



### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	441	503	752	1034
增长率(%)	47.33	14.02	49.50	37.52
EBITDA (百万元)	-26.20	49.10	95.51	156.26
归属母公司净利润 (百万元)	-65.37	40.50	86.68	142.37
增长率(%)	-234.55	161.96	114.02	64.24
EPS (元/股)	-0.46	0.29	0.62	1.01
市盈率 (P/E)	—	132.10	61.73	37.58
市净率 (P/B)	4.92	4.72	4.37	3.90
EV/EBITDA	-129.37	100.11	56.34	31.36

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 铜牛信息：北京算力领军代表 .....	5
1.1 提供 IDC 及增值服务和多样化信息系统集成服务 .....	5
1.2 2022 年营业收入大幅增加，部分资产处于投运初期致使净利润降低 .....	6
1.3 管理团队履历丰富，技术团队专业化程度高 .....	8
2 AI 驱动算力需求爆发，数据要素建设加速 .....	10
2.1 AI 大模型迎来风口，算力需求爆发 .....	10
2.2 数据要素市场规模逐年增加，布局不断深化 .....	13
3 利用卡位优势，前瞻布局算力及数据要素 .....	17
3.1 数据中心位于北京和天津，拥有区位优势及资源 .....	17
3.2 积极布局超算中心建设，预计新增 6000 机柜 .....	18
3.3 背靠北京市国资委，携手名校夯实技术实力 .....	19
3.4 布局数据要素市场，卡位优势显著 .....	20
3.5 积极延展业务范围，拓展新的业务领域 .....	21
4 盈利预测及投资评级 .....	21
4.1 关键假设 .....	22
4.2 投资建议 .....	22
5 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 铜牛信息发展历程.....	5
图表 2: 铜牛信息主营业务产品.....	5
图表 3: 营业收入 (亿元) 及其增速.....	7
图表 4: 单季度营业收入 (百万元) .....	7
图表 5: 归母净利润 (百万元) 及其增速.....	7
图表 6: 单季度归母净利润 (百万元) .....	7
图表 7: 毛利率变化 .....	8
图表 8: 研发投入及其增速.....	8
图表 9: 铜牛信息管理团队.....	8
图表 10: 铜牛信息股权结构图.....	9
图表 11: 铜牛信息员工结构图.....	10
图表 12: 全球大模型分布 .....	11
图表 13: 中国大模型分布地图.....	11
图表 14: 中国大模型发展态势.....	11
图表 15: 近期关于算力行动方案地方及国家政策.....	12
图表 16: 2020–2023 中国算力总规模预测趋势图 (EFLOPS) .....	13
图表 17: 2020–2026 中国智能算力规模及预测 (EFLOPS) .....	13
图表 18: 关于数据要素国家政策一览表.....	14
图表 19: 2022 年中国数据要素市场规模 (亿元) .....	15
图表 20: 数据要素对 GDP 增长贡献图 .....	16
图表 21: 我国数据资产登记发展历程 .....	16
图表 22: 数据资产登记在数据价值链中的地位 .....	17
图表 23: 行业相关企业机柜数量对比.....	18
图表 24: “国资云”承担“数据开放商”角色.....	19
图表 25: 行业相关企业数据要素、AI 算力业务布局.....	20

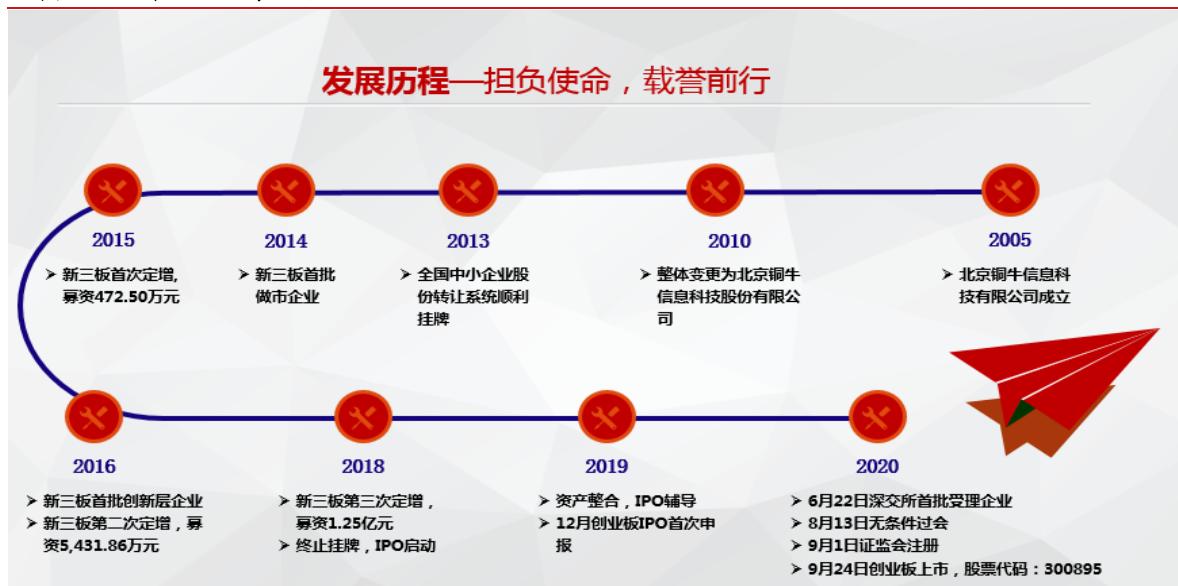
## 1 铜牛信息：北京算力领军代表

### 1.1 提供 IDC 及增值服务和多样化信息系统集成服务

铜牛信息是国内少数以自有房产自建数据中心且自主搭建云平台的专业 IDC 服务商之一，在北京中央电视台新址东侧铜牛国际大厦、天坛南侧的铜牛信息大厦、三元桥国门大厦和天津自贸区分别拥有四大云计算服务和网络安全服务运营中心，为客户提供互联网云计算服务、互联网接入服务、网络安全服务、能源电力物联网服务和相关增值服务。在公司总部建有配置中心，为跨国企业和金融行业企业提供从信息系统设计、设备采购、集成配置、安装测试、数据中心部署、接入互联网到日常数据中心运行维护的一站式信息系统解决方案。铜牛信息基于国际领先的云计算技术，依托公司自建互联网数据中心，为客户提供安全合规、高可靠性的一站式 IaaS、PaaS、SaaS 各层面云平台服务及云平台相关建设、运维服务。

铜牛信息基于在互联网行业多年的发展经验，赢得了众多知名客户的长期信赖。公司拥有国家信息中心、中国国新控股、北京市网信办、北京产权交易所、北京银行、阜外医院、新韩银行、友利银行等一批有影响力的客户。公司与中国科学院软件研究所、清华大学国家 CIMS 工程技术研究中心等国内著名科研机构建立了良好的技术合作关系。

图表1：铜牛信息发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司在互联网数据中心及相关增值服务、互联网数据中心及云平台信息系统集成等方面具有竞争优势，致力于成为国内领先的云服务和互联网综合服务提供商，满足客户多样化的系统服务需求。提供业务如下：

图表2：铜牛信息主营业务产品

产品及服务类别	简要说明
互联网数据中心服务	公司 IDC 业务主要指公司通过数据中心基础设施、网络资源和电力资源

务及互联网接入服  
务

源，向客户提供机柜、机位和互联网带宽的租用服务，并为客户提供服务器、交换机等网络设备的上架、下架、安装、调试、7×24 小时日常运行维护、网络监控、互联网接入等服务。公司互联网数据中心基础设施为客户提供标准化电信级机房环境（包括恒温恒湿机房空调环境、不间断电源保障等）、高可靠性互联网接入、虚拟专用网络、实时安全监控保障。

云服务

公司构建了云计算基础设施服务平台，将自有的服务器、网络设备部署在数据中心内，并采购带宽、IP 地址等通信资源，利用云计算技术，将计算资源和存储资源整合为资源池，并在云平台上部署云架构的应用软件，为客户提供 IaaS 层面和 SaaS 层面的服务。

IDC 及云平台信息  
系统集成服务

公司的 IDC 及云平台信息系统集成服务，是指为客户数据中心及云平台信息系统的建设、扩容、数据迁移提供整体解决方案。通过对信息系统中各类型设备进行配置、调试，部署系统软件和应用软件，并通过结构化的综合布线系统将各自独立的服务器设备、存储设备、网络设备、安全设备等设备进行连接和配置，将其整合为相互关联的、统一和协同的信息系统，实现与互联网或其它广域网的高效连接，以满足客户多样化的信息系统服务需求。

其他互联网服务

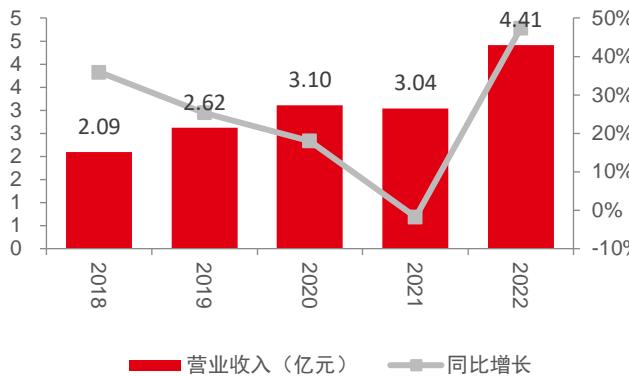
其他互联网综合服务，主要包括为客户提供 IT 运维外包服务、应用软件开发服务以及数据中心运维服务等。

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

## 1.2 2022 年营业收入大幅增加，部分资产处于投运初期致使净利润降低

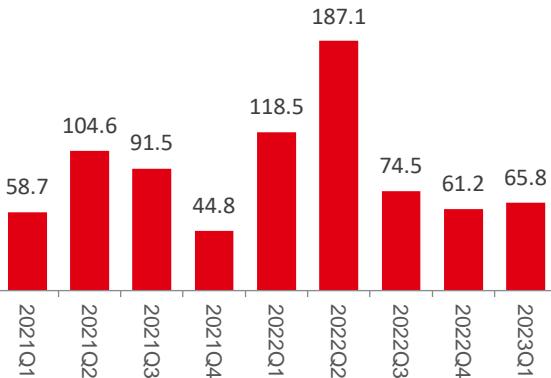
**营收端：**公司的主营业务为 IDC 及增值服务、IDC 及云平台信息系统集成和其他互联网综合服务。信息技术的进步、各类经济体信息化需求的增强、互联网行业的发展将影响客户对上述服务的需求，从而影响公司的销售收入。公司 2018-2020 年营业收入稳步增长，从 2018 年的 2.09 亿元增长至 2020 年的 3.10 亿元，三年复合增长率达 21.8%。2021 年营业收入下降到 3.04 亿元，同比下降 1.80%。2022 年公司加大前瞻性投资，持续扩大公司基础设施规模，使公司的核心资源储备不断提升，并通过更为灵活的资源获取模式，努力实现轻重资产相结合的资源配置。在此期间，公司在 IDC 及云平台信息系统集成服务业务、其它互联网综合服务业务方面增幅较大，全年营业收入增加到 4.41 亿元，实现同比增速 47.33%。2023 年 1-3 月营业收入较上年同期减少 44.46%，主要系本期内系统集成服务业务较上年同期降幅较大所致。

图表 3: 营业收入 (亿元) 及其增速



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

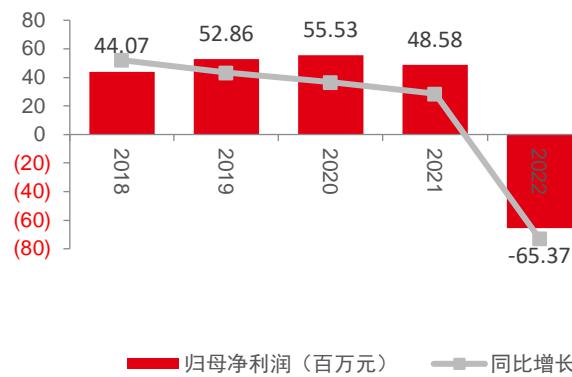
图表 4: 单季度营业收入 (百万元)



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

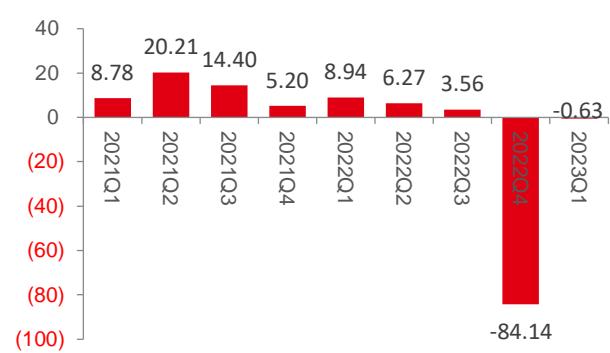
**利润端:** 2018 年至 2020 年归母净利润都有一定程度的增长, 但增速逐渐降低。2021 年归母净利润较 2020 年减少 12.51%。在 2022 年, 归属于上市公司股东的净利润亏损约 6537 万元, 同比降低 234.55%。2022 年公司按照募投项目投资计划, 持续扩大公司云计算平台核心资源储备的规模。这部分资产尚处于投运初期, 业绩释放需要时间, 加之受国内整体经济增速放缓的不利影响, 相关业务发展增速不及预期, 而新投资项目对应的资产折旧成本较高, 导致净利润下滑。就 2023 年一季度数据来看, 归母净利润暂时没有回正。

图表 5: 归母净利润 (百万元) 及其增速



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表 6: 单季度归母净利润 (百万元)

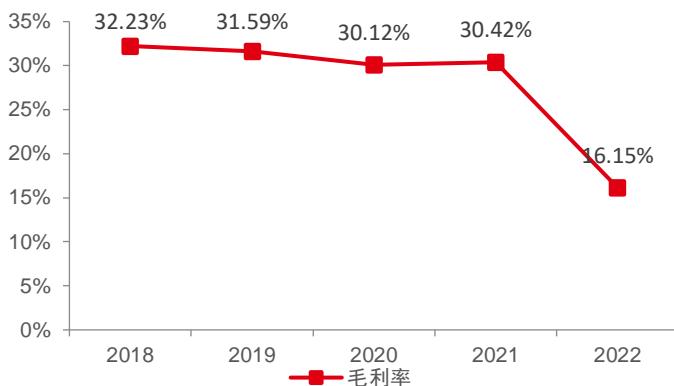


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

**盈利能力:** 2018-2021 年公司主营业务毛利率分别为: 32.23%、31.59%、30.12%、30.42%, 2022 年毛利率为 16.15%, 下降 14.27pct。分产品来看, 2022 年 IDC 及增值服务是公司营业收入的主要来源。具体来看, IDC 及增值服务实毛利率为 21.97%; IDC 及云平台信息系统集成服务毛利率为 8.18%; 其他互联网综合服务实毛利率为 30.75%。2022 年受整体经济波动的影响, 一方面公司 IDC 及增值服务业务新增需求有所缩减、存量业务资源复用率有所下降, 导致公司 IDC 及增值服务业务的毛利下滑; 另一方面公司 IDC 及云平台信息系统集成业务因客户成本控制及项目交付延迟等因素, 导致公司 IDC 及云平台信息系统集成业务毛利率有所下降。

**研发费用：**近年来，公司研发投入逐年增加，2022年研发费用1992万元。研发一定程度上可以提升企业产品的竞争力，从而提升附加值，提升毛利率。

图表7：毛利率变化



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

图表8：研发投入及其增速



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

### 1.3 管理团队履历丰富，技术团队专业化程度高

**管理团队：**董事长兼董事顾伟达先生，本科学历，毕业于北京联合大学纺织工程学院工业管理专业，正高级经济师。总经理兼董事高洪波先生，在职研究生，1999年8月至至今就职于北京铜牛信息科技股份有限公司，现任股份公司第一届董事会董事、总经理。副总经理樊红涛先生，大专学历，就职于北京铜牛信息科技股份有限公司，任总经理助理、营销总监、副总经理。董事会秘书兼副总经理刘毅先生，本科学历，2005年8月至今，就职于北京铜牛信息科技股份有限公司，历任网维中心主任、技术总监、总经理助理、董事会秘书、副总经理。

图表9：铜牛信息管理团队

管理团队	职务	相关说明
顾伟达	董事长、董事	中共党员，毕业于北京联合大学纺织工程学院工业管理专业，正高级经济师。曾任北京京棉纺织集团有限责任公司党委副书记、董事、总经理，北京纺织控股有限责任公司党委副书记、董事、工会主席，北京时尚控股有限责任公司总经理、党委副书记、董事，现任北京时尚控股有限责任公司党委书记、董事长。2022年7月至今，为北京铜牛信息科技股份有限公司董事长。
高洪波	董事、总经理	在职研究生。1999年8月至2005年9月就职于北京铜牛集团有限公司，历任经营发展部部长、信息中心主任；2005年9月至今就职于北京铜牛信息科技股份有限公司，任董事、总经理。
樊红涛	副总经理	大专学历。2000年3月至2004年11月，就职于北京电信通电信工程有限公司，任销售经理；2004年12月至2006年8月，就职于中关村信息工程股份有限公司，任销售总监；2006年9月至2008年1月，就职于北京世纪华晨科技发展有限公

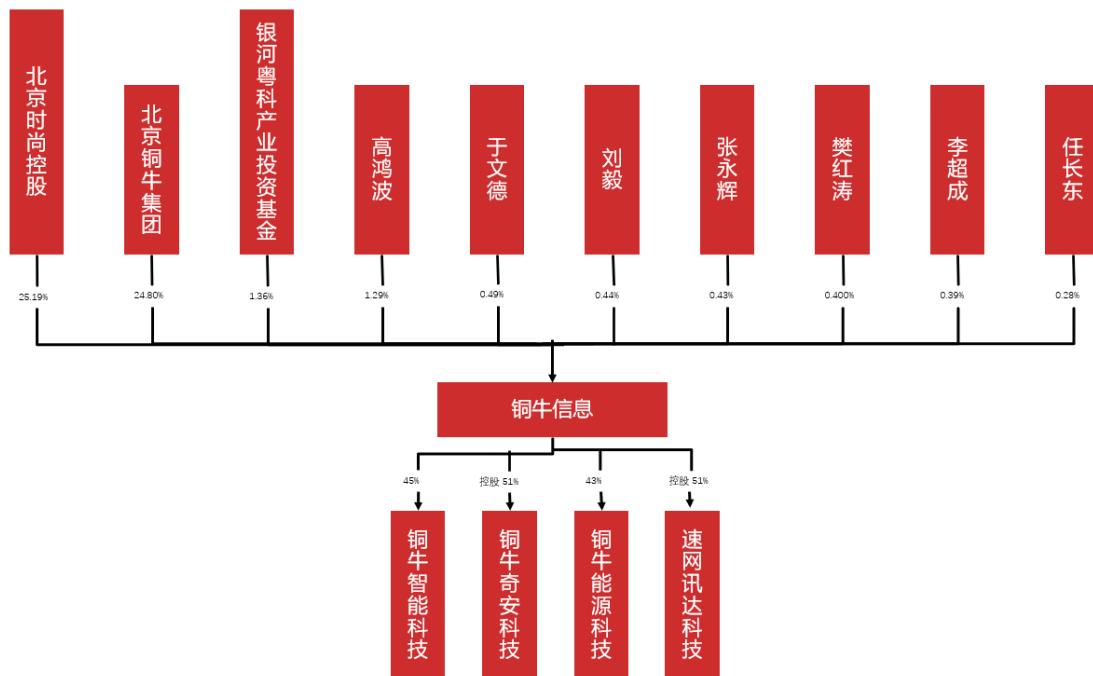
司,任副总经理;2008年2月至今,就职于北京铜牛信息科技股份有限公司,任总经理助理、营销总监、副总经理。

刘毅 董事长秘书、副总经理 本科学历。1998年8月至2005年8月,就职于北京铜牛集团有限公司,任信息中心职员;2005年8月至今,就职于北京铜牛信息科技股份有限公司,历任网维中心主任、技术总监、总经理助理、董事会秘书、副总经理。

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

**公司股权结构稳定,由北京时尚控股,为北京市国资委下属二级企业。**北京时尚控股有限责任公司前身为北京市纺织工业局、北京市纺织工业总公司、北京纺织控股(集团)有限责任公司、北京纺织控股有限责任公司,是北京市人民政府国有资产监督管理委员会出资的国有独资公司。2016年6月,经北京市人民政府批准,更名为北京时尚控股有限责任公司。公司拥有铜牛集团、雪莲集团、光华集团、京棉集团、京工集团、毛纺集团、大华时尚公司、方恒集团、纺织品进出口公司、纺织党校、新媒体技师学院(北京时尚产业学院)等企事业单位百余家。铜牛信息为北京时尚控股旗下唯一一家科技板块的上市公司,得到重点发展和扶持,卡位优势显著。

图表 10: 铜牛信息股权结构图



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

**技术研发:**公司拥有一支经验丰富的技术团队,凝聚了一批行业内优秀的年轻技术骨干。公司所属行业专业化程度较高,对服务质量要求严格,良好的客户体验依赖于营销、技术、研发、客服等部门的通力配合。经过多年发展,公司在技术、市场、管理、运维等各方面积累了一批拥有丰富经验的专业人才。公司深耕互联网数据中心服务和云服务领域多年,形成了公司特有的技术优势,公司的核心技术主要来自于自主研发,在IDC及增值服务、IDC及云平台信息系统集成服务业务中广泛应用。

图表 11：铜牛信息员工结构图



注：数据截止日期为2022年12月31日

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

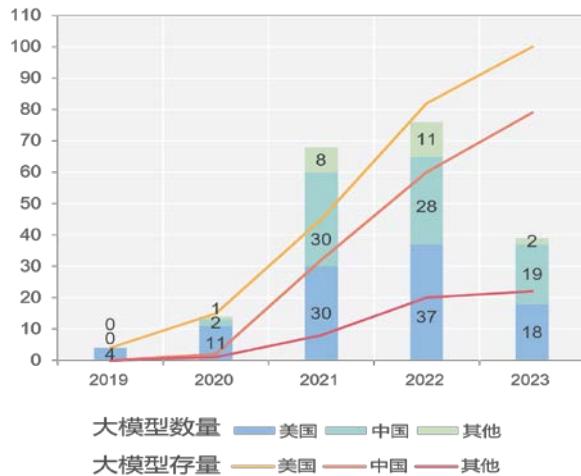
## 2 AI 驱动算力需求爆发，数据要素建设加速

### 2.1 AI 大模型迎来风口，算力需求爆发

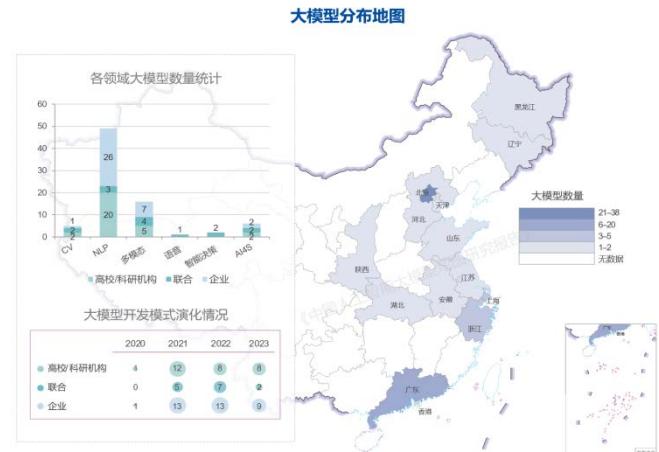
随着国内外巨头先后投入大模型军备竞赛，以及大模型参数量快速增长、从单模态向多模态升级等发展趋势，叠加垂直行业大模型不断丰富、下游应用层出不穷、用户规模不断攀升，AI 算力的需求持续增长。

**AI 大模型市场需求旺盛，掀起新一轮人工智能应用热潮。**我国 AI 大模型产业化发展加速，科技部新一代人工智能发展研究中心日前发布的《中国人工智能大模型地图研究报告》显示，截止 5 月 28 日，中国和美国研发的大模型数量占全球总数的 80%以上。其中，中国 10 亿参数规模以上的大模型已发布 79 个。我国大模型呈现蓬勃发展态势，在地域和领域分布上相对集中。全国有 14 个省（市）在开展大模型研发，其中北京、广东两地的大模型产品分别达到 38 个和 20 个，居全国前列。在领域分布上，自然语言处理仍是目前大模型研发最为活跃的重点领域，其次是多模态领域，在计算机视觉和智能语言等领域的模型还较少。《报告》指出，我国大模型研发与算力发展匹配度高，公共算力发展迅速。北京、广东、浙江、上海等地的大模型数量最多，这四地也是近三年人工智能服务器采购数量最高的地区。AI 大模型应用规模呈爆发式增长，算力则体现了数据处理能力的强弱。随着国内外厂商加速 AI 大模型训练，接入用户数量激增，算力需求将迎来井喷。

图表 12: 全球大模型分布



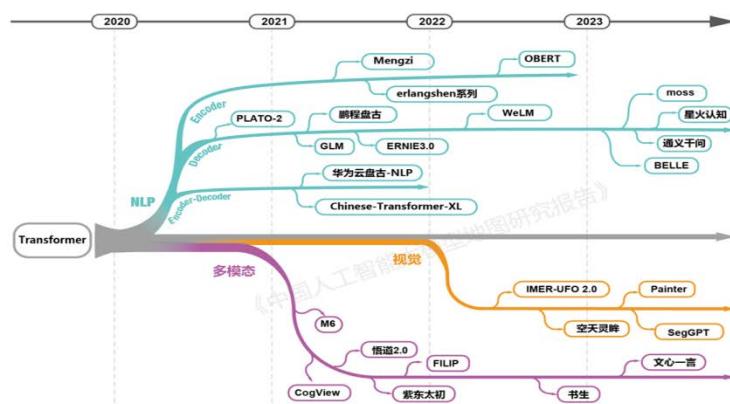
图表 13: 中国大模型分布地图



资料来源:《中国人工智能大模型地图研究报告》(中国科学技术信息研究所所长赵志耘),中邮证券研究所

资料来源:《中国人工智能大模型地图研究报告》(中国科学技术信息研究所所长赵志耘),中邮证券研究所

图表 14: 中国大模型发展态势



资料来源:《中国人工智能大模型地图研究报告》(中国科学技术信息研究所所长赵志耘),中邮证券研究所

**企业加快布局，政策与企业合力推动算力市场发展。**目前，全球算力市场供不应求，专家预计未来 GPU 需求量会增至当前的 3-5 倍。随着 GPU 需求水涨船高，供应商开足马力加快生产。上海临港新片区发布《临港新片区加快构建算力产业生态行动方案》，同时中国电信临港算力智算公共服务平台暨国产 GPU 创新联合基地和新片区智算产业联盟成立，搭建智算产业交流平台。据了解，位于临港新片区的商汤人工智能计算中心(AIDC)已有接近 3 万块 GPU，可以支持 20 个千亿参数超大模型同时训练。北京市经信局发布的《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案(2023—2025 年)》提出，积极引导大模型研发企业应用国产人工智能芯片，加快提升人工智能算力供给的国产化率；提升算力资源统筹供给能力，分别

在海淀区、朝阳区建设北京人工智能公共算力中心、北京数字经济算力中心，组织商业算力满足北京市紧迫需求，建设统一的多云算力调度平台。6月5日，中国信通院联合中国电信共同发布我国首个实现多元异构算力调度的全国性平台——“全国一体化算力算网调度平台(1.0版)”，可实现跨资源池、跨架构、跨厂商的异构算力资源调度，目前已经接入天翼云、华为云、阿里云等。

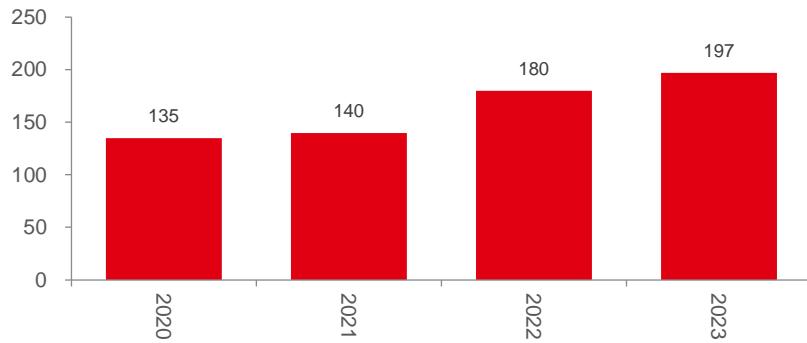
图表 15：近期关于算力行动方案地方及国家政策

时间	会议、文献	内容
2023年6月	上海临港新片区发布《临港新片区加快构建算力产业生态行动方案》	提出提出，到2025年，新片区将形成以智算算力为主、基础算力和超算算力协同的多元算力供给体系，总算力超过5EFLOPS(FP32)，AI算力占比达到80%，算力产业总体规模（含相关硬件、软件、应用、服务等）突破100亿元，建成公共算力服务平台，规范算力交易机制，实现区域算力调度，打造具有全国影响力的算力产业集聚区，建设一批算力示范应用标杆场景。
2023年5月	北京市经信局出台《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案(2023—2025年)》	提出积极引导大模型研发企业应用国产人工智能芯片，加快提升人工智能算力供给的国产化率；提升算力资源统筹供给能力，分别在海淀区、朝阳区建设北京人工智能公共算力中心、北京数字经济算力中心，组织商业算力满足北京市紧迫需求，建设统一的多云算力调度平台。

资料来源：上海证券报，中国青年网，中邮证券研究所

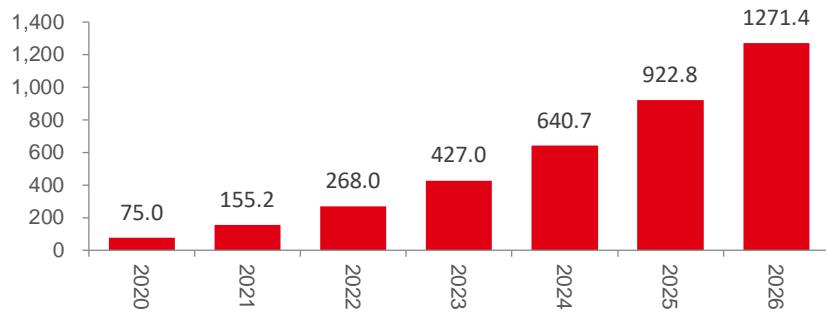
**数字化新事物、新业态、新模式推动应用场景向多元化发展，算力规模的不断扩大带动算力需求持续攀升。**据工信部数据披露，2022年全国在用数据中心机架总规模超过650万标准机架；近5年，算力总规模年均增速超过25%。当算力在千行百业落地应用时，不同精度的算力需要“适配”多样化的应用场景。特别是随着人工智能技术的高速发展，算力结构随之演化，对智能算力的需求与日俱增。政策层面看，我国高度重视AI产业发展，智能算力发展的基础逐渐夯实。2022年2月，四部委再次联合印发通知，同意在8地启动建设国家算力枢纽节点，并规划10个国家数据中心集群。至此，全国一体化数据中心体系完成总体布局设计，随着“东数西算”工程全面实施，智算中心建设也进入了加快发展的新阶段。2022年，IDC与浪潮信息联合发布《2022-2023中国人工智能计算力发展评估报告》（以下简称《报告》）。报告指出，中国人工智能计算力继续保持快速增长，2022年智能算力规模达到268百亿亿次/秒(EFLOPS)，超过通用算力规模。预计未来5年中国智能算力规模的年复合增长率将达52.3%。

图表 16: 2020-2023 中国算力总规模预测趋势图 (EFLOPS)



资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

图表 17: 2020-2026 中国智能算力规模及预测 (EFLOPS)



资料来源：IDC 官网，中邮证券研究所

## 2.2 数据要素市场规模逐年增加，布局不断深化

数据成为关键生产要素，市场化上升为国家战略，2022年至今相关政策加速出台。党的十九届四中全会首次将“数据”增列作为一种生产要素，要求建立健全由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制，标志着以数据为关键要素的数字经济进入新时代。2020年4月，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，将“数据”与土地、劳动力、资本、技术并称为五种要素，提出“加快培育数据要素市场”。2021年3月，“中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要”提出“营造良好数字生态”，关注“数据要素市场规则和政策环境”，关注“统筹数据开发利用、隐私保护和公共安全”、“建立健全数据产权交易和行业自律机制”、“加强涉及国家利益、商业秘密、个人隐私的数据保护”、“完善适用于大数据环境下的数据分类分级保护制度”、“加强数据安全评估”等。2022年6月，中央全面深化改革委员会发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》提出要建立数据产权制度，推进公共数据、企业数据、个人数据分类分级确权授权使用，建立数

据资源持有权等分置的产权运行机制，健全数据要素权益保护制度，并提出要建设合规高效的数据要素流通和交易制度，完善数据全流程合规和监管规则体系，建设规范的数据交易市场。数据要素所引发的生产要素变革，正重塑着我们的需求、生产、供应和消费，改变着社会的组织运行方式，经济全球化已进入一个由数据要素驱动的新时代。

图表18：关于数据要素国家政策一览表

时间	会议、文献	内容
2019年11月	党的十九届四中全会	首次将“数据”增列为一种生产要素，要求建立健全由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制，标志着以数据为关键要素的数字经济进入新时代
2020年4月	国家发改委、中央网信办发布了《关于推进“上云用数赋智”行动，培育新经济发展实施方案》	明确将数据作为一种新型生产要素写入政策文件，提出加快培育数据要素市场，推进政府数据开放共享，提升社会数据资源价值，加强数据资源整合和安全保护
2020年4月	中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	将“数据”与土地、劳动力、资本、技术并称为五种要素，提出“加快培育数据要素市场”
2021年3月	十三届全国人大四次会议表决通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	提出“营造良好数字生态”，关注“数据要素市场规则和政策环境”
2022年1月	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	完善公共数据开放共享机制，探索建立数据用途和用量控制制度，完善重要数据出境安全管理制度等
2022年1月	国务院发布《“十四五”数字经济发展规划》	强调数据要素是数字经济深化发展的核心引擎；到2025年数据要素市场体系初步建立。《规划》还提出了要充分发挥数据要素作用；加快数据要素市场化流通；鼓励企业、研究机构等主体基于区块链等数字技术探索相关应用。
2022年4月	国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》	加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放
2022年6月	中央全面深化改革委员会发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	要建立数据产权制度，确立合规高效的数据要素流通和交易制度，完善数据全流程合规和监管规则体系，建设规范的数据交易市场。
2022年10月	国务院发布《国务院关于数字经济发展情况的报告》	加快出台数据要素基础制度及配套政策，构建数据产权、流通交易、收益分配、安全治理制度规则，统筹推进全国数据要素市场体系
2022年12月	中共中央、国务院发布《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	阐述了我国数据要素作为新型生产资料的战略定位，数据要素生产加工应用赋能实体经济，数据要素有序合规流通以及数据要素各利益相关方权属界定等基础性制度
2022年12月	财政部发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定(征求意见稿)》	拟规范企业数据资源相关会计处理，强化相关会计信息披露，发挥数据要素价值，服务数字经济发展和数字中国建设。
2023年2月	中共中央、国务院发布《数字中国建设整体布局规划》	提出数字中国建设目标和整体框架，其中明确指出建设数字中国是数字时代推进中国式现代

化的重要引擎，将数字中国建设工作作为有关党政领导干部的考核指标

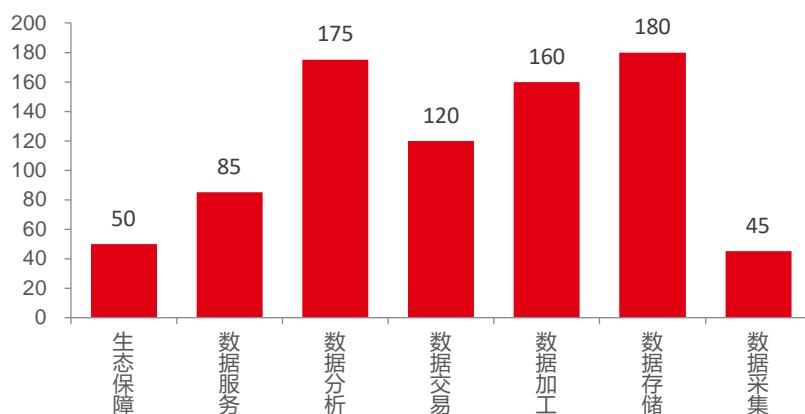
2023年3月 中共中央、国务院印发了《党和国家机构改革方案》

组建国家数据局。负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，由国家发展和改革委员会管理。

资料来源：各部门官网，中邮证券研究所

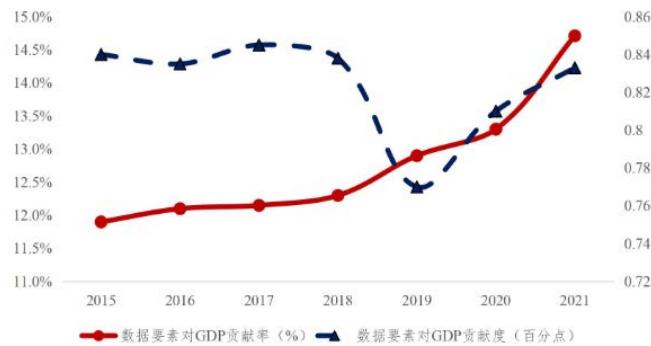
**数字要素市场经济成为稳增长的强大力量。**以近三年的《政府工作报告》为线索，数据要素相关篇幅呈现逐年增长的态势，每年的建设目标也更为具体。根据国家工信安全发展研究中心，2021年我国数据要素市场规模达到815亿元，预计“十四五”期间市场规模复合增速将超过25%，到2025年规模有望接近2000亿元。《国家数据资源调查报告(2021)》显示，2021年我国数据全年产量达到6.6ZB，位居全球第二。然而国内数据要素市场优质数据资源匮乏，数据开发利用水平不高，68%的企业数据未得到利用，数据要素市场潜力巨大。在数字社会，数据扮演基础性战略资源和关键性生产要素双重角色，一方面，有价值的数据资源是生产力的重要组成部分，是催生和推动众多数字经济新产业、新业态、新模式发展的基础；另一方面，数据区别于以往生产要素的突出特点是对其他要素资源具有乘数作用，可以放大劳动力、资本等要素在社会各行业价值链流转中产生的价值。根据《中国数据要素市场发展报告》，数据要素对我国GDP增长的贡献率和贡献度在2021年分别为14.7%和0.83个百分点。总体来说，数据要素对当年GDP增长的贡献率呈现持续上升状态，表明数据要素正发挥越来越大的促进作用。

图表19：2022年中国数据要素市场规模（亿元）



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，中邮证券研究所

图表 20：数据要素对 GDP 增长贡献图



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，国家统计局，北京大学光华管理学院，中邮证券研究所

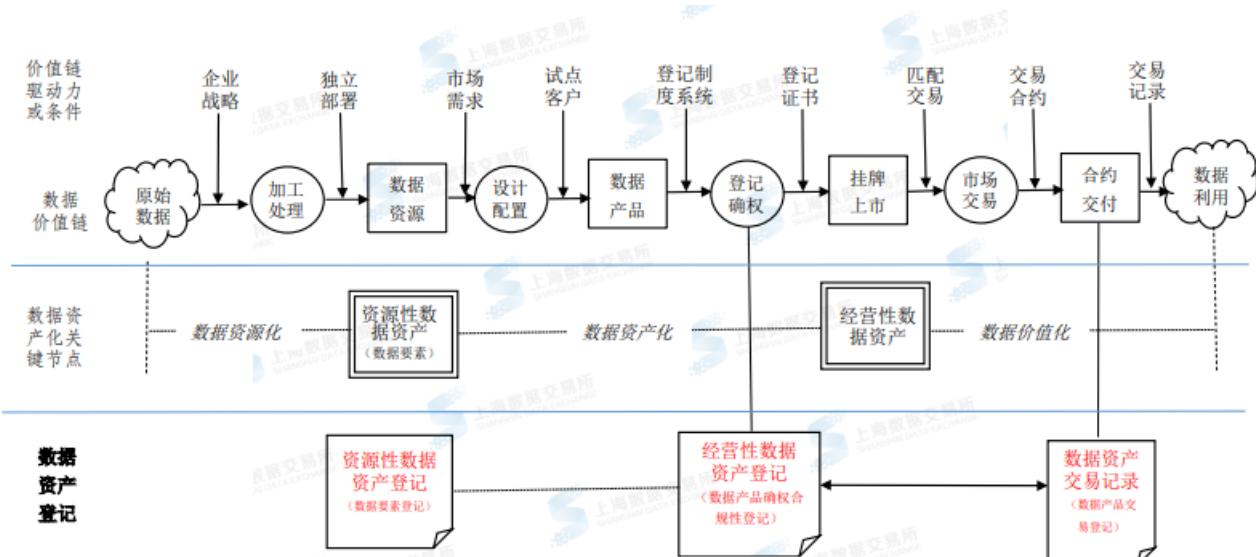
**数据要素流通环节亟待发展。**数据要素流通是指以数据要素作为流通对象，按照一定规则从数据提供方法传递到数据需求方的过程，即数据资源先后被不同主体获取、掌握或利用的过程。数据要素市场整体发展路径漫长、格局未定，我国一直积极寻找更具竞争力、更具中国特色、可持续性的发展路径与创新模式。究其本质，数据要素流通模式的发展是从简到繁、从单一到生态发展的过程，其商业模式也日益成熟。我国整体数据要素流通模式在遵循市场发展客观规律的同时，亦在不断创新，在探索中持续发展。在国际数据要素交易市场中，虽然欧盟、美国均对于数据确权相关制度规范展开了深入的研究及探索，其并未明确提出数据登记这一核心概念。相对而言，在国内，**数据资产登记是解决数据要素流通“确权难”问题的重要基础也是中央明确提出完善数据要素流通制度的重要一环**。我国数据资产登记的发展历程最早可追溯到上个世纪九十年代开始的国民经济信息化建设，至今可以概括为国民经济信息化起步阶段、信息资源目录体系建设阶段、数据资源汇聚阶段以及数据资产登记探索阶段四个阶段的发展历程。

图表 21：我国数据资产登记发展历程



资料来源：《全国统一数据资产登记体系建设白皮书（2022）》（上海数据交易有限公司），中邮证券研究所

图表 22: 数据资产登记在数据价值链中的地位



资料来源：《全国统一数据资产登记体系建设白皮书（2022）》（上海数据交易所有限公司），中邮证券研究所

### 3 利用卡位优势，前瞻布局算力及数据要素

#### 3.1 数据中心位于北京和天津，拥有区位优势及资源

铜牛信息天坛数据中心位于北京市二环内，CBD 数据中心位于北京中央商务区，国门数据中心位于北京市三环内，天津自贸区数据中心位于天津自贸区，均在中国移动、中国电信和中国联通三大运营商骨干节点，地理位置优越，可满足客户对可靠性、网络连通便捷性及时延、安全性等需求。

北京是中国互联网的核心网络节点城市及主要国际出口，在核心城市部署数据中心以及云平台，可以满足客户对于处理时效性要求较高的业务需求，有利于保障互联网数据传输的最优路径和可靠性，同时大大降低了客户的运行维护成本，便于公司开发和维护核心城市的客户。公司数据中心对比其他同行业可比公司非一线城市的数据中心具有一定的运维便捷性优势和技术人才聚集优势。对比光环新网、首都在线等同行业可比公司在北京行政区域内的数据中心，公司数据中心与中国移动、中国电信和中国联通三大运营商骨干节点访问时延不存在实质差异；在数据中心安全性方面也不存在实质差异。

天津自贸区数据中心位于中国（天津）自由贸易试验区内。天津自贸区背靠京津冀，辐射东北、西北、华北，是“一带一路”重要节点，拥有目前北方最大的港口和华北第二大航空货运基地，开通中欧班列，实现了亚欧运输通道高效连接，海、铁、空、陆多式联运高效便捷，国际贸易和投融资业务聚集，是中国重要的对外开放平台。天津自贸区不断加快的金融创新运营示范区建设、国家租赁示范区建设以及大力发展的大宗商品交易、现代物流行业，特别是率先在全国实施的“数字仓库+可信仓单+质押融资+大宗商品市场+风险管理”的“五位一体”供应链金融创新模式，为天津自贸区数据中心提供了较为广阔的市场空间。

公司的 IDC 机房多为自建机房，相对于租赁机房具有更强的可控性，能够更好的实现用户多线接入互联网的需求，有利于公司的成本进一步降低，同时还可以保障公司业务稳定的发展。铜牛信息作为在一一线城市具有机房产权的 IDC 服务提供商，其区位优势能够带来巨大的竞争优势，有望借势 IDC 行业市场规模的增加，实现快速发展。公司最大限度利用公司现有数据中心在北京市的稀缺性，加大政府客户、国资企业客户拓展力度，提升该等客户群体的收入在公司同类业务收入中的比重，以求实现不同客户群体的均衡发展。

### 3.2 积极布局超算中心建设，预计新增 6000 机柜

积极布局超算中心建设，预计在密云新建设 6000 个机柜。2023 年 7 月 28 日，公司发布公告称，拟与中关村科技园区密云园管理委员会、北京方恒云海及北京铜牛进出口签署《项目入园协议书》。方恒云海通过使用铜牛进出口位于园区内科技路 31 号宗地新建建筑的形式入园，使用建筑面积约 6.24 万平方米，使用期限自 2021 年 2 月 1 日至 2041 年 12 月 31 日。该项目名称为方恒科技超算与金融云计算基地。项目在铜牛进出口完成房屋建筑和基础设施改造后，分二期建设：一期建设超算与金融云平台数据中心机柜 3000 个；二期建设云数据中心机柜 3000 个。

图表 23：行业相关企业机柜数量对比

企业名称	机柜数量	机柜所在区域	扩建计划
铜牛信息	公司经营四个互联网数据中心，分别为北京天坛数据中心、CBD 数据中心、国门数据中心和天津自贸区数据中心。四个数据中心运营机柜数量为 2000-3000 个。	北京、天津	方恒云海通过使用铜牛进出口位于园区内科技路 31 号宗地新建建筑的形式入园。项目名称为方恒科技超算与金融云计算基地。项目根据业务需要分期建设。一期建设超算与金融云平台数据中心机柜 3000 个；二期建设云数据中心机柜 3000 个。
云赛智联	公司定位于中立第三方高端数据中心运营商，现有徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心四大数据中心，机柜数量超 7000	上海	1、将启动松江大数据中心二期建设准备工作，建成机柜数量 3050 台。 2、正在和上海银行进行技术对接，如果上银成功入驻，将会有超 1000 个 IDC 机柜的占用需求。 3、按公司规划 3-5 年内还会继续在宝山、浦东区投资建设，建成后 IDC 机柜数量将超过 1 万台。
数据港	截至 2022 年 6 月末，数据港的机柜数量约 73365 个	北上广、江苏浙江等地	公司在河北怀来、河北廊坊和上海闵行拥有优质资源储备，整体 IT 负载超过 90MW，预计未来 2-3 年将逐步实现交付，为公司业绩增长进一步奠定基础。
光环新网	公司目前已投入运营的机柜数量约 4.8 万个	京津冀和长三角地区	公司北京房山二期项目已有部分机柜交付运营，项目将根据客户需求及市场情况陆续投产。公司在全国范围全部数据中心项目达产后将拥有超过 11 万个机柜的运营规模。
奥飞数据	截止 2022 年末公司可使用的自建数据中心机柜数量约为 22000 个	粤港澳大湾区和京津冀地区	广州南沙、廊坊固安等多个大型数据中心有接近 5 万个机柜的项目处于建设中，未来将有足够的数据中心供应满足包括 AI 在内的各类客户需求。深圳福保数据中心为公司目前在深运营的自建数据中

宝信软件 宝信当前运营机柜数约 3 万个

上海为核心，逐步向华北、华南、武汉、南京等全国核心地区扩张

心，可用机柜数量约五百个。

近期规划在建的数据中心机柜数超 1 万个，而按总规划数，远期新增机柜数将可能达到 5 万个。长三角(合肥)数字科技中心总规划 2 万个机柜，宝之云五期总规划 1.05 万个机柜，宝之云梅山基地规划 7 千个机柜。此外，还有马鞍山、武钢数据中心项目，多线并进下总量有望快速释放。

资料来源：公司公告，投资者互动问答，同花顺财经，中邮证券研究所

### 3.3 背靠北京市国资委，携手名校夯实技术实力

随着我国全面进入数字经济时代，数字化转型已经成为“十四五”国企改革和发展规划的组成部分；在构建国资监管大格局、推进国资监管一盘棋的大背景下，要充分利用云计算、大数据、人工智能等新技术优化国有资本布局、防范国有资产风险；铜牛信息作为北京市国资委旗下唯一一家以互联网数据中心和云服务为主营业务的 A 股上市公司，充分利用云计算、大数据、人工智能等先进技术，为北京市属国资企业提供一体化、集约化、全方位、可共享的数字化转型解决方案，赋能北京市属国资国企数字化转型，助力“智慧国资”建设。

公司与清华大学 CIMS 中心、中科院软件所青岛分部签署了合作协议，双方已经在云计算工业互联网领域和云计算安全领域方面开展技术研究工作。公司先后完成北京市科委“网络化制造示范工程”、“离散型企业制造执行系统”和“制造业信息化综合集成技术的开发与应用”三大科技计划项目、北京市经信委“北京市支持信息化发展项目-铜牛信息数据中心信息安全公共服务平台”、国家科技部“科技型中小企业技术创新基金无偿资助项目-移动多维数据云计算电子商务平台”等科研项目。

铜牛信息凭借多年自主运营维护国资云平台的经验，已为首农集团、首开集团等北京市属国资企业的数字化转型工作提供相关技术服务，并拓展 60 余家国资企业客户，在云计算服务交付能力、业务连续性保障能力和网络安全防护能力等方面具有良好的技术基础。“国资云”作为维护国家信息安全的重要一环，将迎来加速发展，相关国资云企业也有望迎来新的发展机遇。

图表 24：“国资云”承担“数据开放商”角色



资料来源：网易，中邮证券研究所

### 3.4 布局数据要素市场，卡位优势显著

数据要素市场是数字经济发展的重要组成部分，在经济数字化、数据经济化的必然趋势下，促进数字经济发展，充分发挥数据要素对其他要素效率的倍增作用，必须加快数据要素市场化配置改革。以数据为关键要素推进数字产业化和产业数字化，推动数字技术与实体经济深度融合，能够为经济社会健康发展提供持续动力；充分利用海量数据要素，大力发展战略产品制造业、数字产品服务业、数字技术应用业、数字要素驱动业等，能够为经济发展培育新的增长点；将数据要素与其他生产要素有机结合，能够提升其他生产要素的匹配效率、激发其他生产要素的创新活力，进而提高生产质量和效益，推动国民经济质量和水平实现整体跃升。公司基于现有的资源和平台，也在积极探索数据要素相关业务的发展路线。

北京市政府2月发布《2023年市政府工作报告重点任务清单》，年度任务清单中，提出着力建设全球数字经济标杆城市，落实北京数字经济促进条例，推动北京数据特区建设，开展数据基础制度先行示范。7月份北京市出台《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》的通知，旨在培育发展数据要素市场，加快建设全球数字经济标杆城市。铜牛信息为北京市国资委旗下上市公司，有望充分受益于北京市数据要素产业发展。

公司筹备中的数据资产登记中心，可为客户提供数据资产登记服务，协助客户摸清数据资产家底，实现数据资产确权，实现与公司互联网数据中心和国资云服务业务的协同发展。数据资产登记是数据要素流通中最重要的环节之一，全国数据资产登记体系的建设对我国发展数字经济、推进数据要素制度体系的建设、更好发挥数据要素作用、加速实体经济的数字化转型具有非常重要的战略意义。目前，公司数据登记中心尚处于筹备阶段，具有一定不确定性。2022年，公司与清雁科技（北京）有限公司战略合作签约仪式举行。双方就数据资产登记中心建设的必要性，政策性，未来合作方式及数据资产登记中心经营模式进行了深入探讨。清雁科技将充分利用在数据要素市场的权威优势及强大的专家团队力量，全面助力铜牛数据资产登记中心的创立，将铜牛数据资产登记中心打造为北京市重点科技创新平台，为北京乃至全国企业的数据要素提供高质量服务。

图表 25：行业相关企业数据要素、AI 算力业务布局

企业名称	数据要素业务布局	AI 算力业务布局
铜牛信息	铜牛信息计划筹备的数据资产登记中心可为各行业客户提供数据权属登记、数据资产公示、数据资产质量评价、帮助客户实现数据资产确权和价值评估等增值服务，为客户实现数据资产化奠定基础。	公司与中关村科技园区密云园管理委员会、北京方恒云海及北京铜牛进出口签署《项目入园协议书》。该项目名称为方恒科技超算与金融云计算基地。项目在铜牛进出口完成房屋建筑和基础设施改造后，分二期建设：一期建设超算与金融云平台数据中心机柜3000个；二期建设云数据中心机柜3000个。
云赛智联	云赛智联实控人是上海国资委，也是上海国资系统主要的数据中心运营商和云服务运营商。公司与上海市的合作关系，在超算中心项目建成以及入资上海智能算力科技有限公司后必将更加紧密，数据要素化大时代已来临，公司是市场中少数能提供几乎覆盖数据要素全产业链产品的企业，竞争优势显著。	云赛智联下属子公司南洋万帮成功中标上海超级计算中心公共算力服务平台建设项目，着手布局算力网络，打造上海市超大规模人工智能计算和赋能平台。
光环新网	-	今年3月，公司与北京地区GPU厂商摩尔线程签署战略合作框架协议，聚焦于智能算力市

奥飞数据 -

场,合力构建 AIGC 算力网络和完善 新型智算基础设施,有望在未来的竞争中占得先机。

截至 22 年末公司在北京、广州、深圳、廊坊、成都、南昌等地拥有 12 个自建自营的数据中心,可以为各行业企业提供算力服务。其中廊坊固安数据中心和广州南沙数据中心两大核心算力节点今年已实现首期交付,未来公司将会根据大型互联网企业、人工智能公司等客户的业务需要,完善算力布局,提供更优质的算力服务。

宝信软件 宝信软件成为上海数据交易所首批签约数商。

结合国家政策导向、资源优势和重点客户需求,积极参与国家算力枢纽节点和国家数据中心产业集群建设,推进宝之云 IDC 各基地的建设、招商与运营。

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

### 3.5 积极延展业务范围, 拓展新的业务领域

网络安全领域开展顺利,为众多客户提供了网络安全技术服务。万物互联的时代,机遇与风险并存。应对网络安全风险挑战,需要防患于未然。近年来,我国不断加强网络安全事件应急指挥能力建设,国家网络安全应急体系日益健全。随着数字化进程的加速推进,广大人民群众对网络安全、数据安全、个人信息安全的关注度与日俱增。我国不断健全网络安全审查制度和云计算服务安全评估制度,开展多种专项治理行动全力维护人民群众在网络空间的合法权益。公司从现有业务的服务过程中,看到了网络信息安全的巨大市场需求和发展商机。2021 年 7 月,铜牛信息与奇安信科技集团股份有限公司签署了《战略合作协议》。双方在企业安全产品整合、网络安全监控中心、态势感知平台及人才培训等方面进行深入合作,积极推进成立合资公司,共同拓展北京市属国资企业客户网络安全市场,展开全方位战略合作。2022 年,铜牛奇安在网络安全领域的业务开展较为顺利,先后为国家统计局、国家信息中心、京东方集团、北汽股份、首农食品、北京电视台、菜篮子集团、疾控数据中心等众多客户提供了网络安全技术服务。公司在网络信息安全方向的布局得到良好发展。

子公司铜牛能源在电力能源行业独占优势。2021 年,为进一步拓展公司的业务领域、整合社会资源、提升技术实力、积累企业技术价值,铜牛信息与中电昊海、济南昊盛,在山东省济南市共同出资设立子公司—山东铜牛能源科技有限公司。铜牛能源充分发挥铜牛信息的国资背景和互联网行业资源优势、以及中电昊海多年来利用物联网和大数据技术为电力能源行业客户提供专业的智能化产品和服务所积累的技术和市场资源优势,紧抓国家“双碳”目标下的市场发展机遇,面向电力能源行业的信息化、自动化领域,致力于推动物联网、大数据等技术的推广应用。2022 年,铜牛能源业务发展迅速,员工人数快速增长,先后为国网山东省电力公司、中国华能北方公司、宁夏电力、山东电工电气等电力行业客户提供数字化转型技术服务、提供应用级解决方案服务。铜牛能源以自主研发的创新性、差异化产品为基础,以专业化服务为手段,推动铜牛信息电力能源业务实现快速发展。

## 4 盈利预测及投资评级

#### 4.1 关键假设

(1) 营业收入：从下游行业看，公司下游领域中互联网行业占比较高，随着经济逐步恢复，今年预计仍保持增长趋势，金融和政府行业预计相比去年微增，后续在主营业务的占比有望逐步提高。公司密云新建设项目预计明年在业绩上有较大体现，预计 2023-2025 年营业收入增速为 14.02%/49.50%/37.52%。

(2) 毛利率逐渐向 21 年水平恢复，预计 2023-2025 年毛利率为 20.74%/22.53%/24.10%。

#### 4.2 投资建议

预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 0.29/0.62/1.01 元，当前股价对应的 PS 为 10.54/7.05/5.13 倍。公司算力资源+股东背景卡位优势显著，有望充分受益北京市数据要素产业发展；AI 催生算力需求爆发，公司积极进行超算中心建设，拓展机柜数量，我们预计今年业绩有较大恢复，明年业绩有望显著增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 5 风险提示

政策推进不及预期；技术研发不及预期；项目落地不及预期；行业竞争加剧。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>									
营业收入	441	503	752	1034	营业收入	47.3%	14.0%	49.5%	37.5%
营业成本	370	399	583	785	营业利润	-253.5%	161.3%	110.9%	66.6%
税金及附加	5	3	4	5	归属于母公司净利润	-234.6%	162.0%	114.0%	64.2%
销售费用	12	12	15	20	盈利能力				
管理费用	25	28	38	47	毛利率	16.2%	20.7%	22.5%	24.1%
研发费用	20	21	26	31	净利率	-14.8%	8.0%	11.5%	13.8%
财务费用	-4	-5	-5	-5	ROE	-6.0%	3.6%	7.1%	10.4%
资产减值损失	-66	-5	-5	-5	ROIC	-6.5%	3.8%	6.9%	10.2%
<b>营业利润</b>	<b>-72</b>	<b>44</b>	<b>93</b>	<b>155</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	11.8%	33.5%	30.5%	35.7%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	3.83	1.76	1.98	1.88
<b>利润总额</b>	<b>-72</b>	<b>44</b>	<b>93</b>	<b>155</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	-4	4	7	11	应收账款周转率	2.64	3.69	3.14	3.10
<b>净利润</b>	<b>-68</b>	<b>40</b>	<b>86</b>	<b>144</b>	存货周转率	2.40	2.42	2.25	2.49
<b>归母净利润</b>	<b>-65</b>	<b>41</b>	<b>87</b>	<b>142</b>	总资产周转率	0.31	0.33	0.42	0.52
<b>每股收益(元)</b>	<b>-0.46</b>	<b>0.29</b>	<b>0.62</b>	<b>1.01</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>									
货币资金	170	445	-20	461	每股收益	-0.46	0.29	0.62	1.01
交易性金融资产	0	0	0	0	每股净资产	7.72	8.05	8.70	9.74
应收票据及应收账款	198	77	404	266	<b>估值比率</b>				
预付款项	15	211	281	275	PE	—	132.10	61.73	37.58
存货	141	274	395	435	PB	4.92	4.72	4.37	3.90
<b>流动资产合计</b>	<b>540</b>	<b>1026</b>	<b>1079</b>	<b>1458</b>	<b>现金流量表</b>				
固定资产	291	291	291	291	净利润	-68	40	86	144
在建工程	15	15	15	15	折旧和摊销	52	0	0	0
无形资产	244	244	244	244	营运资本变动	-83	225	-562	327
<b>非流动资产合计</b>	<b>737</b>	<b>737</b>	<b>737</b>	<b>737</b>	其他	74	5	2	1
<b>资产总计</b>	<b>1277</b>	<b>1763</b>	<b>1816</b>	<b>2195</b>	<b>经营活动现金流量净额</b>	-26	270	-473	472
短期借款	0	0	0	0	资本开支	-65	0	0	0
应付票据及应付账款	93	521	458	668	其他	2	5	8	9
其他流动负债	48	60	86	105	<b>投资活动现金流量净额</b>	-63	5	8	9
<b>流动负债合计</b>	<b>141</b>	<b>581</b>	<b>544</b>	<b>774</b>	股权融资	11	0	0	0
其他	9	9	9	9	债务融资	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	其他	-9	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>150</b>	<b>591</b>	<b>553</b>	<b>783</b>	<b>筹资活动现金流量净额</b>	2	0	0	0
股本	128	141	141	141	现金及现金等价物净增加额	-85	275	-466	481
资本公积	767	754	754	754					
未分配利润	166	205	284	410					
少数股东权益	39	39	39	40					
其他	27	33	46	67					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1127</b>	<b>1172</b>	<b>1263</b>	<b>1412</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1277</b>	<b>1763</b>	<b>1816</b>	<b>2195</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话: 010-67017788  
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号  
邮编: 100050

### 上海

电话: 18717767929  
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼  
邮编: 200000

### 深圳

电话: 15800181922  
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼  
邮编: 518048