

2019年01月21日

宁波建工 (601789.SH)

## 深耕主业布局全国，加码 IDC 业务构建新增长

■公司为浙江省建筑施工类龙头民企之一，前身宁波市第一建筑工程公司始建于1951年，2001年完成国企改制，2011年上市，下辖建工集团、建乐工程和市政工程等三个总承包业务板块。公司拥有多项施工领域和勘察设计领域的资质，以房建、市政及建筑安装工程为核心业务，同时内生外延拓展至勘察设计、建材销售等全产业链。业务承接规模、营收规模和归母净利润规模持续增长，且高毛利的市政工程业务占比提升。公司2017年营收规模为147.46亿元，同比增加7.67%，主营业务建筑施工营收占比稳定，近五年均在80%以上。公司深耕宁波市场，同时实行“走出去”战略，浙江省外营收贡献率近几年稳步提升，由2014年的12.52%提升至2017年的23.82%。同时公司收购南非安兰证券，布局金融服务和海外市场。在EPC和PPP领域，公司承接项目额大幅增加，2017年承接EPC项目金额9.64亿元，至今共承接PPP重大项目总投资额48.15亿元。

■近几年公司净利率水平基本在1.5%上下小幅波动，ROE水平也维持平稳，2018前三季度ROE水平为5.79%。现金流水平稳健，经营性现金流净额自2015年期持续回正，2017年达4.85亿元。公司资产负债率水平稳定，在80%上下小幅波动，负债主要为刚性负债，2017年由于PPP项目进入施工阶段，公司长期借款逐渐增加。公司货币资金占比维持在15%以上，在手资金相对充足，存货管理水平有所提升，存货占比于2018Q3末降至29.73%。与江浙地区其他三家可比竞争对手龙元建设、宏润建设和腾达建设相比，公司拥有的资质更加全面，业务承接范围更加广阔。营收和利润规模及同比增速位于中游水平。业务承接规模位居第2，同比增速较其他三家表现更加稳健。

■公司全资子公司建工集团2018年12月收购中经云8.86%的股权并对其增资3亿元，收购增资完成后，公司及其全资子公司直接和间接合计持有中经云32.07%的股权。中经云是由国家信息中心发起成立的新一代大数据基础设施服务商，主营业务为IDC服务及其增值服务，如机柜租赁和云计算等，截至2018年10月31日，实现销售收入1.13亿元。其中中经云全国布局的首个绿色云数据中心亦庄数据中心在地理区位和PUE等多个领域具有优势，销售收入有望进一步增长。随通信行业的升级换代、数据存储和云计算需求的增加，结合我国政府部门发布的多项信息基础设施建设鼓励政策，国内IDC市场潜力巨大。公司收购中经云，布局IDC市场，“新基础设施建设”或成公司业务新增长点。

## 公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **增持-A**

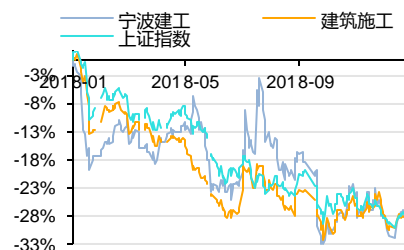
首次评级

6个月目标价: **3.84元**  
股价(2019-01-21) **3.31元**

### 交易数据

总市值(百万元)	3,221.06
流通市值(百万元)	3,221.06
总股本(百万股)	976.08
流通股本(百万股)	976.08
12个月价格区间	3.03/4.59元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.13	7.13	-0.27
绝对收益	1.23	8.91	-25.84

**王鑫**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070004

wangxin4@essence.com.cn

010-83321052

**苏多永**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

### 相关报告

■ **投资建议:** 预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 7.8%、8.0%、8.1%，净利润增速分别为 12.5%、31.1%、21.9%，对应 EPS 分别为 0.25 元、0.32 元、0.39 元。我们看好公司建筑施工业务的稳健推进，加码 IDC 业务形成新的业绩增长点实现转型升级，同时参考当前可比建筑及 IDC 上市公司估值水平，首次覆盖给予增持-A 的投资评级，预测公司 6 个月目标价为 3.84 元，相当于 2019 年 12.0 倍的预期市盈率估值。

■ **风险提示:** 宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，在建项目执行不达预期风险，项目回款风险，中经云 IDC 数据中心业务推进及预测业绩不达预期风险等。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	13,695.8	14,746.3	15,890.9	17,159.6	18,553.4
净利润	195.4	213.9	240.6	315.6	384.5
每股收益(元)	0.20	0.22	0.25	0.32	0.39
每股净资产(元)	2.50	2.65	2.83	3.03	3.26

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	16.5	15.1	13.4	10.2	8.4
市净率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
净利润率	1.4%	1.5%	1.5%	1.8%	2.1%
净资产收益率	8.0%	8.3%	8.7%	10.7%	12.1%
股息收益率	2.1%	2.4%	2.2%	2.9%	3.6%
ROIC	7.1%	8.5%	10.0%	9.4%	13.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 深耕主业布局全产业链，走出去战略显成效</b> .....	<b>5</b>
1.1. 历史发展悠久，业务资质全面.....	5
1.2. 股权结构较为分散，新任高管层效率有望提升.....	6
1.3. 主营业务占比稳定，订单规模持续扩大.....	7
1.4. 巩固本地业务，“走出去”策略初显成效.....	8
1.5. 布局 EPC 和 PPP 业务，全面开展全产业链服务.....	8
1.6. 收购海外证券公司，探索金融服务和海外市场.....	10
<b>2. 盈利能力稳定，现金流稳健</b> .....	<b>10</b>
2.1. 营收利润稳步提升，经营现金流维持稳健.....	10
2.2. 资产负债率稳定，存货管理略有成效.....	11
<b>3. 江浙地区可比公司比较</b> .....	<b>13</b>
<b>4. 全资子公司收购中经云股权并增资，加码 IDC 业务助力转型升级</b> .....	<b>17</b>
4.1. 中经云公司基本情况.....	18
4.2. 布局 IDC 市场，“新基础设施建设”或成公司业绩新增长点.....	19
4.2.1. 国内 IDC 市场发展空间广阔，未来仍有较大潜力.....	19
4.2.2. 5G 流量红利助推 IDC 市场有利增长.....	20
4.2.3. 云计算的快速发展将会带动 IDC 市场的进一步发展.....	20
4.2.4. 政策不断激励，引领 IDC 行业发展持续向好.....	22
4.3. 地理区位及 PUE 优势显著，中经云亦庄数据中心成长可期.....	22
<b>5. 公司盈利预测及投资评级</b> .....	<b>23</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 宁波建工历史发展.....	5
图 2: 公司业务组织架构.....	6
图 3: 公司股权结构（截止 2018Q3）.....	7
图 4: 公司 2013-2017 年各项业务营收(亿元).....	7
图 5: 公司 2017 年营收结构.....	7
图 6: 公司 2013-2018 年承接业务额及同比增速（亿元，%）.....	8
图 7: 公司业务市场地域分布.....	8
图 8: 公司全产业链业务模式演变.....	8
图 9: 近五年公司营收及同比增速（亿元，%）.....	10
图 10: 近五年公司归母净利润及同比增速（亿元，%）.....	10
图 11: 近五年总体毛利率和主营业务毛利率水平（%）.....	11
图 12: 近五年总体净利率和 ROE 水平（%）.....	11
图 13: 近五年公司经营活动现金流情况及同比增速（亿元，%）.....	11
图 14: 近五年公司资产负债率变化（%）.....	12
表 15: 近五年公司刚性债务和应付账款情况（亿元，%）.....	12
表 16: 近五年公司资产构成变化（亿元，%）.....	12
图 17: 近五年公司存货和应收账款变化（%）.....	13
表 18: 四家可比公司主营业务和基本指标对比.....	13

图 19: 四家可比公司 2017 年营收构成.....	14
表 20: 四家公司资质对比表.....	15
图 21: 2017A、2018Q3 公司营业收入及同比增速变化 (亿元, %) .....	16
图 22: 2017A、2018Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速变化 (亿元, %) .....	16
图 23: 2016A、2017A、2018Q1-Q3 四家公司订单规模 (亿元, %) .....	16
图 24: 2016A、2017A、2018Q1-Q3 四家公司订单增速 (%) .....	16
图 25: 四家公司资产规模和所有者权益对比 (亿元) .....	17
图 26: 四家公司资产规模和所有者权益同比 (%) .....	17
图 27: 中经云公司业务结构.....	18
图 28: 中经云公司业务结构.....	18
图 29: 中经云北京亦庄数据中心地理位置.....	18
图 30: 中经云北京亦庄数据中心外景.....	19
图 31: 中经云北京亦庄数据中心内景.....	19
图 32: 2013-2017 年全球 IDC 市场规模及增速.....	20
图 33: 2012-2017 年中国 IDC 市场规模及增速.....	20
图 34: 2018-2020 年中国 IDC 未来市场规模及增速预测.....	20
图 35: 中美云计算发展情况对比.....	21
图 36: 谷歌的其他收入 (含云计算) 及增速.....	21
图 37: 微软 Azure 云业务收入及增速.....	21
图 38: AWS 净销售额及增速.....	21
图 39: 阿里云计算收入及增速.....	21
表 1: 公司资质一览表.....	5
表 2: 公司 2017 年-2018 年 EPC 项目主要中标情况.....	9
表 3: 公司所承接 PPP 重大项目.....	9
表 4: 公司建筑业务相关并购事件一览表.....	9
表 5: 此次股权转让及增资实施后中经云股权结构.....	17
表 6: 截止 2018 年 10 月 31 日中经云经营数据.....	19
表 7: 参与数据中心建设主要类型公司.....	22
表 8: 中经云北京亦庄数据中心竞争优势.....	23
表 9: 宁波建工 2018-2020 年建筑及其他主营业务收入拆分预测.....	23
表 10: 以收益法评估中经云资产价值测算的 2018-2023 年财务数据.....	25

## 1. 深耕主业布局全产业链，走出去战略显成效

### 1.1. 历史发展悠久，业务资质全面

宁波建工是一家综合型建设企业，以房屋工程、市政工程、安装工程和装修装饰工程等为主营业务，公司前身为成立于1951年7月的宁波市第一建筑工程公司，迄今已有六十多年的发展历史。2001年12月，公司在浙江省同美国有建筑企业中率先完成国企改制，整体改建为宁波建工集团股份有限公司。

图 1：宁波建工历史发展



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

公司在施工领域拥有多项资质，涵盖房屋建筑、市政、公路和机电安装工程的施工总承包资质，具备建筑装饰装修、钢结构、地基及基础工程等多个专业的承包资质。在勘察设计领域，获得了工程勘察甲级资质，建筑和市政工程设计行业甲级资质以及建筑装饰和建筑幕墙专项工程设计甲级资质。截至2018年6月，公司所有资质如下表所示，可在多个领域开展施工及勘察设计业务。

表 1：公司资质一览表

行业或专业	资质级别
房屋建筑工程	施工总承包特级
市政公用工程	施工总承包特级
建筑装饰装修工程	专业承包壹级
机电安装工程	施工总承包特级
钢结构工程	专业承包壹级
地基与基础工程	专业承包壹级
消防设置工程	专业承包壹级
建筑智能化工程	专业承包壹级
建筑幕墙工程	专业承包壹级
起重设备安装工程	专业承包壹级
模架脚手架	安拆一级
公路工程	施工总承包二级
混凝土预制构件	专业贰级

勘察设计类	工程勘察	综合甲级
	测绘	甲级
	地灾评估	甲级
	建筑工程设计	行业甲级
	工程设计市政行业	行业甲级
	建筑装饰及建筑幕墙	专项工程设计甲级

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司自成立以来一直从事建筑施工及相关业务，目前已形成了以建筑施工、装饰幕墙、市政工程为核心，涵盖建筑科研、勘察测绘、工程设计、施工、安装、钢结构、商品混凝土、预制构件等相对完整而紧凑的产业链，各细分产业具有协同发展效应，整体效益日益增强。近年来公司完成了产业架构调整，以上市公司为母公司平台引领，下辖建工工程集团、宁波市市政集团、建工建乐三个总承包业务板块，此外，控股浙江广天构件股份有限公司、宁波冶金勘察设计股份有限公司、宁波市明州建筑设计院有限公司等产业子公司。宁波建工母公司逐步聚焦于战略管理、投资资产管理及资本经营。

图 2：公司业务组织架构



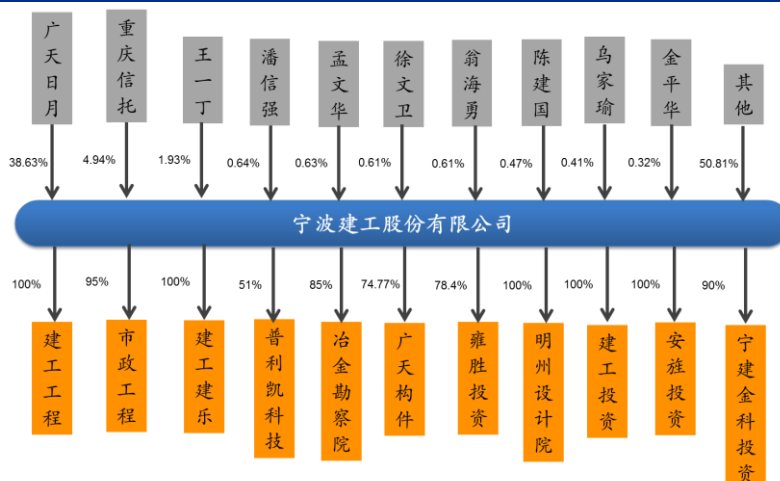
资料来源：Wind，公司官网，安信证券研究中心

## 1.2. 股权结构较为分散，新任高管层效率有望提升

据公司 2018 年三季报显示，公司第一大股东为浙江广天日月集团股份有限公司，持有公司总股本 38.63%，第二大股东为重庆信托-宁波建工员工持股计划集合资金信托计划，持有公司总股本的 4.94%，其中第一大股东浙江广天日月集团股份有限公司股权较为分散，根据公司 2018 年 8 月 21 日发布的 2018-053 号公告显示，公司无实际控制人。公司前 10 大股东合计持有公司总股本的 49.19%，其中公司高管合计约持有公司总股本的 1.11%。

公司于 2018 年 5 月 11 日召开了 2017 年度股东大会，选举产生新一届董事会和监事会。徐文卫、孟文华、潘信强、翁海勇、陈建国、陈贤华、王善波当选为第四届董事会董事，艾永祥、沈成德、梅晓鹏、张叶艺当选为第四届董事会独立董事。其中新当选董事会董事长徐文卫任现任浙江广天日月集团股份有限公司董事长、宁波建工股份有限公司董事长、总经理、党委书记、浙江省建筑业行业协会副会长、宁波市建筑业协会会长。新一届董事会成员总体素质较高，预计公司管理效率有望进一步提升。

图 3：公司股权结构（截止 2018Q3）



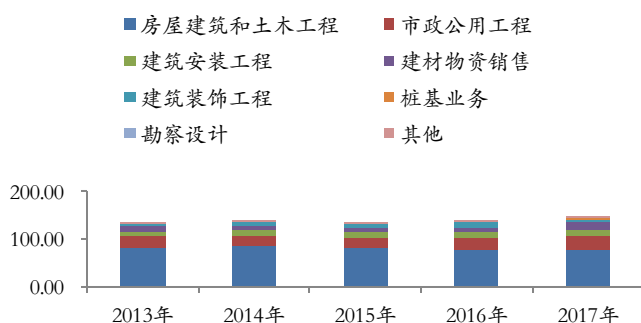
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2017 年 12 月，公司向公司高管及核心员工不超过 326 人实施员工持股计划，并设立集合资金“重庆信托-宁波建工员工持股计划集合资金信托计划”进行管理，有效激发员工主动性，截至 2018 年 6 月，公司 2017 年第一期员工持股计划已通过重庆信托在二级市场完成员工持股计划股票的购买，累计买入本公司股票 4817.77 万股，约占公司总股本的 4.94%，成交均价约为人民币 4.03 元/股，成交金额为人民币 1.4 亿元，与 1 月 15 日收盘股价 3.32 元倒挂约 17.6%。

### 1.3. 主营业务占比稳定，订单规模持续扩大

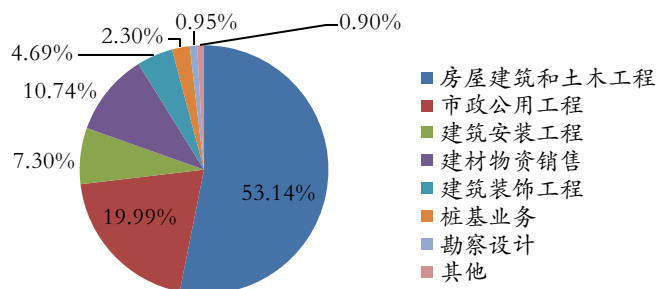
从 2013-2017 年营业收入构成来看，公司收入来源主要为房屋建筑工程、市政工程和建筑安装工程施工收入，三项业务营收合计占比上述五年均稳定在 80%以上，其中房建工程营收占比 2013-2017 年均超过 50%，但呈逐步下降趋势；市政工程营收占比其次，近几年呈上升趋势，由 2014 年的 16.48%提升至 2017 年的 19.99%；建筑安装工程营收占比在 7.5%~9%之间波动，建材物资销售营收占比由 2013 年的 7.76%提升至 2017 年的 10.74%，建筑装饰工程营收占比在 2017 年滑落至上述五年最低值 4.69%，其他业务包括桩基和勘察设计等 2017 年合计营收占比为 4.14%。

图 4：公司 2013-2017 年各项业务营收(亿元)



资料来源：Wind，公司官网，安信证券研究中心

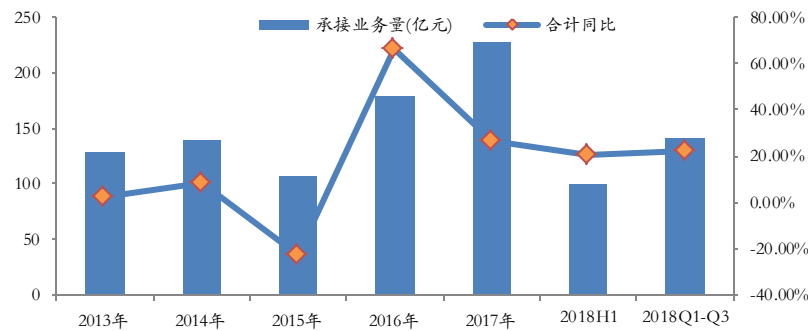
图 5：公司 2017 年营收结构



资料来源：Wind，公司官网，安信证券研究中心

根据公司定期报告披露数据，自 2015 年到 2017 年之间，公司年承接业务规模持续增长，业务承接能力较强。2017 年承接业务规模为 227.36 亿元，同比增长 26.52%，2018 年前三季度承接项目金额 141.41 亿元，同比增长 21.74%，接近 2017 年全年营收水平。在所承接业务板块占比中，高毛利的市政工程占比逐步提升，由 2016 年的 12.47%达到 2017 年最大值 35.76%，房建施工业务占比降至 47.10%。

图 6：公司 2013-2018 年承接业务额及同比增速（亿元，%）



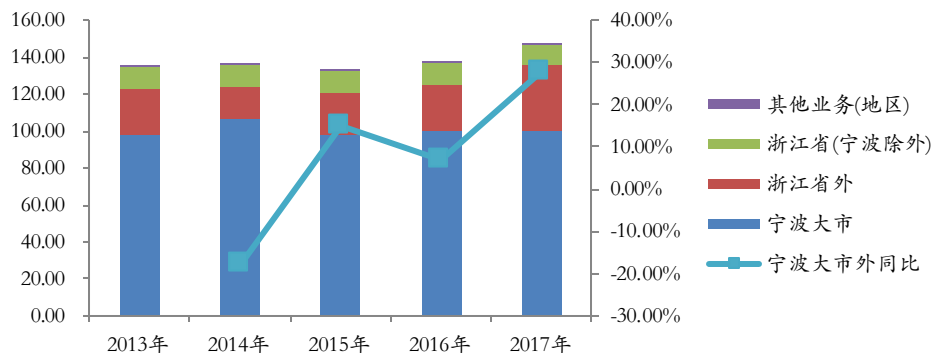
资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

#### 1.4. 巩固本地业务，“走出去”策略初显成效

公司营业收入大部分来自宁波市内，过去 5 年营收占比均超过 65%，在 2014 年达到最高值 77.95%，随后占比逐步下降至 2017 年的 67.95%。宁波市外（浙江省内）区域贡献的营收自 2014 年也呈下降趋势，2017 年营收占比为 7.95%。浙江省外的营收贡献率稳步提升，由 2014 年的 12.52% 提升至 2017 年的 23.82%。

根据宁波市外所有区域的营业收入情况，其同比增速在 2017 年达到最高值 27.94%，超出公司总营收同比增速 7.67%，公司过去深耕宁波市场，承建了众多当地项目，在宁波形成了核心竞争力，目前公司建筑主业采取的“走出去”战略初显成效，外地市场规模有望持续扩大。

图 7：公司业务市场地域分布

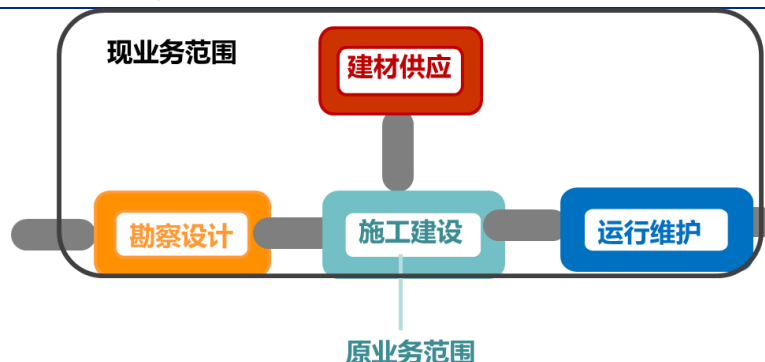


资料来源：Wind，公司官网，安信证券研究中心

#### 1.5. 布局 EPC 和 PPP 业务，全面开展全产业链服务

公司自成立后主要从事建筑施工相关业务，目前公司通过内生外延的方式逐步拓宽业务范围，覆盖建筑领域全产业链，形成以建筑施工、装饰幕墙、市政工程为核心，业务阶段涵盖科研、勘察设计、施工安装、钢结构、预制构件、商品混凝土等上下游相对完整的产业链。

图 8：公司全产业链业务模式演变



资料来源：Wind，公司官网，安信证券研究中心



2017年，公司承接 EPC 项目额大幅增加，其中建工工程集团全年承接 EPC 项目 6 个（含市政工程项目 3 个），总金额 9.64 亿元，较 2016 年同比增长 157%。

**表 2：公司 2017 年-2018 年 EPC 项目主要中标情况**

	项目名称	金额
2017.8.15	简阳市东城新区雄州大道提质改造工程 BLT+EPC 项目	6.79 亿元
2017.8.19	蒲江县西河河滨景观建设项目投资（BLT）+勘察设计施工总承包（EPC）项目	9.6 亿元
2017.11.19	七里滨江勘察、设计、采购、施工总承包（EPC）项目	6.1 亿元
2018.2.8	仙居县经济开发区工艺小微园及配套建设项目设计-采购-施工（EPC）总承包	6.83 亿元
2018.9.22	宁波市第一医院异地建设（一期）项目设计施工总承包	8.82 亿元
2018.12.30	镇海区 ZH06-01-33-01 地块项目工程总承包	6.56 亿元

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在 PPP 业务领域，在 2015 年子公司市政集团成功中标宁波市轨道交通 3 号线陈黄区间工程、金华经济技术开发区 330 国道改建工程 PC+融资 II 标项目等工程，实现了公司在轨道交通主体施工、政府和社会资本合作（PPP）领域零的突破。根据公司重大项目中标公告所公布的 PPP 项目中标情况，目前公司中标 PPP 项目总投资额为 48.15 亿元，工程范围涉及市政、房建、交通等领域，以上项目的承接均为该项资本运作模式积累了运作经验。

**表 3：公司所承接 PPP 重大项目**

中标时间	项目名称	总投资
2016.8.5	温州金融科技文化中心 PPP 项目	26.39 亿元
2016.10.12	宁海汽车城综合服务中心项目 PPP	10.38 亿元
2017.11.17	巫溪县红池坝景区旅游交通基础设施建设工程（古路互通至红池坝快速道路工程一期）PPP 项目	3.93 亿元
2018.10.30	江北区海绵城市水系整治及综合提升工程 PPP 项目	7.48 亿元

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司成立以来完成了多起建筑业务相关并购，并购标的涵盖勘察设计板块、建筑装饰板块及建筑工业化板块等，增强公司在产业链各环节实力，有利于总承包业务和专业分包业务相互配合运营策略的实施，进一步实现业务结构持续优化，同时利于省外市场业务占比提升，高毛利的市政工程承接占比也逐步提升。

**表 4：公司建筑业务相关并购事件一览表**

时间	并购内容	意义
2014.3	收购宁波冶金勘察设计研究股份有限公司 85% 股权	完善产业链，培育新的业务增长点，增强测绘勘察实力
2014.4	收购明州设计 36.11% 股权	完善产业链，增强勘察设计实力
2015.1	建乐装潢收购置华建设 100% 股权	增强建筑装饰资源
2017.6	建工建乐吸收合并建乐装潢	进一步整合工程总承包、建筑装饰资源
2018.6	收购子公司宁波普利凯建筑科技有限公司 2% 股权	增强建筑工业化板块实力

2018.7 收购广天构件部分自然人股东持有的 18 万股股权 增强建筑构件板块实力  
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1.6. 收购海外证券公司，探索金融服务和海外市场

2015 年 5 月，公司二级子公司宁建国际与南非“Anglorand Holdings Limited”及塞舌尔“Anglorand Seychelles Limited”签署《股份转让协议》，以现金收购方式受让南非“Anglorand Securities Limited”（安兰证券）100%股份，交易对价总额为 598.31 万美元。

安兰证券公司是在南非约翰内斯堡证券交易所（JSE）注册的一家证券公司，其主要业务为代表客户对以兰特记账的在 JSE（约翰内斯堡证券交易所）上市交易的股份提供交易经纪服务，其主要收入来自交易产生的经纪人佣金和手续费，在南非市场具有比较齐全的证券业相关资质，并拥有稳定的管理团队和较高的知名度。

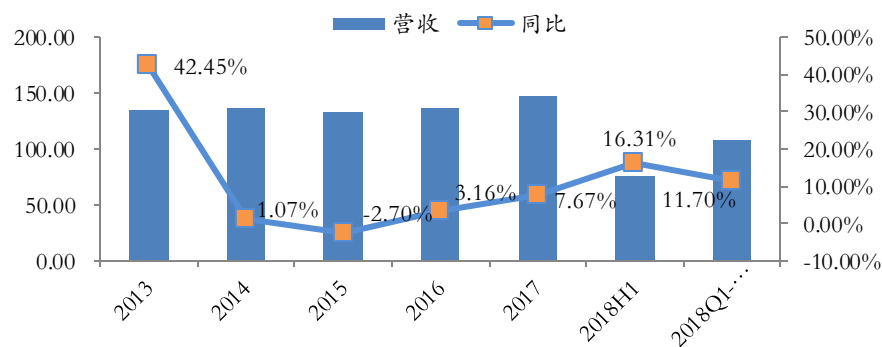
南非是非洲经济的桥头堡，市场经济及金融体系较为发达，公司收购南非安兰证券公司及其附属子公司是公司践行“走出去”战略的举措之一，有利于公司以安兰证券为切入点，发挥公司建筑业管理及技术优势，探索金融服务与海外建筑施工业务拓展互动的业务模式，有利于公司以安兰证券为金融平台，为中资企业提供在非洲的本地化投融资服务，拓展相关市场。

## 2. 盈利能力稳定，现金流稳健

### 2.1. 营收利润稳步提升，经营现金流维持稳健

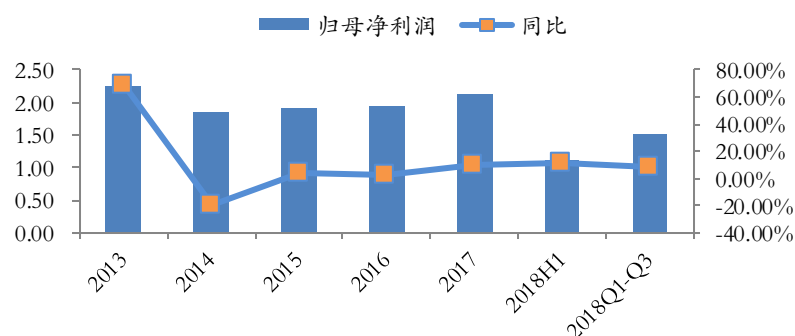
营收利润稳步提升，利润率有所下滑。公司过去五年营业收入总体维持增长趋势，营收同比增速自 2015 年以来持续提升，2017 年实现营收 147.46 亿元，同比增速达到 7.67%，2018 上半年和 2018 前三季度营收增速分别提升至 16.31%和 11.7%，全年增速水平较 2017 年有望继续提高。净利润也保持稳步增长态势，2017 年实现归母净利润 2.14 亿元，同比增速达 9.49%。

图 9：近五年公司营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，公司官网，安信证券研究中心

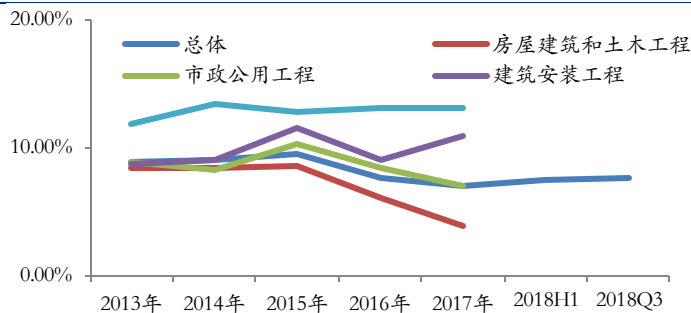
图 10：近五年公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，公司官网，安信证券研究中心

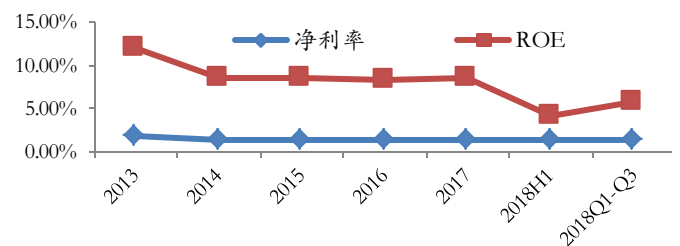
公司 2013-2017 年毛利率水平总体呈下滑趋势，2017 年毛利率水平为 7.04%，根据各项业务板块毛利率变化，房建工程和市政工程的毛利率下跌幅度较大，在 2017 年分别跌至 3.86% 和 6.94%。根据 2017 年年报所公布的成本分析表，两项业务的直接材料费同比增速分别为 10.55% 和 29.4%，占总成本的比例也较 2016 年有所提升，同时市政工程分包费用同比增加 13.24%，判断以上成本增加或由于市场建材及设备价格水平提升以及低毛利的 EPC 业务份额增加所致。2018 年前三季度公司毛利率水平略有回升，根据 2018 年三季报，毛利率水平提升至 7.66%。从净利率水平来看，2013-2017 年也呈缓慢下滑态势，2017A 和 201Q3 分别为 1.48% 和 1.45%，净利率水平总体维持稳定在 1.5% 上下。ROE 水平在 2013-2017 年也维持平稳，2018H1 跌至 4.27%，2018Q3 回升至 5.79%，公司 2018Q3 末负债率和净利率均低于 2018H1 末水平，而总资产周转率由 0.53 提升至 0.76，判断 2018Q3ROE 水平的提升或为总资产周转率有大幅提升所致。

图 11：近五年总体毛利率和主营业务毛利率水平 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

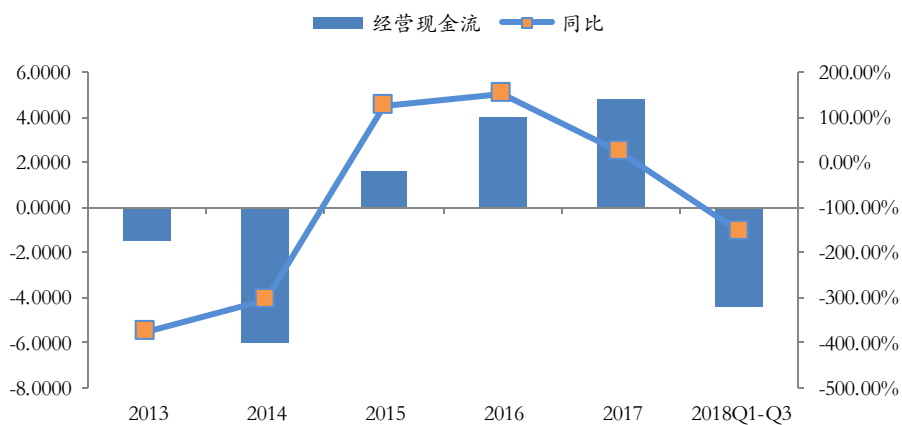
图 12：近五年总体净利率和 ROE 水平 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从公司现金流情况来看，近五年公司经营活动产生的现金流量净额自 2015 年起开始回正且持续增长，在 2017 年达到最大值 4.85 亿元，根据 2018 年三季报数据，2018Q1-Q3 经营活动现金流净额为 -4.44 亿元，随四季度回款规模的加大，2018 年全年经营性现金流净额仍有望维持稳定增长水平。

图 13：近五年公司经营活动现金流情况及同比增速 (亿元，%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

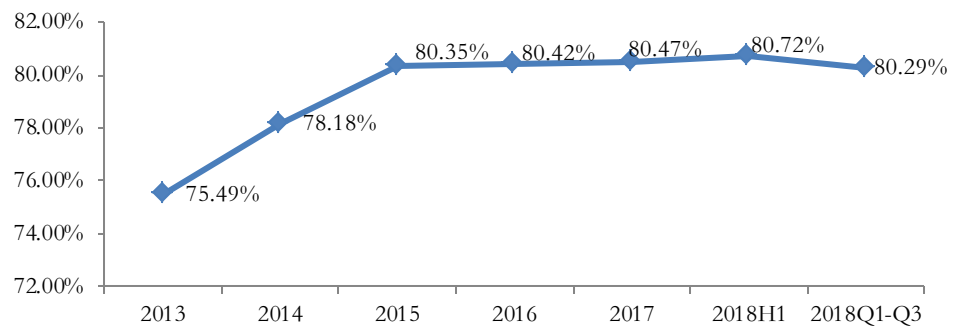
## 2.2. 资产负债率稳定，存货管理略有成效

近几年资本结构方面，自 2013 年起，公司资产负债率大幅上升，2015 年达到 80.35%，自 2015 年至今在 80% 上下波动，2017 年末和 2018 年三季度末分别为 80.47% 和 80.29%。公司负债主要为刚性负债（刚性负债=短期借款+应付票据+应交税金+一年内到期的长期负债+应付债券+长期借款）和应付账款，2017 年末两者合计占比为 80.56%，2018 年三季度末下降至 75.6%。2017 年末，公司刚性债务占比为 41.93%，短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 44

亿元和 2.95 亿元。短期刚性债务主要为短期借款、应付票据和一年内到期非流动负债，其中短期借款占比最高，为 39.19 亿元，2018 年三季度末，短期借款达到 44.72 亿元。

分析其债务结构时发现在 2014 年和 2015 年短期借款分别同比增加 50.19%和 37.43%，之后逐年增加，根据 2015 年公司年报描述，其主要原因是由于公司 BT 项目工作量增加及工程款收回速度有所下降使工程相应增加对外融资规模。公司中长期刚性债务主要为长期借款，2017 年末长期借款为 2.95 亿元，较年初数增长 126.92%，主要原因为公司承接的 PPP 项目进入施工阶段，工程款投入增加所致。

图 14：近五年公司资产负债率变化 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 15：近五年公司刚性债务和应付账款情况 (亿元, %)

	负债合计 (亿元)	长期借款 (亿元)	短期借款 (亿元)	一年内到期非流动负债 (亿元)	应付票据 (亿元)	应付账款 (亿元)	刚性债务占比	应付账款占比
2013	65.39	0.00	16.60	0.20	3.50	24.50	31.05%	37.47%
2014	81.06	1.44	24.93	0.08	3.31	30.69	36.71%	37.86%
2015	98.26	0.45	34.27	1.15	4.95	35.93	41.54%	36.56%
2016	104.82	1.30	37.27	0.53	3.57	44.06	40.70%	42.03%
2017	111.97	2.95	39.19	0.32	4.49	46.20	41.93%	41.26%
2018H1	120.08	2.80	48.31	0.46	4.78	39.45	46.93%	32.85%
2018Q1-Q3	118.98	2.80	44.72	0.46	44.77		77.95%	

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

在资产端上，公司主要资产来自于货币资金、存货及应收账款，合计占总资产比例超过 50%，存货、应收账款和长期应收账款三者合计占比在 2017 年末达到 58.59%。货币资金占比在 2017 年末达到 16.47%，2018 年 H1 和 Q3 也维持在 15%以上的水平。

表 16：近五年公司资产构成变化 (亿元, %)

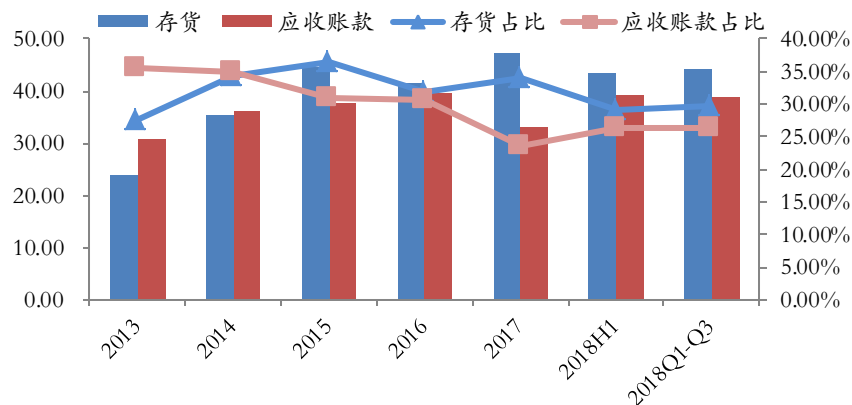
货币资金	存货	应收账款	长期应收款	资产总额	A/E	B/E	C/E	D/E	(B+C+D)/E
(A)	(B)	(C)	(D)	(E)					

2013	8.64	23.93	30.88	0.00	86.62	9.97%	27.63%	35.65%	0.00%	63.28%
2014	8.92	35.44	36.37	0.00	103.69	8.60%	34.18%	35.08%	0.00%	69.26%
2015	13.40	44.51	37.86	0.60	122.30	10.95%	36.39%	30.96%	0.49%	67.84%
2016	17.25	41.37	39.74	1.42	130.34	13.23%	31.74%	30.49%	1.09%	63.32%
2017	23.42	47.36	32.97	1.20	139.15	16.83%	34.04%	23.69%	0.86%	58.59%
2018H1	24.50	43.28	39.41	0.88	148.77	16.47%	29.09%	26.49%	0.59%	56.18%
2018Q1-Q3	22.59	44.06	39.04	1.10	148.19	15.24%	29.73%	26.34%	0.74%	56.81%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2013年至2017年,公司存货总体呈上升趋势,2017年存货为47.36亿元,2018三季度末存货水平与2018H1基本持平为44.06亿元,2014-2017年存货占比均在30%以上,2018H1和2018Q3末降至29.09%和29.73%,存货管理略有成效。应收账款在2013-2016年持续增加,但2017年末达到近五年最低值为32.97亿元,2018年三季度末回升至39.0亿元。应收占款占比在2013-2016年均在30%以上,2017年降至近五年最低值23.69%,2018H1和2018Q3末提升至26.49%和26.34%。

图 17: 近五年公司存货和应收账款变化 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3. 江浙地区可比公司比较

目前江浙地区建筑施工企业中与公司业务类型相似可比的上市民营企业包括: 龙元建设、宏润建设、腾达建设, 四家公司业务领域各有侧重, 基本情况对比如下。

表 18: 四家可比公司主营业务和基本指标对比

主营业务范围	1月15日收盘市值	2017年营收	2017年归母净利润
	(亿元)	(亿元)	(亿元)
宁波建工 - 建筑施工 (房屋工程、市政工程、安装工程和装饰装修工程) - 建材物资销售	32.41	147.46	2.14

	-建筑安装工程			
龙元建设	-建筑施工 (房屋建设、钢结构、装饰、建筑设计) -PPP	100.96	178.73	6.07
宏润建设	-建筑施工(轨道交通、市政、房建) -房地产开发 -基础设施投资 -新能源开发	43.99	81.27	2.72
腾达建设	-建筑施工(市政公用工程、公路工程) -房地产开发	37.09	35.90	1.44

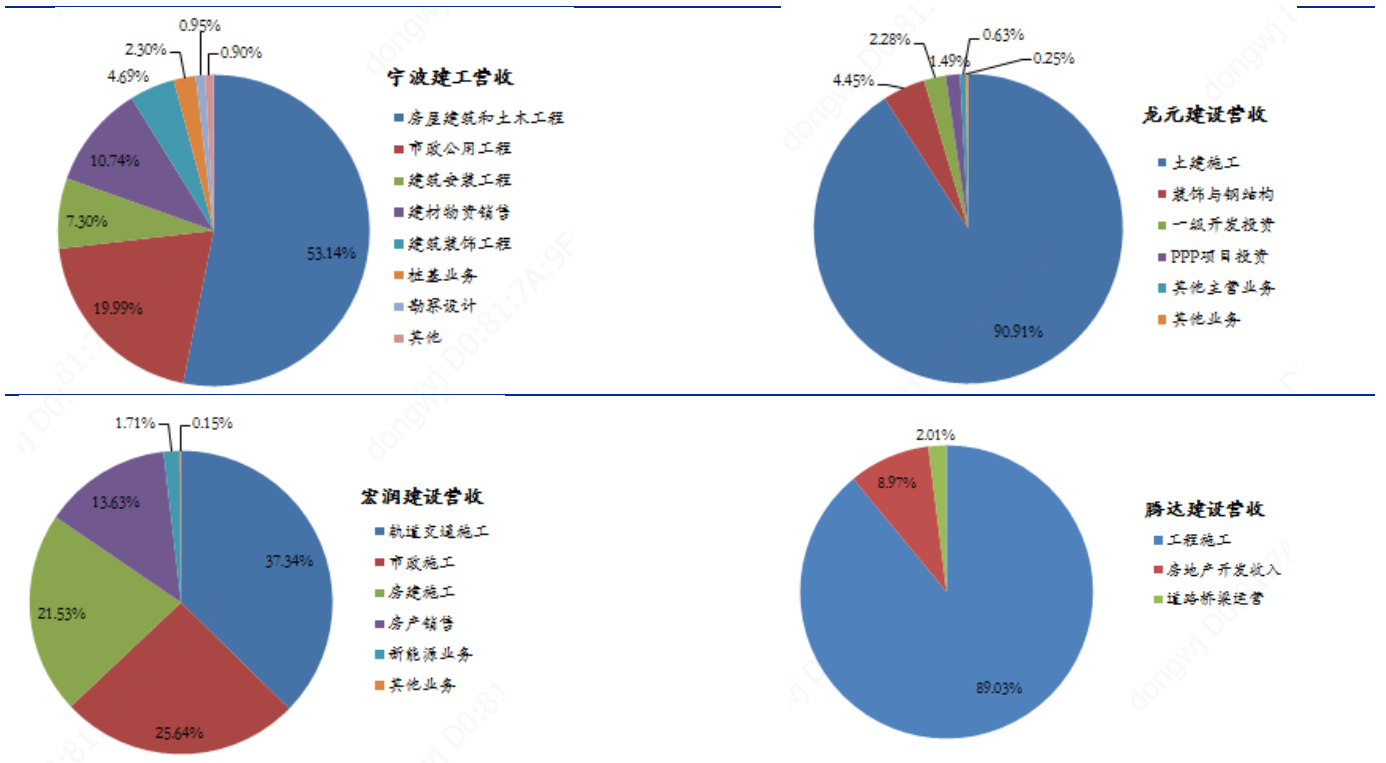
资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

龙元建设主营传统建筑施工业务以及 PPP 业务, 其中公司传统建筑施工业务涵盖土建房屋施工、装饰与钢结构、建筑设计和其他业务, 营收占比在 90%以上。在 PPP 领域, 公司借助母公司的建筑施工优势和资金实力和子公司龙元明城的业务开拓及投融资能力, 成为 PPP 领域的民营龙头企业之一。

宏润建设主要从事的业务为建筑施工、房地产开发、基础设施投资及新能源开发, 是国内第一家进行城市轨道交通地下盾构施工的民营企业, 轨道交通业务已进入全国 18 个城市。其中轨道交通施工营收占比最高为 37.34%, 其次为市政施工(25.64%)和房建施工(21.53%)。

腾达建设从事的主要业务为建筑工程施工, 2017 营收占比达 89.03%, 此外公司有少量房地产开发业务, 主要以消化存量为主。

图 19: 四家可比公司 2017 年营收构成



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

通过比较四家公司所获得的行业资质, 宁波建工资质最为齐全, 在施工类和勘察设计类的资质种类和个数均超过其他三家公司。公司具备机电安装工程施工总承包资质、消防设置工程和建筑智能化工程专业承包资质、模架脚手架安装资质、混凝土预制构件专业资质、工程勘

察综合甲级资质、建筑设计甲级资质和钢结构专业设计甲级资质，较其他三家公司所承接业务领域范围更加广阔。

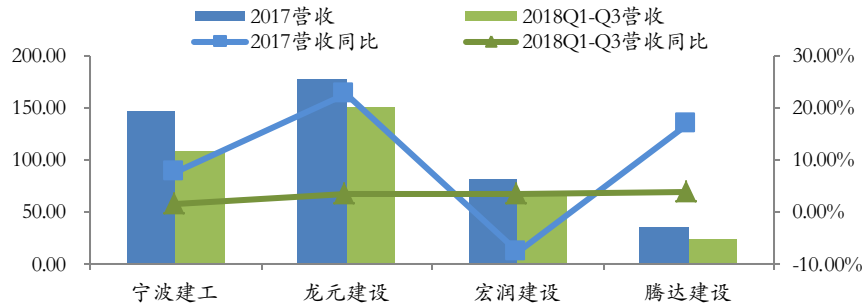
表 20：四家公司资质对比表

	宁波建工	龙元建设	宏润建设	腾达建设
	资质级别			
房屋建筑工程	施工总承包特级	施工总承包特级	施工总承包特级	施工总承包特级
市政公用工程	施工总承包特级	施工总承包一级	施工总承包特级	施工总承包特级
水利水电工程		施工总承包一级		
建筑装饰装修工程	专业承包壹级	专业承包壹级		专业承包贰级
机电安装工程	施工总承包特级			
钢结构工程	专业承包壹级	专业承包壹级		
地基与基础工程	专业承包壹级	专业承包壹级		
园林古建筑工程		专业承包壹级		
消防设置工程	专业承包壹级			
建筑智能化工程	专业承包壹级			
建筑幕墙工程	专业承包壹级	施工一级		
起重设备安装工程	专业承包壹级			
桥梁工程				专业承包壹级
模架脚手架	安拆一级			
公路工程	施工总承包二级			施工总承包壹级
公路路面工程				专业承包壹级
公路路基工程				专业承包壹级
混凝土预制构件	专业贰级			
工程勘察	综合甲级			
测绘	甲级			
地灾评估	甲级			
建筑工程设计	行业甲级		行业甲级	
工程设计市政行业	行业甲级		行业甲级	
建筑装饰及建筑幕墙	专项工程设计甲级	专项工程设计甲级		
钢结构、网架工程	专业设计甲级			

营收方面，四家公司中，2017 年和 2018 前三季度龙元建设的营收规模和增速均为最高，宁波建工营收规模水平仅次于龙元建设，位居第 2。2017 年宁波建工营收增速 (+7.67%) 位

于第3，次于龙元建设(+22.53)和腾达建设(+16.99%)，2018年前三季度营收增速排名提升至第2位水平(+1.48%)，仅次于龙元建设(+3.42%)。

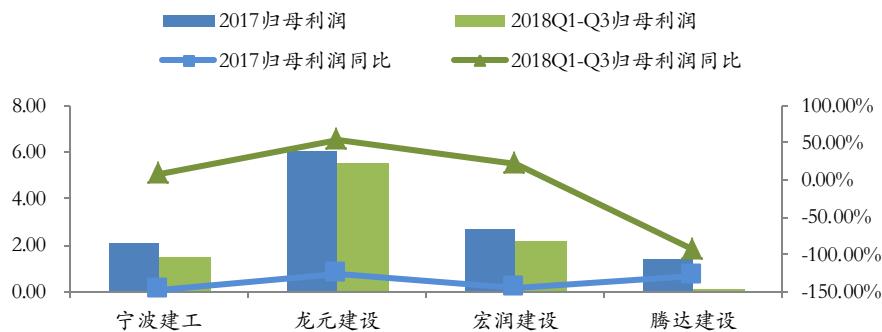
图 21：2017A、2018Q3 公司营业收入及同比增速变化 (亿元，%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

归母净利润方面，四家公司中，2017年和2018年前三季度宁波建工归母净利润规模低于龙元建设和宏润建设，位居第3。2017年，归母净利润增速(+9.49%)处于四家可比企业之末，2018年前三季度归母净利润同比增速(+7.72%)排名有所提高，次于龙元建设(+52.95%)和宏润建设(+20.7%)，远高于腾达建设(-94.72%)。

图 22：2017A、2018Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速变化 (亿元，%)

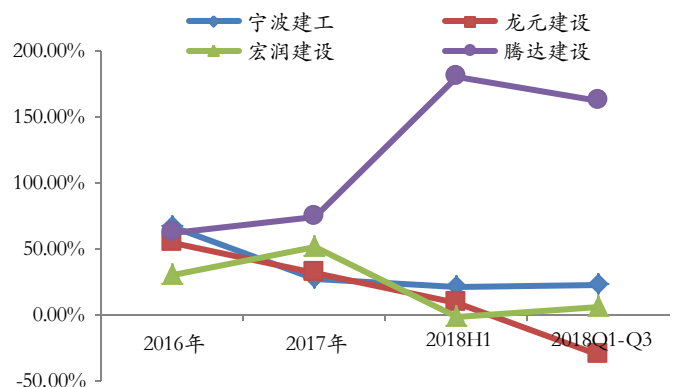
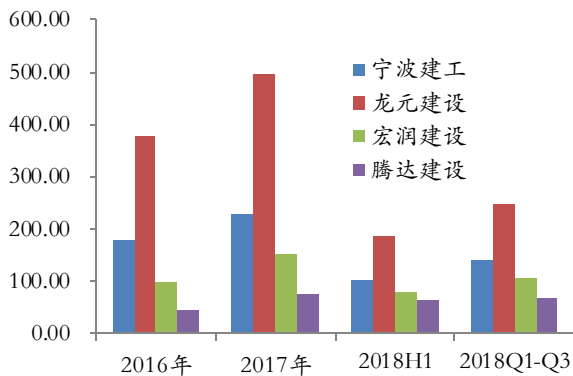


资料来源：Wind，安信证券研究中心

新中标项目方面，我们对比了四家公司2016年至2018年第三季度的新中标项目金额及同比增速水平。四家公司中，各时间段内，宁波建工承接业务规模均位居第2，低于龙元建设；在同比增速上，与其他三家公司相比，宁波建工同比增速表现较为稳健，未出现过负增长或较大的波动起伏，2018H1和2018Q1-Q3同比增速分别达到20.32%和21.74%，仅次于腾达建设。

图 23：2016A、2017A、2018Q1-Q3 四家公司订单规模 (亿元，%)

图 24：2016A、2017A、2018Q1-Q3 四家公司订单增速 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：Wind，公司官网，安信证券研究中心



在资产规模上,2017年末和2018三季度末,宁波建工资产总额均位居第2,低于龙元建设,2018三季度末宁波建工和龙元建设资产总额分别为148.19亿元和479.94亿元。所有者权益方面,宁波建工位居四家公司末位,2017年末所有者权益为17.56亿元,2018年三季度末增加至18.76亿元。在资产规模同比增速上,宁波建工强于宏润建设,2017年和2018年3季度末同比增速分别为6.76%和15.30%;所有者权益同比增速位居四家公司末位,2017年和2018年3季度末同比增速分别为9.78%和13.59%。

图 25: 四家公司资产规模和所有者权益对比 (亿元)

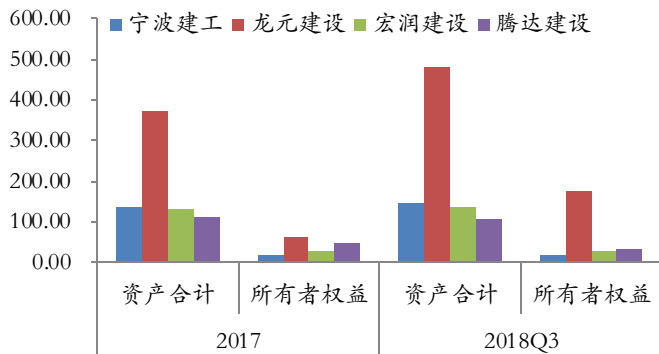
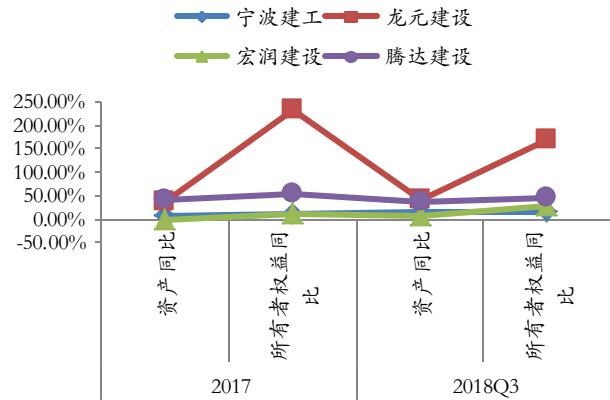


图 26: 四家公司资产规模和所有者权益同比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

#### 4. 全资子公司收购中经云股权并增资, 加码 IDC 业务助力转型升级

公司2018年12月5日发布公告,公司全资子公司宁波建工工程集团有限公司(简称“建工集团”)拟参考评估价以人民币15,067.95万元收购控股股东浙江广天日月集团股份有限公司(简称“广天日月”)持有的中经云数据存储科技(北京)有限公司(简称“中经云”)8.8635%股权。本次股权收购标的为公司控股股东持有的参股公司股权,构成关联交易。同日,公司公告建工集团拟以现金方式向中经云增资人民币3亿元,其中增加注册资本2,170.5882万元。

根据公司2018年12月12日发布的“关于对上海证券交易所问询函回复的公告”(2018-077),在此次收购及增资完成后,公司全资子公司建工集团持有中经云22.534%股权,由于公司同时持有深圳市融美科技有限合伙(有限合伙)20%股权,而本次股权转让及增资实施后,深圳市融美科技有限合伙(有限合伙)持有中经云47.6975%股权,由此公司及其全资子公司直接和间接合计持有中经云32.0735%股权。

表 5: 此次股权转让及增资实施后中经云股权结构

股东	出资额 (万元)	增资及受让后新比例 (%)
深圳市融美科技有限合伙 (有限合伙)	6902.11	47.6975
共青城吉成投资管理合伙企业 (有限合伙)	763.51	5.2763
共青城吉乐投资管理合伙企业 (有限合伙)	545.21	3.7677
中经网数据有限公司	1090.21	7.534
宁波建工工程集团有限公司	3260.7982	22.534
汉富 (北京) 资本管理有限公司	1293.75	8.9405
烟台汉富瀚魏投资中心 (有限合伙)	307.5	2.125
烟台汉富瀚宽投资中心 (有限合伙)	307.5	2.125
合计	14470.5882	100

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4.1. 中经云公司基本情况

根据中经云公司官方网站信息，中经云数据存储科技(北京)有限公司成立于2013年8月，是中关村高新技术企业。作为由国家信息中心发起成立的新一代大数据基础设施服务商，中经云自主研发了光磁混合存储技术、建设绿色云数据中心、积极探索下一代云服务平台、发展以应用为导向的通用化数据分析技术，并与量子通信展开深度的技术融合，为我国大数据、“互联网+”战略，提供绿色、安全、智能的基础设施服务。

图 27：中经云公司业务结构

光磁混合存储	云数据中心	量子保密通信
将蓝光存储介质应用在海量数据存储领域，实现了冷数据的大规模、高效、低成本存储。	中经云亦庄数据中心一期和二期可容纳 11,000 台标准机柜，是国内超大型互联网数据中心。	中经云与中科大量子技术团队成立合资公司，致力于推动量子通信技术在大数据领域的产业化应用。

资料来源：中经云公司官网，安信证券研究中心

根据公司 2018 年 12 月 5 日披露的中和资产评估有限公司出具的《中经云数据存储科技(北京)有限公司资产评估报告》(简称“《评估报告》”)显示，**中经云主营业务为 IDC 服务及其增值服务，具体包括机柜租赁、增值业务、机构代销服务等**。IDC 服务的核心在于数据中心的建设与提供，数据中心是为计算机系统(包括服务器、存储和网络设备等)安全稳定持续运行提供的一个特殊基础设施，该空间一般包含以下基础设施：建筑物、电力电气系统、制冷系统、监控管理系统等。在数据中心的基础上，中经云的主要服务是通过机柜出租为 ISP、内容服务提供商、应用服务提供商、企业、系统集成商、政府等提供大规模、高质量、安全可靠的服务器托管，以及云计算等相关增值服务。

图 28：中经云公司业务结构

机柜出租	客户将自有或租用的服务器置于中经云机房，中经云向客户提供机房基础设施环境和互联网带宽、IP 地址等电信资源
增值业务	包括机房模块改造业务、带宽服务、办公场所租赁等。
机柜代销服务	代理和销售其他 IDC 机房的机柜服务。

资料来源：中经云数据存储科技(北京)有限公司资产评估报告，安信证券研究中心

目前中经云已获得工信部颁发的《跨地区增值电信业务经营许可证》及北京市通信管理局颁发的《增值电信业务经营许可证》，具备跨地区开展互联网数据中心业务(IDC 和云服务)、互联网接入服务业务(ISP)、内容分发网络业务(CDN)、国内互联网虚拟专用网业务(VPN)、固定网国内数据传送业务、网络托管业务及其他增值电信业务的资质。

图 29：中经云北京亦庄数据中心地理位置



资料来源：中经云公司网站，安信证券研究中心

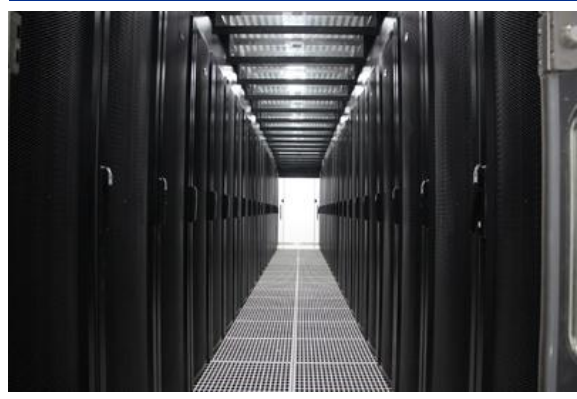
根据中经云官网信息及《评估报告》，中经云北京亦庄数据中心是中经云全国布局的首个绿色云数据中心，也是全国首个光磁混合存储架构云存储示范中心，以及全国首个量子保密通信示范数据中心。中经云亦庄数据中心位于北京市经济技术开发区（BDA），总建筑面积约70,000平方米，抗震结构等级为8级，可容纳10,000+机柜，参照国家A级机房标准和Uptime T3/T4标准进行建设，配合以充足的双路电力供应，可以最大程度的满足客户的定制化需求。中经云亦庄数据中心是目前北京单体最大的数据中心。

图 30：中经云北京亦庄数据中心外景



资料来源：中经云官方网站，安信证券研究中心

图 31：中经云北京亦庄数据中心内景



资料来源：中经云官方网站，安信证券研究中心

根据公司2018年12月12日发布的“关于对上海证券交易所问询函回复的公告”（2018-077）显示，中经云亦庄数据中心一期工程于2017年上半年投入运营，二期工程于2018年7月投入使用。中经云数据中心一期出租签约率为100%，二期工程截止2018年10月31日的出租签约率为57.24%，主要客户包括中国移动、中国电信、中国联通等基础电信运营商，双方建立了长期稳定的合作关系，上述运营商的终端客户以大型互联网企业为主，包括阿里巴巴、腾讯、爱奇艺、滴滴、网易、亿联银行、深圳证券通信有限公司等。截止2018年10月31日中经云经营数据如下：

表 6：截止 2018 年 10 月 31 日中经云经营数据

项目	2017 年 1 月至 12 月	2018 年 1 月至 6 月	2018 年 1 月至 10 月
营业收入（万元）	3,149.66	4,416.75	11,352.03
上电机柜数（台）	1,525	2,832	4,165

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据上述公司回复上交所公告（2018-077）显示，中经云截止2018年10月31日已经实现销售收入11,352.03万元，2018年1至10月收到销售回款8,836.81万元。由于一般情况下，IDC机柜出租业务根据客户已使用（上电后）的机柜数量、网络资源、用电量等进行计费，费用结算包括月度、季度结单机柜租赁费用等形式，因此将存在一定程度的应收账款比例（回款晚于确认收入）。公告解释中经云实际经营业绩与前期重组预案中预测业绩产生差异原因在于：1）亦庄数据中心整体施工难度和工程量超出预期，施工过程中多次进行设计变更且北京地区因国家重大活动频繁致工程进度时有中断，整体工期有所推迟；2）原计划2016年底前可实现项目的整体竣工（一次性供应11,000个标准机柜）因工期延迟及市场策略调整变更为一期（5,200个标准机柜）、二期（5,800个标准机柜）分别交付，故预测收入实现与实际产能投放时间产生差异。

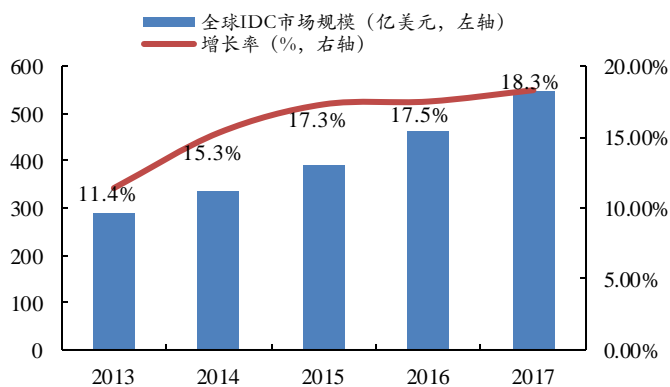
## 4.2. 布局 IDC 市场，“新基础设施建设”或成公司业绩新增长点

### 4.2.1. 国内 IDC 市场发展空间广阔，未来仍有较大潜力

据《评估报告》中相关信息显示：自2010年以来全球IDC市场始终保持较快的增速，2010-2017年市场规模的复合增长率达到16.53%。2017年全球IDC行业市场规模达到534.7亿美元，同比增长18.32%。而2010年以来，国内IDC市场规模始终保持较快增长，总规模从2010年的102.2亿元增加到2017年的946.1亿元，年均复合增长率为37.43%；2017年国内IDC市场规模达到946.1亿人民币，同比增长32.41%，增速大幅领先于全球市场。

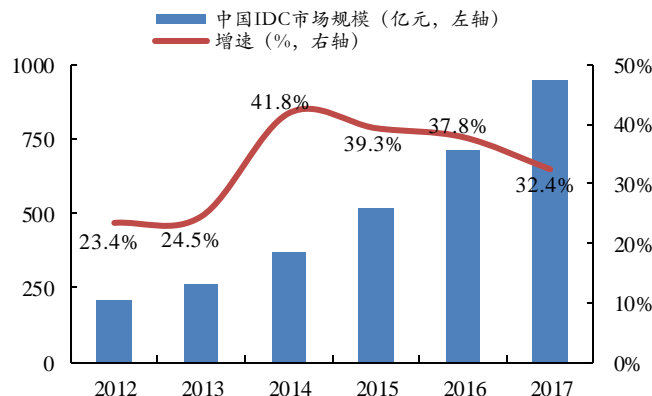
预计未来几年，中国的 IDC 市场的发展将从高速发展期逐渐步入成熟期，客户需求和 IDC 服务商的供给能力趋近平衡，随着数据存储规模、计算能力及网络流量的增加，IDC 行业市场规模仍将不断扩大。据《评估报告》信息显示，预计 2018 年中国 IDC 的市场规模将达到 1200 亿人民币、2018-2020 年复合增长率或仍将维持 27%-30% 水平，市场发展潜力巨大。

图 32：2013-2017 年全球 IDC 市场规模及增速



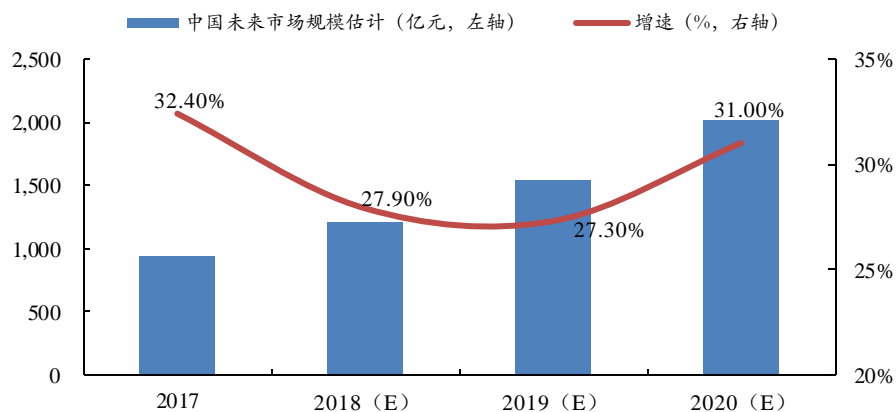
资料来源：中经云数据存储科技（北京）有限公司资产评估报告，安信证券研究中心

图 33：2012-2017 年中国 IDC 市场规模及增速



资料来源：中经云数据存储科技（北京）有限公司资产评估报告，安信证券研究中心

图 34：2018-2020 年中国 IDC 未来市场规模及增速预测



资料来源：中经云数据存储科技（北京）有限公司资产评估报告，安信证券研究中心

#### 4.2.2. 5G 流量红利助推 IDC 市场有利增长

目前全球通信行业正处于 4G 向 5G 过渡的阶段，移动技术的迭代升级带来的是数据流量的井喷式增长。根据 ITU 的划分，5G 主要包括增强移动宽带、海量机器类通信和超高可靠低延时通信三类，覆盖 VR/AR、智慧城市、物联网、工业互联网、自动驾驶、车联网等一系列垂直行业应用。海量应用将会把用户对数据流量的存储和分析需求推向一个全新的高度。目前，我国工信部也已明确表示中国将于 2020 年实现 5G 规模商用。届时，移动数据流量将迎来一个更为蓬勃的持续爆发期，作为基础设施中的重要一环，迅速扩张的流量规模和数据资源势必会进一步推动 IDC 行业发展。

#### 4.2.3. 云计算的快速发展将会带动 IDC 市场的进一步发展。

作为未来最具潜力的产业之一，许多互联网巨头早已经开展云计算业务，并将云计算划分为一个独立的业务部分。根据多家公司的年报显示，云计算收入已经成为公司新的收入增长点。通过公开资料整理，我们对比了中美云计算的发展历史：

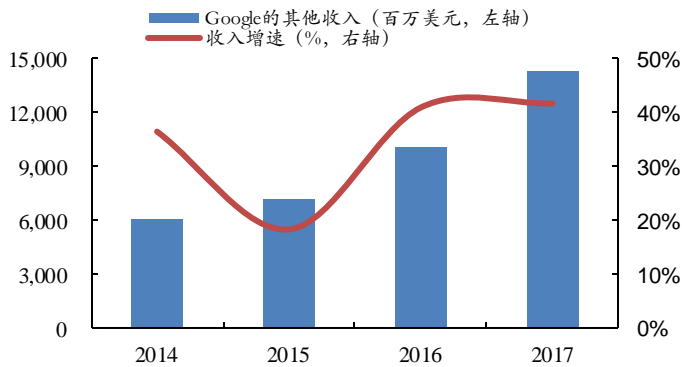
图 35：中美云计算发展情况对比



资料来源：中国 IDC 圈、《云计算白皮书》等公开资料整理，安信证券研究中心

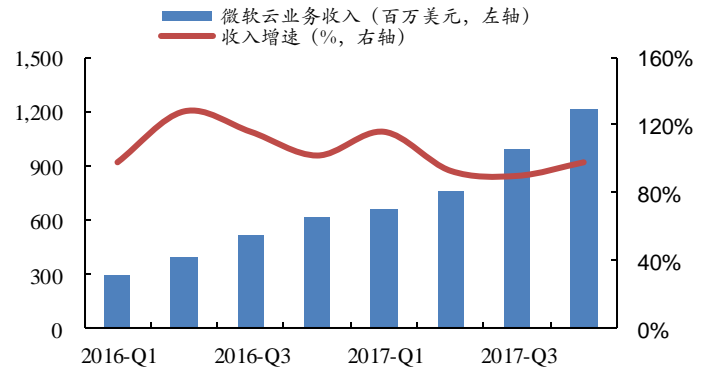
根据上图可以发现，相比于美国，中国云计算的发展大约落后三年的时间。尽管美国一些互联网巨头云计算业务的发展速度有所下滑，但是依旧保持着 40%左右的年增速，市场潜力依旧很大。而中国云计算的龙头企业，阿里巴巴云计算业务还保持着 100%以上的增速。根据工信部《云计算发展三年行动计划》显示，十二五末期我国云计算产业规模已经达到 1500 亿元，并提出到 2019 年，我国云计算产业规模要发展到 4300 亿元，由此可以推断，中国的云计算产业未来几年还将持续高速发展。IDC 作为云计算中基础设施的关键一环，市场的需求和增速将会继续保持。

图 36：谷歌的其他收入（含云计算）及增速



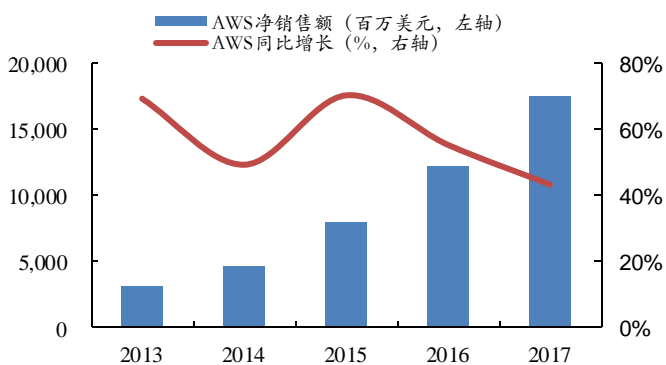
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 37：微软 Azure 云业务收入及增速



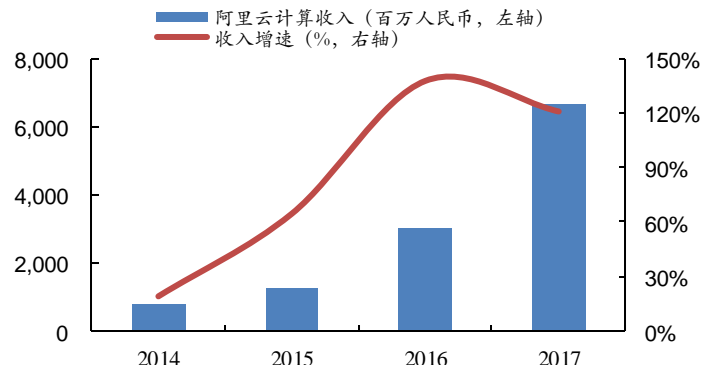
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 38：AWS 净销售额及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 39：阿里云计算收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4.2.4. 政策不断激励，引领 IDC 行业发展持续向好

过去几年间我国政府大力推动云计算、大数据、5G 等现代信息产业发展，对于信息产业基地基础设施建设提出了较高要求：

- 1) 2012 年，工信部电信管理局发布了《关于进一步规范因特网数据中心（IDC）业务和因特网接入服务（ISP）业务市场准入工作的实施方案》，鼓励符合条件的企业进入 IDC 和 ISP 领域。在 2016 年的 IDC 服务大会上，中国信息通信研究院院长刘多女士表示，截止到 16 年 10 月底，国家已经发出 327 张跨地区的 IDC 业务经营许可证和 844 张省内 IDC 的经营许可证。
- 2) 2017 年初，工信部信软司发布《大数据产业发展规划（2016-2020 年）》解读，其中提到大数据产业的健康发展，是国家做出的重大战略部署，是实施国家大数据战略、实现我国从数据大国向数据强国转变的重要举措。而在其中提到的 7 项重点任务中，完善大数据产业支撑体系，合理布局大数据基础设施建设等被单独作为一项重点任务提及。并在《规划》中提出，总体目标方面，到 2020 年，大数据产业体系基本形成，大数据相关产品和服务业务收入突破 1 万亿元，年均复合增长率保持 30%左右。市场巨大的大数据产业，30%稳定复合增速的目标，政策鼓励的支持，都有望带动底层基础设施的发展，引领 IDC 行业的前进方向。
- 3) 2017 年 11 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《推进互联网协议第六版（IPv6）规模部署行动计划》，要求推进 IPv6 规模部署，高效支撑移动互联网、物联网、工业互联网、云计算、大数据、人工智能等新兴领域快速发展。在 2018 年 5 月工信部发布的关于贯彻落实《推进互联网协议第六版（IPv6）规模部署行动计划》的通知中提到，推进应用基础设施 IPv6 改造，落实配套设施保障措施。数据中心作为其中一环，担任着重要任务。

综上所述，IDC 行业市场规模较大，在国内仍处于发展期，且作为新兴信息产业最重要的基础设施之一，需求方兴未艾、潜力尚有较大空间，公司战略转型选择 IDC 行业切入是一个较好的选择。我们认同公司在“关于对上海证券交易所问询函回复的公告”（2018-077）中的观点：随着国内经济的增速换挡，传统建筑企业进行转型升级、适时培养利润增长点有利于推动企业长远发展，IDC 行业市场前景广阔，中经云在 IDC 领域具有良好的硬件设施和管理水平，公司全资子公司收购中经云参股权有利于培养利润增长点、助力企业转型升级。

#### 4.3. 地理区位及 PUE 优势显著，中经云亦庄数据中心成长可期

目前，市场上参与数据中心建设的公司主要可以分为电信运营商、互联网企业（云服务商）和第三方 IDC 服务商三大类型。数据中心的建设属于资本密集型产业，前期需要投入大量的资本，对于运营商和互联网巨头来说，雄厚的资金使得他们在建设方面以及后期的价格竞争上具有优势。随着进入 IDC 领域的企业越来越多，竞争也愈加激烈。

表 7：参与数据中心建设主要类型公司

电信运营商	互联网企业（云服务商）	第三方 IDC 服务商
 中国移动  China Unicom 中国联通  中国电信 特点：拥有大量电信基础设施资源，在骨干网络及互联网国际出口带宽资源具有明显优势。向云服务商、第三方服务商提供带宽资源。	 Tencent 腾讯  阿里巴巴  Bai 百度  HUAWEI 特点：以云服务为主，在垂直细分行业具有优势，可为客户提供云主机、云存储和特定行业解决方案，以及主机托管等。	 光环新网  世纪互联  宝信软件  中经云 特点：分为自有机房和租用机房第三方 IDC 服务商两类，自有机房服务商多面对大型客户，租用机房服务商多面对中小型客户。

资料来源：中经云数据存储科技（北京）有限公司资产评估报告，安信证券研究中心整理

作为互联网底层应用服务的最重要载体及基础设施，IDC 行业随着新增产能的增加，竞争将进一步加剧。从 IDC 的商业模式及行业特点来看，其地理位置、土地及电力资源消耗情况、骨干网络接入的时延和带宽将直接决定新建 IDC 项目的竞争能力：1) 基于 IDC 自身的商业地产属性，靠近互联网产业聚集区的项目将具有较高的客户资源优势；2) 一线城市对高耗能行业投资采取负面清单或禁入措施，如《北京市新增产业的禁止和限制目录(2015 年版)》已要求北京城六区禁止新建和扩建 PUE>1.5 的数据中心；上述目录“2018 年新版”则更加明确规定全市禁止新建和扩建 PUE>1.4 的数据中心，中心城区全面禁止新建和扩建数据中心。(PUE 是 Power Usage Effectiveness 的缩写，是评价数据中心能源效率的指标，数据中心消耗的所有能源与 IT 负载使用的能源之比。PUE 值越接近于 1，表示一个数据中心的绿色化程度越高)。

针对上述 IDC 竞争优势评价标准，我们分析中经云北京亦庄数据中心的优势在于：

**表 8：中经云北京亦庄数据中心竞争优势**

领域	中经云优势
地理位置	亦庄数据中心位于北京市，互联网产业需求旺盛，三大运营商通信基础设施优越，处于国内骨干网络的出入口，带宽资源优势。
能耗要求	亦庄数据中心以低耗能为核心竞争优势，通过多项技术和措施大幅降低 IDC 能耗水平，PUE 值理论上可达 1.4 以下（据《评估报告》）。
机柜规模	亦庄数据中心一期和二期可容纳 11,000 台标准机柜，是超大型互联网数据中心；同时亦庄数据中心亦为中经云自建机房，具有更强的可控性和灵活性，有利于降低运营成本、获得更高收益。

资料来源：中经云数据存储科技（北京）有限公司资产评估报告，安信证券研究中心

综上所述，我们认为中经云亦庄数据中心在较多领域优势明显，截止 2018 年 10 月 31 日，中经云较 2017 年新增上电机柜 2640 个，月平均新增 264 个上电机柜；10 个月新增机柜数量已经超越 2017 年全年上电机柜数量，是 2017 年全年上电机柜数量的 1.73 倍；2018 年 7 月至 10 月期间新增上电机柜 1333 个，月平均新增 333 个机柜，7 月以来机柜上电速度进一步加快。未来随着上电机柜数量的不断增加，销售收入有望进一步增长。

## 5. 公司盈利预测及投资评级

我们对公司 2018-2020 年房屋建筑工程、市政公用工程、建筑安装工程、建材销售、建筑装饰工程、桩基工程、勘察设计等主营业务及其他主营业务营业收入、营业成本、毛利率及毛利情况进行了测算，详见下表：

**表 9：宁波建工 2018-2020 年建筑及其他主营业务收入拆分预测**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	CAGR
营业总收入 (亿元)	136.96	147.46	158.91	171.59	185.53	7.88%
YOY (%)	3.16%	7.67%	7.76%	7.98%	8.12%	
营业成本 (亿元)	126.55	137.09	147.41	158.79	171.51	7.90%
YOY (%)	5.31%	8.32%	7.53%	7.72%	8.01%	
毛利 (亿元)	10.41	10.37	11.50	12.80	14.02	7.73%
YOY (%)	-17.32%	-0.30%	10.83%	11.33%	9.51%	
销售毛利率 (%)	7.60%	7.04%	7.24%	7.46%	7.56%	
<b>主营业务</b>						
<b>房屋建筑和土木工程</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	78.90	78.36	82.28	86.39	90.71	3.55%
YOY (%)		-0.68%	5.00%	5.00%	5.00%	
成本 (亿元)	74.09	75.34	78.78	82.50	86.63	

毛利率 (%)	6.10%	3.86%	4.25%	4.50%	4.50%	
<b>市政公用工程</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	24.22	29.48	30.95	33.59	36.44	10.75%
YOY (%)		1.68%	5.00%	8.50%	8.50%	
成本 (亿元)	22.20	27.43	28.79	31.23	33.89	
毛利率 (%)	8.36%	6.94%	7.00%	7.00%	7.00%	
<b>建筑安装工程</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	11.67	10.76	11.84	13.02	14.32	5.25%
YOY (%)		-7.80%	10%	10%	10%	
成本 (亿元)	10.61	9.58	10.54	11.59	12.75	
毛利率 (%)	9.07%	10.94%	10.95%	10.95%	10.95%	
<b>建材物资销售</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	10.62	15.84	19.01	21.86	25.14	24.04%
YOY (%)		49.15%	20.00%	15.00%	15.00%	
成本 (亿元)	9.23	13.77	16.52	19.00	21.85	
毛利率 (%)	13.07%	13.07%	13.07%	13.07%	13.07%	
<b>建筑装饰工程</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	8.87	6.91	7.60	8.36	9.20	0.91%
YOY (%)		-22.10%	10.00%	10.00%	10.00%	
成本 (亿元)	8.17	6.33	6.95	7.65	8.42	
毛利率 (%)	7.91%	8.45%	8.50%	8.50%	8.50%	
<b>桩基业务</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	1.19	3.39	4.24	5.09	6.10	50.48%
YOY (%)		184.87%	25.00%	20.00%	20.00%	
成本 (亿元)	1.11	3.23	4.04	4.85	5.82	
毛利率 (%)	6.41%	4.64%	4.65%	4.65%	4.65%	
<b>勘察设计</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	1.17	1.40	1.54	1.69	1.86	12.34%
YOY (%)		19.66%	10.00%	10.00%	10.00%	
成本 (亿元)	0.92	0.95	1.05	1.16	1.28	
毛利率 (%)	20.95%	31.91%	31.50%	31.50%	31.50%	
<b>其他主营业务</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	0.16	0.91	1.00	1.10	1.21	65.87%
YOY (%)		468.75%	10.00%	10.00%	10.00%	
成本 (亿元)	0.12	0.39	0.50	0.55	0.61	
毛利率 (%)	22.01%	57.18%	50.00%	50.00%	50.00%	
<b>其他业务</b>						<b>CAGR</b>
收入 (亿元)	0.16	0.41	0.45	0.50	0.55	35.90%
YOY (%)		156.25%	10.00%	10.00%	10.00%	
成本 (亿元)	0.10	0.06	0.23	0.25	0.27	
毛利率 (%)	39.48%	84.98%	50.00%	50.00%	50.00%	

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

对于中经云 IDC 业务 2018 年 7 月以后至 2022 年的财务数据测算, 谨慎起见, 我们将直接引用公司 2018 年 12 月 5 日发布的“关于全资子公司收购控股股东持有的中经云股权的公告”(2018-069) 中关于以收益法评估中经云资产价值的财务预测数据, 具体如下表:



**表 10：以收益法评估中经云资产价值测算的 2018-2023 年财务数据**

项目	预测数据					
	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
一、主营业务收入	13,009.79	47,452.48	71,514.52	78,111.30	80,306.11	80,306.11
减：主营业务成本	9,500.32	26,556.39	34,667.42	38,784.36	40,557.58	40,557.58
营业税金及附加	3.94	14.32	21.53	23.51	52.81	140.81
二、主营业务利润	3,505.53	20,881.78	36,825.57	39,303.43	39,695.72	39,607.71
减：销售费用	294.83	595.68	605.90	616.32	626.96	626.96
管理费用	1,761.89	4,164.05	4,954.70	5,181.49	5,276.81	5,276.81
财务费用	3,399.38	6,798.77	6,798.77	6,798.77	6,798.77	6,798.77
三、营业利润	-1,950.58	9,323.28	24,466.20	26,706.84	26,993.19	26,905.18
四、利润总额	-1,950.58	9,323.28	24,466.20	26,706.84	26,993.19	26,905.18
减：所得税	0.00	0.00	1,086.46	4,006.03	4,048.98	4,035.78
五、净利润	-1,950.58	9,323.28	23,379.74	22,700.81	22,944.21	22,869.40

资料来源：公司“关于全资子公司收购控股股东持有的中经云股权的公告”（2018-069），安信证券研究中心

此次公司子公司收购中经云股权及对其增资后，公司直接持有中经云 22.534% 股权、间接持有中经云 9.5395% 股权，合计持有中经云 32.0735% 股权，且公司最终选择以权益法评估中经云资产价值，我们将公司对于中经云的投资（购买股权及增资）视作为长期股权投资计入公司资产，将中经云按照持股比例折算的利润贡献视作为投资受益计入当期损益。

**投资建议：**我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 7.8%、8.0%、8.1%，净利润增速分别为 12.5%、31.1%、21.9%，对应 EPS 分别为 0.25 元、0.32 元、0.39 元。我们看好公司建筑施工业务的稳健推进，加码 IDC 业务形成新的业绩增长点实现转型升级，同时参考当前可比建筑及 IDC 上市公司估值水平，首次覆盖给予增持-A 的投资评级，预测公司 6 个月目标价为 3.84 元，相当于 2019 年 12.0 倍的预期市盈率估值。

## 6. 风险提示

宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，在建项目执行不达预期风险，项目回款风险，中经云 IDC 数据中心业务推进及预测业绩不达预期风险等。

## 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
<b>营业收入</b>	13,695.8	14,746.3	15,890.9	17,159.6	18,553.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	12,655.0	13,708.5	14,741.1	15,879.5	17,151.6	营业收入增长率	3.2%	7.7%	7.8%	8.0%	8.1%
营业税费	215.8	54.1	58.3	62.9	68.0	营业利润增长率	3.3%	28.4%	3.0%	31.9%	23.4%
销售费用	7.9	19.5	17.4	17.1	21.1	净利润增长率	2.3%	9.5%	12.5%	31.1%	21.9%
管理费用	353.5	430.7	437.1	472.0	520.9	EBITDA 增长率	6.9%	19.1%	11.4%	20.0%	14.6%
财务费用	167.6	214.5	266.2	291.5	303.9	EBIT 增长率	6.5%	24.5%	14.8%	22.0%	15.8%
资产减值损失	40.2	22.2	31.2	26.5	20.0	NOPLAT 增长率	4.7%	18.3%	15.6%	24.2%	14.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.3%	-1.5%	31.6%	-17.3%	29.2%
投资和汇兑收益	-3.8	11.1	-6.3	29.9	75.0	净资产增长率	6.2%	6.5%	6.8%	7.3%	7.5%
<b>营业利润</b>	252.0	323.6	333.4	439.9	542.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	27.6	-1.7	20.8	16.5	15.4	毛利率	7.6%	7.0%	7.2%	7.5%	7.6%
<b>利润总额</b>	279.6	321.9	354.2	456.4	558.3	营业利润率	1.8%	2.2%	2.1%	2.6%	2.9%
减:所得税	74.1	103.6	105.0	129.5	162.0	净利润率	1.4%	1.5%	1.5%	1.8%	2.1%
<b>净利润</b>	195.4	213.9	240.6	315.6	384.5	EBITDA/营业收入	3.6%	4.0%	4.1%	4.6%	4.9%
						EBIT/营业收入	3.1%	3.5%	3.8%	4.3%	4.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	15	17	18	16	14
货币资金	1,724.7	2,341.9	3,178.2	3,431.9	3,710.7	流动营业资本周转天数	84	74	81	81	79
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	292	288	310	314	312
应收账款	4,955.7	4,386.4	6,305.6	5,182.0	7,037.3	应收账款周转天数	126	114	121	121	119
应收票据	54.1	159.0	58.8	95.5	95.3	存货周转天数	113	108	111	110	109
预付账款	511.6	394.0	532.2	501.6	607.6	总资产周转天数	332	329	349	349	343
存货	4,136.5	4,736.1	5,047.3	5,483.3	5,802.9	投资资本周转天数	114	104	111	107	103
其他流动资产	51.3	141.0	70.0	87.4	99.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	126.3	88.3	97.1	106.8	117.5	ROE	8.0%	8.3%	8.7%	10.7%	12.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.6%	1.6%	1.5%	2.0%	2.1%
长期股权投资	41.8	37.4	488.1	488.1	488.1	ROIC	7.1%	8.5%	10.0%	9.4%	13.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	583.3	835.9	788.6	741.3	694.0	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	88.1	23.8	23.8	23.8	23.8	管理费用率	2.6%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
无形资产	255.2	279.1	268.5	257.9	247.3	财务费用率	1.2%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%
其他非流动资产	505.1	491.8	14.0	35.0	29.2	三费/营业收入	3.9%	4.5%	4.5%	4.5%	4.6%
<b>资产总额</b>	13,033.7	13,914.8	16,872.2	16,434.7	18,953.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	3,726.6	3,919.4	5,051.2	5,275.2	6,217.0	资产负债率	80.4%	80.5%	82.8%	81.1%	82.3%
应付账款	5,682.8	5,687.5	5,992.9	6,927.9	6,996.2	负债权益比	410.8%	412.0%	481.1%	427.7%	466.1%
应付票据	356.8	448.7	508.5	502.4	568.7	流动比率	1.11	1.12	1.18	1.11	1.15
其他流动负债	555.7	817.1	1,285.4	584.9	1,338.4	速动比率	0.71	0.68	0.79	0.70	0.76
长期借款	130.0	295.0	1,100.5	-	454.7	利息保障倍数	2.50	2.44	2.25	2.51	2.79
其他非流动负债	30.1	29.3	30.1	29.8	29.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	10,482.0	11,197.0	13,968.6	13,320.3	15,604.8	DPS(元)	0.07	0.07	0.07	0.10	0.12
少数股东权益	109.9	132.9	141.5	152.8	164.5	分红比率	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	976.1	976.1	976.1	976.1	976.1	股息收益率	2.1%	2.4%	2.2%	2.9%	3.6%
留存收益	1,461.9	1,607.4	1,784.6	2,015.3	2,295.1						
<b>股东权益</b>	2,551.7	2,717.8	2,903.7	3,114.4	3,348.3						

## 现金流量表

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	205.5	218.3	240.6	315.6	384.5	EPS(元)	0.20	0.22	0.25	0.32	0.39
加:折旧和摊销	85.2	69.5	57.9	57.9	57.9	BVPS(元)	2.50	2.65	2.83	3.03	3.26
资产减值准备	40.2	22.2	31.2	26.5	20.0	PE(X)	16.5	15.1	13.4	10.2	8.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
财务费用	175.8	213.3	266.2	291.5	303.9	P/FCF	5.6	5.3	3.7	8.3	7.4
投资损失	3.8	-11.1	6.3	-29.9	-75.0	P/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	10.1	4.4	8.6	11.3	11.8	EV/EBITDA	16.9	10.3	9.2	6.2	6.6
营运资金的变动	-246.7	124.5	-1,370.4	887.5	-1,398.1	CAGR(%)	16.7%	22.0%	8.0%	16.7%	22.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	399.6	484.8	-759.6	1,560.4	-695.0	PEG	1.0	0.7	1.7	0.6	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-91.2	-254.6	-15.1	20.2	64.3	ROIC/WACC	1.2	1.4	1.6	1.5	2.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	84.8	192.2	1,611.0	-1,326.8	909.5	REP	1.7	1.0	0.7	0.7	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034