

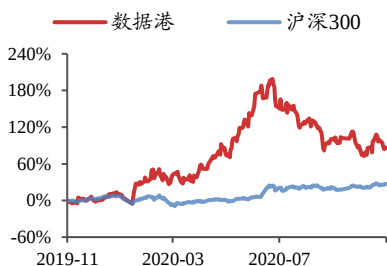
数据港（603881.SH）

2020 年 11 月 21 日

投资评级：增持（首次）

日期	2020/11/20
当前股价(元)	70.00
一年最高最低(元)	114.86/35.20
总市值(亿元)	164.46
流通市值(亿元)	147.41
总股本(亿股)	2.35
流通股本(亿股)	2.11
近 3 个月换手率(%)	116.31

股价走势图



数据来源：贝格数据

深绑定云计算行业龙头，受益数据增长红利再飞跃

——公司首次覆盖报告

赵良毕（分析师）

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

● 绑定云计算龙头企业，IDC 业务全国布局上架率有保障，首次覆盖给予“增持”评级

公司是上海市北高新集团旗下的数据中心行业龙头企业，营业模式以高毛利批发型数据中心为主，零售型数据中心为辅。公司主要客户集中于互联网巨头公司，在和阿里云深度绑定的基础上横纵双向拓展客群。公司以长三角为核心全国拓展，重点布局浙江、上海及河北，在绑定重点客户情况下外延拓展客群有望带来营收新增量。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.50/2.59/4.05 亿元，同增 36.4%/72.0%/56.3%，EPS 为 0.64/1.10/1.72 元，当前股价对应 PE 为 109.3/63.6/40.7 倍，考虑公司业绩边际改善明显，给予公司一定的估值溢价。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 深度绑定阿里巴巴，外延拓展客户有望实现营收新增量

公司 2015 年与阿里巴巴独立签署合同在河北张北投资建立阿里数据港张北数据中心；2018 年 5 月与阿里巴巴签署了关于十年服务期的 5 个数据中心项目合作备忘录，并于 2019 年 12 月同阿里巴巴确定 HB41、HB33、GH13、JN13 等数据中心 10 年服务期的合作；2019 年 3 月同阿里巴巴约定 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。阿里云于 2019 年跃居全球第三大云计算公司，2020 年 4 月，阿里巴巴宣布到 2023 年云计算业务将投入超 2000 亿元人民币，公司同阿里云深度绑定，未来业绩确定性进一步增高，随着数据中心不断投入运营，未来业绩有望保持高增长态势。

● 公司国资背景加持下带来市场空间扩大，市占率有望进一步提升

2020H1，数据港累计在运营数据中心 23 个，IT 负载合计约 221.8 兆瓦（mW），公司 2020 上半年新增具备运营条件的自建数据中心 6 个，新增 IT 负载合计约 80.8 兆瓦（MW），运营规模及机柜数量不断扩大；公司 2013-2019 年间流动比率一直维持在 0.7 以上，整体资金流动性较好。公司在上海市静安区国资背景加持下，市场发展较快，融资能力加强，市占率有望进一步提升。

● 风险提示：市场竞争加剧风险；下游客户集中度较高风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	910	727	948	1,470	2,018
YOY(%)	74.9	-20.1	30.5	55.1	37.3
归母净利润(百万元)	143	110	150	259	405
YOY(%)	24.3	-22.8	36.4	72.0	56.3
毛利率(%)	29.8	36.5	31.1	31.2	31.3
净利率(%)	15.7	15.2	15.9	17.6	20.0
ROE(%)	14.2	10.0	12.1	17.4	21.6
EPS(摊薄/元)	0.61	0.47	0.64	1.10	1.72
P/E(倍)	115.1	149.1	109.3	63.6	40.7
P/B(倍)	16.4	15.0	13.3	11.1	8.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司具备国资背景，批发型 IDC 业务全国布局.....	4
1.1、 公司主营批发型数据中心服务业务，以长三角为核心全国布局.....	4
1.2、 公司具备国资背景，股权较为集中.....	6
2、 IDC 增长空间广阔，第三方 IDC 公司发展正当时.....	7
2.1、 IDC 是新基建关键环节，政策扶持数据中心布局建设.....	7
2.2、 IDC 行业未来发展前景广阔，第三方 IDC 优势明显.....	8
2.2.1、 第三方 IDC 主要公司发展前景广阔，通过规模扩张抢占份额.....	8
2.2.2、 一线城市数据中心需求量大能耗指标管控较严，公司拿地能力较强.....	8
3、 公司深度绑定阿里云，协同发展业绩增长空间广阔.....	9
3.1、 IDC 上下游需求量以互联网公司为主，5G 时代景气度加深.....	9
3.1.1、 IDC 以政企端需求为主，下游客户多为互联网企业和云计算公司.....	9
3.1.2、 “5G+云计算”提振市场景气度，市场规模稳步增长.....	9
3.2、 公司与云计算龙头阿里云深度合作，营收确定性增强.....	11
3.2.1、 公司拥有优质客群，前五大客户销售占比较高.....	11
3.2.2、 公司深度绑定云计算巨头阿里巴巴，保障未来十年确定性和持续性收益.....	11
4、 融资成本较低融资能力较强，自有 IDC 规模稳步扩张.....	13
4.1、 公司 PUE 值行业领先，融资能力较强主营业务增长高确定性.....	13
4.2、 期间费用率随公司体量增长而增加，2020 年呈现缓慢下降态势.....	17
4.3、 公司回报率指标良好，固定资产占比较高融资能力较强.....	18
5、 盈利预测与投资建议.....	19
5.1、 关键假设.....	19
5.2、 盈利预测.....	19
6、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 数据港持续开拓政企端以互联网为主的大客户	4
图 2： 公司业绩增长整体向好	5
图 3： 公司主要业务以北上广为主并持续拓展	5
图 4： 公司以长三角为核心进行业务全国拓展	5
图 5： 公司 2018 年后毛利率持续走高	6
图 6： 2018 年公司 IDC 解决方案营收达 2.4 亿元.....	6
图 7： 数据港以国资委为背景，控股较集中	7
图 8： 目前数据中心机房以大城市覆盖为主（个）	9
图 9： 2023 年中国云计算市场规模有望突破 3000 亿元.....	9
图 10： IDC 下游客户以互联网公司和云计算公司为主.....	9
图 11： 中国 IDC 业务市场规模预计将稳定增长.....	10
图 12： 美国数据中心 REITs 回报率维持高位	11
图 13： 美国主要数据中心公司 2015 年后营收增长显著.....	11
图 14： 2013-2019 年公司对前五大客户销售占比先升后降	11
图 15： 云计算产业规模预计将保持高增长	13
图 16： 阿里云业务收入占比涨势较好	13

图 17: 2020H1 阿里云公有云业务全球占比同谷歌持平	13
图 18: 阿里云在中国市占率整体较高	13
图 19: 公司资产投入稳步增长	14
图 20: 杠杆率不断攀升以支持业务规模扩大	14
图 21: 公司运营机柜数增长较快（折算成 5kw 标准机柜）	15
图 22: 融资成本第三方 IDC 行业内相对较低	15
图 23: 数据港发电、冷却设备为主要的固定资产支出	15
图 24: 数据港运营支出中电力支出占比最大	15
图 25: 公司 IDC 项目 PUE 水平优于行业整体	16
图 26: 2016 年开始管理费用走高，2020H1 微跌	17
图 27: 2020H1 公司销售费用大幅下降	17
图 28: 公司管理费用率和财务费用率上升，销售费用率较稳定	17
图 29: 公司 2020 年研发费用占比相对较高	18
图 30: 资产负债率持续较高	18
图 31: 流动比率维持在较低的水平（单位：%）	18
图 32: 公司 ROA 水平略有下滑	19
图 33: 公司 ROE 水平处于行业领先水平	19
 表 1: 公司 IDC 机房建设稳步推进	 5
表 2: 2019 年 IDC 服务业为企业主要营收来源	6
表 3: 各项政策保障数据中心布局建设	7
表 4: 第三方 IDC 优势较明显	8
表 5: 公司是批发型数据中心的代表厂商之一	8
表 6: REITs 试点政策于 2020 年相继出台	10
表 7: 近年来数据港与阿里巴巴深度合作	12
表 8: 一线城市中心城区限制新建数据中心	15
表 9: 可比公司估值：考虑数据港业绩改善明显，给予数据港一定的估值溢价	19

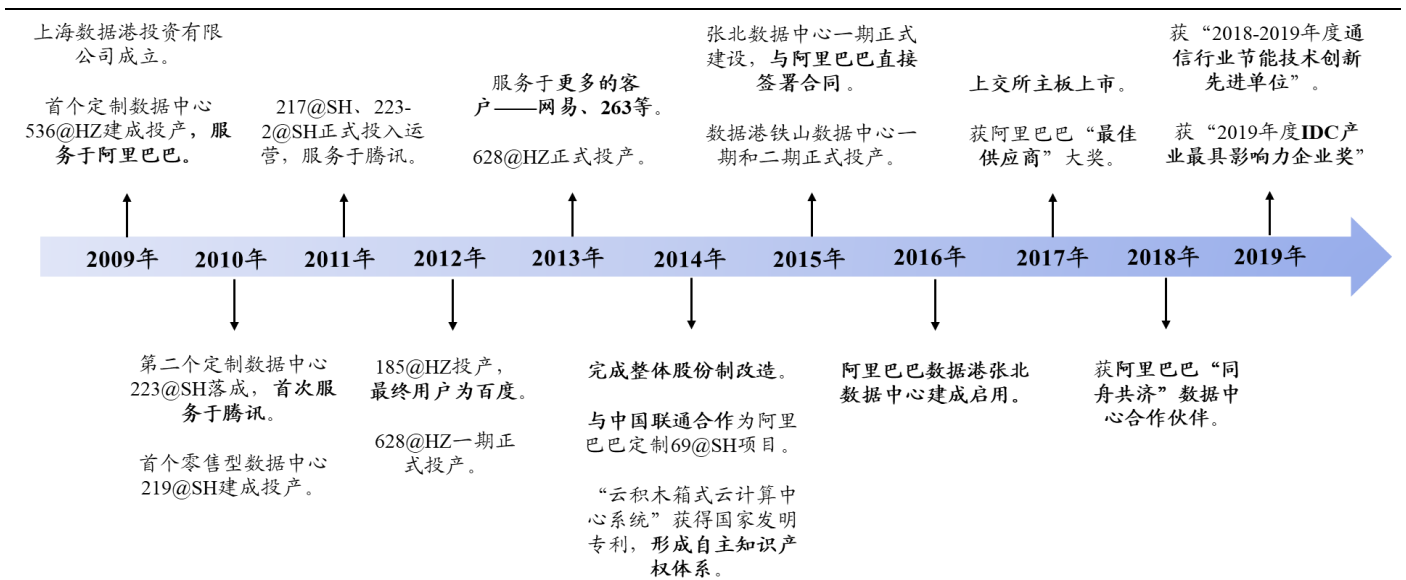
1、公司具备国资背景，批发型 IDC 业务全国布局

1.1、公司主营批发型数据中心服务业务，以长三角为核心全国布局

批发型数据中心业务为主，重点服务互联网大客户。公司于 2009 年在上海成立，创立伊始公司主要客户以阿里巴巴为主，逐步积累如百度、腾讯、网易等业内领先的互联网客户并于 2017 年在上交所主板挂牌上市。目前公司已经形成以批发型数据中心为主、零售型数据中心为辅的经营模式。

客户集中于互联网巨头公司，纵横双向拓展客群。数据港成立初期首个定制数据中心客户即为阿里巴巴并持续纵向深耕阿里巴巴业务线，长期稳定合作；同时公司横向扩展客户群体，2009-2020 年十余年来先后同腾讯、百度、网易、平安银行等多家大型互联网企业，电信运营商、金融企业等公司进行战略合作。

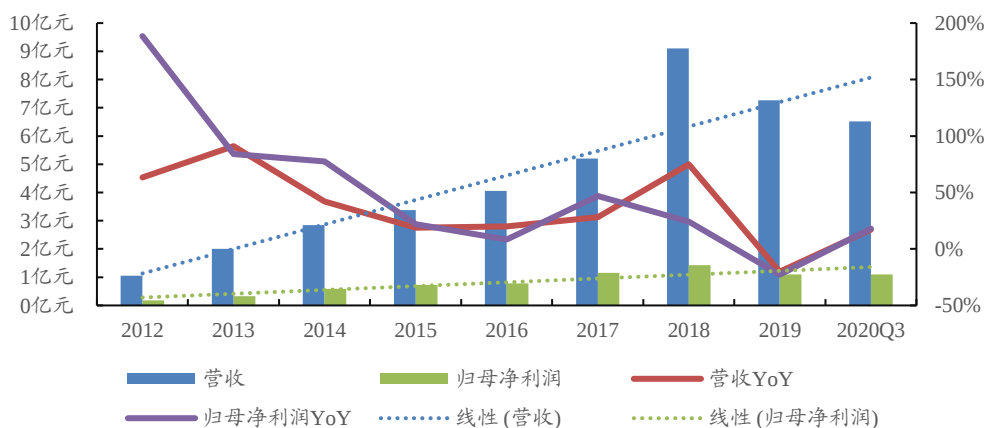
图1：数据港持续开拓政企端以互联网为主的大客户



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司营收及归母净利润持续向好，疫情对公司 2020 年全年业绩影响可控。公司自 2011 年以来营收及归母净利润皆保持宏观增长趋势，2011-2019 年公司营收 CAGR 达 35.49%，归母净利润 CAGR 达 43.85%。2018 年 8 月公司同石家庄常山北明科技股份有限公司签订合同为 2.65 亿元的常山云数据中心一期工程建设项目，叠加萧山大数据运营平台及深圳创益项目一期上电投入运营，使得 2018 年公司整体营收同增 74.86% 至 9.10 亿元；2020 年 1-9 月疫情对公司影响可控，前三季度实现营收 6.52 亿元，同增 17.05%；实现归母净利润 1.10 亿元，同增 18.07%，归母净利润达到 2019 年全年水平。

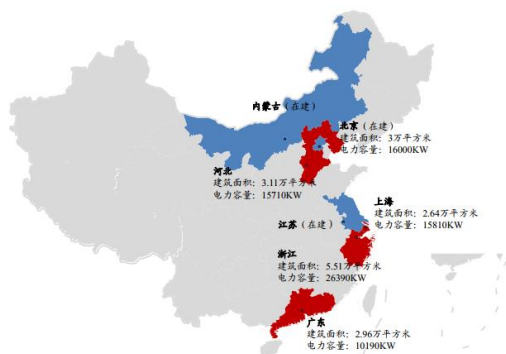
图2: 公司业绩增长整体向好



数据来源: 公司官网、开源证券研究所

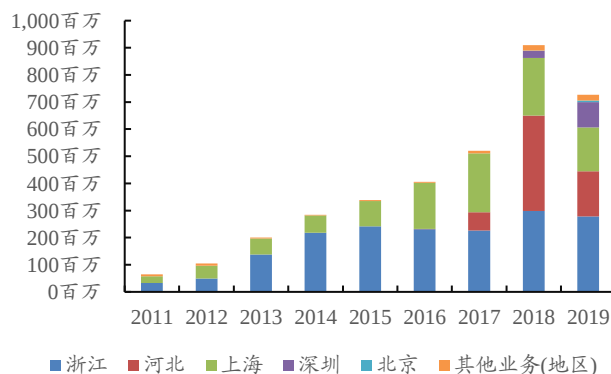
公司以长三角为核心进行全国拓展, 重点布局浙江、上海及河北。公司成立伊始主要数据中心布局于上海 (39.12%) 及浙江 (50.80%), 公司以长三角为核心向外辐射, 在河北张北、北京房山、江苏南通、广东河源、内蒙古乌兰察布等地陆续布局数据中心。2019年公司在浙江、河北及上海深度布局, 对营收贡献占比分别为38.25%、22.90%、22.29%。

图3: 公司主要业务以北上广为主并持续拓展



资料来源: Wind、开源证券研究所

图4: 公司以长三角为核心进行业务全国拓展



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 公司 IDC 机房建设稳步推进

数据中心名称	总投入 (万元)	2019 年末进度	项目 IRR	项目概况
张北数据中心	约 40000	100%	12.20%	位于河北省张北县, 公司负责投资、设计、建设和运营。同时也为阿里巴巴集团提供数据中心托管服务。
2A-1	约 20000	100%	12.20%	2016 年末已投入使用
2A-2	19006	100%	12.21%	2017 年末已投入使用
萧山大数据运营平台	31696	100%	12.79%	租用杭州市萧山区新街镇科创园区内厂房, 总建筑面积约为 23,427 m², 建成后可容纳约 1,430 个 8KW 机柜, 与杭州电信合作为杭州本地企业提供大型电子商务及云计算等服务。2018 年末已投入使用。
HB33	88000	69.9%	13.36%	拟使用阿里巴巴在河北省张家口市已建成的数据中心, 使用建筑主要包括机房、设备用房、综合楼等。建设周期 12 个月。
深圳宝龙创益	51399	89.1%	10.13%	拟租用深圳市龙岗区宝龙七路创益产业园内厂房, 总建筑面积约

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

园项目				26,128.81 m ² , 可容纳 2,250 个 8KW 的机柜, 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
北京房山项目	68943	2.3%	9.14%	2018 年 9 月 11 日 2018 年第二次临时股东大会审议通过了《关于投资 ZH13 等数据中心项目的议案》, 自开工之日起 18 个月内交付。
JN13	54720	31.8%	10.50%	
GH13	25481	48.3%	10.30%	
ZH13	54720	22.1%	10.60%	
NW13	35000	58.0%	10.30%	
HB41	25481	60.8%	10.30%	

资料来源: Wind、开源证券研究所

公司以批发型 IDC 业务为主导, 探索行业模式创新并积极发展下游业务。数据港主营业务为**数据中心服务器托管服务**, 该项业务为数据港核心业务, 占营收比持续高于 90%, 2019 年达 96.33%, 毛利率达 37.6%; **IDC 解决方案业务**占营收比为 0.74%, 毛利率为 30.98%, 该项业务是主营业务的进行延伸, 发挥公司技术、运营及供应链管理方面的优势, 从而进行业务模式创新。

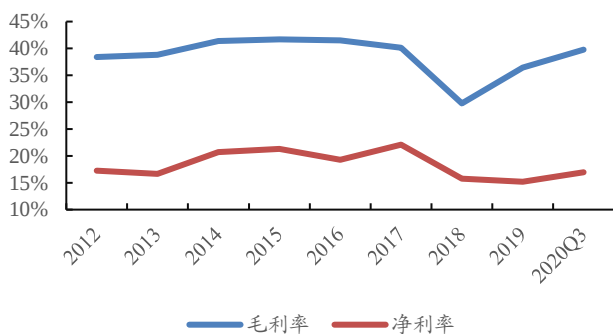
表2: 2019 年 IDC 服务业为企业主要营收来源

主营业务	收入 (万元)	收入占比	毛利率	简介
IDC 服务业	70,000.90	96.33%	37.60%	批发型 IDC 业务为主。主要面向大型互联网公司及电信运营商等需求量较大的客户, 合同期较长, 基本覆盖机房生命周期, 同时租售单位较大。
IDC 解决方案	539.46	0.74%	30.98%	发挥公司深耕 IDC 方面的优势, 进行业务模式创新; 将公司核心技术能力模块化, 根据客户需求提供产品组合业务。
云销售	23.21	0.03%	14.75%	公司为拓展产业上下游、形成生态产业优势、拓宽客户群并提升客户粘性而打造。

资料来源: Wind、开源证券研究所

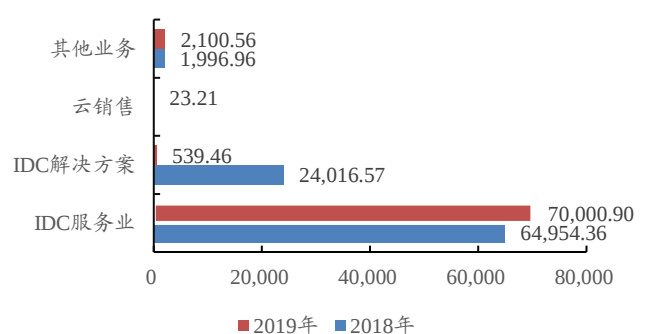
公司因常山云交付等短期原因 2018 年营收增长毛利率下降, 宏观节奏稳步向好。数据港 IDC 业务始终为公司营收核心, 其收入连续四年保持平稳增长。2018 年常山云、公司杭州西石及深圳创益项目的开展使得公司 2018 年营收快速增长, 毛利率及净利率下跌幅度较大; 2019 年公司毛利率企稳回升。

图5: 公司 2018 年后毛利率持续走高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2018 年公司 IDC 解决方案营收达 2.4 亿元

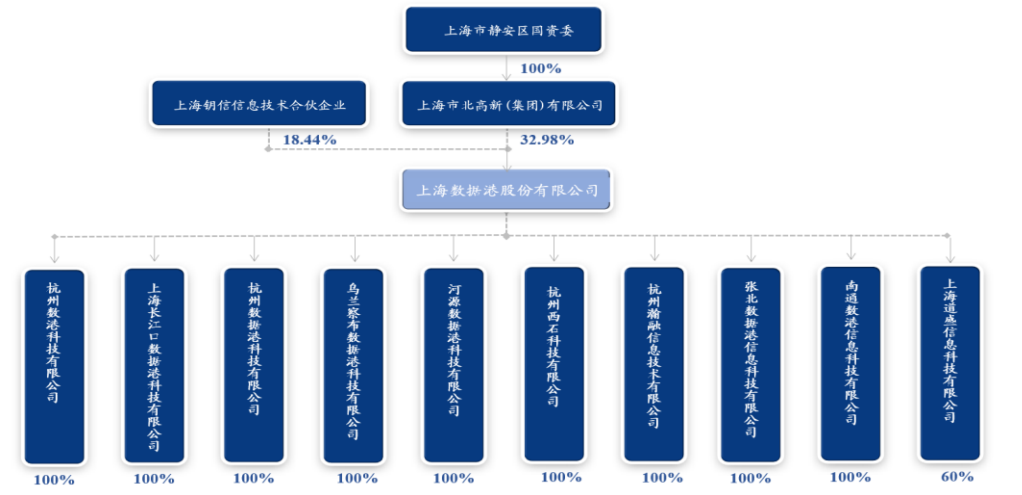


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、公司具备国资背景, 股权较为集中

公司具备国资背景，管理层产业背景丰富带来较大助力。公司实际控制人为上海市静安区国资委，控股股东为由上海市静安区国资委独资控股的上海市北高新集团，持有公司 36.79% 股份。数据港现任副董事长及总裁曾犁先生曾任美国 EMC 公司全球总部产品经理和大中华区首席运营官，世纪互联宽带数据中心有限公司副总裁，在云计算和数据中心方面有较丰富的经验和资源累积。

图7：数据港以国资委为背景，控股较集中



资料来源：公司官网、开源证券研究所

2、IDC 增长空间广阔，第三方 IDC 公司发展正当时

2.1、IDC 是新基建关键环节，政策扶持数据中心布局建设

互联网数据中心是新基建关键环节。2020 年 3 月 4 日，中央政治局常务委员会召开会议，明确提出“加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度”，加快推进“新基建”。“新基建”中首次提到数据中心，提升了数据中心的行业地位。

我国 IDC 产业已经呈现出规模化、集中化、绿色化、布局合理化的发展趋势，形成了贵州贵安、河北张北基地、廊坊基地、呼和浩特基地等数据中心的产业集聚区。截至 2019 年 12 月 31 日，共有 327 家企业获得跨地区的 IDC 业务经营许可证，844 家企业获得省内 IDC 经营许可证，实现了我国数据中心初步规模化布局。

表3：各项政策保障数据中心布局建设

时间	相关政府部门	相关政策
2012 年	工信部	通过《关于进一步规范因特网数据中心业务和因特网接入服务业务市场化准入工作的通告》，完善 IDC 业务准入要求
2013 年	工信部、发改委等五部委	《关于数据中心建设布局的指导意见》引导数据中心布局不断优化
2017 年	工信部	《全国数据中心应用发展指引（2017）》引导数据中心供需对接
2017 年	工信部	通过《电信业务经营许可管理办法》降低了 IDC 市场准入门槛，促进 IDC 市场健康快速发展
2017 年	工信部	《工业和信息化部关于清理规范互联网接入服务市场的通知》，完善 IDC 事中事后管理体系
2020 年	发改委	明确新基建定义，将数据中心纳入建设范围

资料来源：工信部、发改委、开源证券研究所

2.2、IDC 行业未来发展前景广阔，第三方 IDC 优势明显

2.2.1、第三方 IDC 主要公司发展前景广阔，通过规模扩张抢占份额

第三方 IDC 服务商处于 IDC 产业链中游，提供数据中心基础架构和运营服务。产业链上游主要为硬件提供商，如服务器、存储器等 IT 设备，电源设备和精密空调等，下游是各应用厂商，涉及互联网企业、银行、保险和大型政企客户等。同时与 IDC 专业服务商处于产业链中游的还有基础电信运营商和云计算厂商，可提供云服务解决方案和大数据服务。其中云计算厂商主要是自建自用，不参与市场竞争，与第三方 IDC 厂商之间更偏向于合作而非竞争关系；第三方 IDC 服务商服务更加专业，可满足客户高时效和个性化的需求。

表4: 第三方 IDC 优势较明显

企业类型	机柜数量（个）	PUE	优势	劣势	主要企业	发展趋势
运营商	200-1,000	1.5-3	内容建网较早，拥有带宽和土地资源	能耗较高、定制化要求满足度一般	电信、移动、联通	占据最大份额，但并非核心业务
互联网企业	4,000-10,000	1.2-1.5	单机柜建设成本和运营成本低	中心城市带宽和土地资源贫乏	阿里巴巴、腾讯、百度、华为	大规模自建+租用+共建
第三方 IDC 企业	4,000-10,000	1.3-2	建设速度快；单个规模大；可满足大客户灵活需求	整体规模较小	光环新网、万国数据、宝信软件、数据港、奥飞数据	向规模化、集中化发展

资料来源：工信部、信通院、开源证券研究所

公司的 IDC 业务以批发型数据中心为主，零售型数据中心为辅，主要盈利模式为租赁及后期运维。批发型数据中心的服务针对阿里巴巴、腾讯、百度、网易等大型互联网企业客户及运营商客户，根据其需求定制建造，订单周期相对较长，基本覆盖机房生命周期，同时租售单位较大，以单机房模块为主；因客户采购数量较大，规模效应较明显，营收端拉动确定性较高；零售型数据中心则是公司先制造数据中心再挖掘中小客户，单机柜起租，其毛利较高，受众较广，管理较复杂。

表5: 公司是批发型数据中心的代表厂商之一

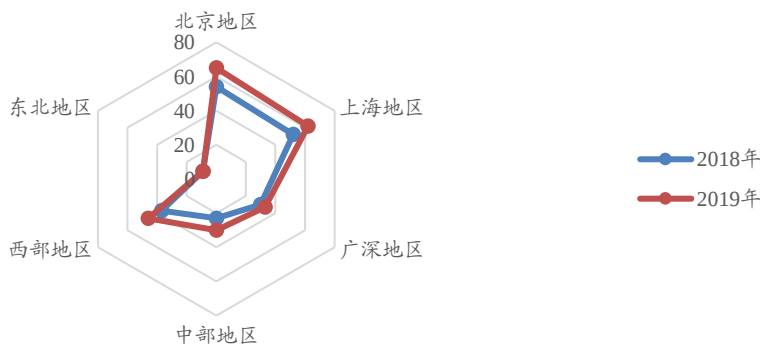
主要指标	批发型数据中心	零售型数据中心
客群	大型互联网公司，电信运营商	中小企业，新兴企业
合同期限	长期合同，一般 5-10 年，或者 10 年以上	年度合同
客户黏度	高	低
租售单位	一个机房模块	单个机柜
单机柜功率	高，4.5kW-8kW	低，1.5kW-5kW
满租期	1 年	2-4 年
单机柜均价	低	高
PUE	低，一般在 1.7 以下	高，一般在 1.8-2.5
能效	高	低
可定制性	高	低
TCO	低	高
代表厂商	宝信软件、数据港、万国数据	光环新网、鹏博士

资料来源：工信部、信通院、开源证券研究所

2.2.2、一线城市数据中心需求量大能耗指标管控较严，公司拿地能力较强

因主要客户集中于大型国企、金融公司、互联网企业及政府，故目前 IDC 机房选址核心仍以大城市为主。2019 年，北京、上海等地区的 IDC 机房数量相比 2018 年呈现出明显性增长。根据我国获得经营许可证的在用数据中心机房分布情况，占据全国数据中心数量排名前 5 名的省市分别是北京（66 个）、广东（41 个）、上海（29 个）、江苏（25 个）和浙江（22 个），机柜上架率大多在 60%-70%；但受到经济发展因素制约，部分西部省份上架率尚且不足 30%。

图8：目前数据中心机房以大城市覆盖为主（个）



数据来源：易飞扬通信、开源证券研究所

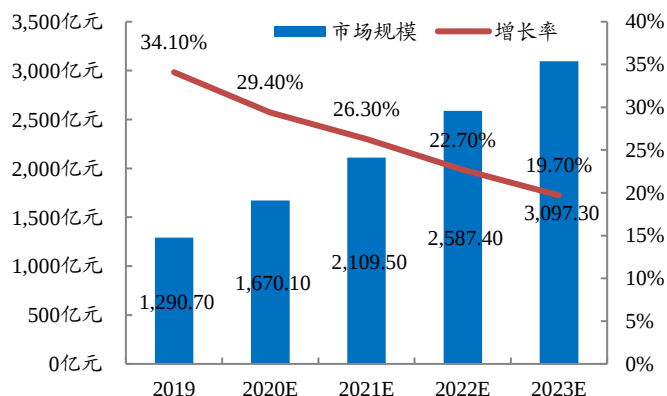
3、公司深度绑定阿里云，协同发展业绩增长空间广阔

3.1、IDC 上下游需求量以互联网公司为主，5G 时代景气度加深

3.1.1、IDC 以政企端需求为主，下游客户多为互联网企业和云计算公司

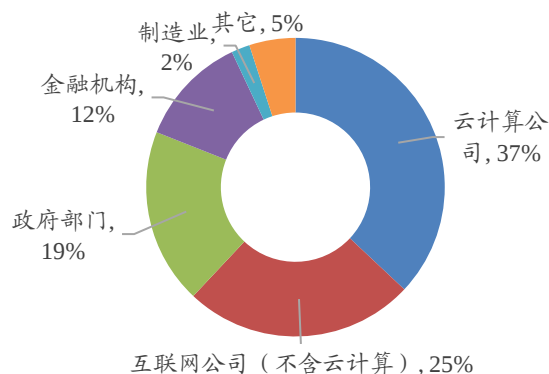
IDC 行业目前主要的客户是互联网公司和云服务公司。现阶段我国数据中心下游客户主要由政企、金融公司、互联网公司等组成，其中云计算公司占比 37%为最高；非云计算自建 IDC 的互联网公司占比 25%次之，同时政府部门、金融机构等需求也较为旺盛，CR4 占有率超过 90%。根据中国国务院发展研究中心国际技术经济研究所发布预测，到 2023 年，中国云计算市场规模将超过 3000 亿人民币，对于 IDC 等云基础设施建设的需求将加大。

图9：2023 年中国云计算市场规模有望突破 3000 亿元



数据来源：国际技术经济研究所、开源证券研究所

图10：IDC 下游客户以互联网公司和云计算公司为主



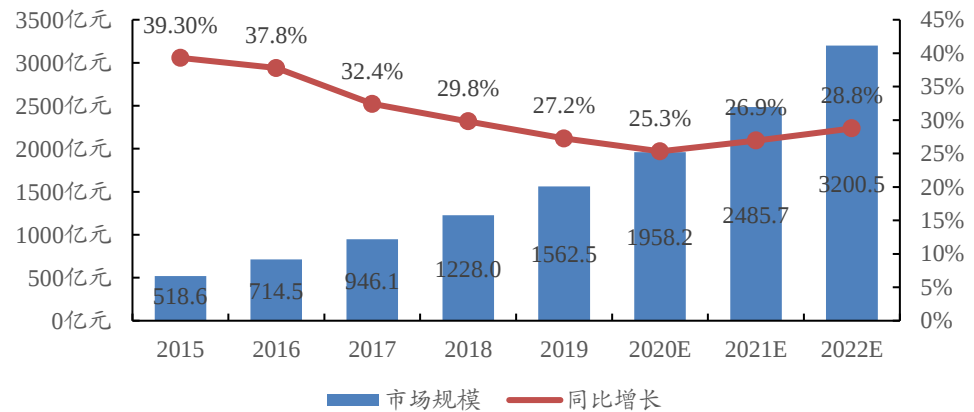
数据来源：中数盟、开源证券研究所

3.1.2、“5G+云计算”提振市场景气度，市场规模稳步增长

数据流量激增，云计算快速发展，IDC 市场整体向好。随着 5G 的快速发展，以请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

物联网、大数据、云计算和人工智能为代表的新应用将引发数据流量的高速增长。根据科智咨询，2019 年我国 IDC 市场规模达到 1562.5 亿元，而 2022 年预计将翻倍，预测将达到 3200.5 亿元。

图11: 中国 IDC 业务市场规模预计将稳定增长



数据来源: 科智咨询 (2020.03)、开源证券研究所

公募 REITs 试点政策多方面利好自有土地自建模式 IDC 企业。随着未来政策的放宽，REITs 对行业发展的推动效应有望加大。2020 年 4 月 30 日，证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》，标志着境内新基建公募 REITs 试点正式起步。IDC 作为新基建的重要组成部分，且其具有现金流较稳定可预期，成长性佳等优点，是 REITs 的优质标的资产。REITs 信息较透明，IDC 项目使用此方式融资，有助于减少信息不对称，降低融资难度与融资成本，扩展融资渠道，降低企业杠杆；IDC 是典型的重资产行业，企业可以将 IDC 项目单独打包 REITs 化，原来的 IDC 企业成为 REITs 的管理机构而非所有者，有助于企业转型为轻资产的运营服务企业。IDC 项目 REITs 化后，三表均从母公司报表剥离，资产、商誉等均出表，有助于提升企业 ROE 水平。

表6: REITs 试点政策于 2020 年相继出台

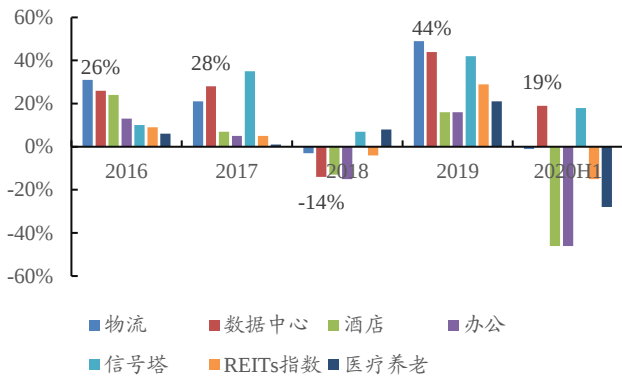
时间	部门	详情
2020.02.14	中央深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议表示，基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。
2020.03.04	中共中央政治局常务委员会	加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。其中包括了：加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度；要注重调动民间投资积极性。
2020.04.30	中国证监会、国家发改委	中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》以及《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行) (征求意见稿)》，表示“鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点”。
2020.08.03	国家发改委	国家发改委发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》，基础设施 REITs 试点项目申报将正式启动。

资料来源: 工信部、发改委、开源证券研究所

根据美国历史水平来看，REITs 回报率较高，对数据中心发展助力较大。美国

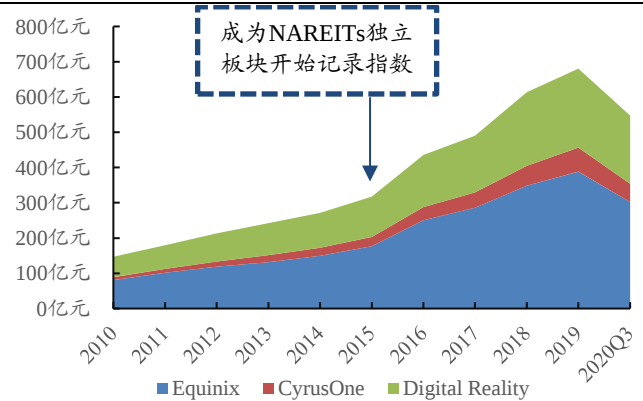
IDC 行业 REITs 于 2015 年正式成为 NAREITs 独立板块并开始记录指数，其核心的 6 支纯数据中心 REITs 分别为 Equinix、Digital Reality、CyrusOne、CoreSite、QTS Reality、Keppel。主要表现形式以公司型为主，数据中心公司通过数据中心增值服务向股东分红，2015 年后相关公司业绩整体上扬，北美数据中心龙头 Equinix 2016 年营收同增 32.51%，营收增长率较 2015 年同增 20.97pct。同时美国数据中心 REITs 回报率较高，根据 Nareit 数据显示，2016-2020H1 数据中心回报率始终维持高位，2020H1 回报率达 19%。

图12：美国数据中心 REITs 回报率维持高位



数据来源：Hoya Capital、Nareit、开源证券研究所

图13：美国主要数据中心公司 2015 年后营收增长显著



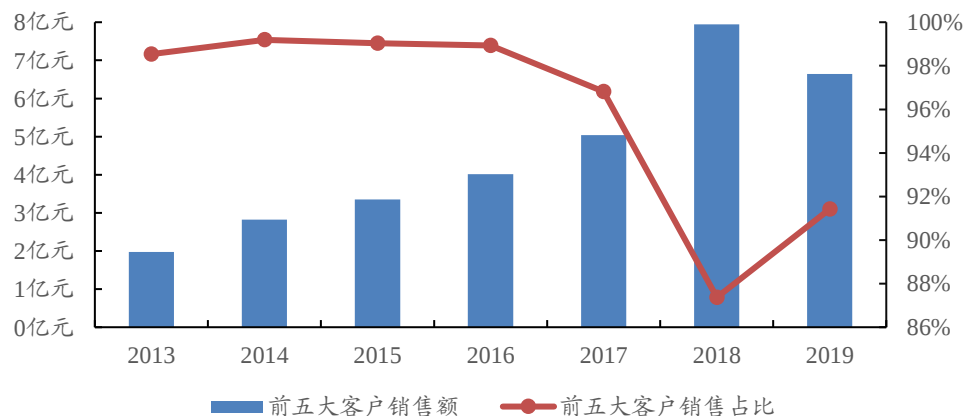
数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

3.2、公司与云计算龙头阿里云深度合作，营收确定性增强

3.2.1、公司拥有优质客群，前五大客户销售占比较高

数据港是国内少有的同时服务于阿里巴巴、百度和腾讯的公司，已连续 9 年顺利保障阿里巴巴双十一稳定运营。公司 2019 年前五大客户占比 91.4%。2013-2016 年间公司第一大客户为中国电信下属杭州电信、上海电信和浙江省公众信息产业有限公司。第一大客户占比先上升后下降，2016 年为 76.3%。前五大客户和第一大客户销售额占比有所下滑，但仍占据大部分比例，说明公司与大型客户一直保持着紧密的联系，同时也正在不断拓展客户。

图14：2013-2019 年公司对前五大客户销售占比先升后降



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2、公司深度绑定云计算巨头阿里巴巴，保障未来十年确定性和持续性收益

公司与阿里保持长期合作，储备项目充足，保障业务增长持续性和确定性。公司 2015 年与阿里巴巴独立签署合同在河北张北投资建设阿里数据港张北数据中心；2018 年 5 月与阿里巴巴签署了关于十年服务器的 5 个数据中心项目(ZH13、GH13、JN13、NW13、HB41)的合作备忘录，合计总服务费高达 40.44(不含电费)/82.80(含电费)亿元；2019 年 12 月 3 日，公司收到阿里巴巴需求意向函，在 2018 年 5 月各项目需求意向函约定基础上新增 HB41、HB33、GH13、JN13 数据中心 10 年服务期的合作，预计服务费(不含电力)总金额约为人民币 24.4 亿元。

2019 年起开拓云销售业务，有望成为业绩新增长点。数据港自 2019 年起，将云销售业务从原有解决方案业务中单独提出，2019 年 3 月收到阿里云产品/服务承销的意向函，约定 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。

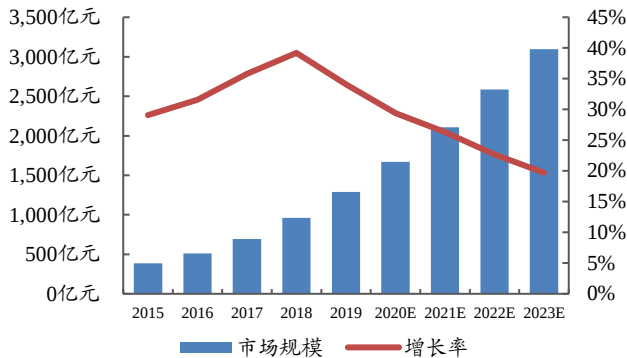
表7：近年来数据港与阿里巴巴深度合作

合作项目	时间	服务期	服务费总金额	合作模式
张北数据港中心项目	2015 年 10 月签署《合作备忘录》	10 年	12.75 亿元	由公司在张北县投资建设数据中心，建成后将由公司直接向阿里巴巴提供数据中心基础设施服务。
HB33 机房项目	2017 年 4 月收到《需求意向函》	10 年	28 亿元	由公司投资建设数据中心基础设施相关的专用系统（含设备）并持有产权，公司同时负责 HB33 项目配套 110KV 变电站投资运营管理。
ZH13/GH13/JN13/NW13/HB41 数据中心	2018 年 5 月收到《需求意向函》	10 年	40.44 亿元（不含电费）/82.80 亿元（含电费）	公司是建设项目管理方，项目土建部分由公司代阿里巴巴组织实施施工建设。数据中心基础设施相关的专用系统由公司投资、建设和运营并持有产权，公司同时负责提供云数据中心托管服务。
阿里云产品/服务承销	2019 年 3 月签订《业务合作协议》	6 年	4.35 亿元	合作双方成立合作委员会，建立定期例会机制，协商合作领域中涉及的产品研发、市场推广、销售与服务等相关事项，通报双方最新的合作进展，解决双方合作过程中出现的问题。
HB41/HB33/GH13/JN13 数据中心新增需求	2019 年 12 月收到《需求意向函》	10 年	24.4 亿元（不含电费）	拟由公司下属各项目所在地的全资子公司作为项目公司，负责项目建设及运营管理。项目交付后，由项目公司或公司与客户签订相关数据中心服务合同。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

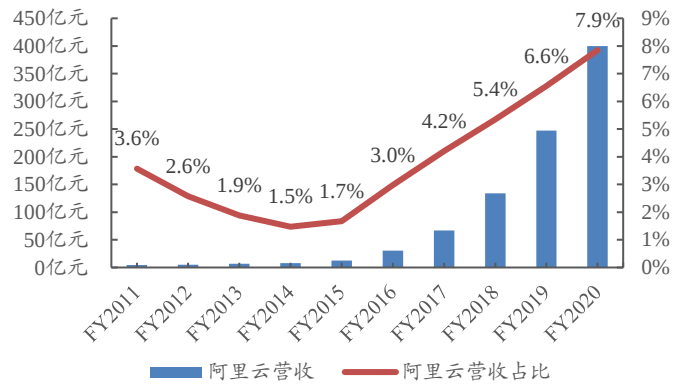
阿里云作为国内公有云龙头，成长势头良好，未来想象空间较大。阿里云于 2009 年由阿里巴巴创立，是全球领先的云计算及人工智能科技公司，FY2016-2018 连续三年同增超 100%。阿里云于 2019 年跃居全球第三大云计算公司，2020 财年云计算业务营收预计将首次突破 400 亿；2020 年 4 月，阿里巴巴宣布未来 3 年云计算业务将投入超 2000 亿元人民币，公司作为阿里巴巴白名单供应商且同阿里云深度绑定，未来业绩确定性进一步增高。

图15: 云计算产业规模预计将保持高增长



数据来源: 中国 IDC 圈、Wind、开源证券研究所

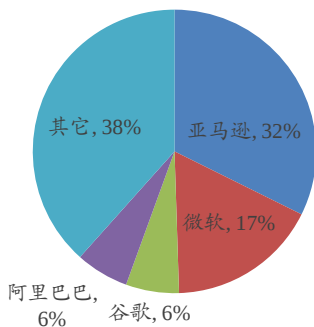
图16: 阿里云业务收入占比涨势较好



数据来源: Canalys、开源证券研究所

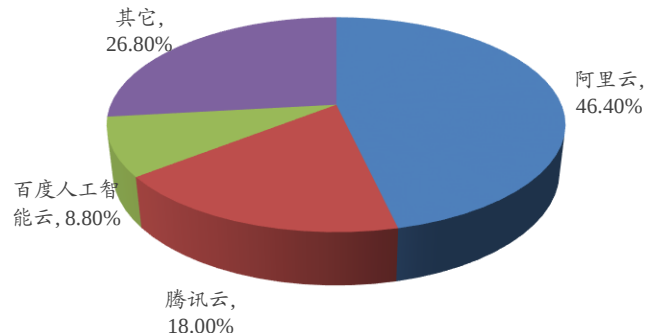
我国云计算产业规模保持高增长，阿里云作为龙头企业市占率居首。根据中国 IDC 圈数据显示，2019 年云计算产业规模为 1290.7 亿元，同增 34.1%，预计 2020 年将达到 1670.1 亿元。根据 Canalys 公布数据，我国云基础设施服务开支以阿里云、腾讯云及百度人工智能云为主，阿里云为我国云服务市场绝对龙头，2019 年阿里云整体市占率超过 46%，市占率领先腾讯云 28.4pct，在云计算市场高速发展的背景下，数据港同阿里巴巴的合作将对数据港业绩带来较大保障。

图17: 2020H1 阿里云公有云业务全球占比同谷歌持平



数据来源: Canalys、开源证券研究所

图18: 阿里云在中国市占率整体较高

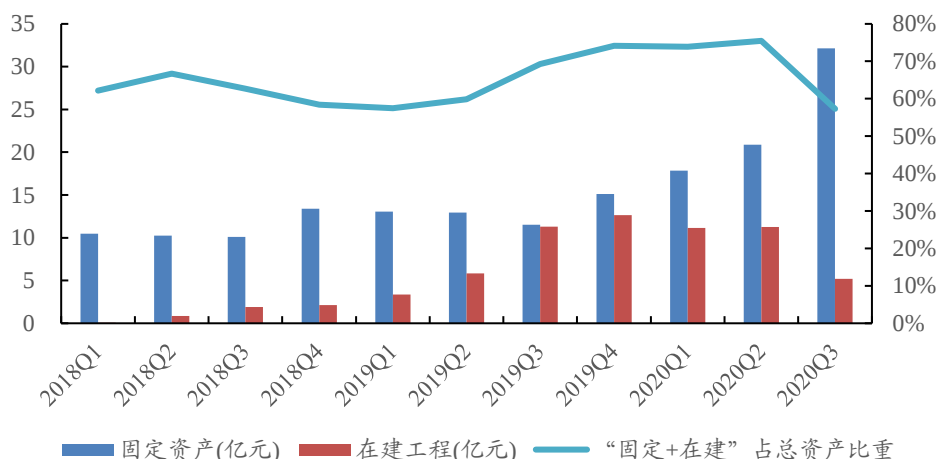


数据来源: Canalys、开源证券研究所

4、融资成本较低融资能力较强，自有 IDC 规模稳步扩张

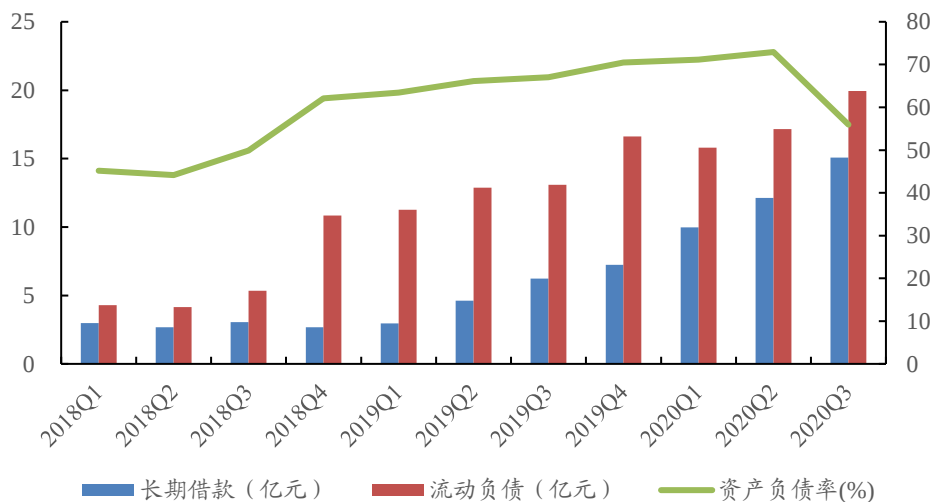
4.1、公司 PUE 值行业领先，融资能力较强主营业务增长高确定性

企业 IDC 业务未来收入增长稳定，且相关项目内部收益率预计在 10%以上。2019 年 3 月 18 日下午，数据港发布公告表示，公司已与阿里巴巴顺利签署关于 ZH13 等五个云计算数据中心基地园区项目的合作备忘录，此备忘录的签订，标志着数据港与阿里巴巴金额超过 80 亿元的数据中心服务费收入从法律层面获得了最终的保障。

图19：公司资产投入稳步增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

扩大机柜规模是数据港未来 IDC 业务发展的重要支撑。IDC 数据处理机柜的规模和数量直接决定了公司可承担客户需求的大小。数据港合作客户订单规模体量较大，要求数据港建立自有机柜规模，继续增强现有批发型客户粘性，有望进一步发展 IDC 零售业务。

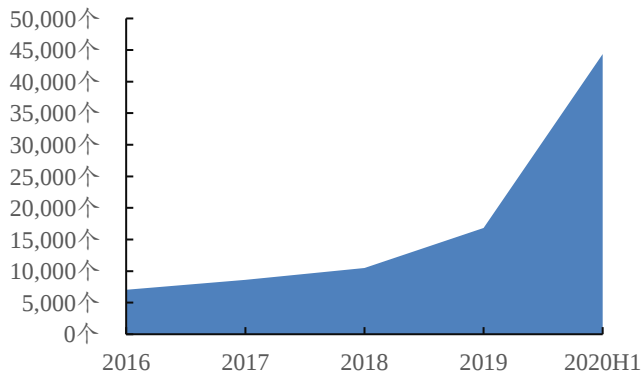
图20：杠杆率不断攀升以支持业务规模扩大


数据来源：Wind、开源证券研究所

随企业杠杆率的逐年攀升，企业运营数据中心规模创新高。据公司公告，数据港融资需求主要用于企业固定资产投入与在建工程投入，2020H1，数据港累计在运营数据中心 23 个，IT 负载合计约 221.8 兆瓦（mW），折算成 5 千瓦（kW）标准机柜约 44.360 个。截至 2020H1，公司新增具备运营条件的自建数据中心 6 个，新增 IT 负载合计约 80.8 兆瓦（MW）。

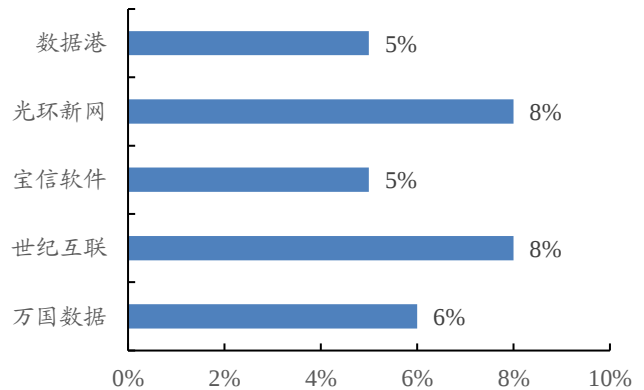
融资方面，数据港尚不存在资金链断裂担忧。数据港母公司为上海市北高新有限公司，实际控制人是上海静安区国资委，国资背景加持下数据港可以相对较易从银行获得担保借款或者信用借款；同时公司同行业相比，数据港整体融资成本较低，偿付本利难度相对较低，加之目前数据港大客户订单已基本锁定，公司尚不存在资金链断裂可能。

图21: 公司运营机柜数增长较快(折算成 5kw 标准机柜)



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图22: 融资成本第三方 IDC 行业内相对较低

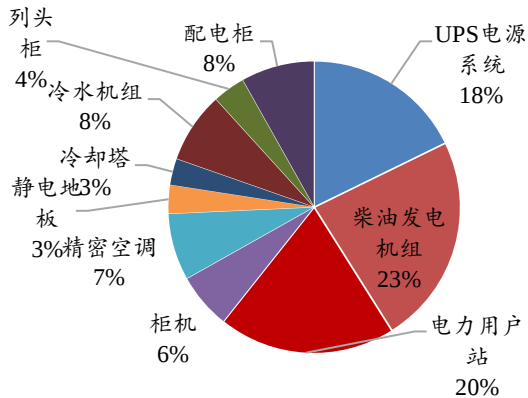


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据中心运营支出主要由电力支出构成。数据中心总体成本 (TCO) 分为固定资产支出 (CAPEX) 和运营支出 (OPEX)。固定资产支出主要包括柴油发电机、电力用户站、UPS 电源设备, 冷却设备等。运营支出则为每月运行设备所花费的成本, 包括电费、维修及保养费用等。

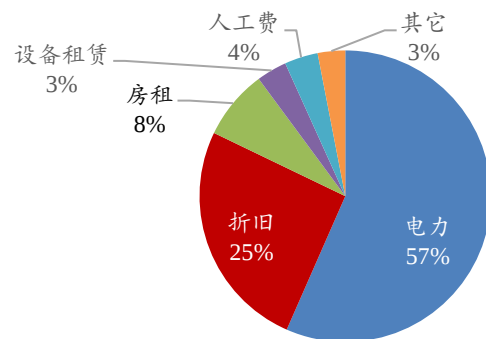
数据中心的 IT 和空调制冷设备是主要能耗来源, 两者通常占数据中心总能耗的 85%。IT 设备主要由服务器、存储和网络通信设备构成。其中服务器系统用电约占 50%, 存储系统约占 35%, 网络通信设备约占 15%。按照 8-10 年运行周期计算, 能源成本已占到数据中心总成本的 50%, 其中冷却部分用能占辅助设施用能 60% 以上。

图23: 数据港发电、冷却设备为主要的固定资产支出



数据来源: 数据港招股说明书、开源证券研究所

图24: 数据港运营支出中电力支出占比最大



数据来源: 数据港招股说明书、开源证券研究所

中央以及北京、上海、深圳等一线城市陆续出台数据中心 PUE 限制政策, 总体希望将 PUE 值降至 1.4 以下。能耗限制及一线城市准入门槛影响 IDC 玩家规模扩张。目前 IDC 扩张主要途径有三: 一是在能耗限制的情况下在郊区进行数据中心新建, 充分利用郊区土地资源, 以达到总体规模扩张; 二是在一线城市对新建 IDC 准入门槛提升以及环保要求提高的大环境下, 对原有 IDC 机房的基础设施进行改建, 提升使用效率; 三是通过并购进行规模扩张, 但需要合适的机会和一定的资金实力。

表8: 一线城市中心城区限制新建数据中心

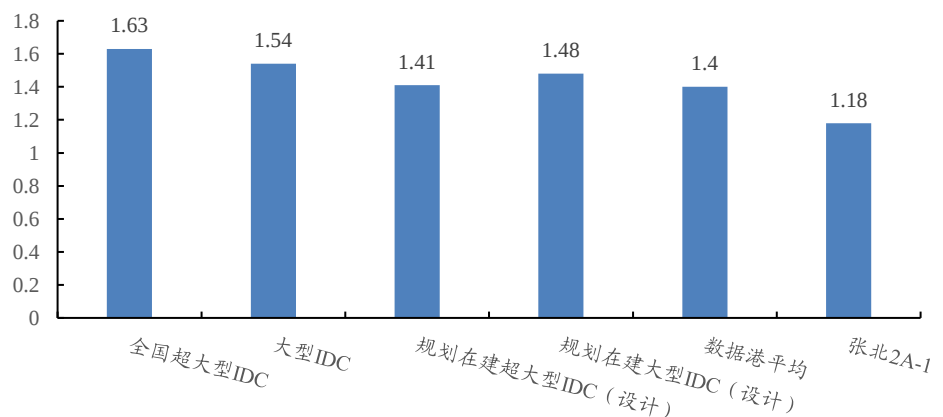
地域	时间	政策	主要内容
北京	2018 年	《北京市新增产业的禁止和限制目录》	全市全面禁止新建和扩建 PUE1.4 以上的云计算数据中心, 中心城区全面禁止新建和扩建数据中心。

上海	上海市经委、发改委等	2018 年	《上海推进新一代信息基础设施建设三年行动规划》	2018 年机架总规模控制在 12 万个，存量改造数据中心 PUE 小于 1.4，新建数据中心 PUE 小于 1.3； 2019-2020 年机架数总规模控制在 14、16 万个，PUE 要求不变
	上海市经济信息化委、市发展改革委	2019 年	《关于加强本市互联网数据中心统筹建设的指导意见》	到 2020 年，全市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内；坚持用能限额，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。
	上海市经济信息化委员会	2019 年	《上海市互联网数据中心建设导则（2019 版）》	选址布局：严禁在中环以内新建 IDC，原则上选择在外环符合配套条件的既有工业区内，并兼顾区域经济密度要求； 资历资质：鼓励电信运营商、大型 IDC 专业运营商、专业云服务商申报，须持有 IDC 运营许可，具有大规模数据中心运营经验 指标设计：单项目控制在 3000-5000 个机架，平均机架设计功率不高于 6Kw，机架设计总功率不小于 18000Kw，PUE 不超过 1.3 关键指标：PUE 第一年不超过 1.4，第二年不超过 1.3
	深圳发改委	2019 年	《关于数据中心节能审查有关事项的通知》	PUE4.0 以上：不享有支持； PUE 值 1.35-1.40：新能源实际替代量 10%及以下支持； PUE 值 1.30-1.35：新能源实际替代量 20%及以下支持； PUE 值 1.25-1.30：新能源实际替代量 30%及以下支持； PUE 值 1.25 以下的：新能源实际替代量 40%以上的支持
全国	工信部、国家能源局等	2019 年	《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》	2022 年数据中心平均能耗达到国际先进水平，新建大型、超大型的数据中心电能使用效率值 1.4 以下，高能耗老旧设备基本淘汰
	工信部、发改委等		《关于数据中心建设布局的指导意见》	市场需求导向原则，重点支持 PUE 值 1.5 以下的新建数据中心以及整合改造升级达到 PUE 值 2.0 以下的已建数据中心

资料来源：各省市政府官网、工信部、发改委、国家能源局、开源证券研究所

公司整体 PUE 值低于行业平均，先进项目 PUE 值可达国际领先水平。根据国内 IDC 行业现有标准，PUE 指标为评估数据中心的重要指标。根据 2018 年全国数据中心发展指引，目前国内规划在建超大型数据中心设计 PUE 值为 1.41，规划在建大型数据中心设计值为 1.48；而同年根据数据港公司公告，2018 年数据港项目平均 PUE 值已降至 1.4，低于国家规划水平，数据中心节能减排方面技术水平已高于国内 IDC 行业平均水平。其独立建造的张北两座数据中心的设计 PUE（能耗比）均低于 1.25，最低可以达到 1.13，达国际领先水平。

图25：公司 IDC 项目 PUE 水平优于行业整体

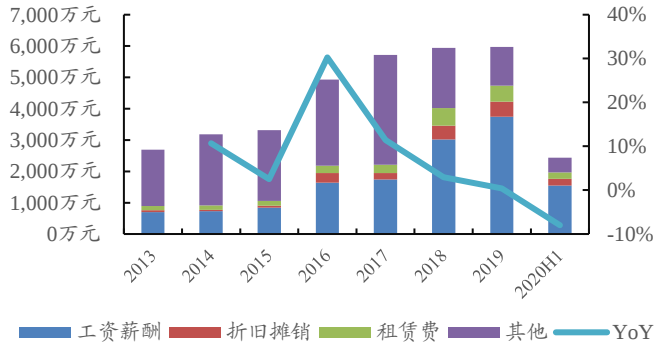


数据来源：全国数据中心发展指引（2018）、公司公告、开源证券研究所

4.2、期间费用率随公司体量增长而增加，2020 年呈现缓慢下降态势

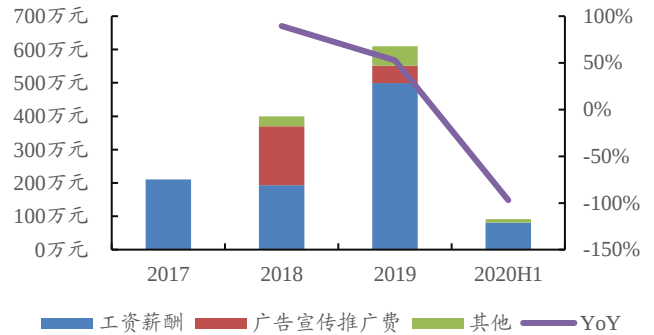
公司 2020Q1-Q3 期间费用率有所下降。公司 2016 年后管理费用受规模扩张影响持续走高，2020H1 受疫情、规模效应减弱等影响有所降低，销售费用也随大客户深度拓展业绩确定性加强后有所下降，预计未来随着其它客户的进一步拓展会有缓慢上升的可能。

图26：2016 年开始管理费用走高，2020H1 微跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

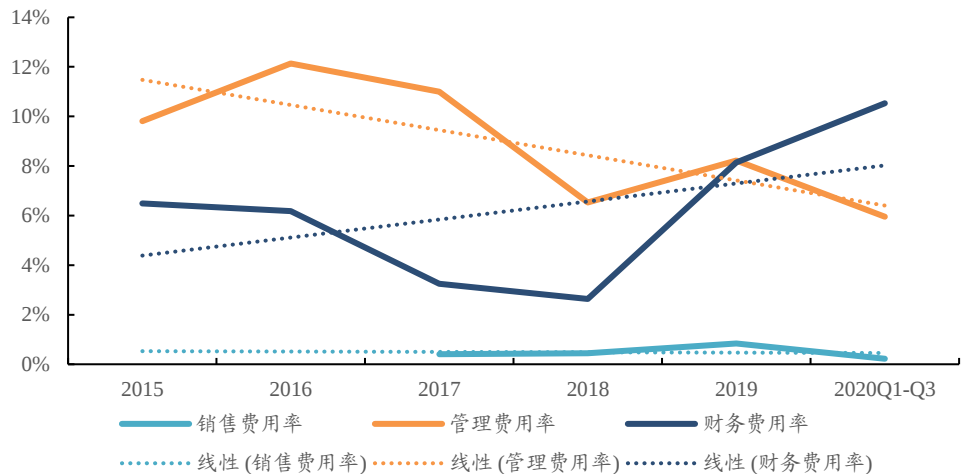
图27：2020H1 公司销售费用大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

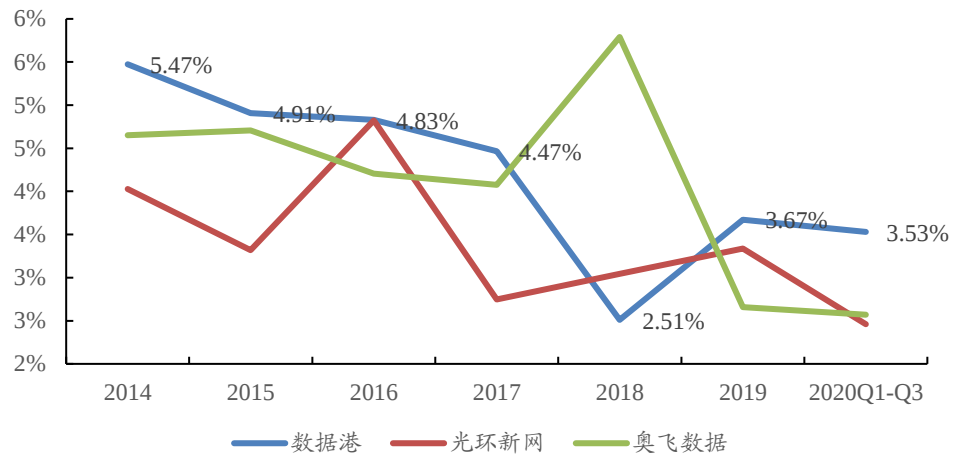
公司财务费用率上升，管理费用率有下降趋势，销售费用率维持稳定。公司财务费用率持续增长，扩张业务范围使得借债融资规模扩大，公司借款和相应利息支出增加；管理费用随管理人员增加、办公场所租赁等费用的增加而增加，因营收增速高于管理费用增速，长期来看公司管理费用率呈缓慢下降趋势；与阿里巴巴长期稳定合作关系使公司销售费用率长期维持较低水平，总体波动幅度较小。

图28：公司管理费用率和财务费用率上升，销售费用率较稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司研发能力较强，具有持续研发能力。数据港 2013-2019 年研发费用占比分别为 6.03%、5.47%、4.91%、4.83%、4.47%、2.51%、3.67%，2013-2017 年研发费用占比常年维持在 4% 以上，逐年持续下降。2018-2019 年研发费用占比在 3% 左右，研发费用占比有逐年下降的趋势，这主要是由于公司营收在上升。事实上，2018-2019 年研发费用分别为 0.23 亿元、0.27 亿元，绝对额在上升。专利方面，公司累计获得包括数据中心模块、重叠式表冷器换热技术等在内的 85 项实用新型专利，说明公司研发能力较强，具有持续研发能力，这对公司提升市场竞争力极有帮助。

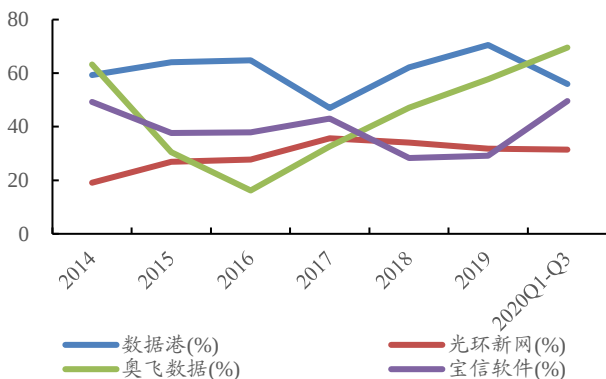
图29：公司 2020 年研发费用占比相对较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

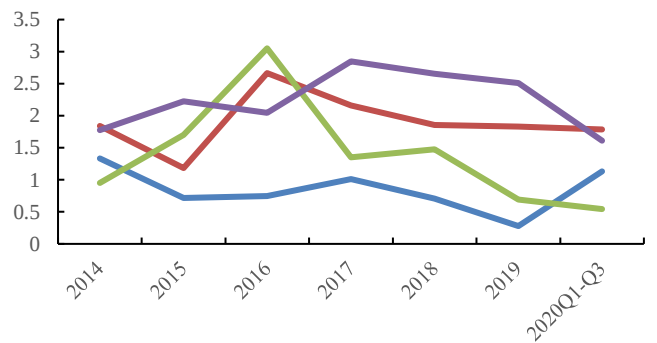
4.3、公司回报率指标良好，固定资产占比较高融资能力较强

公司业务规模扩张带来高资产负债率。首先从资产负债率来看，数据港 2014-2019 年资产负债率分别为 59.34%、64.02%、64.76%、47.00%、62.11%、70.51%，除 2017 年外，数据港资产负债率常年维持在 50% 以上，其中 2017-2019 年负债率增长较快，同比增长 15.11pcts、8.40pcts，原因在于公司 2018、2019 年接受了若干个大规模 IDC 建设项目且不断扩张业务规模，项目的初始投资融资需要使得公司银行借款上升。横向看，数据港负债水平常年居于同业务可比公司的第一位，且 2015 年开始（除 2017 年），其资产负债率与宝信软件常年差距在 20% 以上，说明公司负债率较高。主要原因在于公司固定资产占比较大，公司抵押融资能力较强。

公司流动水平较低，固定资产占比较大。根据流动性指标的数据，数据港 2013-2019 年间流动比率一直维持在 0.7 以上，2019 年公司流动比率同比大幅下降 0.4297，下降幅度为 60.73%，原因在于 2019 年行业环境与经营环境恶化，公司现金流紧缺。横向看，数据港流动比率水平常年居于同业务可比公司的最后一位，2015 年开始，流动比率与同业第三位：奥飞数据，差距常年在 0.3 以上，主因为公司固定资产占比较大。

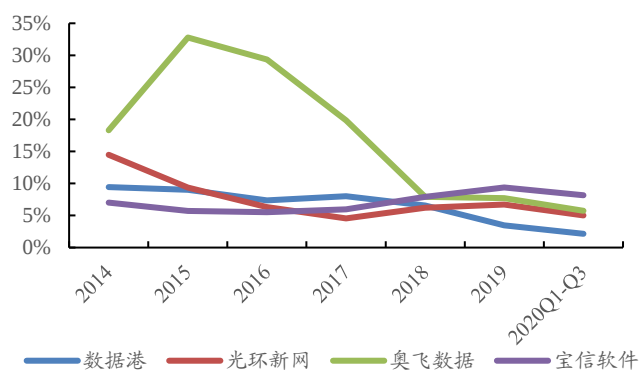
图30：资产负债率持续较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：流动比率维持在较低的水平（单位：%）


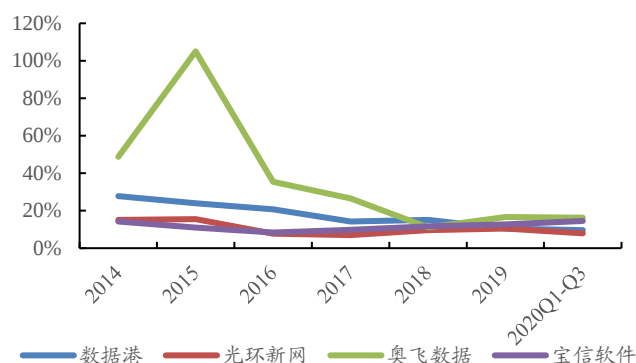
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32: 公司 ROA 水平略有下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 公司 ROE 水平处于行业领先水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

随着云计算及工业互联网行业景气度逐步加深,公司同阿里巴巴合作逐渐深化,叠加 2021 年为“十四五”规划首年,阿里巴巴云计算支出确定性较强、云计算领域其他公司资本开支确定性充足等因素,我们预测公司将会在保持现有客群基础上横纵双向拓展客户,假设 2020/2021/2022 年公司主营 IDC 服务业营收增速为 30.57/54.72/37.17%; IDC 解决方案营收增速为 30.44/50.73/37.84%; 云销售业务增速为 30.22/58.66/38.92%, 对应 2020/2021/2022 年可实现营收 9.48/14.70/20.18 亿元, 同增 30.49%/55.08%/37.26%。

5.2、盈利预测

公司以长三角为核心进行全国数据中心布局,累计在运营数据中心 17 个,IT 负载合计约 141 兆瓦 (mW), 同增 107%, 折算成 5 千瓦 (kW) 标准机柜约 28,200 个。截至 2019 年末,公司新增具备运营条件的自建数据中心 5 个,新增 IT 负载合计约 73 兆瓦 (mW); 公司固定资产占比较大,抵押融资能力较强。数据港 2013-2019 年间流动比率一直维持在 0.7 以上,整体资金流动性较好。

我们预测 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.50/2.59/4.05 亿元, 同增 36.4%/72.0%/56.3%, EPS 为 0.64/1.10/1.72 元, 当前股价对应 PE 为 109.3/63.6/40.7 倍, 考虑公司业绩边际改善明显, EBITDA 增速较快, 给予公司一定的估值溢价, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表9: 可比公司估值: 考虑数据港业绩改善明显, 给予数据港一定的估值溢价

公司代码	公司名称	市值 (亿元) (2020/11/22)	收盘价 (元) (2020/11/22)	EPS (元)		PE (倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002075.SZ	沙钢股份	368.53	16.70	0.17	0.19	100.69	87.75
002261.SZ	拓维信息	76.61	6.96	0.08	0.11	84.66	61.78
000070.SZ	特发信息	84.43	10.34	0.11	0.39	93.11	26.20
平均值						92.82	56.58
603881.SH	数据港	164.46	70.00	0.64	1.10	109.3	63.6

数据来源: Wind、开源证券研究所 (可比公司 EPS 均使用 Wind 一致预期, 沙钢股份股价为停牌前一日即 2020.11.18 日收盘数据)

6、风险提示

市场竞争加剧风险：公司所在区域市场及业务所涉及地区市场竞争较强，企业在应对市场动态发展时若缺乏实时掌控性，会给企业发展带来一定的市场竞争风险。

下游客户集中度较高风险：公司下游客户主要以互联网大客户为主，公司业绩同大客户深度绑定，若大客户相关开支不及预期则数据港营收将受到一定冲击。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	767	462	863	1152	1520
现金	420	241	76	601	490
应收票据及应收账款	291	164	513	378	631
其他应收款	8	9	55	32	74
预付账款	25	25	21	18	51
存货	21	17	194	117	268
其他流动资产	1	7	4	5	5
非流动资产	1891	3278	3243	3458	3615
长期投资	0	0	4	9	17
固定资产	1341	1510	1582	1724	1850
无形资产	8	12	34	81	119
其他非流动资产	542	1756	1623	1643	1629
资产总计	2659	3740	4105	4609	5134
流动负债	1085	1662	1705	1611	1361
短期借款	346	647	1218	361	385
应付票据及应付账款	456	490	198	743	324
其他流动负债	282	525	289	506	653
非流动负债	567	974	1158	1513	1898
长期借款	268	723	1043	1390	1776
其他非流动负债	299	251	116	123	122
负债合计	1651	2637	2863	3124	3259
少数股东权益	5	5	5	5	5
股本	211	211	211	211	211
资本公积	366	367	367	367	367
留存收益	425	521	656	889	1253
归属母公司股东权益	1002	1098	1238	1480	1870
负债和股东权益	2659	3740	4105	4609	5134

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	335	190	-537	1342	-307
净利润	143	110	151	259	405
折旧摊销	142	171	147	167	197
财务费用	24	59	65	73	52
投资损失	0	0	-5	-5	-7
营运资金变动	27	-146	-894	847	-952
其他经营现金流	-1	-4	-0	0	-3
投资活动现金流	-719	-1189	-107	-377	-345
资本支出	704	1203	28	192	155
长期投资	0	0	-4	-6	-8
其他投资现金流	-15	14	-83	-191	-197
筹资活动现金流	494	819	-406	446	541
短期借款	346	301	-315	29	23
长期借款	-29	455	319	347	386
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	177	63	-411	70	132
现金净增加额	111	-180	-1050	1410	-110

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	910	727	948	1470	2018
营业成本	639	462	653	1012	1387
营业税金及附加	2	2	2	3	5
营业费用	4	6	4	5	6
管理费用	59	60	47	65	84
研发费用	23	27	31	45	63
财务费用	24	59	65	73	52
资产减值损失	0	0	0	-0	-0
其他收益	6	8	10	9	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	5	5	7
资产处置收益	-0	0	-0	-0	3
营业利润	164	119	162	281	443
营业外收入	2	3	5	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	166	122	167	287	448
所得税	23	12	16	28	44
净利润	143	110	151	259	405
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	143	110	150	259	405
EBITDA	327	360	382	524	707
EPS(元)	0.61	0.47	0.64	1.10	1.72

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	74.9	-20.1	30.5	55.1	37.3
营业利润(%)	22.8	-27.5	35.4	74.0	57.5
归属于母公司净利润(%)	24.3	-22.8	36.4	72.0	56.3
获利能力					
毛利率(%)	29.8	36.5	31.1	31.2	31.3
净利率(%)	15.7	15.2	15.9	17.6	20.0
ROE(%)	14.2	10.0	12.1	17.4	21.6
ROIC(%)	7.4	5.4	5.5	8.6	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	62.1	70.5	69.7	67.8	63.5
净负债比率(%)	72.8	166.7	205.9	113.4	128.1
流动比率	0.7	0.3	0.5	0.7	1.1
速动比率	0.7	0.2	0.4	0.6	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	4.3	3.2	2.8	3.3	4.0
应付账款周转率	1.8	1.0	1.9	2.1	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.47	0.64	1.10	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	0.81	-2.28	5.71	-1.31
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.67	5.27	6.30	7.96
估值比率					
P/E	115.1	149.1	109.3	63.6	40.7
P/B	16.4	15.0	13.3	11.1	8.8
EV/EBITDA	47.3	46.1	45.3	31.3	24.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

21/23

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn