

移动互联网+5G 流量高增驱动，定制化 IDC 领军者见龙在田

买入 (首次)

2020 年 01 月 16 日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

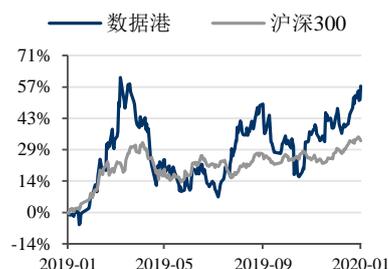
houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	910	1,029	1,429	2,020
同比 (%)	74.9%	13.1%	38.9%	41.4%
归母净利润 (百万元)	142.86	145.63	213.96	269.38
同比 (%)	24.34%	1.95%	46.92%	25.90%
每股收益 (元/股)	0.68	0.69	1.02	1.28
P/E (倍)	60.44	59.29	40.35	32.05

投资要点

- **作为国内领先的定制化第三方 IDC 服务商，业绩实现稳定增长：**数据港是国内领先的定制化 IDC 服务商，其定制化服务成本低并且可选定制化模块覆盖范围广。今年来主营业务一直保持稳定增长，2018 年，数据港营业收入达到 9.1 亿元，同比增长 75%；实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 24.34%，财务基本面稳定扎实，研发费用稳步向上。
- **移动互联网+5G 流量高增驱动：**从 2008 年开始，大部分互联网流量源于或止于数据中心。2015 年全球数据中心流量为 4.7ZB，预计 2020 年将增长到 15.3ZB，复合增长率达到 27%。随着 5G 的商用，5G 终端将迎来“换机潮”，随之匹配的 5G 时代 APP 将比 4G 时代 APP 消耗更多流量，数据流量需要在数据中心存储与计算，数据流量的爆发增长将加大驱动 IDC 行业的发展。2018 年数据港公司 IDC 服务毛利率为 37.24%，随着数据港公司的稳定发展，IDC 服务将继续保持毛利率为公司带来可观的净利收入。数据港另一业务 IDC 解决方案处于起步阶段，2018 年毛利率为 12.04%，随着业务的不断成熟毛利率有望逐年提升。
- **核心优势助推行业地位，5G 商用助公司稳步向上：**1) 技术服务创新优势：数据港是全生命周期 IDC 服务商，这使得数据港在 IDC 建造全过程中控制成本，降低整体成本。2) 一线城市 IDC 产业监管趋严，一线城市供需失衡，数据港一线城市周边 IDC 资源储备价值提升。3) 阿里巴巴为数据港大客户，10 年合同为数据港提供稳定可持续发展空间。4) 公司“先订单、再建设、后运营”的经营模式，不仅降低销售费用，还降低公司经营风险。5) 5G 成为数据港发展强劲推动力，数据流量的爆发驱动云计算广泛应用，数据港已为云计算业务打好基础，我们认为数据港将在未来直接受益 5G 发展，业绩保持稳定增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好数据港未来业绩增长，我们预计 2019~2021 年营业收入分别为 10.29 亿元、14.29 亿元以及 20.20 亿元，实现归母净利润分别为 1.46 亿元、2.14 亿元以及 2.69 亿元，EPS 分别为 0.69 元、1.02 元以及 1.28 元，对应的估值分别为 59 倍、40 倍以及 32 倍，对应的 EV/EBITDA 为 28 倍、21 倍以及 16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**IDC 产业政策持续收紧，行业竞争加剧的风险；零售业务不达预期；IDC 项目施工不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.65
一年最低/最高价	25.39/43.88
市净率(倍)	8.31
流通 A 股市值(百万元)	5452.57

基础数据

每股净资产(元)	5.13
资产负债率(%)	67.02
总股本(百万股)	210.59
流通 A 股(百万股)	127.84

相关研究

内容目录

1. 定制化 IDC 龙头企业	5
1.1. 十年磨一剑	5
1.2. 领先的定制化批发型 IDC 供应商	7
1.3. 业绩稳步增长，盈利能力逐步提升	7
1.3.1. IDC 业务需求量增长，业绩实现稳健增长	7
1.3.2. 部署新产业，毛利率暂时下降但未来可期	8
1.3.3. 净利率处于行业前列，运营水平优良	11
1.3.4. 研发费用稳步提升	11
2. IDC 市场稳定增长	12
2.1. 数据港降低运营成本，批发型业务抢占一线城市市场份额	13
2.2. 需求端	15
2.2.1. 移动终端流量需求稳步提高	15
2.2.2. 云计算行业稳步向上	17
2.2.3. 互联网公司提高资本支出，布局 IDC 行业	18
2.3. 供给端竞争壁垒	19
2.3.1. 严苛的技术壁垒	19
2.3.2. 稀缺的资源指标壁垒	20
2.3.3. 优越的地理位置将减少运营成本	22
3. 巩固数据中心服务，布局新业务打造增长点	22
3.1. 技术革新，创新驱动	22
3.2. 布局新业务以及云计算服务业务	24
3.3. 国内互联网三巨头服务商	25
3.4. 优秀的业务模式成就国内领先成本控制	25
4. 盈利预测与评级	26
4.1. 关键假设	26
4.2. 盈利预测	26
4.3. 估值与评级	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1: 数据港发展历程	5
图 2: 2019 年上半年数据港股东结构	5
图 3: 数据港业务分类	6
图 4: 数据中心外观图	6
图 5: 数据中心内部布局图	6
图 6: 2018 年全国 IDC 厂商占比	7
图 7: 数据港营业收入 (亿元) 及增速 (%)	7
图 8: 数据港净利润 (亿元) 及增速 (%)	7
图 9: 单季度营业收入 (亿元) 及增速 (%)	8
图 10: 单季度净利润 (亿元) 及增速 (%)	8
图 11: 数据港业务构成情况 (万元)	8
图 12: 数据港毛利率及净利率 (%)	9
图 13: 2018 数据港主要产品毛利率 (%)	9
图 14: 数据港应付利息 (万元)	10
图 15: 数据港经营活动现金流量变化 (亿元)	10
图 16: 数据港及其竞争对手营业收入增速 (%)	11
图 17: 数据港及其竞争对手净利率 (%)	11
图 18: 数据港研发费用 (亿元) 及增速 (%)	12
图 19: 全球以及中国 IDC 市场规模 (亿元)	12
图 20: 中国 IDC 市场规模预测 (亿元) 及增速 (%)	13
图 21: IDC 厂商毛利率 (%)	14
图 22: 数据港与光环新网 IDC 运营成本	14
图 23: IDC 厂商 2016~2018 年营收复合增速 (%)	14
图 24: 2018 年 10 月户均月耗流量 APP 排行榜	15
图 25: 全球数据中心业务流量 (ZB) 及增速 (%)	15
图 26: 全球 IP 流量 (ZB) 及增速 (%)	15
图 27: IDC 需求来源	16
图 28: 国内流量相对于 IDC 市场规模涨幅 (以 2010 年为基准)	16
图 29: 5G 基站数量预测 (万座)	16
图 30: 5G 行业产出预测	17
图 31: 全球公有云服务收入及预测 (亿美元)	17
图 32: 全球以及中国云计算市场规模预测	18
图 33: 阿里巴巴资本支出 (亿元) 及增速 (%)	18
图 34: 腾讯资本支出 (亿元) 及增速 (%)	18
图 35: 阿里云收入 (亿元) 及增速 (%)	19
图 36: 2018 年下半年中国公有云 IaaS+PaaS 市场份额	19
图 37: 数据中心建设成本	19
图 38: 数据中心运营成本	19
图 39: 2018 年世界 IDC 厂商 PUE 对比	21
图 40: 数据港“全生命周期管理”	22
图 41: 数据港所获奖项	24
图 42: 数据港与阿里合作的张北数据中心项目	25

图 43: 数据港主要业务模式	26
表 1: 2018 年数据港成本分析表 (百万)	9
表 2: 部分 IDC 建设上市公司情况	13
表 3: 批发型和零售型数据中心对比	20
表 4: 北京市以及上海市新政策	21
表 5: 数据港专利 (个)	22
表 6: PUE 水平	23
表 7: 数据港部分数据中心	23
表 8: 数据港未来 IDC 基地	24
表 9: 数据港收入预测 (亿元, %)	27
表 10: 数据港可比公司估值 (截止至 2020.01.16)	27
表 11: 数据港可比公司 EV/EBITDA (截止至 2020.01.16)	28

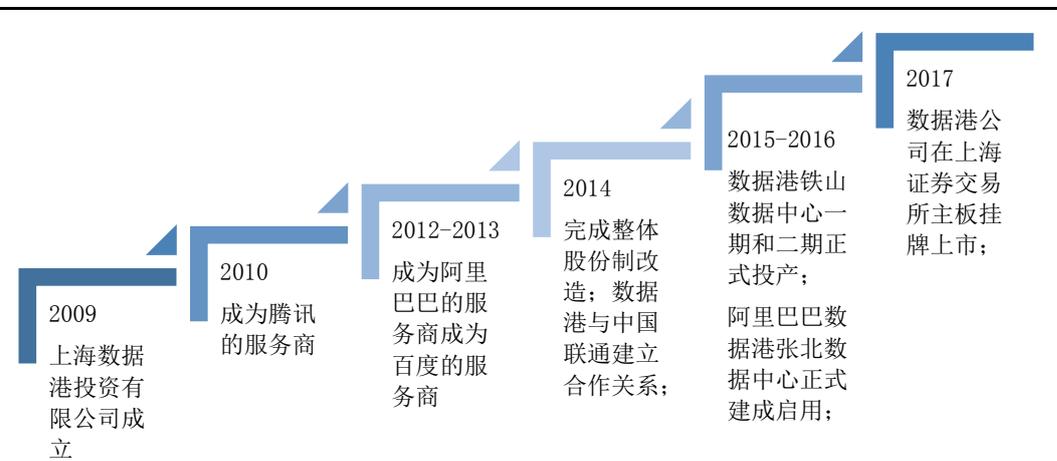
1. 定制化 IDC 龙头企业

1.1. 十年磨一剑

数据港于 2017 年 2 月 8 日登陆 A 股主板市场，成为国内为数不多的在上交所主板 IPO 上市的数据中心企业。目前数据港已经在云计算数据中心技术领域具备国际先进水平，多项云计算数据中心核心技术指标比肩亚马逊、谷歌、微软等全球云计算产业巨头。

数据港最初由市北高新(集团)与钥信信息共同出资设立，市北高新(集团)隶属于上海市静安区国有资产委员会，主要从事投资与资产管理、市政工程以及物业管理业务。由于公司实质控制人为市北高新，因此公司在拿地与银行贷款方面具备优势，有助于公司快速扩建。

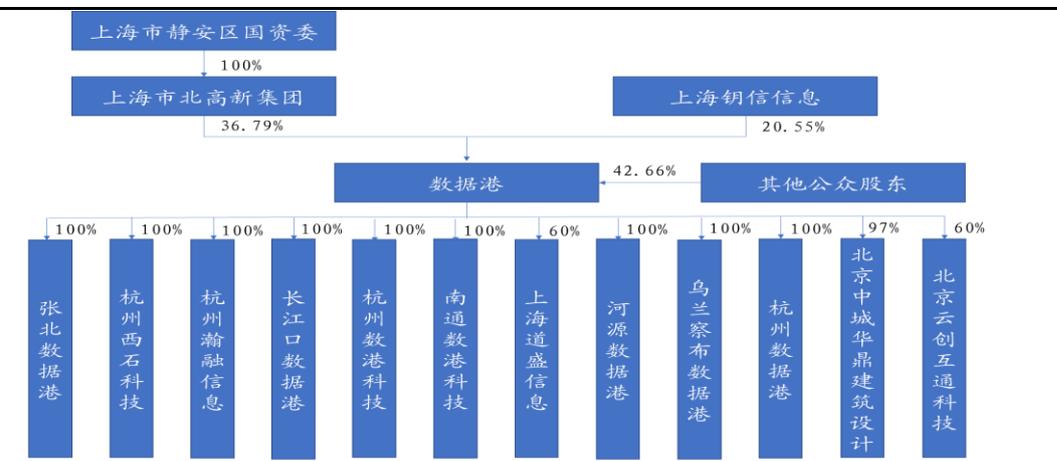
图 1：数据港发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据港上市初期，市北高新（集团）持股 36.79%，根据 2019 年 3 季报最新数据，市北高新(集团)持股比例依然为 36.79%，为公司控股股东。高管团队方面，总裁为曾犁先生。

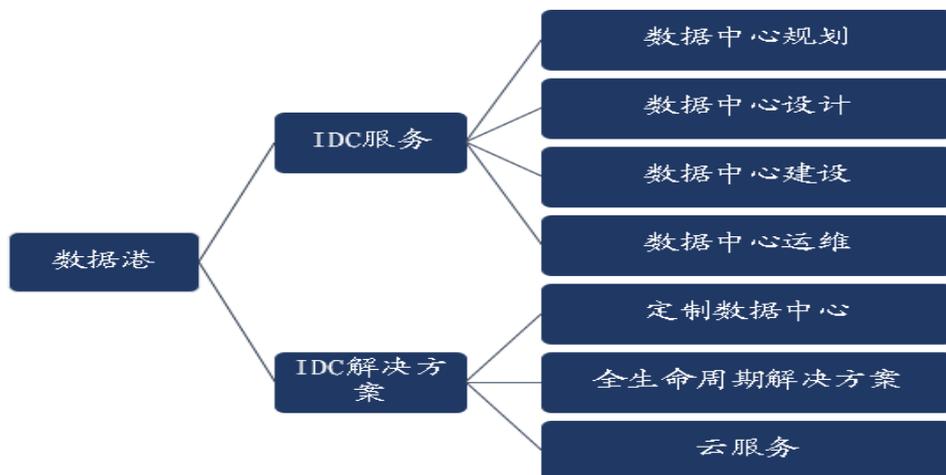
图 2：2019 年上半年数据港股东结构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

目前产品包括 IDC 服务业，IDC 解决方案两大类。IDC 服务业主要为客户提供数据中心的规划、设计、建设和运营维护服务；IDC 解决方案主要是为客户提供数据中心的交钥匙工程服务（主要包括定制数据中心、全生命周期解决方案以及云服务）。

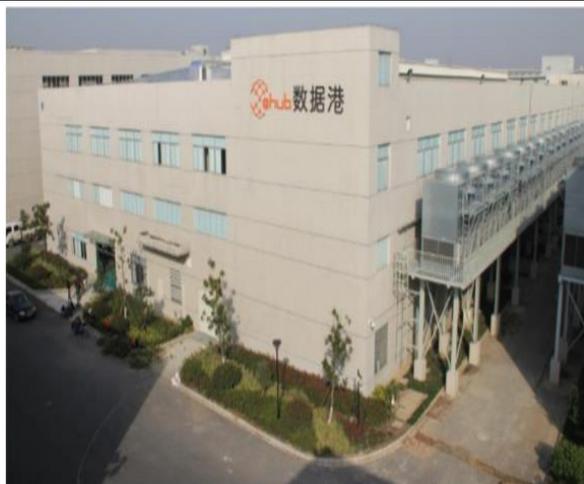
图 3：数据港业务分类



数据来源：数据港年报、wind 以及官网等，东吴证券研究所

目前 IDC 业务，主要客户覆盖在全球知名的互联网企业，2013 年开始服务于网易公司。在 2014 年完成股份制改造后，又在 2016 年成功与阿里巴巴合作，数据港主要客户在行业中技术领先，因此对 IDC 服务商的技术水平有较高的要求，不断推动公司服务水平稳步向上。

图 4：数据中心外观图



数据来源：数据港招股说明书，东吴证券研究所

图 5：数据中心内部布局图



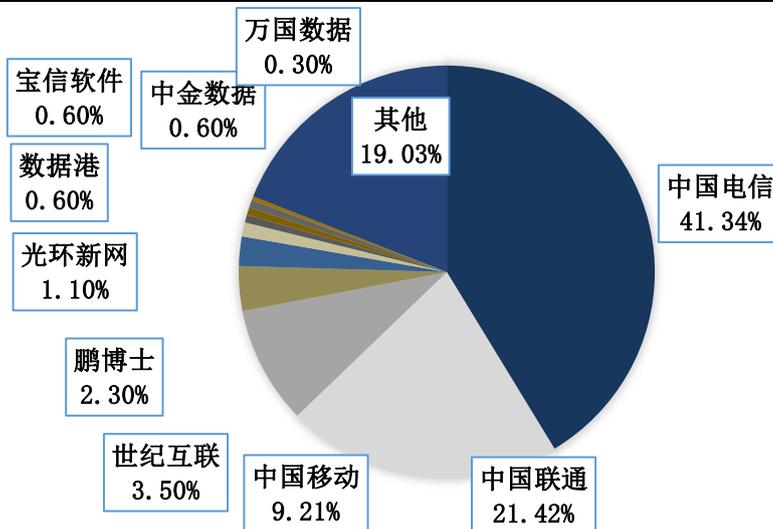
数据来源：数据港招股说明书，东吴证券研究所

其次对于 IDC 解决方案业务，通过对主营业务进行延伸，针对数据港在数据中心领域有较强的建设交付能力及运维托管能力，充分发挥公司技术、运营及供应链管理方面优势，将公司在规划设计、系统集成、建设运维和提供增值服务等专业核心技术能力进行模块化，以此根据不同客户需求提供不同产品组合业务。

1.2. 领先的定制化批发型 IDC 供应商

从我国的市场竞争格局来讲，三大运营商占据国内 2/3 的市场份额，国内较大的第三方 IDC 服务商主要包括万国数据、世纪互联、光环新网、数据港以及宝信软件等公司。

图 6：2018 年全国 IDC 厂商占比



数据来源：中国产业信息网等，东吴证券研究所

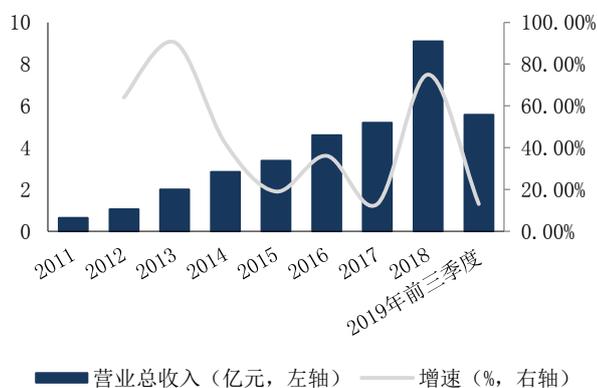
1.3. 业绩稳步增长，盈利能力逐步提升

1.3.1. IDC 业务需求量增长，业绩实现稳健增长

数据港持续优化现有数据中心业务，保持经营业绩的稳步增长。2018 年，数据港营业收入达到 9.1 亿元，同比增长 74.86%；实现净利润 1.43 亿元，同比增长 24.33%。

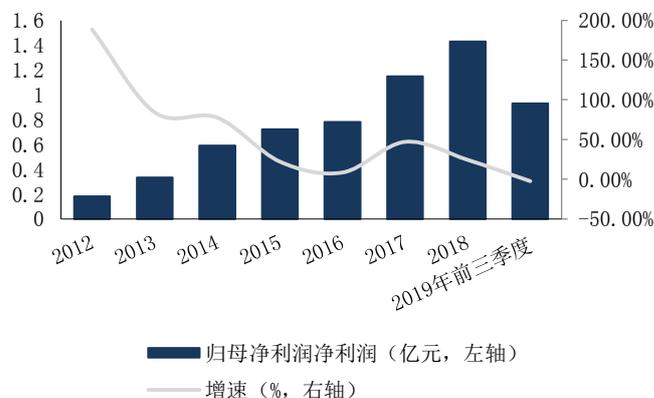
营业收入的大幅增长主要为数据港张北数据中心 2A-2 机柜上电进程加快、萧山大数据运营服务平台及深圳创益项目一期投入运营，以及常山云项目顺利交付，与此同时，由于 IDC 解决方案还处于前期发展阶段，毛利率较低，因此 2018 年净利润增速相较于 2017 年有所下降。

图 7：数据港营业收入（亿元）及增速（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：数据港净利润（亿元）及增速（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2019 年前三季度，数据港实现营业收入 5.57 亿元，较上年同期增长 13.02%；实现归母净利润 0.93 亿元，较上年同期减少 2.46%。

从单季度来看，数据港 2018 年 Q4 营业收入 4.17 亿元，同比增速 169.65%，其迅速增长原因为公司上半年同阿里签订具有法律效力的合作备忘录，开始投资建设 ZH13 等数据中心项目，相关项目皆已进入机电设备安装阶段。

2019 年 Q3 营业收入为 1.69 亿元，同比增速为-0.74%。归母净利润为 0.24 亿元，同比增速为-19.36%。

图 9：单季度营业收入（亿元）及增速（%）

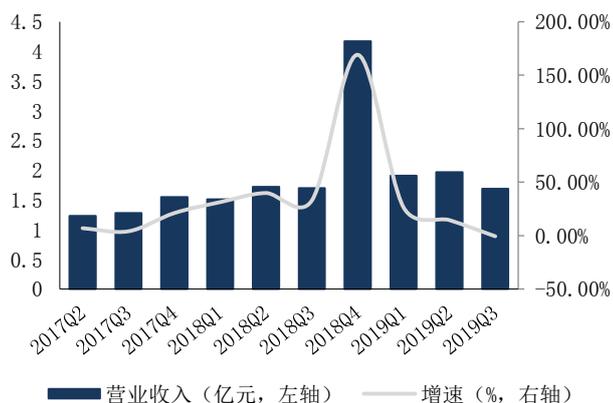
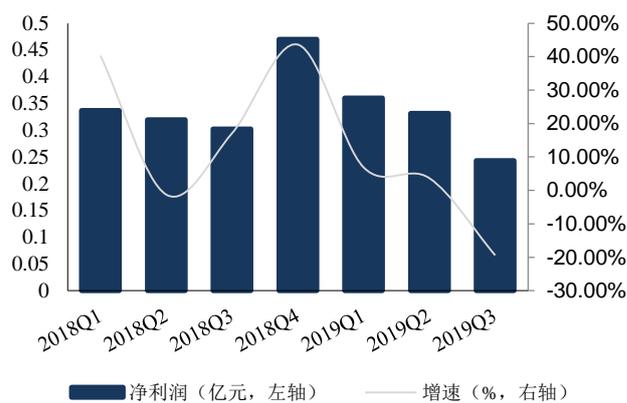


图 10：单季度净利润（亿元）及增速（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

IDC 解决方案业务为数据港公司提供了新的增长点，2018 年该业务营收 2.4 亿元，占全年总收入 26.40%。

图 11：数据港业务构成情况（万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3.2. 部署新产业，毛利率暂时下降但未来可期

从毛利率来看，随着数据港对 IDC 解决方案业务的客户收取预付款项，从而提高了 IDC 解决方案业务毛利率，2019 年第三季度公司整体毛利率重新提升到 37.80%，接近

2018 年前未增加 IDC 解决方案业务水平。

图 12: 数据港毛利率及净利率 (%)

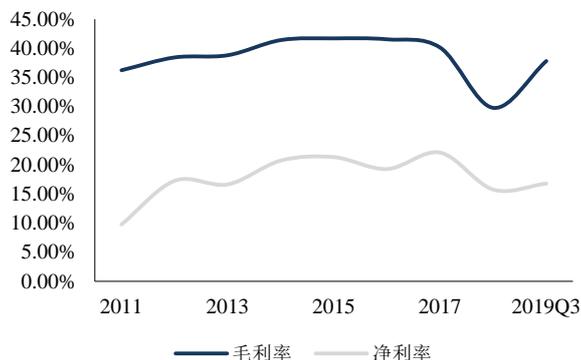
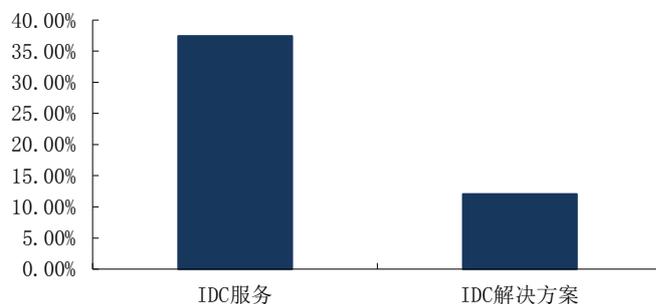


图 13: 2018 数据港主要产品毛利率 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

从成本上看, IDC 服务业仍是数据港公司的主要支出。未来随着 5G 的发展, IDC 的需求将会逐渐释放, 公司将继续建造新的 IDC 基地, 加大对 IDC 服务业的投入。

表 1: 2018 年数据港成本分析表 (百万)

分行业	成本构成项目	本期金额	本期占总成本比例 (%)	上年同期金额	上年同期占总成本比例 (%)	本期金额较上年同期变动比例 (%)	情况说明
IDC 服务业	电费	210.98	51.75	161.28	53.45	30.81	萧山大数据运营服务平台及深圳创益一期项目投入使用
IDC 服务业	房屋设备租赁及折旧	160.90	39.47	110.74	36.70	45.30	萧山大数据运营服务平台及深圳创益一期项目投入使用
IDC 服务业	其他	35.79	8.78	29.74	9.85	20.33	萧山大数据运营服务平台及深圳创益一期项目投入使用
IDC 服务业	小计	407.66	100	301.76	100	35.10	萧山大数据运营服务平台及深圳创益一期项目投入使用
IDC 解决方案	工程	129.18	61.15				承接常山云项目
IDC 解决方案	设备	79.55	37.65				承接常山云项目
IDC 解决方案	其他	2.53	1.20				承接常山云项目
IDC 解决方案	合计	211.26	100				承接常山云项目

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

数据港自成立以来应付利息逐年升高, 2018 年较上一年同比增长达到 82.62%。我

们认为，一方面数据港正在积极布局一线城市的 IDC 建设，其资本支出资金来源大多数为银行贷款，因此提高了应付利息；第二数据港在推动 IDC 解决方案业务前期垫付大量设备成本，从而提高公司借款数量。

图 14：数据港应付利息（万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

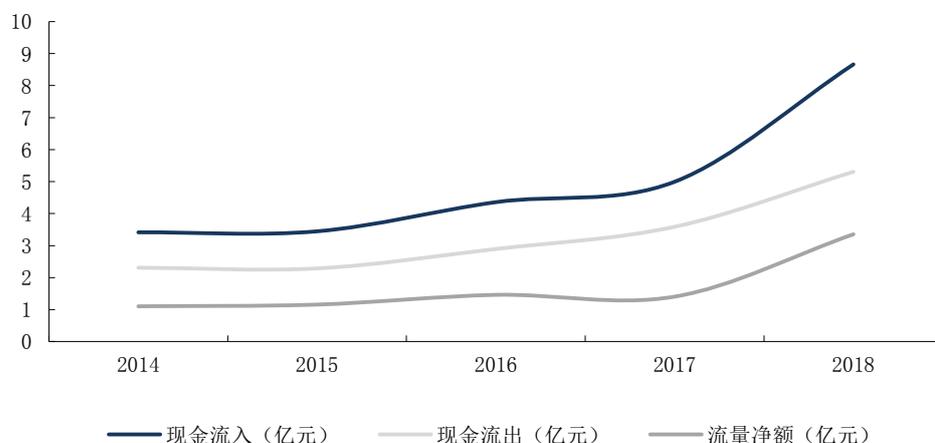
虽然数据港资产负债率现阶段处于较高水平，但是我们认为未来 IDC 服务将持续快速增长以应对公司的负债，原因如下：

1、2019 年内部分数据中心将逐渐交付，成为稳定的利润增长点。

2、2019 年上半年，公司投资建设的 ZH13 等数据中心项目，与阿里签订包含主要合同条款的且具有法律效力的合作备忘录，项目预计总投资约为 18.59 亿元，预计项目未来十年依据不同电费结算模式，服务费总金额约为 40.44 至 82.8 亿元。

从数据港经营活动流量变化来看，经营性现金流净额基本稳定且有增长趋势，尤其是数据港开展新业务 IDC 解决方案后，经营性现金流净额有明显的提升。

图 15：数据港经营活动现金流量变化（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3.3. 净利率处于行业前列，运营水平优良

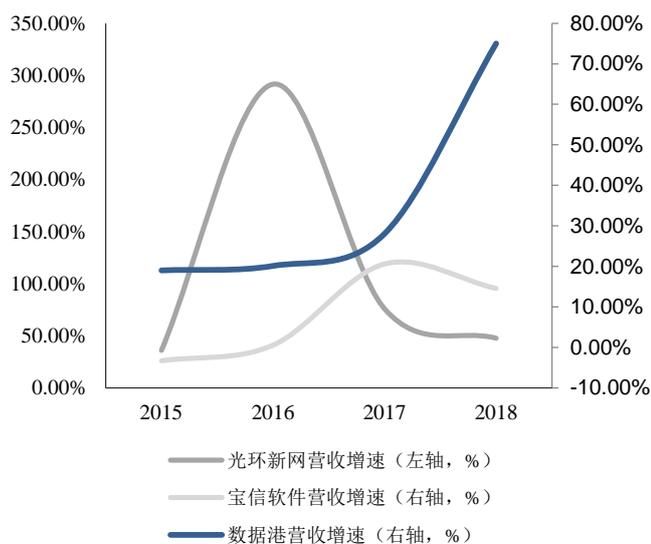
从营业收入来看，数据港体量在行业中较小，但是数据港营业收入增速一直保持着稳定的增长，并且逐渐超过其主要竞争对手。

从净利率来看，数据港一直在行业中保持着较高的水平，在 2015 年后数据港的净利率处于这几个主要竞争对手第一的位置。

我们认为数据港的净利率水平处于前列的原因是公司在数据中心运营方面有较高的水平：

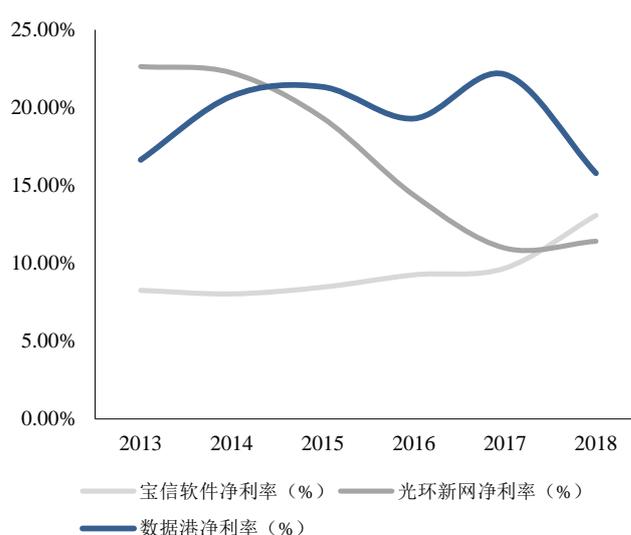
- 1、公司在设计数据中心时，会从数据中心的全生命周期考虑，在建设数据中心时考虑了后续使用时的运营成本；
- 2、公司在研发过程中，吸取过往经验，将数据中心模块化。不仅降低数据中心的设计成本，也提升数据中心的建设效率，使得项目可以尽快落地。
- 3、公司主要业务为批发型数据中心业务，相对零售业务在净利率方面有天然优势。

图 16：数据港及其竞争对手营业收入增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：数据港及其竞争对手净利率（%）



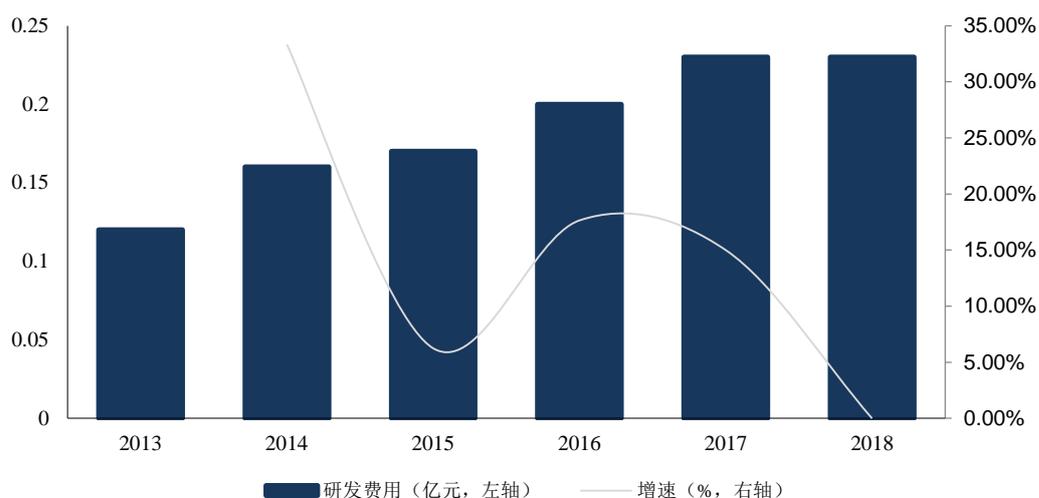
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.4. 研发费用稳步提升

从研发支出上来看，数据港研发支出稳定增长，2017 年研发费用为 0.23 亿元，较 2016 年增长 15%。

我们认为 2018 年研发费用与 2017 年基本保持持平的原因是数据港布局新业务前期投入较大导致研发费用增长停滞。2019 年是 5G 商用元年，数据港将会针对 5G 时代的需求更迭 IDC 业务技术，以求满足互联网以及运营商在 5G 时代的技术要求，扩大市场份额，因此我们预计 2019 年研发费用会重新增长。

图 18: 数据港研发费用 (亿元) 及增速 (%)

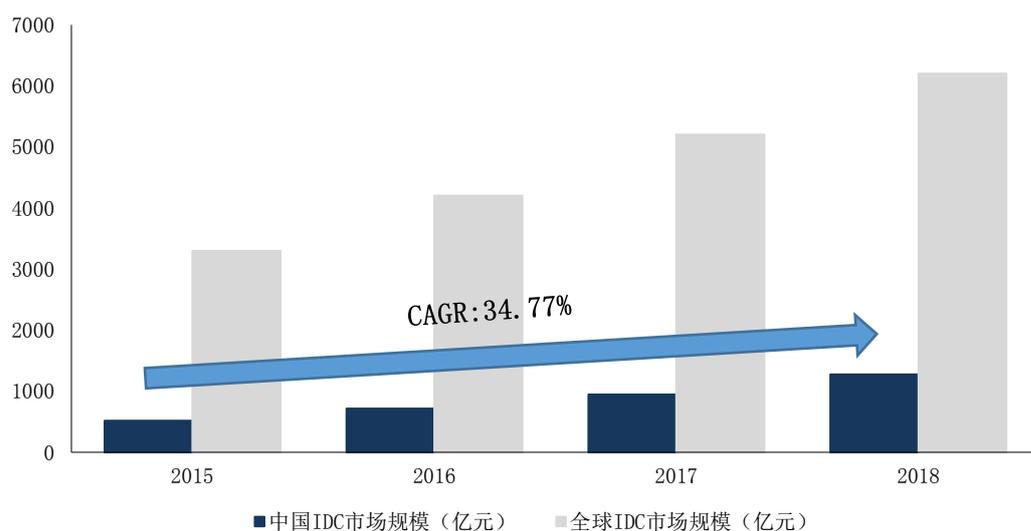


数据来源: 数据港年报, 东吴证券研究所

2. IDC 市场稳定增长

全球 IDC 市场处在一个不断增长的阶段, 并且中国 IDC 市场的增速明显高于全球水平。根据 2019 年全球数据中心市场预测资料显示, 2015 年~2018 年全球 IDC 市场规模复合增速为 22.01%, 2018 年全球 IDC 市场规模达到 6253.1 亿元。与此同时, 中国 IDC 市场规模复合增速达到 34.77%, 市场规模在 2018 年达到 1228 亿元, 其中互联网企业云数据中心建设成为行业的最强驱动力。

图 19: 全球以及中国 IDC 市场规模 (亿元)

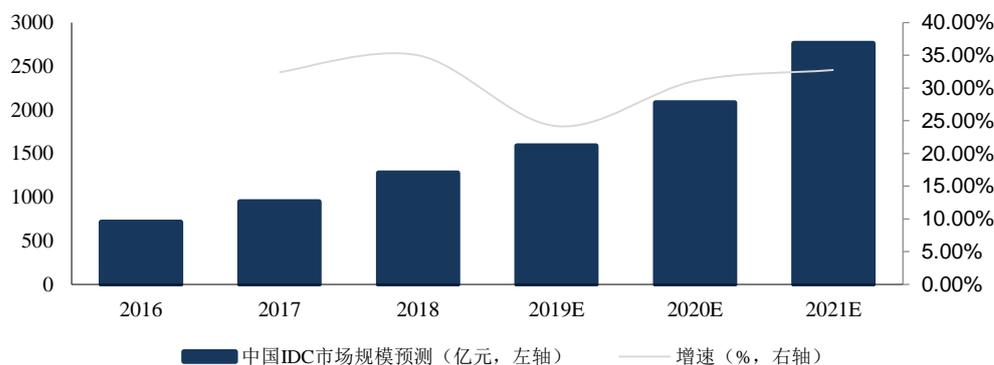


数据来源: IDC, 东吴证券研究所

根据中国 IDC 圈发布的数据显示, 预计 2021 年中国的 IDC 市场规模将达到 2760 亿元, 未来三年的年均复合增速约为 31%, 随着 5G 基础设施的加速建设以及 5G 商用的逐

渐铺开，未来三年中国 IDC 市场规模将会加速上涨。

图 20：中国 IDC 市场规模预测（亿元）及增速（%）



数据来源：中国 IDC 圈，东吴证券研究所

2.1. 数据港降低运营成本，批发型业务抢占一线城市市场份额

一线城市是全国数据流量较为集中地区，无论是互联网公司还是金融企业客户对 IDC 的需求都很旺盛，因此一线城市 IDC 市场是全国 IDC 公司急需抢占的市场。而各家 IDC 厂商在一线城市区域拥有的机架数成为衡量 IDC 厂商竞争能力的重要指标。

表 2：部分 IDC 建设上市公司情况

公司	项目位置	机柜数 (个)	未来规划数量 (个)
数据港	杭州	3554	
	上海	2479	
	张北	5000	
	深圳及北京		5450
宝信软件	上海	17000	27500
	武汉		18000
万国数据	北京、上海、深圳、广州、香港、成都	60000	100000
光环新网	北京、上海	30000	2020 年预计 50000 个
科华恒盛	北京	4500	未来规划超过 20000 个
	上海	4000	
	广州	1200	
	全球	3000	
华星创业	北京酒仙桥	1770	
	北京	1500	
	上海	200	
	广州	150	

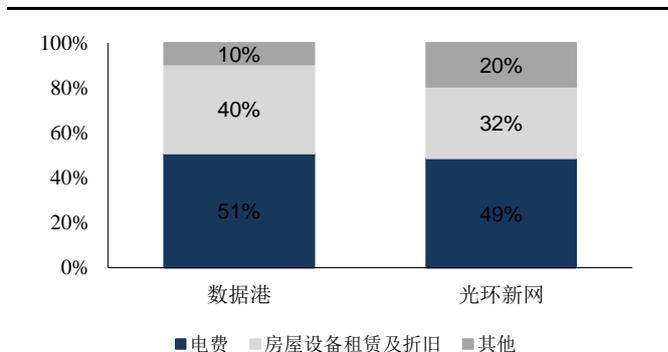
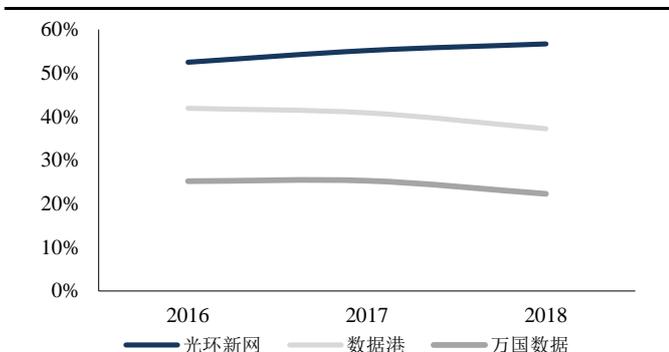
鹏博士	北京、上海、深圳、广州、香港、成都	28000	2020年预计达50000个
世纪互联	北上广等80多个城市	26380	20、21年分别15000个
朗源股份	太原	1400	
	上海	14000	

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

目前市场中，第三方IDC厂商的厂房来源分为三种：租赁、客户提供以及自有厂房。以万国数据、数据港及光环新网三家公司为例，万国需要承担租赁厂房的费用，而数据港相关项目的厂房由客户（阿里）提供，而光环新网厂房为自有，议价能力高，因此导致了光环新网毛利率最高，数据港次之，而万国毛利率最低。

图 21：IDC 厂商毛利率 (%)

图 22：数据港与光环新网 IDC 运营成本

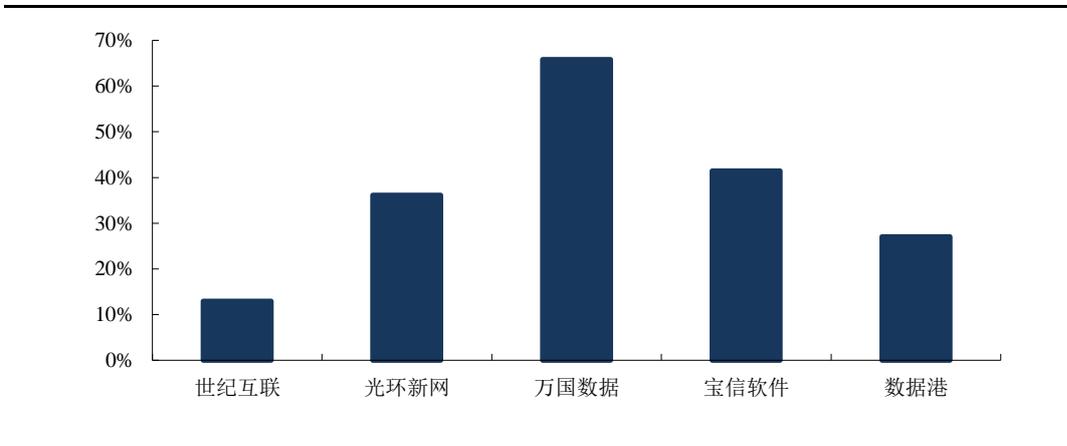


数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

万国数据、宝信软件以及数据港 IDC 业务主要为批发型业务，而光环新网及世纪互联 IDC 业务主要为零售型业务。从数据来看，批发型数据中心市场增速要高于零售型数据中心。批发型数据中心服务商提供的基础设施不仅在定制化需求上可以更好地满足客户，在能效和规模经济效益上也更具有优势。我们认为，批发型数据中心的成长驱动力更强，有望延续现在的领跑趋势。

图 23：IDC 厂商 2016~2018 年营收复合增速 (%)



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 需求端

2.2.1. 移动终端流量需求稳步提高

随着 5G 的到来，数据流量大幅提升，我们可以从网络用户尤其是移动网络用户的软件偏好可以看出，网络用户更喜欢会消耗大量流量的视频软件。2018 年 10 月户均月耗流量 APP 排行榜中前十的 APP 中除开第一名的微信和第十名的网易云音乐其他 8 个都是视频 APP。伴随着流量的增长，IDC 行业也迎来新一轮的增长期。

图 24：2018 年 10 月户均月耗流量 APP 排行榜

排名	APP 名称	户均月耗流量 (MB)
1	微信	1703.85
2	快手	1654.71
3	抖音	1603.28
4	哔哩哔哩动画	1479.26
5	火山小视频	942.03
6	虎牙直播	492.51
7	爱奇艺视频	483.34
8	优酷视频	393.53
9	美拍	245.09
10	网易云音乐	234.23

数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

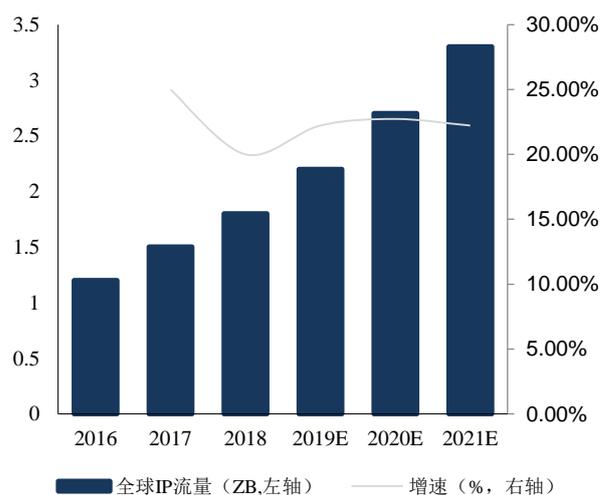
从 2008 年开始，大部分互联网流量源于或止于数据中心。到 2020 年全球英特网的网络流量才达到 2.7ZB，而全球数据中心流量在 2015 年就已经达到 4.7ZB，全球数据中心业务流量将从 2015 年 4.7ZB 增长到 2020 年 15.3ZB，复合增速达到 27%。随着 5G 的到来，未来将有更多流量将通过数据中心。

图 25：全球数据中心业务流量 (ZB) 及增速 (%)



数据来源：中国产业信息，东吴证券研究所

图 26：全球 IP 流量 (ZB) 及增速 (%)

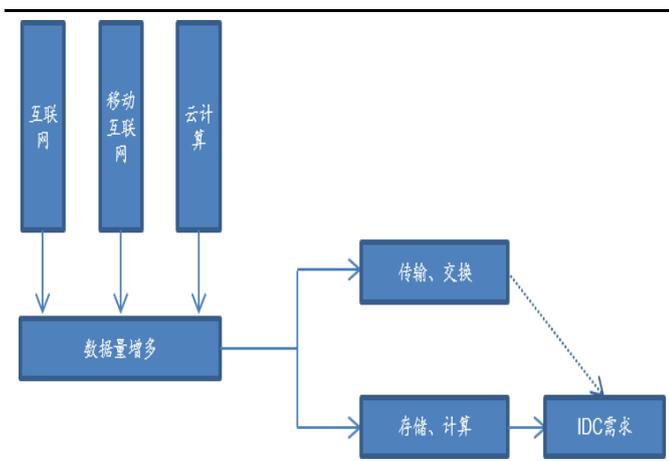


数据来源：中国产业信息，东吴证券研究所

虽然流量与数据的关系为传输和交换需求而不是计算和存储需求，与 IDC 需求不存在显著的因果关系，但在互联网时代，数据的存储和计算通常伴随着传输和交换，数据

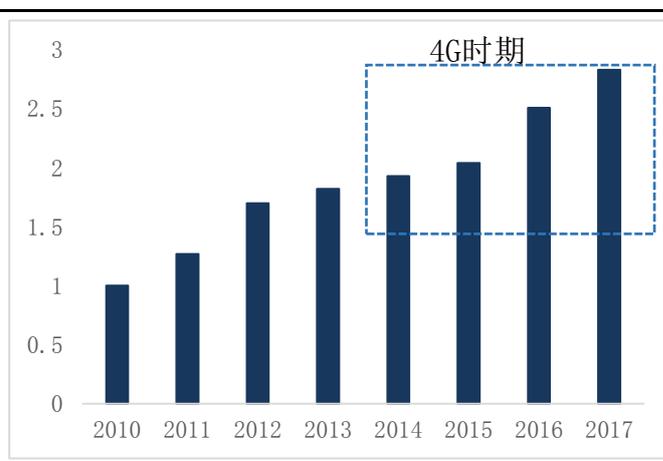
流量的增长通常与 IDC 需求呈正相关关系。

图 27: IDC 需求来源



数据来源: 中国产业信息, 东吴证券研究所

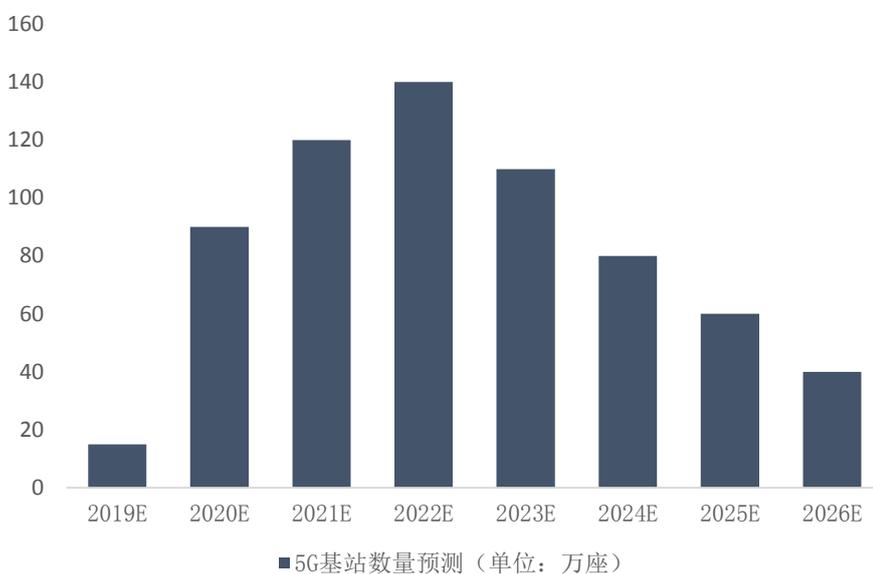
图 28: 国内流量相对于 IDC 市场规模涨幅 (以 2010 年为基准)



数据来源: 中国产业信息, 东吴证券研究所

2019 年是 5G 元年, 国内 5G 商用的快速落地给 IDC 行业发展提供新引擎。工信部已正式发布四块 5G 商用牌照, 随后各电信运营商分别公布年内的 5G 基站建设计划。根据中国信通院副院长预测, 中国移动 5G+ 计划今年将在 50 个城市建设超 5 万个 5G 基站; 中国基站数在 19 年年底将突破 13 万个。

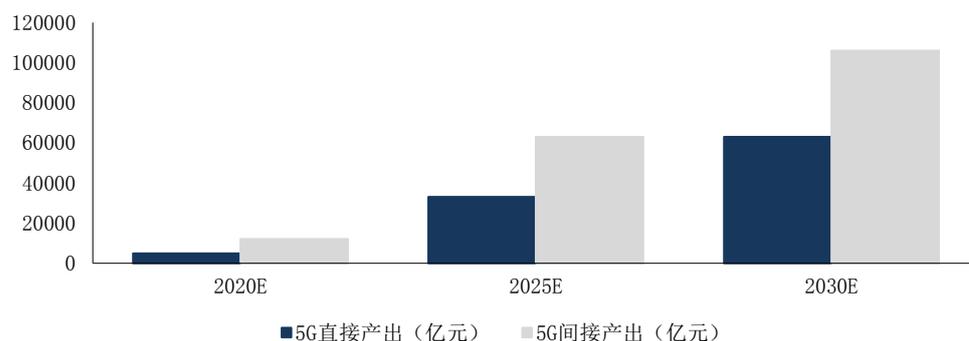
图 29: 5G 基站数量预测 (万座)



数据来源: Gartner, 东吴证券研究所

5G 的商业化将带来用户流量需求及数据量爆发式增长, 随之带动新一轮对数据中心大规模扩容的应用需求。中国信通院预计 2020 年 5G 直接产出为 4840 亿元, 5G 间接产出为 12000 亿元, 而到了 2030 年预计 5G 直接产出将达到 63000 亿元, 5G 间接产出为 106000 亿元。

图 30: 5G 行业产出预测

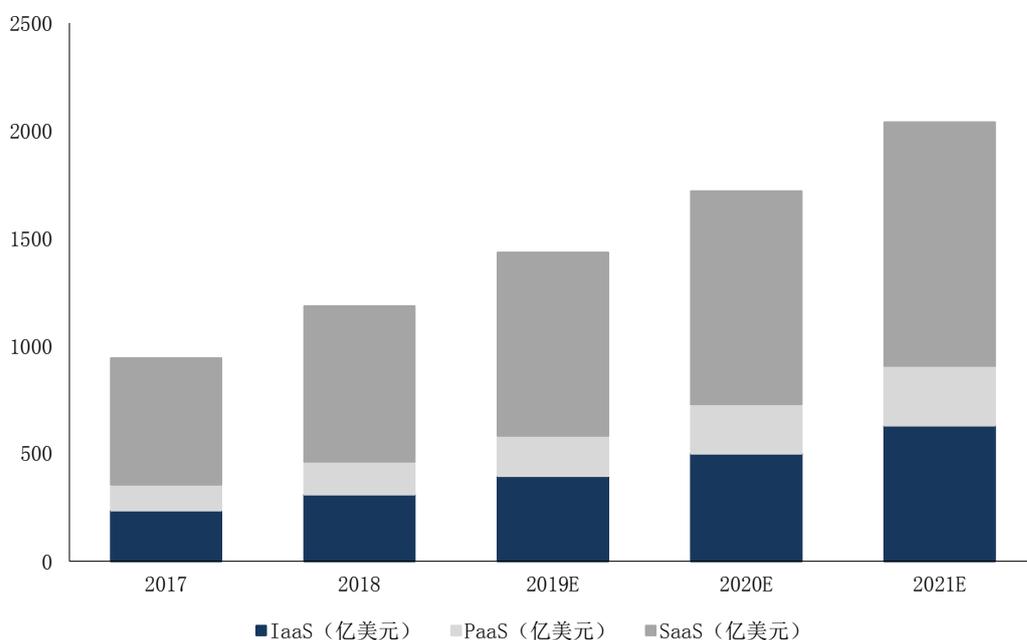


数据来源：中国信通院，东吴证券研究所

2.2.2. 云计算行业稳步向上

全球云计算市场增速稳定，根据 Gartner 发布的数据显示，2018 年以 IaaS、PaaS 以及 SaaS 为代表的全球公有云服务收入规模将达到 1184 亿美元，同比增长 25.6%。预计 2019~2021 年将保持在 22% 左右的复合增速，到 2021 年全球公有云服务收入将达到 2038 亿美元。

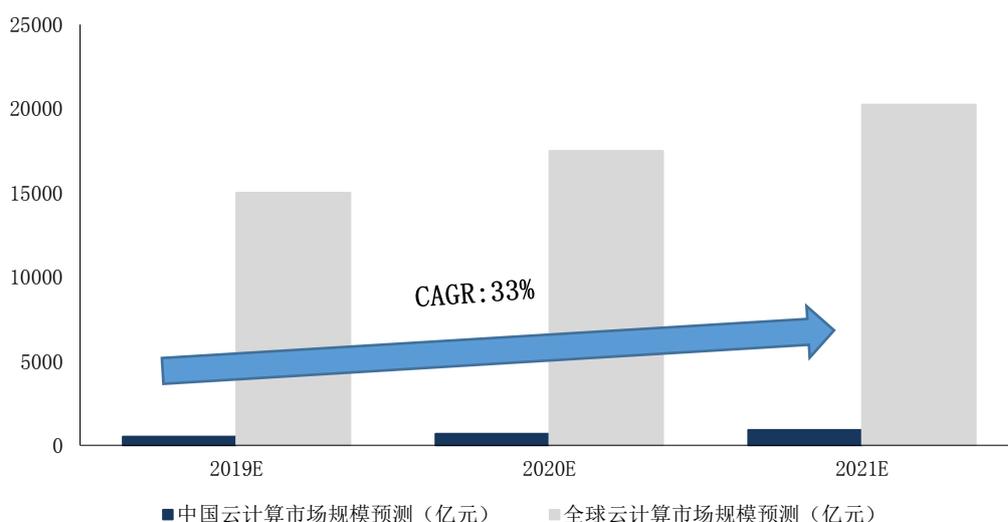
图 31: 全球公有云服务收入及预测 (亿美元)



数据来源：Gartner，东吴证券研究所

根据 Gartner 的预测，到 2021 年，全球云计算市场规模将达到 2037 亿元，年均复合增速约为 17%；中国云计算市场规模将达到 910 亿元，年均复合增速约为 33%，是世界上增长速度最快的地区。目前来看，中国云计算市场在全球市场占比不到 4%，因此中国云计算市场有广阔的增长空间。

图 32：全球以及中国云计算市场规模预测



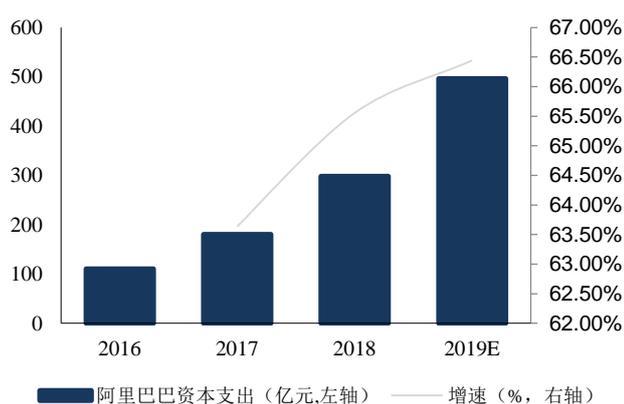
数据来源：Gartner，东吴证券研究所

2.2.3. 互联网公司提高资本支出，布局 IDC 行业

近年来，云计算行业发展迅速，国内多家互联网公司都推出自己的云计算服务，包括金山云以及京东云等等。作为中国互联网的两家领头公司：阿里巴巴和腾讯，为抢占市场，加大对基础设施的投入，成为推动中国 IDC 市场发展的强劲动力。

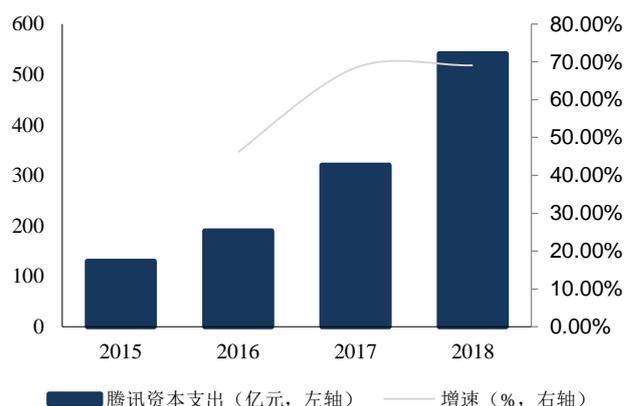
2016~2019 年，阿里巴巴资本开支复合增速达到 59.32%，2019 财年阿里资本开支达到 496 亿元，同比增长 66.39%。2015~2018 年，腾讯资本支出复合增速为 69.21%，2018 年公司资本支出达到 541 亿，同比增长 69.06%。

图 33：阿里巴巴资本支出（亿元）及增速（%）



数据来源：阿里巴巴年报，东吴证券研究所

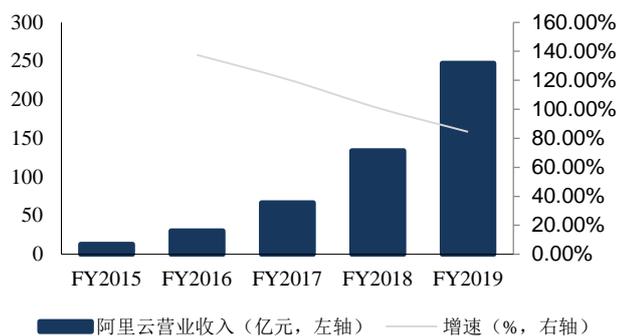
图 34：腾讯资本支出（亿元）及增速（%）



数据来源：腾讯年报，东吴证券研究所

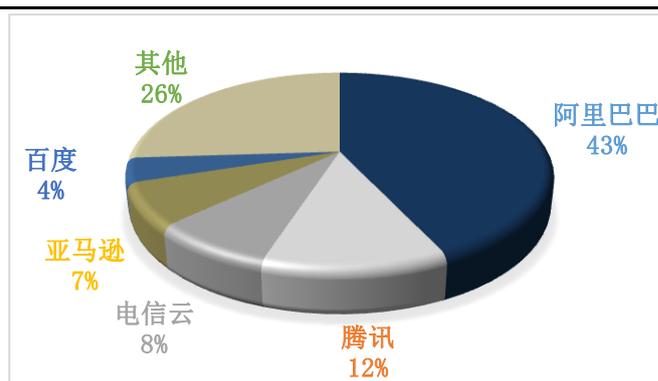
依靠阿里以及腾讯两家公司持续增长的资本开支投入，阿里云在 2018 财年收入达到 133.9 亿元，同比增长 101%。同时他最大的竞争对手腾讯云在 2018 财年收入达到 91 亿元，同比增长 100%。

图 35：阿里云收入（亿元）及增速（%）



数据来源：阿里巴巴年报，东吴证券研究所

图 36：2018 年下半年中国公有云 IaaS+PaaS 市场份额



数据来源：IDC，东吴证券研究所

2015 年~2018 年(自然年)间，阿里云数据中心可用区建设数年平均值达到 7 个，而他的对手腾讯，截止 2018 年腾讯已在全球 25 个地区内运营着 53 个可用区。巨额的基础设施投入为两家公司的云服务打下坚实的基础。

2.3. 供给端竞争壁垒

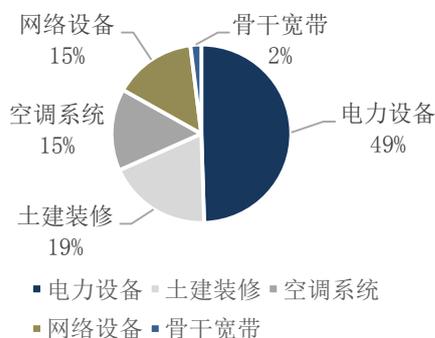
2.3.1. 严苛的技术壁垒

《上海市推进新一代信息基础设施建设助力提升城市能级和核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》中指出，上海 2018 年后新建数据中心 PUE 值不得超过 1.3，给第三方 IDC 厂商的技术层次提出了更高的要求。

因此降低成本成为数据中心运营商建立竞争优势的关键。数据中心成本由建设成本和运营成本构成。在建设成本中，电力设备成本最高，其占比达 49%。而数据中心的运营成本的主要为 IP 骨干网和城域网分摊及电费，其占比分别为 29%、28%。

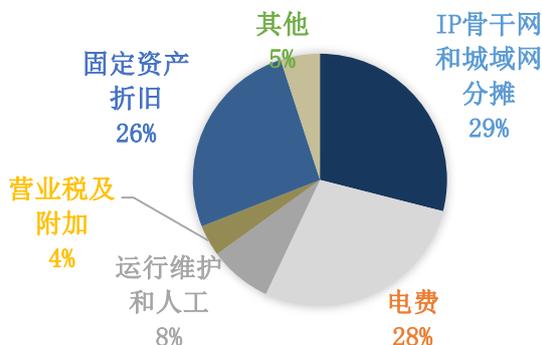
无论是供电设备还是电费，两者均是数据中心的主要成本。因此，降低电力基础设施采购成本，提高电源使用效率，是数据中心降低成本的两大关键。

图 37：数据中心建设成本



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 38：数据中心运营成本



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

目前国内的数据中心服务商根据资源不同和运营模式不同，可以分为基础电信运营商、网络中立的第三方 IDC 服务商和云服务商。

按照销售模式可以分为零售型以及批发型：

批发型销售模式一般都是根据大型互联网客户的需求定制建造，订单周期相对较长，销售价格则是根据客户的定制要求而定，具体考虑因素包括地址、房屋等级、电力需求、总机柜数等。这种模式下的数据中心整体机柜闲置率较低，经营现金流稳定，资本回报率高且业绩具有较强的可预测性。

零售型业务为云服务商根据市场需求和对未来发展的预测，先行建造高标准数据中心，通过市场营销部挖掘零售客户。目前销售方式有两类，一类除自用一部分机柜以外，会作为销售渠道转售公司的数据中心基础服务产品，另一类由市场营销部直接向最终用户销售并提供机柜托管以及运维服务。

表 3：批发型和零售型数据中心对比

项目	批发型数据中心	零售型数据中心
主要目标客户	大型互联网公司、电信运营商等大用户群	中小互联网公司、一般企业等客户
用户租期	长期合同，一般 5~10 年（甚至更长）	一般按照单位年计算
客户流动性	极低	较高
销售单位	一个机房模块起租	按照单机柜起租
平均单机柜电力和制冷密度	高（4.5~8kw）	低（2~3.5kw）
数据中心启用到租满时间	一年	2~4 年
单机柜租用价格	较低	较高
PUE	低，一般在 1.7 以下	高，一般在 1.8~2.5
能效	高	低
可拓展性	好	一般
TCO	低	高

数据来源：数据港招股说明书，东吴证券研究所

目前，国内第三方 IDC 行业格局相对分散，中小企业较多。但与运营商相比，第三方数据中心占据以下三点优势：

- 1、服务相对灵活，且可提供 BGP 多线服务，以及定制化服务。第三方 IDC 服务商对客户的需求响应能力更强，能满足客户的定制化需求。
- 2、基础设施运维能力强于三大运营商，从而帮助客户降低成本。且第三方服务商可以同时服务于三大运营商，客户来源更加广泛。
- 3、第三方 IDC 服务商建造的数据中心位置更加优越，在数据流量较高的地区，对数据中心的需求也更高，因此上架率会更高。

参考全球 IDC 行业发展趋势，国内第三方 IDC 服务商将崛起。

2.3.2. 稀缺的资源指标壁垒

一线城市正在收缩新的数据中心建设, 2019 年上海市政府发布《上海市经济信息化委、市发展改革委关于加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》, 展现上海市政府引导数据中心走向高效率以及服务高端的决心, 与北京市 2018 年发布的《北京市新增产业的禁止和限制目录(2018 年版)》基本相似。

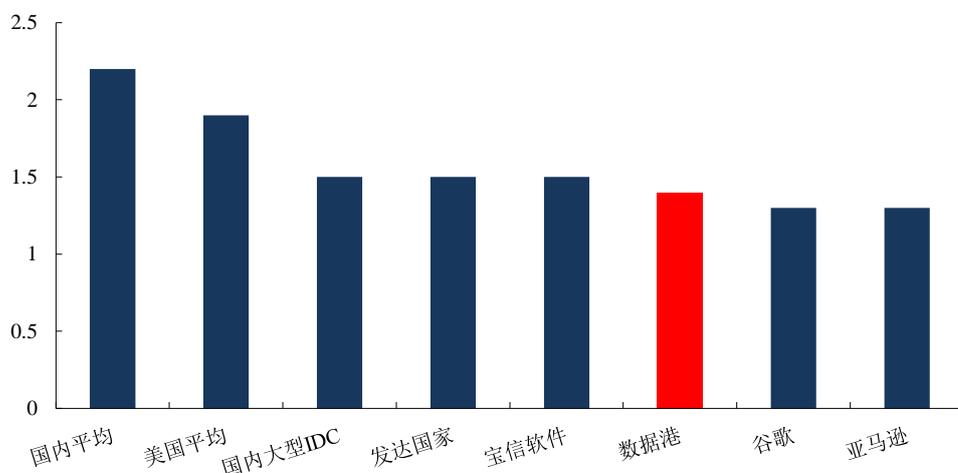
表 4: 北京市以及上海市新政策

区域	版本	相关规定
北京	2014 年	禁止新建和扩建数据处理和存储服务中的数据中心(PUE 值在 1.5 以下的云计算数据中心除外)。
	2015 年	全市范围内禁止新建和扩建数据处理和存储服务中的数据中心(PUE 值在 1.5 以下的云计算数据中心除外);城六区(即东城区、西城区、朝阳区、海淀区、丰台区、石景山区)范围内禁止新建和扩建数据处理和存储服务中银行卡中心、数据中心。
	2018 年	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(PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外);中心城区(即东城区、西城区、朝阳区、海淀区、丰台区、石景山区)范围内禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心。
上海	2018 年	新增机架控制在 2 万个, 总规模控制在 12 万个; 存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4; 新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下。
	2019 年	新增机架控制在 2 万个, 总规模控制在 14 万个; 存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4; 新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下
	2020 年	新增机架控制在 2 万个, 总规模控制在 16 万个; 存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4; 新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下

数据来源:《上海市推进新一代信息基础设施建设助力提升城市能级和核心竞争力三年行动计划(2018-2020 年)》,《北京市新增产业的禁止和限制目录》, 东吴证券研究所

一方面政府在考虑土地资源以及能耗等问题后限制 IDC 在一线城市的新建, 另一方面一线城市是数据流量集中地区, 对 IDC 需求量较大, 根据中国信通院《全国数据中心应用发展指引(2017)》内容, 2018 年北上广三地 IDC 缺口为 20.7 万架。

图 39: 2018 年世界 IDC 厂商 PUE 对比



数据来源: 产业信息网, 东吴证券研究所

2.3.3. 优越的地理位置将减少运营成本

自然冷却选址因素已被广泛考虑在数据中心节能上。2016年，在工信部《关于数据中心建设布局的指导意见》中指出，大型数据中心应优先在能源相对富集、气候条件良好、自然灾害较少的地区建设。微软的海底数据中心、阿里的千岛湖数据中心、腾讯的贵阳数据中心都是非常好的利用自然冷源的案例。谷歌、苹果、Facebook 开始将选址在高位地、高海拔的地区建设数据中心，甚至是选址接近北极的地区。

以微软海底数据中心为例，2018年6月，微软将一个长约12米，直径接近3米的胶囊状数据中心沉入苏格兰水域，该数据中心一共装载了864台服务器，可以存储约500万部电影。它将为苏格兰群岛的沿海地区提供高速的云计算能力和互联网连接。

3. 巩固数据中心服务，布局新业务打造增长点

3.1. 技术革新，创新驱动

截至2018年末，数据港共运营15个自建数据中心，共部署10,465个机柜（折合5千瓦标准柜数为13,622个），106,748台服务器，电力容量合计约21.96万千瓦，IT容量合计约6.81万千瓦。

表5：数据港专利（个）

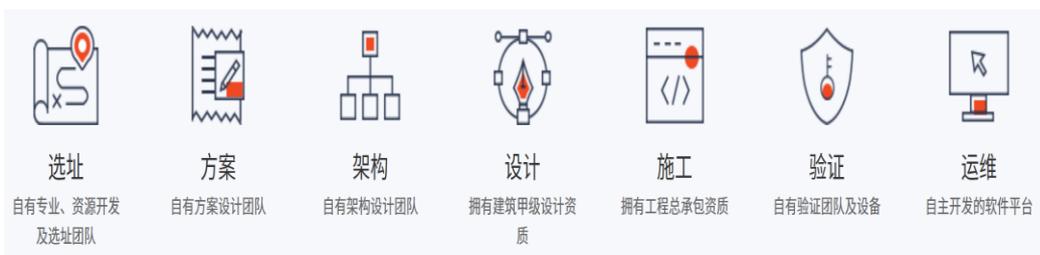
专利类型	2018年新增专利数量	专利总数量	主要专利
实用新型专利	33个	83个	数据中心模块化、集装箱式IDC技术、重叠式表冷器换热技术、储冷型水交换技术
软件著作权	24个	76个	机房智慧软件、数据中心整体通讯式软件

数据来源：数据港年报，东吴证券研究所

随着云计算、大数据、人工智能、物联网的飞速发展，数据中心未来将迎来爆发式的增长，而能耗始终是制约数据中心发展的一大因素。数据港的实用新型专利帮助公司节省能耗成本，降低数据中心TCO，从而提升公司的市场竞争力。

在数据中心运营管理技术方面，数据港着力打造基于数据中心全生命周期的运营管理平台，满足公司从建设到运营各个阶段的透明化、度量化管理需求，提升管理效率，为公司实现跨地域、多数据中心管理提供技术基础。

图40：数据港“全生命周期管理”



数据来源：数据港官网，东吴证券研究所

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。

固定资产支出指前期必要的建设投资及一段期限折旧后的再投资。数据港通过对以往数据中心的子系统建设进行收集、整理、积累和分析，将数据中心的建设模块化，在满足客户快速定制化数据中心的同时，降低自身构建数据中心的成本。

数据中心运营支出（OPEX）的主要组成部分是电费，大约占数据港营业成本的 60% 左右，主要取决于数据中心的 PUE 水平。目前数据港运营成本已达到发达国家水平，居行业领先地位。

表 6：PUE 水平

国内平均水平	发达国家水平	数据港水平
2.2~3.0	1.5	1.5

数据来源：《2012-2013 年中国 IDC 产业发展研究报告》，东吴证券研究所

数据港凭借丰富的运营经验及对数据中心规划、设计、系统集成、运营管理的全生命周期管理技术优势，与基础电信运营商、大型互联网公司 & 云计算服务商形成良好的长期合作关系，提供完整的数据中心基础设施解决方案。

截至 2019 年上半年，公司共运营 15 个自建数据中心，共部署 10,467 个机柜，106,992 台服务器，电力容量合计约 21.96 万千瓦，IT 电力容量合计约 6.81 万千瓦；公司整体数据中心项目运营情况均正常有序。

表 7：数据港部分数据中心

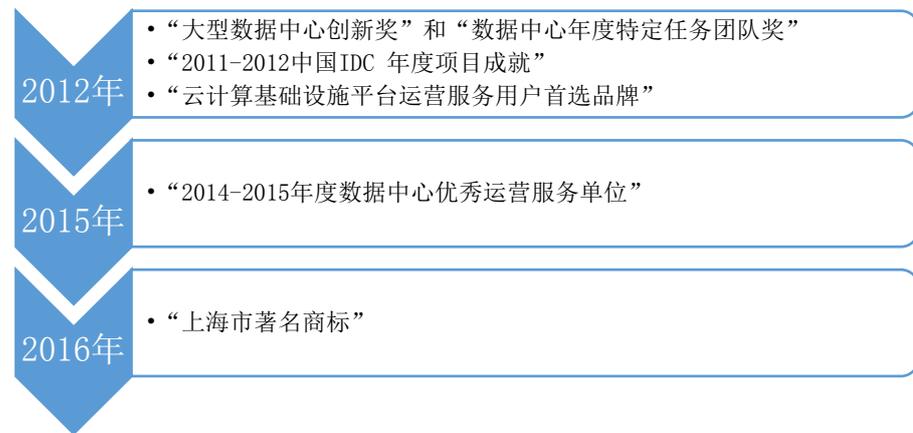
项目名称	预计总投入（亿元）	运营模式	预计内部收益率（%）	合同实行年限
HB33	8.80		13.36	自交付之日起 10 年
HB41	2.55		10.30	自交付之日起 10 年
JN13	5.47	项目公司建设	10.50	自交付之日起 10 年
HB13	2.55	与运营管理	10.30	自交付之日起 10 年
GH13	2.55		10.30	自交付之日起 10 年
ZH13	5.47		10.60	自交付之日起 10 年
NW13	2.55		10.30	自交付之日起 10 年

数据来源：数据港公司公告，东吴证券研究所

同时数据港所建张北数据中心位于京津冀地区最近的高原，当地年平均温度在 4 摄氏度左右，依靠着高原地区的强风以及低气温，通过自然冷却降低张北数据中心 PUE，其 PUE 为 1.13，是全世界最节能的数据中心之一。

除了得到国内三大互联网公司认可之外，数据港的整体运营能力也获得多家第三方国际、国内权威机构的认可。

图 41：数据港所获奖项



数据来源：数据港年报，东吴证券研究所

3.2. 布局新业务以及云计算服务业务

数据港与阿里云进行合作，两家公司在 2019 年三月签订《业务合作协议》，当中指出双方在云计算领域建立业务合作伙伴关系，通过双方相互资源的整合和充分利用，共同拓展云计算市场，提升双方竞争力。数据港可以通过使用阿里现有的厂房建设 IDC 基地，帮助公司突破区位限制，同时也降低了 IDC 建设成本。

阿里云在协议期间向公司及其客户提供阿里云官网上的全部云产品/服务，以及线下客户签单的专有云、混合云、CDN、云托付产品。其中，公共云产品与服务包括但不限于：弹性计算、数据库、网络、云盾安全、存储、大数据、分析与搜索、互联网中间件、视频服务、移动服务、应用服务、咨询及培训服务等；阿里云方面提供技术支持，协助公司打造云计算运营团队。与此同时数据港承诺 6 年合作期内承销不低于 4.35 亿元人民币的阿里云产品服务。

同时数据港通过其背后实际控制人上海市静安区国资委的关系，在一线城市争取 IDC 建设指标，进一步加强数据港在一线城市的优势。

不断完善批发型数据中心销售模式的同时，数据港还在致力于开发零售型数据中心销售模式，其中包括宝龙创益项目与房山项目。

表 8：数据港未来 IDC 基地

项目名称	项目地点	机柜数量	投资金额	项目简介
宝龙创益	租用深圳市龙岗区宝龙七路创益产业园内厂房	2,250 个 8KW 机柜	总投资约为 5.1 亿元，自有资金投入约 15,420 万元	以此为基础与深圳联通合作为客户云计算相关业务提供数据中心基础设施服务。第一期预计 2018 年 8 月建成投入使用

房山	购买北京市房山区琉璃河镇中国北京中粮农业生态谷园区内 E07 地块	3,200 个 5KW 机柜	总投资额约 6.9 亿元, 自有资金投入约 20,683 万元	打造大数据及云计算产业平台, 用以承载和推动整个产业园区的智慧农业、基因工程、健康产业等应用的大数据分析和应用, 并为园区客户提供数据基础支持和多种形式的服务, 预计 2020 前投入使用
----	-----------------------------------	----------------	---------------------------------	--

数据来源: 数据港年报, 东吴证券研究所

综上所述, 开发零售型数据中心销售模式不仅可以填补数据港批发型数据中心销售模式的空白, 还可以提高公司整体的 IRR。

3.3. 国内互联网三巨头服务商

数据港是国内少数同时服务于阿里巴巴、腾讯、百度国内三大互联网公司的数据中心服务商, 其中数据港在阿里巴巴未来三年新增数据中心总量占据 50% 以上的份额。

数据港与阿里巴巴签署关于 ZH13 等项目的包含主要合同条款要素的并且具有法律效力的合作备忘录, 这意味着数据港与阿里巴巴金额为 40.44 至 82.8 亿元的数据中心服务费收入从法律层面获得了保障。

数据港提供全面的数据中心服务, 涵盖从数据中心规划、设计、系统集成及运营管理等数据中心全生命周期服务, 确保终端用户的关键业务应用得到持续可靠的运营, 同时满足终端用户对于快速部署及可扩展性方面的动态需求。

互联网企业的单一第一大成本支出为广义的数据中心(包括数据中心、网络和服务器等)采购支出。阿里巴巴、腾讯和百度三大互联网公司较大的采购规模形成国内数据中心市场最强的采购议价能力。正是基于数据港上述的数据中心全生命周期规划设计理论和成本模型, 公司有效地形成成本优势, 使得公司能够持续获得来自阿里巴巴、腾讯和百度等大型互联网公司的业务订单。

图 42: 数据港与阿里合作的张北数据中心项目



数据来源: 数据港官网, 东吴证券研究所

3.4. 优秀的业务模式成就国内领先成本控制

数据港定制数据中心服务采取“先订单, 再建设, 后运营”的经营模式, 由公司、基础电信运营商和最终用户共同定制数据中心技术标准, 基础电信运营商提供网络资源,

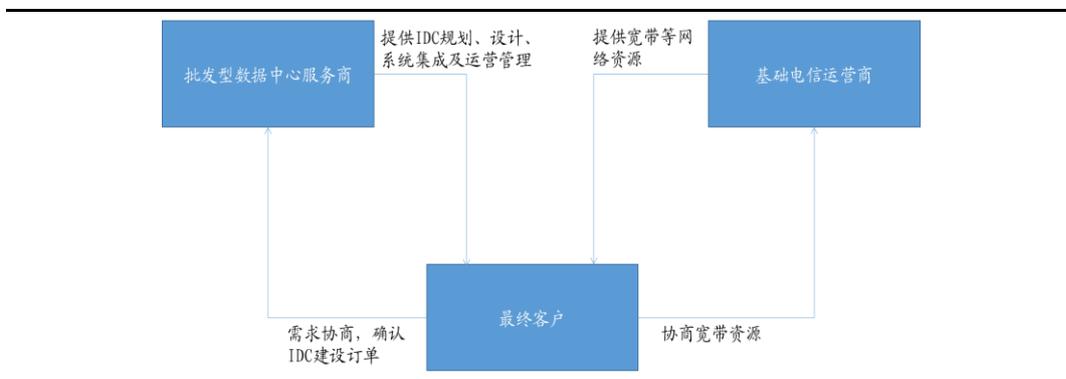
公司提供定制化的包括规划、设计、系统集成和运营管理方案等的数据中心全生命周期管理服务。

根据数据港签订的销售合同，数据港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。

数据港独特的业务模式精准地满足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，取得国内细分市场龙头地位，取得市场的先发优势。

数据港的批发定制型业务模式，保障公司所建数据中心的销售和上电率，维持公司业务高毛利率的特点。

图 43：数据港主要业务模式



数据来源：数据港公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 关键假设

1、数据港的业务模式为先订单再建设的模式，从现有的资料可知2020年数据港的机柜数将接近2.5万架,2021年数据港所有机架数将达到3万架。我们通过以往数据港上架率判断未来公司上架率情况，利用公式： $IDC\ 服务\ 营收 = 机架数 * 上架率 * 租金$ ，来预计IDC服务业未来的营收。

2、阿里巴巴是数据港最大的客户，其与数据港所签合同为10年，阿里巴巴对IDC较大的需求量是数据港业绩稳步上升的保障。

3、未来一年数据港将承造接近1万架机柜。因此未来2~3年公司IDC服务业收入将稳步提升。

4、JN13、GH13、HB33、创益二期项目在2019年底交付后，剩余在建工程2020年底交付。

4.2. 盈利预测

表 9：数据港收入预测（亿元，%）

	2018	2019E	2020E	2021E
IDC 服务	6.50	7.04	11.39	15.21
增长率	27.45%	8.23%	61.90%	33.54%
IDC 解决方案	2.40	2.85	2.15	3.4
增长率	-	18.75%	-24.56%	58.14%
其他	0.20	0.4	0.75	1.59
增长率	100%	100%	87.5%	112%
合计	9.10	10.29	14.29	20.20
增长率	74.86%	13.06%	38.94%	41.36%

数据来源：数据港公司公告，东吴证券研究所

我们持续看好数据港未来业绩增长，我们预计 2019~2021 年数据港营业收入分别为 10.29 亿元、14.29 亿元以及 20.20 亿元，同比增速分别为 13.06%、38.94% 以及 41.36%；实现归母净利润分别为 1.46 亿元、2.14 亿元以及 2.69 亿元，同比增速分别为 1.95%、46.92% 以及 25.90%。

4.3. 估值与评级

我们预计 2019 年~2021 年 EPS 分别为 0.69 元、1.02 元以及 1.28 元，对应的估值分别为 59 倍、40 倍以及 32 倍，对应的 EV/EBITDA 为 28 倍、21 倍以及 16 倍。同时我们认为 5G 利好带来更广的市场需求，数据港作为第三方 IDC 服务商，业绩有望保持稳步增长，主要原因为：

1、成本优势：作为全生命周期 IDC 服务商可以在全过程中控制成本，自建 IDC 过程中积累大量经验，运营成本更低。

2、资源优势：数据港实际控制人静安区国资委让数据港在争取能源批次以及申请银行贷款方面具有天然优势，帮助数据港在一线城市建设 IDC。

3、客户优势：绑定阿里，合作关系稳定。

因此对于数据港，首次覆盖给予“买入”评级。

相关可比公司估值情况如下：

表 10：数据港可比公司估值（截止至 2020.01.16）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS (元)			市净率 PB(MRQ)
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603881.SH	数据港	89.82	36.07	59.29	40.35	32.05	0.69	1.02	1.28	8.31
600845.SH	宝信软件	427.07	94.99	49.25	38.54	31.20	0.76	0.97	1.20	6.29
300383.SZ	光环新网	329.91	211.83	32.79	24.06	18.36	0.59	0.80	1.05	4.06

数据来源：宝信软件相关估值数据取自 wind 一致预测，东吴证券研究所

IDC 行业属于重资产行业，每年机房和机柜会计提折旧费用，我们认为使用 EV/EBITDA 与同行业公司进行对比结果会更加精确，更能体现公司的估值优势。从 EV/EBITDA 的角度来看，未来数据港的估值比其他两个公司更低。

表 11：数据港可比公司 EV/EBITDA（截止至 2020.01.16）

代码	证券简称	EV/EBITDA		
		2019E	2020E	2021E
603881.SH	数据港	28.12	20.56	15.98
600845.SH	宝信软件	33.08	26.28	21.89
300383.SZ	光环新网	22.82	17.39	13.36

数据来源：宝信软件相关数据取自 wind 一致预测，东吴证券研究所

5. 风险提示

1、公司客户集中度高，尤其是阿里巴巴，其议价能力较强，如果阿里巴巴加大与其他第三方 IDC 服务商的合作，将会对公司未来业务的发展造成较大影响。

2、零售业务不达预期。当前公司业务中批发型业务的占比较大，公司通过房山项目希望拓展公司零售型业务的空间，当前一线城市对新建 IDC 的管控趋严，未来存在着公司在机房资源拓展不及预期而影响零售业务发展的风险。

3、公司规模发展过快带来运营管理的风险，增加公司的运营成本，降低公司利润。

4、公司大部分数据中心位于上海、杭州两地，如果公司不能巩固、扩展现有市场，将业务拓展到其他地区，公司的运营将存在市场区域集中的风险。

数据港三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	767.45	847.13	1,310.33	1,471.54	营业收入	909.68	1,028.50	1,429.00	2,020.0
现金	420.26	624.43	749.07	930.80	减:营业成本	638.89	718.58	981.20	1,433.3
应收账款	291.21	189.87	478.54	466.30	营业税金及附加	1.84	2.00	2.81	3.96
存货	21.32	2.66	30.09	17.75	营业费用	3.99	4.40	6.17	8.69
其他流动资产	34.66	30.17	52.64	56.69	管理费用	59.44	101.47	141.22	188.24
非流动资产	1,891.12	1,980.42	2,558.66	3,419.79	财务费用	23.98	30.11	45.31	69.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.04	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,340.97	1,440.45	1,952.74	2,719.11	加:投资净收益	0.00	0.06	0.01	0.02
在建工程	212.05	202.16	270.79	371.13	其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.31	9.53	11.00	12.68	营业利润	164.49	172.00	252.30	316.02
其他非流动资产	329.79	328.28	324.14	316.87	加:营业外净收支	1.49	1.10	1.17	1.22
资产总计	2,658.58	2,827.55	3,868.99	4,891.33	利润总额	165.98	173.10	253.47	317.24
流动负债	1,084.61	1,167.89	1,955.74	2,661.31	减:所得税费用	22.74	27.37	39.33	47.58
短期借款	346.28	692.56	1,038.83	1,558.25	少数股东损益	0.38	0.10	0.18	0.28
应付账款	369.85	352.15	633.72	806.43	归属母公司净利润	142.86	145.63	213.96	269.38
其他流动负债	368.48	123.18	283.18	296.63	EBIT	192.04	197.00	293.57	380.95
非流动负债	566.64	521.34	575.53	641.07	EBITDA	334.28	330.76	467.96	630.82
长期借款	267.86	222.57	276.76	342.29	重要财务与估值指				
其他非流动负债	298.78	298.78	298.78	298.78	标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,651.25	1,689.23	2,531.27	3,302.37	每股收益(元)	0.68	0.69	1.02	1.28
少数股东权益	5.02	5.12	5.30	5.58	每股净资产(元)	4.76	5.38	6.33	7.52
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	211	211	211	211
益	1,002.31	1,133.20	1,332.42	1,583.38	ROIC(%)	7.7%	6.9%	8.1%	8.2%
负债和股东权益	2,658.58	2,827.55	3,868.99	4,891.33	ROE(%)	14.2%	12.8%	16.0%	17.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	29.8%	30.1%	31.3%	29.0%
经营活动现金流	335.49	339.69	494.04	735.13	销售净利率(%)	15.7%	14.2%	15.0%	13.3%
投资活动现金流	-718.64	-223.00	-752.61	-1110.98	资产负债率(%)	62.1%	59.7%	65.4%	67.5%
筹资活动现金流	493.90	87.49	383.21	557.58	收入增长率(%)	74.9%	13.1%	38.9%	41.4%
现金净增加额	110.75	204.17	124.63	181.73	净利润增长率(%)	24.3%	1.9%	46.9%	25.9%
折旧和摊销	142.24	133.76	174.39	249.87	P/E	60.44	59.29	40.35	32.05
资本开支	704.13	89.30	578.24	861.13	P/B	8.61	7.62	6.48	5.45
营运资本变动	27.22	30.15	60.21	145.83	EV/EBITDA	28.04	28.12	20.56	15.98

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

