

## 投资评级 优于大市

### 市场表现



资料来源：海通证券研究所

### 相关研究

《上半年业绩维持高增长，全球估值类比处中低水平》 2018.07.14

《探寻全球视角，中国云计算链条勃发在即》 2018.06.18

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

联系人:张峥青

Tel:(021)23219392

Email:zzq11650@htsec.com

# 全球 IDC 重点企业研究系列之万国数据： 中国第三方 IDC 龙头企业步入黄金增长期

## 投资要点：

- **全球数据中心市场呈现出加速扩张的趋势。**据 Synergy Research, 2018Q1 全球超大规模数据中心运营商资本支出同比增长 80%、环比增长超过 20%至 270 亿美元, 呈现跨周期增长。目前全球大型数据中心数量已达 420 个, 截至 2017 年, 美国拥有全球 44% 的大型数据中心。其次是中国、日本和英国, 三者合计占 20%。根据思科预测, 随着中国、印度和马来西亚逐步开放数据中心, 预计到 2021 年, 亚太地区超大规模数据中心全球占比将上升到 39%; 超大规模数据中心内部流量相较于 2016 年或将增加 4 倍, 占有 IDC 内部流量的 55%。
- **中国数据中心市场有很大的成长空间。**根据万国数据招股说明书援引自 451 Research 的数据, 2015 年底时, 美国市场的数据中心机房面积与 GDP 之比为 20.7 平方米/亿美元, 而中国仅为 10.7 平方米/亿美元。在中国互联网行业的高速发展下, 中国的 IDC 市场规模增速远高于全球水平。据 IDC 数据, 2017 年中国 IDC 市场总规模为 946.1 亿元, 同比增速 32.4%。预计 2018 年市场规模将超过 1200 亿元 (+27%), 2020 年将超过 2000 亿元 (2018-2020 年复合 +29%)。第三方数据中心 (如万国数据) 相较于运营商 IDC, 具有更高的灵活性、安全性和可靠性, 未来发展将更具潜力。根据万国数据招股说明书, 2015 年时, 我国运营商专用数据中心签约面积 23.8 万平方米, 运营商中立 (第三方) 数据中心签约面积 16.5 万平方米, 相比于 2010 年, 两种类型数据中心签约面积的年复合增速分别为 18.94% 和 51.03%。
- **万国数据的发展历程大致可分为三个阶段。**2001 年, 万国数据从灾备和 IT 管理服务起家, 从设备安全的角度为客户提供基础服务, 获得了金融类客户的认可。2008 年起, 公司迎合云计算的发展趋势, 从自身传统优势出发, 把设备安全的思维扩展到了数据中心的基础建设, 与多家互联网巨头展开合作。2016 年至今, 公司不断开拓创新, 并于 2016 年 11 月 2 日在美国纳斯达克上市。
- **股东背景雄厚, 公司处于快速成长期。**万国数据目前股东包括 STT GDC (新加坡科技电信媒体公司子公司, 持股 34.91%), 黄伟 (创始人, 持股 7.83%), 软银中国资本 (持股 7.20%), CyrusOne (一家美国 IDC 厂商, 持股 6.38%) 和平安保险集团 (持股 6.29%)。2017 年公司营业收入达 16.16 亿元, 同比增长 53.05%, 相比于 2014 年的 4.68 亿元增加了两倍多, 年复合增速达 51.12%。2017 年息税折摊前利润 (EBITDA) 5.12 亿元, 同比 +89.38%, 快速成长。

## 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2017	2018E	2019E	上期	本期
300383	光环新网	0.30	0.47	0.67	增持	增持

资料来源: Wind, 海通证券研究所

- **签约面积持续攀升，重点城市布局构筑区位优势。**截至 2018Q1，公司数据中心的总签约面积达 122819 平方米，同比增加 79.79%。其中运营中数据中心签约面积为 97068 平方米，签约率达 93.8%，预签约在建数据中心面积 25751 平方米。2018Q2 目前有总面积约 20116 平方米的新建项目，在建面积增至 60473 平方米。公司数据中心主要分布在上海、深圳、北京、广州和成都等一线需求旺盛地区，以及为阿里集团在河北省建设的数据中心园区（机房面积近 15000 平方米）。
- **掌握优质客户资源，战略合作促进共同发展。**公司下游客户分为四类：云生态（阿里云，腾讯云等；签约面积占比 58%），金融产业生态（银行，券商，基金，保险公司等；签约面积占比 13%），互联网和 AI 生态（百度，滴滴，携程等；签约面积占比 21%）和企业 IT 系统和数据系统（外资客户在中国的数据支撑；签约面积占比 8%）。战略合作方面，万国数据结盟阿里云进军混合云领域，协同优质股东 STT GDC 实现 IDC 战略对接，联手全球领先的数据中心运营商 CyrusOne 展开资源共享。
- **对标 Equinix，北美第三方 IDC 龙头高速增长。**Equinix 是一家全球数据中心提供商，主要提供数据中心主机托管、互联与连接性服务，以及基础设施解决方案。其成立于 1998 年，2002 年 12 月 31 日在纳斯达克上市。据数据猿网站援引自 451 Research 的数据，2017 年其在全球数据中心市场份额为 9.5%，远远高于排名第二 Digital Realty Trust（5.7%）。截至 2017Q4，Equinix 保持了第 61 个季度营收连续增长，创下了标普 500 的公司连续营收增长时间长度之最。2017 年公司实现营业收入 43.68 亿美元（+21%），归母净利润为 2.33 亿美元（+84%）。截至 2018 年 7 月 29 日，公司股价相比上市首日收盘价增幅超过 8900%。Equinix 的全球互连平台已投资超过 190 亿美元，全球数据中心超过 190 个，占地超过 180 万平方米，覆盖 48 个市场，24 个国家和地区。客户覆盖 46% 的财富 500 强企业，大客户如 Amazon Web Services、Microsoft Azure、Google Cloud Platform、IBM SoftLayer、Oracle Cloud 和 VMware vCloud Air 等。
- **投资建议。**建议关注万国数据（GDS.O），作为国内第三方 IDC 龙头企业，拥有领先的数据中心规模和优质的客户资源，并在国内重点城市实现全面的 IDC 布局，能够更好的响应客户需求，区位优势显著。公司有望在云计算行业快速发展的背景下，迈入高速成长期。同时重点推荐同行业中的 A 股上市公司光环新网（300383.SZ），作为国内优质 IDC 龙头，公司 2013-2017 年 IDC 及其增值服务的营业收入复合增长率达 39.16%，并于近期拟收购科信盛彩为全资子公司，加码北京 IDC 业务区域竞争力。我们认为公司 IDC 资源储备丰厚，未来业绩高速增长确定性强。伴随 AWS 云计算和无双科技 SAAS 的业务加速发展，公司的成长空间将进一步打开。我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 64.82 亿元（+58.97%）、95.61 亿元（+47.51%）、135.26 亿元（+41.47%），归属于公司股东的净利润分别为 6.75 亿元（+54.95%）、9.74 亿元（+44.14%）、12.96 亿元（+33.14%），对应 EPS 分别为 0.47、0.67 和 0.90 元。给予其 2018 年 35-44 倍 PE，对应合理价值区间 16.45-20.68 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**国内 IDC 厂商竞争加剧；云计算行业发展不及预期。

## 目 录

1. 全球 IDC 行业发展走向稳定，国内 IDC 产业加速赶超 .....	7
1.1 IDC 行业介绍 .....	7
1.2 全球数据中心市场已崛起，超大规模数据中心运营商资本支出创新高 .....	7
1.3 互联网发展带动国内需求高企，第三方 IDC 有望快速成长 .....	9
2. 万国数据：国内第三方 IDC 龙头，专注数据中心服务 .....	10
2.1 从金融 IT 服务商到互联网巨头战略伙伴，IDC 领军企业成长进行时 .....	10
2.2 收入规模持续扩张，EBITDA 表现亮眼 .....	12
3. 区位优势及客户资源锁定龙头地位，战略合作完善产业布局 .....	13
3.1 把握市场需求扩建数据中心，合理布局享区位优势 .....	13
3.1.1 PUE 水平较低，铸造国内领先高性能 IDC .....	13
3.1.2 数据中心签约面积持续上升，单位盈利水平稳定 .....	13
3.1.3 结合市场需求战略性布局，享受区位优势 .....	15
3.2 掌握优质客户资源，共享下游产业成长 .....	16
4. 对标 Equinix：北美第三方 IDC 龙头高速增长 .....	18
4.1 规模优势铸就数据中心帝国 .....	19
4.2 海外拓展步伐从未停息 .....	20
5. 总结与投资建议 .....	21
5.1 投资建议 .....	21
5.2 光环新网：国内优质 IDC 龙头，整合云计算资源协同发展 .....	21
5.3 行业公司估值比较 .....	23
5.4 风险提示 .....	23

## 图目录

图 1	全球 IDC 市场规模（亿美元）及增速.....	8
图 2	超大规模供应商运营的大型数据中心分布（2017.12）.....	8
图 3	超大规模数据中心建设增长情况（2015-2021 年）.....	9
图 4	2021 年超大规模数据中心占比趋势.....	9
图 5	中国网民规模和互联网普及率.....	9
图 6	中国移动互联网接入流量与月户均流量.....	10
图 7	中国 IDC 市场规模及增速.....	10
图 8	2010-2018E 中国高可用数据中心签约面积（千平方米）.....	10
图 9	万国数据发展历程.....	11
图 10	万国数据所获荣誉.....	11
图 11	万国数据主要股东（截至 2018.07.02）.....	12
图 12	2014-2017 年公司营业收入及增速.....	12
图 13	2014-2017 年公司营业收入构成（百万元）.....	12
图 14	万国数据主要服务内容.....	12
图 15	2014-2017 年公司归属普通股股东净利润及增速.....	13
图 16	2014-2017 年公司经调整 EBITDA 及增速.....	13
图 17	2015Q1-2018Q1 数据中心建造情况（千平方米）.....	14
图 18	2016Q3-2018Q1 万国数据资本支出情况（百万元）.....	14
图 19	2018Q1-Q2 数据中心建造进程（平方米）.....	14
图 20	2015Q1-2018Q1 数据中心签约面积（千平方米）.....	15
图 21	2015Q1-2018Q1 数据中心签约率情况.....	15
图 22	2015Q1-2018Q1 数据中心使用面积情况.....	15
图 23	2016Q1-2018Q1 公司 MSR（元/平方米/月）.....	15
图 24	公司数据中心一线城市地理分布（北京&上海）.....	16
图 25	公司数据中心一线城市地理分布（成都&广州&深圳）.....	16
图 26	2016 年公司各领域客户签约面积占比（%）.....	17
图 27	2017 年公司各领域客户签约面积占比（%）.....	17
图 28	2018Q1 年公司各领域客户签约面积占比（%）.....	17
图 29	2016 年公司前五名客户占比情况（%）.....	18
图 30	2017 年公司前五名客户占比情况（%）.....	18

图 31	2008-2017 年 Equinix 营收及归母净利润（百万美元） .....	19
图 32	Equinix 上市以来股价（美元） .....	19
图 33	Equinix 全球数据中心覆盖城市 .....	20
图 34	2013-2017 年光环新网 IDC 业务营业收入（百万元） .....	22
图 35	2013-2017 年光环新网 IDC 业务毛利率 .....	22

## 表目录

---

表 1	全球 IDC 市场发展历史 .....	7
表 2	2017 年底公司数据中心面积区域分布（平方米） .....	16
表 3	Equinix2017 年以来并购大事件 .....	20
表 4	光环新网已建成数据中心情况 .....	22
表 5	IDC 行业可比上市公司估值对比 .....	23



# 1. 全球 IDC 行业发展走向稳定，国内 IDC 产业加速赶超

## 1.1 IDC 行业介绍

数据中心行业（IDC），是指设计用于容纳服务器，存储和网络设备的专用场地，并提供关键任务业务应用程序，数据和内容。数据中心一般会布局在电力和网络资源附近，以支持计算设备的运行。由于其往往为客户的关键任务提供基础设施支撑，数据中心必须保证持续运作，因此监控和网络安全对数据中心非常重要。数据中心连续运作的能力通过电力基础设施（电池和发电机），专用冷却设备（计算机房空调机组），环境控制系统和安全系统共同辅助实现。这些关键的基础设施和系统组件都需要大量的资本支出。

一般来说，数据中心可以由企业自行建造和运营，也可以外包给第三方托管服务提供商。如今越来越多的企业将数据中心基础设施外包给第三方托管服务提供商，以避免大量与建设设施相关的资本开支，同时还可以获得第三方托管服务厂商更高质量的基础设施和 IT 服务。第三方托管服务厂商可以为不同类型的客户提供服务，满足不同的空间、功率和配置要求。凭借这种灵活性，托管提供商在为客户提供更专业、高效的数据中心的解决方案的同时，还能实现规模经济。托管服务通常包括核心数据中心服务（如空间和电力），附加增值服务（如远程维护人员），与其他设备租户交叉连接以及管理服务（如业务连续性和灾难恢复），网络管理服务等等。

与标准数据中心不同，高性能数据中心能够为客户提供更高水平的功率密度、可用性和效率。根据 451 Research，高性能数据中心的设计和构建旨在实现高水平的基础设施可用性。发达国家和地区市场通常将等于或高于三级（Tier III）（由 451 集团旗下的 Uptime 协会制定的标准）的数据中心指定为高性能数据中心。鉴于中国市场的成熟度不同，高性能数据中心通常是根据当地标准，达到五星级、A 级标准或三级以及更高标准的数据中心。由于企业客户越来越多地将涉及企业关键任务的基础设施托管工作交付给数据中心，高性能数据中心对客户而言变得越发有价值。

## 1.2 全球数据中心市场已崛起，超大规模数据中心运营商资本支出创新高

全球 IDC 市场兴起于上世纪 90 年代初期，目前正处于发展的第三阶段。随着各个阶段客户需求和技术的发展，主要业务类型从主机托管、网站托管逐步转型为新型网络服务，服务内容也向大型化、虚拟化和综合化方向发展。

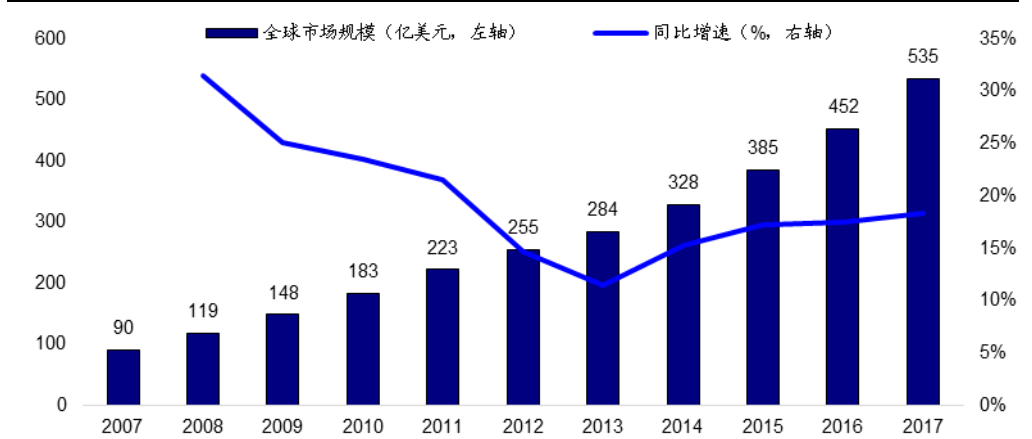
当前数据中心服务市场主要发展特点为大规模新建数据中心以及改建部分原有数据中心。由于多国政府在政策上的大力鼓励，将网络数据与信息资源看成影响国家科技创新和产业发展的战略性资源和核心竞争力的重要体现，全球 IDC 市场规模扩张迅速，据 IDC 圈，至 2017 年底市场规模达到 534.7 亿美元，同比增长 18.3%。

表 1 全球 IDC 市场发展历史

阶段	时间	主要业务类型	服务内容
第一阶段	二十世纪九十年代早期	主机托管	场地、电力、网络带宽、通信设备等基础资源和设施的托管和维护服务，多由基础电信运营商提供
第二阶段	二十世纪九十年代中期至 2004 年	主机托管、网站托管	主机托管服务，同时也提供包括数据存储管理、安全管理、网络互联、出口带宽的网络选择等服务，成为 IT 基础设施的核心
第三阶段	从 2005 年开始至今	传统的数据中心业务和各种新型网络应用服务	数据中心概念被扩展，大型化、虚拟化、综合化数据中心服务是主要特征，更注重数据存储和计算能力的虚拟化、设备维护管理的综合化，采用高性能基础架构，实现资源按需提供服务，并通过规模化运营降低能耗

资料来源：数据港招股说明书，海通证券研究所

图1 全球 IDC 市场规模（亿美元）及增速



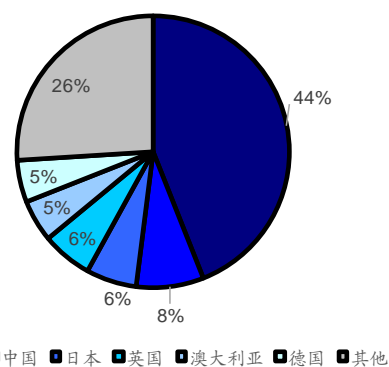
资料来源：IDC 圈，海通证券研究所

全球数据中心市场呈现出加速扩张的趋势。根据 Synergy Research 的最新数据，**2018Q1 全球超大规模数据中心运营商资本支出同比增长 80% 至 270 亿美元**。往年资本支出在 Q4 出现季节性高位后，会在随后的 Q1 出现下滑，但 2018Q1 的环比增幅超过 20%。大部分超大规模数据中心的资本支出都用于大型数据中心的建设和扩建，**目前全球大型数据中心数量已达 420 个**。

**本地运营商的崛起成为全球大型数据中心的发展趋势**。截至 2017 年，美国拥有全球 44% 的大型数据中心。其次是中国、日本和英国，三者合计占 20%。澳大利亚、德国、新加坡、加拿大、印度和巴西分别占 3-5%。Synergy Research Group 统计显示，全球 24 家大型云服务供应商平均拥有 16 个数据中心，其中分布最广泛的供应商包括亚马逊、微软、IBM 和谷歌，每家公司拥有超过 45 个超大数据中心，且每个地区（北美，拉丁美洲，亚太地区，欧洲，中东和非洲）至少有三个数据中心。其他供应商则主要集中在美国（苹果、Twitter、Facebook、eBay、LinkedIn 和雅虎）和中国（腾讯和百度）。

根据思科报告，随着中国、印度和马来西亚逐步开放数据中心，**到 2021 年，亚太地区超大规模数据中心全球占比将上升到 39%，北美将下降到 35%**。

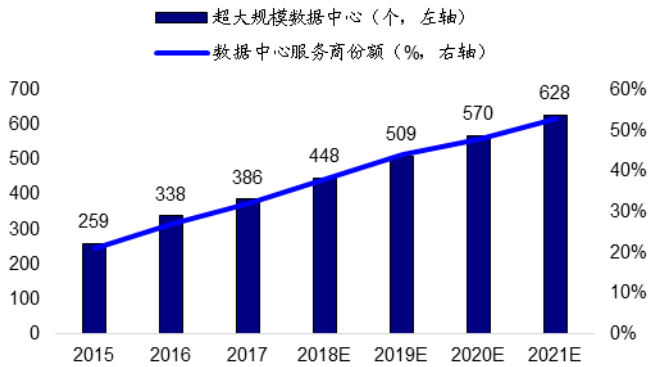
图2 超大规模供应商运营的大型数据中心分布（2017.12）



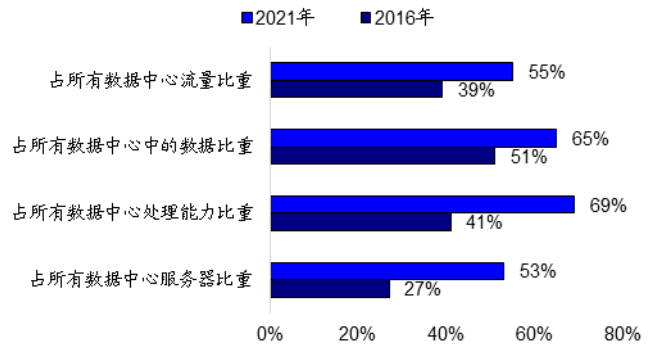
资料来源：Synergy Research Group，海通证券研究所

我们认为，未来超大规模数据中心将在 IDC 数据、流量及处理能力方面发挥越来越重要的作用。根据思科预测，到 2021 年超大规模数据中心数量将从 2016 年的 338 个增长到 628 个，而超大规模数据中心将占全部数据中心服务器安装量的 53%，占公共云服务器安装量的 85%，占公有云负载总量的 87%。到 2021 年，超大规模数据中心内部流量或将增加 4 倍，占有所有 IDC 内部流量的 55%。



**图3 超大规模数据中心建设增长情况（2015-2021年）**


资料来源：Cisco Global Cloud Index（2016-2021），海通证券研究所

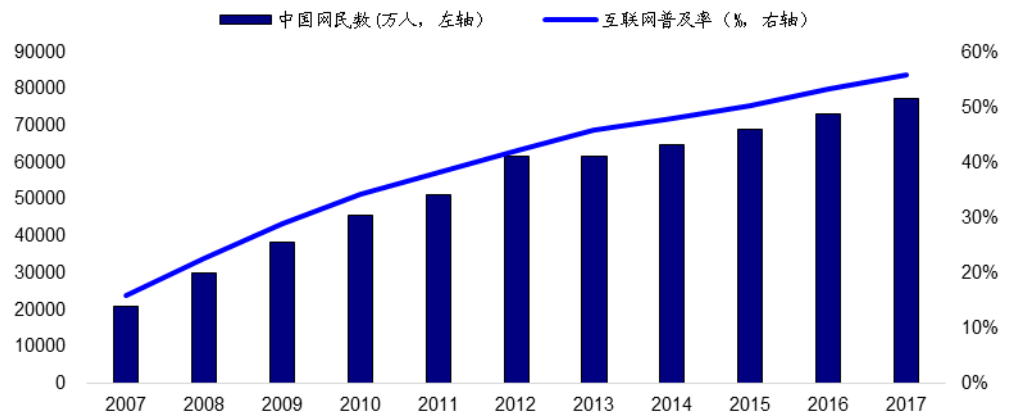
**图4 2021年超大规模数据中心占比趋势**


资料来源：Cisco Global Cloud Index（2016-2021），海通证券研究所

### 1.3 互联网发展带动国内需求高企，第三方IDC有望快速成长

相比于国外市场，中国的数据中心市场仍有很大的成长空间。根据万国数据招股说明书援引自 451 Research 的数据，**2015 年底时，美国市场的数据中心机房面积与 GDP 之比为 20.7 平方米/亿美元，而中国仅为 10.7 平方米/亿美元。**

近年来，我国网民规模继续保持平稳增长。互联网模式不断创新、线上线下服务融合加速以及公共服务线上化步伐加快，成为网民规模增长推动力。截至 2017 年底，我国网民规模达 7.72 亿人，全年共计新增网民 4074 万人。互联网普及率为 55.8%，同比增长 2.6 个百分点。

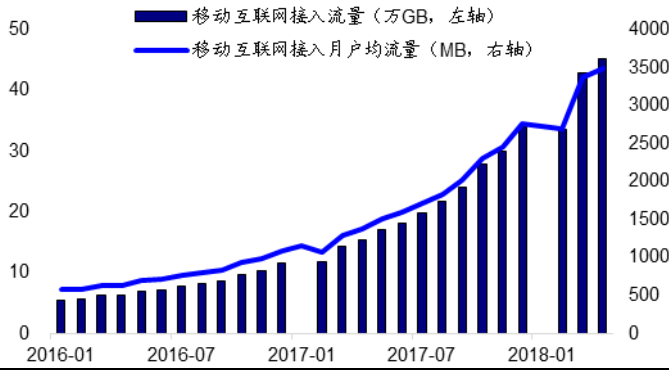
**图5 中国网民规模和互联网普及率**


资料来源：CNNIC，海通证券研究所

人工智能、云计算等新兴领域的发展，推高了国内对网络的需求，使互联网流量持续高增长。到 2018 年 6 月，我国移动互联网接入流量达每月 56.69 亿 GB，同比增长 212.3%；月户均移动互联网接入流量达到 4341.76MB，同比增长 172.9%。

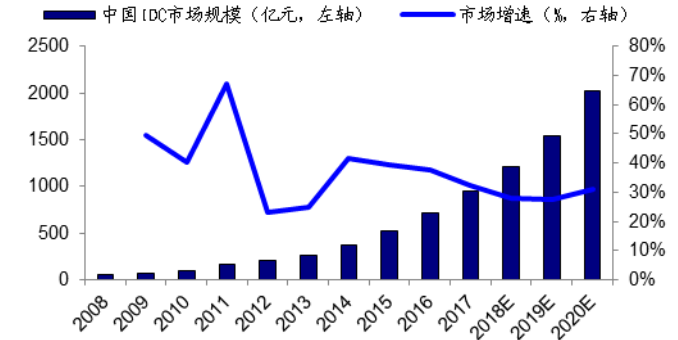
作为数据的产生、传输和存储中心，IDC 行业景气度与互联网行业高度相关，移动互联网、视频和游戏等行业的高速增长，电子商务、直播等垂直行业客户数量及客户业务规模的持续扩大以及传统行业信息化渗透率的提升都将驱动 IDC 市场规模增长。在中国互联网行业的高速发展下，中国的 IDC 市场规模增速远高于全球水平。根据 IDC 圈最新数据，**2017 年中国 IDC 市场总规模为 946.1 亿元，同比增速 32.4%**。IDC 圈预计随着 5G、物联网等终端侧应用场景的技术演进与迭代，终端侧上网需求量将呈现指数级增长，同时对 IDC 的应用场景也将进一步扩大，IDC 市场需求将随之拉升，**2018 年市场规模将超过 1200 亿元，2020 年将超过 2000 亿元。**

图6 中国移动互联网接入流量与月户均流量



资料来源：工信部，海通证券研究所

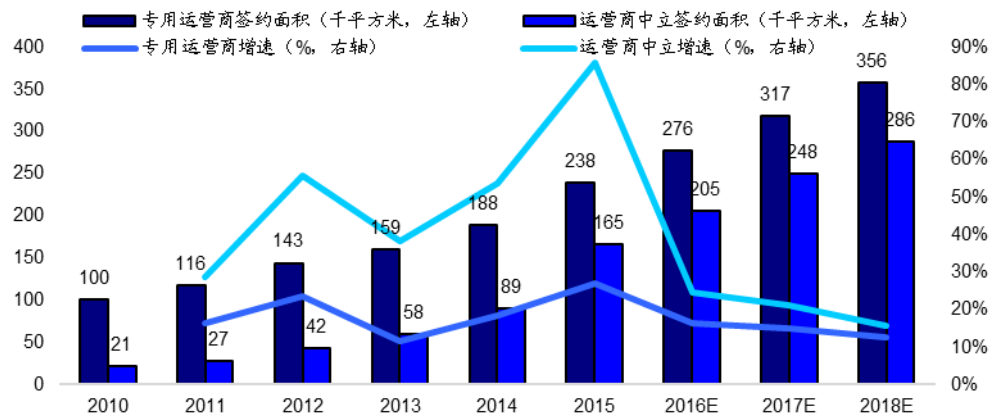
图7 中国 IDC 市场规模及增速



资料来源：IDC 图，海通证券研究所

相比于由三大运营商提供的运营商专用的数据中心，**第三方数据中心（运营商中立，如万国数据）允许企业客户根据需求选择适合的运营商，具有更高的灵活性、安全性和可靠性，未来发展将更具潜力。**根据万国数据招股说明书，2015年时，我国运营商专用数据中心签约面积23.8万平方米，运营商中立数据中心签约面积16.5万平方米，相比于2010年，两种类型数据中心签约面积的年复合增速分别为18.94%和51.03%。

图8 2010-2018E 中国高可用数据中心签约面积（千平方米）



资料来源：万国数据招股说明书，海通证券研究所

## 2. 万国数据：国内第三方 IDC 龙头，专注数据中心服务

目前国内第三方 IDC 领域内的龙头企业有万国数据和光环新网，其中万国数据在全国拥有多家数据中心，分布于国内各经济枢纽区域，具有规模大、电力足、效率高、可靠性强等服务特点。

### 2.1 从金融 IT 服务商到互联网巨头战略伙伴，IDC 领军企业成长进行时

2003 年，包括上市公司创始人黄伟在内的主要股东在开曼群岛成立了万国数据服务有限公司。2006 年，上市主体万国数据控股有限公司依开曼群岛法律成立，注册地开曼群岛，总部位于上海。目前公司已成为中国领先的高性能数据中心运营商，在数据中心领域拥有 17 年的运营经验，为 500 多家国内领先企业提供关键业务所需的数据中心、托管及管理云等 IT 服务。

根据公司官网，公司的发展历程大致可分为三个阶段。2001 年，万国数据从灾备和 IT 管理服务起家，从设备安全的角度为客户提供基础服务，获得了金融类客户的认可。2008 年起，公司迎合云计算的发展趋势，从自身传统优势出发，把设备安全的思维扩展到了数据中心的基础建设，与多家互联网巨头展开合作。2016 年至今，公司不

断开拓创新，并于 2016 年 11 月 2 日在美国纳斯达克上市。

图9 万国数据发展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

如今公司已经发展成为在国内具有领先地位的世界级高性能数据中心服务商，在 IDC 领域获得了广泛认可，载誉累累。2018 年 5 月 3-4 日，在由中国数据中心产业发展联盟主办的第八届中国数据中心产业发展大会中，万国数据及公司工作人员荣获了包括“优秀数据中心”、“数据中心推荐产品/解决方案”、“数据中心风云人物”在内的三项大奖。

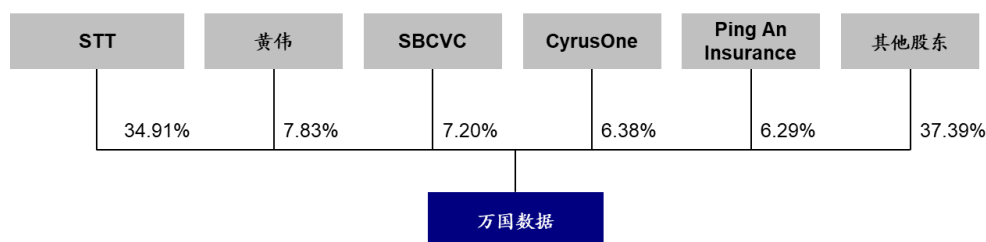
图10 万国数据所获荣誉



资料来源：公司官网，海通证券研究所

截至 2018 年 7 月，公司的主要股东包括 STT GDC（持股 34.91%），黄伟（持股 7.83%），SBCVC（持股 7.20%），CyrusOne（持股 6.38%）和平安保险集团（持股 6.29%）。其中 STT GDC 是新加坡科技电信媒体公司（Singapore Technologies Telemedia, STT）的全资子公司。黄伟是万国数据的创始人、董事长兼 CEO，在中国 IT 服务业有超过 20 年的管理经验。软银中国资本（SBCVC）是一家成立于 2000 年的风投和私募股权基金管理公司，主要投资领域为大中华地区优秀的高成长、高科技企业。CyrusOne 是一家美国的数据中心供应商，拥有全球领先的数据中心服务水平与丰富的运营经验。平安保险集团是国内领先的保险公司，目前已在港交所和上交所完成上市。

图11 万国数据主要股东（截至 2018.07.02）

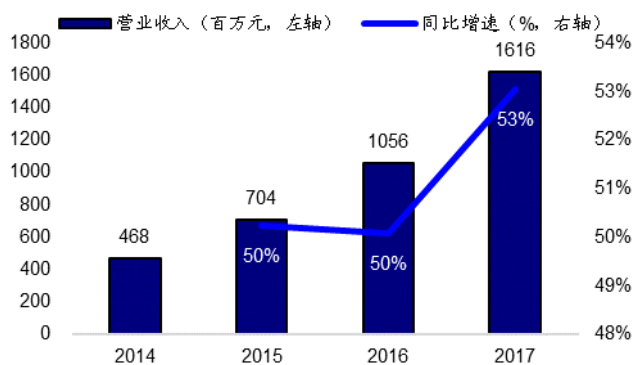


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.2 收入规模持续扩张，EBITDA 表现亮眼

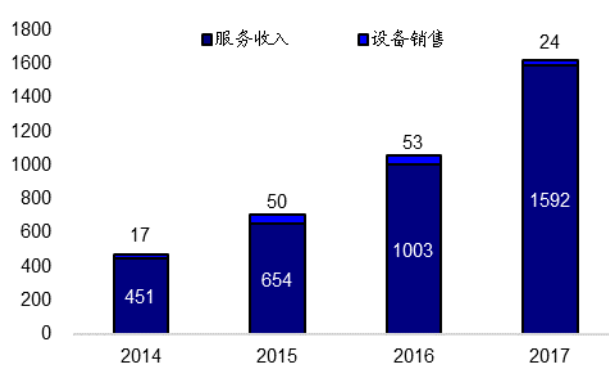
近四年公司营业收入保持快速稳定增长，2017 年公司营业收入达 16.16 亿元，同比增长 53.05%，相比于 2014 年的 4.68 亿元增加了两倍多，复合年增速达 51.12%。公司的营业收入主要来自于服务收入，2017 年公司实现服务收入 15.92 亿元，占比 98.50%。根据公司官网，公司的服务业务内容主要包括托管服务、托管管理服务和管理云服务三大类。

图12 2014-2017 年公司营业收入及增速



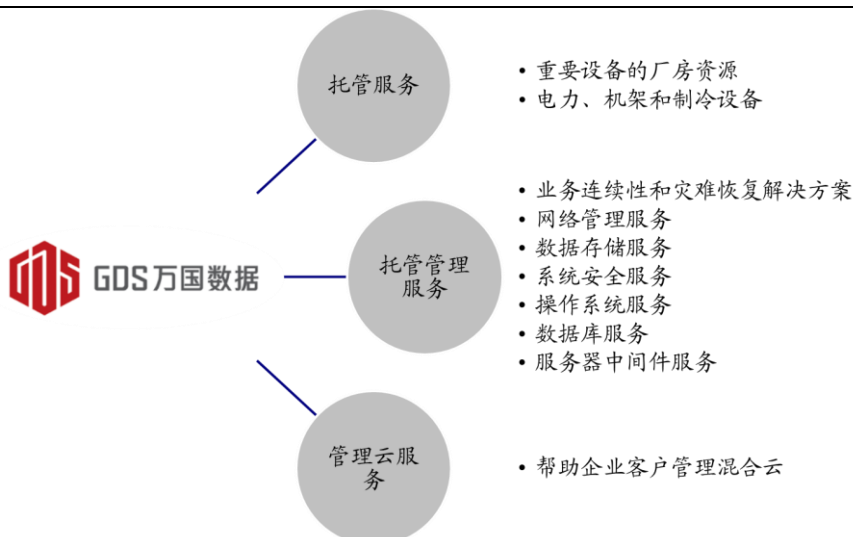
资料来源：公司 2016-2017 年年报，海通证券研究所

图13 2014-2017 年公司营业收入构成（百万元）



资料来源：公司 2016-2017 年年报，海通证券研究所

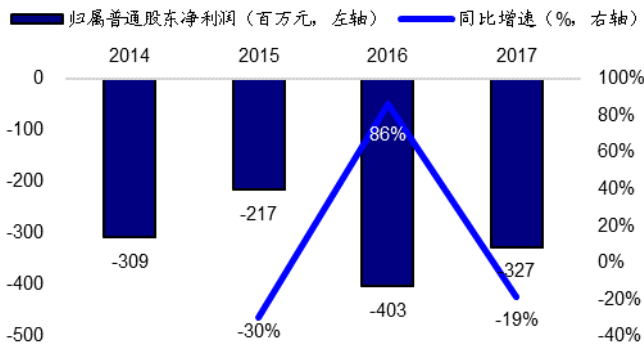
图14 万国数据主要服务内容



资料来源：公司官网，海通证券研究所

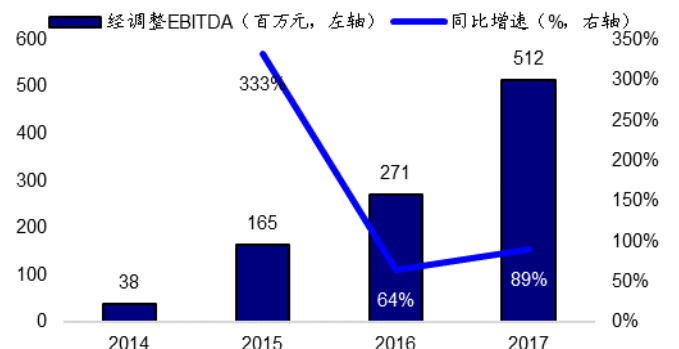
公司当前处于规模扩张期,2017 年净亏损 3.27 亿元,相较于 2016 年的 4.03 亿元,亏损额有所收窄。公司净利润持续为负,主要是由于公司近年来经营扩张,建设和租赁数据中心的开支规模较大。根据公司招股说明书,未来随着公司客户基础的持续增长,对支出和费用的控制能力增强,服务范围不断扩张以及满足客户需求的能力提升,公司的盈利能力将有望改善。扣除利息和折旧摊销的影响因素,公司的息税折摊前利润 (EBITDA) 表现亮眼。2015-2017 年,公司的 EBITDA 分别实现 1.65 亿元,2.71 亿元和 5.12 亿元,增速分别高达 332.92%, 64.26%和 89.38%。

图15 2014-2017 年公司归属普通股股东净利润及增速



资料来源：公司 2016-2017 年年报，海通证券研究所

图16 2014-2017 年公司经调整 EBITDA 及增速



资料来源：公司 2016-2017 年年报，海通证券研究所

### 3. 区位优势及客户资源锁定龙头地位，战略合作完善产业布局

#### 3.1 把握市场需求扩建数据中心，合理布局享区位优势

##### 3.1.1 PUE 水平较低，铸造国内领先高性能 IDC

作为国内领先的高性能第三方 IDC，万国数据自建的数据中心具有高可用性、高功率密度和高效率的优势。

**高可用性。**万国数据机房为电路、制冷系统以及其他关键系统配置了充足的冗余传输路径，符合 Uptime 机构制定的高性能数据中心标准。高可用性的特点帮助公司更好的满足客户的需求，安置关键任务使用的 IT 设备。

**高功率密度。**万国数据自主开发的数据中心的平均功率密度约为 2Kw/m，使客户能够更有效的部署其 IT 基础设施，并最优化其 IT 设施的性能表现。

**高功率效率。**数据中心的功率效率一般用 PUE (Power Usage Effectiveness) 指标来衡量。PUE=数据中心总设备能耗/IT 设备能耗，该指标越接近 1 代表 IT 设备的能耗在整体能耗中占比越高。数据中心的能耗主要由 IT 设备能耗与冷却系统能耗构成，故 PUE 指标越低代表数据中心的绿色化程度越高，也代表着公司节约运营开支的能力越强。根据 2017 年年报，公司目前的 PUE 为 1.5 左右，而工信部此前的数据则显示，建造于 2011-2013 年中的数据中心的平均 PUE 水平约为 1.7。

##### 3.1.2 数据中心签约面积持续上升，单位盈利水平稳定

近年来公司拥有的数据中心面积不断扩张。根据 2017 年年报，截至 2017 年底，公司处于服务状态 (In Service, 是指修建完毕可以被客户使用的数据中心) 的数据中心面积共计 101258 平方米，其中有 16 座公司自主开发的数据中心，合计占据 89794

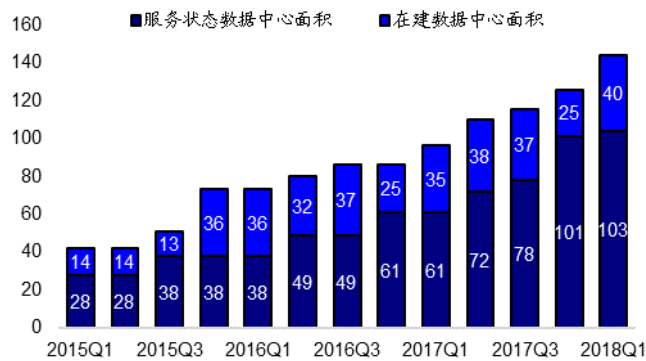


平方米，有约 20 座第三方数据中心，占据 11464 平方米；另有在建机房面积共 24505 平方米。此外，公司预计未来可开发净面积约为 46000 平方米。

根据公司 2018 年一季度业绩报告，2018Q1 期间，公司新建项目合计将开发数据中心约 17894 平方米，具体项目包括 SH8，HB2，HB3 和 SZ5 二期扩建；另有 SH5 一期项目中 2042 平方米的数据中心达产。截至 2018Q1，公司处于服务状态数据中心面积上升至 103475 平方米，在建面积增至 40357 平方米。2018Q2 目前有总面积约 20116 平方米的新建项目，包括 GZ3 一期，BJ4，BJ5 一期和 SH9，在建面积增至 60473 平方米。

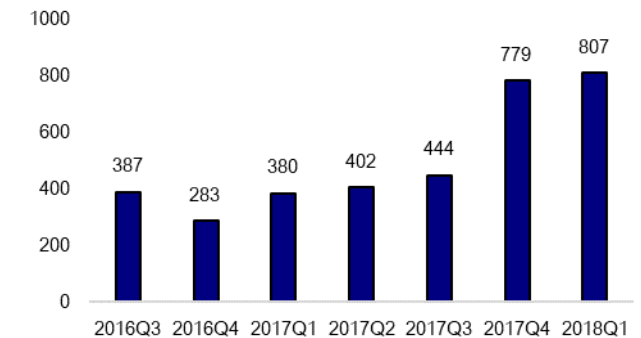
公司数据中心面积扩张伴随着资本开支的增加。2016Q3 公司的资本支出为 3.87 亿元，2018Q1 资本支出上升至 8.07 亿元。

图17 2015Q1-2018Q1 数据中心建造情况（千平方米）



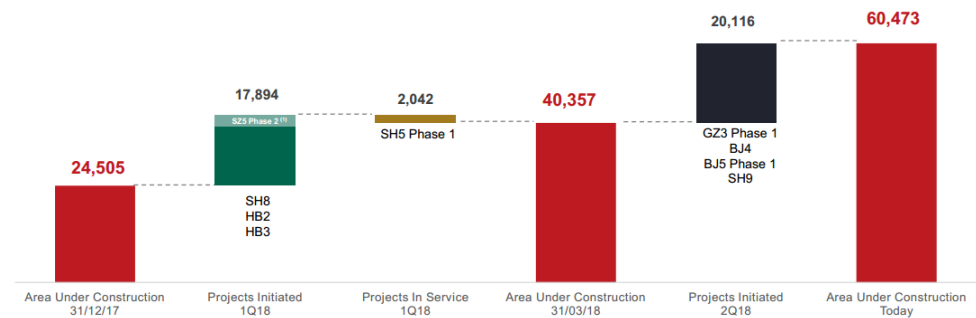
资料来源：招股说明书，2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

图18 2016Q3-2018Q1 万国数据资本支出情况（百万元）



注：资本支出用公司投资活动净现金支出衡量  
资料来源：Wind，2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

图19 2018Q1-Q2 数据中心建造进程（平方米）

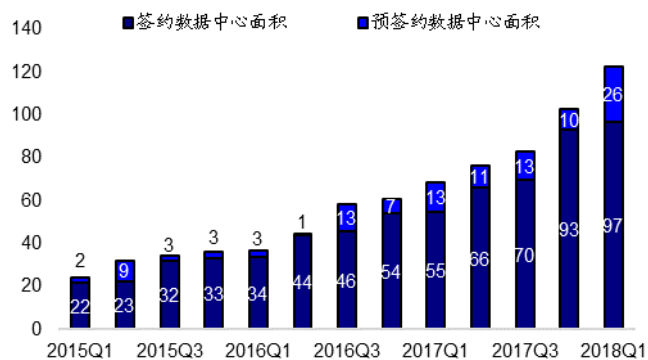


资料来源：2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

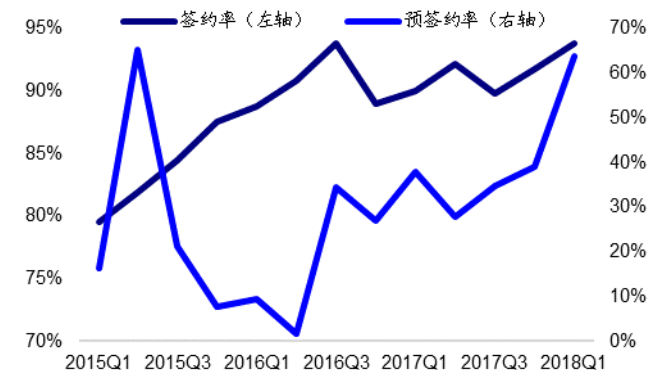
公司签约数据中心面积由于市场需求持续攀升。截至 2018Q1，公司数据中心的总签约面积达 122819 平方米，同比增加 79.79%。其中运营中数据中心签约面积为 97068 平方米，预签约的在建数据中心面积 25751 平方米。

受益于良好的行业景气度，和公司不断提升的业务能力，公司数据中心的签约率呈现上升趋势。签约率是指运营中的数据中心的签约比例；预签约率则是在建数据中心的签约比例。2018Q1 的签约率达 93.8%，较 2015Q1 增加了 14.3 个百分点；2018Q1 的预签约率为 63.8%，较 2015Q1 增加 47.5 个百分点。其中 2018Q1 期间的新建项目 HB2，HB3，SH8 的预签约率分别为 100%，100%和 49.5%，2018Q1 整体预签约率环比增加了 24.8 个百分点。



**图20 2015Q1-2018Q1 数据中心签约面积（千平方米）**


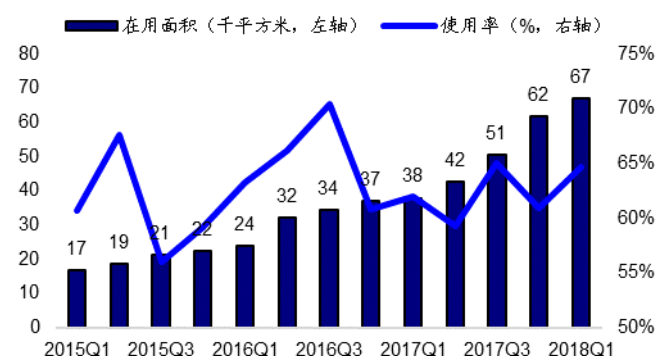
资料来源：招股说明书，2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

**图21 2015Q1-2018Q1 数据中心签约率情况**


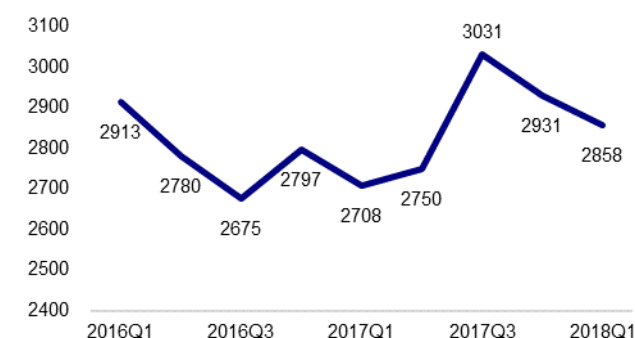
资料来源：招股说明书，2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

同步于签约面积的提升，公司在用数据中心面积也呈现增长的态势。在用数据中心是指在服务状态中且已经与客户签订了可产生收入的协议的数据中心。2018Q1 公司在用面积为 66905 平方米，同比增长 76.54%。近一年半，公司处于服务状态的数据中心使用率稳定在 60-65% 的水平，2018Q1 为 64.70%。

公司每平方米月均服务收入（Monthly Service Revenue per Sqm, MSR）表现稳定，2018Q1 为 2858 元/平方米/月，同比增加 5.54%，环比下降 2.49%。

**图22 2015Q1-2018Q1 数据中心使用面积情况**


资料来源：招股说明书，2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

**图23 2016Q1-2018Q1 公司 MSR（元/平方米/月）**


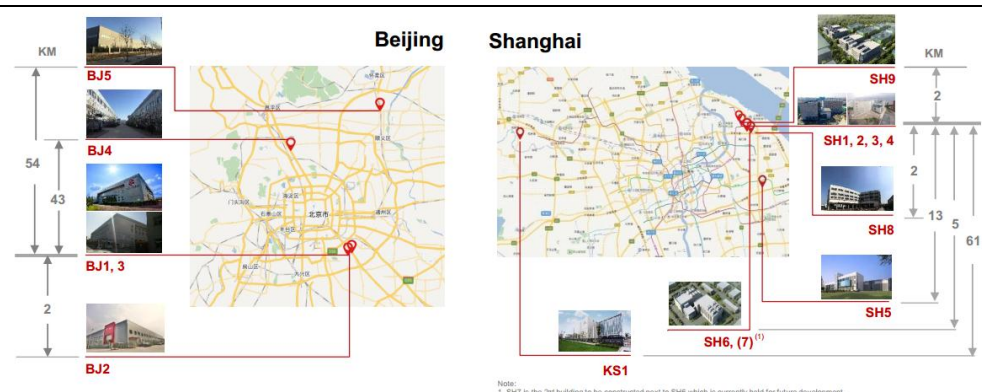
资料来源：2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

### 3.1.3 结合市场需求战略性布局，享受区位优势

万国数据注重数据中心的区域布局，战略性的将数据中心修建于需求更高的经济、商业、工业和通信的枢纽区。合理的地理区域分布有助于公司更好的响应客户需求，打造区位优势。

公司在国内五大一线城市均有数据中心资源。截至 2017 年底，公司处于服务状态的数据中心主要分布在上海（37552 平方米）、深圳（22296 平方米）、北京（19464 平方米）、广州（14716 平方米）和成都（6287 平方米）。此外，2017 年 11 月底，公司还宣布将为阿里巴巴集团在河北省建设一个新的数据中心园区，共三期机房面积合计近 15000 平方米。

图24 公司数据中心一线城市地理分布（北京&上海）



资料来源：2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

图25 公司数据中心一线城市地理分布（成都&广州&深圳）



资料来源：2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

表 2 2017 年底公司数据中心面积区域分布（平方米）

位置	服务状态	在建	待开发
上海	37552	9113	19615
深圳	22296	5000	5268
广州	14716	0	0
北京	19464	0	8970
香港	943	0	0
成都	6287	5400	12092
河北省	0	4992	0
合计	101258	24505	45945

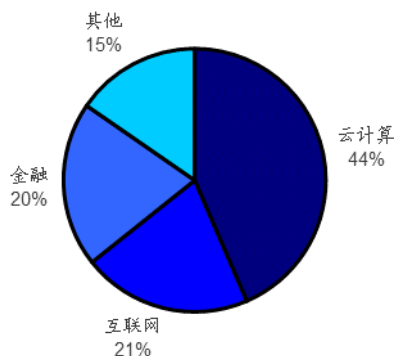
资料来源：2017 年年报，海通证券研究所

### 3.2 掌握优质客户资源，共享下游产业成长

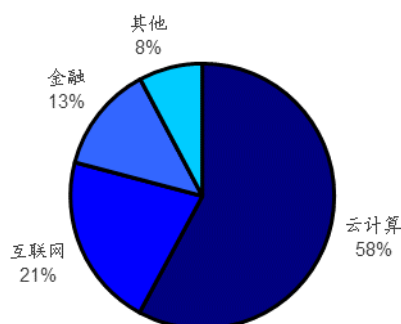
万国数据客户资源优质，囊括了阿里云、腾讯云、华为、滴滴、携程、支付宝、财付通、微众银行等一众下游产业的领军企业。公司通过优质的客户锁定市场份额，共享下游产业成长。公司在把握优质客户资源的同时，客户规模不断扩张。截止 2018Q1，万国数据拥有 551 家下游客户，同比增长 27.3%。

万国数据对日趋集聚的客户生态进行分类，将客户分为四类——云生态（阿里云，腾讯云等），金融产业生态（银行，券商，基金，保险公司等），互联网和 AI 生态（百

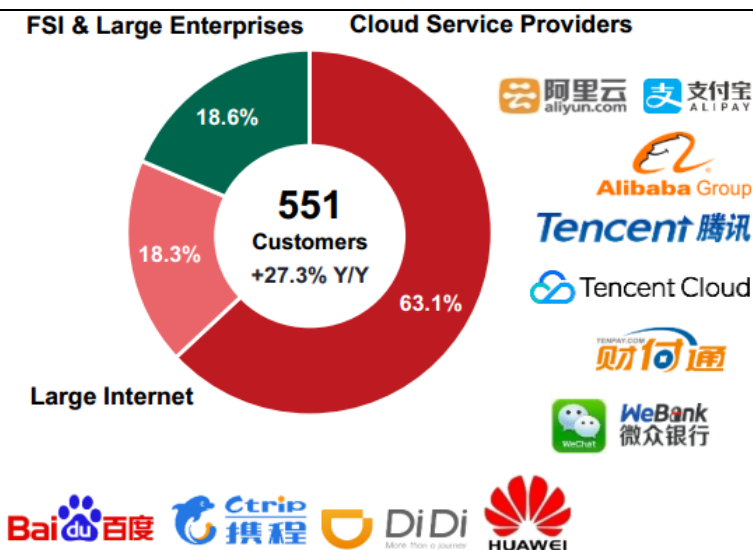
度，滴滴，携程等）和企业 IT 系统和数据系统（外资客户在中国的数据支撑）。根据公司 2016-2017 年年报，公司 2017 年底的云计算客户、大型互联网客户、金融机构客户的签约面积占比分别为 58%，21%和 13%；相比于 2016 年的 44%，21%和 20%，云计算客户的签约面积占比有所上升。2018Q1，云计算客户的签约面积占比进一步增长至 63%，金融和其他类型客户的合计占比下降至 19%。我们预计，未来公司将在保持现有云计算及互联网客户领域的优势的基础上，加大力度发展金融及企业类客户，实现客户资源均衡。

**图26 2016 年公司各领域客户签约面积占比 (%)**


资料来源：2016 年年报，海通证券研究所

**图27 2017 年公司各领域客户签约面积占比 (%)**


资料来源：2017 年年报，海通证券研究所

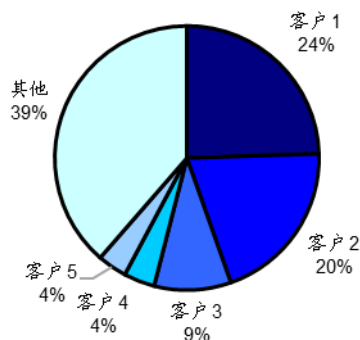
**图28 2018Q1 年公司各领域客户签约面积占比 (%)**


资料来源：2018Q1 业绩报告，海通证券研究所

不同类型的客户对公司盈利的影响不同。以云计算企业和大型互联网公司为代表的大型客户占据了较多的签约面积，但是利润回报率一般低于以金融和企业客户为代表的小型客户。这主要是由于金融类客户的资本资源一般更为丰厚，能够接受更高的单价，且金融客户受到严格的监管机构审查制度制约，对增值服务有更多的需求，包括灾难备份、远程操作等。

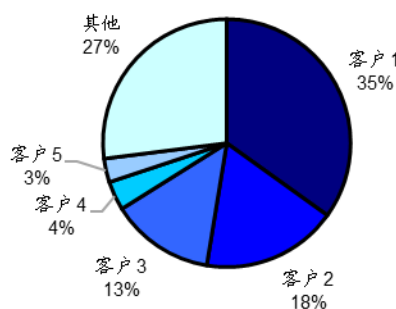
从签约面积占比来看，公司的客户资源与行业垂直分布较为集中。2016 年底，公司前五名客户的签约面积占比为 61.4%，到 2017 年年底，这一比例上升至 73.0%。这部分需求极大的客户将会很大程度上决定公司未来的收入增长，而万国数据在云计算和互联网领域的先发优势及其积累的客户资源与服务能力，将为公司带来可持续的高速增长。

图29 2016 年公司前五名客户占比情况 (%)



资料来源：2016 年年报，海通证券研究所

图30 2017 年公司前五名客户占比情况 (%)



资料来源：2017 年年报，海通证券研究所

万国数据还与同领域的互联网领军企业达成了广泛的战略合作关系。自 2015 年起，万国数据开始与阿里云合作，共同推进中国企业级混合云服务的发展；并于 2017 年的“阿里云栖大会”上联合发布了云托付混合云产品。此外，过去几年，通过与公司大股东 STT GDC 的合作，公司已经完成了在东南亚、印度以及欧洲等战略核心地域的数据中心资源对接。2017 年 10 月，万国数据与全球领先的数据中心运营商 CyrusOne 签订了战略合作协议，双方将在数据中心资源共享、技术和管理等多方面展开合作，为彼此的客户在中美两个市场提供世界级的数据中心服务。强强联手的战略合作关系，有利于万国数据在多方面协同优质合作伙伴，实现 IDC 战略对接。

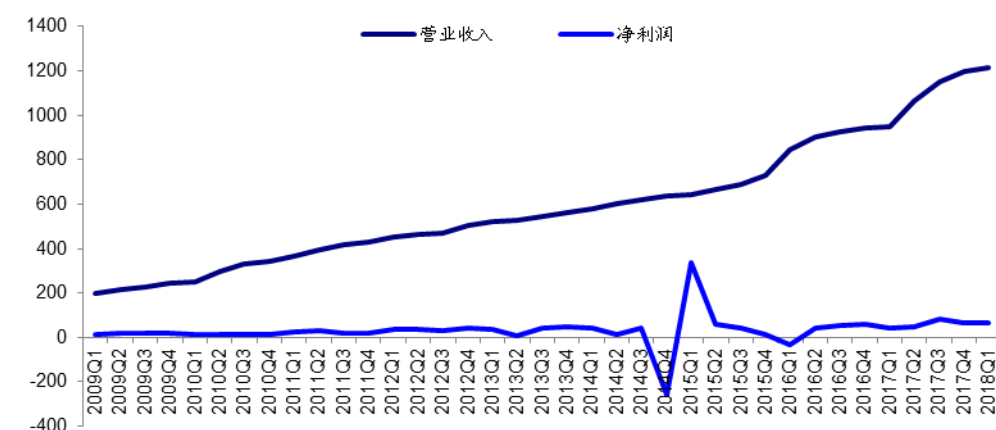
#### 4. 对标 Equinix：北美第三方 IDC 龙头高速增长

北美云计算高速发展过程中，除了云计算巨头自建大型云计算数据中心，催生了类似 Equinix 这样的第三方 IDC 巨头，并在思科之外，诞生 ARISTA 网络（ANET）这样围绕云计算发展起来的网络设备商新巨头。

Equinix 公司是一家全球数据中心提供商，主要提供数据中心主机托管、互联与连接性服务，以及基础设施解决方案。其成立于 1998 年，并于 2002 年 12 月 31 日在纳斯达克上市。Equinix 是数据中心行业无可争议的领头羊，据数据猿网站援引自 451 Research 的数据，2017 年其在全球数据中心市场份额为 9.5%，远远高于排名第二 Digital Realty Trust（5.7%），Equinix 耀眼的财务状况和市场表现更是验证了其行业龙头的身份。

作为数字业务的全球平台，Equinix 实现了业绩和股价齐飞。截至 2018Q1，Equinix 保持了第 61 个季度营收连续环比增长，创下了标普 500 的公司连续营收增长时间长度之最，2009Q1-2018Q1 季度复合增长率为 5.15%。2017 年公司实现营业收入 43.68 亿美元（+21%），归母净利润为 2.33 亿美元（+84%）。上市以来，公司股价持续上涨，截至 2018 年 7 月 29 日，股价相比上市首日收盘价增幅超过 8900%。

图31 2008-2017 年 Equinix 营收及归母净利润（百万美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 Equinix 上市以来股价（美元）



资料来源：收盘日期为 2018 年 7 月 29 日，Wind，海通证券研究所

## 4.1 规模优势铸就数据中心帝国

Equinix 将所有数据中心视为同一平台，随着客户用户数量的增加，规模效应显著，同时信息和应用响应速度也大大提升，具有灵活性，基于大量客户所产生的市场效应是其核心竞争优势所在。Equinix 提供的服务包括互联与连接性服务、数据中心及主机托管服务、专业服务以及 Equinix Marketplace 服务。

Equinix 的全球互连平台 Platform Equinix 已投资超过 190 亿美元，通过合并 Verizon 资产，Equinix Cross Connects 目前拥有超过 277000 个交叉连接和记录流量，全球数据中心已经超过 190 个，占地超过 180 万平方米，覆盖 48 个市场，24 个国家和地区，可为同一数据中心内的不同企业提供即时互连。



图33 Equinix 全球数据中心覆盖城市



资料来源：公司官网，海通证券研究所

Equinix 的客户数超过 9800 个，覆盖了 46 % 的财富 500 强企业，大客户如 Amazon Web Services、Microsoft Azure、Google Cloud Platform、IBM SoftLayer、Oracle Cloud 和 VMware vCloud Air 等。2017 年公司新增 44 个 IBX 数据中心、45000 个机柜，形成的 Equinix Marketplace 商业生态系统便于客户确定并设计出更快、更安全、时延更低的路线。

多样化的产品和服务为不同客户提供了更多的选择和方案，可以满足各层次用户的需求，成为大量客户的最佳选择，而在强大的客户集群和规模优势下，公司进一步扩展规模、优化服务，铸就了强大的数据帝国。

## 4.2 海外拓展步伐从未停息

Equinix 积极寻求机会并购扩大行业份额，以进入更多区域市场。公司主要根据新老客户的需求，设计质量，电力容量，网络接入，当前市场的容量和所需的增量投资数量等因素来选择并购标的，近年来发生的并购事项如下：

表 3 Equinix2017 年以来并购大事件

时间	收购公司及其业务	目的
2015.5	TelecityGroup	在欧洲或其他地区扩展业务，进一步促进 Equinix 公司云生态系统战略 EMEA 的执行
2015.9	比特岛 29.74% 的股权	加强 Equinix 在亚太地区数据中心的地位
2017.5	Verizon29 个数据中心	增加 Equinix 的业务范围，进军拉丁美洲，进入迈阿密、休斯顿和库尔佩伯
2017.9	Itconic	获得了 4 个数据中心
2017.10	Zenium 数据中心	扩大 Equinix 提供安全、直接连接到土耳其企业的能力，以及扩大全球市场的范围
2017.12	Metronode	在澳大利亚增加 10 个数据中心，向亚太地区的 40 个数据中心扩展业务
2018.2	Infomart Dallas	扩张达拉斯的城域地区

资料来源：搜狐、IDC、CSDN、CTI、讯石光通讯网等，海通证券研究所

根据 IDC 圈援引自 Seeking Alpha 的消息，Equinix 首席执行官 Steve Smith 在 2017Q3 业绩报告提到，目前公司在中国拥有 6 个数据中心，除了继续与上海的合资伙伴密切合作，以满足进入中国数据中心市场的许可要求外，还计划进入北京的数据中心市场，公司正与大唐电信集团签署合作协议，可能在 2018 年开始实施。此外，Yahoo Finance 报道显示，公司还计划于 2017Q4 和 2018 年初在欧洲、中东和非洲地区扩展 Equinix Internet Exchange，包括阿姆斯特丹，丹佛，都柏林，法兰克福，休斯顿，伦敦，曼彻斯特，米兰和斯德哥尔摩九座城市。



随着公司区域拓展的深入，数据中心数量将逐渐增加，从而吸引更多的客户入驻，进一步完善其商业生态，充分发挥规模优势和竞争潜力，在全球数据中心继续保持领先地位。

## 5. 总结与投资建议

### 5.1 投资建议

万国数据作为国内第三方IDC龙头企业，拥有领先的数据中心规模和优质的客户资源，有望在云计算行业快速发展的背景下，迈入高速成长期，建议关注。万国数据具备如下优势：

**1) 签约面积持续攀升，业内领先。**截至 2018Q1，公司数据中心的总签约面积达 122819 平方米，同比增加 79.79%。其中运营中数据中心签约面积为 97068 平方米，签约率达 93.8%，预签约在建数据中心面积 25751 平方米。2018Q2 目前有总面积约 20116 平方米的新建项目，在建面积增至 60473 平方米。

**2) 重点城市全面布局，构筑区位优势。**公司数据中心主要分布在上海、深圳、北京、广州和成都等一线需求旺盛地区，以及为阿里集团在河北省建设的数据中心园区（机房面积近 15000 平方米）。合理的地理区域分布有助于公司更好的响应客户需求，打造区位优势。

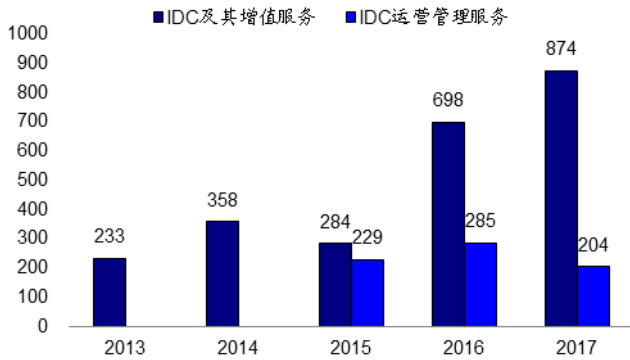
**3) 掌握优质客户资源。**公司下游客户分为四类：云生态（阿里云，腾讯云等；签约面积占比 58%），金融产业生态（银行，券商，基金，保险公司等；签约面积占比 13%），互联网和 AI 生态（百度，滴滴，携程等；签约面积占比 21%）和企业 IT 系统和数据系统（外资客户在中国的数据支撑；签约面积占比 8%）。

IDC 行业内其他具有竞争力的公司包括：Equinix，光环新网等。

### 5.2 光环新网：国内优质 IDC 龙头，整合云计算资源协同发展

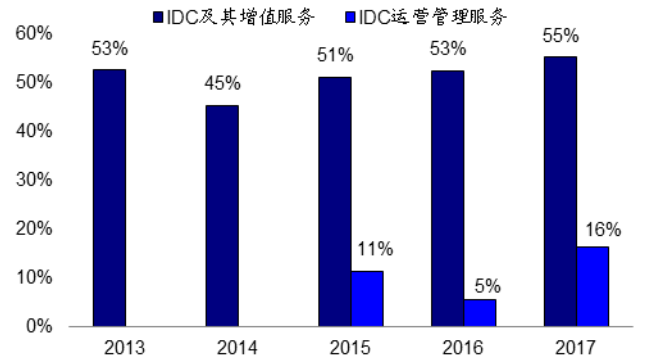
光环新网成立于 1999 年，主营业务为云计算业务、IDC 及其增值服务、IDC 运营管理服务、宽带接入服务等互联网综合服务。公司的 IDC 及其增值服务主要提供服务器托管、租用、运维以及网络接入服务，除 2015 年有所下降外，2013-2017 年 IDC 及其增值服务的营业收入总体保持上升趋势，复合增长率达 39.16%；2017 年 IDC 及其增值服务毛利率同比上升 2.7 个百分点至 55.2%，IDC 运营管理服务毛利率上升 10.9 个百分点至 16.3%。基于公司 2018 年半年度业绩预告，我们预计 2018 上半年公司的 IDC 业务营收约 8.53 亿元，同比+117%。

图34 2013-2017 年光环新网 IDC 业务营业收入（百万元）



资料来源：光环新网 2013-2017 公司年报，海通证券研究所

图35 2013-2017 年光环新网 IDC 业务毛利率



资料来源：光环新网 2013-2017 公司年报，海通证券研究所

**收购科信盛彩剩余股东权益，增强北京地区数据中心市占率。**光环新网在北京、上海拥有多个数据中心。截至 2017 年底，上海绿色云计算基地项目、科信盛彩亦庄绿色云计算基地项目、燕郊光环云谷二期项目已有部分模块完成验收工作并进入正式运营状态，房山绿色云计算基地一期项目已完成工程主体建筑建设工作。近期公司拟收购科信盛彩 85%的股权，并于 2018 年 7 月 3 日发布交易报告书（修订稿）。交易完成后，光环新网将持有科信盛彩 100%的股权。按目前交易进度，我们预计科信盛彩 Q4 并表将为 2018 年的利润贡献 2300 万元。根据交易报告书，2018 年底科信盛彩上架机柜数预计将达到 4300 个，至 2022 年达到 7300 个。如科信盛彩收购事项年内可顺利完成，我们预估 2018 年底公司整体上架机柜数量有望达到 33000 个，2020 年底达到 50000 个，2018-2020 年机柜数复合增速约为 23%。2015 年北京市发改委等部门明确规定了北京全市禁止新建和扩建 PUE 值高于 1.5 的数据中心，使得北京地区的数据中心成为一种稀缺资源。此次收购不仅将显著提升光环新网 IDC 业务的服务能力，还将增强光环新网在北京地区的区域竞争力、提升其市占率。

表 4 光环新网已建成数据中心情况

数据中心	所在城市	建筑面积 (平方米)	运营机柜数 (2018 年)	机房等级
酒仙桥数据中心	北京	24000	4000	A
太和桥云计算基地	北京	65000	8100	A
光环云谷云计算基地	北京	32700	2600	A
嘉定云计算基地	上海	28600	4500	A，已获得 Uptime Tier IV 标准认证
东直门	北京	3160	600	A
房山云计算基地	北京	130700	6000	A
亦庄数据中心	北京	25000	3000	A，已获得 Uptime Tier III 标准认证
亦庄绿色互联网数据中心 (科信盛彩)	北京	49458	4300	
合计		358618	33100	

资料来源：公司官网，光环新网《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，海通证券研究所

**亚马逊 AWS 中国合作伙伴。**早在 2010 年公司就成为了亚马逊中国的 IDC 供应商；2012 年 4 月，公司与亚马逊建立合作关系，为亚马逊 AWS 服务提供 IaaS 和 PaaS 服务；2013 年底亚马逊正式推出中国云计算平台；2016 年公司获得亚马逊通授权独立运营 AWS 中国（北京）区域云服务；2017 年双方签署了《分期资产出售主协议》，公司拟以不超过人民币 20 亿元向亚马逊通购买基于亚马逊云技术的云服务相关的特定经营性资产。我们认为 AWS 更有弹性的服务将改变 IDC 业务的商业模式，IDC 业务效率通过云计算得到大幅提升，进一步提高公司在云计算服务的市占率，2017 年度公司云计算业务收入占全年总收入 70.42%。根据公司 2018 年半年度业绩预告，上半年云计算业务营收约 19.9 亿元，同比+60%，预计占报告期营业收入 70%以上。

**盈利预测及投资建议。**我们认为公司作为国内数据中心的行业龙头，IDC 资源储备

丰厚，未来业绩高速增长确定性强。伴随 AWS 云计算和无双科技 SAAS 的业务加速发展，公司的成长空间将进一步打开。我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 64.82 亿元（+58.97%）、95.61 亿元（+47.51%）、135.26 亿元（+41.47%），归属于公司股东的净利润分别为 6.75 亿元（+54.95%）、9.74 亿元（+44.14%）、12.96 亿元（+33.14%），对应 EPS 分别为 0.47、0.67 和 0.90 元。给予其 2018 年 35-44 倍 PE，对应合理价值区间 16.45-20.68 元，给予“优于大市”评级。

**风险提示。**行业竞争加剧，公司规模扩张带来的管理风险，子公司业绩承诺不及预期、公司收购科信盛彩进度不及预期。

### 5.3 行业公司估值比较

表 5 IDC 行业可比上市公司估值对比

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	市值/EBITDA 2017	市值/机柜数 (万元/个)		
					2017	2018E	2019E
300383.SZ	光环新网	13.70	198	26	77	60	48
603881.SH	数据港	36.10	76	30	88	-	-
600845.SH	宝信软件	26.08	198	30	248	99	73
EQIX.O	Equinix	2988.86	2375	19	98	88	86
GDS.O	万国数据	148.53	187	37	29	19	12
	平均			29	108	66	55

备注：收盘价日期为 2018 年 08 月 01 日；1 USD = 6.8040CNY；可比公司营收预测采用 Wind 一致预测  
资料来源：各公司 2017 年年报，Wind，海通证券研究所

### 5.4 风险提示

**风险提示。**国内 IDC 厂商竞争加剧；云计算行业发展不及预期。

# 信息披露

## 分析师声明

朱劲松 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 梅泰诺,光迅科技,东方国信,中国联通,闻泰科技,通宇通讯,天孚通信,鹏博士,高新兴,金山软件,烽火通信,海格通信,光环新网,海能达,亨通光电,宜通世纪,中兴通讯,华测导航,星网锐捷,日海智能,锐科激光,梦网集团,亿联网络,深信服,紫光股份,网宿科技,华力创通,中天科技,中际旭创,华工科技

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
联系人  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com  
联系人  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzz9770@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
联系人  
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

### 中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
联系人  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

### 汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

### 公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com  
联系人  
史 岳 sy11542@htsec.com

### 互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
联系人  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
联系人  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com



<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹琴(021)232154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com			<b>煤炭行业</b> 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com			<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com		
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com			<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com			<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋 zy12258@htsec.com 联系人 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com		
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com			<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com			<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢 021-23219748 ly12337@htsec.com		
<b>建筑建材行业</b> 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com			<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 联系人 周丹 zd12213@htsec.com			<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com		
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf11225@htsec.com			<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com			<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com		
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com			<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com			<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com		
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com			<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com					

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 宗亮 zl11886@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com			<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨伟昕(021)23212268 ywx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com			<b>北京地区销售团队</b> 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com		
--	--	--	--	--	--	---	--	--



海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com