用户流量）。因此随着数字经济不断崛起，数据中心资源需求旺盛。

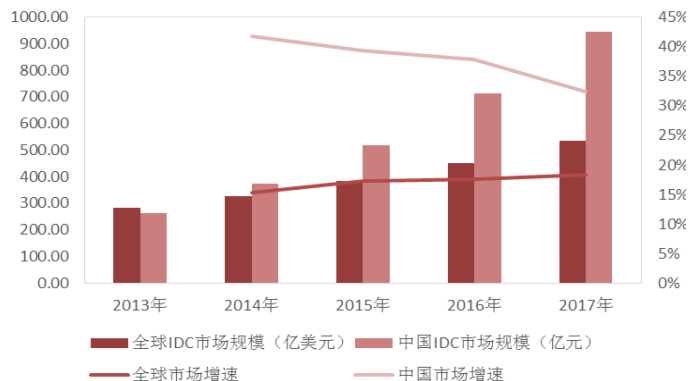
图 5: 数据中心承载互联网流量超过 99%



资料来源: Cisco GCI, 华金证券研究所

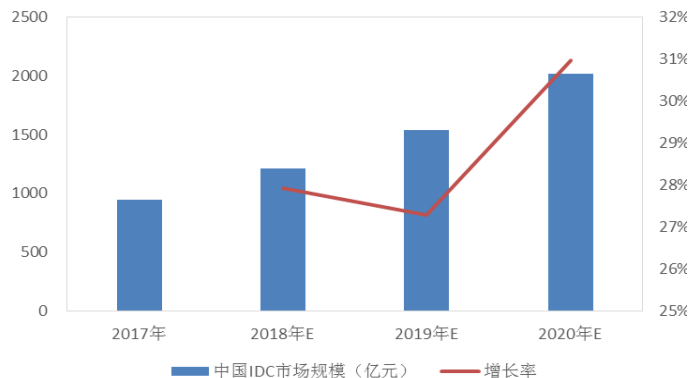
根据 IDC 圈发布的《2017-2018 年中国 IDC 产业发展研究报告》，2017 年全球 IDC 市场在云计算业务的带动下继续保持较稳定增长，整体市场规模达到 534.7 亿美元，增速为 18.3%。2017 年，我国 IDC 市场总规模为 946.1 亿元，同比增长率 32.4%。未来随着城市和农村宽带提速、5G 网络部署，更全面的网络覆盖和更低的网络延时将进一步提升网民的用户体验，为 IDC 市场的发展带来增长动力。预计 IDC 市场规模仍将保持上升趋势，预计 2019 年将超过 1541 亿元，年增速约 28%。

图 6：全球及中国 IDC 市场规模及增速



资料来源：IDC 图，华金证券研究所

图 7：中国 IDC 市场规模预测



资料来源：IDC 图，华金证券研究所

二、批发型 IDC 厂商典范，业务规模稳步扩张

数据港公司自成立以来主营业务为数据中心服务器托管服务，并根据客户规模和要求不同区分为定制型和零售型数据中心服务，目前形成了以定制型数据中心服务为主，零售型数据中心服务为辅的经营模式。此外，公司还提供少量的数据中心增值服务，主要包括规划咨询、设计咨询、运营管理外包、验收验证等服务。

表 1：批发型和零售型 IDC 厂商的对比

	批发	零售
客户需求	内部数据中心的替代方案大规模同质应用	适用于高性能应用的网络边缘解决方案
平均单机柜电力和制冷密度	高（4.5-8KW）	低（2-3.5KW）
合约平均年限	5-8 年	一般以单位年计算
平均客户数量	1-10 家	50+
租户流动性	弱	高
销售单位	一个机房模块起租	单机柜起租
数据中心启用到租满时间	1 年	一般 2-4 年
单机柜租用价格	偏低	行业平均
安全性	高	行业一般水平
TCO	低	高

资料来源：数据港，equinix，华金证券研究所

定制型数据中心服务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，通常不提供网络带宽服务。具体而言，电信运营商或大型互联网公司对公司提出具体的数据中心规划和运营服务等级要求，公司按照要求投资建设数据中心，最终用户将其服务器及相关设备置于数据中心内，并由公司按照与用户协商达成的运营服务等级对数据中心基础设施进行 365×24 小时不间断的技术运行和运维管理，确保数据中心基础设施处于有效安全的工作状态，保障用户服务器及相关设备安全稳定持续运行，并按照服务器所使用机柜上电数量收取服务器托管服务费。

公司在批发型数据中心确定销售价格时，主要会考虑机柜托管数量、机柜启用进程、以及数据中心所在区域电力成本，机柜数量越多，进程越快、所在电力成本越低，销售单价越低，反之

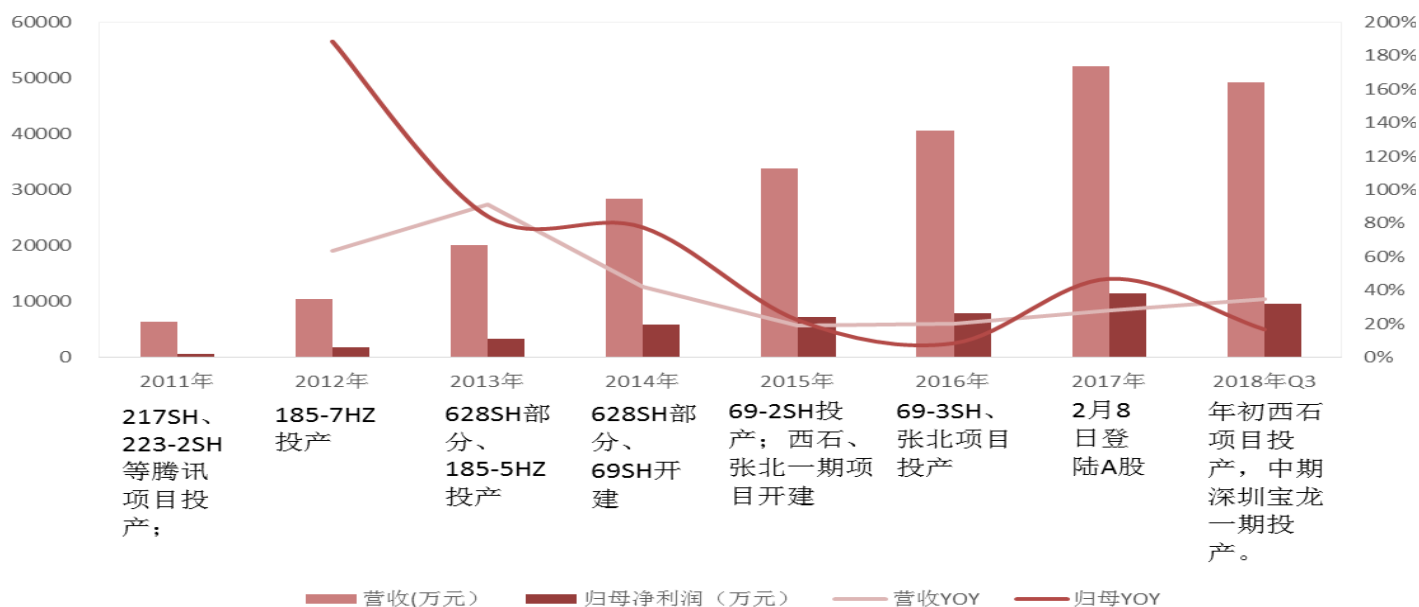
越高。此外，还会考虑 IRR、静态投资回收期，一般情况下，公司项目筛选 IRR>10%，静态回收期不超过 8 年。

零售型数据中心服务系面向中小型互联网公司、一般企业等客户（均为最终用户）提供相对标准化的服务器托管服务及网络带宽服务。

（一）历史营收持续增长，机房资源加速扩张

作为国内领先的批发型数据中心厂商，公司自成立以来新机房资源不断投放和上架，带动历年来收入呈现稳定增长趋势。2018 年前三季度，公司实现营业收入约 49,281.21 万元，比上年同期增长 34.78%；实现归属于上市公司股东的净利润约 9583.21 万元，比上年同期增长 16.65%，各项经营指标稳步提升。

图 8：公司历史业绩增长与机柜投产情况



资料来源：Wind，公司公告及官网信息整理，华金证券研究所

截至 2018 年中期，公司共部署 9239 个机柜，102,506 台服务器，电力容量合计约 18.14 万千瓦，IT 电力容量合计约 5.79 万千瓦。公司各数据中心项目运营情况均正常有序，2018 年初，杭州西石项目投产，机柜逐步上架，贡献收入增长，同时 HB33 项目、深圳宝龙项目有序推进。

表 2：公司主要机房资源情况一览

名称	签约方	最终客户	投入运营时间
536	杭州电信	阿里	2009 年 12 月
185-5	杭州电信	百度	2013 年 5 月
185-7	杭州电信	百度	2012 年 9 月
628	杭州电信	阿里、网易、平安保险	2013 年、2014 年
69-2	上海联通	阿里	2015 年 7 月
69-3	上海联通	阿里	2016 年 3 月
223-1F、2F	上海电信	腾讯	2011 年左右

名称	签约方	最终客户	投入运营时间
217-4F	上海电信	腾讯	
223-3F	上海电信	腾讯	
219-3F	上海电信	腾讯	
张北小二台	阿里	阿里	2016 年
杭州西石	杭州电信	阿里	2018 年初
HB33	-	阿里	预计 2018 年底投产
深圳宝龙	广州联通	阿里	一期 2018 年年中投产, 预期 19 年初二期投产
ZH13、GH13、JN13、NW13、HB41	阿里	阿里	预期 2019 年 H2
北京房山中粮云创互通	-	零售, 阿里为主	预期 2019-2020 年左右

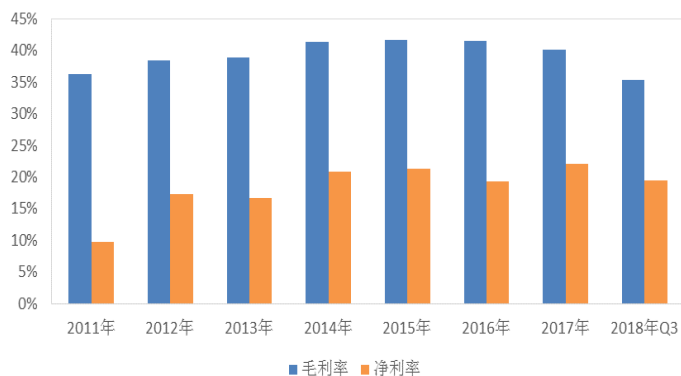
资料来源: 公司公告整理, 华金证券研究所

(二) 盈利能力保持稳健, 机柜投产上电节奏影响盈利指标波动

凭借长期稳定的业务模式、强大的技术研发水平、高效的运营管理能力, 公司历年来主营业务毛利率水平保持稳定, 部分期间新机柜投产对当期利润率略有影响。

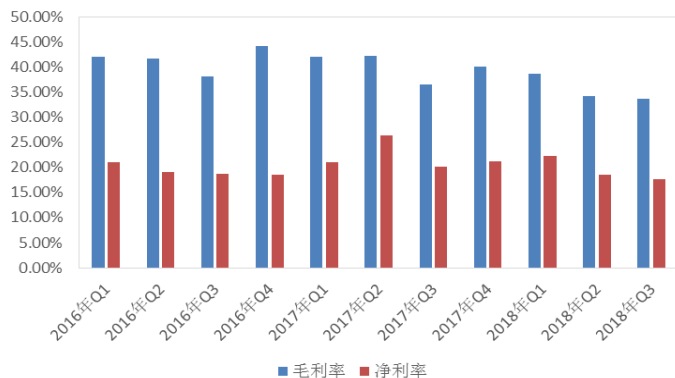
2018 年年初公司杭州西石项目完成投产, 带动营收平稳增长, 同时由于投产带来的机房折旧成本提高, 对 18 年盈利能力指标有所影响。2018 年前三季度毛利率 35.38%, 同比下降 4.76 个百分点, 净利率 19.44%, 同比下降 3.03 个百分点。

图 9: 公司历年来年度毛利率和净利率变动情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 2016 年以来公司单季度毛利率及净利率变动情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

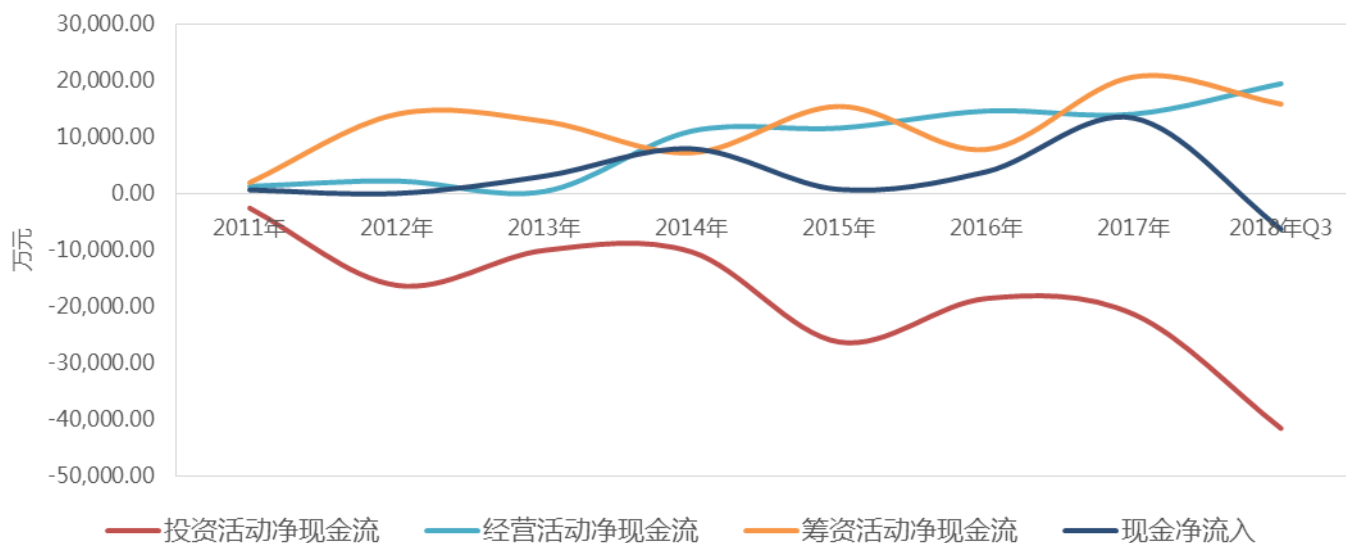
(三) 经营现金流稳定向上, 持续投资扩张驱动业务长期增长

受益业务模式的稳定性、持续性, 公司经营性现金流随着收入规模扩大而持续稳定向上, 2018 年前三季度经营性现金流净流入 19458.75 万元, 同比增长 113.54%。

投资活动现金流流出随着公司自建数据中心规模扩大而增长。2018 年前三季度流出为 41,587.46 万元, 同比增长 173.37%, 预计随着阿里巴巴数据中心项目等新机房投资持续推进, 预计公司未来 1-3 年内投资活动现金流出将稳步扩大。筹资活动现金同样与公司数据中心项目投

建资金需求密切相关，2018 年前三季度净流入 15832.58 万元，同比下降 18.99%，主要是 2017 年同期公司 IPO 募集资金到账。

图 11: 2011 年-2018 年 Q3 公司现金流表现情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、云厂商主导行业需求，大客户资源构筑竞争壁垒

(一) 机房资源转移，绑定客户需求才能构筑竞争优势

根据《全国数据中心应用发展指引（2017）》，客户对数据中心服务采购主要考虑机房网络带宽和时延、价格和建设运维能力等。首先考虑网络质量，如果业务时延要求高，在时延要求圈定地域范围，再考虑成本和软硬件条件；如果业务可以容忍一定程度时延，则可以考虑业务不熟在可用资源更重组地区，避免一线城市，以合理配置资源，提升使用性价比，享受质优价廉的数据中心服务。

表 3: 客户选取数据中心的主要考虑因素

主要考量因素	具体解释
网络质量	1) 带宽，目前国内数据中心平均接入水平能够达到每机架 500Mbit/s，基本能够满足要求； 2) 时延，数据信号从数据中心传输到用户之间需求的来回时间，影响用户业务使用体验，为首要考虑因素。
价格成本	建设投入、运营成本及其供需关系决定
建设运维	1) 硬件指标：建设等级主要体现在其设备运行环境、供配电设施、机房布线、安全监控等方面综合水平； 2) 软件指标：运维水平则体现在运维人员团队、运维管理制度等方面；

资料来源:《全国数据中心应用发展指引（2017）》，华金证券研究所

数据信号从数据中心传输到用户之间需求的来回时间，时延如果过大，用户会明显感受到业务卡顿，体现下降，因此网络时延是选择数据中心的主要考虑因素，时延主要包括信息传输时延和网络跳转时延，不同网络节点的跳转时延也存在差异。

由于经济发达地区网络覆盖全，靠近骨干网网络、网络使用率高，网络时延低。因此，数据中心业务需求呈现明显的地域属性，与经济发达程度有密切正相关关系。

表 4：网络时延因素

产生时延的因素	时延
信号传输时延	10ms/1000km
同一运营商网络内部跳转	每次跳转产生 2-3ms 时延
不同运营商骨干网间跳转时延	每次跳转产生 10ms 时延
不同运营商城域网间跳转	每次跳转产生 40ms 时延

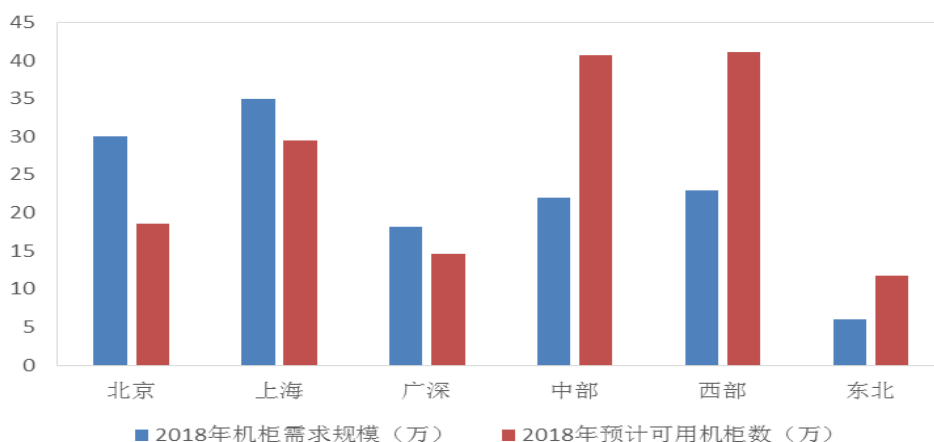
资料来源：《全国数据中心应用发展指引（2017）》，华金证券研究所

供给方面，数据中心能耗高，国家政策倾向于对数据中心集约化管理，尤其严控高耗能的数据中心建设。2013 年 1 月 11 日，工信部联合国家发改委、国土资源部、电监会、能源局等国家 5 部委联合发布了《关于数据中心建设布局的指导意见》，旨在优化我国数据中心的整体布局，促进绿色节能技术的应用和云计算市场的发展。北京等地出台相关的政策，限制新建、扩建高能耗的数据中心。如《北京市新增产业的禁止和限制目录》（2018 年版）针对北京地区数据中心建设规定：北京全市范围内禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心；禁止新建和扩建信息处理和存储支持服务中的数据中心（PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外），中心城区禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心，信息处理和存储支持服务的数据中心。

因此在核心地区有明显的供应缺口，存量机柜资源价值凸显，少量新增及靠近核心地区的机房资源销售情况积极。而在中西部、东北等相对边远地区，由于政策鼓励、资源相对充裕等因素，一直呈供过于求态势。截至 2016 年年底，国内数据中心总体平均上架率为 50.69%，其中北上广深数据中心上架率 60-70%，表现出相对饱和局面，部分西部地区上架率低于 30%。

数据中心供需关系的地域性差异使得，一方面一线城市增量供给有限，存量资源价值凸显，另一方面，数据中心资源转移过程中存在明显的供大于求的现象，绑定客户需求才能形成有效供给，成为数据中心资源提供方确定的收入、利润来源。

图 12：2018 年各地区数据中心机柜资源需求及供给情况

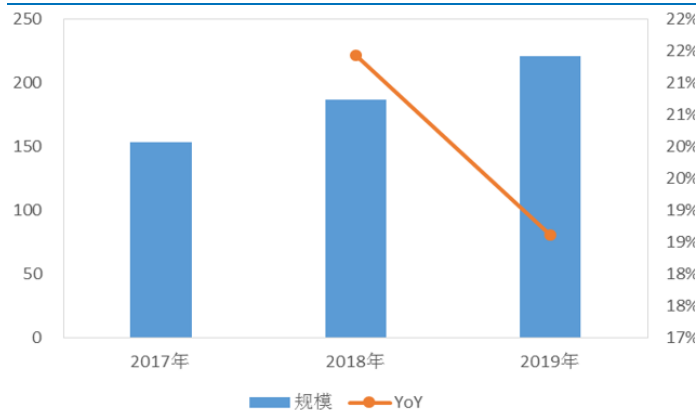


资料来源：《全国数据中心应用发展指引（2017）》，华金证券研究所

（二）云计算引领行业发展，大客户需求占主导

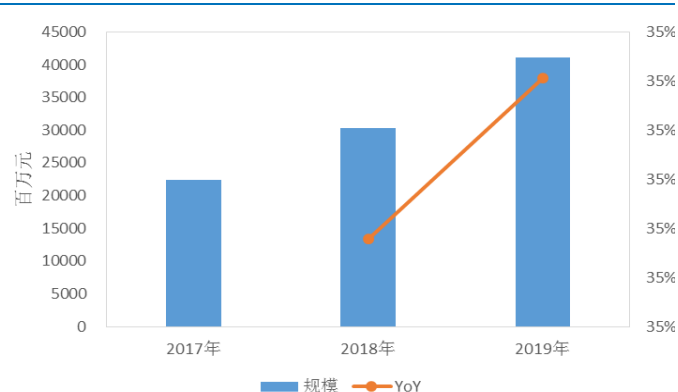
云计算是 IT 技术发展的大趋势。2017 年，云服务市场规模达到 1535 亿美元，Gartner 预计 2019 年将达到 2211 亿美元，年增速约为 20%。中国云市场起步相对较晚，2017 年市场规模在 224 亿人民币，到 2019 年规模有望达到 411 亿人民币，年增速约为 35%，相比全球市场较高。

图 13：全球云计算市场规模预测（十亿美元）



资料来源：Gartner，华金证券研究所

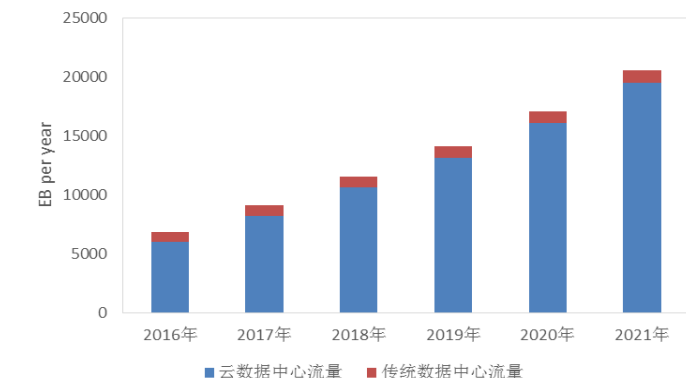
图 14：中国云计算市场规模预测



资料来源：Gartner，华金证券研究所

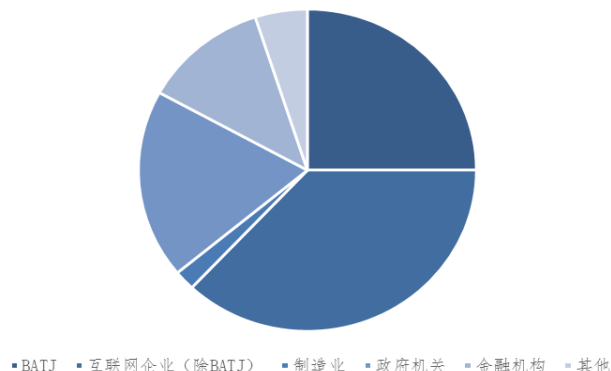
Cisco GCI 报告指出，未来云计算数据中心流量增长将远高于传统数据中心流量。根据中数盟发布的我国 IDC 服务下游行业构成看，BATJ 四家公司占据四分之一的份额，与其他互联网厂商共同占据超过半数的需求。头部云厂商、互联网公司的需求订单是数据中心重要业绩支撑。

图 15：云数据中心流量占主导趋势将持续



资料来源：Cisco GCI, 华金证券研究所

图 16：2017 年我国 IDC 服务的下游客户行业构成



资料来源：中国数据中心产业发展联盟，华金证券研究所

四、公司深度服务云计算大客户，锁定云计算发展确定性红利

（一）第三方数据中心厂商增长更具弹性，头部厂商份额有望提升

从产业链角度看，IDC 产业上游是基础网络运营商、网络设备和动力能源等设备商下游则是云计算厂商、互联网公司、政府、金融等对数据中心存在需求的客户。数据中心服务参与者包括运营商、第三方的 IDC 厂商以及云计算厂商，三者存在密切的竞合关系。

基础电信运营商、第三方 IDC 服务商和公共云 IaaS 服务商在 IDC 机房租赁/销售及云服务产品方面竞争关系，在机房及带宽资源采购方面为合作关系。

其中，电信运营商是 IDC 服务的主要提供者，同时也向 IDC 厂商和云厂商等提供网络服务，并部分第三方 IDC 厂商提供机房资源；云厂商向运营商或第三方 IDC 厂商购买 IDC 服务，同时云服务的兴起，由于其便捷、低价、弹性的优势，而逐步替代部分传统的小型的客户 IDC 服务需求；第三方 IDC 厂商则需要运营商采购带宽或者批发机房资源进行转租，同时也会与运营商合作机房进行出售，云厂商为主的互联网企业是其主要客户。

1、国内数据中心市场运营商份额占优，第三方厂商增长更具弹性

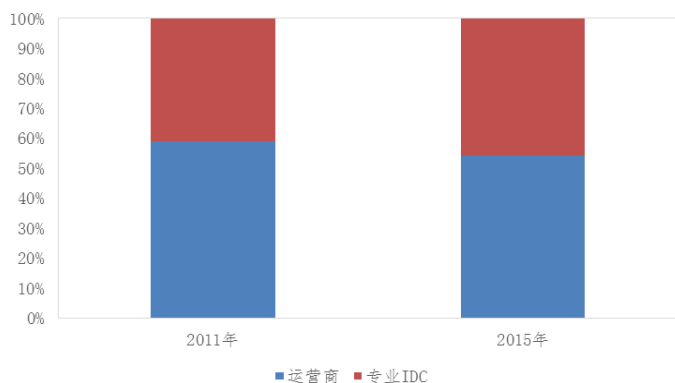
电信运营商拥有得天独厚的网络资源和功能齐全的数据中心资源设备，其用户接入群体可以通过网络直接登陆托管在运营商 IDC 中的网站，而无需通过其他 IDC 中转，因此相比其他专业 IDC 厂商来说，竞争力强大。

一方面，从运营商角度来看，IDC 业务收入在其整体收入中占比较小，业务优先级相对靠后，主要用于支撑其核心网络宽带业务，另外，数据中心布局上，三大运营商主要从集团总公司层面决策全国新建数据中心的选址及建设规模，存在市场响应慢、布局供需不均衡、不符合市场围观需要等情况，在对客户的需求响应上，专业的数据中心厂商更能满足个性化服务的要求；

另一方面，运营商运营的数据中心通常指提供各自的网络接入口，数据中心网络介入通常被其网络覆盖面所限制，而第三方 IDC 厂商自建的数据中心相对于基础电信运营商的数据中心，具有独立性和中立性，可以整合基础电信运营商的网络资源，更能适应企业用户的需求。

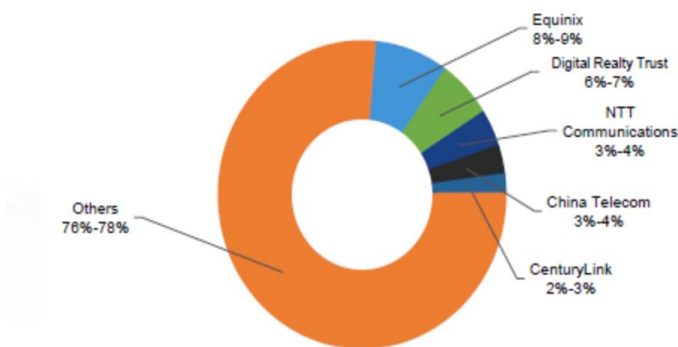
因此，相比基础电信运营商的数据中心服务市场增速，网络中立的数据中心服务市场增速更快。从全球数据中心市场份额分布情况看，Equinix 和 Digital Realty 两家专业 IDC 厂商拔得头筹。

图 17：国内 IDC 市场运营商与专业 IDC 厂商份额变化情况



资料来源：Technavio，华金证券研究所

图 18：全球数据中心服务市场份额分布情况



资料来源：Technavio，华金证券研究所

2、第三方数据中心厂商众多，头部玩家份额有望进一步聚集

目前，国内成规模的专业 IDC 厂商众多，自建数据中心资源较多、业务成规模的上市公司主要包括数据港、万国数据、世纪互联、数据港、宝信软件（宝之云）等，各公司业务模式、所在区域和目标客户群体有所区别。

光环新网以零售业务为主，主要客户群体相对更为分散；万国数据业务包含零售和批发业务，云计算客户占比较高，目前已经拥有国内最多的第三方机柜资源；宝信软件旗下宝之云数据中心以批发为主，机房资源集中在上海地区，与运营商合作推进 IDC 业务；世纪互联以零售业务为主，机房资源分布在多个地区；科华恒盛云基业务以零售为主，并于 18 年接收到阿里数据中心合作意向函，开展批发业务；数据港公司目前以批发型业务为主，与阿里巴巴在数据中心领域合作紧密，2016 年上市，业务正从上海、杭州地区向河北、深圳、北京等多地扩展。

IDC 业务具有明显的资源属性和重资产属性，要求业务牌照、能耗指标、地理区位和资金实力，并且考验厂商机房设计规划、建设、运营服务能力，以保障基础设施的稳定、安全、高效、绿色运行。我国 IDC 产业处于大幅新建的快速增长阶段，第一梯队的数据中心厂商不断扩张，已构筑了明显的竞争优势，尤其积累了良好的客户基础，未来在我国第三方数据中心市场上，行业集中度有进一步提高的趋势，头部厂商份额有望提升。

（二）高增长弹性可期，深度服务大客户锁定云计算发展红利

1、规模上升期，公司已跻身行业第一梯队

第三方数据中心厂商的收入规模与各公司运营的机房规模直接相关。根据各公司财报数据进行比较来看，世纪互联、光环新网、万国数据等公司起步较早，业务范围更广泛，数据港公司业务以批发型为主，尚处于上升期，规模相对较小。

从各厂商目前已明确公布的机柜资源扩产情况看，数据港公司规模的增长弹性位居前列。认为随着公司未来新机柜不断投产，有望进一步增长。

表 5：国内主要数据中心厂商信息汇总简表

公司	业务类型	机柜资源概况	机柜资源所在地区
光环新网	零售	2018 年底近 3 万，未来三年预期可增至约 4.5 万	北京、上海
科华恒盛	零售、批发	可售机柜 14195 个，2018 年收到阿里 JN12 数据中心合作意向函	北京、上海、广州
世纪互联	零售	自建+租用约 2.9 万架	北京、上海、广州、深圳、香港等主要城市
万国数据	零售、批发	目前投产面积 15 万平方米（约 6 万标准机柜），在建约 4.4 万平方米	上海、北京、广东、香港、成都、河北
宝之云	批发	2018 年底近 18000 架，2019 年预期达 30000 架。	上海
数据港	批发	18 年底预期 12000 架，18 年收到阿里 ZH13 等 5 个数据中心合作意向函，2020 年底预期 35000 架	上海、杭州、河北

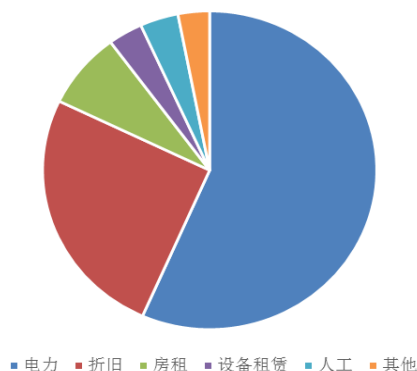
资料来源：各公司公告和官网整理，华金证券研究所

盈利能力上，数据中心整体成本（TCO）分为固定资产支出（CAPEX）和运营支出（OPEX）两部分。CAPEX 指的是前期必要的投资建设及一段期限折旧后的再投资，包括配电系统、空调系统、消防系统、弱点系统、安防系统、环境装修甚至土地购置等，投资大、使用寿命周期长，同时，

固定资产折旧在整体运营中的成本中占据较大的比例，通常占 20%以上。因此，数据中心建设能力和成本会影响数据中心项目的盈利能力和投资回报情况。

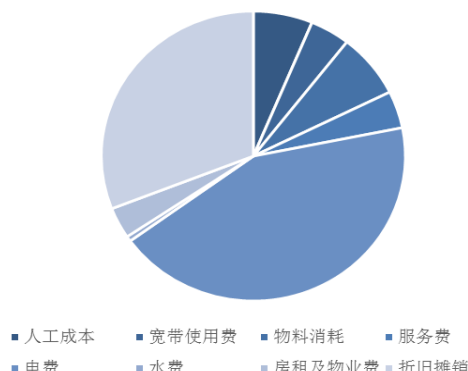
运营支出 OPEX 是每月运营设备的实际花费（不包括折旧），主要包括电费支出、维修及保养，以及现场工作人员的工资等，其中电费大约占营业成本的 60%左右，主要取决于数据中心的 PUE 水平，对厂商节能、运营降本能力考验较大。

图 19：2016 年数据港公司营业成本构成情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

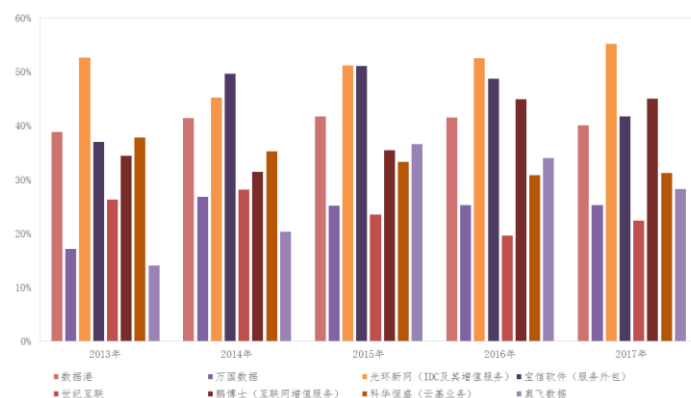
图 20：2017 年光环新网 IDC 业务营业成本结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

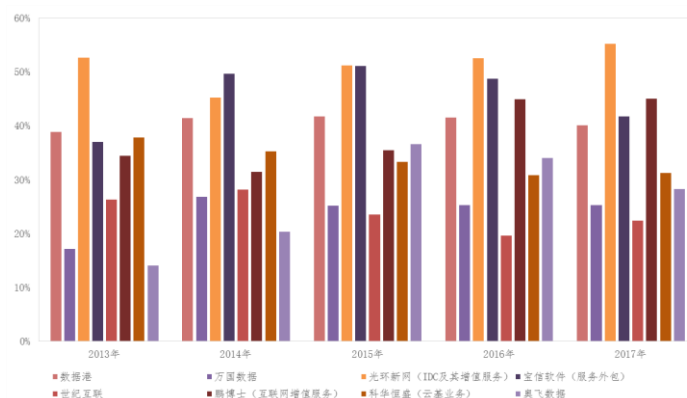
公司主营业务历史毛利率低于光环新网（IDC 及其增值服务业务项目），高于世纪互联、科华恒胜（云基业务）等公司，处于行业平均水平以上。这与各公司实际运营水平直接相关，也与各公司实际开展 IDC 服务的内容和客户群体有关，如光环新网主要提供零售 IDC 及相关增值服务，其提供的服务范围除服务器托管外，还包括带宽、数据备份、防火墙、咨询等增值服务，数据港公司则是开展批发型、基础的服务器托管服务为主，毛利率存在差异。

图 21：国内主要 IDC 厂商相关业务收入规模比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

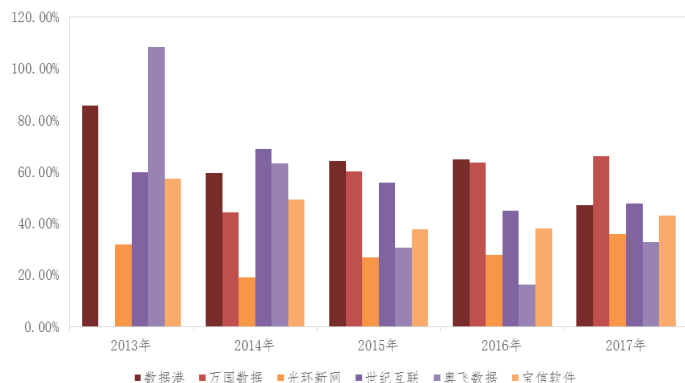
图 22：国内主要 IDC 厂商相关业务毛利率比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

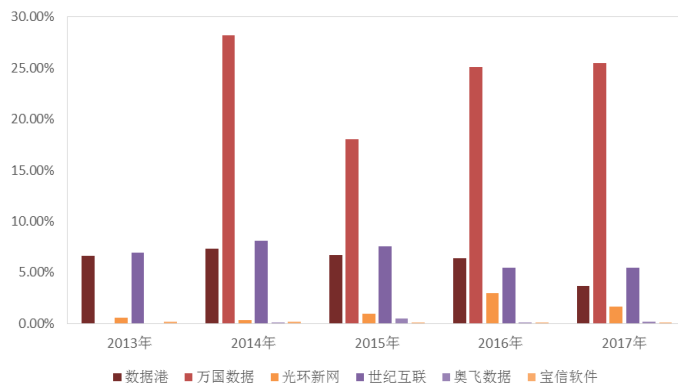
融资方面，2013 年以来以 IDC 为主业的上市公司资产负债率水平逐年在靠拢，2017 年均值在 45%左右，财务费用率以中概股万国数据、世纪互联领先。数据港公司资产负债率、财务费用率相比较早 A 股上市的同行业公司处于相对高位，但逐年有所下降，2017 年资产负债率为 47%。随着公司业务规模进一步扩大，及上市后融资渠道打开，公司资金实力有望进一步加强。

图 23：同行业公司资产负债率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24：同行业公司财务费用率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2、多年深度服务大客户，锁定云计算高增长红利

截至 2018 年中期，数据港公司共运营 14 个自建数据中心，共部署 9,239 个机柜，客户主要是阿里、腾讯、百度、网易等头部互联网公司。2016 年以来公司进一步与阿里合作了张北小二台、HB33 等多个项目。

2018 年 5 月，公司收到阿里巴巴关于 ZH13、GH13、JN13、NW13、HB41 五个数据中心项目需求意向函，随着阿里巴巴集团业务的高速发展，阿里巴巴拟与公司在未来一定时间合作建设数据中心，项目自开工之日起 18 个月内交付，投入运营后，在运营期限内，若采用结算模式一，数据中心服务费总金额约为人民币 40.44 亿元；若采用结算模式二，数据中心服务费总金额约为人民币 82.80 亿元。

公司在手的包括 ZH13 等 5 个项目、深圳宝龙项目、HB33 项目、中粮云创互通项目将在目前业务规模上带来倍增的利润空间，且业务模式决定了增长的高确定性。

表 6：阿里合作 ZH13 等 5 个数据中心投资情况

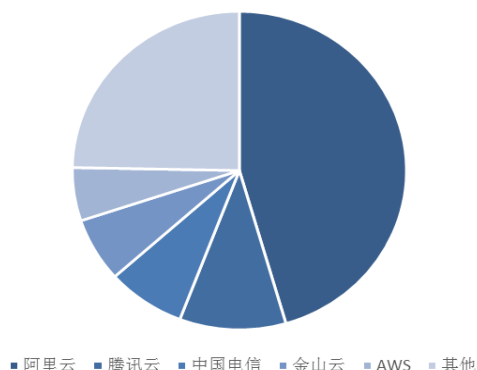
	预计项目总投资 资(万元)	自有资金(万元)	预计内部收益率 IRR%	备注
ZH13 数据中心项目	54,720	16,416	10.60%	拟配股募资投入 40000 万元
GH13 数据中心项目	25,481	7,644	10.30%	
JN13 数据中心项目	54,720	16,416	10.50%	
NW13 数据中心项目	25,481	7,644	10.30%	
HB41 数据中心项目	25,481	7,644	10.30%	

资料来源: Wind, 华金证券研究所

同时，展望未来发展，考虑阿里云在国内云计算市场绝对龙头地位和产业链话语权，公司多年对其深度服务，1) 培养了与客户的稳定密切的合作关系和高度客户粘性，为未来持续合作奠定基础；2) 由于数据中心的重资产属性，各地土地资源、能耗指标资源的获取是业务扩张的重要门槛，公司与阿里合作密切，在关键资源上更具优势，有利于业务加速扩张；3) 公司积累了丰富的数据中心前期设计、建设和运营能力，公司数据中心总体成本控制、客户响应能力领先同行。

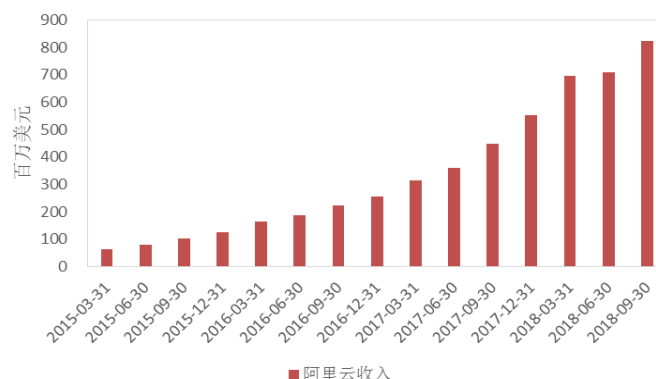
我们认为公司通过多年业务经验，构筑了深厚壁垒，将进一步分享国内云计算产业的高增长红利。

图 25: 国内云计算市场厂商份额



资料来源: Gartner, 华金证券研究所

图 26: 阿里云季度收入规模



资料来源: 阿里巴巴, 华金证券研究所

3、多方位发展积极布局，贡献增量业绩

同时，公司基于业务积累，在地域、业务类型上加大拓展，包括在北京房山地区拟投资建设中粮云创互通项目（总投资额 68,943 万元），规划预计规划建设 3,200 个 5KW 机柜，预期 2020 年底投产；

2018 年公司中标常山云数据中心项目一期工程项目，首次单独承接数据中心解决方案业务，合同金额 2.65 亿，2018 年该项目预计将贡献业绩，并且为公司后续在河北省业务拓展奠定良好的基础，进一步扩大公司业务范围及规模，有利于公司未来在云数据中心解决方案业务的持续发展，并平滑新机柜投产节奏带来的业绩波动。

五、被低估的云计算基础设施提供商，首次覆盖给予公司买入-A 评级

国内云计算驱动下，数据中心需求持续向上。公司是国内领先的批发型数据中心厂商，深度服务云计算龙头阿里巴巴，带来稳定的增长红利，也彰显了其在数据中心基础设施建设运营领域的竞争力，有望进一步分享行业增长红利。目前公司处于扩张期，未来三年将有多数数据中心项目投产，公司运营机柜数量将大幅提升，业绩增长具备高弹性和高确定性。

基于以下假设，我们预计公司 2018 年-2020 年主营业务收入为 9.46 亿元、12.53 亿元、18.01 亿元，净利润为 1.66 亿元、2.17 亿元和 2.80 亿元，EPS 为 0.79 元、1.03 元和 1.33 元。

1) 公司在建和即将投建数据中心项目顺利推进，其中深圳宝龙二期于 2018 年底、2019 年初投产，HB33 项目在 2019 年 H2 投产；阿里巴巴 ZH13 等 5 个数据中心项目于 2019 年 H2 开始陆续投产，房山项目于 2020 年底投产；

2) 客户上架速率保持目前较快水平，预期验收通过后 6-18 个月内完成上架；

3) 数据中心工程项目承接顺利, 保持稳定的增长。

表 7: 公司分项业务收入及毛利率预测

	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
总收入	52022.88	94611.20	125331.20	180131.20
YoY		81.86%	32.47%	43.72%
IDC 业务		68611.20	93331.20	140131.20
工程项目		26000.00	32000.00	40000.00
	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
综合毛利率	40.11%	30.93%	30.55%	28.50%
IDC 业务	40.11%	35.07%	34.17%	30.92%
工程项目	-	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司 2019-2020 年处于大规模机柜投产阶段, 且新机房投产之初存在机柜利用率爬坡期, 为排除爬坡期利润波动影响, 我们主要参考同行业公司 EV/EBITDA 及市值机柜比, 结合公司绝对估值结果, 认为公司作为云计算核心基础设施提供商的价值存在低估, 首次覆盖我们给予公司买入-A 评级。

表 8: 同行业公司估值对比

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EV (亿元)	EV/EBITDA			市值机柜比 (万元/个)		
					2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300383.SZ	光环新网	12.52	162.77	207.23	30	22	15	57	44	37
600845.SH	宝信软件	20.92	82.64	126.05	18	14	10	46	32	30
GDS.O	万国数据	21.90	189.74	277.89	-	-	-	33	27	22
603881.SH	数据港	25.03	52.71	56.47	19	13	9	45	27	15

资料来源: Wind, 截至 2018 年 12 月 21 日收盘价, 华金证券研究所

注: 宝信软件预测参考万得一致预期; 光环新网、万国数据及数据港预测为华金证券研究所测算所得

表 9: 公司绝对估值结果 (单位: 亿元)

假设		项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
无风险利率	3.40%	净利润	1.66	2.17	2.80	3.94	5.53	6.21	
风险溢价	5.00%	折旧与摊销	1.74	2.64	4.14	5.14	5.22	5.30	
beta	1.50	资本性开支	5.91	8.16	15.66	3.00	3.50	4.00	
债务成本	4.35%	营运资本净增加额	1.27	0.79	0.55	0.94	1.19	1.30	
WACC	10.01%	税后利息支出	0.16	0.31	0.54	0.65	0.35	0.44	
永续增长率	5%	FCFF	-3.61	-3.83	-8.73	5.80	6.41	139.47	
WACC									
永续 增长率	股权价值	8.51%	9.01%	9.51%	10.01%	10.51%	11.01%	11.51%	12.01%
	4.00%	88.30	75.97	65.92	57.57	50.55	44.55	39.38	34.89
	4.50%	101.58	86.40	74.30	64.44	56.25	49.35	43.47	38.40
	5.00%	118.65	99.44	84.54	72.67	62.99	54.96	48.19	42.42
	5.50%	141.38	116.19	97.34	82.73	71.07	61.58	53.69	47.05
	6.00%	173.19	138.52	113.79	95.30	80.95	69.52	60.19	52.46

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 10：绝对估值法主要参数假设依据

	关键假设	依据
无风险利率	3.40%	基于十年期国债收益率
市场风险溢价	5.00%	基于沪深 300 指数过去 5 年收益率情况计算所得
beta	1.50	由 wind beta 计算器，基于上证综指计算所得
债务成本	4.35%	基于公司历史借款利率及所得税率计算所得
WACC	10.01%	
永续增长率	5%	基于宏观经济增速估算调整

资料来源：Wind，华金证券研究所

六、风险提示

宏观经济发展不及预期，云计算行业发展不及预期，使得数据中心整体需求增长不及预期；公司新机房建设进度不及预期，或客户上电进度不及预期，都将使得公司业绩增长不及预期；

公司承建数据中心工程项目情况不理想，或利润率低于预期，都将使得该项业务业绩贡献不及预期；

证券市场系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	406.0	520.2	946.1	1,253.3	1,801.3	年增长率					
减:营业成本	237.4	311.6	653.5	870.4	1,288.0	营业收入增长率	20.0%	28.1%	81.9%	32.5%	43.7%
营业税费	0.4	0.9	0.9	1.6	2.4	营业利润增长率	9.2%	42.6%	41.6%	31.0%	28.9%
销售费用	-	2.1	3.8	5.2	6.3	净利润增长率	8.4%	46.9%	44.4%	30.8%	28.8%
管理费用	49.3	57.2	79.6	92.5	121.9	EBITDA 增长率	16.3%	29.1%	55.8%	48.0%	62.4%
财务费用	25.1	16.9	18.6	35.1	62.4	EBIT 增长率	10.3%	24.6%	40.3%	36.1%	35.0%
资产减值损失	-0.2	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	9.5%	30.8%	41.2%	36.1%	35.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.3%	25.6%	80.0%	56.4%	82.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.2%	115.4%	53.0%	48.8%	70.5%
营业利润	94.0	134.0	189.7	248.5	320.3	盈利能力					
加:营业外净收支	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0	毛利率	41.5%	40.1%	30.9%	30.5%	28.5%
利润总额	94.9	135.1	190.7	249.5	321.3	营业利润率	23.1%	25.8%	20.1%	19.8%	17.8%
减:所得税	16.7	20.2	24.8	32.4	41.8	净利率	19.3%	22.1%	17.5%	17.3%	15.5%
净利润	78.2	114.9	165.9	217.1	279.5	EBITDA/营业收入	45.5%	45.8%	39.3%	43.9%	49.6%
						EBIT/营业收入	29.3%	28.5%	22.0%	22.6%	21.2%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	64.8%	47.0%	45.3%	43.8%	43.4%
货币资金	176.8	310.6	473.1	626.7	900.7	负债权益比	183.8%	88.7%	82.8%	77.8%	76.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.75	1.01	1.27	1.22	0.99
应收帐款	83.5	141.5	226.4	365.4	535.2	速动比率	0.75	1.01	1.27	1.22	0.99
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	4.74	8.77	11.22	8.08	6.13
预付帐款	7.2	8.3	25.9	18.3	47.2	营运能力					
存货	-	-	0.3	0.1	0.1	固定资产周转天数	526	519	450	559	658
其他流动资产	0.0	2.8	0.9	1.2	1.6	流动营业资本周转天数	-15	-62	-29	8	19
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	216	253	226	250	249
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	71	78	70	85	90
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数			0	0	0
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	939	993	798	880	975
固定资产	701.3	799.6	1,563.6	2,328.7	4,258.1	投资资本周转天数	577	559	479	596	715
在建工程	81.0	271.1	94.2	163.3	274.0	费用率					
无形资产	5.5	7.7	7.4	7.1	6.7	销售费用率	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
其他非流动资产	124.0	147.8	111.8	114.0	111.4	管理费用率	12.1%	11.0%	8.4%	7.4%	6.8%
资产总额	1,179.3	1,689.3	2,503.6	3,624.7	6,135.0	财务费用率	6.2%	3.3%	2.0%	2.8%	3.5%
短期债务	129.9	-	175.3	377.2	890.9	三费/营业收入	18.3%	14.7%	10.8%	10.6%	10.6%
应付帐款	113.9	276.9	252.6	303.5	447.6	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	18.8%	12.8%	12.1%	10.6%	8.0%
其他流动负债	114.3	180.9	142.8	146.0	156.6	ROA	6.6%	6.8%	6.6%	6.0%	4.6%
长期借款	373.1	297.0	528.3	724.1	1,128.8	ROIC	16.8%	17.9%	20.2%	15.2%	13.2%
其他非流动负债	32.6	39.2	34.6	35.5	36.5	分红指标					
负债总额	763.8	794.1	1,133.7	1,586.2	2,660.3	DPS(元)	0.03	0.17	0.10	0.18	0.27
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	8.1%	31.2%	13.1%	17.4%	20.6%
股本	157.9	210.6	210.6	210.6	210.6	股息收益率	0.1%	0.7%	0.4%	0.7%	1.1%
留存收益	257.6	684.7	1,159.3	1,827.9	3,264.2						
股东权益	415.5	895.3	1,369.9	2,038.5	3,474.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	78.2	114.9	165.9	217.1	279.5	EPS(元)	0.37	0.55	0.79	1.03	1.33
加:折旧和摊销	74.4	99.5	163.1	266.2	510.1	BVPS(元)	1.97	4.25	6.51	9.68	16.50
资产减值准备	-0.2	-	-	-	-	PE(X)	67.5	46.0	31.8	24.3	18.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.7	5.9	3.9	2.6	1.5
财务费用	25.8	19.1	18.6	35.1	62.4	P/FCF	95.4	-25.5	-29.0	-17.9	-6.0
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	13.0	10.2	5.6	4.2	2.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	23.1	22.2	14.9	10.5	7.2
营运资金的变动	-47.3	-121.8	-96.0	-80.4	-51.8	CAGR(%)	40.5%	34.5%	32.0%	40.5%	34.5%
经营活动产生现金流量	146.3	140.7	251.6	438.0	800.3	PEG	1.7	1.3	1.0	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-185.8	-213.7	-750.0	-1,100.0	-2,550.0	ROIC/WACC	1.7	1.8	2.0	1.5	1.3
融资活动产生现金流量	78.0	206.7	660.9	815.6	2,023.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn