



优质第三方 IDC 服务企业

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 随着 5G 加速部署, 互联网流量呈现爆发式增长叠加云计算等行业快速发展, 云厂商对数据中心的需求迅速增长。2) 由于公司 2020 年在运营数据中心客户上电机柜数增加, 计费收入增加, 新签订单量迅速增长。公司 2020 年机柜数约为 5 万个(按单机柜 5KW 计算), 较 2019 年的 2.8 万个, 同比增长 78%。3) 根据业绩预告, 公司 2020 年全年实现营业收入 9.2 亿元, 同比增长 26%; 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比上年增长 23.9%。我们预测随着 2020 年新签订单的建成落地和公司不断拓展新客户, 2021-2022 年公司收入将维持 40% 左右增速。
- 受益数据流量红利, IDC 增长空间将持续释放。** IDC 是大数据时代的重要基础设施, 随着互联网快速发展, 数据流量爆发式增长, IDC 企业未来增长潜力巨大。同时, 新基建政策叠加我国公募 REITs 的试点运行, 将持续助推我国 IDC 企业的迅速成长。REITs 的引入提高了 IDC 行业资产流动性, 有助于 IDC 企业规模扩张。此外, 行业内技术的逐步升级(液冷和 AI 等技术)能够促进行业内企业降本增效。
- 公司大客户稳定, 项目储备充足。** 公司与大客户阿里巴巴一直保持持续稳定的合作关系。公司近年来与阿里巴巴新签多个 IDC 订单。公司于 2018 年 5 月收到阿里巴巴 ZH13/GH13/JN13/NW13/HB41《数据中心需求意向函》。2019 年 12 月又收到阿里巴巴关于 HB41/HB33/GH13/JN13《数据中心需求意向函》。由于公司合同期长, 集中度高, 客户粘性非常强。公司前五大客户占营业收入比重基本稳定在 90% 以上。同时, 公司近两年也在积极拓展其他稳定客源, 公司 2020 年与电信、联通都建立了长期稳定的合作关系。
- 公司融资能力强, PUE 值领先同行。** 公司 2020 年非公开发行 A 股股票 2436 万股, 募集资金总额近 16.7 亿元, 投入 JN13-B、ZH13-A、云创互通等优质项目。公司 PUE 值 1.4, 张北 2A-1 数据中心 PUE 值低至 1.18, 和同行业公司相比遥遥领先。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.58 元、0.96 元、1.38 元, 未来三年归母净利润将保持 43.2% 的复合增长率。鉴于 IDC 行业迅速发展叠加下游云厂商资本开支反弹, 公司作为第三方 IDC 服务龙头企业将会优先受益。公司 2020 年新签多个订单, 预计随着 5G、AI、VR 等新兴技术的快速发展, 数据量的爆发式增长将催生公司订单量的增长。我们给予公司 2021 年 35 倍 EV/EBITDA, 目标市值 200 亿, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** IDC 订单落地不及预期、下游大客户订单中断等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	726.64	914.59	1323.06	1850.10
增长率	-20.12%	25.87%	44.66%	39.84%
归属母公司净利润(百万元)	110.34	136.57	226.29	324.03
增长率	-22.76%	23.77%	65.70%	43.19%
每股收益 EPS(元)	0.47	0.58	0.96	1.38
净资产收益率 ROE	10.01%	18.57%	15.99%	19.13%
PE	114	92	56	39
PB	11.46	17.21	8.91	7.44

数据来源: Wind, 西南证券

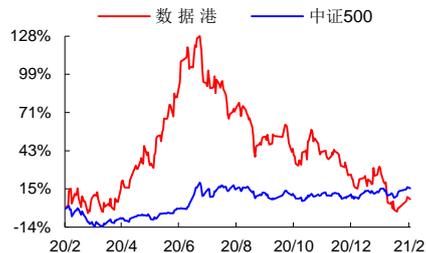
西南证券研究发展中心

分析师: 汪敏
执业证号: S1250520120001
电话: 021-58351839
邮箱: wmin@swsc.com.cn

分析师: 高宇洋
执业证号: S1250520110001
电话: 021-58351839
邮箱: gyy@swsc.com.cn

联系人: 叶泽佑
电话: 021-58351839
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.35
流通 A 股(亿股)	2.11
52 周内股价区间(元)	47.69-112.15
总市值(亿元)	123.94
总资产(亿元)	76.76
每股净资产(元)	12.31

相关研究

目录

1 公司为第三方 IDC 服务领军企业	1
1.1 扎根长三角，开拓新领土	1
1.2 国资企业，实控人背景雄厚	3
1.3 盈利能力持续增强，费用端控制良好	4
2 行业分析：受益网络流量爆发式增长，IDC 空间广阔	6
2.1 行业概况：第三方 IDC 潜力无限	6
2.2 受益于数据快速增长红利，IDC 增长空间巨大	11
2.3 REITS 加速行业整合，液冷及 AI 技术降低企业能耗	13
3 公司分析：公司大客户稳定，加速拓展新市场	17
3.1 与优质互联网企业合作，IDC 规模持续扩张	17
3.2 公司融资能力强，PUE 值领先同行	20
4 盈利预测与估值	22
4.1 盈利预测	22
4.2 相对估值	23
5 风险提示	23

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营业收入及增速 (亿元)	2
图 3: 公司归母净利润及增速 (亿元)	2
图 4: 公司营业收入各产品占比	2
图 5: 公司营业收入产品分布 (亿元)	2
图 6: 公司营业收入地区分布 (亿元)	3
图 7: 数据港股权结构图	3
图 8: 公司毛利率和净利率	5
图 9: 公司各业务毛利率	5
图 10: 公司三费率	5
图 11: 公司研发费率	6
图 12: 公司研发人员数量 (人)	6
图 13: 公司研发人员占总人数比例	6
图 14: IDC 产业链	7
图 15: 2019 年 IDC 客户结构	7
图 16: 电力成本与折旧费用占数据中心成本比重最大	9
图 17: 数据中心运营成本构成	9
图 18: 数据中心建设成本构成	10
图 19: 数据中心电力成本明细	10
图 20: 移动互联网接入流量	12
图 21: 中国网民规模和互联网普及率	12
图 22: 2014-2020 年全球 IDC 业务市场规模及增速 (亿元)	12
图 23: 2014-2020 年中国 IDC 业务市场规模及增速	13
图 24: 数据流量增速和 IDC 增速对比	13
图 25: 阿里资本开支	13
图 26: 腾讯资本开支	13
图 27: EQUINIX 营业收入及增速 (亿美元)	14
图 28: DLR 营业收入及增速 (亿美元)	14
图 29: 海底数据中心运行流程	15
图 30: 海底数据中心内部结构	15
图 31: 数据中心 AI 应用实景	16
图 32: 浪潮 M6 四路服务器	16
图 33: 公司客户集中度行业最高	17
图 34: 阿里云中国市占率最高, 达 46.4%	18
图 35: 阿里云营收规模快速增长	18
图 36: 固定资产、无形资产等长期资产构建支出	19
图 37: 折算成 5 千瓦 (kW) 标准机柜数	19
图 38: 公司负债率大幅降低	20
图 39: 公司债务成本较低	21
图 40: 数据港 PUE 值优于同行	22

表 目 录

表 1: 数据港高管履历	4
表 2: 数据港属于第三方 IDC 企业	8
表 3: IDC 服务企业分类	8
表 4: IDC 企业运营模式	9
表 5: HVDC 和 UPS 对比	10
表 6: 新基建范围	11
表 7: 2020 中国基础设施 REITs 试点要求	14
表 8: 数据中心液冷和风冷对比	15
表 9: 部分城市年平均气温和数据中心 PUE 要求	16
表 10: 数据港与互联网大厂合作关系稳定	17
表 11: 公司新客源	19
表 12: 公司定向增发投资项目 (亿元)	20
表 13: 同行业实控人比较	21
表 14: 分业务收入及毛利率	22
表 15: 可比公司估值	23
附表: 财务预测与估值	24

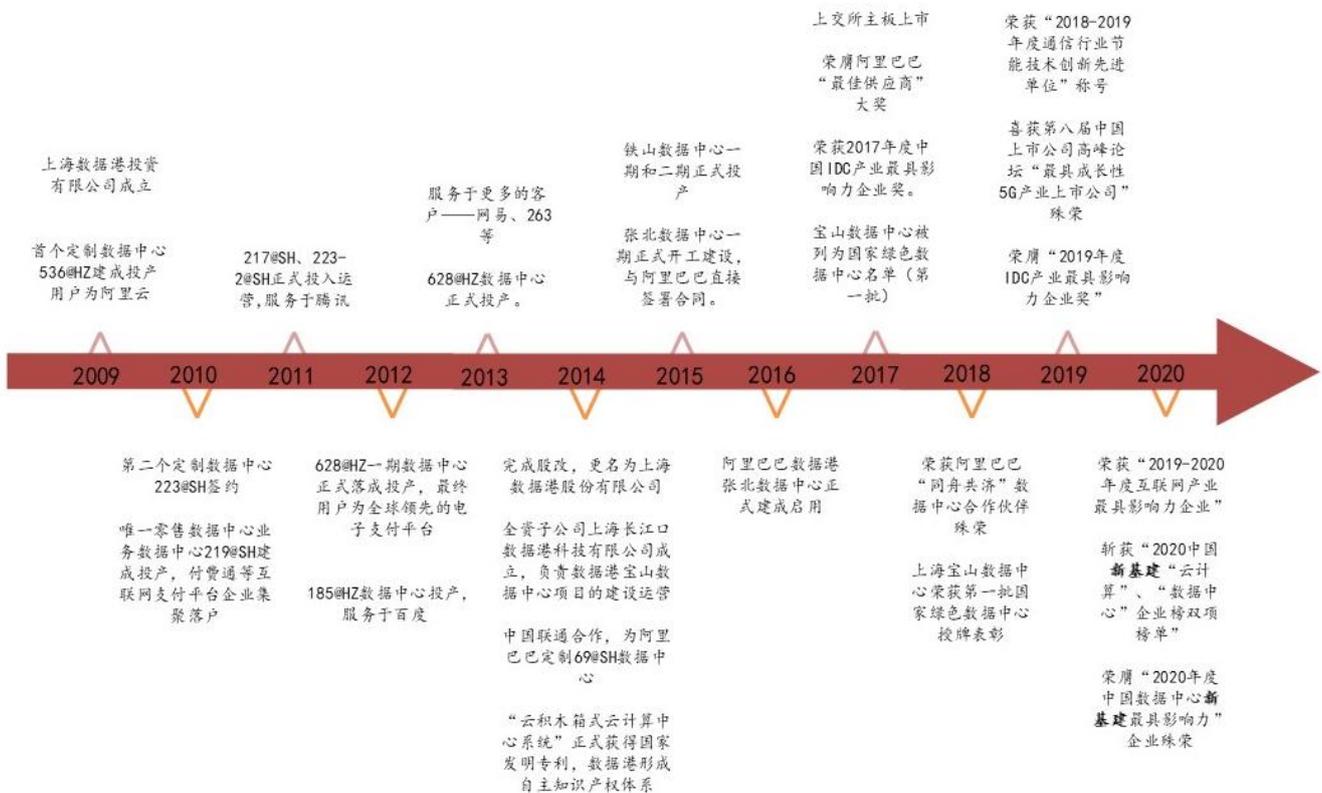
1 公司为第三方 IDC 服务领军企业

1.1 扎根长三角，开拓新领土

数据港是国内领先的互联网 IDC 服务提供商。公司成立于 2009 年，率先在国内推行数据中心定制化业务模式，凭借技术、运营优势迅速成长。2017 年 2 月 8 日，数据港正式在上海证券交易所主板上市。目前，公司运营规模在国内同行中位居领先地位。

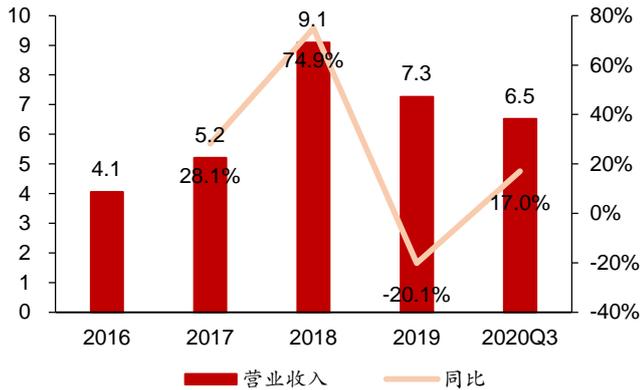
数据港公司成立之初，阿里巴巴是其主要客户，逐步积累如腾讯、百度、阿里等互联网巨头。2009 年，全资子公司杭州瀚融信息技术有限公司成立，投产首个定制数据中心 536@HZ，最终用户为阿里云。2010 年，223@SH 签约，第二个定制数据中心落成，唯一零售数据中心业务数据中心 219@SH 也建成投产。2011 年，217@SH、223-2@SH 正式投入运营，服务于腾讯。2012 年，628@HZ 一期数据中心正式落成投产，最终用户为全球领先的电子支付平台，185@HZ 数据中心也于同年投产，服务于百度。2013 年，公司服务于更多的客户：网易、263 等，628@HZ 数据中心正式投产，中国领先的互联网设施服务商运营初具规模。2014 年，成立全资子公司，上海长江口数据港科技有限公司，负责数据港宝山数据中心项目的建设运营，69@SH 数据中心项目开始建设。2015 年，铁山数据中心一期和二期正式投产，张北数据中心一期正式开工建设。截至 2020 年 6 月 30 日，公司累计在运营数据中心 23 个。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司 2019 年业绩承压，2020 年业绩迅速反弹。2019 年，由于客户业务调整不再续租，部分机柜下电，解决方案业务收入较 2018 年同期大幅减少等因素，公司全年实现营业收入 7.3 亿元，同比下降 20.1%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比降低 22.8%。然而，由于公司 2020 年在运营数据中心客户上电机柜数增加，计费收入增加，新签订单量迅速增长。根据业绩预告，公司 2020 年全年实现营业收入 9.2 亿元，同比增长 26%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比上年增长 23.9%。

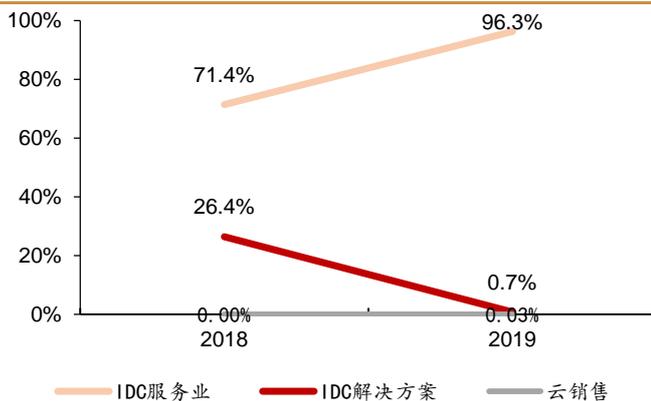
图 2：公司营业收入及增速（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

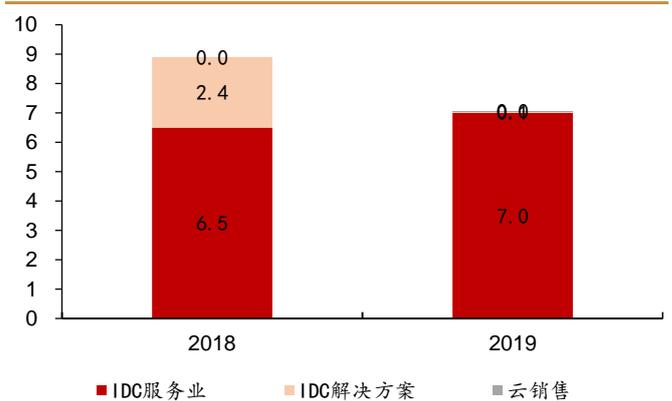
图 3：公司归母净利润及增速（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

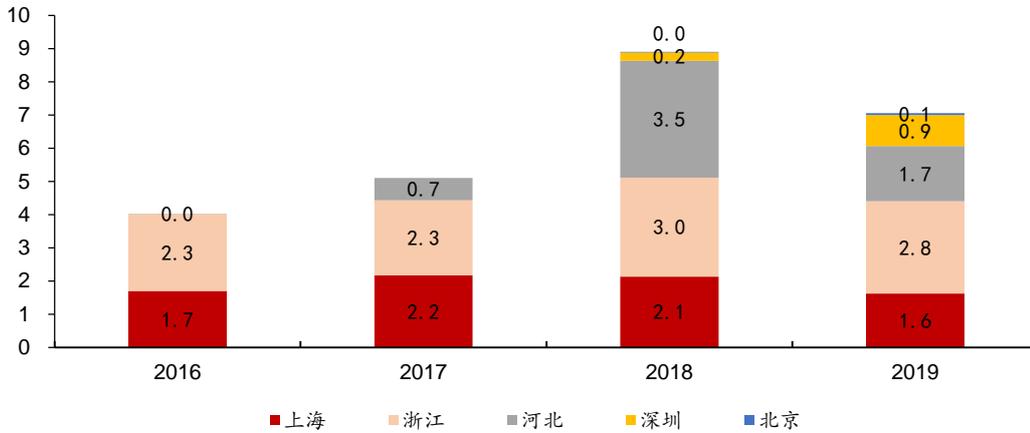
公司主营业务是 IDC 服务，其他业务占比极低。公司业务分别为 IDC 托管服务、IDC 解决方案业务、云销售业务，2019 年 IDC 托管服务占营业收入比例高达 96.3%，且主要服务于互联网大厂。IDC 托管服务根据客户规模和要求不同，区分为批发型和零售型数据中心服务，公司主要以批发型数据中心服务为主，零售型数据中心服务为辅的经营模式。此外，公司还提供了少量的数据中心增值服务，主要包括规划咨询、设计咨询、运营管理外包、验收验证等服务。在经营地区方面，2016 年，公司业务主要分布在上海和浙江，2017 年开始逐步投入张北数据中心后，业务向河北省进军，2018 年度开始拓展深圳等其他地区市场。

图 4：公司营业收入各产品占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司营业收入产品分布（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司营业收入地区分布（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 国资企业，实控人背景雄厚

背靠国企，实控人为国资委。截至 2020 年第三季度，公司实控人为上海市静安区国有资产管理委员会，直接持有公司股份 33%，公司 2020 年 9 月 24 日定向增发约 16.7 亿元，定向增发之前实控人仍是静安国资委，持股比例 36.8%。实控人控股地位稳固，未受定向增发影响。截至 2020 年第三季度，除实控人之外，公司第二大股东上海钥信信息技术合伙企业（有限合伙）持股比例为 18.4%，第三大股东香港中央结算有限公司持股比例 2.2%。股权占比合理，股权结构稳定。

图 7：数据港股权结构图


数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层职业经历为公司稳定经营和业绩持续增长奠定基础。公司董事长兼总经理曾犁先生多年深耕云计算和数据中心领域，曾在美国 QUANTUM、美国 EMC 公司、世纪互联宽带数据中心担任要职。公司副总裁徐军在计算机领域有丰富技术经验，曾就任于上海软件中心、深圳讯业集团、上海沪翼通信息通讯公司、上海国通网络有限公司等企业。此外公司高级副总裁、董事会秘书林丽霞是高级经济师，副总裁宋孜谦是高级会计师。公司管理层在大数据相关领域深耕多年，拥有极其丰富的工作经验。

表 1: 数据港高管履历

姓名	职务	简历
曾犁	总经理	1968 年生, 研究生学历。历任厦门建发集团有限公司业务经理, 北京大元实业有限公司总经理, 美国 EMC 公司全球总部产品经理、全球联盟经理、亚太区全球战略联盟总监、华东区渠道销售总监, 美国 QUANTUM 公司北亚洲区总裁, 美国 EMC 公司亚太区 OEM 副总裁、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。现任上海数据港股份有限公司副董事长、总裁。
林丽霞	高级副总裁	1980 年 6 月生, 无境外居留权, 硕士研究生, 高级经济师。曾任上海隧道工程股份有限公司董事长办公室副主任、证券事务代表。现任上海数据港股份有限公司第二届董事会职工董事, 高级副总裁、董事会秘书。
徐军	副总裁	1972 年生, 本科学历。历任上海软件中心上海新华公司卫星证券交易系统安装工程师, 深圳讯业集团上海分公司技术支持部经理、总经理助理, 上海沪翼通信息通讯公司任技术总监, 华保紧急救援中心有限公司任 IT 业务主管, 上海国通网络有限公司业务拓展部经理、总经理助理, ISP 事业部总监等职务; 现任上海数据港股份有限公司副总裁。于 2019 年 4 月 9 日辞去上海数据港股份有限公司董事职务。2020 年 4 月 21 日至今, 任上海数据港股份有限公司董事。
宋孜谦	副总裁	1976 年生, 本科学历, 高级会计师。历任上海隧道工程股份有限公司财务副主管、报表主管、财务副经理、副总会计师兼财务副经理、财务经理兼副总会计师兼财务中心主任, 上海隧道工程有限公司财务经理兼财务中心主任。2017 年 5 月加入公司, 现任上海数据港股份有限公司副总裁兼财务总监。
林丽霞	董事会秘书	1980 年 6 月生, 硕士研究生, 高级经济师。曾任上海隧道工程股份有限公司董事长办公室副主任、证券事务代表。现任上海数据港股份有限公司第二届董事会职工董事, 高级副总裁、董事会秘书。

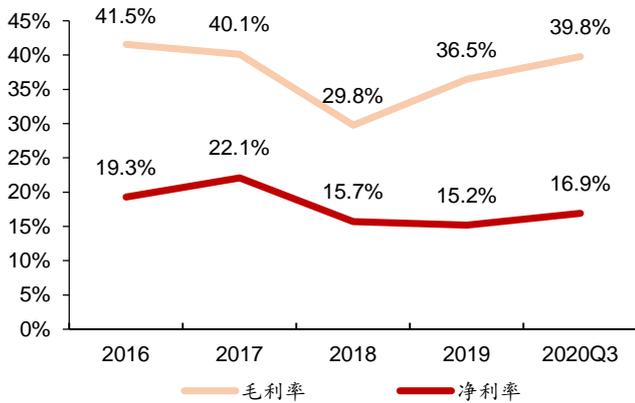
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.3 盈利能力持续增强, 费用端控制良好

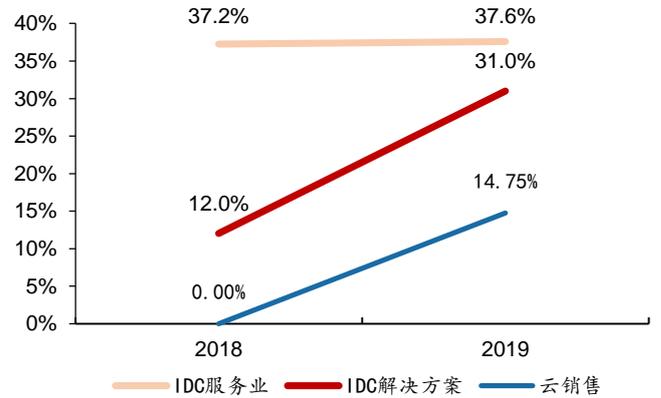
➤ 公司毛利率、净利率逐步提高

公司持续强化主营业务专业能力、企业经营管理能力、风险控制能力、内部合规管控等综合管理指标, 在巩固现有业务规模的同时, 持续加大新项目的投资建设, 保持业务规模稳步增长。受益于张北项目, 公司自 2018 年以来, 毛利率和净利率稳步提升。2018 年至 2020 年第三季度, 公司毛利率分别为 29.8%、36.5% 和 39.8%, 净利率分别为 15.7%、15.2% 和 16.9%。

分产品看, IDC 托管服务毛利率最高, 2019 年高达 37.6%, IDC 解决方案业务和云销售业务相对较低, 分别为 31% 和 14.8%, 但是这两项业务并非公司主营业务, 我们预计, 未来云销售业务不会拖累公司整体毛利率水平。

图 8: 公司毛利率和净利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司各业务毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理。2018 年无云销售业务, 但为了显示 2019 年数据, 将 2018 年毛利率设置为 0。

公司期间费用率有所下降、研发费用率保持稳定

公司 2019 年管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为 8.2%、0.8%、8.2%。公司管理费用率和销售费用率均小幅上涨, 主要是 2019 年营业收入下降所致。但 2020 年前三季度, 随着营业收入的上升, 公司管理费用率和销售费用率均有所下降。这主要是因为公司持续强化企业经营管理能力、风险控制能力、内部合规管控等综合管理能力, 管理费用率得到降低。随着公司大客户拓展后, 确定性增强, 销售费用率也同步降低。2020 年前三季度公司财务费用率 10.5%, 财务费用率的持续提高, 主要是因为公司规模扩张, 带来的借款费用的提高。

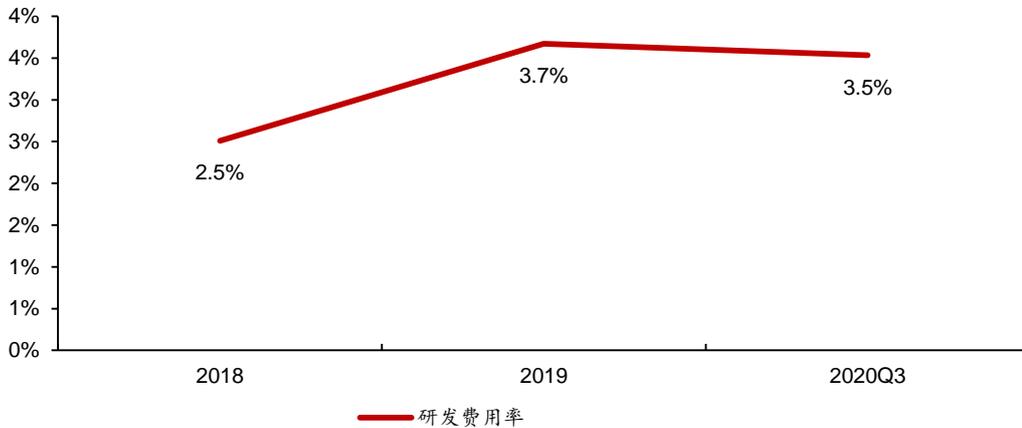
图 10: 公司三费率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

研发费用方面, 公司重视研发投入, 研发费用率一直保持高水准, 2019 年和 2020 年前三季度研发费用率分别为 3.7%、3.5%。研发人员方面, 公司 2016 年至 2019 年研发人员占总人数比例逐年下降, 分别为 23.2%/17.8%/15.6%/10.1%。公司 2018 年研发人员数量异常增长, 2019 年研发人员数量又迅速回落至 49 人, 与 2017 年研发人员数量大致相同。专利方面, 截至 2020 年第二季度公司累计获得包括数据中心可视化终端设备、用于数据中心机

房的能耗管理设备、数据中心可视化管理软件、数据中心能耗管理系统软件、数据中心高可用安全保护系统软件等在内的专利技术和软件著作权 237 项。

图 11: 公司研发费率



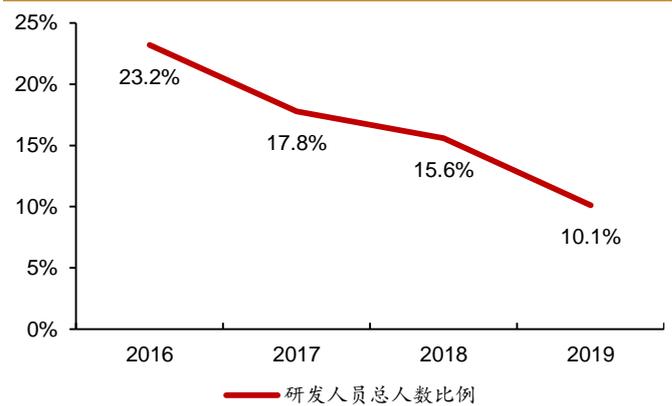
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 公司研发人员数量 (人)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 公司研发人员占总人数比例



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 行业分析: 受益网络流量爆发式增长, IDC 空间广阔

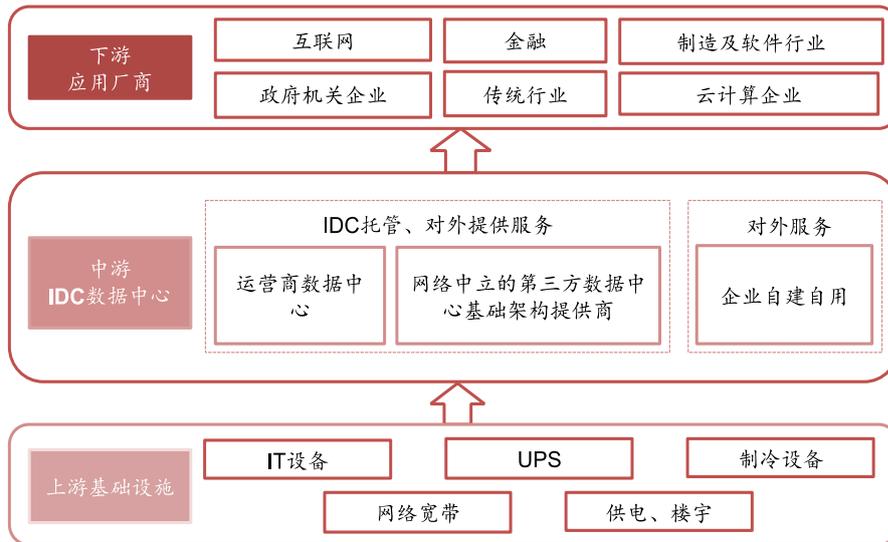
2.1 行业概况: 第三方 IDC 潜力无限

➤ IDC 是大数据时代重要的基础设施

IDC 即互联网数据中心是为计算机系统安全稳定、持续运行提供的一个特殊基础设施, 主要是通过互联网为集中式收集、存储、处理和发送数据的设备提供运行维护的设施及相关服务体系, 包括场地资源、电力资源、网络资源及专业的管理。在这个平台技术上, IDC 服务商为客户提供互联网平台基础服务以及各种增值服务。IDC 作为数据存储中心和数据交换中心, 是大数据时代重要的基础设施。

IDC 产业链可分为上中下游。上游包括 IDC 机房建设所必须的基础设施和条件，包括土地房屋、电力电源设备、网络、IT 设备、制冷设备、监控设备等。中游是 IDC 服务和解决方案提供商，是数据中心产业建设的主力军，对上游的资源进行整合，提供稳定高效的 IDC 服务和整体结局方案。下游主要为需要使用 IDC 服务的企业，主要包括互联网企业、金融企业、制造及软件企业、政府机关央企、传统行业等客户。

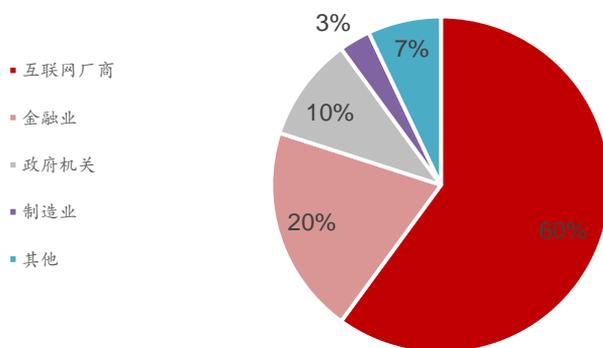
图 14: IDC 产业链



数据来源: Wind, 西南证券整理

互联网企业仍为 IDC 主要客户，占据大部分市场份额。IDC 数据中心主要终端客户有互联网（含云计算）厂商、金融行业、制造行业、政府机构等。目前互联网客户（含云计算厂商）仍为主要客户群体，占 60% 以上份额。互联网企业数据量多，终端用户规模庞大，对机房规模、设备等级、选址集中、低时延等各方面指标要求均较高。大型金融企业一般拥有自己的数据中心，政府机构、制造业数据中心特点为数量多、规模小，且政务类一般有默认的“数据不出省、不出市”规则，数据中心大多在当地建设。

图 15: 2019 年 IDC 客户结构



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

➤ IDC 企业包括三类：运营商、互联网企业、第三方 IDC 企业

第三方 IDC 运营灵活。IDC 企业包括三类：运营商、互联网企业、第三方 IDC 企业。运营商建网较早，拥有土地和宽带资源，但是能耗较高，且定制化程度一般，大多是自建自用。互联网企业一般自建、租用或与第三方共建 IDC，其运营成本较低，但是上游土地等资源匮乏。第三方 IDC 企业，主要服务于互联网和云计算企业，服务方式灵活，且能提供定制化服务。公司属于第三方 IDC 企业。

表 2：数据港属于第三方 IDC 企业

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	200-1000	1.5-3	网络与机房资源丰富且资金雄厚，具有强品牌影响力与价格竞争力	IDC 服务种类及深度不足	电信、移动、联通	占据最大份额、单非核心业务
互联网企业	4000-10000	1.2-1.5	单机柜建设成本和运营成本低	中心城市宽带和土地资源贫乏	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	4000-10000	1.3-2	服务方式灵活度较高可提供 BGP 多线服务和定制化服务	整体规模小	数据港、光环新网、万国数据、宝信软件、奥飞数据	向规模化、集中化发展

数据来源：IDC 圈，西南证券整理

数据中心的业务模式包括批发型和零售型两种，批发型企业经营稳定。批发型主要针对大客户，一般以模块为最小出租单位，租期一般较长，通常在 5 年以上，批发型企业经营相对稳定，超大型数据中心可以看作是批发型的延伸，近几年发展较为迅速。零售型主要针对小客户，一般以机柜为最小出租单位，早期也有服务商以机柜单元（U）为出租单位服务微型客户，但目前这种微型客户多以 web 自助服务的形式，转向公有云。一般来说，批发型考验的是资源整合能力、快速建设和扩张能力，而零售型考验的是精细运维及运营能力。目前国内，受新基建政策等影响，批发型更受快进快出的资本市场青睐。

表 3：IDC 服务企业分类

	零售型	批发型
目标客户	中小型客户、类型多元	大型客户，当前主要为互联网（含云计算）厂商，电信运营商
客户集中度	低	高
租期	通常 1 年	通常 5 年以上
用户流动性	较高	较低
销售单位	以单元、机柜为单位	单模块起租
单机柜价格	较高	较低
平均单机柜电力和制冷密度	低（2-3.5KW）	高（4.5-8KW）
数据中心启用到满租时间	一般 2-4 年	1 年
上架率	取决于地段和运营能力	取决于大客户
PUE	高，一般在 1.8-2.5	低，一般 1.7 以下
能效	不确定	一般较高
区位	综合考虑，一般选择一线城市核心区域，近年来向一线陈恒是周边及二线城市延伸	成本领先，一般选择一线城市周边或偏远地区

	零售型	批发型
可定制性	较低	较高
代表公司	光环新网、鹏博士	宝信软件、数据港、万国数据

数据来源：艾瑞咨询，招股说明书，西南证券整理

按需定制企业客户集中度较高，经营相对稳定。IDC 企业运营模式分为自建、租赁、和需求定制。自建企业独立或主导完成 IDC 机房建设，拥有机房及设备全部产权，毛利率较高，客户议价能力较弱。租赁企业租赁 IDC 机房或工业园区厂房改造，不拥有机房产权，建设周期短，业务拓展迅速。按需定制企业，承接下游客户的定制化 IDC 机房方案建设，以单定建，客户集中度较高，经营稳定，风险较小。

表 4：IDC 企业运营模式

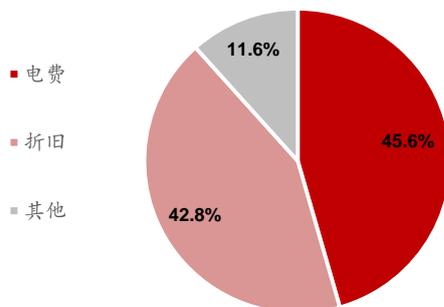
运营模式	自建	租赁	需求定制
特征	独立或主导完成 IDC 机房建设，拥有机房及设备全部产权	租赁 IDC 机房或工业园区厂房改造，不拥有机房产权	承接下游客户的定制化 IDC 机房方案建设
优势	项目建设进度自主可控，后期无需支付租金，运营成本低	IDC 机房建设周期较短，初期成本投入低，利用企业业务快速拓展	无需自主销售
劣势	前期建设投入高，资金周转压力大，不利于企业快速扩张	需长期房屋租金，部分 IDC 机房需支付转租租金	客户集中度高，议价能力较弱
毛利率	50%-60%	20%-30%	30%-40%
客户议价能力	较弱	较弱	较强
代表企业	光环新网，鹏博士	万国数据、世纪互联	数据港、云上贵州

数据来源：头豹研究院，西南证券整理

➤ IDC 企业电力成本与折旧是成本主要组成部分

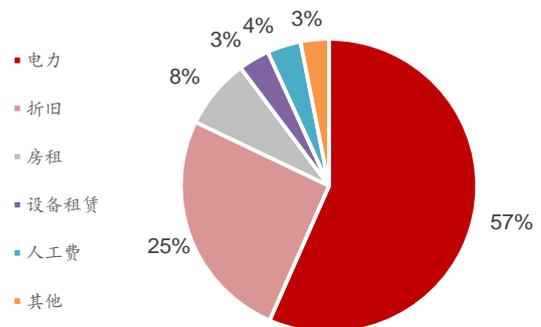
电力成本与折旧费用占数据中心成本比重最大。数据中心整体成本分为建设支出和运营支出两部分。建设支出指前期必要的建设投资及后期更新改造等，一般指一次性投入，主要包括柴油机组、电力用户站、UPS 电源设备、配电柜、冷水机组、精密空调、机柜、列头柜、静电地板、冷却塔等。运营支出主要包括电费支出、折旧、房租、设备租赁，以及工作人员的工资等。对 IDC 服务商而言，电力成本占整体运营支出中的一半以上。总之，电力成本占数据中心成本比例大约为 45.6%，折旧费用占数据中心成本比例大约为 42.8%。

图 16：电力成本与折旧费用占数据中心成本比重最大

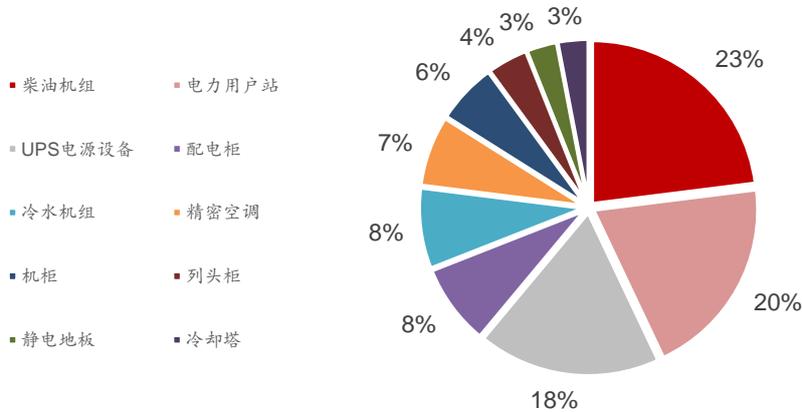


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：数据中心运营成本构成

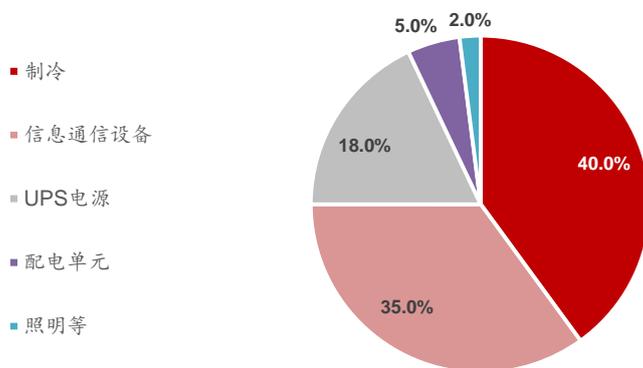


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 18: 数据中心建设成本构成


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

降低能耗关键在制冷和电源。目前, 数据中心电力成本中, 制冷占比 40%, 影响数据中心的 PUE 值, 信息和通信设备耗能占比 35%, UPS 电源占比 18%。配电单元占比 5%, 照明等其他因素能耗占比 2%。目前新兴技术有 HVDC 技术和液冷技术, 它们能大大降低电源能耗和制冷能耗。

图 19: 数据中心电力成本明细


数据来源: The Green Grid, 西南证券整理

HVDC 换 UPS 降低电源能耗。相较于 UPS, HVDC 在备份、工作原理、扩容以及蓄电池挂靠等方面存在显著的技术优势, 因而具有运行效率高、占地面积少、投资成本和运营成本低的优点。

表 5: HVDC 和 UPS 对比

项目	HVDC (240V)	UPS (220V/360V)
输出波形	直线	正弦波/方波
输出参数	高	低
输出电压	240V	220V/360V
系统结构	模块化程度高	模块化程度低
控制	可自主控制输出	对控制模块依赖度高

项目	HVDC (240V)	UPS (220V/360V)
蓄电池供电	直接	经逆变器
并机条件	极性、电压相同	极性、电压、相位、频率相同
并机复杂程度	可在直流侧简单拼接	不可简单拼接
单点故障	少	多
在线扩容	可行性大	可行性小
可维护性	较高	较低

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

➤ 政策加码，行业写入新基建

2020年4月20日国家发改委高技术司司长伍浩在网上新闻发布会上表示，新型基础设施主要包括3个方面内容：信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施。不管是移动互联网的迅速发展，还是在抗疫中对云和数据的应用，国家已享受到早期新型基础建设的红利，这也客观上促进了政府对新基建的重视程度。数据中心在本次会议上正式写入新基建，受国家政策支持。

表 6：新基建范围

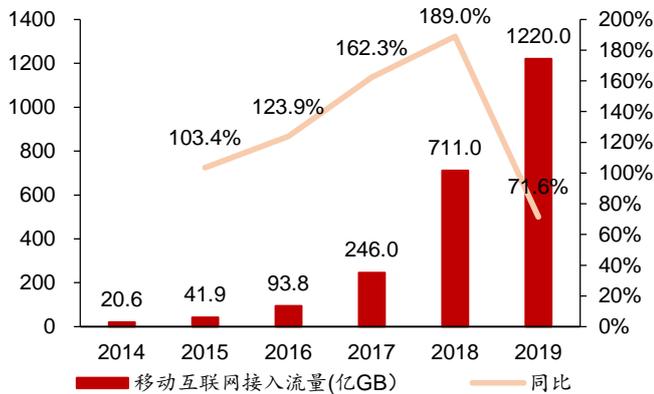
范围	具体内容
信息基础设施	基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等。
融合基础设施	深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，比如，智能交通基础设施、智慧能源基础设施等。
创新基础设施	支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施，比如，重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等。

数据来源：中国青年报，西南证券整理

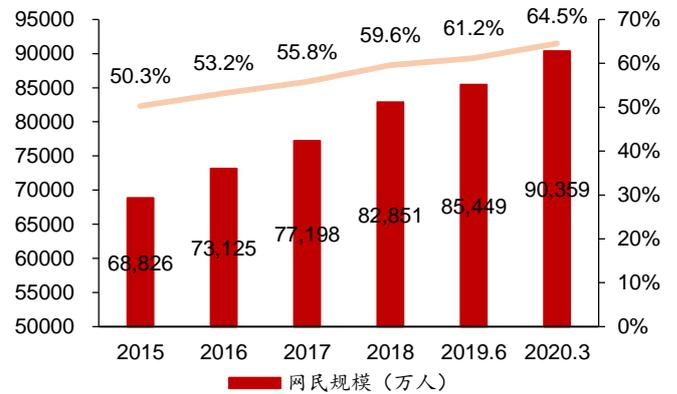
2.2 受益于数据快速增长红利，IDC 增长空间巨大

➤ 5G 赋能，需求端市场空间快速增长

5G 加速部署，互联网流量爆发式增长。根据工信部数据显示，截至 2019 年底，我国 5G 基站数超 13 万个，2020 年 11 月 12 日，我国 5G 基站数达 70 万，用户以每月新增百万用户的速度扩张，预计 2030 年，我国 5G 基站数达 1500 万个。此外，2016 年-2018 年互联网接入流量持续呈现指数型增长，年平均增速高达 158.4%，尽管 2019 年增速有所收窄，但随着 5G 建设的逐步推进，互联网接入流量增长态势不减。同时，网民数量和互联网普及率也在稳步增长，第三方 IDC 需求将持续快速释放。

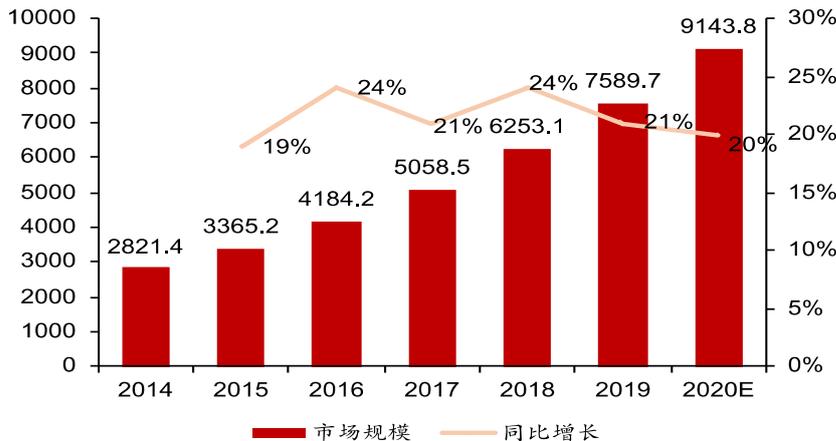
图 20: 移动互联网接入流量


数据来源: 工信部, 西南证券整理

图 21: 中国网民规模和互联网普及率


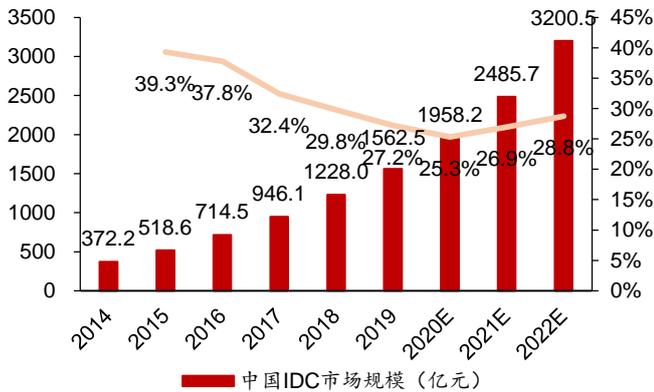
数据来源: 中国互联网络信息中心 (CNNIC), 西南证券整理

全球 IDC 产业持续景气, 市场逐渐走向成熟。随着物联网、云计算等业务的发展, 全球 IDC 业务市场规模近年来呈现稳健增长态势, 2015 年至 2019 年市场规模增速均保持在 20% 左右。截至 2019 年底, 全球 IDC 市场规模已达到 7589.7 亿元, 同比增长 21%。预计 2020 年全球市场规模有望达到 9143.8 亿元。

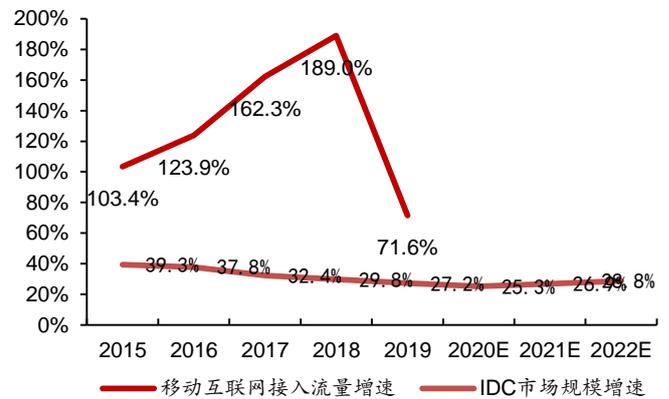
图 22: 2014-2020 年全球 IDC 业务市场规模及增速 (亿元)


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

IDC 历史增速低于预期, 未来空间可期。中国 IDC 较欧美发达市场起步较晚, 目前刚刚进入高速增长阶段, 中国 IDC 业务市场规模在 2019 年达到 1562.5 亿元, 同比增长 27.2%。尽管, 2014 年至 2019 年市场规模增长了三倍以上, 增速始终高于全球市场。随着人工智能、5G 等新技术的发展, 预计 2022 年中国市场规模将达到 3200.5 亿元, 同比增长 28.8%, 相较于数据流量的指数型增长, 增速仍有较大差距。所以, IDC 市场尚有较大发展空间。

图 23: 2014-2020 年中国 IDC 业务市场规模及增速


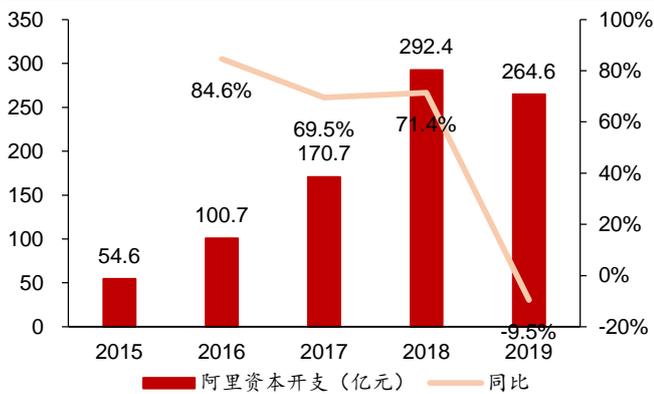
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 24: 数据流量增速和 IDC 增速对比


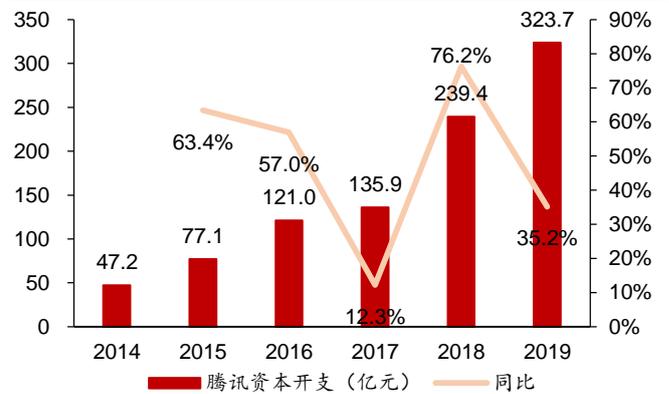
数据来源: IDC 圈, 西南证券整理

➤ 互联网厂商投资加持, 利好下游数据中心

得益于互联网发展, 腾讯和阿里资本支出高速增长。2019 年, 腾讯资本支出 323.7 亿元, 同比增长 35.2%, 增速较 2017 年 76.2% 有所收窄, 但 2017 年-2019 年, 腾讯资本支出平均增速 41.2%。2019 年阿里巴巴资本支出 264.6 亿元, 同比下降 9.5%, 主要是由于 2018 年增速较大、基数较大, 反观 2017 年-2019 年, 阿里巴巴资本支出平均增速 43.8%。同时, 阿里未来三年, 计划云相关支出 3000 亿, 腾讯也宣布, 将新增多个超大型数据中心集群, 长远规划的服务器数量, 超过一百万台。我们预计, 腾讯阿里等互联网厂商资本支出高速增长, 将使得下游 IDC 企业发展进入快车道。

图 25: 阿里资本开支


数据来源: 阿里财报, 西南证券整理

图 26: 腾讯资本开支


数据来源: 腾讯财报, 西南证券整理

2.3 REITS 加速行业整合, 液冷及 AI 技术降低企业能耗

➤ REITs 赋能, 助力企业扩张

REITs 提高企业流动性, 加快行业整合。2020 年 4 月 30 日, 证监会和发改委联合发布《基础设施 REITs 试点通知》, 标志我国公募 REITs 试点正式起航, 新基建、信息网络是公募 REITs 试点关注的七大领域之二, IDC 作为新基建和信息网络重点组成部分, 将受益于公

募 REITs 试点推广。基础设施 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点。对于 IDC 服务商而言，REITs 能够盘活存量资产，实现轻资产运营；创造融资新思路，降低杠杆水平；助力成熟企业实现并购扩张，加速行业整合；增强流动性，提升 IDC 行业估值。目前国内光环新网已引入 REITs。

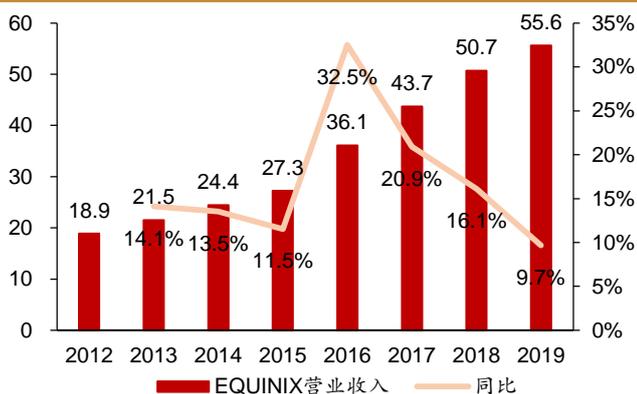
表 7：2020 中国基础设施 REITs 试点要求

首批试点标准	具体要求
重点区域	优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点
重点行业	仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水处理、固废危废处理等污染治理项目。 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、高科产业园区、特色产业园区等开展试点
项目权属清晰	项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。
经营能力	具有成熟的经营模式及市场化运营能力， 已产生持续、稳定的收益及现金流 ，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。
运行时间达标	试点项目需要经营 三年
现金流来源	现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生 ，不依赖第三方补贴等非经常性收入
杠杆率	基金借款总额不得超过基金资产的 20%，借款用途限于基础设施项目维修、改造

数据来源：《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》，艾瑞咨询，西南证券整理

转型 REITs 后，国外 EQUINIX 和 DLR 公司营收增速显著提高。全球 REITs 化 IDC 厂商占全球 IDC 市场份额比重约 30%，包括 Equinix、Digital Realty Trust、CyrusOne、CoreSite、Quality Technology Services、DFT Communications 等。IDC 行业 REITs 于 2015 年正式成为 NAREITs 独立板块开始记录指数，此后三年，EQUINIX 营业收入平均增速 23.2%，较 2015 年前三年 13.05%，显著提升；DLR EQUINIX 营业收入平均增速 20.1%，较 2015 年前三年 11.3%，显著提升。

图 27：EQUINIX 营业收入及增速（亿美元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：DLR 营业收入及增速（亿美元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 液冷及 AI 赋能，促进企业降本增效

液冷等技术降低制冷能耗。制冷系统是除 IT 系统外最大的能耗部分，直接关系到 PUE 值的高低，和运营成本。数据中心最具有革命性的节能技术为液冷技术，其中浸没式液冷技术可以将 PUE 降到 1.2 以下，联合其他技术，可以趋近于 1。目前，由于适应场景、冷却液价格和改造成本，液冷技术并未大面积普及。未来随着 GPU 运算占比的增加和服务器密度的不断增加，液冷将是代替风冷的必然选择。

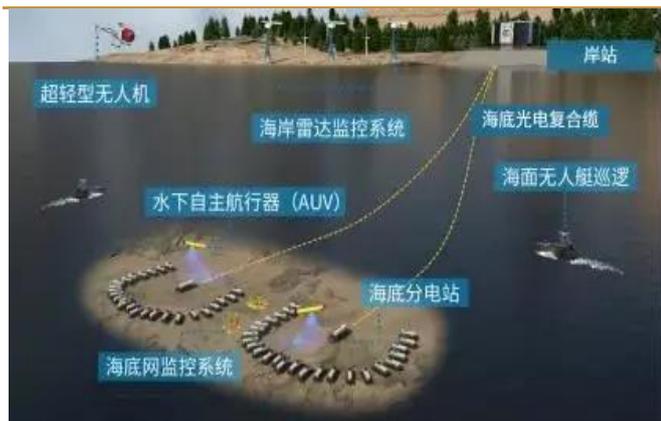
表 8：数据中心液冷和风冷对比

优势	指标	风冷	冷板式液冷	浸没式液冷
节能	PUE	1.6	1.3 以下	1.3 以下
节能	数据中心总能耗单节点均摊	1	0.67	0.58
成本低	数据中心成本单节点均摊	1	0.96	0.74
节地	功率密度 (KW/机柜)	10	40	200
CPU 可靠	核温	85	65	65
机房环境	温度、湿度、洁净度、腐蚀性气体	要求高	要求高	要求低

数据来源：绿色数据中心白皮书 2019，西南证券整理

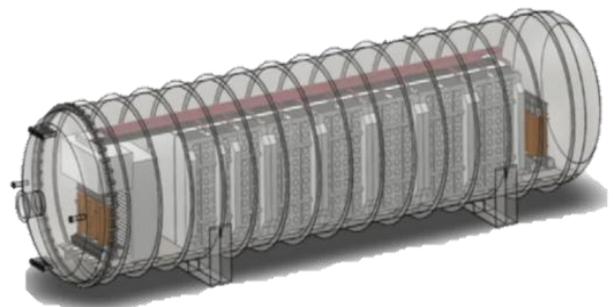
在选址时，数据中心选择温度更低区域，也需满足当地 PUE 要求。不少数据中心选择温度较低的地区，如北极圈 (Facebook)、张北 (阿里巴巴，腾讯)、湖边 (阿里巴巴千岛湖数据中心)、山洞中 (贵安)，但这些选址本身即受到严格限制，一般 IDC 运营商难以借鉴。同时，对于城市而言，北京、上海、广州等城市对 PUE 值皆有相关的政策限制。此外，微软将数据中心设立在海底，国内，海兰信公司宣布正式启动海底数据中心项目，成为国内首家研发海底数据中心的企业，2021 年 1 月 10 日，海兰信举办成果发布会上表明，海兰信海底数据中心 (UDC) 测试样机下水后各系统表现良好，单舱 PUE 值达到 1.076，有效降低能耗成本。

图 29：海底数据中心运行流程



数据来源：IDC 图，西南证券整理

图 30：海底数据中心内部结构



数据来源：IDC 图，西南证券整理

表 9：部分城市年平均气温和数据中心 PUE 要求

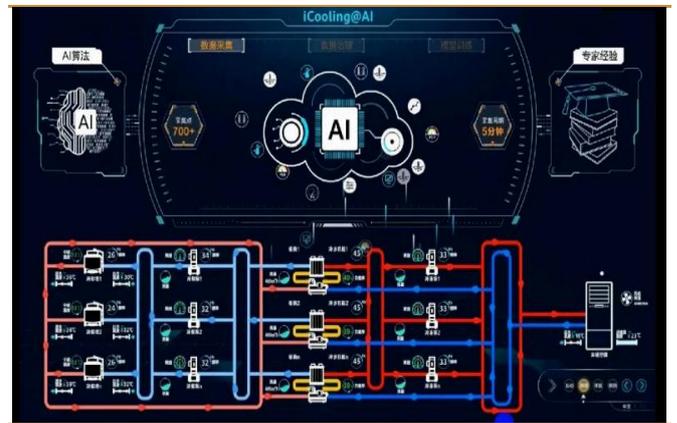
	年平均气温 (°C)	PUE 要求
北京	12.3	原有 1.4, 新建 1.3
上海	16.6	改建 1.4, 新建 1.3
广州	22.0	优先支持 1.3 以下
深圳	22.6	1.4 以上的数据中心不享有能源消费者的支持, 低于 1.25 科享有能源消费者 40% 以上的支持
杭州	16.5	新建 1.4, 改造 1.6
天津	12.7	
武汉	16.6	
成都	16.1	
南京	15.5	新建 1.5
西安	13.7	
济南	14.7	新建 1.3, 至 2022 年存量改造 1.4
青岛	12.7	新建 1.3, 至 2022 年存量改造 1.4
张北	3.7	
乌兰察布	4.3	大型 1.4
贵安	15.3	
中卫	8.6	
廊坊	12.0	
南通	15.3	新建 1.5

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

AI 技术加入数据中心节能新天地。腾讯、浪潮等互联网大厂及中国电信已成功探索 AI 技术加入数据中心，有效降低了数据中心能耗。浪潮最新发布的 M6 四路服务器具备先进的智能调控技术，在满足业务平稳运行的基础上，对服务器进行部件级别精确监测，有效降低功耗。2020 年腾讯清远云计算数据中心正式开服，也采用 AI 技术。中国电信集团已经通过智能巡检机器人、传感器实现数据中心能耗数据的大规模采集，从而实现数据的关联分析，预测未来能耗等核心参数。AI 技术的引用，对第三方 IDC 企业未来的长足发展有很好的指引意义。

图 31：数据中心 AI 应用实景


数据来源：IDC 图，西南证券整理

图 32：浪潮 M6 四路服务器


数据来源：IDC 图，西南证券整理

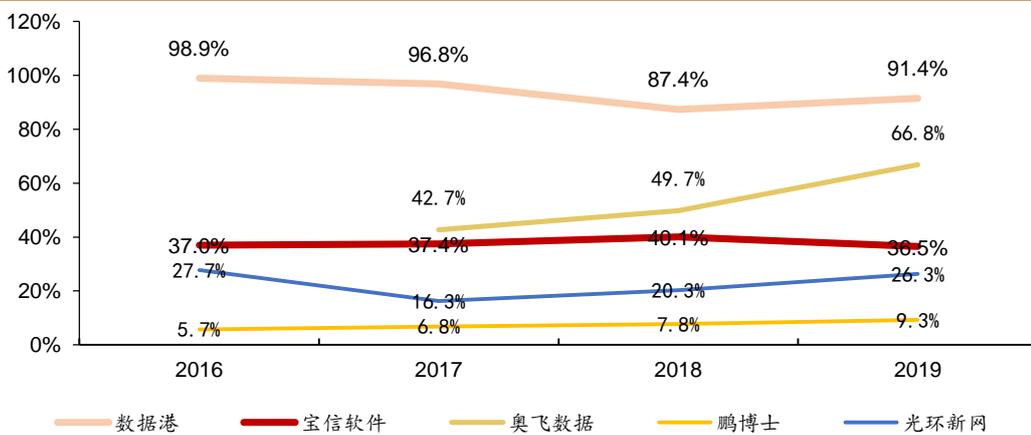
3 公司分析：公司大客户稳定，加速拓展新市场

3.1 与优质互联网企业合作，IDC 规模持续扩张

➤ 公司大客户集中度高，合作关系稳定。

数据港公司客户集中度行业最高。数据港公司前五大客户占营业收入比重基本稳定在 90% 以上，2016 年和 2017 年分别高达 98.9%、96.8%。2018 年下降至 87.4%，主要由于服务于常山北明的常山云项目交付，常山云项目是公司首次单独承接的数据中心解决方案业务；若该项目顺利实施，有利于公司未来云数据中心解决方案业务的持续发展；同时，为公司后续在河北省业务拓展奠定良好的基础。2019 年前五大客户占营业收入比重恢复至 91.4%，主要由于 2019 年不再从事服务于常山北明的解决方案业务。

图 33：公司客户集中度行业最高



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司客户粘性好，合作周期长。公司与大客户阿里巴巴一直保持持续稳定的合作关系，几乎每年皆能从阿里巴巴取得服务期 10 年的新订单。公司于 2018 年 5 月收到阿里巴巴 ZH13/GH13/JN13/NW13/HB41《数据中心需求意向函》及《数据中心项目园区（建设项目管理委托）需求确认函》，服务期 10 年。随后公司于 2019 年 12 月又收到阿里巴巴关于 HB41/HB33/GH13/JN13《数据中心需求意向函》，服务期仍旧是 10 年。

表 10：数据港与互联网大厂合作关系稳定

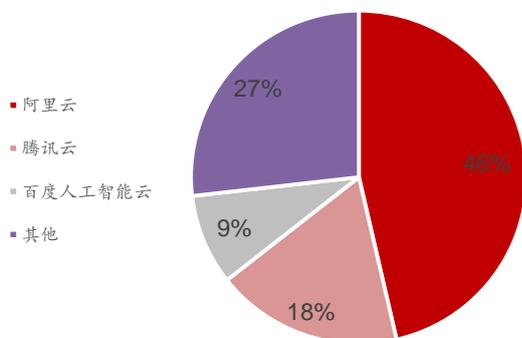
客户	合作项目	位置	达成意向时间	投产/交付时间	类型	服务期	机柜数(个)	IRR	项目进程
阿里巴巴	536	浙江杭州		2009.12	定制		468		已到期
百度	185-5	浙江杭州		2013.5	定制	6年+1年	1071		已到期
百度	185-7	浙江杭州		2012.9	定制		816		已到期
阿里巴巴、网易、平安保险	628	浙江杭州		2013.5	定制		1199		已到期
腾讯	223-1F/2F	上海闸北		2011.1	定制		250		已到期
腾讯	217-4F	上海闸北		2011.7	定制		304		已到期

客户	合作项目	位置	达成意向时间	投产/交付时间	类型	服务期	机柜数(个)	IRR	项目进程
腾讯	223-3F、217-3F	上海闸北		2012.5	定制		463		已到期
付费通、263 等	219-1F	上海闸北		2010.8	零售		139		
阿里巴巴	69-2 (宝山一期)	上海宝山		2015.7	定制		929		2021.10 到期
阿里巴巴	69-3 (宝山二期)	上海宝山		2016.3	定制		394		2021.10 到期
阿里巴巴	张北数据中心 2A1、2A2	河北张北	2015.10		定制	10 年	预计 2200		
阿里巴巴	HB33 机房项目	河北张北	2017.4		定制	10 年	5867		
阿里巴巴	ZH13	浙江杭州	2018.5.		定制	10 年	3648	10.60%	
阿里巴巴	NW13	内蒙古乌兰察布			定制	10 年	2333	10.30%	
阿里巴巴	JN13	江苏南通			定制	10 年	3648	10.50%	
阿里巴巴	GH13	广东河源			定制	10 年	1699	10.30%	
阿里巴巴	HB41	河北张北			定制	10 年	1699	10.30%	
阿里巴巴	阿里云产品 /服务承销		2019.3		云销售	6 年			
阿里巴巴	JN13	江苏南通	2019.12		定制	10 年		10.15%	
阿里巴巴	GH13	广东河源			定制	10 年		10.15%	
阿里巴巴	HB41	河北张北			定制	10 年		10.08%	
阿里巴巴	HB33	河北张北			定制	10 年		10.08%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司大客户阿里云为云计算龙头企业，未来潜力巨大。根据中国产业信息网显示，2018 年，中国云计算产业规模达到 962.8 亿元，较 2017 年增长 39.2%。2019 年，中国云计算产业规模达到 1290.7 亿元，较 2018 年增长 34.1%。到 2020 年云计算产业规模预计超过 1600 亿；到 2021 年，产业规模将破 2000 亿元，云计算行业增长态势迅猛。同时，阿里云作为行业龙头，市占率最高，超过 46%，未来成长可期。此外，为跟上行业发展，阿里云也在加快资本投入，营收规模快速增长，2020 年实现营业收入 400.2 亿元，较 2019 年增长 62%。我们预计阿里巴巴未来将持续提高资本开支，公司将优先受益。

图 34：阿里云中国市占率最高，达 46.4%



数据来源：canalys，西南证券整理

图 35：阿里云营收规模快速增长



数据来源：阿里财报，西南证券整理

公司同时拓展新客源，项目储备充足

公司与新客户合作稳定。除了来源于大客户阿里巴巴等传统互联网巨头的项目外，公司自 2017 年开始，积极拓展其他客户，并签订长期的合作协议，项目收益率也与传统客户收益率相当。2017 年 9 月，公司下属全资子公司杭州西石科技有限公司收到中国电信股份有限公司杭州分公司《数据中心合作意向书》。2018 年 5 月，公司收到联通产业互联网有限公司《深圳宝龙创意机房项目合作需求确认函》，拟在广东省深圳市合作建设数据中心。2018 年 3 月常山云项目中标，该项目为解决方案项目，为公司后续在河北省业务拓展奠定良好的基础。2020 年 7 月，位于河北的中国联通（怀来）大数据创新产业园项目中标。云创互通房山项目和@HUB2020-7 也在加快建设。

表 11：公司新客源

客户	合作项目	位置	达成意向时间	类型	服务期	机柜数(个)	IRR
电信	杭州萧山大数据运营服务平台	浙江杭州	2017.9	定制	6 年	2113	12.79%
联通产互	深圳宝龙创益	广东深圳	2018.5	定制	8 年+7 年	2250	
常山北明	常山云计算数据中心	河北石家庄	2018.3	解决方案	1 年		
联通雄安产互	联通雄安产互	河北张家口	2020.7		11 年	3000	10.69%
	云创互通房山项目	北京房山		零售	10 年	4596	10.15%
	@HUB2020-7		2020.10	定制	10 年		10.06%

数据来源：公司公告，西南证券整理

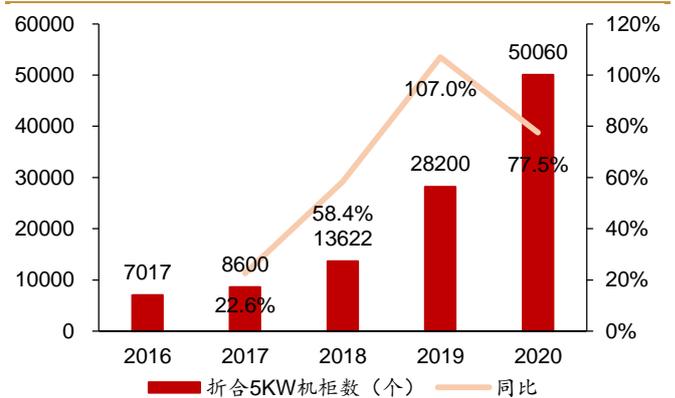
公司快速拓展新项目，规模快速扩张。由于下游云计算行业快速发展，公司大客户规模快速增长，项目储备量十分充足。并且公司持续加快资本投入，2019 年固定资产、无形资产等长期资产构建支出 12 亿元，较 2018 年增长 70.9%，截至 2020 年第三季度，由于 2019 年基数较大，以及第四季度支出尚未披露，公司固定资产、无形资产等长期资产构建支出 11.5 亿元，同比增长 5.5%，增幅较为收窄。同时，公司机柜数也在快速增长。2020 年，公司累计已建成及已运营数据中心 25 个，IT 负载合计约 250.3 兆瓦 (MW)，折算成 5 千瓦 (kW) 标准机柜约 50060 个，机柜数较 2019 年增加 77.5%。

图 36：固定资产、无形资产等长期资产构建支出



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：折算成 5 千瓦 (kW) 标准机柜数



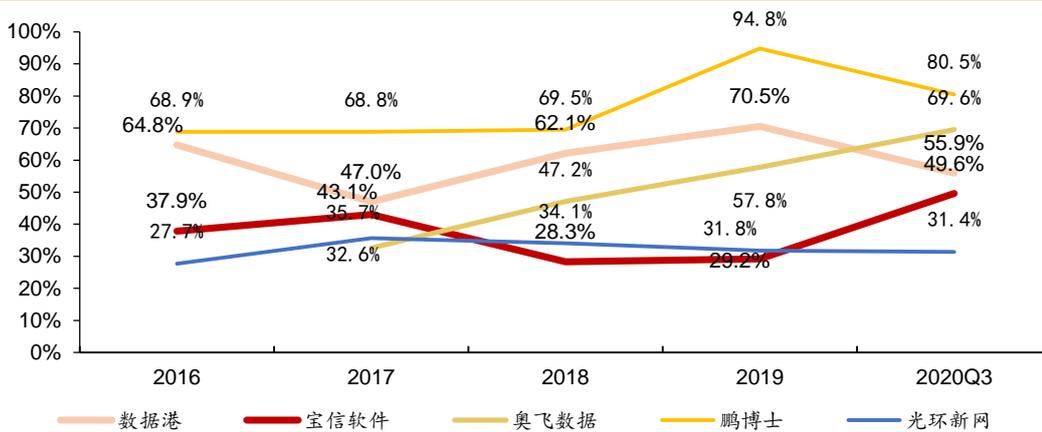
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 公司融资能力强，PUE 值领先同行

➤ 公司完成定向增发，募资近 17 亿元

2020 年公司非公开发行 A 股股票，降低负债率。为进一步加强公司现有数据中心服务的规模，优化公司资本结构，增强公司持续盈利能力，促使公司主营业务持续、快速、健康发展，公司 2020 年非公开发行 A 股股票 2436 万股，募集资金总额近 16.7 亿元。2019 年，公司资产负债率 70.5%，截至 2020 年第三季度，公司负债率下降至 55.9%。

图 38：公司负债率大幅降低



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司募集资金投入优质 IDC 项目。公司募资近 17 亿元，全部用于 JN13-B 云计算数据中心项目、ZH13-A 云计算数据中心项目、云创互通云计算数据中心项目、偿还银行借款。JN13-B 云计算数据中心项目、ZH13-A 云计算数据中心项目系公司大规模定制化云计算数据中心，项目具有良好的经济效益。JN13-B 项目内部收益率为 10.1%，项目投资回收期 7 年；ZH13-A 项目内部收益率为 10%，项目投资回收期 7.2 年；云创互通项目内部收益率为 10.2%，项目投资回收期 7.2 年。

表 12：公司定向增发投资项目（亿元）

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额	IRR
JN13-B 云计算数据中心项目	2.7	2.0	10.1%
ZH13-A 云计算数据中心项目	2.8	2.8	10.0%
云创互通云计算数据中心项目	7.5	7.4	10.2%
偿还银行借款项目	5.2	5.2	
合计	18.2	17.3	

数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 公司债务成本低

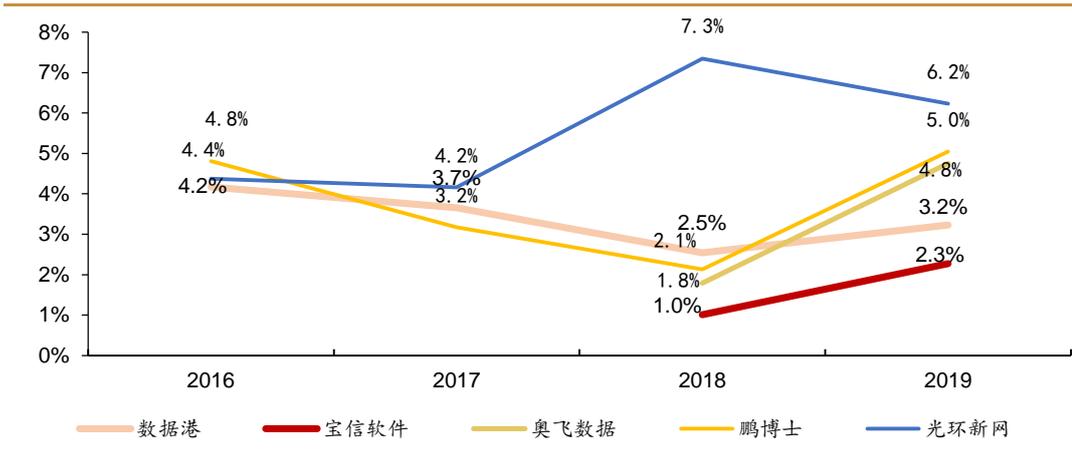
公司实控人政府背景，业内独一无二，融资成本低。数据港公司实控人为上海静安区国资委，控制权比例 33%。公司实控人背景特殊，不仅为公司在上海等一线城市的发展提供支持，更保障了公司的融资能力，为公司的发展保驾护航。同时，公司拥有较强的融资能力，支撑其产能扩张，不用担心资金链断裂的风险。2016-2019 年公司债务融资成本分别为 4.2%/3.7%/2.5%/3.2%，呈持续降低趋势，且成本在行业内处于低水平。

表 13: 同行业实控人比较

企业名称	批发/零售	实控人	持股比例	控制权比例
光环新网	零售	耿殿根	30.0%	30.0%
鹏博士	零售	杨学平	0.8%	4.5%
宝信软件	批发	宝山钢铁股份有限公司	50.1%	50.1%
数据港	批发	静安国资委	33.0%	33.0%
万国数据	批发	陈怡琳	20%	20%

数据来源：公司公告，西南证券整理

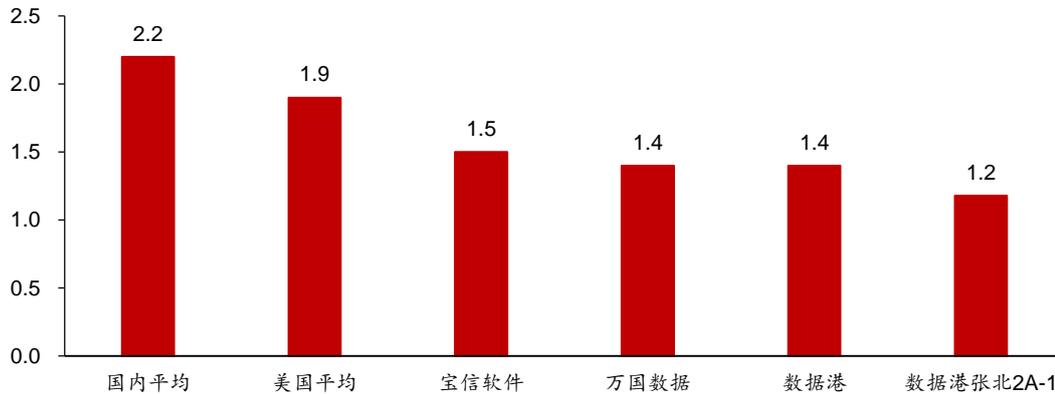
图 39: 公司债务成本较低



数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 公司 PUE 值行业领先

公司电力成本低，PUE 值优于同行。PUE 值是衡量数据中心电力成本的重要指标，根据 2018 年数据中心发展指引，我国在用超大型数据中心平均 PUE 为 1.6，大型数据中心平均 PUE 为 1.5，其中 2013 年后投产的大型、超大型数据中心平均 PUE 低于 1.5；全国规划在建数据中心平均设计 PUE 为 1.5 左右，超大型、大型数据中心平均设计 PUE 分别为 1.4 和 1.5。根据产业信息网，国内数据中心平均 PUE 值 2.2，美国数据中心平均 PUE 值 1.9。而数据港 PUE 值 1.4，显著低于平均水平，略低于同行宝信软件 1.5 的 PUE 值，尤其是张北 2A-1 数据中心 PUE 值低至 1.18，和同业公司相比遥遥领先。此外，下游大客户阿里也将进一步协助公司降低数据中心的 PUE 值，减少公司的电力成本。

图 40: 数据港 PUE 值优于同行


数据来源: 产业信息网, 2018 年数据中心发展指引, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司为国内第三方 IDC 服务龙头企业, 拥有稀缺的一线城市地段资源, 且公司深耕 IDC 运维多年, 技术行业领先。2020 年公司新签了大量订单, 预计在 2021 年有大批 IDC 项目能够建成并交付使用。同时, 随着 5G、VR、AI 等新技术的出现, 爆发式增长的流量也将持续催生公司 IDC 订单的增长, 我们预计公司 2020-2022 年 IDC 服务业务订单量增幅为 30%、45%、40%;

假设 2: IDC 解决方案业务与云服务并非公司主营业务, 未来订单量将维持稳定增速。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 14: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
IDC 服务	收入	700.0	910.0	1319.5	1847.3
	增速	7.8%	30.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	37.6%	37%	37%	37%
IDC 解决方案	收入	5.4	4.3	3.2	2.4
	增速	-97.8%	-20.0%	-25.0%	-25.0%
	毛利率	31%	31%	31%	31%
云服务	收入	0.2	0.3	0.3	0.3
	增速	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
合计	收入	726.6	914.6	1323.1	1850.1
	增速	-20.1%	25.9%	44.7%	39.8%
	毛利率	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取 IDC 行业中的三家主流公司，2020 年三家公司平均 EV/EBITDA 为 37 倍。由于 IDC 行业迅速发展叠加下游云厂商资本开支反弹，公司作为第三方 IDC 服务龙头企业将会优先受益。公司 2020 年新签多个订单，预计随着 5G、AI、VR 等新兴技术的快速发展，数据量的爆发式增长将催生公司订单量的增长。因为 IDC 企业为重资产企业，评判 IDC 企业业绩一般会剔除掉折旧摊销带来的影响，因而我们选用国际上对 IDC 企业估值通用的指标 EV/EBITDA。给予公司 2021 年 35 倍 EV/EBITDA，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				EV/EBITDA
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	20E
600845.SH	宝信软件	62.60	0.77	1.09	1.36	1.72	42.67	61.21	49.04	38.75	52.56
300738.SZ	奥飞数据	36.60	0.88	0.80	1.04	1.42	39.34	39.98	30.74	22.48	38.11
002335.SZ	科华数据	20.33	0.76	0.82	1.08	1.39	21.32	25.07	19.02	14.85	18.85
平均值							34.44	42.09	32.93	25.36	36.50

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

IDC 订单落地不及预期、下游大客户订单中断等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	726.64	914.59	1323.06	1850.10	净利润	110.36	136.69	226.51	324.34
营业成本	461.72	608.20	833.53	1165.56	折旧与摊销	170.55	84.56	84.56	84.56
营业税金及附加	1.78	2.11	3.11	4.32	财务费用	59.18	2.26	3.26	4.56
销售费用	6.10	16.46	22.49	31.45	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.73	128.04	198.46	268.26	经营营运资本变动	188.81	-3.76	131.48	197.96
财务费用	59.18	2.26	3.26	4.56	其他	-338.55	-2.43	-0.56	-3.99
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	190.35	217.31	445.26	607.43
投资收益	0.00	2.43	2.56	2.99	资本支出	-971.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-218.03	2.43	2.56	2.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1189.41	2.43	2.56	2.99
营业利润	119.28	159.95	264.77	378.93	短期借款	301.06	597.20	-857.88	-386.66
其他非经营损益	3.01	-0.04	0.22	0.51	长期借款	455.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	122.29	159.91	264.99	379.44	股权融资	0.41	0.00	0.00	0.00
所得税	11.93	23.22	38.48	55.09	支付股利	-14.74	-22.07	-27.31	-45.26
净利润	110.36	136.69	226.51	324.34	其他	77.29	-943.92	478.22	-4.56
少数股东损益	0.02	0.12	0.22	0.31	筹资活动现金流净额	819.30	-368.79	-406.97	-436.48
归属母公司股东净利润	110.34	136.57	226.29	324.03	现金流量净额	-179.76	-149.04	40.85	173.95
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	240.50	91.46	132.31	306.25	成长能力				
应收和预付款项	197.61	275.41	383.39	542.32	销售收入增长率	-20.12%	25.87%	44.66%	39.84%
存货	16.71	22.01	28.17	41.18	营业利润增长率	-27.48%	34.09%	65.53%	43.12%
其他流动资产	7.17	9.03	13.06	18.27	净利润增长率	-22.95%	23.86%	65.71%	43.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.53%	-29.30%	42.88%	32.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2773.29	2691.21	2609.13	2527.05	毛利率	36.46%	33.50%	37.00%	37.00%
无形资产和开发支出	28.00	26.70	25.39	24.09	三费率	17.20%	16.05%	16.95%	16.45%
其他非流动资产	476.32	475.14	473.97	472.79	净利率	15.19%	14.95%	17.12%	17.53%
资产总计	3739.62	3590.96	3665.42	3931.95	ROE	10.01%	18.57%	15.99%	19.13%
短期借款	647.34	1244.53	386.66	0.00	ROA	2.95%	3.81%	6.18%	8.25%
应付和预收款项	537.57	613.25	856.44	1218.07	ROIC	9.10%	6.11%	10.64%	16.81%
长期借款	723.15	723.15	723.15	723.15	EBITDA/销售收入	48.03%	26.98%	26.65%	25.30%
其他负债	728.61	273.93	282.40	294.88	营运能力				
负债合计	2636.67	2854.87	2248.65	2236.10	总资产周转率	0.23	0.25	0.36	0.49
股本	210.59	234.95	234.95	234.95	固定资产周转率	0.51	0.62	0.95	1.42
资本公积	366.75	2010.51	2010.51	2010.51	应收账款周转率	3.19	4.57	4.70	4.68
留存收益	520.98	635.48	834.46	1113.23	存货周转率	24.28	31.41	31.95	32.22
归属母公司股东权益	1098.31	731.33	1411.79	1690.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	127.96%	—	—	—
少数股东权益	4.64	4.76	4.97	5.29	资本结构				
股东权益合计	1102.95	736.09	1416.77	1695.85	资产负债率	70.51%	79.50%	61.35%	56.87%
负债和股东权益合计	3739.62	3590.96	3665.42	3931.95	带息债务/总负债	51.98%	68.92%	49.35%	32.34%
					流动比率	0.28	0.21	0.44	0.72
					速动比率	0.27	0.20	0.41	0.69
					股利支付率	13.36%	16.16%	12.07%	13.97%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	349.01	246.77	352.59	468.05	每股收益	0.47	0.58	0.96	1.38
PE	114.05	92.14	55.61	38.84	每股净资产	4.67	3.11	6.01	7.20
PB	11.46	17.21	8.91	7.44	每股经营现金	0.81	0.92	1.90	2.59
PS	17.32	13.76	9.51	6.80	每股股利	0.06	0.09	0.12	0.19
EV/EBITDA	35.54	51.43	33.44	24.00					
股息率	0.12%	0.18%	0.22%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn