

# IDC 业务拉动盈利增长，数字化转型助力估值抬升

——杭钢股份首次覆盖报告

公司深度

## ● IDC 业务加速公司业务升级，公司全力打造国内领先的数据中心

公司业务为钢铁及其压延产品的生产和销售，目前正积极转型进行产业升级。公司 IDC 业务是公司“数字经济”业务的主要内容。公司一期 IDC 1,500 余个机柜 2019 年末投产后已经售罄。公司二期项目首批 5,000 余个机柜预计在 2020 年中投产，其余批次机柜也预计在 2020 年完成建设。同时公司与大型互联网企业合作拓宽业务发展规模。公司中短期内机柜保有数量预计突破 2 万个，公司向全国一流的 IDC 运营企业看齐。

## ● 钢铁企业内核具备快速发展 IDC 业务优势。

公司依托大型国企优质资源，紧扣公司用电、用水、用地等的便利条件，加速发展 IDC 业务。公司利旧原有钢铁厂房 IDC 建设周期短，便于业务落地。同时公司手握 18.26 万吨标准煤能耗指标，能有力支撑 2 万余个 5KW 标准机柜的投产。在一线城市能耗环评指标趋紧的形势下，公司预计成为 IDC 行业内的稀缺标的。

## ● 行业发展向上，“新基建”助力 IDC 行业发展

国内数据流量不断增长，数据量指数级增长趋势不变。“新基建”政府侧预计为 IDC 行业注入 1,000—1,300 亿投资规模。4 月 1 日高层领导在浙江调研时再次强调加速数据中心建设，行业景气度再度提升。

## ● 同区域内 IDC 核心机房资源紧缺，公司设备高品质，售价有溢价权

公司所在区域内，数据中心核心机房上架率超过 80%，部分机房上架率超过 90%。行业需求旺盛，大型互联网商、金融机构、电信运营商高品质 IDC 机柜供不应求，公司产品稀缺性有保障。公司距市中心半小时车程，IDC 机房是国内罕见的位于“内环”以内的大型 IDC 基地。公司按 T3+ 行业高标准进行机房建设。一期项目机柜销售情况乐观，后期设备预计复制一期项目成功经验，成为大型 IDC 三方运营商。

## ● 盈利预测、估值与评级

我们预计 IDC 业务在 2020 年、2021 年、2022 年将为公司带来 4,000 万元，1.7 亿元，2.7 亿元增量收入，对应年份净利润为 10.46 亿元、11.55 亿元，13.07 亿元。对应 EPS 为 0.28、0.31、0.35。首次覆盖给予强烈推荐评级。

● **风险提示：**与战略合作伙伴的订单落地不达预期的市场风险。

## 财务摘要和估值指标（日期）（PE 保留个位，PB 一位小数）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,450	26,742	27,806	29,043	30,737
增长率(%)	-5.0	1.1	4.0	4.4	5.8
净利润(百万元)	1,938	918	1,046	1,155	1,307
增长率(%)	7.9	-52.6	14.0	10.4	13.1
毛利率(%)	12.7	6.3	7.2	7.1	7.4
净利率(%)	7.3	3.4	3.8	4.0	4.3
ROE(%)	10.5	4.9	4.7	4.9	5.3
EPS(摊薄/元)	0.57	0.27	0.28	0.31	0.35
P/E	8.5	8.5	27.6	25.0	22.1
P/B	0.9	0.9	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 5 月 26 日

## 强烈推荐（首次评级）

### 胡皓（分析师）

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

### 张真桢（联系人）

zhangzhenzhen@xsdzq.cn

证书编号：S0280120030004

### 马长欣（联系人）

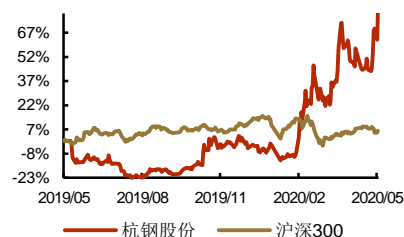
machangxin@xsdzq.cn

证书编号：S0280119040011

## 市场数据 时间 2020.05.26

收盘价(元):	9.01
一年最低/最高(元):	3.93/9.01
总股本(亿股):	33.77
总市值(亿元):	304.28
流通股本(亿股):	33.77
流通市值(亿元):	304.28
近 3 月换手率:	126.63%

## 股价一年走势



## 相关报告

### 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 我们预计公司未来 IDC 业务将大幅增长, 带动公司盈利能力攀升, 2020-2022 年 EPS 为 0.28 元, 0.31 元, 0.35 元。

2) 公司绝对估值价格为 13.71 元, 相对估值价格区间为 9.52-11.64 元。我们认为相对估值法在公司业务初级是更适合的估值方法。

3) 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### 关键假设

我们假设公司 IDC 销售情况如一期项目达到预期, 公司后期 IDC 机柜落地进度达到预期。公司战略合作推进进度达到预期。

同时我们假设所在区域内 IDC 发展宏观政策不变, 公司 IDC 业务受公司高层支持力度不变, 公司与战略伙伴的合作模式符合预期。

### 我们与市场的观点的差异

1) 市场有观点认为随着 IDC 行业发展, 能耗指标将逐步放开。IDC 会成为高投资低回报的行业。我们认为国内核心区域的 IDC 资源仍然紧缺, 能耗环评指标未见松动迹象, 能耗指标仍为 IDC 行业的牢固行业壁垒。一线城市 IDC 机柜供不应求仍将延续

2) 市场有观点认为公司 IDC 建设数量将不达预期, 会明显少于可比公司。我们认为公司 IDC 建设后续储备充足, 公司规划清晰, 公司高层产业战略升级决心坚决。公司后备土地资源、能耗资源、人才资源能够支撑公司未来 IDC 业务大规模发展。

3) 市场有观点认为公司未来 IDC 销售情况不乐观。我们认为从公司一期项目销售情况看, IDC 机柜销售情况好于预期。从产品的稀缺性和公司所在区域对 IDC 机柜的增量需求上我们认为公司未来机柜销售情况仍会保持高景气。

### 股价上涨的催化因素

公司与某大型互联网企业签订战略合作协议, 未来机柜数量 预计继续增长, 公司盈利能力将进一步抬升。随着公司 IDC 业务规模不断扩大, 公司估值水平 预计向龙头 IDC 运营企业靠拢。公司 预计迎来估值与盈利双提升。

### 投资风险

公司与战略伙伴战略合作内容尚未明确, 合作模式尚不清晰, 公司有订单落地不达预期的市场风险。公司钢铁业务面临宏观经济下行的市场风险。

## 目 录

1、 钢铁+环保+数字经济领域多元发展 .....	6
1.1、 公司业务：钢铁业务短期承压，IDC 数字经济业务成为公司未来的利润增长点。 .....	6
1.2、 产业结构升级：投资建设云计算数据中心，聚焦头部客户，IDC 资源优势显著 .....	6
1.3、 股权结构清晰：杭钢集团为第一大股东，实际控制人为浙江省国资委 .....	7
1.4、 老业务板块改变营收构成：钢铁、商品贸易、环保 .....	8
1.5、 公司财务指标：钢铁主业业绩承压，钢铁原材料价格上涨压低利润空间，维持低水平费用率 .....	9
2、 IDC 业务市场前景广阔，钢铁企业助力“新基建”，公司占据优势资源发展数据中心业务 .....	11
2.1、 中游 IDC 服务商，系数字化产业核心环节。公司采用的第三方批发式运营模式好于其他运营模式。 .....	11
2.2、 公司在五力模型分析中占据多项优势，行业壁垒确保公司竞争领先 .....	12
2.2.1、 行业进入壁垒高，公司背靠钢铁集团各项资源充分发挥优势，外来者难以产生有效竞争 .....	12
2.2.2、 大型数据机房占据行业 C 位，公司着力打造高端数据机房 .....	14
2.3、 需求端数据流量高速增长，供给端属地运营商机柜已高负荷运转，公司 IDC 产品或迎来需大于供良好局面。 .....	15
2.3.1、 数据流增长未曾放缓，仍是驱动数据中心健康发展的第一要素 .....	15
2.3.2、 需求端受新冠疫情刺激和属地其他厂商机柜数量不足影响，预计出现需大于供局面 .....	17
3、 数字业务成为升级转型利器，IDC 业务将成为公司利润主要增长点 .....	17
3.1、 业务规划清晰，三部走建成浙江省内最大数据中心单体，近期机柜总数突破 11,000 个。 .....	18
3.2、 依托原有优势，未来发展储备充足，中短期能够支撑 2 万余个机柜落地 .....	19
3.3、 与互联网企业签订战略合作协议，确保公司 IDC 业务高成长性，未来想象空间大 .....	20
3.4、 首批机柜销售情况良好，公司 IDC 业务转化成利润确定性高 .....	20
3.5、 公司和主要竞争对手的对比，公司财务盈利能力高于可比公司平均，公司估值低于行业平均，IDC 业务有助提高公司 ROE 水平 .....	21
3.5.1、 公司在各项财务指标对比中占优 .....	21
3.5.2、 杜邦三分法分析，公司低负债率拉低公司 ROE 水平，IDC 业务高毛利将抬升公司净利润水平 .....	23
3.6、 公司未来增项收入预测，IDC 业务扛起收入增长大旗 .....	24
3.7、 IDC 业务驱动估值中枢进一步抬升，公司市值预计加快扩张 .....	25
3.7.1、 公司估值倍数预计受益于业务升级继续抬升 .....	25
3.7.2、 公司 IDC 业务收入预计快速攀升，公司净资产规模加速扩张。 .....	26
4、 公司借助 IDC 业务盈利能力将逐年稳步攀升 .....	27
4.1、 公司盈利预测及假设—二期项目将如期落地，三期项目未来可期 .....	27
5、 估值水平与投资评级 .....	27
5.1、 相对估值 .....	27
5.1.1、 与公司自身历史比较相对估值 .....	27
5.1.2、 与可比公司比较相对估值 .....	28
5.1.3、 相对估值结论 .....	28
5.2、 绝对估值 .....	28
5.3、 估值结论与投资评级 .....	29
5.4、 股价驱动因素 .....	29
6、 风险分析 .....	29
附：财务预测摘要 .....	30

## 图表目录

图 1: 股权穿透图(公司实际控制人为浙江省国资委)	8
图 2: 资产重组后公司营收构成主要来源于三大业务	8
图 3: 2014 年资产重组前分产品营收构成	9
图 4: 2019 年分产品营收构成	9
图 5: 2019 年营收同比增长 1.1%，归母净利润同比下降 52.6%	9
图 6: 2016-2019 年分业务营收变化情况：钢铁制造业务营收增速放缓	9
图 7: 2014-2019 年营业成本变化情况(2019 年营业成本同比上升 8.5%)	10
图 8: 2016-2019 年营业成本占比和同比增速(2019 年钢铁主业成本同比降低 0.7%)	10
图 9: 2014-2019 年公司三费率处于低水平	10
图 10: 2014-2019 年公司三费变化情况	10
图 11: IDC 机柜示意图	11
图 12: 数据服务中心产业链	11
图 13: 数据中心电力消费结构	14
图 14: 全球数据中心数量	14
图 15: 全球数据中心总机架数	14
图 16: 全球超大数据中心数量	15
图 17: 全球超级数据中心占比	15
图 18: 全球 IP 流量	15
图 19: 全球数据中心流量	15
图 20: 全球数据中心市场收入规模	16
图 21: 中国数据中心市场收入规模	16
图 22: 云计算市场规模	16
图 23: 云计算市场规模增速	16
图 24: 下游需求向 IDC 行业传导	17
图 25: 杭钢数据中心一期工程开工	18
图 26: 杭钢云项目外立面翻新利旧老厂房建筑	19
图 27: 杭钢云项目内部已完成装修	19
图 28: 2020 年 Q1 公司经营性现金流为 8.06 亿	20
图 29: 2020 年 Q1 公司银行存款为 68.84 亿	20
图 30: 公司主要财务和估值指标与可比公司平均对比(公司 P/E、P/B 低于行业平均水平)	23
图 31: 公司杜邦三分法分析, IDC 业务抬升公司 ROE 水平	24
图 32: 公司 2020 年初至今 PE 估值抬升至 30x	25
图 33: 公司估值尚未完全体现 IDC 业务价值, PE 估值低于可比公司	25
图 34: 公司估值尚未完全体现 IDC 业务价值, 估值低于可比公司	26
图 35: 公司经营 IDC 业务前市值	26
表 1: IDC 运营模式分类	12
表 2: 一线城市近年 IDC 政策	13
表 3: 公司所在区域主要竞争对手机柜保有量及上架率	17
表 4: 杭钢云一、二期项目明细	19
表 5: 宝信软件宝之云项目	21
表 6: 可比公司财务指标对比, 公司盈利水平中等偏上	22
表 7: 可比公司运营指标对比, 公司估值水平低于行业平均	22

表 8: 公司与可比公司杜邦三分法对比分析, 负债率低于平均 .....	23
表 9: 公司 IDC 业务未来盈利预测 .....	24
表 10: 可比公司的 PE、PB 比较 .....	28

## 1、钢铁+环保+数字经济领域多元发展

### 1.1、公司业务：钢铁业务短期承压，IDC 数字经济业务成为公司未来的利润增长点。

公司重大资产重组，形成三大主营业务板块。杭州钢铁股份有限公司（简称“杭钢股份”）成立于 1998 年，由杭州钢铁集团设立，同年与上海证券交易所上市。2016 年公司完成了重大资产重组，置出了半山基地的资产以及控股子公司高速线材 66% 股权、杭钢动力 95.56% 股权、杭钢小轧 60% 股权，置入了宁波钢铁 100% 股权、再生科技 100% 股权、紫光环保 87.54% 股权、再生资源 97% 股权。此后公司转型为控股型企业，所从事的业务由下属宁波钢铁、紫光环保、再生资源、云计算公司等子公司开展，业务以宁波钢铁所从事的钢铁业务为主，以部分环保业务、数字经济业务为辅。

**钢铁主业效益下滑，短期业绩承压。**公司属于钢铁行业，主营业务为钢铁及其压延产品的生产和销售，经营模式以自产自销为基础，另外进行部分原燃材料以及钢材的贸易。公司主要产品为热轧卷板，消费行业为冷轧压延、建筑用钢（钢结构）、集装箱制造、管线制造、汽车制造、造船、刀模具等行业。2019 年，全球经济增速放缓，国内经济下行压力加大；钢铁行业受到原燃材料价格大幅上涨、产能释放过快、环保压力加大等诸多因素影响，行业效益明显下滑。钢铁行业呈现钢铁产量继续增长、产品价格下降、成本大幅上涨、行业利润同比较大幅度下降的发展态势。公司 2019 年实现营业收入 267.42 亿元，同比上升 1.1%；实现归母净利润 9.18 亿元，同比下降 52.6%。

**公司进军数字经济产业，利用云计算（IDC）业务创造新的利润增长点。**2019 年 7 月，公司使用 9.5 亿元募集资金收购、增资建设杭州杭钢云计算数据中心有限公司，斥资 7.26 亿元收购云计算公司 100% 股权，并对其增资 2.24 亿元投资建设运营杭钢云计算数据中心项目一期。2019 年度项目建设进度除绿化工程和第三方综合测试项目外，已完成 33 个项目的标书编制工作，占比为 94%，已完成招投标的项目为 29 个，占比为 88%。此外，公司以自有资金出资 10 亿元投资参股浙江富浙集成电路产业发展有限公司，参股后占富浙公司 7.69% 股权。公司涉足集成电路产业及相关领域，有利于分享集成电路行业快速增长带来的红利，有望带动和推进公司数据中心（IDC）业务及增值服务、云服务、大数据等业务协同发展。

### 1.2、产业结构升级：投资建设云计算数据中心，聚焦头部客户，IDC 资源优势显著

**2015 年，杭钢集团关停半山基地，去产能 400 万吨。**2015 年，我国钢铁消费与产量双双进入峰值弧顶区并呈下降态势，钢铁行业从微利经营进入整体亏损，行业发展进入“严冬”期。由于产能过剩的问题逐日加剧，杭钢集团决定在 2015 年底前关停半山基地钢铁生产线，实现去产能和产业结构升级。

**2018 年 1 月，杭钢集团投资云计算数据中心项目，数字化转型更进一步。**杭钢云计算数据中心由杭钢集团子公司浙江省数据管理有限公司投资，是杭钢集团大力实施大数据战略、深入践行数字浙江建设、半山钢铁基地转型的第一个重大落地项目。项目用地 87,663 平方米，规划厂房建筑面积 99,484 平方米，规划投资约 25

亿元，能评 18.26 万吨标煤，建设约 11,000 个 5 千瓦标准机柜，是建设中的杭钢智谷数字经济特色小镇核心数据中心。2018 年 12 月，云计算数据中心一期工程正式投入试运行。2019 年 2 月，该项目二期开工，计划建设数字机柜 9,670 个，总投资 22.34 亿元，建筑面积 5.36 万平方米，预计 2020 年底前投用。2019 年 7 月，公司已收购该云计算公司 100% 股权，云计算公司成为公司的全资子公司。

**2018 年 8 月，杭钢集团成立 100 亿转型升级产业基金，加码环保、数字经济等绿色板块，积极探索绿色转型之路。**母基金即杭钢转型升级产业基金，总规模 100 亿元，首期 60 亿元，主要围绕节能环保、数字经济、知识与技术密集型等产业进行投融资，助推新产业项目落地、资产证券化和全产业链布局。子基金目前筹建的有两支，分别为环保产业投资基金、数字经济产业基金。环保产业投资基金总规模 100 亿元，首期 20 亿元，由杭钢转型升级产业基金、浙江清华长三角研究院杭州分院和兴业银行合作设立，主要投向环保技术与装备、环境治理工程、资源循环利用、海绵城市建设等相关领域，努力推动杭钢集团打造“五水共治、五土整治、五气共治”的“三五联治”节能环保产业体系。数字经济产业基金总规模 100 亿元，主要投向云计算、大数据、人工智能、区块链等新兴领域，服务于杭钢半山数字经济产业基地。

**2019 年 4 月，公司与某大型互联网企业签订了关于共建浙江云计算数据中心项目合作框架协议。**该项目战略意义大，受到多方关注，开创了互联网企业与传统钢铁制造企业强强联合先河，成为“老基建”助力“新基建”、“新基建”赋能“老基建”的标杆项目。项目投资规模和金额、具体合作方、进程安排、分配方案、退出机制等事项后续继续洽谈。

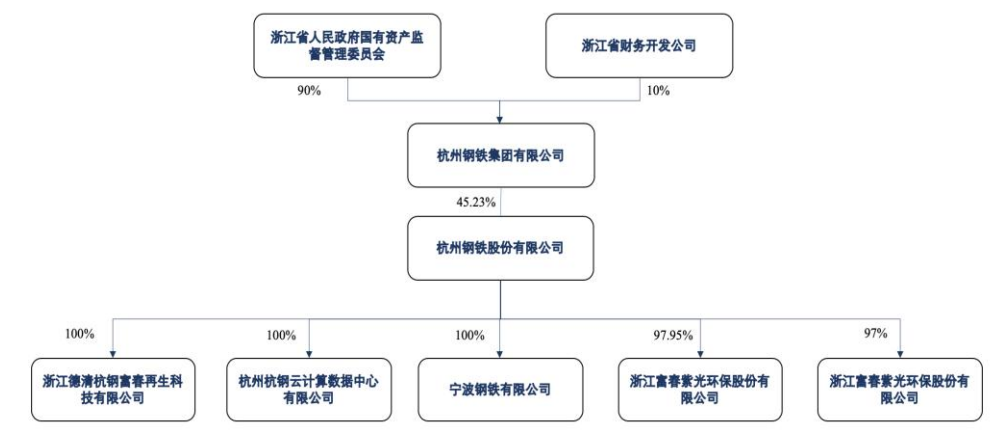
**公司资源优势显著，土地、能源、政策支持公司 IDC 数据中心建设。**IDC 数据中心建设具有较高的资源壁垒，主要是建设规模大和核心城市土地资源稀缺的矛盾，以及政策端对能源限制要求越来越高。但公司拥有多项在手资源：（1）土地资源优势：浙江省土地资源紧缺，但公司在杭州即使划开被杭州市政府托管的 2000 余亩土地后，仍拥有 1,700 余亩可用地和众多大型工业厂房等丰富资源，且周边地区具有大批量潜在的用户群体。云计算数据中心项目用地 87,663 平方米，规划厂房建筑面积 99,484 平方米，为顺利推进 IDC 项目提供了有效保障。（2）能源资源优势：杭钢已有的变电站，可为数据中心提供 3 路独立电源，供电的可靠性和安全性更高。而且附近还有 1 座天然气母站距离数据中心项目仅 800 米，完全可以满足实施分布式能源对天然气的需求。800 米的距离对应的燃气管输费基本为零，这意味着数据中心项目的天然气不但供应有保证，还有很大的价格优势。（3）政策优势：近年来，国务院及各个部门发布了一系列促进云计算、大数据产业发展的政策文件。2010 年 10 月，杭州被国家发改委和工信部列入全国先行开展云计算创新发展试点示范工作的城市之一。浙江省政府先后出台《杭州市建设全国云计算和大数据产业中心三年行动计划》、《浙江省促进大数据发展实施计划》等一系列文件，对云计算和大数据产业重点工作做出了部署。公司实际控制人为浙江省国资委，具有国资背景，有利于公司未来对于“政府云”的建设。

### 1.3、股权结构清晰：杭钢集团为第一大股东，实际控制人为浙江省国资委

**公司股权结构稳定，实为国有控股企业。**公司的第一大股东为杭钢集团，截至 2020 年一季度，集团持股比例为 45.23%。公司实际控制人为浙江省国资委，持有

杭钢集团 90%的股份。公司控股子公司共有 10 家，其中公司控股比例超过 90% 的子公司主要包括：公司 100% 控股的江德清杭钢富春再生科技有限公司、杭州杭钢云计算数据中心有限公司、宁波钢铁有限公司，公司对于浙江富春紫光环保股份有限公司控股 97.95%，公司对于浙江富春紫光环保股份有限公司控股 97%。

**图1： 股权穿透图(公司实际控制人为浙江省国资委)**

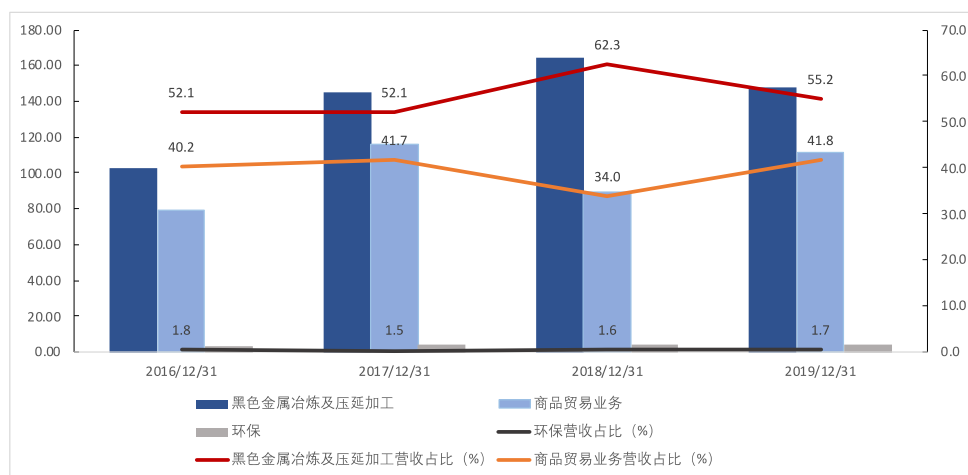


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

#### 1.4、老业务板块改变营收构成：钢铁、商品贸易、环保

公司 2016 年资产重组完成后，营业收入主要来源于三大业务板块：黑色金属冶炼及压延加工、商品贸易业务、环保业务。黑色金属冶炼及压延加工，即钢铁制造，是公司的核心业务，过去 4 年营业收入均占比超过 50.0%，2019 年该业务实现营业收入 147.48 亿元，总营收占比 55.2%，同比下降 7 个百分点。公司第二大主营业务板块为商品贸易业务，2019 年实现营收 111.81 亿元，贡献了 41.8% 的总营收，营收占比同比上升了近 8 个百分点。环保业务近年来营收占比基本持平，维持在 1.5% 左右浮动，2019 年环保营收占比为 1.7%。

**图2： 资产重组后公司营收构成主要来源于三大业务（单位：亿元）**



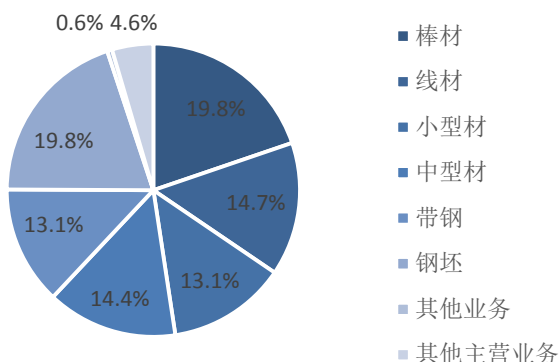
资料来源：Wind，新时代证券研究所

分产品来看，公司营收构成在资产重组前后变化情况如下。2014 年，公司营收主要来源于钢材产品，其中棒材占比 19.8%，线材占比 14.7%，小型材占比 13.1%，中型材占比 14.4%，带钢占比 13.1%；其他产品中，钢坯占比 19.8%，其



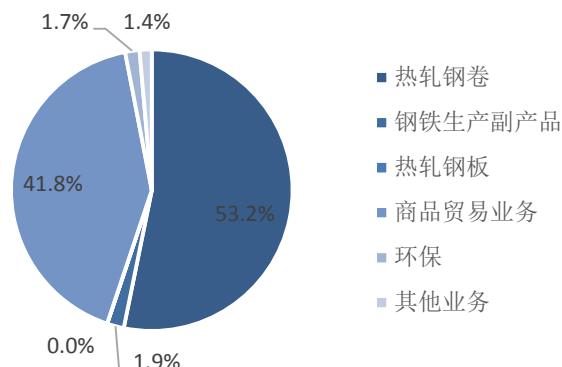
他业务占比 0.6%，其他主营业务占比 4.6%。2019 年，公司 53.2% 的营收来源于热轧钢卷产品，其次为商品贸易业务，两者共占总营收的 95.0%。

图3: 2014 年资产重组前分产品营收构成



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 2019 年分产品营收构成

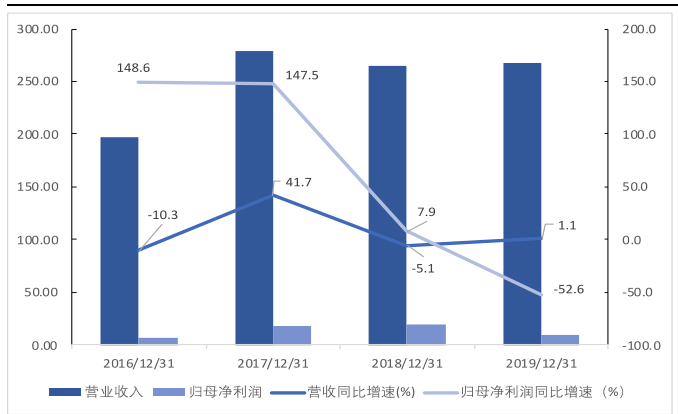


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 1.5、公司财务指标: 钢铁主业业绩承压, 钢铁原材料价格上涨压低利润空间, 维持低水平费用率

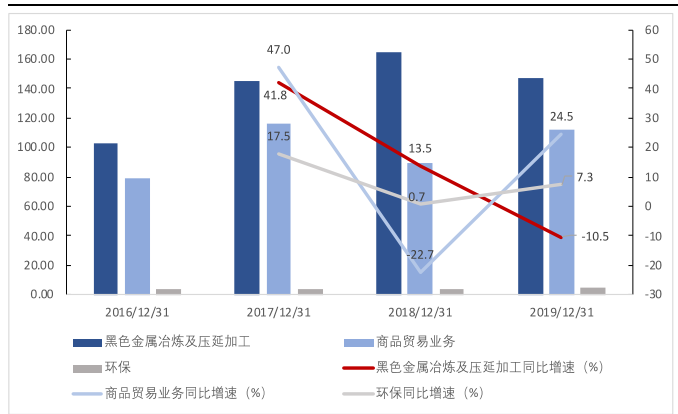
2019 年公司营业收入增长, 但钢铁主业营收同比降低。2019 年, 公司实现营业收入 267.42 亿元, 同比小幅增长 1.1%, 实现归母净利润 9.18 亿元, 同比下降 52.6%。公司 2016 年资产重组完成后, 营收增速出现大幅增长。按业务细分来看, 营收占比 53.2% 的钢铁制造主业单项营收同比降低 10.52%。钢铁业务营收下滑的主要原因是公司 2019 年产量同比减少, 未能达成预期目标。由于公司 1 号高炉异地大修, 完成后新旧交接导致铁水、板坯产量下降, 间接导致热轧卷板产量缩减。2019 年公司热轧钢材产量为 432.44 万吨, 销量为 432.76 万吨, 分别同比下降 2.3%、1.2%。钢铁业务营收减少的另一主要原因是钢铁产业 2019 年产能大幅提升, 导致钢材售价下跌。

图5: 2019 年营收同比增长 1.1%, 归母净利润同比下降 52.6% (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 2016-2019 年分业务营收变化情况: 钢铁制造业务营收增速放缓 (单位: 亿元)

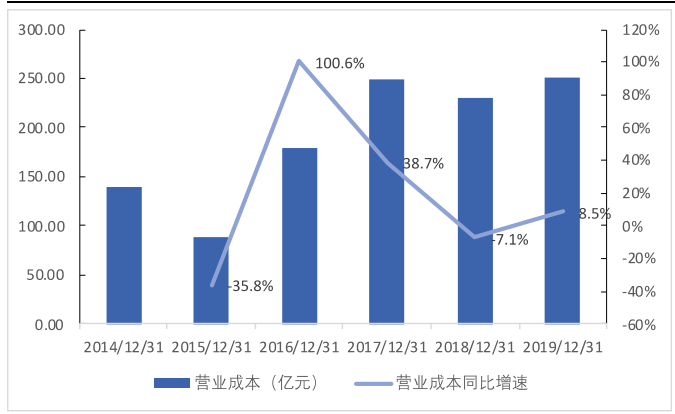


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

营业成本同比增速超过营收增速, 压低利润空间。2019 年公司营业成本

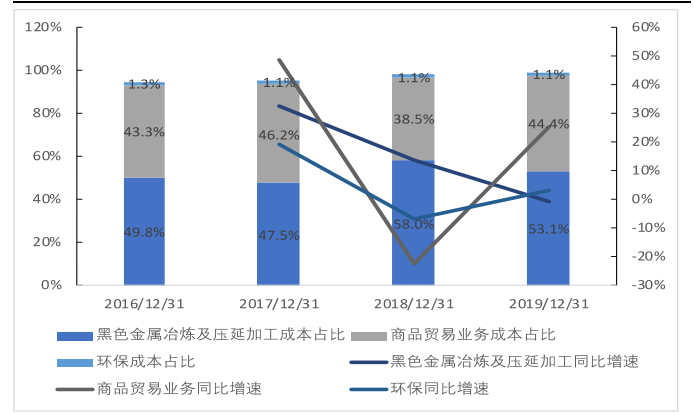
为 250.59 亿元，同比增长 8.5%，远超营业收入增速 1.1%，压低利润空间。营业成本增长的主要原因是供给端由于 2019 上半年巴西溃坝、澳洲飓风造成铁矿供应大幅减少，铁矿石价格骤增。按业务细分来看，钢铁主业营业成本为 133.00 亿元，同比降低 0.7%，远低于该业务营收降幅 10.5%。主要原因是公司 1 号高炉异地大修，钢材产量规模缩减。

**图7： 2014-2019 年营业成本变化情况(2019 年营业成本同比上升 8.5%)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8： 2016-2019 年营业成本占比和同比增速(2019 年钢铁主业成本同比降低 0.7%)**

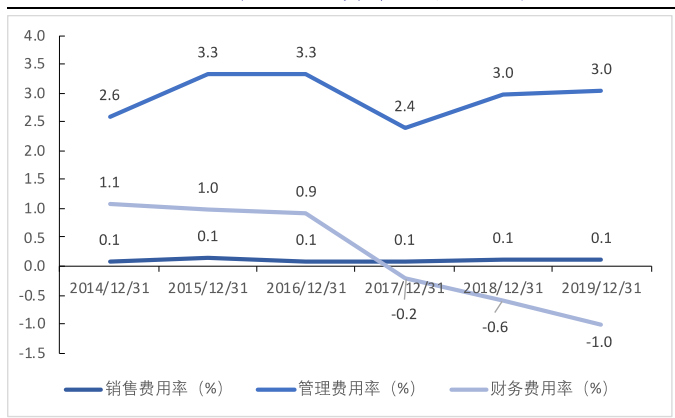


资料来源：Wind，新时代证券研究所

**公司坚持低成本经营战略，费用率维持在较低水平。**2014-2019 年，公司销售费用率基本持平，维持在 0.1% 上下浮动。公司管理费用率在三费中占比最高，自 2017 年开始管理费用率不断提升，但增速明显放缓，2019 年管理费用率为 3.0%。公司财务费用率在过去 6 年间不断下降，从 2017 年开始转为负值，2019 年财务费用率为 -1.0%。

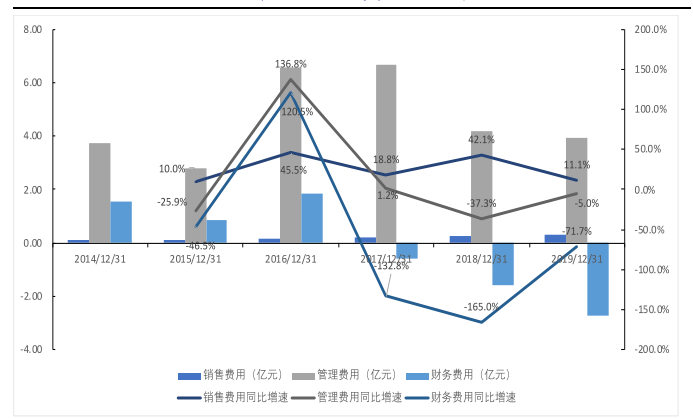
2019 年公司三费共支出 1.52 亿元，同比减少 46.5%。公司销售费用为 0.30 亿元，较上年同期上升 11.1%。管理费用为 3.95 亿元，较上年同期降低 5.0%。财务费用为 -2.73 亿元，较上年同期降低 71.7%。

**图9： 2014-2019 年公司三费率处于低水平**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图10： 2014-2019 年公司三费变化情况**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、IDC 业务市场前景广阔，钢铁企业助力“新基建”，公司 占据优势资源发展数据中心业务

**钢铁 IDC 产业或迎来大发展，公司转型华丽且成功。**国家互联网信息技术飞速发展，政策利好。2020 年 3 月 4 日召开的中共中央政治局常务委员会会议指出：加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设，加快 5G 网络和数据中心等新型基础设施建设进度。传统钢铁企业充分利用手中优势，纷纷多元化转型，在“新基建”IDC 行业中异军突起。典型如沙钢股份进行“特钢+数据中心”双主业发展，起源于宝钢的宝信软件 IDC 业务发展及杭钢转型云计算数据中心等。

从公司一期 IDC 项目建设落地情况来看，项目进展顺利，且公司善于利用自身优势，化繁为简缩短工期（如采用不动建筑外立面以内部装修形式建设 IDC 机房等方式缩短审批流程）。我们判断公司具备大型 IDC 机房建设能力。

从公司一期已完工 1,500 余个机柜售罄情况来看，公司已具备 IDC 机柜销售能力。公司将在 IDC 业务上走上良性发展之路。

### 2.1、中游 IDC 服务商，系数字化产业核心环节。公司采用的第三方批发式运营模式好于其他运营模式。

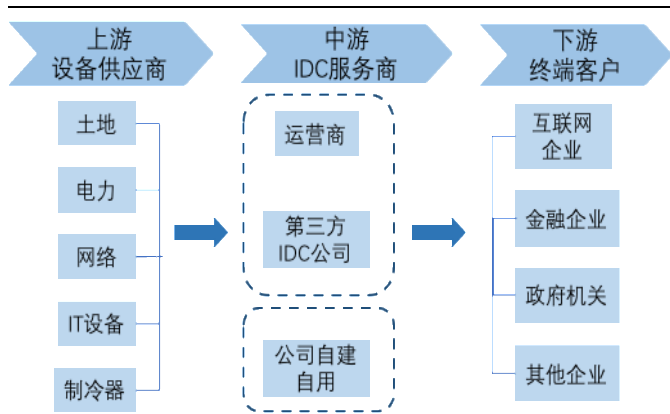
IDC (Internet Data Center) 是互联网数据中心，为计算机系统提供集中存放计算、存储以及网络设备的场所。IDC 除提供最基本的场地之外，还向客户提供包括数据中心前期的规划设计、建筑，以及后期运维等多个服务。目前，全球数据中心正处于发展的第三阶段，通过引入云计算技术，大型化、虚拟化、综合化服务成为主要特征。

图11: IDC 机柜示意图



资料来源：公司网站，新时代证券研究所

图12: 数据服务中心产业链



资料来源：公司网站，新时代证券研究所

IDC 产业链上游是建设机房所需的基础设施，如土地楼宇、电力、网络、IT、电力、制冷设备等。中游主要对上游的资源进行整合，建设 IDC 机房，并为信息系统提供服务。产业链下游较分散，主要是需求 IDC 机房的企业，主要包括云计算、运营商、金融企业、及其他类公司。IDC 产业链的关键环节是中游的机房建设，公司建设机房，对外进行 IDC 托管服务，提供网络和电力，保障其 IT 设备的稳定高效运行。对外服务的公司可以分为运营商和第三方 IDC 公司两大类。行

业内第三方 IDC 公司主要有宝信软件、光环新网、奥飞数据、数据港等。

按业务模式划分，第三方 IDC 厂商可分为批发型和零售型。批发型 IDC 厂商的客户群主要是大型的互联网企业和高科技企业，为企业个性化或者标准化服务。而零售型 IDC 厂商的客户群主要为中小型企业，主要为企业提供标准化服务。公司为零售型厂商龙头企业。

**表1: IDC 运营模式分类**

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

资料来源：新时代证券研究所

公司采用的 IDC 业务运营模式为第三方批发型 IDC 机柜运营模式，具有客群稳定、机柜定制率高、上架率高、节能等特点。预计公司从中获取高于其他业务模式的利润率。

## 2.2、公司在五力模型分析中占据多项优势，行业壁垒确保公司竞争领先

### 2.2.1、行业进入壁垒高，公司背靠钢铁集团各项资源充分发挥优势，外来者难以产生有效竞争

**钢厂土地资源优势得到发挥。**一线城市地价高，土地资源短缺。公司背靠集团钢铁业务资源，占地广，土地资源充足。同时厂区内原有可利旧的厂房资源及配套供电与供水资源，成为建设批量定制化机柜得天独厚的优势。行业龙头宝信软件即充分受益于宝武集团的各项优势。公司土地资源优势前文已叙。

经我们测算，第三方 IDC 厂商 1 万个机柜大约占地 4-5 万平方米。（如宝信软件四期 9,000 个机柜，占地面积约 4 万平方米。）公司园区内 IDC 整体土地面积有 2.82 平方公里，尚有超过 60% 的土地资源可被利用。老基地的土地资源成为公司一大优势。

**一线城市严控 IDC 机柜数量，能评指标成为第一抓手，能耗指标成为行业最高壁垒。**当前四大一线城市北上广深中，北京、上海、深圳均于近两年出台明确的数据中心 PUE 限制政策，同时 IDC 机房机柜建设总量也有明确控制要求。2018

年 9 月，北京市人民政府公布的《北京市新增产业的禁止和限制目录》要求，北京全市范围内禁止新建和扩建 PUE 值在 1.4 以下的数据中心，《上海市推进新一代信息基础设施建设三年行动计划（2018-2020 年）》中规定，统筹空间、规模、用能，布局高端、绿色数据中心，控制新建机架 6 万个，总规模控制在 16 万个。推动数据中心节能技改和结构调整，存量改造数据中心 PUE 不高于 1.4，新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下。

**表2：一线城市近年 IDC 政策**

时间	城市	政策	相关内容
2018/9/26	北京	北京市新增产业的禁止和限制目录持服务 (2018 年版)	全市禁止新建和扩建互联网数据服务、信息处理和存储支中心除外；中心 城区全面禁止新建和扩建数据中心。
2018/11/9	上海	推进新一代信息基础设施三年行动计划 (2018-2020 年)	统筹空间、规模、用能，加强长三角区域协同，布局高端、绿色 数据中心，总规模控制在 16 万个。推动存量数据中心 PUE 不高于 1.4，新建数据中心 PUE 限制在 1.3 以下。
2019/4/17	深圳	关于数据中心节能审查有关事项的通知	促进老旧数据中心绿色化改造。新建数据中心要按照“以高(能效)代低、以大(规模)代小、以新(技术)代旧”的方式，严控数据中心的能源消费新增量。跟进 PUE 的高低，新增能源消费 量给予不同程度的支持。PUE1.4 以上的数据中心不享有支持，PUE 低于 1.25 的数据中心可享受新增能源消费量 40%以上的支持。
2020/3/20	杭州	关于杭州市数据中心优化布局建设的意见	至 2025 年，全市大型(超大型)数据中心控制在 10 个左右，数据中心服务器总数达到 100 万台左右。新建数据中心 PUE(能源 使用效率)值不高于 1.4，改造后的数据中心 PUE 值不高于 1.6。

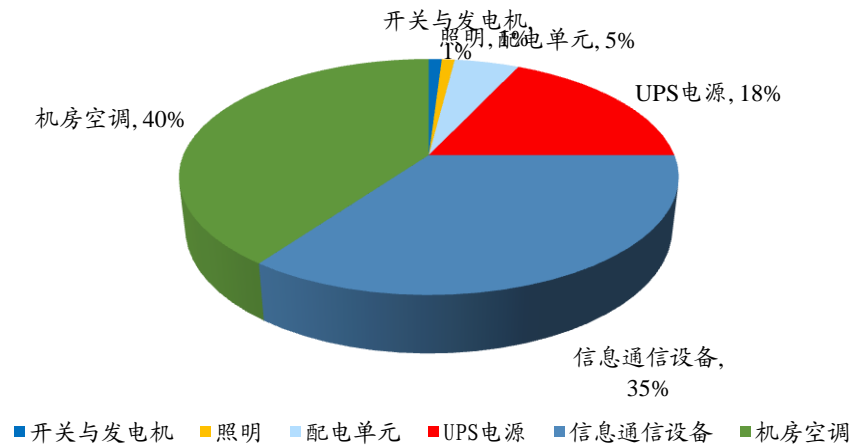
资料来源：北京、上海、深圳和杭州政府网，新时代证券研究所

公司目前拥有 18.26 万吨标准煤能耗指标，足以支撑 2 万个以上机柜，同时公司后续发展仍有保障。

**供配电设备及制冷设备占数据中心总能耗的 50%，钢厂用电条件恰能满足 IDC 业务用电要求。**数据中心总体成本分为固定资产支出和运营支出。前者指数数据中心前期的建设投资以及一段期限折旧后的再投资，后者指每月运行设备所花费的成本，包括电费、维修及保养费用等。IDC 机房全天候处于运行状态，需要充足的电力供给，还需要散热设备对机房进行不间断的物理降温。与传统机房和其他网络设备相比，电费支出是数据中心运营支出的主要部分。依据甘肃国网云数据中心项目，其 3,000 个机柜预计年耗电量在 3 亿千瓦时左右。

同时大型数据中心要求主备电源切换时间少于 15ms，公司优良的电力供应条件（前文已叙）成为公司保障 IDC 业务高质量运营的又一基石。

图13: 数据中心电力消费结构



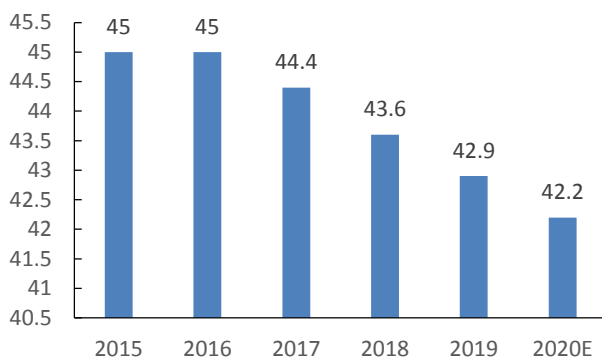
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

云计算业务在一些应用端替代了传统 IDC 业务, 但目前尚无替代传统 IDC 业务的可能, 且云计算业务同样要依托大型 IDC 实体机房。公司在行业的进入与替代分析中占尽独特优势。

### 2.2.2、大型数据机房占据行业 C 位, 公司着力打造高端数据机房

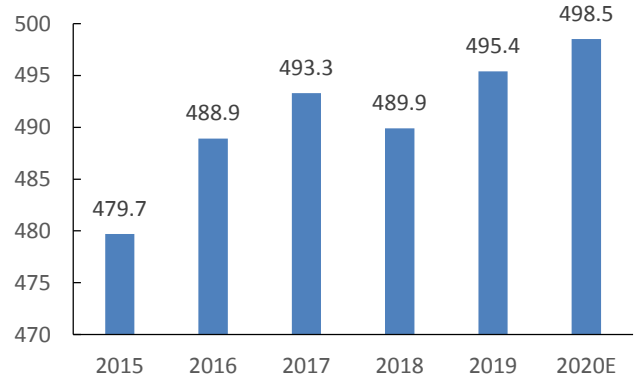
大型、超大型数据中心优势将进一步显现, 行业玩家减少。2017 年开始, 伴随大型化、集约化的发展, 全球数据中心开始缩减。据 Gartner 统计, 全球数据中心总数将从 2017 年的 44.4 万个, 减少到 2020 年的 42.2 万个。44.4 万个数据中心中, 微型数据中心 (机架数量小于 25 个) 的数量为 42.3 万个, 小型数据中心 (机架数量为 25-100 个) 数量为 1.4 万个, 中型数据中心 (机架数量为 100-500 个) 数量为 5,732 个, 大型数据中心 (机架数量 500 个以上) 数量为 1,341 万个。

图14: 全球数据中心数量 (单位: 万个)



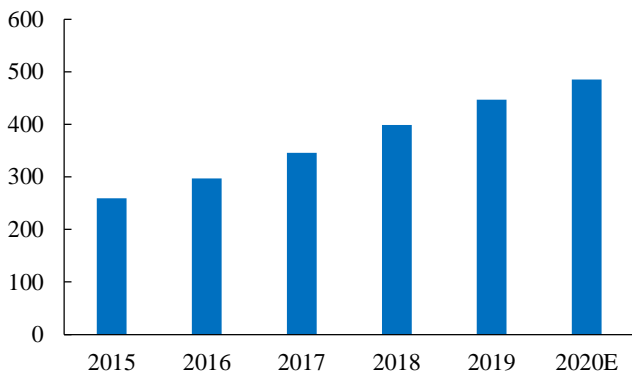
资料来源: Gartner, 新时代证券研究所

图15: 全球数据中心总机架数 (单位: 万架)

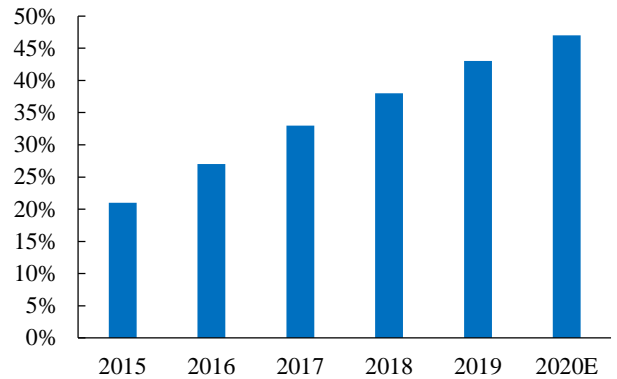


资料来源: Gartner, 新时代证券研究所

据 2015 年 Synergy 做出的预测, 超大规模数据中心数量将从 2015 年的 259 个增长到 2020 年的 485 个, 份额将从 2015 年 21% 增长到 2020 年 47%。中小型数据中心将逐步消失, 头部大型数据中心生命力进一步加强。预计公司在行业头部效应中获益。

**图16: 全球超大数据中心数量 (单位: 个)**

资料来源: Synergy, 新时代证券研究所

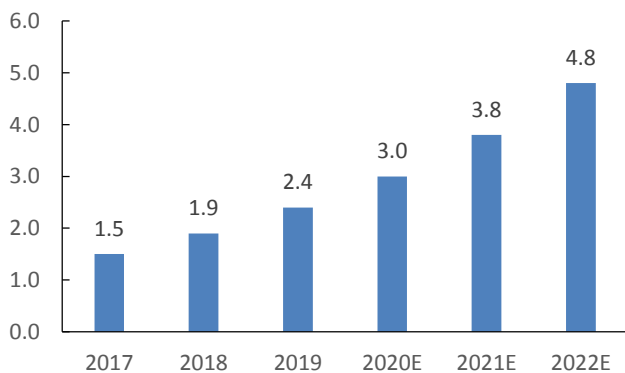
**图17: 全球超级数据中心占比 (单位: %)**

资料来源: Synergy, 新时代证券研究所

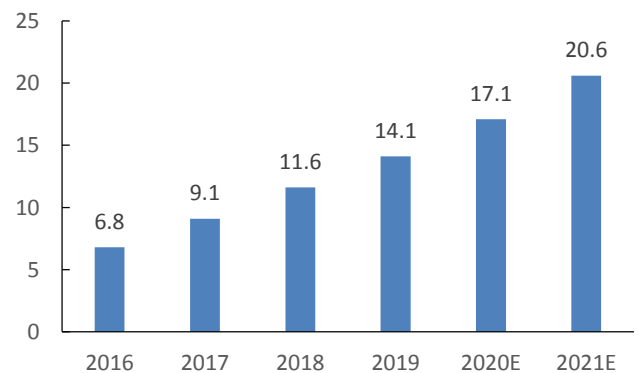
### 2.3、需求端数据流量高增长，供给端属地运营商机柜已高负荷运转，公司 IDC 产品或迎来需大于供良好局面。

#### 2.3.1、数据流增长未曾放缓，仍是驱动数据中心健康发展的第一要素

**IDC 行业受全球数据量增长驱动，数据中心流量主导全球数据流量。**基于 IDC、Synergy Research 等机构预测，全球数据量每 40 个月将翻一番。其中大数据中心成为数据的主要承载中心。进入互联网时代后，大部分数据流量发生或终止于数据中心。根据 CISCO2018 年 12 月颁布的《全球云指数 (2016-2021)》以及《移动网络可视化网络指数 (2017-2022)》预测，2022 年全球互联网数据量将达到 4.8ZB。2017 年，全球 IP 流量的年运行率为每年 1.5 ZB，即每月 122 EB。未来 5 年，全球 IP 流量将增加三倍。从 2017 年到 2022 年，IP 流量将以 26% 的复合年增长率 (CAGR) 增长。到 2022 年，网络流量最繁忙的一小时段较平均流量高六倍。从 2017 年至 2022 年，尖峰时段的网络流量将成长近五倍，复合年均增长率为 37%，至 2022 年的流量更会达到 7.2PB。我国的数据流量年均复合增长率接近 50%，远高于全球 37% 的平均水平。庞大的数据流量增量为大型数据中心发展建设打下扎实基础。数据中心机柜数年增长率为 26%。

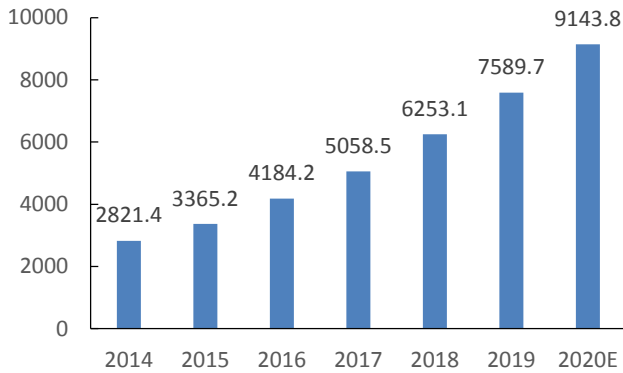
**图18: 全球 IP 流量 (单位: ZB)**

资料来源: CISCO, 新时代证券研究所

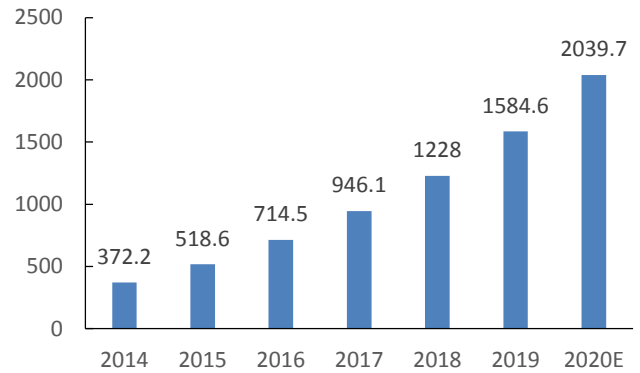
**图19: 全球数据中心流量 (单位 ZB)**

资料来源: CISCO, 新时代证券研究所

我国的数据流量年复合增长率远超全球平均水平。据中国产业信息网预测，2012年-2020年，我国IDC业务收入保持快速增长态势，年复合平均增长率接近30%。据中国信通院预测，未来三年我国IDC业务收入将继续保持快速增长，预计2020年我国IDC业务收入约2,000亿元。

**图20: 全球数据中心市场收入规模 (单位: 亿元)**


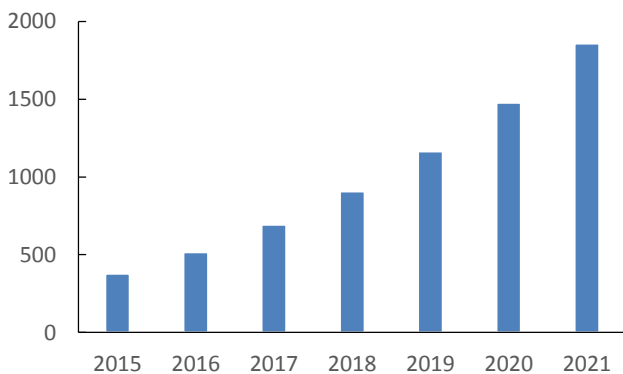
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

**图21: 中国数据中心市场收入规模 (单位: 亿元)**


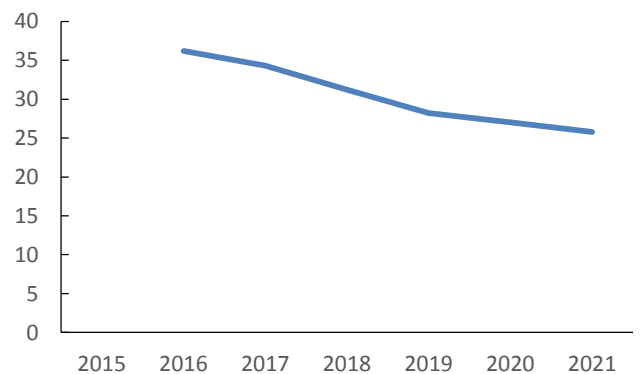
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

**新一代信息技术对数据量的爆发式需求, 对数据中心产生深刻影响。**5G、物联网、AI、区块链、车联网、AR/VR等新技术和应用的加快演进, 对数据中心的规模、建设模式、性能各方面都产生深远的影响。云计算和中大型企业也是IDC板块的主要需求拉动力量。根据信通院的预测, 国内云计算市场空间在2020、2021年均将保持25%以上的增长, 市场规模分别为1477.4亿元、1858.3亿元。云计算及相关下游信息技术产业发展空间大, 增长稳健, 对IDC行业的需求拉动会持续增长。

1) 从规模的角度分析, 5G和物联网将带动数据量爆炸式增长, 带领数据中心需求猛增, 数据中心的整体建设规模将持续高速增长, 并且集约化建设的大型数据中心比重将持续加大。2) 从性能的角度分析, 新型技术及应用需要海量计算、存储、分析以及备灾能力, 对数据中心提出更高的要求。

**图22: 云计算市场规模 (亿元)**


资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

**图23: 云计算市场规模增速 (%)**


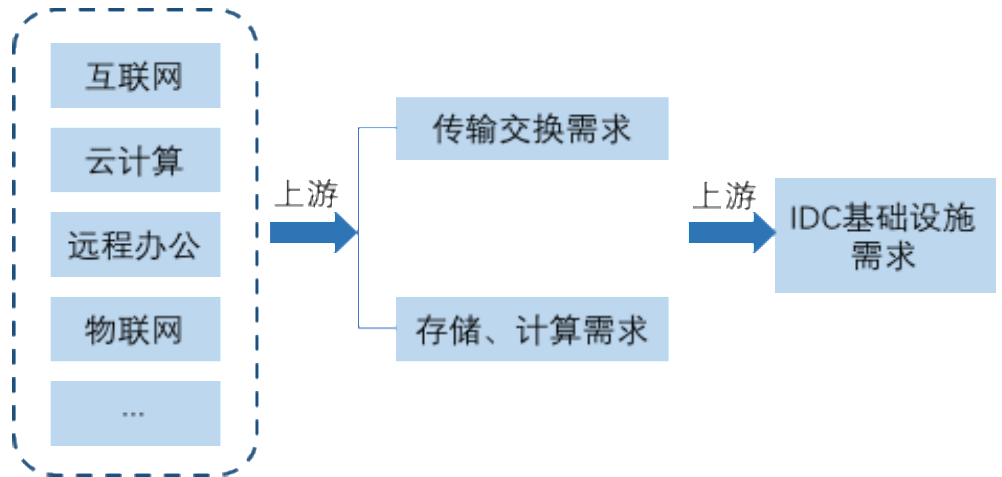
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所



### 2.3.2、需求端受新冠疫情刺激和属地其他厂商机柜数量不足影响，预计出现需大于供局面

受疫情催化，IDC 资源需求上升。自 2020 年初新冠疫情爆发以来，全国各行业经济发展受到严重冲击，但国内 IDC 板块影响较小，IDC 产业链在疫情期间发挥了抗疫作用。从需求端来看，疫情带来了用户对远程办公、互联网会议等数字化需求的激增。2020 年 2 月 18 日，阿里云机房大幅扩容，支持钉钉在疫情期间增加 2 万台云服务器，腾讯会议 8 天紧急扩容超 10 万台云主机。

图24： 下游需求向 IDC 行业传导



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

公司所在区域 IDC 机柜数量稀缺。区域内主要竞争对手为属地电信运营商 IDC 业务。从目前机柜数量来看，三家总计拥有机柜数量约为 38,200 个，整体综合上架率已超过 90%，后续储备较少，机柜资源稀缺。电信运营商纷纷寻求三方独立 IDC 企业寻求合作，扩充机架数量。

从能耗指标来看，目前环杭州湾地区能耗指标、环评额度依旧吃紧，没有放松现象。电信运营商受限于能评指标，与三方 IDC 运营企业合作成为业态。公司手握能耗指标，在竞争中优势充分显现。

表3： 公司所在区域主要竞争对手机柜保有量及上架率

	机柜保有量	机柜上架率
电信运营商 A	*8,200+2,500	> 82%
电信运营商 B	13,000+4,500	> 94%
电信运营商 C	*8,500+1,500	> 86%

资料来源：电信天翼云网站、移动云网站，新时代证券研究所（带\*为估算值）

## 3、 数字业务成为升级转型利器，IDC 业务将成为公司利润

### 主要增长点

公司依托杭钢现有的资源、区位、产业和政策优势，根据《浙江省大数据发展

实施计划》，经浙江省政府同意，由杭钢集团投资设立浙江省数据管理有限公司，负责管理、开发和利用政府性数据资源。

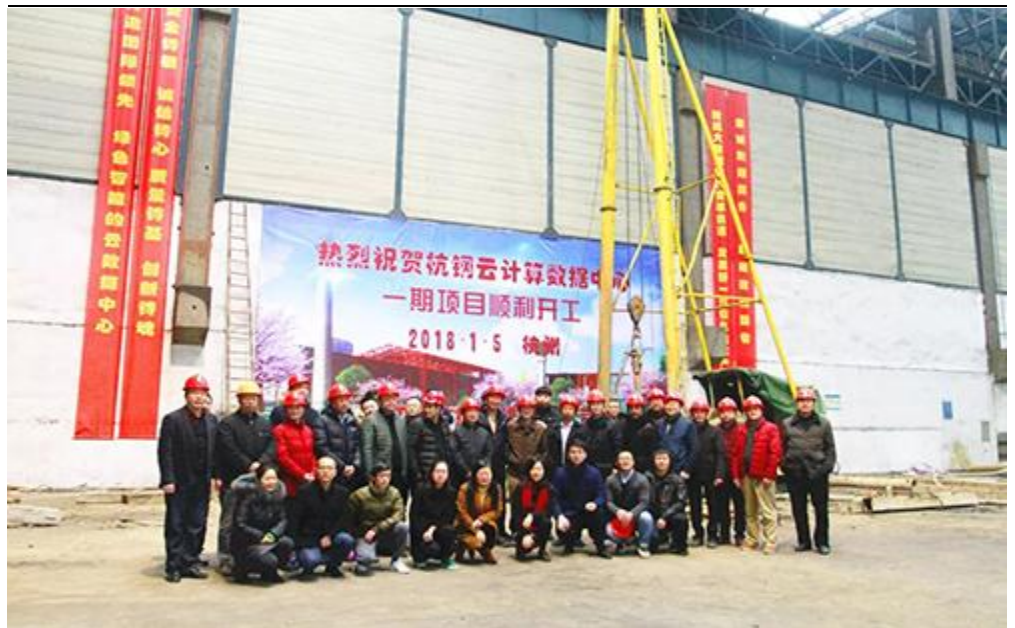
杭州杭钢云计算数据中心有限公司（以下简称“云数据公司”）系公司运用募集资金投资收购的全资子公司，在公司现有钢铁业务及环保业务外，充分利用公司及股东的资源优势，涉足数字经济产业，布局数字经济领域。云数据公司将主要从事互联网数据中心（IDC）业务，即通过自建机房、购置机架、空调、网络等设备，并向电信运营商采购网络资源，向客户提供出租机架、网络接入及机架运行维护等基础业务，同时提供云服务、增值服务以及大数据服务等。

### 3.1、业务规划清晰，三部走建成浙江省内最大数据中心单体，近期机柜总数突破 11,000 个。

杭钢云项目启动于 2018 年，施工进度顺利。数据中心计划总投资 29.58 亿元，一期规模 1,653 个机架，投资约 2.5 亿元，完工后将搭建各类健康云、政务云、服务云及大数据分析平台。

2018 年 1 月 5 日工程奠基正式开工，2018 年春节前已完成桩基工程。2018 年 12 月 28 日云计算中心一期工程已建成。一期项目 1,653 个机柜已通过中国质量认证中心 CQC-A 级机房认证，已全部售空并交付用户使用。

图25： 杭钢数据中心一期工程开工



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2019 年 2 月 10 日云计算数据中心二期工程启动，年底前二期工程完成主体工程。项目位于半山基地内，用地 87,663 平方米，规划厂房建筑面积 99,484 平方米，二期项目规划投资约 7.343 亿元，能评 18.26 万吨标煤，建设约 9,670 个 5 千瓦标准机柜，是建设中的杭钢智谷数字经济特色小镇核心数据中心。该项目按照数据中心国家 A 级、国际 T3+ 标准设计，采用高效节能的绿色制冷系统、绿色电源系统和天然气分布式能源系统，全力打造绿色云数据中心。项目建成后，将成为浙江省内最大的单体数据中心。目前总体建设工程已完成 87%，预计 2020 年上半年可以部分投用。

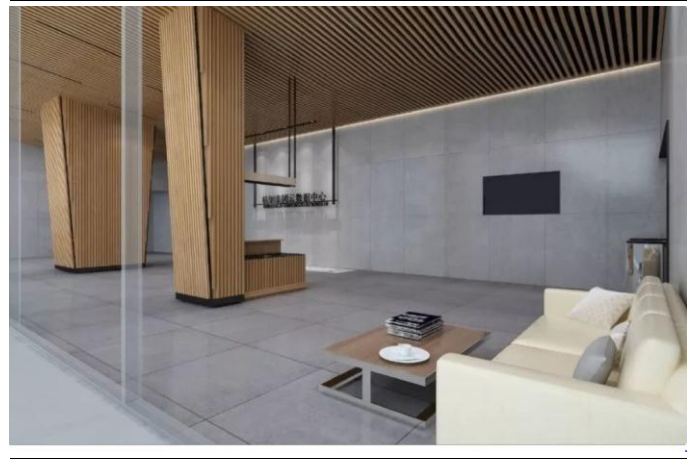
**表4: 杭钢云一、二期项目明细**

	投资	机柜数	占地	开工时间	销售情况	完工时间
杭钢云一期	2.5 亿	1,653	47,400 m <sup>2</sup>	2018.12	售罄	2019
杭钢云二期	7.343 亿	9,670	99,484 m <sup>2</sup>	2019.02	代售	2020

资料来源: 拱墅区政府网, 公司官网, 新时代证券研究所

**图26: 杭钢云项目外立面翻新利旧老厂房建筑**

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

**图27: 杭钢云项目内部已完成装修**

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

### 3.2、依托原有优势,未来发展储备充足,中短期能够支撑 2 万余个机柜落地

公司的 IDC 项目依托杭钢集团原有资源, 规划用地 154.6 亩, 建筑面积 14.82 万平方米。园区所在位置是原公司半山厂区, 2015 年根据集团的总体升级转型安排关停。

**公司充分利用原有厂区内的土地资源, 形成全国唯一位于大型城市主城区内的超大型数据中心。**项目所在半山厂区位于杭州主城区拱墅区北部, 在杭州市绕城以内, 距主城区车程约半小时。地理位置优越。

**公司自有变电所, 电力获得确定性保障。**公司用电从电厂直接供电, 电力使用无需审批。主备两条特高压电路从发电厂直接入厂区, 电力条件得天独厚。

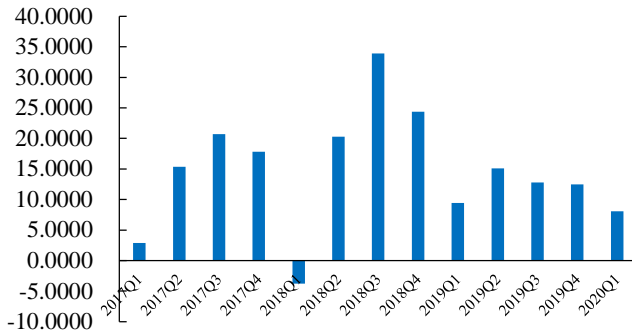
**利旧原有厂房资源, 加快数据中心建设。**公司采用老厂房内部改造方式进行 IDC 数据中心机房建设, 建设成本降低、建设周期变短。公司一期项目从开工到机柜上架、到机柜售罄近花费一年左右时间, 快于行业平均水平。

**公司能耗指标得到充分保障。**公司背靠集团优质钢铁企业能耗资源, 在各地纷纷出台政策限制高能耗产业发展的大背景下, 公司充分利用钢铁制造企业环评优势。目前总计获得杭州市政府批准 18.26 万吨标准煤能耗指标, 可保障约 14 万千瓦功率数的机柜用电, 按 PUE 值 1.3-1.4 核算, 折合 5KW 标准机柜功率, 可支撑满载机柜数量约为 2.0-2.5 万个, 为公司后续 IDC 业务的发展打下扎实的基础。

**公司未来资源获得得到大力支持。**公司在杭州 G20 峰会保障、支持杭州 2022 年亚运会、人员安置、用地出让等方面做出巨大贡献, 公司未来转型数字经济发展得到浙江省政府的肯定和大力支持。浙江省政府、杭州市政府领导多次调研、考察公司 IDC 云计算基地。

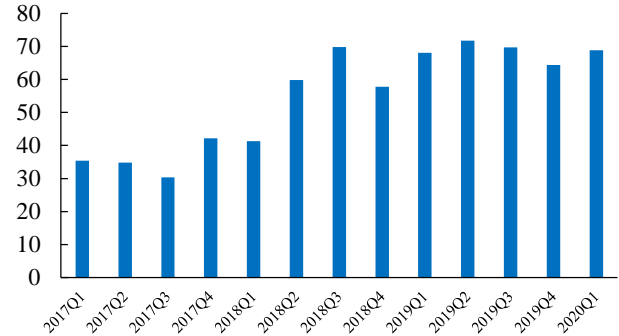
**公司现金流充足，未来 IDC 持续投入有保障。**根据公司 2019 年年报和 2020 年 Q1 季报数据披露，公司账上现金流充足。2020 年 Q1 公司经营性现金流为 8.06 亿元，公司账上银行存款为 68.84 亿元。强劲的财务实力能够支撑起公司未来 IDC 业务的进一步扩张发展。

**图28： 2020 年 Q1 公司经营性现金流为 8.06 亿**



资料来源：Wind,新时代证券研究所

**图29： 2020 年 Q1 公司银行存款为 68.84 亿**



资料来源：Wind,新时代证券研究所

### 3.3、与互联网企业签订战略合作协议，确保公司 IDC 业务高成长性，未来想象空间大

根据公司公告，公司已于 2020 年与某大型互联网企业签订战略合作框架协议，未来将与战略合作伙伴合作，建造大型 IDC 机房。从合作方业务体量及前期机柜数量扩张情况推测，公司未来保有机柜数量将大幅增长。

公司一、二期 IDC 项目总计用地约 130 亩，公司尚有预留园区面积为 1,700 余亩，在集团公司及公司高层的大力支持下，所拥有土地预计支撑起 10 万余 IDC 机柜用地。公司未来 IDC 业务留有大量发展空间。

公司与战略合作单位公司从一、二期项目中获得了大量工程建设及管理运营经验。公司一期项目用时约为一年时间，二期项目首批约 4,500 个机柜从启动至交付历时约半年时间。此次大型战略合作项目用地紧邻一、二期项目，直线距离约为 200—1,000 米。得益于公司优良的用地及通电、通水条件，项目预计快速落地进入投产阶段。

此次合作战略合作伙伴机柜用量大，预计机柜使用年限长达 10 年以上。预计公司将从中获得长期稳定大额现金流收益。

作为省属一级大型国企，此次项目受关注程度高，项目将成为互联网企业和传统企业的合作样本工程，也将成为钢铁企业产业升级的标杆类项目。公司盈利能力、运营管理能力均将得到长足的抬升。

### 3.4、首批机柜销售情况良好，公司 IDC 业务转化成利润确定性高

**IDC 建设如火如荼，数字经济成为主要利润增长点。**从公司当前规划及已建成项目落地情况来看，一期工程已建成的 1,500 余个机柜销售情况良好，预计今年二季度产生利润。二期工程进度明显加快，首批约 4,500 余个机柜落地时间缩短

为 0.5-1 年，预计在 2020 年四季度产生利润。剩余 5,000 余个机柜预计在 2021 年产生利润。

**绑定大型互联网企业，公司向头部 IDC 三方运营商看齐。**公司与合作伙伴的合作规模预计突破一、二期项目机柜数量之和。同时公司规划将 IDC 业务打造成为浙江省内最大的 IDC 机柜集群。届时公司保有的 IDC 机柜数量预计突破 2.2 万个，业务体量比肩目前市场上头部 IDC 三方运营企业。

保守估计，此次合作于 2022 年完成首批机柜交付，并产生利润。预计至 2024 年完成所有机柜交付，届时公司 IDC 业务净利润预计成为公司第二大利润来源。上述项目完成后，IDC 业务年净利润预计达到 4.4 亿元，成为公司未来收入和利润的主要增长来源。届时 IDC 业务净利润占比预计超过 50%。

**公司高层坚定迈入数字化升级路径。**公司看好未来核心城市数据中心稀缺性，在数字化转型的道路上大步迈进。公司所有的老厂房基地内具备良好的业务拓展空间，当前规划建设用地占园区面积不足 8%。其所在城市三大电信运营商目前机柜上架率均已超 95%，后续业务由于用地、能耗指标等条件受限，已离开一线城市，往浙中、浙南地区迁移，公司未来业务想象空间巨大。

**公司使用设备优良，后发优势尽显。**公司志在打造华东地区一流的 IDC 三方运营商，在机房设计、设备选用等环节力求精益求精。公司所用制冷、功控、监控等设备均使用国际一流品牌，采用 T3+ 标准采购、建设。公司 IDC 机房满功率运载 PUE 值预计降低至 1.3-1.4，领先行业平均水平。公司产品定价将从设备的高可靠性中充分获益。

### 3.5、公司和主要竞争对手的对比，公司财务盈利能力高于可比公司平均，公司估值低于行业平均，IDC 业务有助提高公司 ROE 水平

#### 3.5.1、公司在各项财务指标对比中占优

公司可比公司中，宝信软件同样依托钢铁企业。宝信软件分为四期建设 IDC 项目。在上海地区约有 26,000 余个机柜。

表5：宝信软件宝之云项目

项目	机柜数量 (个)	投入资金 来源	投入金额 总计	(预计) 完成期	租用客户	租用年限 (年)	服务对象	建设周期 (月)	预计 PBP (年)	预计 IRR
宝之云一期	4000	定增	5.37	2014 年 9 月	上海电信	10	阿里	12	5.51	18.49%
宝之云二期	4000	自筹	5.2	2018 年	上海移动	10	腾讯	16	5.53	18.29%
宝之云三期	9500	定增	11.8	2018 年下 半年	上海电信	10	阿里 腾讯	25	5.64	18.55%
宝之云四期	9000	发债+自筹	25.93	2019-2020 年	中国太保 上海电信	20	中国太保 腾讯	36	6.34	18.54%

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

沙钢股份拟收购全球前五、亚太第二的 IDC 巨头 GlobalSwitch 51% 的股权，利用互联网科技的发展大趋势布局亚太 IDC 数据中心市场。目前公司正在香港、法兰克福等地推进新建数据中心业务，实现境内外数据中心业务系统化发展。GS 作为欧洲和亚太地区的关键枢纽，运营的 13 个数据中心均位于国际一线城市的核

心区域。

其他可比公司中光环新网、数据港、奥飞数据均为国内三方 IDC 运营企业，受市场追捧度高。同时鞍钢、马钢等企业通过入股、收购等方法正在或有意进入 IDC 运营领域。

**表6: 可比公司财务指标对比, 公司盈利水平中等偏上**

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	2019 年营业收入 (亿元)	2019 年 EBITDA (亿元)	2019 年净利润 (亿元)	经营性现金流 (亿元)	投资性现金流 (亿元)	筹资性现金流 (亿元)
600126.SH	杭钢股份	288.41	267.42	21.69	9.33	12.48	-2.12	-4.59
002075.SZ	沙钢股份	305.64	134.75	13.52	9.60	3.04	6.32	-10.67
600808.SH	马钢股份	179.08	782.63	53.18	17.14	78.66	-47.93	-28.23
000898.SZ	鞍钢股份	221.86	1055.87	69.22	17.60	100.20	-32.66	-42.37
000959.SZ	首钢股份	155.51	691.51	97.06	17.54	33.19	-52.23	18.52
600845.SH	宝信软件	502.40	68.49	12.43	9.25	8.87	-9.70	-7.01
300738.SZ	奥飞数据	93.07	8.83	2.05	1.04	1.36	-5.56	2.60
603881.SH	数据港	138.52	7.27	3.49	1.10	1.90	-11.89	8.19
300383.SZ	光环新网	391.19	70.97	15.01	7.96	6.03	-7.52	0.95
	<b>中位数</b>	221.86	134.75	15.01	9.33	8.87	-9.70	-4.59
	<b>平均值</b>	252.85	343.08	31.96	10.06	27.30	-18.14	-6.96

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**表7: 可比公司运营指标对比, 公司估值水平低于行业平均**

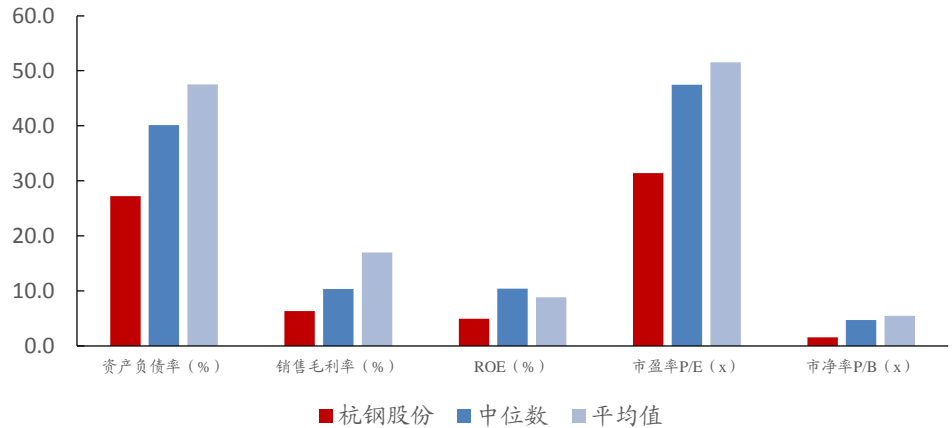
股票代码	公司名称	资产负债率 (%)	销售毛利率 (%)	ROE (平均) (%)	市盈率 P/E (x)	市净率 P/B (x)	IDC 机柜数 (个)	IDC 业务毛利率 (%)
600126.SH	杭钢股份	27.2	6.3	4.9	31.4	1.5	*11,000	-
002075.SZ	沙钢股份	34.7	10.3	11.2	57.8	6.2	-	-
600808.SH	马钢股份	64.3	8.9	4.1	16.6	0.7	*20,000	-
000898.SZ	鞍钢股份	40.2	8.3	3.4	13.1	0.4	*10,000	-
000959.SZ	首钢股份	71.9	10.2	4.8	12.4	0.6	-	-
600845.SH	宝信软件	29.2	30.0	12.9	70.1	8.7	27,000	44.7
300738.SZ	奥飞数据	57.8	20.6	16.5	89.7	13.6	7,200	24.6
603881.SH	数据港	70.5	36.5	10.5	125.5	12.6	28,200	37.6
300383.SZ	光环新网	31.8	21.5	10.4	47.4	4.7	36,000	54.5
	<b>中位数</b>	40.2	10.3	10.4	47.4	4.7	20000	41.1
	<b>平均值</b>	47.5	17.0	8.7	51.6	5.4	19724.3	40.3

资料来源: Wind, 公司官网, 新浪财经网, 可比公司年报, 新时代证券研究所, 带\*号为估算值

公司市值、营业收入、净利润、息税摊销前利润、经营性现金流等指标均位于中位数之上。

公司估值 PE 估值当前为 31.4x, PB 估值为 1.5x, 均远低于可比公司平均水平 and 行业中位数水平。

**图30: 公司主要财务和估值指标与可比公司平均对比(公司 P/E、P/B 低于行业平均水平)**



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3.5.2、杜邦三分法分析, 公司低负债率拉低公司 ROE 水平, IDC 业务高毛利将抬升公司净利润水平

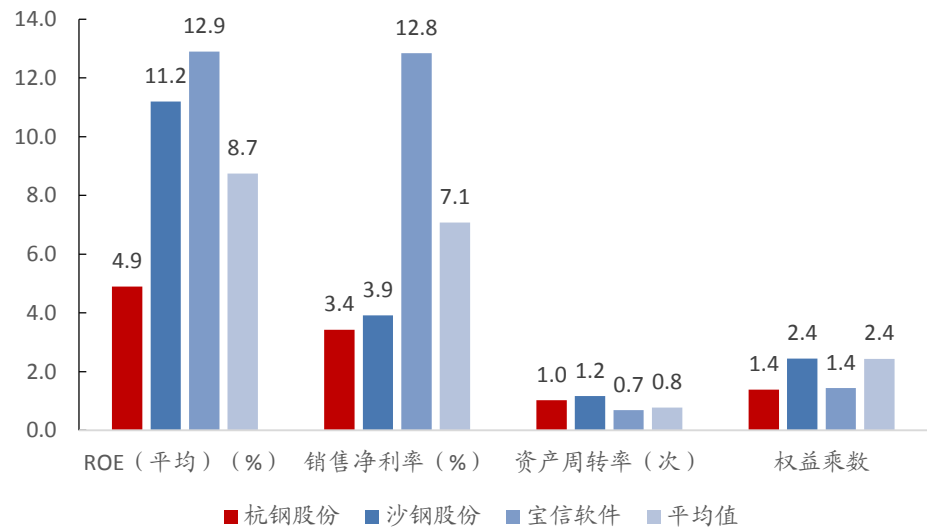
公司当前净资产收益率为 4.9%, 低于可比公司平均值 8.7%。通过三分法分析对比后, 公司资产周转率高于可比公司平均。负债率低于可比公司平均。

公司当前销售净利率低于可比公司平均。但与传统钢铁企业相比, 处于较高水平, 而与 IDC 运营企业相比, 则落后较多。预计公司 IDC 业务将大幅抬高公司未来 ROE 水平。

**表8: 公司与可比公司杜邦三分法对比分析, 负债率低于平均**

股票代码	公司名称	ROE (平均) (%)	销售净利率 (%)	资产周转率 (次)	权益乘数
600126.SH	杭钢股份	4.9	3.4	1.0	1.4
002075.SZ	沙钢股份	11.2	3.9	1.2	2.4
600808.SH	马钢股份	4.1	1.4	1.0	3.0
000898.SZ	鞍钢股份	3.4	1.7	1.2	1.7
000959.SZ	首钢股份	4.8	1.8	0.5	5.3
600845.SH	宝信软件	12.9	12.8	0.7	1.4
300738.SZ	奥飞数据	16.5	11.8	0.7	2.2
603881.SH	数据港	10.5	15.2	0.2	3.1
300383.SZ	光环新网	10.4	11.6	0.6	1.5
	<b>平均值</b>	<b>8.7</b>	<b>7.1</b>	<b>0.8</b>	<b>2.4</b>

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图31: 公司杜邦三分法分析, IDC 业务抬升公司 ROE 水平**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3.6、公司未来增项收入预测, IDC 业务扛起收入增长大旗

公司一期项目落地后,销售情况超预期,机柜已售罄。根据目前行业售价,5KW 机柜含用电量售价预计在 7,000—8,500 元之间,高功率机柜售价更高。公司无 3.5KW 低功率机柜,可支撑 8KW 高功率机柜,也可支撑最高达 30KW 的特种高功率机柜。公司将充分享受高功率设备销售溢价。

我们预计 2020 年公司一期项目将全部产生利润,同时二期首批机柜预计于下半年产生收入。后续二期剩余机柜和与合作伙伴项目机柜预计于 2021 年投产和开始建设。

公司业务落地预计时间节点和业务产生盈利状况测算如下表。其中二期项目第二批机柜于 2020 年下半年启动建设,并于 2021 年上半年投产。互联网合作伙伴项目预计在 2021—2022 年动工,首批机柜预计于 2022 年产生收入。该项目所有机柜预计在 2023 年完工并全部投入使用。

**表9: 公司 IDC 业务未来盈利预测 (单位: 万元)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
一期项目	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
二期第一批	2,000	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
二期第二批	--	5,000	10,000	10,000	10,000	10,000
互联网第一批	--	--	5,000	10,000	10,000	10,000
互联网第二批	--	--	--	5,000	10,000	10,000
总计	4,000	17,000	27,000	37,000	42,000	42,000

资料来源: 新时代证券研究所

预计所有项目于 2024 年产生完整会计年度收入,公司保有机柜数量将超过 2 万个, IDC 业务年营收达 21.12 亿元,业务年净利润预计超过 4 亿元。据公司 2019 年年报披露,公司 2019 年净利润为 9.17 亿元。IDC 业务预计成为公司未



来第二主业。

### 3.7、IDC 业务驱动估值中枢进一步抬升，公司市值预计加快扩张

#### 3.7.1、公司估值倍数预计受益于业务升级继续抬升

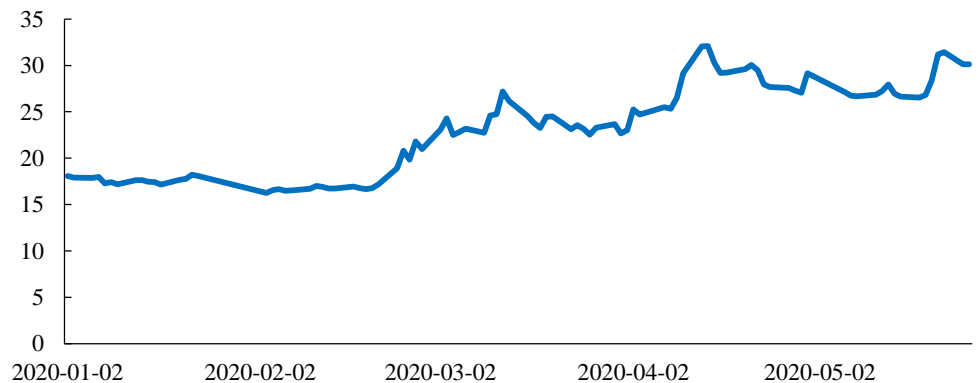
按 2019 年年报披露业绩数据计，公司当前股价对应 PE 值为 30.1x。2019 年底公司对应 PE 值为 18x。公司业务数字化升级已开始推动公司估值抬升。

可比公司中沙钢股份当前 PE 值为 57.8x，公司预计收购全球第三大 IDC 运营商 Global Switch（以下简称 GS）51% 的股份。目前相关收购正在洽谈中。GS 经估算拥有 488 兆瓦机柜用电功率，按 1.4 较低 PUE 值估算，约能支撑 7 万个 5KW 标准机柜满负荷运行。按机柜数量测算，公司未来估值仍有提升空间

行业龙头宝信软件背靠宝物集团，宝之云项目四期建设完成后，在上海地区约有 2.6 万个机柜。宝信软件当前 PE 值为 70.1x。

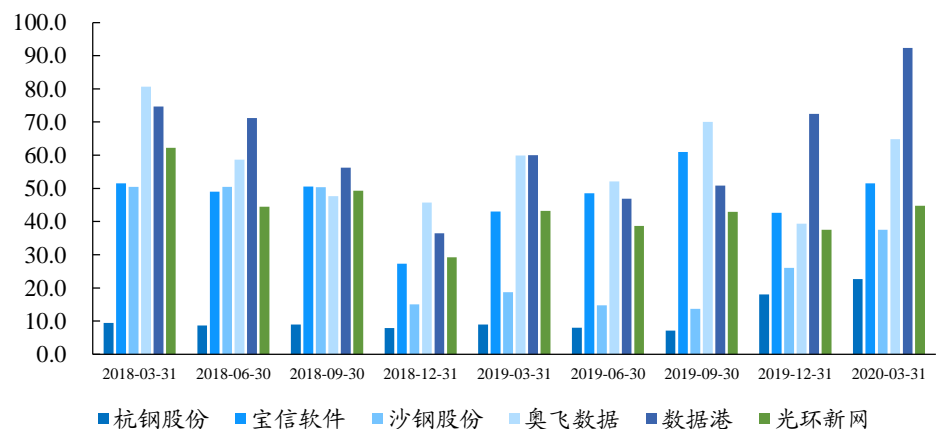
行业中其余三方 IDC 运营企业中，数据港估值为 92x，奥飞数据为 65x，光环新网为 45x。（以上数据取各家公司一季度报数据。）公司当前 PE 水平虽已有抬升，预测未来估值中枢仍有上行空间。

**图32： 公司 2020 年初至今 PE 估值抬升至 30x**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图33： 公司估值尚未完全体现 IDC 业务价值，PE 估值低于可比公司**

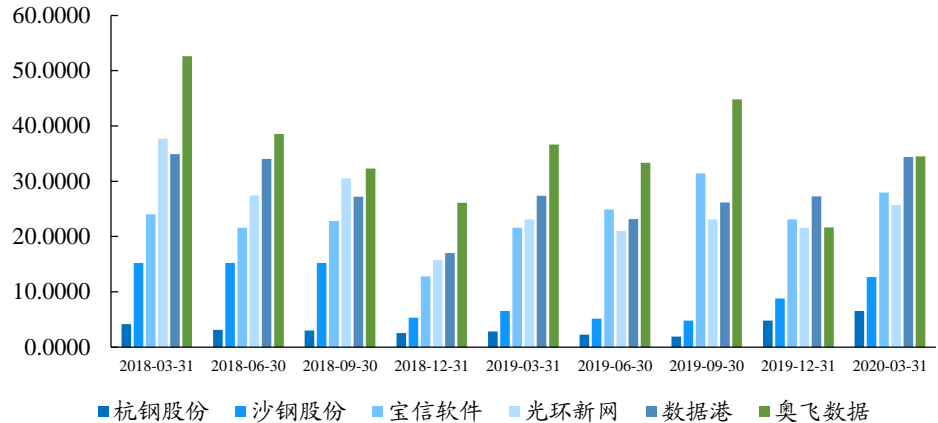


资料来源：Wind，新时代证券研究所

IDC 行业由于其重资产运营模式，采用 EV/EBITDA 估值方法能更好体现公司估值和盈利能力水平。

2020 年国内三方 IDC 厂商 EV/EBITDA 倍数已在 25x—35x 之间，国外 IDC 运营商 EV/EBITDA 倍数在 16x—20x 之间。公司当前 EV/EBITDA 估值为 6.5x，即使对标国外 IDC 运营公司估值水平，公司当前仍处于估值洼地。

**图34： 公司估值尚未完全体现 IDC 业务价值，估值低于可比公司**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

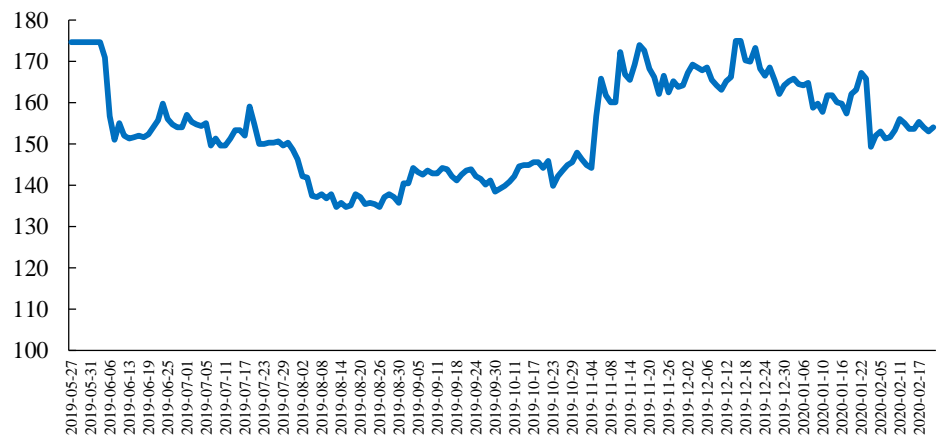
### 3.7.2、公司 IDC 业务收入预计快速攀升，公司净资产规模加速扩张。

按公司中短期 2.2 万个机柜数量测算，IDC 业务年销售额预计突破 21 亿元，采用行业平均净利率水平测算公司未来 IDC 净利润预计达到 4.4 亿元。

按行业 PE 平均估值水平，未考虑公司未来产能扩张计划和能力，公司 IDC 业务部分估值预计突破 200 亿元。

我们取公司 2020 年 2 月 20 日前一年公司市值的平均值作为公司剔除 IDC 业务的估值，(公司一期项目于 2019 年底完工。)市值约为 154 亿。

**图35： 公司经营 IDC 业务前市值**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司未来 IDC 业务预计赶超公司其他业务之和，成为第一大业务板块，助力

公司净资产规模加速扩张。

## 4、公司借助 IDC 业务盈利能力将逐年稳步攀升

### 4.1、公司盈利预测及假设一二期项目将如期落地，三期项目未来可期

我们预计公司 IDC 二期机柜落地交付后，仍将使用一期机柜销售策略，销售价格保持稳定。

预计公司二期项目将如期交付，（具体交付时间节点请见前文分析）。同时我们认为公司与战略合作伙伴的相关数据中心合作内容将如期落地，为公司带来第三期项目的收入。

受行业景气度高及公司产品稀缺性强，我们预计公司 IDC 产品毛利率将维持行业平均水平或者略高于平均水平。公司预计在三期项目使用更多高功率机柜设备，净利润预计略高于行业平均水平。

预计公司 2020 年 IDC 业务保持高景气高增长，公司钢铁业务、环保业务、贸易业务均维持较低水平增长。IDC 业务预计产生 4,000 万收入，其余业务增长率为 3%、5% 和 5%。2021 年和 2022 年 IDC 业务继续高增长，增幅为 41.5% 和 46.5%，其余业务仍维持原有低增长水平。

公司首批机柜毛利率受前期利旧厂房改造等因素固定资产折旧较少，2020 年预计毛利率高于行业平均水平，约为 50%。后期逐年降低，2021 年和 2022 年分别为 40% 和 45%。

预计公司 2020 年归母净利润为 10.46 亿元，2021 年为 11.54 亿元，2022 年为 13.07 亿元，对应 EPS 为 0.28 元、0.31 元和 0.35 元。

## 5、估值水平与投资评级

### 5.1、相对估值

我们采用 PE、PB 两种方法、通过公司历史均值和可比公司均值两个维度，共四种方法对公司进行相对估值。在 A 股市场中，我们选取沙钢股份、宝信软件、数据港等八家上市公司作为可比公司，取其平均一致预期未来 PE、PB 作为比值倍数进行估值

#### 5.1.1、与公司自身历史比较相对估值

公司历史平均 PE 为 131.09 倍，历史平均 PB 为 2.99 倍。预测 2020 年公司 EPS 为 0.28，2021 年公司 EPS 为 0.31，2022 年公司 EPS 为 0.35。对应股价分别为 36.28 元、40.06 元和 45.32 元。

公司历史平均 PB 为 1.99，预测 2020 至 2022 年 BPS 分别为 5.95、6.26、6.61。预测 2020 年公司股价为 11.84 元，2021 年为 12.46 元，2022 年为 13.15 元。

我们认为公司历史 PE 值波动较大，且钢铁行业作为重资产行业采用 PB 估

值较为合适。选取 PB 估值法为公司估值方法。

### 5.1.2、与可比公司比较相对估值

我们选取八家同行业 IDC 上市公司作为对比，其中沙钢、马钢、鞍钢与首钢均为钢铁企业附带有 IDC 业务，宝信软件等其余企业为三方 IDC 运营公司，与公司的经营产品基本一致，具有可比性。

相对估值法下，八家可比公司的 PE 均值为 37.8 倍（剔除最高和最低估值倍数），我们给予上下 10% 的浮动空间，得出公司价格为 9.52-11.64 元。

可比公司 PB 的均值为 2.36 倍，（考虑奥飞数据、数据港等 BP 值偏离均值较大，不具参考价值，予以剔除。）我们给予上下 10% 的浮动空间，得出公司价格区间为 12.63-15.43 元。

表10: 可比公司的 PE、PB 比较

公司名称	收盘价		EPS					PE			CAGR	PEG	PB	市值
	2020/5/26	18 年	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E	-3/2017	-2017		亿元	
杭钢股份	9.01	0.57	0.27	0.28	0.31	7.86	17.99	31.82	28.86	8.16%	-0.34	1.59	304	
沙钢股份	14.1	0.53	0.24	0.33	0.45	15.06	26.00	33.02	24.27	33.96%	-0.47	6.14	311	
马钢股份	2.44	0.77	0.15	0.20	0.23	4.48	20.96	12.18	10.54	-2.81%	-0.26	0.69	187.9	
鞍钢股份	2.45	1.1	0.19	0.18	0.25	4.67	17.63	13.50	9.88	3.41%	-0.23	0.44	230	
首钢股份	2.93	0.45	0.24	0.11	0.13	8.21	14.92	26.05	21.74	46.12	-0.31	0.57	155	
宝信软件	56.66	0.76	0.77	0.98	1.21	27.34	42.67	57.80	46.65	37.85	0.43	9.79	646	
奥飞数据	49.10	0.89	0.88	0.85	1.12	45.69	39.34	57.48	43.89	23.15	0.5	13.05	98	
数据港	68.80	0.68	0.52	0.72	1.24	36.47	72.43	94.57	54.73	12.15	-3.18	12.85	144.9	
光环新网	25.86	0.43	0.53	0.66	0.83	29.23	37.54	38.90	30.88	34.99	1.59	4.65	399	

资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为采用可比公司法中参考了 IDC 业务的估值溢价，采用 PE 倍数法可以较好反馈公司未来业务估值。

### 5.1.3、相对估值结论

如上所述，我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 0.28 元、0.31 元、0.35 元，公司 2020-2022 年 BPS 为 5.95、6.26、6.61。

综合考虑公司重资产行业属性，采用 PB 估值方法更加合适。同时公司所在行业 IDC 业务处于行业景气度上升阶段，公司盈利能力加强，估值预计抬升。

我们结合公司自身历史平均 PB 和 可比公司平均 PB 估值方法结论，认为公司相对法估值区间为 9.52-11.64 元。

## 5.2、绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	6
长期增长率	3%
无风险利率 Rf	3%
$\beta(\beta\text{levered})$	1.1

Rm-Rf	7%
Ke(levered)	10.7%
税率	18.44%
Kd	5.13%
WACC	0.91

资料来源：新时代证券研究所

FCFE 估值	数值 (百万)
股权价值	46287.29
总股本	3377.19
每股价值(元)	13.71 (元)

资料来源：新时代证券研究所

### 5.3、估值结论与投资评级

通过相对估值法和绝对估值法，我们认为股价合理区间为 9.52-11.64 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### 5.4、股价驱动因素

数据流量持续增长，一线城市 IDC 机柜稀缺性将持续。公司 IDC 业务储备资源丰富，公司未来 IDC 机柜数量预计持续增长，推动公司盈利不断增长。

短期股价催化剂：公司与大型互联网企业签订战略合作协议，公司短期业绩预计超预期增长。

## 6、风险分析

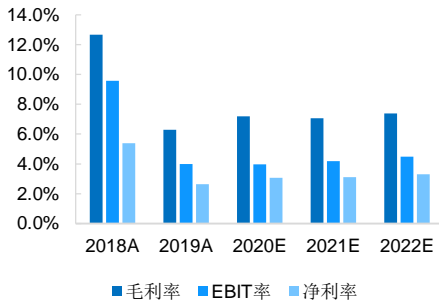
公司与战略伙伴战略合作内容尚未明确，合作模式尚不清晰，公司有订单落地不达预期的市场风险。

如战略伙伴选择租用公司土地、机房并自建 IDC 机房等浅层次合作模式，则会对公司未来收入产生较大影响。

公司钢铁业务需求侧面临宏观经济下行的市场风险。当前公司钢铁业务收入仍占公司业务收入 50% 以上，钢铁业务营收下滑或毛利率下滑短期会对公司盈利产生较大影响。

## 附：财务预测摘要

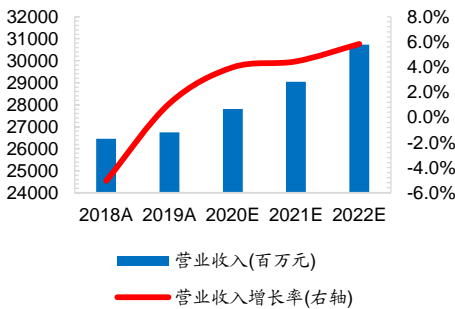
### 1、毛利率、EBIT率、净利率



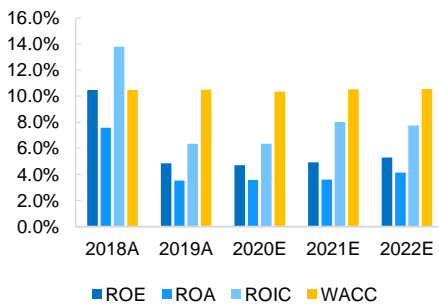
### 2、净利润及其年度增长率



### 3、营业收入及其年度增长率



### 4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26450	26742	27806	29043	30737
营业成本	23098	25059	25807	26993	28467
折旧和摊销	1449	1272	1255	1341	1443
营业税费	181	96	141	148	158
销售费用	27	30	25	27	31
管理费用	416	395	610	554	549
财务费用	-159	-273	-134	-261	-343
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	55	106	49	61	68
营业利润	2682	1226	1301	1499	1717
利润总额	2662	1219	1299	1490	1707
少数股东损益	20	15	13	14	17
归属母公司净利润	1938	918	1046	1155	1307

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	25808	26342	29623	32322	31891
流动资产	11203	11387	14476	17455	17161
货币资金	5779	6441	9459	12146	11356
交易型金融资产	0	280	70	88	109
应收帐款	166	222	68	266	97
应收票据	1779	422	2228	750	2354
其他应收款	39	40	131	14	110
存货	1913	1881	1322	2514	1593
可供出售投资	10	0	7	7	6
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	6	8	26	46	74
固定资产	8969	9137	8721	8302	7998
无形资产	4132	4200	5023	5151	5323
总负债	7107	7166	7133	8664	6910
无息负债	6285	6382	5587	7852	6193
有息负债	821	784	1546	812	717
股东权益	18701	19176	22489	23658	24981
股本	3377	3377	3779	3779	3779
公积金	10268	10122	11974	11974	11974
未分配利润	4319	4859	5409	6084	6805
少数股东权益	210	214	227	241	257

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2438	1248	1040	4179	221
净利润	1957	933	1059	1169	1323
折旧摊销	1449	1272	1255	1341	1443
净营运资金增加	466	-854	1076	-1991	2133
其他	-1435	-103	-2350	3661	-4678
投资活动产生现金流	-501	-212	-1172	-1018	-1259
净资本支出	453	829	334	-351	-171
长期投资变化	-243	838	-17	-35	-28
其他资产变化	-291	1456	-856	-1404	-1458
融资活动现金流	-366	-459	3150	-473	247
股本变化	779	0	402	0	0
债务净变化	-610	59	-32	1531	-1754
无息负债变化	-408	97	-795	2265	-1659
净现金流	1586	609	3018	2688	-790

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-5.0	1.1	4.0	4.4	5.8
净利润增长率	8.1	-52.3	13.5	10.3	13.2
EBITDA 增长率	20.1	-41.3	1.0	8.3	10.5
EBIT 增长率	18.1	-58.0	3.8	10.0	13.7
<b>估值指标</b>					
PE	8.5	8.5	27.6	25.0	22.1
PB	0.9	0.9	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.9	11.4	10.4	8.3	7.7
EV/EBIT	10.9	24.9	22.2	17.4	15.8
EV/NOPLAT	14.8	32.6	27.2	22.1	20.4
EV/Sales	1.0	1.0	0.9	0.7	0.7
EV/IC	1.4	1.3	1.0	0.9	0.9
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	12.7	6.3	7.2	7.1	7.4
EBITDA 率	15.1	8.7	8.5	8.8	9.2
EBIT 率	9.6	4.0	4.0	4.2	4.5
税前净利润率	10.1	4.6	4.7	5.2	5.6
税后净利润率 (归属母公司)	5.4	2.6	3.1	3.1	3.3
ROA	7.6	3.5	3.6	3.6	4.1
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.5	4.9	4.7	4.9	5.3
经营性 ROIC	13.8	6.4	6.3	8.0	7.7
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.8	1.8	2.2	2.1	2.6
速动比率	1.2	1.1	1.8	1.6	2.1
归属母公司权益/有息债务	22.5	24.2	14.4	28.8	34.5
有形资产/有息债务	24.6	26.2	15.0	31.7	35.1
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.57	0.27	0.28	0.31	0.35
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.81	0.80	0.28	1.11	0.06
每股自由现金流(FCFF)	0.92	0.81	0.20	1.23	0.15
每股净资产	5.48	5.61	5.89	6.20	6.54
每股销售收入	7.83	7.92	7.36	7.69	8.13

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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



## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

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

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

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b> 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>