

通信

行业研究/深度报告

供给侧改革加速，行业洗牌重构

深度研究报告/通信

2021年10月26日

报告摘要：

● 行业近况：政策面担忧持续，仍处于调整期

从3个维度来看IDC行业近期表现：**(1) 行情端**，市场对IDC政策面的担忧升温，行业龙头股价和估值双双下行；**(2) 业绩端**，行业21H1营收和利润同比增速依然分别保持在20%+和30%+的高位增长；**(3) 经营端**，行业机柜数稳步增长，云厂商资本开支持续下行，拖累行业上架率。我们认为资本市场目前对IDC行业过度悲观，IDC行业中长期需求依旧强劲，在“双碳”政策下行业将进行洗牌重构，有利于解决行业过去存在的不良竞争现象，行业龙头将强者恒强。

● 需求侧：中长期需求依旧强劲，云厂商CAPEX有望在21Q4迎来拐点

随着5G、云计算、物联网、AR/VR等领域的发展，数据流量显著增长，驱动IDC行业规模持续扩容。根据中国IDC圈预测，到2024年，中国IDC市场规模将达到5361.2亿元，2021-2024年CAGR约为27.6%，行业中长期需求依旧强劲。行业需求景气度可通过Aspeed月度营收数据和云厂商资本开支来预判，Aspeed在21M9的营收同环比双增，另一方面，BAT资本开支环比从2020Q4起持续抬升，其中百度21Q2的资本开支同比+92.27%，环比+66.51%，同环比双双高增，我们判断21Q4云厂商资本开支将迎来拐点，行业景气度将有所回暖。

● 供给侧：供给侧改革进行时，行业将洗牌重构

“双碳”背景下，能耗双控政策持续推进，建设绿色数据中心为未来大势所趋。国内IDC产业出现资源错配，一线城市IDC稀缺性提升行业议价能力，行业将面临洗牌重构。另一方面，REITS试点落地，国内IDC企业迎来发展机遇，企业融资能力和估值等有望明显改善，值得关注。

● 投资建议

“新基建”和“绿色化”是IDC当前发展的2大核心主题，新基建加持下IDC行业需求强劲，绿色化将推动行业进行供给侧改革，行业面临洗牌重构，在此背景下看好拥有出色运维能力、能耗控制能力和核心IDC资源禀赋的企业：**光环新网、宝信软件（计算机组覆盖）、科华数据、数据港、奥飞数据、城地香江**，以及制冷设备厂商：**英维克**。

● 风险提示

IDC市场竞争加剧；5G和云计算发展不及预期；政策风险。

盈利预测与财务指标

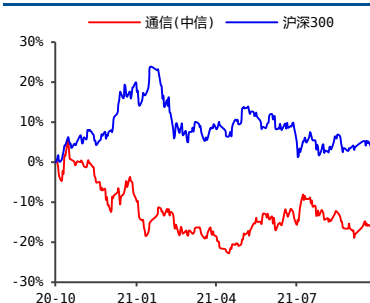
代码	重点公司	现价 10月22日	EPS			PE			评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300383.SZ	光环新网	13.12	0.59	0.62	0.71	22.2	21.3	18.5	推荐
600845.SH	宝信软件	71.88	1.15	1.14	1.50	62.5	63.1	47.9	推荐
002335.SZ	科华数据	37.42	0.83	1.07	1.43	45.1	34.9	26.2	推荐
603881.SH	数据港	32.97	0.63	0.57	0.84	52.3	58.1	39.3	推荐
300738.SZ	奥飞数据	19.80	0.78	0.51	0.69	25.5	38.5	28.6	推荐
002837.sz	英维克	40.04	0.57	0.75	0.96	70.2	53.7	41.6	推荐
603887.SH	城地香江	8.08	1.05	1.03	1.29	7.7	7.8	6.3	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：马天诣

执业证号：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理：方继书

执业证号：S0100121050046

电话：021-80508468

邮箱：fangjishu@mszq.com

相关研究

1.【民生通信】元宇宙深度研究报告：元宇宙核心六问六答，如何看待它就是下一代互联网

目录

1 行业近况：政策面担忧持续，仍处于调整期	3
1.1 行情端：市场担忧升温，行业龙头股价和估值双双下行	3
1.2 业绩端：21H1 业绩增速有所放缓，但仍保持高位增长	4
1.3 经营端：批发型企业更受青睐，云厂商资本开支下行拖累上架率	4
2 需求侧：中长期需求依旧强劲，云厂商 CAPEX 有望在 21Q4 迎来拐点	7
2.1 市场规模：行业规模持续扩容，中长期需求依旧强劲	7
2.2 跟踪指标：关注 Aspeed 月度营收数据和云计算厂商资本开支	7
3 供给侧：供给侧改革进行时，行业将洗牌重构	10
3.1 政策端：能耗双控政策持续推进，建设绿色数据中心为大势所趋	10
3.2 竞争格局：国内 IDC 产业出现资源错配，“双碳”政策下 IDC 行业将面临洗牌重构	11
3.3 REITS：REITS 试点落地，加速企业的外延扩张，IDC 融资环境有望明显改善	12
4 重点推荐标的	13
4.1 光环新网：核心城市资源优势明显，看好 IDC 业务长期增长逻辑	13
4.2 宝信软件：工业互联网与 IDC 双领域领军者，迈入快速成长期	14
4.3 科华数据：IDC 战略转型成功，新能源业务发展动能强劲	15
4.4 数据港：小而美的 IDC 优质标的，中长期成长性突出	16
4.5 奥飞数据：国内领先的第三方 IDC 服务商，积极推进 IDC+双碳战略	17
4.6 英维克：精密温控设备龙头，储能打开广阔市场空间	18
4.7 城地香江：战略转型 IDC，有望后发制人抢占 IDC 行业红利	19
4.8 附：7 家公司 2016-2021H1 的业绩走势	20
5 风险提示	22
插图目录	23
表格目录	23

1 行业近况：政策面担忧持续，仍处于调整期

1.1 行情端：市场担忧升温，行业龙头股价和估值双双下行

今年年初以来，国内行业龙头公司股价和估值持续下行，年初至今，万国数据股价累计下跌 33.13%，EV/EBITDA 下降到 2019 年年初的水平；光环新网股价累计下跌 23.48%，EV/EBITDA 跌破 2019 年年初的值。反观美股 IDC 龙头 EQUINIX 股价从年初至今累计上涨 16.33%、DLR 股价从年初至今累计上涨 15.11%（另外 3 家国内 IDC 公司英维克、科华数据、宝信软件股价上涨的原因并不在 IDC 业务），我们认为市场对 IDC 行业的担忧主要来自以下几点：（1）“双碳”背景下，能耗政策越来越严格，一线城市新建 IDC 普遍要求 PUE 达到 1.3 以下，这对 IDC 公司的运维能力提出了更高的要求；（2）房地产调控大周期下，拿地越来越难；（3）反垄断浪潮掀起，阿里、腾讯等科技巨头面临反垄断监管；（4）电价上涨，IDC 企业运营成本变高；（5）云巨头资本开支周期下行；（6）从去年 IDC 被纳入新基建范围以来，IDC 投资热潮兴起，行业竞争加剧，另一方面，下游某些云巨头厂商正在计划自建 IDC，市场担忧行业竞争格局恶化。

图1：2021 年以来万国数据股价持续下行



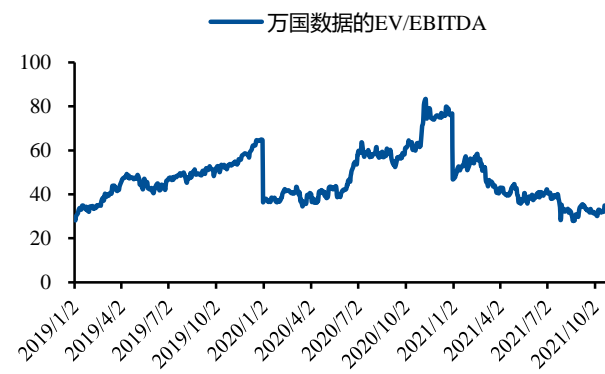
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：2020 年下半年以来光环新网股价持续下行



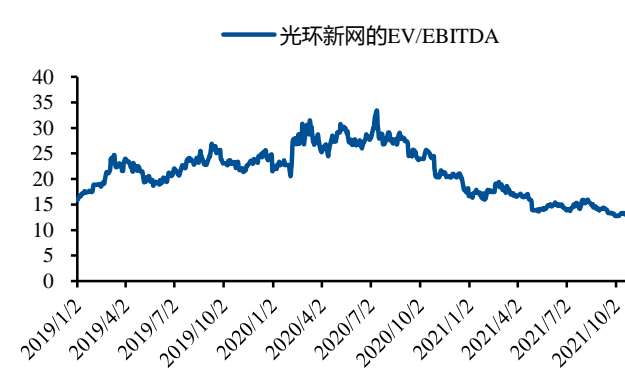
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：2021 年以来万国数据的 EV/EBITDA 持续下行



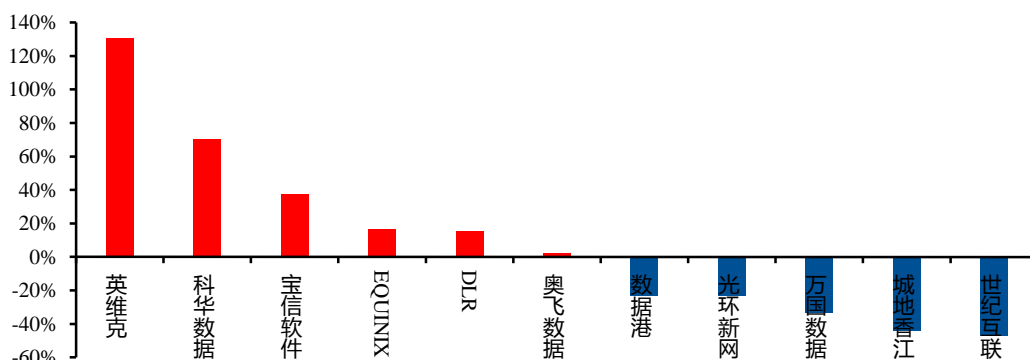
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：2020 年下半年以来光环新网的 EV/EBITDA 持续下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5: 2021年年初至今 IDC 企业的股价累计涨跌幅

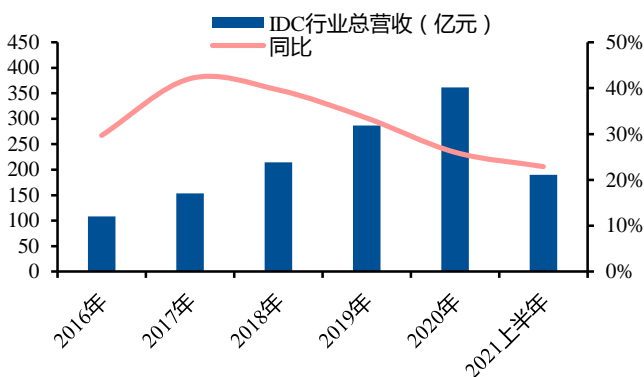


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.2 业绩端: 21H1 业绩增速有所放缓, 但仍保持高位增长

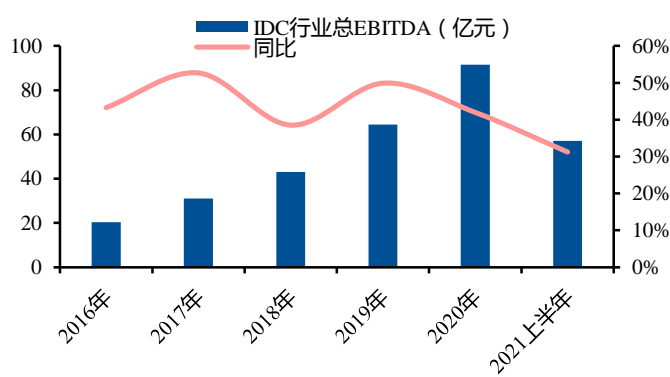
我们选取了万国数据、秦淮数据、光环新网、宝信软件、数据港、奥飞数据、城地香江和英维克这 8 家上市公司作为统计国内 IDC 行业整体业绩表现的样本 (其中万国数据和秦淮数据为非 A 股上市公司), 2021H1 行业整体实现营收 190.23 亿元, 同比+22.90%; 整体实现 EBITDA 57.16 亿元, 同比+31.24%。行业业绩增速较 2019 年、2020 年的增速有明显下滑, 我们认为主要原因是国内云计算巨头从 2020Q4 起出现周期性下行, 拖累 IDC 企业上架率。但是整体来看, IDC 行业增速依然较高, 营收和利润同比增速分别保持在 20%+和 30%+, 我们认为到 2021Q4 云巨头资本开支有望回暖, 行业公司下半年经营业绩将维持高位增长。

图6: 2021H1 IDC 行业总营收增速有所放缓



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 2021H1 IDC 行业总 EBITDA 增速有所放缓



资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3 经营端: 批发型企业更受青睐, 云厂商资本开支下行拖累上架率

我们整理了 IDC 重点公司的业务模式、上架率、机柜数及客户情况, 有以下 2 点判断:

(1) 目前国内批发型 IDC 厂商更受资本市场青睐。数据中心的业务模式包括批发型和零售型两种。批发型主要针对大客户, 一般以模块为最小出租单位。针对超大型客户的定制型数

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。从国内外厂商来看，批发和零售均可取得成功，批发型的龙头代表有。目前，国内受新基建政策及竞争加剧形势等影响，增长确定性更高的批发型更受资本市场青睐。

(2) 整体来看行业机柜数稳步增长，上架率方面，云计算巨头从 2020Q4 起出现周期性下行，拖累 IDC 企业上架率。

表1：中国批发型和零售型数据中心对比

	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	通常为 1 年	通常为 5 年及以上
用户流动性	较高	极低
销售单位	单机柜起租	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	取决于地段和能力	取决于大客户
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地区, 近年向一线城市周边及二线城市延伸	成本优先, 一般选择一线城市周边或偏远地区
定制性	较低	较高

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

表2: IDC 重点公司的业务模式、上架率、机柜数及客户情况

	业务模式	上架率	机柜数	客户
万国数据	批发为主	20Q4,71.1%	20Q4末, 拥有存量机柜资源12.73万个	76.7%云服务商, 14.1%互联网企业
世纪互联	零售为主	21Q1为73.9% (上季度77.8%)	21Q1,机柜总数为55926个,计划在2021年上半年交付9400机柜, 下半年交付1.56万机柜, 全年实现2.5万机柜的交付目标	70%互联网客户和云服务商,30%GOE和金融客户
光环新网	零售+批发	75%-80%	21H1超过 4 万个	政企客户占比5%-10%, 互联网客户占比30%, 金融客户占比25%, 云计算客户占比30%-40%
宝信软件	批发型	80%	21H1,机柜数26500个, 预计23年达5万个, 预计21-23年上架数分别为10500、21000、26500个	主要面向阿里、太保等
数据港	批发型	80%	2021年8月, 累计已建成及已运营数据中心 32 个, IT 负载合计约 338.02 兆瓦 (MW), 折算成5千 (KW) 标准机柜约 67604 个	主要面向阿里等
科华数据	批发型	70%	目前公司在北、上、广等地拥有7个大型自建数据中心,21H1公司拥有运营机柜数约3万个	主要面对腾讯等
奥飞数据	零售型	21Q1为73% (20年末为63.80%)	2021年6月末, 在北京、广州、深圳、海口、南宁、廊坊拥有九个自建数据中心, 可用机柜约为16000个	三大运营商、YY、UC、网易等
城地香江	-	-	运营机柜3649个, 在建机柜1.5万个 (高功率)	华为、烽火通信、三大运营商等

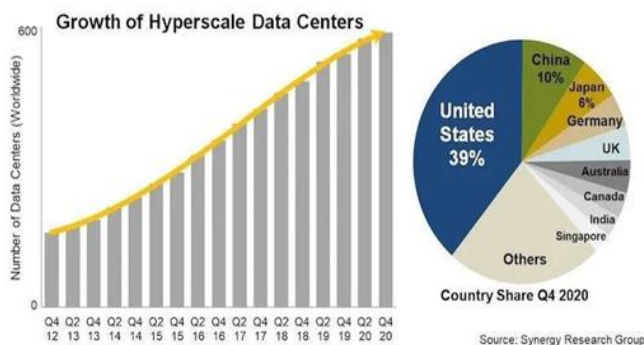
资料来源: 各公司财报, 民生证券研究院

2 需求侧：中长期需求依旧强劲，云厂商 CAPEX 有望在 21Q4 迎来拐点

2.1 市场规模：行业规模持续扩容，中长期需求依旧强劲

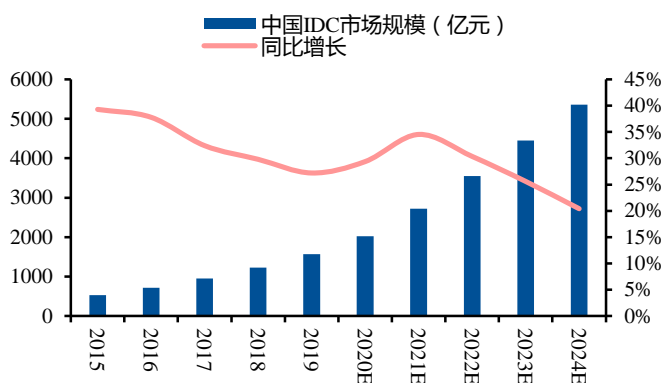
到 2024 年，中国 IDC 市场规模将达到 5361.2 亿元，2021-2024 年 CAGR 约为 27.6%。数据流量增长是驱动 IDC 需求的关键因素，疫情加速全球数字化进程，视频会议、远程办公、流媒体等发展催生数据流量爆发，进一步带来企业和机构对数据计算、存储需求的提升。同时，随着 5G 商用进程加快，云计算、物联网、AR/VR 等领域进一步发展，数据流量有望继续显著增长，驱动 IDC 行业规模持续扩容。市场调研机构 Synergy Research 的最新数据显示，截止 2020 年底，全球超大规模数据中心总数已增至 597 个，是 2015 年的两倍。同时，目前有 219 个数据中心处于规划和建设阶段。在市场规模方面，据工信部数据，2015 年中国 IDC 市场规模为 528.6 亿元，2019 年增长至 1562.5 亿元，根据中国 IDC 圈预测，到 2024 年，中国 IDC 市场规模将达到 5361.2 亿元，2021-2024 年 CAGR 约为 27.6%。

图8：2020 年底全球超大规模数据中心总数已增至 597 个



资料来源：IDC 圈，民生证券研究院

图9：到 2024 年，中国 IDC 市场规模将达到 5361.2 亿元

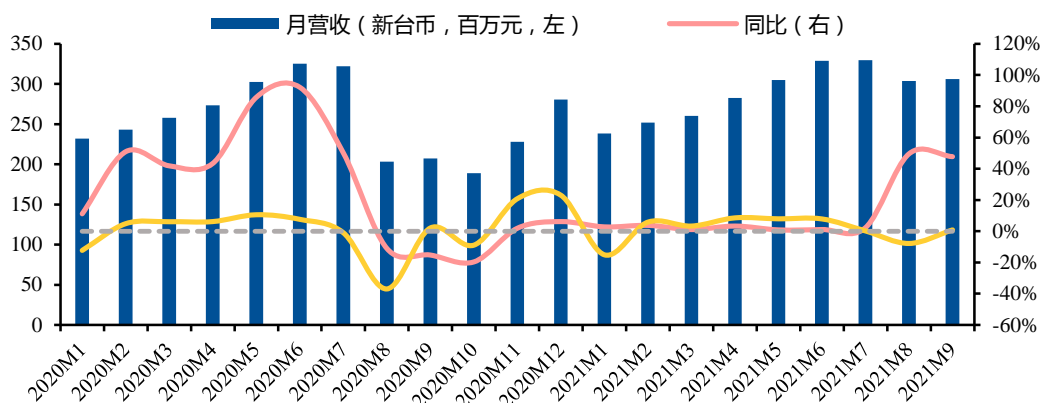


资料来源：工信部，IDC 圈，民生证券研究院

2.2 跟踪指标：关注 Aspeed 月度营收数据和云计算厂商资本开支

Aspeed 的月度营收数据是判断云计算基础设施景气度的重要联动指标，下半年云计算产业链景气度有望抬升。台湾 Aspeed 是全球最大的服务器 BMC 芯片厂商，目前全球份额超过 70%，服务器在云厂商资本开支的较大比重以及生产传导的周期从 BMC 芯片到服务器整机平均 2~3 个月的传导周期，Aspeed 的月度营收数据是判断服务器及云计算基础设施景气度的重要联动指标。2021 年 9 月份，Aspeed 的月度营收为 3.06 亿新台币，同比+47.74%，同比持续高增；环比+0.84%，环比由负转正，同环比双增，我们预计下半年服务器及云计算基础设施景气度有望迎来拐点，产业链厂商经营数据有望显著改善，行业景气度有望抬升。

图10: Aspeed 的 9 月份营收同环比双增



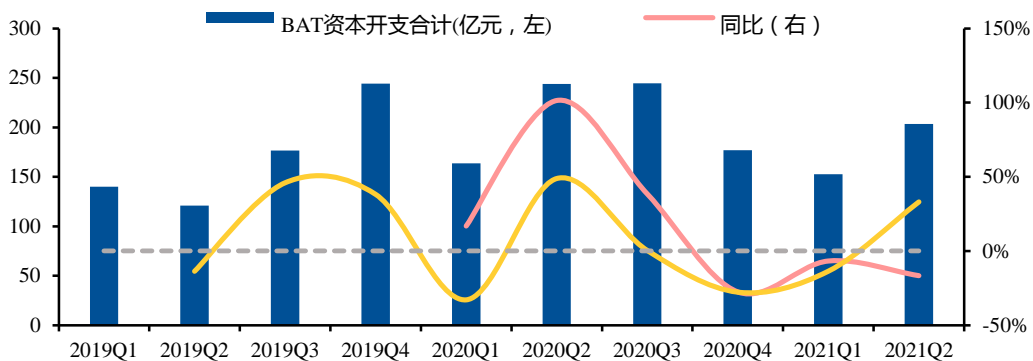
资料来源: Aspeed 官网, 民生证券研究院

云计算及互联网厂商占 60% 以上的 IDC 下游需求, 云计算及互联网厂商资本开支是判断 IDC 下游需求景气度的重要指标。IDC 数据中心主要终端客户有互联网、云厂商、金融行业、制造行业、政府机构等客户。目前云服务及互联网厂商为核心客户群体, 占 60% 以上份额。互联网企业数据量大, 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, 外采仅作为“两地三中心”的备用机房。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, 数据中心在当地建设。根据行业特性从长期来看, 云服务企业对数据应用具有旺盛需求, 是 IDC 产业扩容的主要驱动力, 云计算及互联网厂商资本开支是判断 IDC 下游需求景气度的重要指标。

百度二季度资本开支同环比高增, 云厂商资本开支在 2021Q4 有望迎来拐点。2021Q2, BAT 资本开支总计达 203.32 亿元, 同比-16.61%, 环比 33.10%, 同比下行, 但是环比从 2020Q4 起持续抬升, 其中百度的资本开支同比+92.27%, 环比+66.51%, 同环比双双高增。国外方面, 2021Q2 国外 FAAMG 资本开支总计达 316.40 亿美元, 同比+46.69%, 同比大幅增长, 环比+10.02%, 由负转正。从历史趋势来看, 云厂商巨头资本开支投入周期一般经历 1.5-2.0 年, 从 2020Q2 以来国内云计算厂商资本开支进入周期性下行通道, 我们认为 2021 下半年将是周期的末端, 云厂商资本开支在 2021Q4 有望迎来拐点。

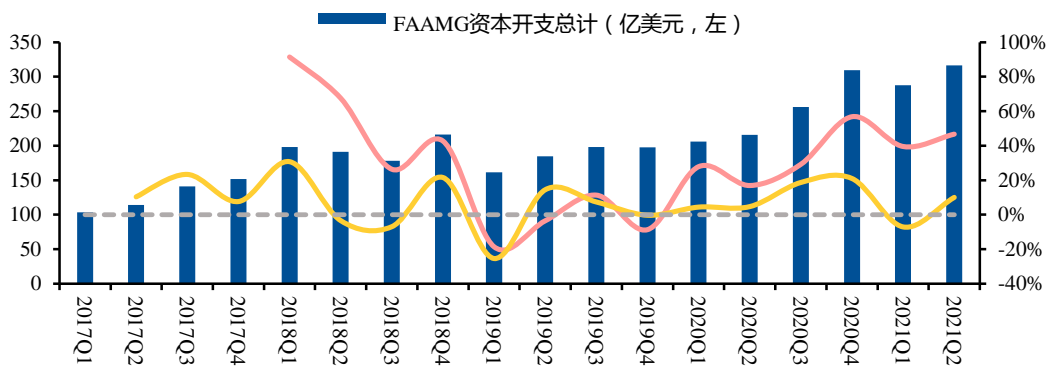
下游云厂商开始自建数据中心影响有限, 中场来看 IDC 市场需求依旧稳定。市场担忧部分云厂商开始自建数据中心会减少行业需求, 我们参照美国市场 IDC 市场的经验, 龙头 EQUINIX、DLR 的下游客户虽然也存在自建数据中心的情况, 但是这一比例占比不足 50%, 大部分的订单仍然会交给运维能力出色的第三方 IDC 企业, 中长期来看随着 IDC 需求的持续扩容, IDC 下游需求依旧稳定。

图11: 2021Q2 国内 BAT 的资本开支同比有所下降, 环比上升显著



资料来源: 百度、阿里巴巴和腾讯财报, 民生证券研究院

图12: 2021Q2 美国 FAAMG 的资本开支同环比双增



资料来源: Facebook、亚马逊、苹果、微软和谷歌财报, 民生证券研究院

3 供给侧：供给侧改革进行时，行业将洗牌重构

3.1 政策端：能耗双控政策持续推进，建设绿色数据中心为大势所趋

IDC 行业政策由“松”到“紧”，“双碳”背景下绿色数据中心政策持续推进。2020 年上半年及以前，IDC 行业政策以保障建设为导向，受新基建、“互联网+”、大数据战略、数字经济等国家政策指引，国家在数据中心的布局建设上，从标准、规划及鼓励扶持措施等方面提出相关政策，2020 年 4 月，国家明确将数据中心纳入新基建的范围，对数据中心产业整体利好，促进了数据中心产业的投资热潮。2020 年下半年以来，在“双碳”目标下，IDC 行业政策以能耗控制为导向，2020 年 12 月，四部委进一步联合出台《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》，要求到 2025 年，全国范围内数据中心形成布局合理、绿色集约的基础设施一体化格局。东西部数据中心实现结构性平衡，大型、超大型数据中心运行电能利用效率降到 1.3 以下；2021 年 5 月，国家发改委等四部门联合发布《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》，加快推动数据中心绿色高质量发展。能耗双控政策持续推进，建设绿色数据中心为大势所趋。

表3: 2020 年下半年以来，IDC 行业政策以能耗控制为导向

时间	部门	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	《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5月	工信部	《数据中心设计规范》，作为数据中心建设标准
2017年7月	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
2019年2月	工信部等	《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》，大力推动绿色数据中心创建、运维和改造
2020年3月	中央政治常务委员会会议	中央政治常务委员会强调加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	发改委	明确将数据中心纳入新基建的范围
2020年12月	发改委等四部门	《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》，要求到2025年，全国范围内数据中心形成布局合理、绿色集约的基础设施一体化格局。东西部数据中心实现结构性平衡，大型、超大型数据中心运行电能利用效率降到1.3以下。
2021年5月	发改委等四部门	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》，加快推动数据中心绿色高质量发展，建设全国算力枢纽体系

资料来源：工信部、发改委网站，民生证券研究院

各地的 PUE 要求不同，一线城市和东部地区更为严格，普遍要求 1.3 以下。北京新建及扩建数据中心要求 PUE<1.4;上海新建数据中心 PUE<1.3,改建数据中心 PUE<1.4, 2020 年新增机架数严格控制在 6 万架以内。

表4: 一线城市和东部地区的 PUE 政策更为严格, 普遍要求 1.3 以下

城市	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	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的支持;低于1.25可享有能源消费量40%以上的支持
杭州	16.5	新建1.4,改造1.6
天津	12.7	优先支持<1.3的项目
南京	15.5	新建1.5
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
乌兰察布	4.3	大型1.4
南通	15.3	新建1.5

资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

3.2 竞争格局: 国内 IDC 产业出现资源错配, “双碳” 政策下 IDC 行业将面临洗牌重构

目前国内 IDC 产业分布存在着资源错配问题, 一线城市 IDC 稀缺性提升行业议价能力。在一线城市, IDC 需求较大, 目前供应比较紧张, 价格水平较高; 在中西部和东北地区, IDC 供应较为充分, 价格水平较低, 整体上存在结构性投资机会, 当前一线城市 IDC 稀缺性具备较高应用价值, 未来中西部地区价值量有望提升。一方面一线城市与国家骨干网节点距离较短, 网络接入延时端, 可满足互联网、云计算厂商对高带宽 IDC 需求, 同时多数互联网、云计算厂商也多集中于一线城市; 另一方面, 由于 PUE 政策趋严, 使得 IDC 整体向一线城市周边迁移, 带动一线城市原有 IDC 稀缺性提升, 利好提早布局 IDC 厂商。

在“双碳”政策和房地产调控政策下, 行业面临洗牌重构, 看好运维能力、能耗控制能力出色以及拥有核心资源禀赋的 IDC 龙头企业。在“双碳”政策下, 能耗管控对 IDC 企业的运

维能力要求更高，另一方面，房地产行业正处于调控大周期，IDC 企业拿地尤其是在一线城市拿地更为严格，行业面临洗牌重构，短期业绩承压。在当前背景下，IDC 运维能力、能耗管理能力以及核心资源禀赋对 IDC 龙头企业的重要性不言而喻。

表5: 一线城市和东部地区的 PUE 政策更为严格, 普遍要求 1.3 以下

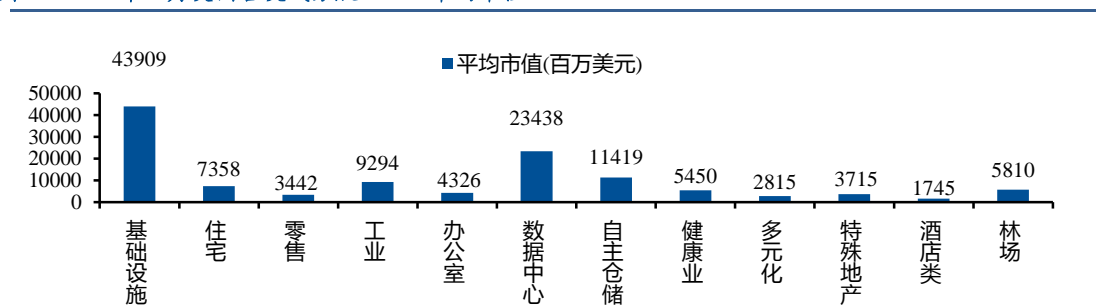
地区	资源情况	价格水平
北京市、上海市、广州市、深圳市	供应紧张	总体较高
北京市、上海市、广州市、深圳市 周边地区	供应相对充足	比北京市、上海市、广州市、深圳市低20%-30%
中西部地区	供应充分	比北京市、上海市、广州市、深圳市低约50%
东北地区	供应相对充足	比北京市、上海市、广州市、深圳市低约50%

资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

3.3 REITS: REITS 试点落地, 加速企业的外延扩张, IDC 融资环境有望明显改善

REITS 将拓宽 IDC 融资渠道, 加速企业的外延扩张, 随着 REITS 在国内 IDC 行业的持续推进, IDC 企业的企业融资能力和估值等有望明显改善。美国的 IDC 上市巨头如 EQIX、DLR 均已转型 REITs, 另一方面, 从美国 REITs 市值占比看, 数据中心排位靠前, 而目前中国的 REITs 试点主要聚焦于房地产领域, 随着 REITS 试点落地, IDC REITs 占比或将提高。REITs 的推出可以使 IDC 行业形成良性投融资循环, 具体对行业的影响可以总结为如下两大点。第一, 有效盘活存量资产: 提升直接融资比例, 拓宽企业融资渠道, 缓解企业资金压力; 提升资产周转率, 让行业重资产营运效率提高; 降低资产负债率, 降低企业运行杠杆, 减少企业利息负担, 使企业安全平稳运行; 提高企业经营效率, 企业重资产轻化, 进一步优化企业结构, 提升企业经营水平。第二, 提供长期稳定资金: 便于企业扩张, 之前由于资金压力较大, 大部分举债经营, 长期资金的注入可以有效缓解企业资金压力, 实现快速扩张, 优化行业竞争格局; 为并购重组活动注入活力, 行业由于处于高速发展成长期, 现阶段竞争格局较差, 长期资金的进入利于优势企业加速外延并购, 实现做大做强。REITS 试点落地, 国内 IDC 企业迎来发展机遇, 企业融资能力和估值等有望明显改善。

图13: 2020年6月美国各类成分股 REIT 平均市值



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

4 重点推荐标的

4.1 光环新网：核心城市资源优势明显，看好 IDC 业务长期增长逻辑

核心城市 IDC 资源优势明显，项目储备充足成长能力强劲，具备长期可持续性。公司 IDC 业务战略规划明确，IDC 机房集中于北京、上海及周边地区，核心地带资源储备丰富。21H1，公司已投产机柜数量超过 4 万个，综合上架率达到 75%-80%。在当前能耗要求趋严和拿地困难的行业背景下，公司具备核心资源禀赋，并持续扩张。根据公司 2021 年半年报披露的信息，公司主要的产能释放来自于：（1）房山一期项目产能进一步释放，已投产机柜规模达到 60% 以上，预计 21 年年内可全部投产；房山二期项目机房机电设计已同步启动，预计 2022 年上半年可开始逐步投放市场；（2）燕郊三四期项目已有部分机柜为用户提供服务，预计 2021 年可投产机柜数量将超过 2500 个；（3）上海嘉定二期项目目前正在实施机电工程建设，预计 2021 年内会陆续投放。

云计算业务深化与亚马逊合作，无双科技成为百度分析云首批服务商。在云计算业务方面，公司运营的亚马逊云科技云服务进展顺利，2021 年上半年推出了 24 项新产品，新落地服务和功能数量比去年同期增长 50%。无双科技深耕互联网广告业务多年，2021 年成为百度分析云首批服务商，未来发展空间广阔。

投资建议：全球云计算需求快速增长，IDC 行业兼具高成长与高确定属性，公司作为国内 IDC 龙头，核心城市 IDC 资源优势明显，看好未来成长确定性，我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 9.50/10.94/12.54 亿元，对应 PE 分别为 21/19/16X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 49X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：一线城市能耗指标趋严；新项目上架进度不及预期。

表6：光环新网盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,476	7,793	8,735	9,850
增长率（%）	5.3%	4.2%	12.1%	12.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	913	950	1,094	1,254
增长率（%）	10.7%	4.1%	15.1%	14.7%
每股收益（元）	0.59	0.62	0.71	0.81
PE（现价）	22.2	21.3	18.5	16.1
PB	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院，

注：股价取自 10 月 22 日的收盘价

4.2 宝信软件：工业互联网与 IDC 双领域领军者，迈入快速成长期

公司 IDC 业务具备得天独厚的优势，持续布局核心城市迈向全国 IDC 龙头。公司凭借宝武集团资源，尤其电力、运维、客户等优势，在 IDC 领域具备领先的盈利能力，并逐渐从上海拓展至武汉、南京等核心城市，开展全国布局。根据公司公告披露的信息，21H1 公司机柜数达 26500 个，预计 23 年达 5 万个，预计 21-23 年上架数分别为 10500、21000、26500 个，未来增长空间可期。

PLC 研发十年一剑，有望打开 2000 亿广阔市场。2021 年 7 月 26 日宝信发布经过十年时间研发的国产大型 PLC（可编程逻辑控制器，工业领域可控制机械设备的微型计算机），打破国外在技术领域的垄断封锁，是一个成功的解决“卡脖子”的优秀案例。公司将依托宝武在钢铁智能制造的优势，力争通过 3-5 年进入 PLC 第一阵营，进入 2000 亿国内 PLC 的广阔市场。

背靠宝武集团，持续拓展工业互联网领域。宝信依托宝武集团，在工业互联网领域不断突破：自研的 xIn3Plat 工业互联网平台入选工信部双跨平台和“工业互联网平台服务安全能力评价”首批五星平台（4 家）；再获上海 3000 个 IDC 机柜指标巩固上海宝之云基地，同时坚持重点区域规划引领，成立河北宝宣公司，为后续项目建设与交付打下根基，同时继续开展南京、武汉、马鞍山等基地市场拓展工作。

投资建议：公司是 IDC 与钢铁工业互联网领域的领军企业，综合竞争优势显著，卡位优质赛道，成长确定性高。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 17.14/22.51/27.54 亿元，对应 PE 分别为 63/48/39X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 44X，高估值可由业绩增长所消化，维持“推荐”评级。

风险提示：工业互联网发展不及预期；IDC 和 PLC 拓展不及预期。

表7：宝信软件盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9518	12447	16182	19358
增长率（%）	39.0	30.8	30.0	19.6
归属母公司股东净利润（百万元）	1301	1714	2251	2754
增长率（%）	47.9	31.8	31.3	22.3
每股收益（元）	1.15	1.14	1.50	1.83
PE（现价）	62.5	63.1	47.9	39.3
PB	11.4	11.5	9.3	7.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院，

注：股价取自 10 月 22 日的收盘价

4.3 科华数据：IDC 战略转型成功，新能源业务发展动能强劲

深耕 UPS 行业多年，国内 UPS 行业龙头。公司是国内 UPS 行业龙头企业，在国内市场占有率超过艾默生等外资龙头公司，名列第一，同时高端 UPS 电源长期毛利率维持在 40% 以上。公司近年来发挥电源技术优势，将业务拓展至核岛级及武器装备级高端领域，这部分业务技术壁垒高，利润丰厚，且将受益于“十四五”武器装备发展的利好，能有效增厚公司利润。

“双碳”目标背景下，公司新能源业务迎来发展拐点。“光伏+储能”景气度上行，逆变器需求持续扩容。公司自 2007 年开始推出光伏逆变器产品，连续 6 年被评为全球新能源企业 500 强，在 2020 年全球并网光伏逆变器 (>501kW) 供应商市场份额中位列前十，亚洲市场份额排名第六。公司是为数不多的拥有全系列产品和全场景解决方案的企业之一，未来有望深度受益于新能源业务爆发。

IDC 战略稳步推进，规模扩张叠加深度绑定腾讯，公司未来发展动力强劲。公司之前在 IDC 业务上部分采用零售模式，在和腾讯合作后将将以批发模式为主，截止到 2021 年 6 月份，公司在北上广等地已建设运营 7 大云数据中心，运营机柜数已达到 3 万余个，整体上架率约为 70%，预计 3 年内机柜数达到 7~8 万个，上架率也会逐步提升，结合自身轻资产的合作运营模式，公司 IDC 业务有望进入快车道，抢占 IDC 行业增长红利。

投资建议：公司战略聚焦 IDC 行业，加大一线城市 IDC 布局并与腾讯签订战略合作协议，迈入成长快车道。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 4.96/6.59/8.39 亿元，对应 PE 分别为 35/26/21X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 35X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：下游客户的反垄断监管风险；新能源和智慧电能发展不及预期。

表8: 科华数据盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,168	5,460	7,056	8,896
增长率 (%)	7.7%	31.0%	29.2%	26.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	382	496	659	839
增长率 (%)	84.3%	29.8%	32.9%	27.3%
每股收益 (元)	0.83	1.07	1.43	1.82
PE (现价)	45.1	34.9	26.2	20.6
PB	5.3	5.0	4.6	4.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：股价取自 10 月 22 日的收盘价

4.4 数据港：小而美的 IDC 优质标的，中长期成长性突出

深度绑定阿里，未来业绩将持续稳定增长。公司深度绑定云计算巨头阿里，业务规模近年来高速扩张，2021年1月至2021年8月，公司共计新增具备运营条件的自建数据中心7个，新增IT负载约87.72兆瓦，累计已建成及已运营数据中心32个，IT负载合计约338.02兆瓦，折算成5千瓦标准机柜约67,604个，新投入运营的数据中心项目将随终端客户的上电进度逐步实现收入和利润。2021H1，公司实现营收5.50亿元，同比+39.72%；实现EBITDA3.51亿元，同比+57.73%，业绩同比高增，在新基建政策下，公司IDC业务将持续受益，未来业绩将持续稳定增长。

区域布局日渐完善，中长期成长性突出。公司成立于上海，近年来逐步向华北、华南两大区域延伸，日渐完善区域战略布局。公司深度绑定的阿里云在高速增长阶段，虽然阿里巴巴数据中心目前在自建部分数据中心，但是阿里云需求大，自建部分占比有限，数据港作为运维能力出色的IDC厂商，将继续获取来自阿里云的订单，中期的成长性依旧突出。在“双碳”目标下，数据港有望凭借出色的运维能力、核心的IDC资源禀赋获得领先于行业的盈利能力，看好未来成长确定性。

投资建议：公司正处于扩张期，在建工程规模大，核心资产优质，并深度绑定大客户阿里，可长期分享IDC行业增长红利，未来成长空间广阔。我们预计公司2021-2023年实现归母净利润1.87/2.76/3.81亿元，对应PE为58/39/28X，公司上市以来的PE估值中枢为79X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：客户单一的风险；公司在运营数据中心出现宕机的风险。

表9：数据港盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	910	1,318	1,768	2,301
增长率(%)	25.2%	44.8%	34.2%	30.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	136	187	276	381
增长率(%)	23.6%	36.8%	48.1%	38.1%
每股收益(元)	0.63	0.57	0.84	1.16
PE(现价)	52.3	58.1	39.3	28.4
PB	2.7	2.6	1.9	1.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院，

注：股价取自10月22日的收盘价

4.5 奥飞数据：国内领先的第三方 IDC 服务商，积极推进 IDC+双碳战略

规模扩大，上架率持续提升，业绩步入快速增长期。公司是国内领先的第三方 IDC 服务商，近年来公司业务规模持续扩大（公司 2021 年半年报披露的数据）：（1）2021 年上半年公司在建的自建数据中心项目持续推进，包括廊坊讯云数据中心扩容项目（约 1000 个）、廊坊固安数据中心新建项目（25000 个机柜）、广州南沙数据中心（超过 10000 个机柜）；（2）公司通过收购天津盘古云泰，计划在天津市建设规模不超过 12000 个高功率机柜的数据中心；（3）在昆明市呈贡区投资建设“新一代云计算和大数据产业基地”，项目一期容量约为 3300 个机柜，并城为公司在西南地区的核心业务节点；（4）公司与江西联通合作建设数据中心项目，项目容量约为 2200 个机柜，成为公司在中部地区的业务布点。上架率方面，截至 2021 年 3 月末，公司存量数据中心机柜总体上架率超过 73%，较 2020 年末 63.80% 的机柜总体上架率有明显的提升。规模扩大和上架率持续提升驱动公司业绩快速增长，2021H1，公司实现营收 5.89 亿元，同比+56.43%；实现 EBITDA 2.32 亿元，同比+61.29%，业绩同比高增。

加快建设绿色数据中心，运维能力和能耗管理能力不断提升。公司积极响应“双碳”战略，推进数据中心碳中和及新能源战略规划的实施，公司分布式光伏发电项目持续推进，有望全面提高新型数据中心能源利用效率，与此同时公司加大研发投入，运维能力和能耗管理能力不断提升，展望未来，“碳中和”+“新能源”将助力公司在能评获取及提升客户粘性方面取得优势。

投资建议：公司是国内领先的第三方 IDC 服务商，业务规模持续扩大，上架率持续提升，业绩步入快速增长期。同时，公司积极响应“双碳”战略，推进数据中心碳中和及新能源战略规划的实施，未来收入利润有望延续高增。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 1.96/2.65/3.65 亿元，对应 PE 为 39/29/21X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 56X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：国内云厂商收入增速放缓风险；公司核心技术及业务人员流失风险。

表10：奥飞数据盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	841	1,438	1,898	2,470
增长率（%）	-4.8%	71.1%	32.0%	30.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	157	196	265	365
增长率（%）	50.9%	25.3%	34.8%	38.1%
每股收益（元）	0.78	0.51	0.69	0.96
PE（现价）	25.5	38.5	28.6	20.7
PB	3.2	4.7	3.7	2.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：股价取自 10 月 22 日的收盘价

4.6 英维克：精密温控设备龙头，储能打开广阔市场空间

国内领先的精密温控节能解决方案和产品提供商，产品竞争力较强，未来将核心受益于新基建和“双碳”政策。公司目前拥有数据中心温控节能、机柜温控节能、客车空调和轨道交通列车空调及服务四大产品线，同时不断拓展电子散热、压缩机、健康空气环境控制、车用冷冻机组等新业务。公司注重研发，研发投入占比自 2017 年起持续上升，且参与了多项国家和行业标准的起草和制定，专利数量连年上升，产品竞争力较强。2021H1，公司实现营收 9.81 亿元，同比+46.31%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比+40.81%，未来将核心受益于新基建和“双碳”政策。

客户优质，未来增长动能强劲：（1）在数据中心领域，公司已为腾讯、阿里巴巴、秦淮数据、万国数据、数据港、中国移动、中国电信、中国联通等用户的大型数据中心提供了大量高效节能的制冷系统及产品；（2）在机柜设备温控领域，公司与华为、Eltek 等大客户建立稳固的合作关系；（3）在新能源客车空调领域，公司拥有比亚迪、南京金龙等客户；（4）公司旗下的“科泰”是国内最早专注于轨道交通空调的品牌，在巩固上海地铁、苏州地铁的传统优势市场同时，陆续拓展了郑州地铁、无锡地铁、深圳地铁等新市场。

投资建议：公司是国内领先的精密温控节能解决方案和产品提供商，提供从热源侧到冷源侧散热的全链条产品，产品竞争力强，客户优质，未来增长动能强劲。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润为 2.49/3.20/4.11 亿元，对应 PE 为 54/42/33X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 44X，高估值可由业绩增长所消化，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：储能行业发展不及预期；IDC 制冷行业竞争加剧致毛利率承压。

表11: 英维克盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,703	2,232	2,909	3,756
增长率（%）	27.3%	31.0%	30.3%	29.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	182	249	320	411
增长率（%）	13.5%	36.8%	28.6%	28.4%
每股收益（元）	0.57	0.74	0.96	1.23
PE（现价）	70.2	53.8	41.9	32.6
PB	9.2	8.4	7.4	6.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：股价取自 10 月 22 日的收盘价

4.7 城地香江：战略转型 IDC，有望后发制人抢占 IDC 行业红利

战略转型 IDC，有望后发制人抢占 IDC 行业红利。公司靠地基与基础施工服务起家，自完成对香江科技的重组并购后，转型 IDC 领域。香江科技作为国内领先的云基础设施服务商，长期服务于运营商、政企客户及 BAT 等互联网头部企业，与华为、烽火通信、ABB 等企业建立长期合作关系。公司目前主要聚焦 IDC 设备与解决方案、IDC 系统集成、数据中心运营服务三大板块，目前运营机柜 3649 个，在建机柜 1.5 万个（高功率），其中，上海临港智能科技创新产业园项目 3000 个，太仓沪太智慧云谷数字科技产业园项目 1.2 万个，未来将核心受益于 IDC 行业需求的持续扩容。

积极响应“双碳”政策，打造绿色地基业务。地基与基础工程业务是公司的原主业，子公司城地建设是具备总承包、专业承包、勘察、设计一体化施工能力的综合服务商，具备地基与基础工程专业承包一级资质、土石方工程专业承包三级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、岩土工程设计甲级资质、岩土工程勘察乙级资质等。在“双碳”目标下，公司通过不断的技术研发，使地基与施工业务板块行业朝着更标准化、更低碳化、更绿色化的方向发展，打造绿色地基业务。

投资建议：公司完成对香江科技的重组并购后战略转型 IDC 领域，香江科技是国内领先的云基础设施服务商，客户资源丰富，IDC 项目储备项目充足，有望后发制人抢占 IDC 行业红利。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 4.64/5.79/7.23 亿元，对应 PE 为 8/6/5X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 32X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：为子公司累计担保金额过大的风险；IDC 业务发展不及预期风险；地基业务受房地产调控政策影响的风险。

表12: 城地香江盈利预测与财务指标

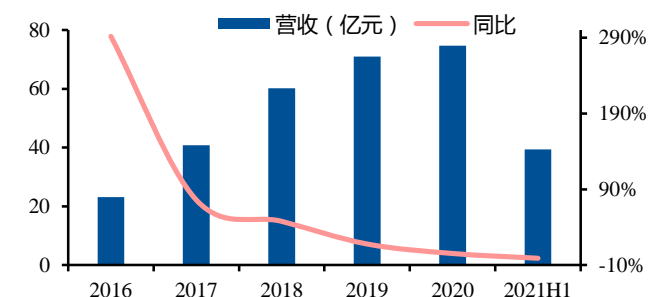
项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,933	4,506	5,270	6,225
增长率(%)	34.5%	14.6%	17.0%	18.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	393	464	579	723
增长率(%)	18.5%	18.2%	24.8%	24.8%
每股收益(元)	1.05	1.03	1.29	1.60
PE(现价)	7.7	7.8	6.3	5.0
PB	0.7	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：股价取自 10 月 22 日的收盘价

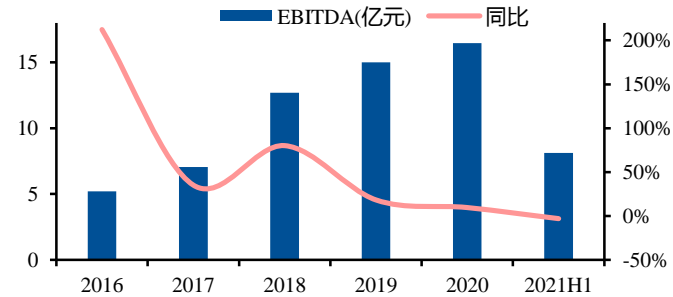
4.8 附:7 家公司 2016-2021H1 的业绩走势

图14: 2016-2021H1 光环新网营收



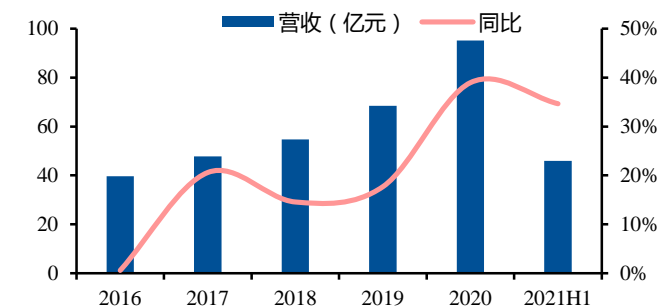
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 2016-2021H1 光环新网 EBITDA



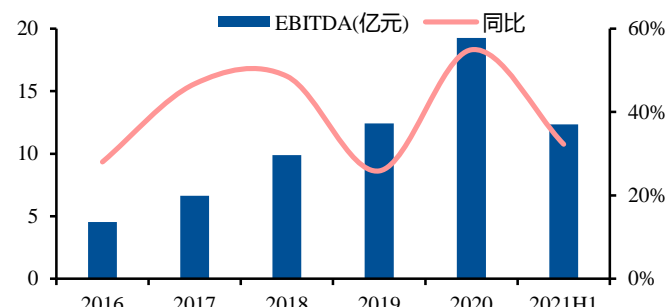
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 2016-2021H1 宝信软件营收



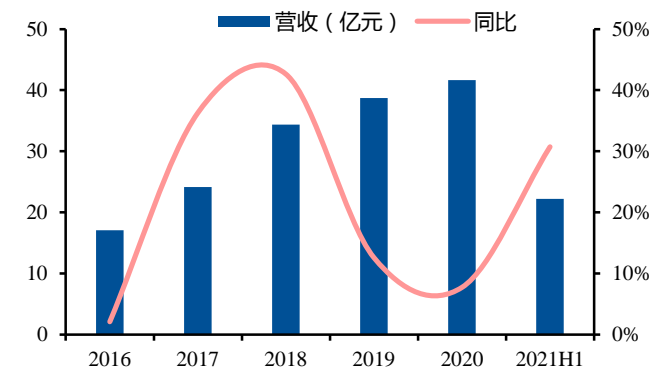
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 2016-2021H1 宝信软件 EBITDA



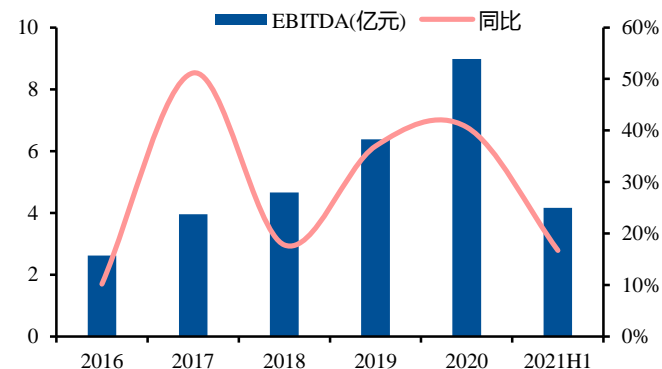
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 2016-2021H1 科华数据营收



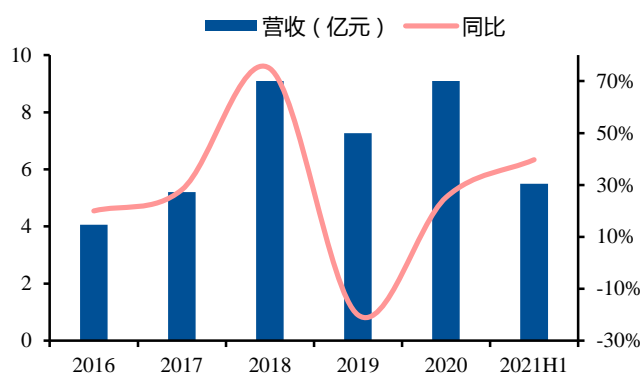
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 2016-2021H1 科华数据 EBITDA



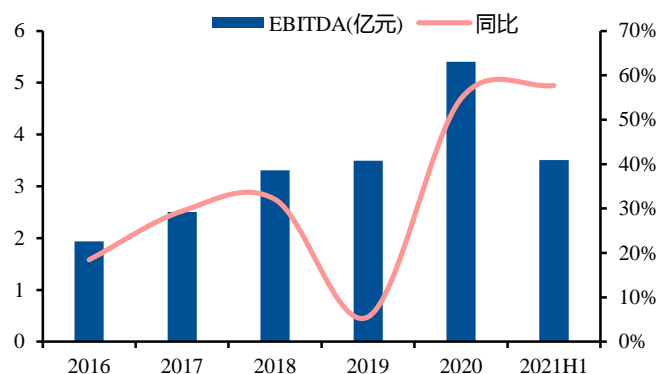
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 2016-2021H1 数据港营收



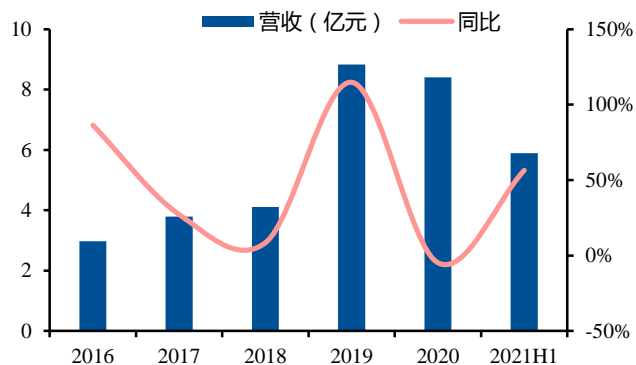
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 2016-2021H1 数据港 EBITDA



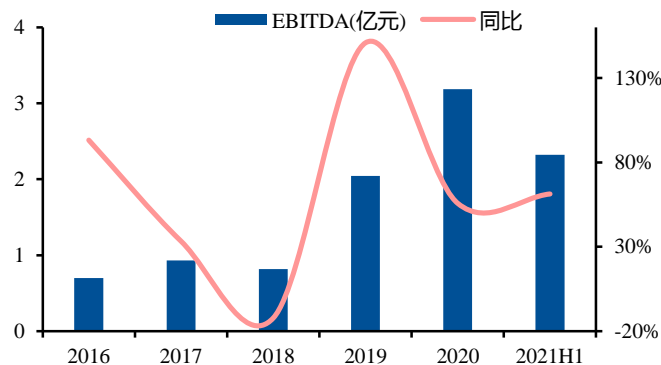
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2016-2021H1 奥飞数据营收



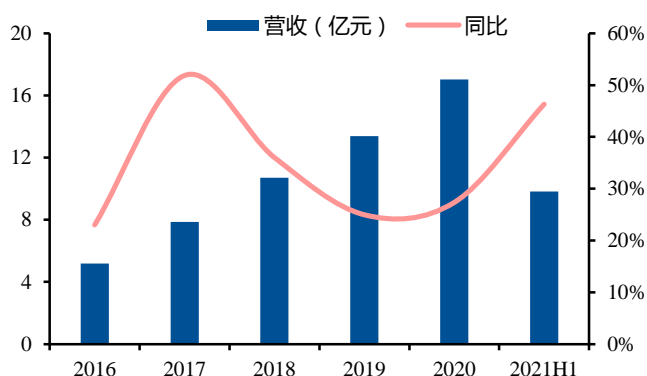
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 2016-2021H1 奥飞数据 EBITDA



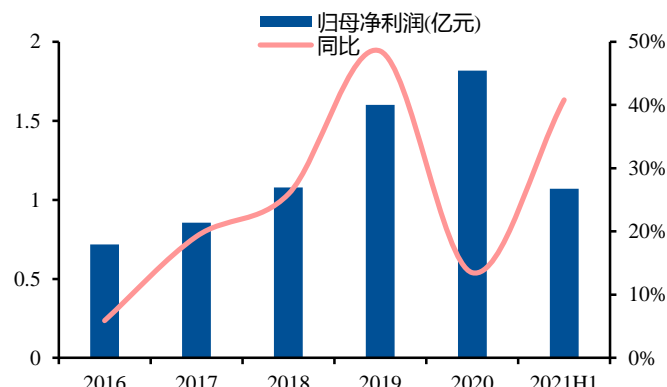
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: 2016-2021H1 英维克营收

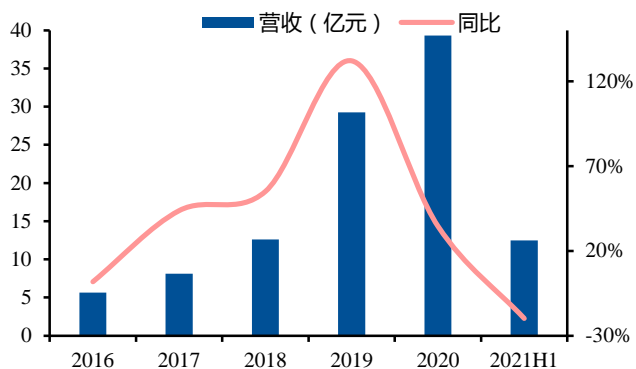


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

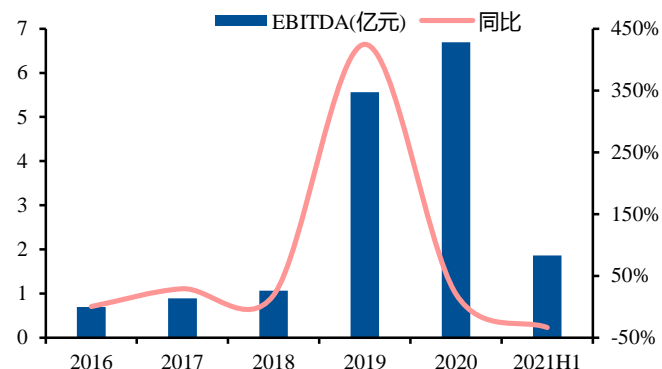
图25: 2016-2021H1 英维克归母净利润



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: 2016-2021H1 城地香江营收


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图27: 2016-2021H1 城地香江 EBITDA


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

5 风险提示

- (1) IDC 市场竞争加剧: IDC 市场发展确定性强, 行业景气度不断提高。除传统 IDC 产商外, 钢企、电源产商等逐渐完成转型, 进入 IDC 市场, 或将造成 IDC 行业市场竞争加剧。
- (2) 5G 和云计算发展不及预期: 5G 和云计算发展不及预期会影响 IDC 下游需求。
- (3) 政策风险: 限电政策、能耗政策都会影响行业供给。

插图目录

图 1: 2021 年以来万国数据股价持续下行.....	3
图 2: 2020 年下半年以来光环新网股价持续下行.....	3
图 3: 2021 年以来万国数据的 EV/EBITDA 持续下行.....	3
图 4: 2020 年下半年以来光环新网的 EV/EBITDA 持续下行.....	3
图 5: 2021 年年初至今 IDC 企业的股价累计涨跌幅.....	4
图 6: 2021H1 IDC 行业总营收增速有所放缓.....	4
图 7: 2021H1 IDC 行业总 EBITDA 增速有所放缓.....	4
图 8: 2020 年底全球超大规模数据中心总数已增至 597 个.....	7
图 9: 到 2024 年, 中国 IDC 市场规模将达到 5361.2 亿元.....	7
图 10: Aspeed 的 9 月份营收同环比双增.....	8
图 11: 2021Q2 国内 BAT 的资本开支同比有所下降, 环比上升显著.....	9
图 12: 2021Q2 美国 FAAMG 的资本开支同环比双增.....	9
图 13: 2020 年 6 月美国各类成分股 REIT 平均市值.....	12
图 14: 2016-2021H1 光环新网营收.....	20
图 15: 2016-2021H1 光环新网 EBITDA.....	20
图 16: 2016-2021H1 宝信软件营收.....	20
图 17: 2016-2021H1 宝信软件 EBITDA.....	20
图 18: 2016-2021H1 科华数据营收.....	20
图 19: 2016-2021H1 科华数据 EBITDA.....	20
图 20: 2016-2021H1 数据港营收.....	21
图 21: 2016-2021H1 数据港 EBITDA.....	21
图 22: 2016-2021H1 奥飞数据营收.....	21
图 23: 2016-2021H1 奥飞数据 EBITDA.....	21
图 24: 2016-2021H1 英维克营收.....	21
图 25: 2016-2021H1 英维克归母净利润.....	21
图 26: 2016-2021H1 城地香江营收.....	22
图 27: 2016-2021H1 城地香江 EBITDA.....	22

表格目录

表 1: 中国批发型和零售型数据中心对比.....	5
表 2: IDC 重点公司的业务模式、上架率、机柜数及客户情况.....	6
表 3: 2020 年下半年以来, IDC 行业政策以能耗控制为导向.....	10
表 4: 一线城市和东部地区的 PUE 政策更为严格, 普遍要求 1.3 以下.....	11
表 5: 一线城市和东部地区的 PUE 政策更为严格, 普遍要求 1.3 以下.....	12
表 6: 光环新网盈利预测与财务指标.....	13
表 7: 宝信软件盈利预测与财务指标.....	14
表 8: 科华数据盈利预测与财务指标.....	15
表 9: 数据港盈利预测与财务指标.....	16
表 10: 奥飞数据盈利预测与财务指标.....	17
表 11: 英维克盈利预测与财务指标.....	18
表 12: 城地香江盈利预测与财务指标.....	19

分析师与研究助理简介

马天诣，民生证券研究院通信行业首席分析师；北京大学数学系硕士，证券从业7年，曾任职于安信证券/国泰君安证券/中关村科技园区管委会/北京股权交易中心；2018-2020年财经国际最佳top3通信分析师。研究领域：前瞻研究改变人类工作/生活/通信方式的伟大科技企业，重点研究符合中国制造业发展方向的硬科技企业。

方继书，民生证券研究院通信行业助理分析师，上海外国语大学金融硕士，2021年加入民生证券，重点覆盖云计算、物联网、互联网等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。