

## 业绩快速增长，积极开拓新项目

### 投资要点

- 业绩总结：**公司发布 2021 年年报，公司全年实现营收 12.1 亿元，同比增长 32.5%；实现 EBITDA 为 8.2 亿元，同比增长 50.8%。扣非净利润为 1.0 亿元，同比下降 22.2%，主要系本年度数据中心大量交付，折旧成本增加所致。
- 项目交付顺利，业务规模快速发展。**“十四五”规划纲要提出要加快构建全国一体化大数据中心体系，预计随着“新基建”政策的不断推进，IDC 行业将迎来长期利好政策环境，市场需求体量有望保持快速增长。公司凭借在下游市场积累的优良口碑和过硬的运维服务能力，IDC 交付项目数稳步攀升，2021 年共计新增具备运营条件的自建数据中心 9 个，新增 IT 负载约 116.52 兆瓦 (MW)。目前公司已累计已建成及已运营数据中心 34 个，IT 负载合计约 366.82 兆瓦 (MW)，折算成 5 千瓦 (KW) 标准机柜约 7.3 万个。
- 行业景气度上行，下游需求旺盛。**随着数字经济的快速发展，算力、网络、存储资源正变得越发稀缺，而 IDC 作为数字经济的底座技术支撑，其重要地位不容小觑，行业规模也在不断扩大。2020 年中国 IDC 业务市场总体规模达到 2238 亿元，同比增长 43.3%，达到近五年来最高增速，预计 2023 年中国 IDC 业务市场规模将达到 4868 亿元，三年复合增长率或将达到 30%。
- 在手订单有序推进，积极开拓新项目。**作为国内头部第三方 IDC 服务企业，公司 2021 年项目开展顺利。报告期内有序开展了 HB33、GH13、JN13、@HUB 2020-7、云创互通云计算等数据中心项目的投资建设。同时公司在 2021 年已完成对京云科技及其子公司 100% 股权收购，获得河北省廊坊市安次区新兴产业示范区内约 50 亩土地使用权，以备在该区域开展数据中心业务拓展，进行数据中心项目的建设及投资。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.77 元、0.98 元、1.25 元，未来三年归母净利润将达到 55% 的复合增长率。考虑到 2022 年公司新建机柜上架率爬升，新签项目逐渐落地，行业景气度上行叠加下游客户基础建设加快催化公司业务快速增长，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧、大客户预算不及预期、中美关系紧张等。

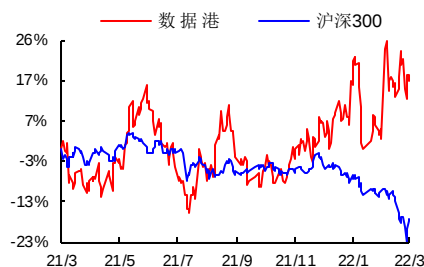
| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1205.84 | 1652.50 | 2149.28 | 2731.23 |
| 增长率           | 32.55%  | 37.04%  | 30.06%  | 27.08%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 111.00  | 252.92  | 323.41  | 412.76  |
| 增长率           | -18.59% | 127.85% | 27.87%  | 27.63%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.34    | 0.77    | 0.98    | 1.25    |
| 净资产收益率 ROE    | 3.33%   | 7.51%   | 8.84%   | 10.26%  |
| PE            | 119     | 52      | 41      | 32      |
| PB            | 4.42    | 4.11    | 3.79    | 3.44    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
邮箱: wxj@swsc.com.cn  
联系人: 叶泽佑  
电话: 13524424436  
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)      | 3.29        |
| 流通 A 股(亿股)   | 3.29        |
| 52 周内股价区间(元) | 28.69-48.51 |
| 总市值(亿元)      | 130.45      |
| 总资产(亿元)      | 82.49       |
| 每股净资产(元)     | 9.09        |

### 相关研究

- 数据港(603881)：项目交付顺利，EBITDA 高速增长 (2021-08-26)
- 数据港(603881)：项目开展顺利，业绩有望加速释放 (2021-03-22)

## 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。2021 年公司对外投资取得显著突破，完成对京云科技及其子公司 100% 股权收购，预计在未来 2-3 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 2022-2024 年 IDC 服务业务订单量增速为 37%、30%、27%；

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 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元   |     | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------|-----|--------|--------|--------|--------|
| IDC 服务   | 收入  | 1203.3 | 1648.6 | 2143.1 | 2721.8 |
|          | 增速  | 37.3%  | 37.0%  | 30.0%  | 27.0%  |
|          | 毛利率 | 33.6%  | 33%    | 33%    | 33%    |
| IDC 解决方案 | 收入  | 1.0    | 1.1    | 1.3    | 1.4    |
|          | 增速  | -96.8% | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
|          | 毛利率 | 57%    | 57%    | 57%    | 57%    |
| 云服务      | 收入  | 1.5    | 2.8    | 4.9    | 8.1    |
|          | 增速  | 15.0%  | 90.0%  | 75.0%  | 65.0%  |
|          | 毛利率 | 22%    | 22%    | 22%    | 22%    |
| 合计       | 收入  | 1205.8 | 1652.5 | 2149.3 | 2731.2 |
|          | 增速  | 32.5%  | 37.0%  | 30.1%  | 27.1%  |
|          | 毛利率 | 33%    | 33%    | 33%    | 33%    |

数据来源：Wind，西南证券

## 相对估值

我们选取 IDC 行业中的三家主流公司，2021 年三家公司平均 EV/EBITDA 为 32 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 2021 年有多个项目落地运营，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。我们认为公司估值与行业平均水平一致。

**表 2：可比公司估值**

| 证券代码      | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍) |       |       |       | EV/EBITDA |
|-----------|------|--------|---------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|-----------|
|           |      |        | 21A     | 22E  | 23E  | 24E  | 21A    | 22E   | 23E   | 24E   |           |
| 600845.SH | 宝信软件 | 49.55  | 1.09    | 1.52 | 1.97 | 2.18 | 50.67  | 32.21 | 25.04 | 18.75 | 33.94     |
| 300738.SZ | 奥飞数据 | 24.36  | 0.80    | 0.69 | 0.99 | 1.22 | 49.34  | 35.98 | 24.74 | 20.48 | 40.65     |
| 002335.SZ | 科华数据 | 28.43  | 0.96    | 1.30 | 1.76 | 2.09 | 29.32  | 21.07 | 16.02 | 13.85 | 20.33     |
| 平均值       |      |        |         |      |      |      | 43.11  | 29.75 | 21.93 | 17.69 | 31.64     |

数据来源：Wind，西南证券整理

## 投资建议

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.77 元、0.98 元、1.25 元，未来三年归母净利润将达到 55%的复合增长率。考虑到 2022 年公司新建机柜数上架率爬升，新签项目逐渐落地，行业景气度上行叠加下游客户基础建设加快催化公司业务快速增长，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)       | 2021A           | 2022E           | 2023E          | 2024E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 1205.84        | 1652.50        | 2149.28        | 2731.23        | 净利润               | 99.39           | 240.59          | 305.46         | 387.99         |
| 营业成本          | 806.86         | 1107.17        | 1440.02        | 1829.92        | 折旧与摊销             | 455.82          | 237.64          | 237.64         | 237.64         |
| 营业税金及附加       | 1.07           | 1.75           | 2.15           | 2.78           | 财务费用              | 156.10          | 3.43            | 4.46           | 5.67           |
| 销售费用          | 3.71           | 29.74          | 36.54          | 46.43          | 资产减值损失            | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 64.88          | 231.35         | 311.65         | 396.03         | 经营营运资本变动          | -428.73         | 1152.92         | 566.73         | 492.98         |
| 财务费用          | 156.10         | 3.43           | 4.46           | 5.67           | 其他                | 431.93          | -2.43           | -0.56          | -3.99          |
| 资产减值损失        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>714.51</b>   | <b>1632.15</b>  | <b>1113.73</b> | <b>1120.29</b> |
| 投资收益          | 3.50           | 2.43           | 2.56           | 2.99           | 资本支出              | -172.17         | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -1586.27        | 2.43            | 2.56           | 2.99           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1758.44</b> | <b>2.43</b>     | <b>2.56</b>    | <b>2.99</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>132.48</b>  | <b>281.49</b>  | <b>357.03</b>  | <b>453.39</b>  | 短期借款              | 144.32          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 0.92           | -0.03          | 0.32           | 0.51           | 长期借款              | 162.28          | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>133.40</b>  | <b>281.46</b>  | <b>357.35</b>  | <b>453.90</b>  | 股权融资              | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 34.01          | 40.87          | 51.89          | 65.91          | 支付股利              | 0.00            | -22.20          | -50.58         | -64.68         |
| 净利润           | 99.39          | 240.59         | 305.46         | 387.99         | 其他                | -223.47         | -613.98         | -4.46          | -5.67          |
| 少数股东损益        | -11.61         | -12.33         | -17.94         | -24.77         | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>83.13</b>    | <b>-1798.70</b> | <b>-55.04</b>  | <b>-70.35</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 111.00         | 252.92         | 323.41         | 412.76         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-960.80</b>  | <b>-164.12</b>  | <b>1061.25</b> | <b>1052.93</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                 |                 |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标            | 2021A           | 2022E           | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 597.71         | 433.59         | 1494.83        | 2547.77        | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 121.84         | 176.18         | 225.78         | 287.69         | 销售收入增长率           | 32.55%          | 37.04%          | 30.06%         | 27.08%         |
| 存货            | 12.31          | 16.89          | 19.97          | 26.91          | 营业利润增长率           | -18.73%         | 112.48%         | 26.84%         | 26.99%         |
| 其他流动资产        | 712.79         | 370.82         | 371.06         | 371.35         | 净利润增长率            | -25.93%         | 142.06%         | 26.96%         | 27.02%         |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 37.73%          | -29.80%         | 14.65%         | 16.28%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 5462.53        | 5231.76        | 5000.99        | 4770.22        | 毛利率               | 33.09%          | 33.00%          | 33.00%         | 33.00%         |
| 无形资产和开发支出     | 192.99         | 189.86         | 186.73         | 183.59         | 三费率               | 18.63%          | 16.01%          | 16.41%         | 16.41%         |
| 其他非流动资产       | 1149.14        | 1145.40        | 1141.66        | 1137.92        | 净利率               | 8.24%           | 14.56%          | 14.21%         | 14.21%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>8249.31</b> | <b>7564.50</b> | <b>8441.02</b> | <b>9325.46</b> | ROE               | 3.33%           | 7.51%           | 8.84%          | 10.26%         |
| 短期借款          | 1162.52        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 1.20%           | 3.18%           | 3.62%          | 4.16%          |
| 应付和预收款项       | 1077.35        | 1936.04        | 2544.75        | 3090.73        | ROIC              | 4.90%           | 6.20%           | 10.72%         | 18.07%         |
| 长期借款          | 1802.60        | 1802.60        | 1802.60        | 1802.60        | EBITDA/销售收入       | 61.73%          | 31.62%          | 27.88%         | 25.51%         |
| 其他负债          | 1223.44        | 624.07         | 637.00         | 652.16         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>5265.91</b> | <b>4362.71</b> | <b>4984.36</b> | <b>5545.48</b> | 总资产周转率            | 0.15            | 0.21            | 0.27           | 0.31           |
| 股本            | 328.93         | 328.93         | 328.93         | 328.93         | 固定资产周转率           | 0.29            | 0.33            | 0.45           | 0.60           |
| 资本公积          | 1916.53        | 1916.53        | 1916.53        | 1916.53        | 应收账款周转率           | 16.87           | 17.57           | 17.03          | 16.91          |
| 留存收益          | 743.08         | 973.80         | 1246.62        | 1594.70        | 存货周转率             | 109.94          | 75.84           | 74.12          | 73.37          |
| 归属母公司股东权益     | 2988.54        | 3219.26        | 3492.08        | 3840.16        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 102.96%         | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | -5.14          | -17.47         | -35.41         | -60.18         | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2983.40</b> | <b>3201.79</b> | <b>3456.67</b> | <b>3779.98</b> | 资产负债率             | 63.83%          | 57.67%          | 59.05%         | 59.47%         |
| 负债和股东权益合计     | 8249.31        | 7564.50        | 8441.02        | 9325.46        | 带息债务/总负债          | 56.31%          | 41.32%          | 36.17%         | 32.51%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 0.50            | 0.50            | 0.81           | 1.02           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.50            | 0.50            | 0.80           | 1.01           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%           | 8.78%           | 15.64%         | 15.67%         |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                |                |
| EBITDA        | 744.40         | 522.56         | 599.13         | 696.69         | 每股收益              | 0.34            | 0.77            | 0.98           | 1.25           |
| PE            | 119.12         | 52.28          | 40.89          | 32.04          | 每股净资产             | 9.09            | 9.79            | 10.62          | 11.67          |
| PB            | 4.42           | 4.11           | 3.79           | 3.44           | 每股经营现金            | 2.17            | 4.96            | 3.39           | 3.41           |
| PS            | 10.97          | 8.00           | 6.15           | 4.84           | 每股股利              | 0.00            | 0.07            | 0.15           | 0.20           |
| EV/EBITDA     | 19.77          | 25.09          | 20.11          | 15.78          |                   |                 |                 |                |                |
| 股息率           | 0.00%          | 0.17%          | 0.38%          | 0.49%          |                   |                 |                 |                |                |

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  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 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  |
|    | 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     |
|    | 王昕宇 | 销售经理            | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 陈含月 | 销售经理            | 13021201616  | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn     |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |